


2023



Стратегический обзор рынка на III квартал 2023

Оглавление

Основные выводы	2
Топ секторов и лучшие акции	4
Модельный портфель.....	12
Рыночные ожидания на III квартал и на 2023 год.....	20
Обзор широкого рынка.....	22
Макросценарии.....	22
Макротренды	23
Действия ФРС.....	41
Обзор рынка акций США. Итоги II квартала 2023 года	44
Ожидания по рынку акций США на III квартал и на 2023 год	60
Анализ по секторам.....	70
Технологический сектор (вью негативное).....	70
Коммуникационный сектор (вью нейтральное).....	73
Здравоохранение (вью позитивное).....	75
Финансовый сектор (вью нейтральное)	77
Автопром (вью нейтральное).....	80
Возобновляемая энергия (вью нейтральное)	81
Сектор промышленности (вью нейтральное)	82
Сектор недвижимости	86
Энергетика (вью позитивное).....	87
Товары первой необходимости (вью нейтральное)	90
Товары вторичной необходимости (вью негативное)	91
Сырьевая промышленность (вью негативное)	92
Китайский рынок (вью позитивное).....	95
Оptionный обзор	98
Облигации	99

ОСНОВНЫЕ ВЫВОДЫ

Ряд показателей, которые отражают текущее состояние экономики США, рисуют достаточно позитивную картину. Так, экономика все еще демонстрирует высокие темпы создания новых рабочих мест, которые стабильно превосходят консенсус-ожидания. Средние объемы найма в несельскохозяйственном секторе в 2023 году сократились относительно 2022 года, но остаются выше средних значений за 2010–2019 годы. Кроме того, о силе экономики говорят данные промпроизводства, которые с января по май в среднем росли на 0,3% м/м после стагнации в 2022-м, а также реальные потребительские расходы, которые увеличивались в январе-апреле в среднем на 0,4% м/м. Композитный индекс деловой активности демонстрирует восходящую динамику с начала года (преимущественно за счет сектора услуг). Единственным показателем, указывающим на рецессию, является реальный объем продаж в промышленности и торговле, который после неуверенного роста в 2022-м ушел на отрицательную территорию в январе-марте текущего года. Показатель отражает слабость оптовых и розничных продаж в товарных категориях под влиянием смещения структуры потребления в сторону услуг.

Пандемия внесла существенные коррективы в структуру деловых циклов по секторам экономики, в результате чего, в отдельных индустриях продолжается активное восстановление (туризм, перелеты, питание вне дома), в то время как некоторые индустрии (потребительская техника, ПК, смартфоны), оказались под серьезным давлением еще в I полугодии 2022-го. При этом, мы не считаем, что рецессия в США отменяется: наиболее быстрое повышение ставок за последние три десятилетия (амплитуда изменения также около рекордных уровней) с временным лагом будет оказывать сдерживающий эффект на экономическую активность в ближайшие кварталы. Консенсус-прогноз Bloomberg указывает на то, что вероятность рецессии в экономике США в следующие 12 месяцев составляет 65%, причем показатель находится выше 60%-го уровня с сентября 2022 года. Мы также склонны считать вероятность рецессии повышенной. Наша собственная модель указывает на 56%-ю вероятность экономического спада в следующие шесть месяцев, что можно считать высоким значением.

Полагаем, что рынок переоценивает дополнительный позитив от разворота ДКП США в начале 2024-го. Разрыв между ставкой ФРС и доходностью 10-летних казначейских облигаций США на околорекордных уровнях за 40 лет. Кроме того, текущие мультипликаторы рынка выше, чем в период нулевых ставок, что также не в пользу его устойчивых позитивных переоценок при начале цикла снижения ставок.

На фоне крайне высоких уровней жадности и успокоенности рынка нашу инвестиционную стратегию на III квартал 2023-го хорошо характеризует следующая цитата Уоррен Баффета: «Я расскажу вам, как стать богатым. Закройте двери. Будьте пугливы, когда другие жадны. Будьте жадны, когда другие боятся». В условиях высокого уровня жадности на рынке мы сохраняем сравнительно осторожный подход. В течение III квартала ожидаем нейтрально-негативной динамики индекса широкого рынка. На наш взгляд, сильный макрофон, а также улучшение ФРС прогнозов динамики ВВП на 2023-й в существенной степени могут быть нивелированы текущими оценками, которые существенно выше 20-летних средних и доковидных уровней. Агрессивные притоки средств инвесторов в фонды акций, резкое улучшение настроений розничных

инвесторов, раздувание оценочных мультипликаторов вкупе с прочими индикаторами позволяют нам оценивать настроения на рынке как крайне агрессивные, что подпитывает очень зыбкое ралли. Мы с осторожностью смотрим на то, что рынок активно рос в течение II квартала в условиях ухода форвардной однолетней EPS в отрицательную область вкупе с надуванием оценок и рисками рецессии в конце текущего года. Несмотря на то, что мы ожидаем, что динамика рынка в течение III квартала может быть нейтрально-негативной, делаем ставку на то, что более сильная макросреда будет в целом поддерживать настроения рынка. Кроме того, мы прогнозируем переток средств из наиболее перегретых секторов и инвестиционных факторов в пользу наиболее слабых по динамике с начала года, потому сохраняем ставку на факторы стоимости, качества и низкой волатильности (ИТ- и сектор недвижимости единственные, где преобладает фактор роста). Также мы ожидаем, что топ-10 компаний по капитализации будут демонстрировать преимущественно более слабую динамику в течение III квартала по сравнению индексом S&P 500 и менее крупными компаниями.

В сегменте долгового рынка позиционирование в короткой дюрации, высоком кредитном качестве, которое оставалось предпочтительным с мая 2022-го положительно послужило за последний год. Однако инфляция в США медленно, но снижается, а ставка ФРС приблизилась к пику. В текущих условиях мы полагаем, что вновь интересными становятся корпоративные бонды с «длинной» дюрацией и уместно повышение дюрации портфелей с двух-трех лет до пяти-десяти с целью позиционирования под снижение доходностей по US Treasuries на горизонте 12-18 месяцев в район 3,1–3,3%. Предпочтение отдаем выпускам с высоким купном для снижения волатильности и увеличения текущего купонного дохода. Купонный доход будет особенно полезен, если безрисковые ставки будут снижаться медленнее текущих ожиданий рынка, отдавая рост цен на бонды.

Топ секторов и лучшие акции




Тактическое вью на рынок (III квартал)




	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		■	

Стратегическое вью на рынок (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		■	

Вью в разрезе инвестиционных триггеров рынка

Инвестиционный триггер (для рынка акций)	Негативный	Нейтральный	Позитивный	Краткий комментарий
ДКП и ставка ФРС				<p>Июньское заседание ФРС оказывает нейтрально-негативный эффект на фондовый рынок. Пауза в цикле повышения ставки оценивается позитивно, а повышение целевого прогноза по ставке на 2023 год вкуче с «ястребиной» риторикой относительно разворота в текущем цикле ДКП – это потенциальный фактор риска. В условиях близкой к рекордной разницы между ставкой ФРС и доходностью 10-летних казначейских облигаций (UST 10Y) полагаем, что факт снижения ставок может оказать лишь ограниченный эффект на рынок.</p>
Рост EPS				<p>Эффект на рынок нейтрально-негативный: форвардное значение EPS находится на в отрицательной зоне (-2,8%), при этом в условиях сравнительно сильной экономической активности рынок продолжает ожидать перехода EPS к росту во II полугодии 2023-го. В течение III квартала фокус рынка постепенно будет смещаться в сторону ожиданий роста в 2024-м. При этом мы прогнозируем ослабление экономической активности в IV квартале, что, вероятно, усилит давление на форвардную EPS и сместит сроки ее восстановления с II полугодия 2023-го на 2024 год.</p>
Оценки рынка				<p>Несмотря на то, что текущий форвардный мультипликатор P/E (19,1) по индексу S&P 500 ниже уровней 2020-2021-го, текущие ставки ФРС и UST 10Y существенно выше, чем в предпандемийные 2018-2019-й и на пике пандемии 2020-2021 годов. Это указывает на очень агрессивные оценки и может оказать давление на котировки.</p>

<p>Настроения инвесторов</p>		<p>Достижение соглашения по потолку госдолга, сохранение более устойчивой макросреды, улучшение прогнозов ФРС в отношении динамики ВВП, умеренно позитивный сезон отчетов за I квартал и ажиотаж вокруг темы ИИ стимулировали улучшение сентимента на фондовом рынке. В условиях серии крупных притоков в фонды акций, существенного изменения настроений розничных инвесторов, околорекордных уровней «индекса страха» от CNN мы полагаем, что позитивный импульс близок к исчерпанию.</p>
<p>Макросреда</p>		<p>Прогноз Freedom Broker предполагает рост ВВП США во II квартале на уровне 1% с замедлением до конца года (прогноз ВВП по итогам 2023-го: +0,6%). Экономическая активность в США остается более устойчивой по сравнению с ориентирами, данными в конце I квартала. Ожидаем, что в IV квартале американский ВВП снизится на 0,3% кв/кв.</p>
<p>Техническая картина</p>		<p>Техническая картина для индекса широкого рынка смешанная. Осцилляторы RSI и MACD указывают на локальную перекупленность, что способно оказать давление на котировки. В то же время шесть сессий подряд бенчмарк держится выше психологически важной отметки 4300, что сигнализирует о вероятности продолжения восходящего движения на среднесрочном горизонте.</p>

Топ-пик

Технологический сектор (вью негативное)

Amazon (AMZN), целевая цена – \$146.

Amazon – абсолютный лидер сегмента онлайн-коммерции в США с долей около 45–50%, а также ведущий игрок в индустрии инфраструктуры для облачных вычислений (IaaS) с долей около 32%. Amazon является одним из ключевых участников ИИ-революции. Так, компания производит собственные чипы для обучения и работы моделей ИИ (Graviton, Trainium,

Inferentia), ведет разработку собственных моделей (Bedrock, Titan) и инструментов ИИ и наряду с решениями сторонних разработчиков (Anthropic, A21 Labs, Stability AI) интегрирует в свои продукты для пользователей и внутренние бизнес-процессы. Amazon владеет одним из ведущих стриминговых сервисов, интегрированным в общую подписку Amazon Prime, и третьей по размеру платформой онлайн-рекламы. В этом году Amazon провела глобальный реинжиниринг собственного бизнеса, что позволит сконцентрироваться на росте в приоритетных направлениях и существенно улучшить операционную рентабельность.

Коммуникационный сектор (вью нейтральное)

AT&T (T), целевая цена – \$21.

Акции AT&T (T) имеют привлекательный баланс риска и доходности, так как телеком-бизнес компании способен продолжить рост в случае отсутствия сильной рецессии благодаря увеличению 5G-покрытия и развитию в сегменте домашнего интернета. Среднечастотная сеть пятого поколения AT&T в настоящее время покрывает территорию с числом жителей, превышающим 160 млн, против 150 млн по итогам 2022 года. AT&T планирует довести показатель до 200 млн к концу 2023 года, что поддержит рост абонентской базы. Падение акций на 19% с момента публикации результатов за I квартал (по состоянию на 8 июня) считаем чрезмерным и видим потенциал для существенного отскока. Инвесторы сомневаются в том, что FCF компании в 2023 году сможет превысить \$16 млрд (цель менеджмента), но этот риск мы считаем уже заложенным в котировки. Отмечаем привлекательный форвардный мультипликатор P/E (6,6x) и высокую дивидендную доходность (7%). Ежеквартально AT&T выплачивает инвесторам \$0,28 на акцию (\$1,12 в год). Риск снижения дивидендов считаем незначительным.

Здравоохранение (вью позитивное)

Pfizer (PFE), целевая цена – \$49.

Pfizer – крупный игрок на рынке фармацевтики. Компания завершила активную фазу M&A, закрыв риск patent cliff, оцененный менеджментом в \$17 млрд в текущей декаде. Теперь инвестиции будут направлены преимущественно в развитие собственного пайплайна. Стратегический план предполагает генерацию \$25 млрд выручки от новых препаратов к 2030-му. Во второй половине текущего года Pfizer прогнозирует большую концентрацию важных клинических обновлений, в том числе решений FDA по одобрению новых препаратов. Среди факторов привлекательности также отмечаем низкий риск ценового регулирования для препаратов Pfizer и скорректировавшиеся в первом полугодии оценки фармгиганта.

Финансовый сектор (вью нейтральное)

BlackRock (BLK), целевая цена – цена \$741.

BlackRock (BLK) – одна из крупнейших инвестиционных компаний, предоставляющая услуги по управлению активами, стоимость AUM оценивается в \$9,1 трлн. Предлагает такие продукты, как биржевые фонды ETF iShares, инструменты с фиксированной доходностью,

альтернативные инвестиции и инструменты денежного рынка. Наряду с традиционными направлениями предоставляет технологические услуги, что дает возможность для неорганического роста. За счет диверсификации бизнеса поддерживает увеличение выручки на 5,6% в год последние пять лет при операционной марже на уровне 39%. Помимо уровней маржинальности превосходит аналоги в отрасли по показателям рентабельности на капитал. В условиях коррекции фондового рынка и стресса в банковском секторе BLK выигрывает за счет предоставления доступа к денежному рынку. Недавнее повышение квартального дивиденда до \$5 на акцию повысило доходность этих выплат до 2,98% годовых.

Автопром (вью нейтральное)

General Motors Company (GM), таргет – \$41.

Несмотря на снижение в I квартале поставок автомобилей на 10% кв/кв, до 1,38 млн единиц, General Motors удалось получить \$3,1 млрд чистой прибыли против \$3,0 млрд кварталом ранее. Мы видим, что дилерские запасы автомобилей GM в США продолжают расти. На конец первого квартала показатель составлял около 412 тыс. единиц, годом ранее – 274 тыс. Вероятно, это позволит компании сохранить повышенные объемы продаж в денежном выражении. Сегмент электромобилей демонстрирует признаки устойчивого роста. По итогам первого квартала General Motors смогла занять второе место по объему поставок электромобилей в США, автопроизводитель планирует реализовать в первой половине года 50 тыс. электромобилей и вдвое больше – в III и IV кварталах.

Сектор промышленности (вью нейтральное)

American Airlines (AAL), целевая цена – цена \$21.

Рынок пассажирской авиации до сих пор остается одним из самых недооцененных. Туристический сентимент и пассажирские потоки остаются устойчивыми даже в условиях отсутствия уверенности экономических перспектив. American Airlines (AAL) извлекает выгоду от текущей конъюнктуры: недавно менеджмент улучшил прогноз на II квартал 2023-го. Акции компании торгуются с дисконтом к отраслевому индексу согласно значениям форвардных мультипликаторов P/E (4,9x против 6,8x). Считаем, что AAL имеет перспективы роста к значению \$23 за акцию.

Сектор недвижимости (вью негативное)

Prologis (PLD), целевая цена – цена \$140.

Prologis (PLD) – лидер индустриального сегмента. Оценка и мультипликаторы не предполагают значительного апсайда для котировок ее акций, однако компания демонстрирует темпы роста на уровне или выше своих более мелких конкурентов. Бумаги PLD менее волатильны, в том числе в силу масштабов бизнеса. Повышение чистого операционного дохода по сопоставимым площадям ожидается на уровне 9,4%, денежный поток от основной деятельности должен увеличиться на 9,8%

Энергетика (вью позитивное)

EOG Resources (EOG), целевая цена – цена \$133.

Мы ожидаем позитивной динамики цен на нефть и газ в III квартале. Сезонное увеличение спроса в летний период будет происходить на фоне сокращения добычи нефти Саудовской Аравией на 1 млн баррелей в сутки (МБС) в июле. Кроме того, Минэнерго США прекратит продажи нефти из госрезервов (0,3 МБС) и закупит 3 млн баррелей в августе и такой же объем в сентябре для пополнения стратегических запасов. Из эмитентов, находящихся в нашем покрытии, наилучшие перспективы имеет EOG Resources (EOG). Компания является четвертой по размеру в американском добычном секторе. Отличительная черта EOG – отрицательный чистый долг (\$844 млн на конец I квартала). На наш взгляд, в III квартале компания увеличит возврат средств акционерам через выплаты дивидендов и обратный выкуп. В марте EOG погасила облигации на \$1,25 млрд, используя денежные средства на балансе и сократив долговую нагрузку ниже \$4 млрд, что позволит направлять акционерам большую часть свободного денежного потока

Потребительские товары длительного пользования (вью негативное)

Lululemon Athletica (LULU), целевая цена – \$390.

Компания продолжает показывать двухзначный темп роста сопоставимых продаж как в локальной, так и в твердой валюте, несмотря на сокращение расходов потребителей на дискреционные товары. Валовая и операционная маржа Lululemon за I квартал увеличились более чем на 300 базисных пункта. Эмитент продолжает активно выкупать свои акции. За 2022 год объем buy back составил \$444 млн, в I квартале 2023-го – \$98 млн. Компания расширит собственную сеть магазинов, продажи в Китае после снятия карантинных ограничений ускоряются. Целевая аудитория Lululemon характеризуется высокой платежеспособностью и лояльностью к бренду. Мы ожидаем, что компания и далее будет наращивать сопоставимые продажи двухзначными темпами и будет лидировать в индустрии по показателям маржи.

Сырьевая промышленность (вью негативное)

Livent (LTHM), целевая цена – \$35.

Livent Corp. (LTHM) занимается производством высокоэффективных соединений лития и планирует слияние с Allkem (OROCF) с целью образования одного из крупнейших производителей лития. Совокупная выручка новой компании по проформе за 2022 год составит около \$1,9 млрд, а скорректированная EBITDA будет около \$1,2 млрд. Стоимость новой компании составит \$10,6 млрд. Мы полагаем, что цены на литий находятся у локальных минимумов в силу высокого ожидаемого спроса на металл в среднесрочной перспективе. Согласно апрельской публикации S&P Global, в 2023 ожидается избыточное предложение лития на уровне 13 тыс. тонн, а к 2024-му рынок вернется в состояние дефицита, который оценивается в 10 тыс. тонн.

Китай (ВЬЮ ПОЗИТИВНОЕ)

Baidu (BIDU), целевая цена – \$160.

Baidu сохраняет прочные позиции на конкурентном рынке интернет-рекламы и успешно сокращает издержки вторичного бизнеса – стриминговых услуг. При этом продолжается развитие таких направлений, как облачные вычисления и ИИ. Благодаря этому Baidu входит в число тех немногих китайских техгигантов, которые получают господдержку. Особые успехи компания демонстрирует в сфере искусственного интеллекта. В ближайшее время Baidu внедрит в свою поисковую систему (которая занимает 80% рынка поисковых запросов в КНР) чат-бота, а развиваемый компанией сервис беспилотного такси уже является крупнейшим в мире и доступен в 10 городах Китая.

Модельный портфель

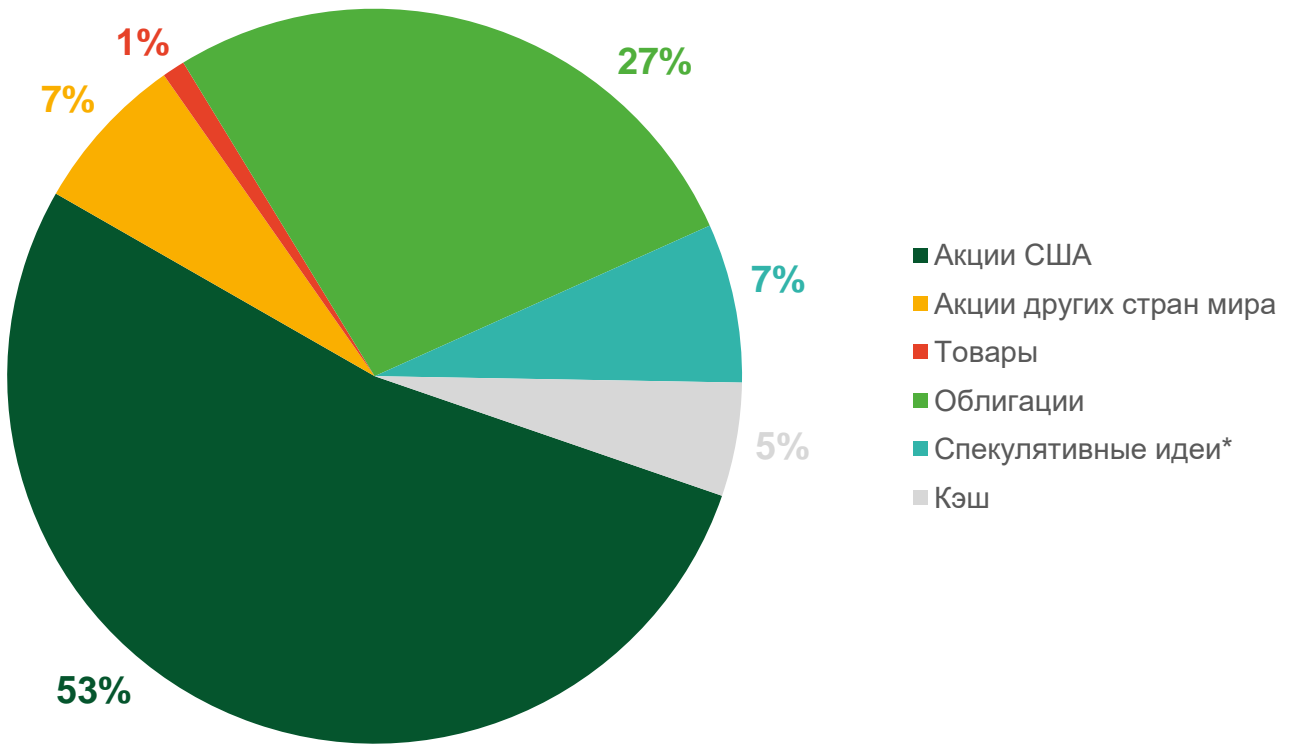
Тактическое вью в страновом разрезе:

Регион	Вью			Комментарий
Развитые рынки				<p>Деловая активность в течение марта-мая преимущественно продолжила улучшаться. Восстановление активности наблюдается в основном за счет сервисного сегмента, промышленный остается под давлением. Ситуация по странам, в том числе в рамках ЕС, также отличается. В то же время инфляционное давление существенно ослабло в большинстве развитых стран. Рецессионные риски снизились по сравнению с концом I квартала, но состояние экономик будет оставаться сравнительно слабым в течение года.</p>
США				<p>Прогнозы по динамике роста ВВП в США на 2023-й продолжили улучшаться по сравнению с I кварталом на фоне более устойчивой деловой активности и рынка труда. При этом базовая инфляция демонстрирует устойчивость. Форвардный оценочный мультипликатор P/E по состоянию на 7 июня составил 18,6, что является максимальным значением с 2022-го. В условиях ставки ФРС на уровне 5% и ожидаемой рецессии во II полугодии это указывает на вероятную перекупленность рынка. Таким образом, мы ожидаем слабонегативную динамику в III квартале, потому и сохраняем защитное позиционирование.</p>
Европа				<p>Несмотря на улучшение композитных индексов PMI в регионе, прирост деловой активности преимущественно концентрируется в сервисном сегменте, в то время как активность в секторе промышленности находится под давлением. Кроме того, данные ВВП Германии за I квартал указывают на негативный вклад в динамику показателя сокращения потребления. Улучшение деловой активности с конца 2022 года по начало 2023-го в значимой степени является следствием внешних факторов: лучшие погодные условия и снижение цен на энергоносители. Также мы принимаем во внимание, что ЕЦБ начал активно повышать ставку лишь в конце 2022-го (в сентябре ставка составляла 0,5%). На данный момент эффект от этих действий на экономику пока слаб, потому полагаем, что до конца года она будет оставаться хрупкой. Сильной стороной региона являются оценочные мультипликаторы ниже 10- и 15-летних средних уровней, а разрыв оценок по сравнению с США находится около рекордных отметок, что может стимулировать локальный позитив.</p>

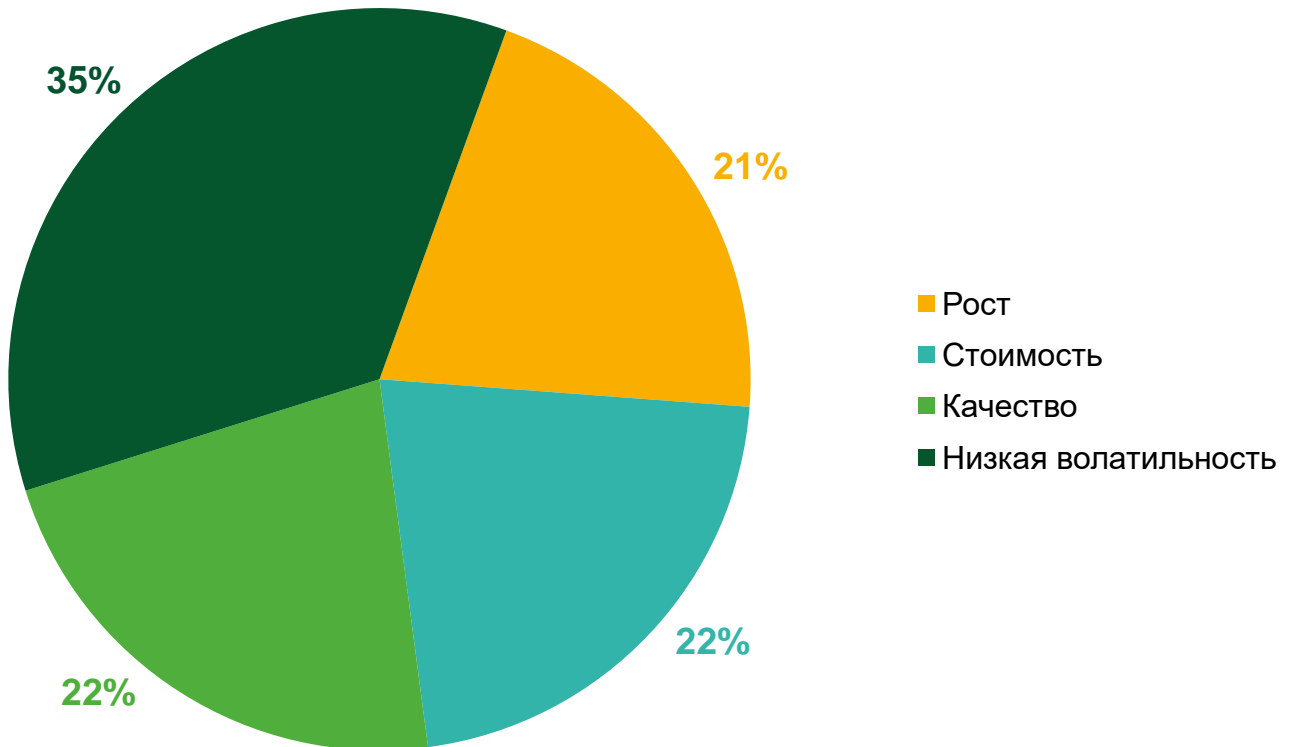
Япония				<p>С начала года индекс Nikkei демонстрирует второй результат после Nasdaq, что обусловлено сравнительно низкой инфляцией, замедлившейся с начала года. Это поддерживает ожидания по мягкой ДКП, которая вкупе с ускорением PMI с начала года и неплохими квартальными результатами поддержали «бычий» сентимент инвесторов. В условиях потенциального замедления экономик КНР, США и Евросоюза ВВП Японии может также оказаться под давлением.</p>
Развивающиеся рынки				<p>Деловая активность развивающихся рынков в целом соответствует ситуации в развитых, но наблюдается сильная поляризация. Индия и КНР в лидерах, в Мексике, Южной Африке, Корее, Индонезии экономика не в лучшей форме. Неплохой старт 2023-го завершился разворотом из-за недостаточно активного восстановления в КНР, давления на товарные активы, а также укрепления доллара против корзины валют. Фактором давления выступает макроэкономическая неопределенность и ухудшение сентимента в отношении КНР. Другим сдерживающим фактором является слабая ожидаемая динамика EPS EM-региона. При этом оценочные мультипликаторы находятся около 10-летних средних, что может стимулировать интерес инвесторов в условиях высоких оценок рынка США. Вероятно, смягчение ДКП США в будущем году сможет оказать поддержку спросу на риск и, в частности, на зарубежные активы.</p>
Китай				<p>Китайский рынок остается рискованным как в виду политических рисков, так и в силу замедления роста экономики, которой требуется государственная поддержка. Недавние комплексные меры по стимулированию рынка жилья оказались недостаточными. Прогнозы динамики EPS фонда китайского рынка (в качестве прокси используется iShares MSCI China ETF (MCHI) остаются на двузначных отметках, но консенсус снизился с +15% в начале года до +11% на текущий момент. Оценки остаются на сравнительно низком уровне (дисконт ориентиров к рынку США близок к максимуму). Кроме того, даже при условии замедления рост экономики КНР будет выше, чем в прошлом году.</p>
Индия				<p>Индия фактически является вторым локомотивом экономики Юго-Восточной Азии. Среднесрочные драйверы роста фондового рынка – это по-прежнему диверсифицированная экономика, благоприятная инвестиционная среда. Деловая активности в Индии остается высокой при снижающейся инфляции, при этом наблюдается некоторое давление на занятость. Оценочные мультипликаторы остаются выше средних, при этом оценочная динамика EPS в 2023-2024 годах на уровне 18% может стимулировать улучшение сентимента в отношении страны во II полугодии 2023-го.</p>

Индонезия				<p>Состояние рынка Индонезии в целом близко к индийскому. Он выглядит более устойчиво в периоды спада в США. Фондовый индекс Индонезии за последние 10 и 15 лет отстает от S&P 500. Меньшая диверсификация экономики выливается в зависимость от мировых цен на сырье, что привело к заметному ухудшению прогнозов EPS на 2023-й (до -10%), Наше нейтральное вью поддерживает факт сильных притоков инвесторов в течение всего нынешнего года.</p>
Бразилия				<p>Несмотря на ведущие позиции в регионе, Бразилия демонстрирует медленный рост экономики и слабую динамику рыночных котировок (CAGR с 2010-го по 2022 год составил -5%, с 2015-го: - +1%). Оценки рынка низкие (P/E NTM на уровне 7,4) как к среднеисторическим уровням, так и по сравнению с США. В 2023-м ожидается снижение EPS более чем на 20%, а восстановление в 2024–2025 годах, вероятно, будет слабым.</p>
Корея				<p>Оценки динамики корейского ВВП на 2023-й с начала года были снижены с 1,7% до 1,2%, производственный PMI с января держится ниже 50 пунктов. Поддержку котировкам оказали рост занятости и снижение инфляции, что сигнализирует в пользу сентимента на разворот ДКП. В условиях ожидаемого снижения EPS на 23% существенного превышения текущих оценок рынка по сравнению со средними, оттоков из ETF EWY, а также в свете неустойчивого восстановления китайской экономики мы сохраняем негативное вью на регион.</p>
ОАЭ				<p>Рост диверсификации экономики, политические риски в энергетическом секторе, скоординированные действия ОПЕК+, а также одни из лучших результатов фондового рынка (CAGR котировок с 2007 года составляет 10%, с 2017-го – 14%) говорят о среднесрочной привлекательности региона. Оценки роста EPS на 2023-й улучшились, но ожидаемая динамика на 2024-2025-й остается слабой. Медленное восстановление экономики КНР, риски рецессии в США и ЕС не способствуют усилению спроса на нефть в течение 2023-го.</p>

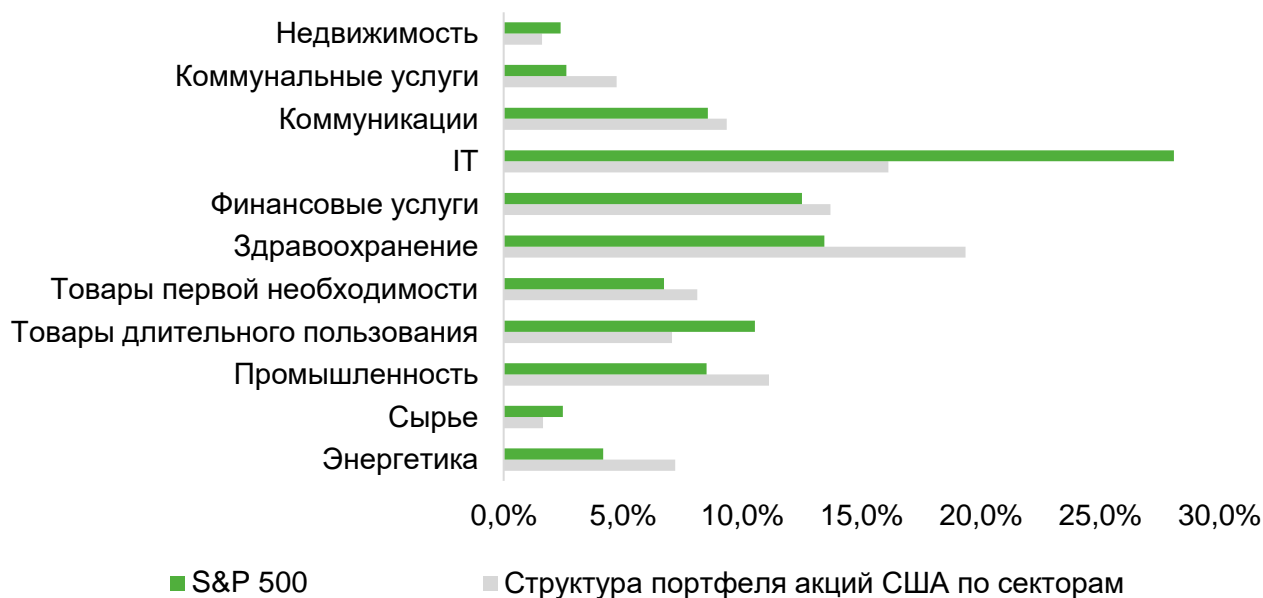
Общая структура портфеля



Структура по факторам



Структура портфеля по секторам



Основные характеристики портфеля

Тикер	Компания	Сектор	Текущая цена	Таргет, USD	Ожидаемая див. доходность	Ожидаемая доходность	Бета (β)	Вес
PSX-US	Phillips 66	Энергетика	97,1	120,4	4,3%	28%	0,81	1,0%
FANG-US	Diamondback Energy, Inc.	Энергетика	128,7	170,9	2,5%	35%	1,52	1,4%
WMB-US	Williams Companies, Inc.	Энергетика	30,5	36,9	5,9%	27%	0,93	1,4%
BLK-US	BlackRock, Inc.	Финансовые услуги	702,8	767,2	2,8%	12%	0,75	1,4%
BAC-US	Bank of America Corp	Финансовые услуги	29,2	35,6	3,0%	25%	0,81	2,6%
GS-US	Goldman Sachs Group, Inc.	Финансовые услуги	338,3	388,8	3,0%	18%	0,88	1,7%
V-US	Visa Inc. Class A	Финансовые услуги	228,9	268,9	0,8%	18%	1,05	1,6%
PG-US	Procter & Gamble Company	Товары первой необходимости	149,5	166,5	2,5%	14%	0,39	1,4%
STZ-US	Constellation Brands, Inc. Class A	Товары первой необходимости	246,0	264,4	1,4%	9%	0,65	0,7%
KO-US	Coca-Cola Company	Товары первой необходимости	61,7	70,2	3,0%	17%	0,58	1,5%
MDLZ-US	Mondelez International, Inc. Class A	Товары первой необходимости	73,6	81,4	2,1%	13%	0,50	0,8%
GM-US	General Motors Company	Товары длительного пользования	38,0	46,2	0,9%	23%	1,54	1,0%
MAR-US	Marriott International, Inc. Class A	Товары длительного пользования	176,4	188,6	1,2%	8%	1,15	0,6%

Тикер	Компания	Сектор	Текущая цена	Таргет, USD	Ожидаемая див. доходность	Ожидаемая доходность	Бета (β)	Вес
TGT-US	Target Corporation	Товары длительного пользования	133,8	172,9	3,3%	32%	0,66	1,1%
MCD-US	McDonald's Corporation	Товары длительного пользования	293,7	319,0	2,1%	11%	0,54	1,0%
LTHM-US	Livent Corporation	Сырье	26,8	32,4	0,0%	21%	1,94	0,2%
AEM-US	Agnico Eagle Mines Limited	Сырье	51,0	69,0	3,1%	38%	0,40	0,7%
DAL-US	Delta Air Lines, Inc.	Промышленность	42,8	51,5	0,9%	21%	1,16	1,3%
UAL-US	United Airlines Holdings, Inc.	Промышленность	53,5	63,6	0,0%	19%	1,07	1,6%
TXT-US	Textron Inc.	Промышленность	66,6	81,3	0,1%	22%	1,08	1,4%
BA-US	Boeing Company	Промышленность	220,0	234,9	0,0%	7%	1,27	1,6%
PLD-US	Prologis, Inc.	Недвижимость	122,6	145,2	2,8%	21%	0,95	0,5%
O-US	Realty Income Corporation	Недвижимость	61,4	69,5	5,0%	18%	0,64	0,3%
T-US	AT&T Inc.	Коммуникационные услуги	16,1	20,5	6,9%	35%	0,38	1,4%
WBD-US	Warner Bros. Discovery, Inc. Series A	Коммуникационные услуги	12,8	20,7	0,0%	62%	1,30	1,5%
GOOGL-US	Alphabet Inc. Class A	Коммуникационные услуги	123,5	131,3	0,0%	6%	1,25	1,1%
TTWO-US	Take-Two Interactive Software, Inc.	Коммуникационные услуги	138,6	151,6	0,0%	9%	0,78	1,1%
VPU-US	Vanguard Utilities ETF	Коммунальные услуги	146,2	166,1	3,2%	17%	0,60	0,8%
NEE-US	NextEra Energy, Inc.	Коммунальные услуги	75,6	92,1	2,5%	24%	0,69	1,7%
PFE-US	Pfizer Inc.	Здравоохранение	40,1	46,4	4,1%	20%	-0,08	2,1%
SGEN-US	Seagen, Inc.	Здравоохранение	198,3	228,9	0,0%	15%	0,89	1,5%
AZN-US	Astrazeneca PLC Sponsored ADR	Здравоохранение	75,2	83,4	1,9%	13%	0,34	1,3%
UNH-US	UnitedHealth Group Incorporated	Здравоохранение	458,5	583,9	1,6%	29%	0,65	2,0%
JNJ-US	Johnson & Johnson	Здравоохранение	164,2	180,0	2,9%	12%	0,30	1,5%
ABBV-US	AbbVie, Inc.	Здравоохранение	138,6	166,7	4,3%	25%	0,32	1,9%
CRM-US	Salesforce, Inc.	IT	211,8	237,6	0,0%	12%	1,71	1,3%

Тикер	Компания	Сектор	Текущая цена	Таргет, USD	Ожидаемая див. доходность	Ожидаемая доходность	Бета (β)	Вес
ADBE-US	Adobe Incorporated	IT	495,2	531,3	0,0%	7%	1,76	1,9%
QCOM-US	QUALCOMM Incorporated	IT	122,7	132,6	2,6%	11%	1,61	1,5%
ENPH-US	Enphase Energy, Inc.	IT	181,8	251,5	0,0%	38%	1,92	1,6%
ADP-US	Automatic Data Processing, Inc.	IT	221,3	231,5	2,3%	7%	1,13	0,7%
GEN-US	Gen Digital Inc.	IT	18,6	23,3	2,7%	27%	0,76	1,6%
UAE	iShares MSCI UAE ETF	Международные акции (ОАЭ)	14,6	16,0	2,9%	12%	0,40	0,5%
INDA	iShares MSCI India ETF	Международные акции (Индия)	43,1	46,7	0,2%	8%	0,57	1,0%
MCHI	iShares MSCI China ETF	Международные акции (Китай)	47,6	63,2	1,7%	34%	0,73	2,5%
EEM	iShares MSCI Emerging Markets ETF	Международные акции (ЕМ)	40,9	48,2	2,2%	20%	0,61	1,5%
EWJ	iShares MSCI Japan ETF	Международные акции (Япония)	63,1	66,4	0,9%	6%	0,61	1,5%
IAU	iShares Gold Trust	Товары	37,1	39,0	0,0%	5%	0,22	1,0%
	Диверсифицированный портфель облигаций	Облигации				7%		27,0%
	Спекулятивные идеи*					10%		7,0%
	Кэш (D-счет)					3%		5,0%

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

100,0%

Диверсифицированный портфель облигаций

Название компании	ISIN	Купон (%)	Доходность к погашению (%)	Погашение	Лет до погашения	Мин. лот \$	Валюта	Кредитный рейтинг (средн.)	Страна	Сектор	Объем в обращении, млн	Вес в портфеле
Commerzbank AG	US20259 DAA54	8,125	8,0	9/19/2023	0,3	200 000	USD	BB+	Германия	Банки	100000,0%	5,0%
SURA Asset Management SA	USN8370 TAA45	4,875	6,4	4/17/2024	0,9	100 000	USD	BBB	Колумбия	Управление активами	50000,0%	5,0%
Deutsche Bank AG/London	US25152 RXA66	3,7	6,3	5/30/2024	1,0	1 000	USD	BBB	Германия	Банки	77916,2%	5,0%
Adaro Indonesia PT	USY7090 2AB04	4,25	6,7	10/31/2024	1,4	250 000	USD	AAA	Индонезия	Уголь	75000,0%	5,0%
Credit Suisse AG/New York NY	US22550 L2L41	7,95	6,6	1/9/2025	1,6	250 000	USD	BBB+	Швейцария	Банки	125000,0%	5,0%
AerCap Ireland Capital DAC /	US00774 MAN56	6,5	6,0	7/15/2025	2,1	150 000	USD	BBB	Ирландия	Авиа-лизинг	125000,0%	5,0%
Icahn Enterprises LP / Icahn	US45110 2BQ92	6,375	9,7	12/15/2025	2,5	2 000	USD	BBB	США	Инвест. холдинг	74633,5%	5,0%
Ras Laffan Liquefied Natural	USM8222 MAD40	6,332	5,5	9/30/2027	4,3	250 000	USD	A+	Катар	Нефть и газ	58760,0%	5,0%
ArcelorMittal SA	US03938 LBE39	6,55	5,8	11/29/2027	4,5	2 000	USD	BBB-	Люксембург	Металлургия	120000,0%	5,0%
General Motors Financial Co	US37045 XEB82	6	5,6	1/9/2028	4,6	2 000	USD	BBB-	США	Автопром	100000,0%	5,0%
Suzano Austria GmbH	US86964 WAF95	6	6,1	1/15/2029	5,6	200 000	USD	BBB-	Бразилия	Бумага и целлюлоза	174816,0%	5,0%
Qatar Government Internationa	XS01134 19690	9,75	4,2	6/15/2030	7,0	10 000	USD	AA-	Катар	Госдолг	140000,0%	5,0%
FMG Resources August 2006 Pty	USQ3919 KAQ42	6,125	6,9	4/15/2032	8,9	2 000	USD	BB+	Австралия	Металлургия	80000,0%	5,0%
Enel Finance International NV	USN3070 7AT57	7,5	5,9	10/14/2032	9,3	200 000	USD	BBB+	Италия	Энергетика	125000,0%	5,0%
Oman Government International	XS22348 59283	7,375	5,9	10/28/2032	9,4	200 000	USD	BB	Оман	Госдолг	102245,7%	5,0%
KazMunayGas National Co JSC	XS22424 22397	3,5	6,8	4/14/2033	9,8	200 000	USD	BBB-	Казахстан	Нефть и газ	75000,0%	5,0%
T-Mobile USA Inc	US87264 ACY91	5,05	5,3	7/15/2033	10,1	2 000	USD	BBB	США	Телеком	260000,0%	5,0%
Telefonica Emisiones SA	US87938 WAC73	7,045	6,1	6/20/2036	13,0	1 000	USD	BBB-	Испания	Телеком	200000,0%	5,0%
Dell International LLC / EMC	US24703 TAJ51	8,1	6,3	7/15/2036	13,1	2 000	USD	BBB-	США	ИТ	99081,2%	5,0%
OCP SA	XS10610 43367	6,875	7,7	4/25/2044	20,9	200 000	USD	BB+	Марокко	Удобрения	60000,0%	5,0%
Портфель		6,4	6,4		6,5							100%

Рыночные ожидания на III квартал и на 2023 год

На фоне крайне высоких уровней жадности и успокоенности рынка нашу инвестиционную стратегию на III квартал 2023-го хорошо характеризует следующая цитата Уоррен Баффета: «Я расскажу вам, как стать богатым. Закройте двери. Будьте пугливы, когда другие жадны. Будьте жадны, когда другие боятся». В условиях высокого уровня жадности на рынке мы сохраняем сравнительно осторожный подход. В течение III квартала ожидаем нейтрально-негативной динамики индекса широкого рынка. На наш взгляд, сильный макрофон, а также улучшение ФРС прогнозов динамики ВВП на 2023-й в существенной степени могут быть нивелированы текущими оценками, которые существенно выше 20-летних средних и доковидных уровней. В условиях недавних сильных майские данных по PMI, рынку труда и розничным продажам, можно предположить, экономическая активность во II квартале 2023-го будет умеренно устойчивой и фактические результаты сезона отчетности вновь окажутся лучше первоначальных прогнозов. С учетом ожидаемого нами смещения периода негативной динамики ВВП (на квартальной основе) и более устойчивого состояния деловой активности прогнозы компаний на III квартал также могут оказаться сравнительно сильными.

В течение III квартала мы ожидаем нейтрально-негативной динамики индекса широкого рынка. Обозначенные выше факторы поддержки, включая существенное улучшение ФРС прогнозов роста экономик и на 2023-й, в существенной степени могут быть нивелированы текущими оценками, которые значительно выше 20-летних средних и доковидных уровней (сигналы со стороны ФРС о возможном снижении ставок в 2024-м могут оказать лишь краткосрочный эффект на настроения ввиду рекордного разрыва в ставках ФРС и доходности 10-летних гособлигаций США). «Раздувание» оценок на фоне слабых перспектив EPS до конца 2023-го вкупе с резким локальным всплеском оптимизма розничных инвесторов, усилением притока средств в фонды акций и выходом индикатора CNN область «экстремальной жадности» дают основания предполагать, что наблюдаемое в течение II квартала 2023-го «надувание» оценок неустойчиво и может привести к коррекции. Техническая картина также не в пользу инвесторов: согласно индикаторам RSI и MACD, индексы S&P 500 и Nasdaq 100, находятся в зоне перекупленности, что не способствует устойчивости «бычьего» тренда.

Экономическая активность в США сохраняется на сравнительно высоком уровне, занятость остается около рекордных уровней, но рынок труда остывает, а сегменты товаров длительного пользования находятся под давлением и на фоне высокой занятости. Полагаем, что кумулятивный эффект от подъема ставок вкупе со стрессом в банковском секторе и ужесточением кредитных стандартов в конечном итоге продолжит сдерживать рост экономики США, что может вылиться в неглубокую рецессию в течение IV квартала 2023-го – I квартала 2024-го.

По итогам заседания ФРС и реакции рынка на него мы можем предположить, что фокус инвесторов в существенной степени сместился с ожиданий в отношении действий регулятора к данным о состоянии экономики. В этой связи предполагаем, что в ближайшей перспективе рынок будет адекватно интерпретировать хорошие макроданные, оценивая их через призму состояния деловой активности. На наш взгляд, в ходе сезона отчетности за II квартал инвесторы так

же, как и в предыдущем сезоне, будут действовать с оглядкой на возможное ослабление деловой активности в конце года, что будет оказывать сдерживающий эффект на котировки.

Полагаем, что факторы риска, включая концентрацию рынка и очень высокие оценки, будут давить на индекс широкого рынка в течение III квартала. При этом более сильные результаты за апрель-июнь и сохраняющаяся устойчивость макросреды будут поддерживать акции компаний вне перегретых секторов и факторов. Оценки фактора стоимости, качества и высоких дивидендов около 20-летних средних и ниже доковидных уровней, поэтому мы полагаем, что данные факторы могут продемонстрировать результаты лучше индекса и на них будет фокусироваться наш базовый портфель.

	Отсутствие рецессии	Умеренная рецессия	Более выраженная рецессия
Ставка ФРС (2023)	5,38%	5,31%	5,19%
Ставка ФРС (2024)	5,38%	4,88%	4,63%
U.S. 10 Year Treasury (2023)	3,65%	3,55%	3,45%
U.S. 10 Year Treasury (2024)	3,55%	3,18%	2,43%
EPS (2023)	223,6	212,8	200,9
Изменение EPS (2023)	3,5%	-1,5%	-7,0%
EPS (2024)	250,4	234,0	214,9
Изменение EPS (2024)	12%	10%	7%
P/E NTM (2023)	17,5	16,9	15,0
Вероятность	40%	50%	10%
S&P 500	4381,8	3955,2	3224,1
Допущения	<p>Рост экономики во II полугодии 2023-го замедляется, достигнув нулевого значения в I квартале 2024-го. Инфляция (базовый PCE) постепенно снижается, но остается более устойчивой. Выше таргета ФРС показатель держится в течение всего года, по его итогам достигая 3,8%. Это вынуждает ФРС поднять ставку до 5,75%. Более устойчивая экономическая активность и занятость поддерживают маржу и рост EPS в пределах 3–4% г/г. Это способствует оптимистичным настроениям инвесторов, которые в конце 2023-го будут фокусироваться на восстановлении прибыли в 2024-м. (+12% г/г). Это станет основанием для роста мультипликатора P/E NTM, который мы ожидаем на отметке 17,5 в конце 2023 года</p>	<p>Темпы экономической активности замедляются, экономика сталкивается с неглубокой рецессией в течение IV квартала 2023-го – I квартала 2024-го. Экономический спад будет стиммулировать замедление инфляции. Базовый PCE в течение 2023-го сохранит устойчивость. Ввиду «отложенной» рецессии ФРС повысит ставки до 5,25–5,5%. С учетом резкого взлета мультипликатора P/E NTM в течение 2023-го мы не ожидаем его возврата к 20-летним средним уровням (~16), но рассчитываем на нормализацию к 16,5–17,2. Рецессионные явления в экономике окажут давление на маржу и EPS (-1,5%)</p>	<p>В основе данного сценария лежит более выраженная рецессия в США. В этом случае ВВП может снижаться с III квартала 2023-го март 2024-го. Безработица будет расти быстрее, чем предполагается базовым прогнозом, и достигнет отметки 5,4% по итогам 2024-го. Ухудшение макрофона окажет давление на EPS в 2023-м (-7% г/г), который будет слабо восстанавливаться в 2024-м (+7%). Несмотря на более низкие темпы ожидаемой инфляции, мы считаем, что в текущем году ФРС не перейдет к снижению ставки, но в 2024-м может начать смягчать ДКП умеренными темпами. Продолжительная слабая макросреда будет оказывать давление на оценки рынка. В этой связи P/E NTM прогнозируем на уровне 15 в конце 2023-го</p>

Взвешенная оценка S&P 500 на конец 2023-го составляет 4053

Обзор широкого рынка

Макросценарии

Базовый сценарий: умеренная рецессия	Q1 23	Q2 23	Q3 23	Q4 23	Q1 24	2023	2024
Рост реального ВВП, % (кв/кв)	1,3	1,0	0,4	-0,3	-0,5	0,6	0,8
Базовый PCE, % (г/г)	4,7	4,4	4,1	3,6	3,1	3,6	2,5
Уровень безработицы, %	3,5	3,6	3,8	4,2	4,8	4,2	4,6
Темп роста средней почасовой заработной платы, %	4,3	4,3	4,2	3,9	3,6	3,9	3,2
Ставка ФРС (верхняя граница), %	5,00	5,25	5,50	5,50	5,25	5,5	4,5
Доходность 10-летних трежерис	3,5	3,7	3,6	3,4	3,3	3,4	3,1

Оптимистичный сценарий: отсутствие рецессии	Q1 23	Q2 23	Q3 23	Q4 23	Q1 24	2023	2024
Рост реального ВВП, % (кв/кв)	1,3	1,5	1,0	0,2	0,0	1,0	1,2
Базовый PCE, % (г/г)	4,7	4,4	4,2	3,8	3,3	3,8	2,8
Уровень безработицы, %	3,5	3,6	3,6	4,0	4,3	4,0	4,6
Темп роста средней почасовой заработной платы, %	4,3	4,3	4,2	4,0	3,7	4,0	3,3
Ставка ФРС (верхняя граница), %	5,00	5,25	5,50	5,75	5,75	5,8	5,0
Доходность 10-летних трежерис	3,5	3,7	3,7	3,7	3,6	3,7	3,5

Пессимистичный сценарий: более выраженная рецессия	Q1 23	Q2 23	Q3 23	Q4 23	Q1 24	2023	2024
Рост реального ВВП, % (кв/кв)	1,3	0,7	0,2	-0,5	-0,9	0,4	0,4
Базовый PCE, % (г/г)	4,7	4,3	4,0	3,5	2,9	3,5	2,3
Уровень безработицы, %	3,5	3,7	3,9	4,5	5,0	4,5	5,4
Темп роста средней почасовой заработной платы, %	4,3	4,3	4,1	3,8	3,4	3,8	3,0
Ставка ФРС (верхняя граница), %	5,00	5,25	5,25	5,25	5,00	5,3	4,3
Доходность 10-летних трежерис	3,5	3,7	3,5	3,1	2,7	3,1	2,3

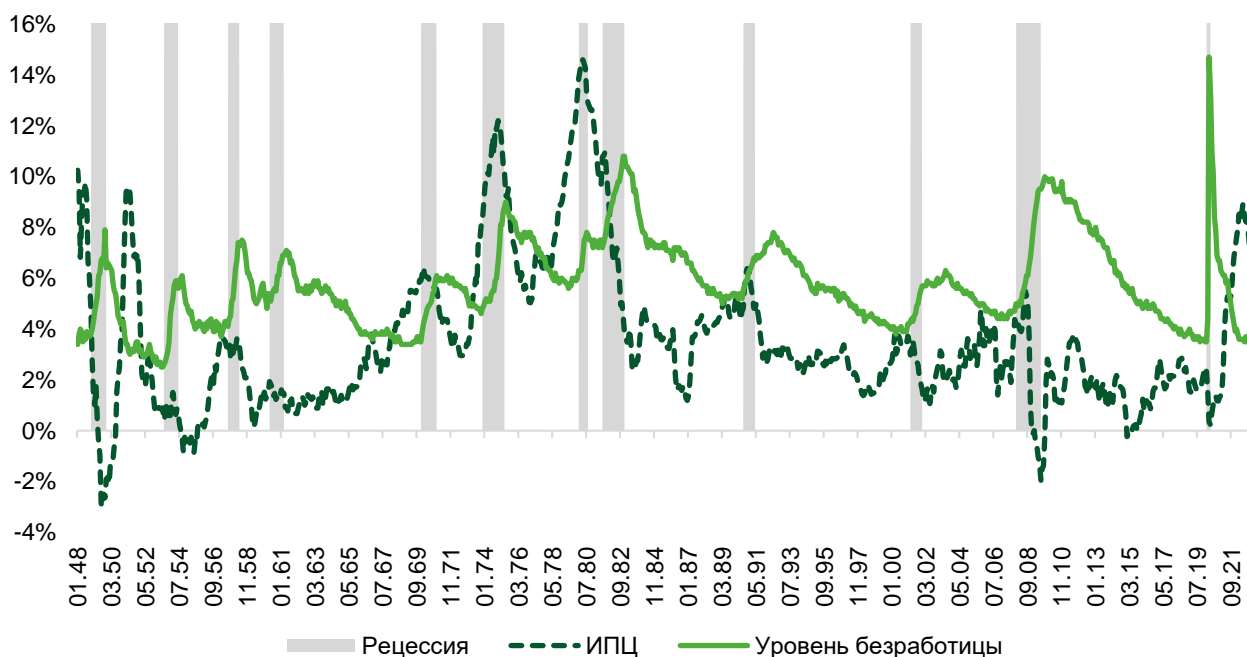
Макротренды

Можно ли проводить сравнение текущего экономического цикла с другими?

Короткий ответ: сравнение с другими циклами может быть непродуктивным и потенциально ошибочным, но наиболее похожим моментом в современной истории выглядит период 1950–1952 годов.

Пандемия значительно исказила привычный для исследователей цикл экономического подъема и спада. В СМИ и литературе можно найти множество разных сравнений текущей макроэкономической картины. Ее сопоставляют с периодом 1920-х (после пандемии испанского гриппа), с концом 1940-х – началом 1950 годов, со стагнацией 1970-х – начала 1980 годов, с ситуацией, складывавшейся до кризиса 2008 года... Все эти параллели можно назвать релевантными, но лишь с множеством специфических оговорок, которые заключаются в различных структурных особенностях экономики, разной реакции фискальных и монетарных властей, степени влияния внешних факторов и т.д.

Потребительская инфляция (ИПЦ) и уровень безработицы



Источник: FactSet, NBER

Мы хотели бы представить свою версию «обучения на исторических примерах», для чего приводим график с двумя самыми важными, на наш взгляд, макропоказателями, которые определяют текущее положение дел в экономике США. Это индекс потребительских цен и уровень безработицы. График наглядно показывает, что текущий цикл примечателен сначала резким скачком и падением безработицы, а затем активным ростом потребительских цен, который в настоящее время замедлился. Интересно, что в период стагнации 1970 годов быстрое повышение цен дважды приводило к рецессии и взлету уровня безработицы, а следующий за этим спад экономической активности «охлаждал» инфляцию. За последний год мы убедились, что

инфляция достигла своего пика и стала быстро снижаться без объявления официальной рецессии, так как рынок труда проявил высокую устойчивость (видно по низкому уровню безработицы), в том числе за счет эффекта отложенного спроса на услуги (хотя техническая рецессия в I-II кварталах 2022-го все же случилась).

Обратим внимание на то, что схожий паттерн динамики ИПЦ и уровня безработицы в период после Второй мировой войны наблюдался только в 1950–1952 годах. В 1951-м в США инфляция ускорилась из-за начала Корейской войны, пик роста ИПЦ был достигнут в апреле на уровне 9,6%, а позднее в том же году большой объем государственных денежных средств был направлен на обеспечение национальной безопасности. Сама по себе инфляция тогда не вызвала повышения уровня безработицы и рецессию. На 1952 год прогнозировалось продолжение роста инфляция, поэтому ФРС начала ужесточать денежную политику. Одновременно Минфин проводил рефинансирование долга, чем усугубил финансовые условия. Нечто подобное мы наблюдаем и в настоящее время: Минфин восстанавливает баланс после повышения потолка госдолга.

Инфляционный сценарий в конечном счете не реализовался, но политика ужесточения была все же задействована. Доходности 10-летних трежерис выросли с 2,2% в начале 1950 года до 3,1% в июне 1953-го, что стало максимумом за два десятилетия. В августе 1953-го начался спад производства и занятости, вызванный слабым спросом и сворачиванием оборонных расходов. Рецессия, которая продлилась 10 месяцев, привела к повышению безработицы с 2,7%, до 5,9%. Реальный ВВП от пика до дна цикла снизился на 2,5%. Экономический спад 1953 года является примером V-образной относительно мягкой и короткой рецессии с резким спадом продолжительностью три квартала, за которым последовало сравнительно быстрое восстановление.

Мы не склонны делать выводы на базе исторических параллелей, но можем предположить, что если ФРС продолжит политику высоких ставок вкупе с сокращением баланса и не отреагирует вовремя на прогресс в борьбе с инфляцией, то некое подобие мягкой рецессии 1953 года способно реализоваться.

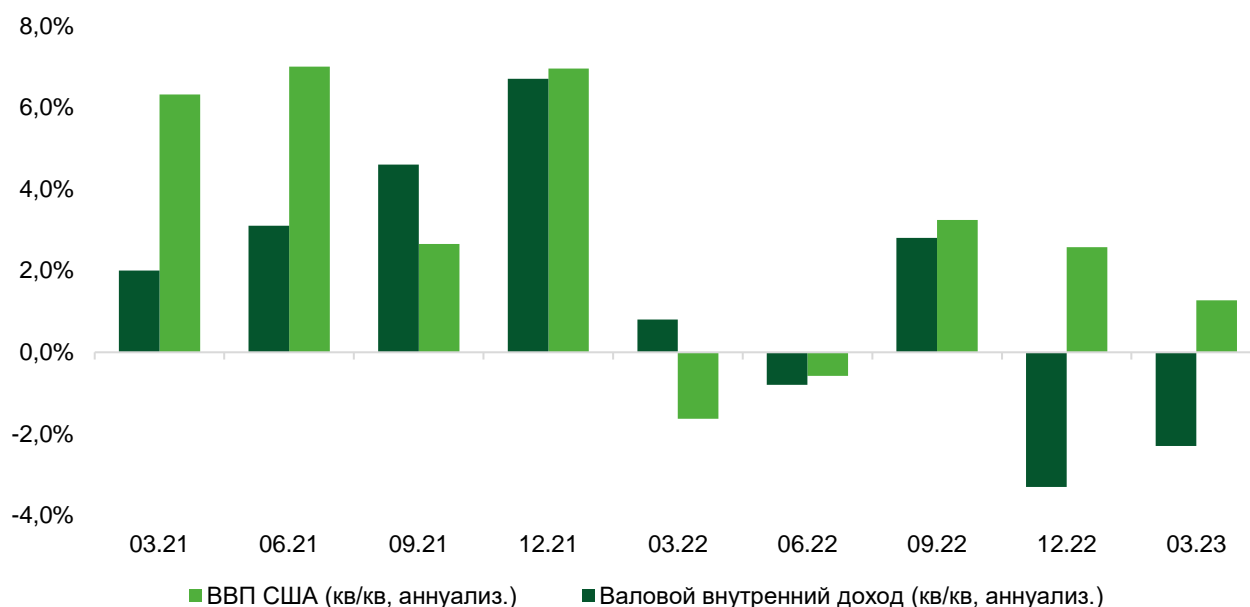
Возможно ли, что экономика США уже находится в рецессии?

Короткий ответ: видны противоречивые сигналы, но экономика не находится в рецессии.

Постановка данного вопроса была обусловлена тем, что часть макроэкономических показателей буквально конфликтуют друг с другом. Лучше всего расхождение можно продемонстрировать с помощью сопоставления динамики ВВП с динамикой валового внутреннего дохода (Gross Domestic Income, GDI). В теории эти два показателя должны демонстрировать схожую динамику, но в последние два квартала валовой внутренний доход заметно упал, что потенциально свидетельствует о внутренней слабости экономики. В рамках релиза второй оценки ВВП за I квартал данные по валовому внутреннему доходу за IV квартал 2022 года были существенным образом пересмотрены. Совокупные зарплатные доходы домохозяйств были в реальном выражении снижены на \$135 млрд, что привело к коррекции показателя GDI на 2,2 п.п. по сравнению с первоначальной оценкой, до -3,3%. В первом квартале этого года падение

продолжилось, составив 2,3%, так как корпоративные доходы в реальном выражении падают в связи с влиянием инфляции и давлением на маржинальность. Такое состояние экономики лучше всего назвать предрецессионным: оно соответствует поздней стадии цикла экспансии.

Сравнение ВВП и валового внутреннего дохода в США



Источник: FactSet

Анализируя множество показателей, мы не находим значительных подтверждений гипотезе о том, что экономика находится в состоянии рецессии. Обратим внимание на те ключевые индикаторы, которые использует Национальное бюро экономических исследований (NBER) для определения официальных дат начала и конца рецессии (представлены в таблице).

Макропоказатели, которые использует NBER для определения рецессии

	«Здоровье» потребителя		Рынок труда		Промышленное производство, % (м/м)	Реальный объем продаж в промышленности и торговле, % (м/м)
	Реальные потребительские доходы за искл. трансфертов, % (м/м)	Реальные потребительские расходы (PCE), % (м/м)	Рост числа занятых в несельскохозяйств. секторе, тыс.	Рост числа занятых по опросу домохозяйств, тыс.		
01.22	-0,44	0,70	364	1041	0,14	1,84
02.22	0,08	0,12	904	468	0,65	-0,84
03.22	-0,31	0,29	414	738	0,79	-1,18
04.22	0,00	0,16	254	-346	0,31	-0,14
05.22	-0,05	0,07	364	317	-0,02	-0,67
06.22	-0,45	0,20	370	-242	-0,09	-0,34
07.22	1,05	0,00	568	215	0,43	0,64
08.22	0,41	0,48	352	422	0,10	1,62
09.22	0,24	0,26	350	156	0,28	0,06
10.22	-0,24	0,27	324	-257	-0,11	-0,11
11.22	-0,08	-0,41	290	-66	-0,33	-0,94
12.22	-0,02	-0,19	239	717	-1,54	1,50

	«Здоровье» потребителя		Рынок труда		Промышленное производство, % (м/м)	Реальный объем продаж в промышленности и торговле, % (м/м)
	Реальные потребительские доходы за искл. трансфертов, % (м/м)	Реальные потребительские расходы (PCE), % (м/м)	Рост числа занятых в несельскохозяйственном секторе, тыс.	Рост числа занятых по опросу домохозяйств, тыс.		
01.23	0,08	1,33	472	894	1,01	0,16
02.23	-0,06	-0,18	248	177	-0,01	-0,40
03.23	0,21	-0,02	217	577	0,15	-0,65
04.23	0,16	0,47	294	139	0,51	
05.23			339	-310	-0,16	
Среднее за 2010-2019	0,26	0,19	182,97	171,39	0,12	0,21
Среднее за 2022	0,01	0,16	399,42	263,58	0,05	0,12
Среднее за 2023 (с начала года)	0,10	0,40	314,00	295,40	0,30	-0,29

Источники: FactSet, Bloomberg

Экономика все еще демонстрирует высокий темп создания новых рабочих мест, которые стабильно превосходят консенсус. Мы наблюдаем замедление в средних темпах найма в несельскохозяйственном секторе в 2023 году (данные по платежным ведомостям) относительно среднего значения за 2022 год, но рост остается выше среднего за 2010–2019 годы, и, по данным опросов домохозяйств, темпы увеличения занятости в этом году пока даже выше, чем в прошлом, несмотря на отрицательный результат за май. Кроме того, о силе экономики говорят данные по промышленному производству, которое за первые пять месяцев 2023 года повышалось в среднем на 0,3% м/м, после стагнации в 2022-м, реальные потребительские расходы, увеличивавшиеся в среднем на 0,4% м/м. Единственным показателем, указывающим на рецессию, является реальный объем продаж в промышленности и торговле, который после неуверенного роста в 2022 году ушел на отрицательную территорию в первом квартале 2023-го. Показатель отражает слабость оптовых и розничных продаж в товарных категориях под влиянием смещения структуры потребления в сторону услуг, а также из-за снижения объемов реализации стройматериалов и товаров для дома в результате сокращения продаж новых домов.

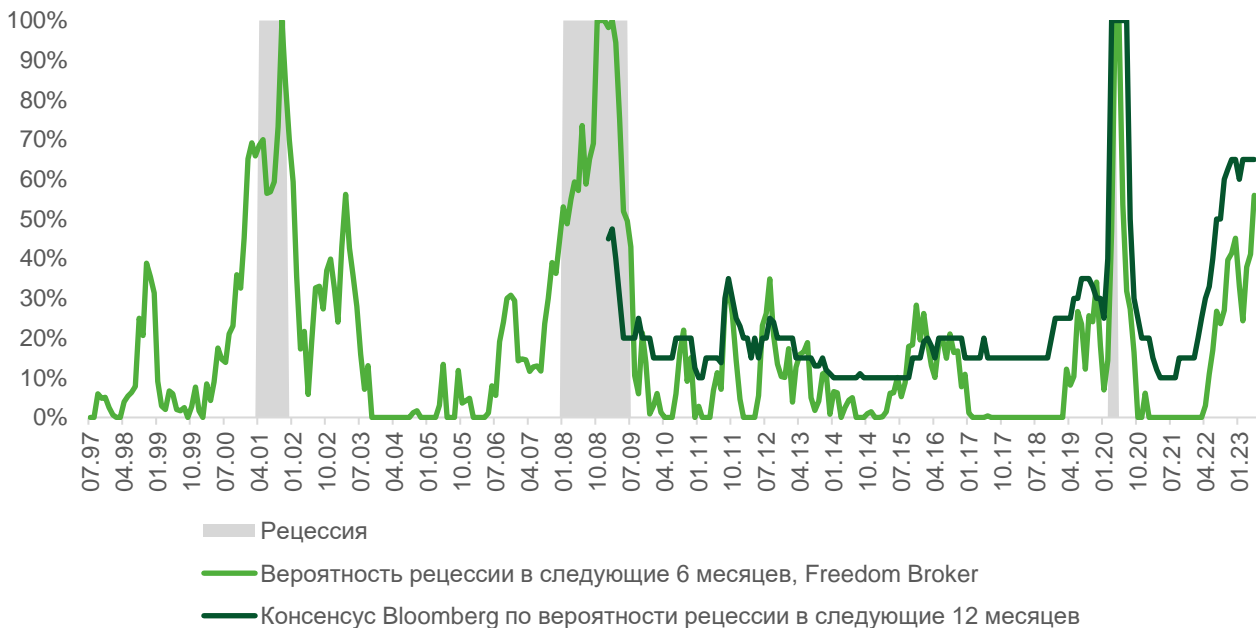
Почему мы закладываем рецессию в базовый сценарий? Что нас беспокоит?

Короткий ответ: опережающие индикаторы неуклонно слабеют, и наша модель оценки вероятности рецессии бьет тревогу.

Ряд показателей, которые отражают текущее состояние экономики США, рисуют достаточно позитивную картину, как мы уже обсудили выше. Впрочем, резкое ужесточение ДКП в виде прироста ставки на 500 б.п. за последние 15 месяцев вкупе с продолжением сокращения баланса ФРС на \$95 млрд в месяц продолжит оказывать сдерживающее воздействие на экономическую активность в ближайшие несколько кварталов. Полный эффект от ужесточения ДКП экономика еще не ощутила.

Консенсус-прогноз Bloomberg оценивает риск развития рецессии в экономике США в следующие 12 месяцев в 65%. Эта вероятность остается выше 60% с сентября 2022 года. Мы также оцениваем ее как повышенную. Чтобы продемонстрировать важность негативных сигналов, которые подают избранные нами опережающие макропоказатели, мы создали собственную модель оценки вероятности экономического спада: в соответствии с ней риск реализации этого сценария в ближайшие шесть месяцев составляет 56%, что можно считать высоким значением.

Вероятность рецессии по модели Freedom Broker



Источник: Bloomberg, расчеты Freedom Broker

Основные параметры модели оценки вероятности рецессии Freedom Broker:

- Использовалась трехфакторная модель линейной регрессии, статистическая значимость подтверждена
- Множественный R составляет 0,73, а R-квадрат равен 0,53
- Модель «обучалась» на данных за 270 месяцев: с июля 1997-го по декабрь 2019-го
- Горизонт прогнозирования – шесть месяцев. Мы намеренно не рассматриваем 12-месячный «классический» период прогнозирования, чтобы иметь более высокую уверенность в показаниях модели в текущих условиях. Если бы мы рассматривали 12-месячный период, то выбрали бы другой набор макропоказателей. Кроме того, шестимесячный период имеет более высокую значимость для тактической аллокации активов

Для прогнозирования вероятности рецессии мы обращаемся к следующим опережающим макроэкономическим индикаторам:

- 1) Компонент индекса доверия потребителей от Conference Board, который отвечает за оценку рынка труда (процент ответов «рабочие места в изобилии» минус процент ответов «работу трудно получить»), при этом для расчетов в модели мы использовали отклонение этого показателя от его 12-месячной средней

- 2) Спред между компонентом новых заказов и компонентом запасов у клиентов в индексе PMI по производственному сектору от ISM
- 3) Компонент бизнес-активности в индексе PMI по непроизводственному сектору от ISM

Опережающие макроэкономические индикаторы

	Опрос Conference Board: оценка рынка труда	ISM PMI	
		Производственный сектор: «новые заказы» минус «запасы у клиентов»	Непроизводственный сектор: компонент «бизнес-активность»
01.22	43	25,6	61,3
02.22	41,5	29,4	56,2
03.22	47,1	20,2	57,5
04.22	44,7	16,7	59,2
05.22	39,5	22,2	55,8
06.22	39,9	14,8	57,2
07.22	36,8	9,1	59
08.22	36	11,5	59,3
09.22	38,1	5,7	58,3
10.22	31,8	6,6	55,6
11.22	31,5	-1,9	61,6
12.22	34,5	-3,1	53,5
01.23	37	-4,9	60,4
02.23	40,7	0,1	56,3
03.23	36,5	-4,6	55,4
04.23	36,9	-5,6	52
05.23	31	-8,8	51,5
Среднее за 2010-2019	-8,0	11,4	58,7
Среднее за 2022	38,7	13,1	57,9
Среднее за 2023 (с начала года)	36,4	-4,8	55,1

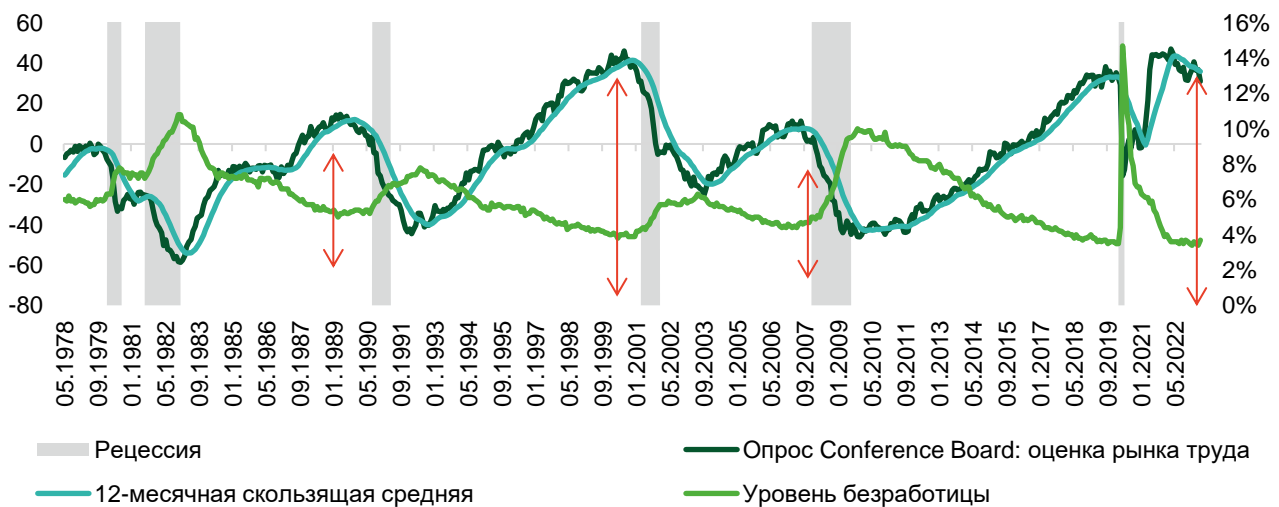
Источник: FactSet

Мы признаем, что рынок труда остается сильным, но указываем на то, что темпы создания рабочих мест, как и уровень безработицы, начинают показывать заметную негативную динамику только при фактическом наступлении рецессии. История последних 12 спадов с

окончания Второй мировой войны свидетельствует о том, что с циклического минимума до момента начала снижения экономики уровень безработицы в среднем рос лишь на 0,3 п.п., а за время рецессии он поднимался в среднем на 3,5 п.п. Другими словами, текущая сила рынка труда не должна служить основным аргументом в пользу того, что в обозримом будущем рецессии удастся избежать.

Мы предпочитаем оценивать состояние рынка труда в США с помощью отдельного компонента ежемесячного опроса потребителей Conference Board. Разница между долей респондентов, ответивших, что «рабочие места в изобилии», и долей респондентов, сетующих, что «работу трудно получить», постепенно сокращается с марта 2022 года. По данным за май, она составляет 31%. Этот результат все еще указывает на превышение числом вакансий среднего значения -8% за 2010–2019 годы, что подтверждается данными Indeed и опроса JOLTs. Впрочем, обращаем внимание на период перед кризисом 2001 года: тогда изобилие вакансий не смогло уберечь экономику от скатывания в рецессию, хотя и послужило фактором, абсорбирующим шок. Рецессия в 2001 году оказалась умеренной, уровень безработицы вырос с 4,3%, до 5,5%. Примечательно, что оценка потребителями рынка труда обычно начинает сигнализировать об увеличивающихся трудностях в поиске работы за несколько месяцев перед повышением официального уровня безработицы. Это мы и наблюдаем в настоящее время.

Оценка потребителями рынка труда и уровень безработицы



Источник: FactSet

Также мы уделяем большое внимание анализу отдельных компонентов индексов деловой активности от ISM и закладываем их в расчет вероятности рецессии. В частности, опережающие индикаторы спроса в производственном секторе находятся уже на рецессионных уровнях. Спред между компонентами «новые заказы» и «запасы у клиентов» достиг минимума с 2008 года. Новые заказы на продукцию сокращаются девять месяцев подряд и темпы этого процесса выглядят настораживающе. В то же время в апреле и мае компонент «запасы у клиентов» превысил 50 пунктов, чего не наблюдалось с 2016 года. Это означает, что клиенты производителей оценивают свои запасы как достаточные, и это говорит о низком потенциальном спросе в будущем.

Отдельные компоненты индексов PMI от ISM



Источник: FactSet, расчеты Freedom Broker

Бизнес-активность в непроизводственном секторе остается на территории экспансии (выше 50 пунктов), но демонстрирует явную тенденцию к снижению. Уровень 51,5 пункта в мае стал минимальным с кризиса 2008 года, если не учитывать период пандемии. Период экономического роста с 2010-го по 2019 год сопровождался бизнес-активностью в непроизводственном секторе на уровне 58,7 пункта.

Таким образом, описанные выше опережающие макроэкономические индикаторы сигнализируют о приближении рецессии. Наша модель оценки вероятности рецессии бьет тревогу.

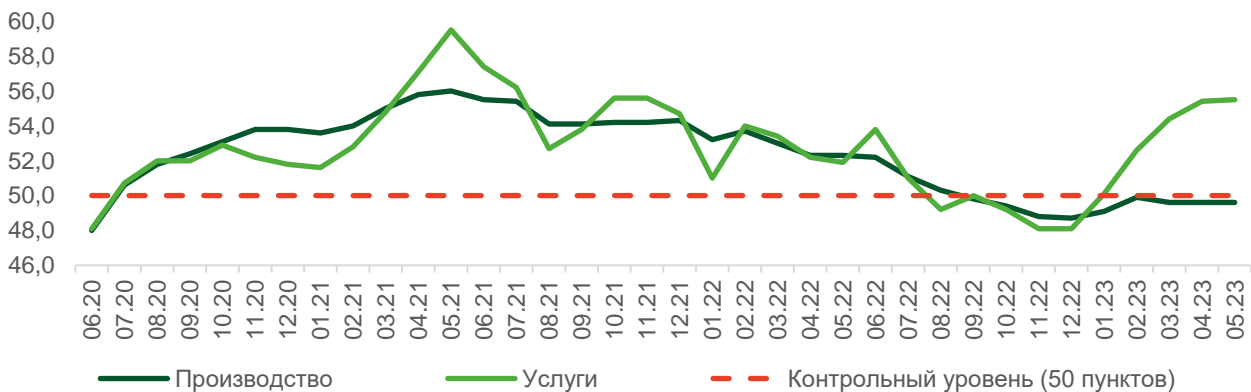
Что происходит в мировой экономике?

Короткий ответ: мировая экономика растет благодаря сильному импульсу в секторе услуг, в то время как деловая активность в производственном секторе сокращается в большинстве стран.

Глобальные индексы деловой активности от S&P Global указывают на значительное расхождение между сферой услуг и производственным сектором. В мае разница между двумя индексами достигла 5,9 пункта – максимума с 2009 года. У этого явления есть несколько объяснений. Во-первых, производство по своей природе является более циклическим, то есть реагирует на изменение кредитных условий. Ужесточение ДКП в разных странах, по всей видимости, оказывает более высокое давление на производственную активность, чем на активность в секторе услуг. Во-вторых, важную роль играет нормализация факторов, связанных с пандемией: высокий отложенный спрос на услуги заметен в ряде стран, особенно в Китае, в то время как избыточные уровни запасов у ритейлеров давят на активность в производстве. В-третьих, дефляционные процессы в товарных категориях создают неблагоприятные

«номинальные» эффекты в индексе деловой активности по производственному сектору. В то же время инфляция преимущественно наблюдается в секторе услуг, тем самым завышая уровень деловой активности. Мы полагаем, что спрос на услуги будет поддерживать глобальный экономический рост в следующие несколько кварталов, но индекс PMI в сегменте сервисов будет постепенно снижаться. В свою очередь, траектория индекса PMI в производстве выглядит весьма неопределенной, потому что процесс ужесточения ДКП в развитых экономиках продолжается и полный эффект от повышения ставок проявится с лагом в несколько кварталов.

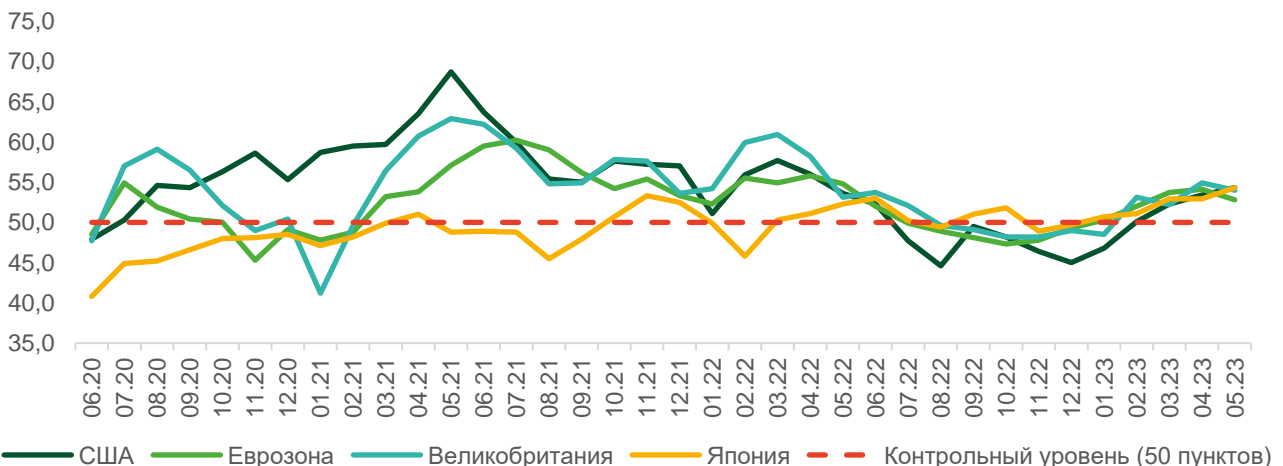
Глобальные индексы PMI от S&P Global



Источник: Bloomberg

Композитные индексы PMI, в расчете которых учитывается состояние и услуг, и производства вышли из красного сегмента, где находились в течение большей части второй половины 2022 года, и остаются чуть выше 50 пунктов в ведущих развитых экономиках, указывая на умеренно позитивную динамику ВВП. Она поддерживается услугами, в то время как деловая активность в производстве в США, еврозоне и Великобритании идет на убыль. Отмечаем ускорение роста деловой активности в экономике Японии. Производственная активность в этой стране выглядит лучше, чем во всех других развитых экономиках.

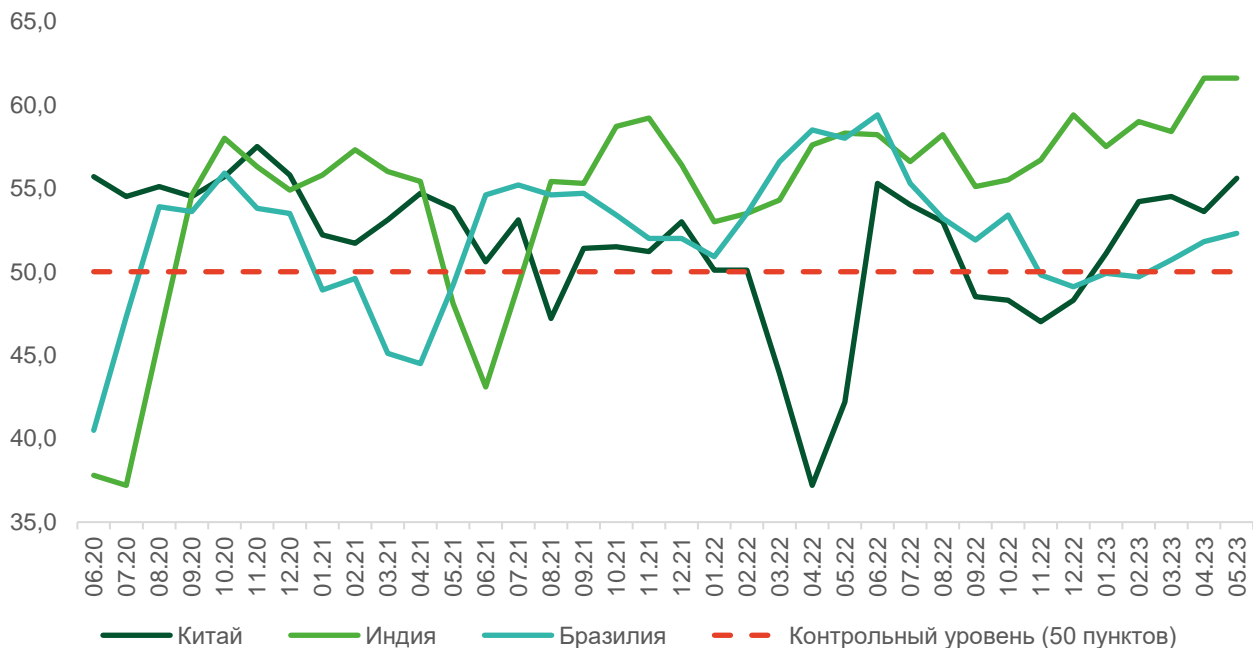
Композитные индексы PMI в развитых экономиках от S&P Global



Источник: Bloomberg

Развивающиеся китайская и индийская экономики растут быстрее, чем развитые. В Индии особенно заметно повышается деловая активность, а по темпам роста производственной активности (май: +58,7 пункта) страна опережает все экономики, покрываемые S&P Global. Китайская экономика растет за счет восстановления в секторе услуг после снятия ковидных ограничений, а производственная активность в стране колеблется около 50 пунктов. Бразильская экономика также поддержана сектором услуг, производственная активность сокращается 7 месяцев подряд и пока не показывает заметного улучшения.

Композитные индексы PMI в развивающихся экономиках от S&P Global



Источник: Bloomberg

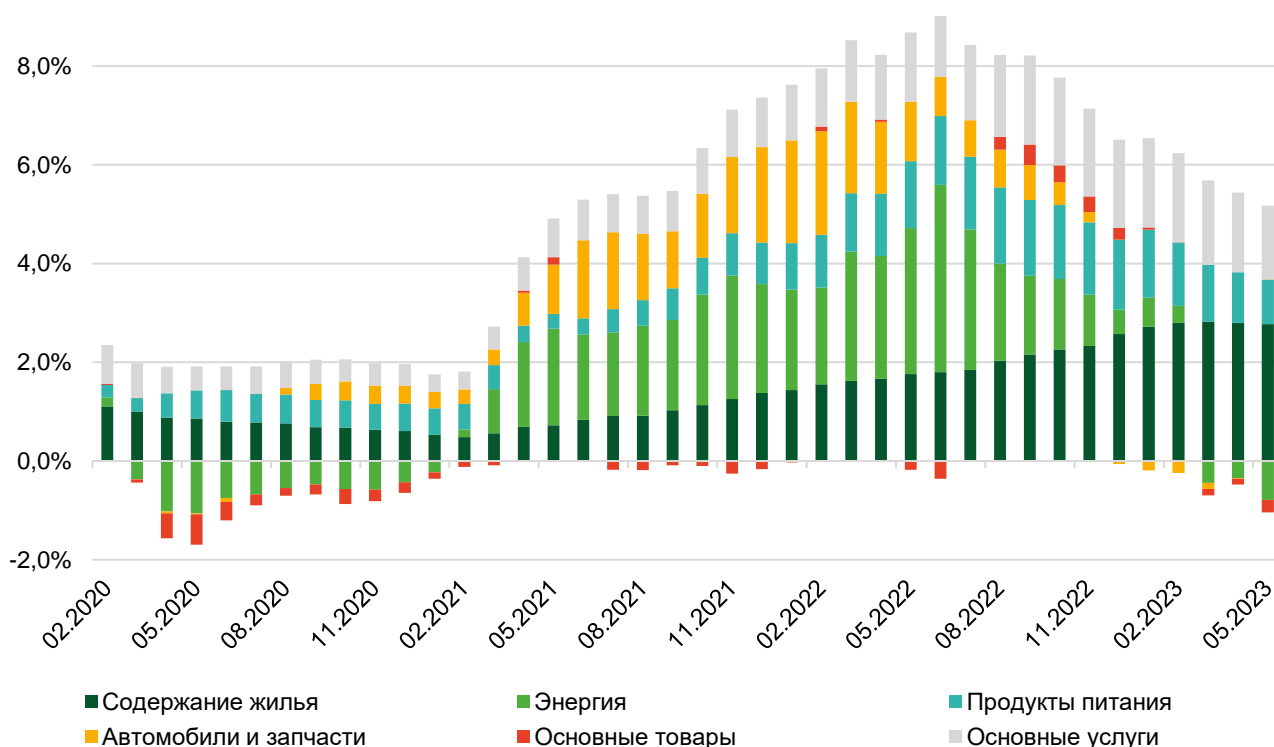
Таким образом, среди развитых экономик лидирует Япония, а среди основных развивающихся стран относительную силу демонстрирует Индия.

Будет ли замедление супербазовой (supercore) инфляции?

Общая потребительская инфляция в США ощутимо снизилась за последний квартал. Рост индекса потребительских цен (CPI) замедлился с 5% в марте до 4% в мае, вернувшись к темпам марта 2021 года. Ослаблению общего ценового давления способствовало главным образом снижение стоимости энергии за счет высокой базы прошлого года после скачка нефтяных котировок в марте-апреле на фоне геополитической напряженности. С марта компонент цен на энергоносители в CPI, как и ожидалось, начал демонстрировать отрицательную годовую динамику. В мае дефляционное влияние усилилось: годовое падение составило 11,3% г/г, а вклад энергии в рост общего индекса снизился до -0,8 п.п. К середине июня цена на нефть сорта WTI снизилась на 12%, до \$70,5, после \$80,4 в начале апреля. Давление на нефтяные котировки оказали опасения рецессии и негативные данные по экономикам Китая и еврозоны. Тем не менее в ближайшие месяцы ожидаем восстановление цен на нефть WTI до \$85–90 ввиду усиления спроса на бензин в автомобильный сезон. Факторами поддержки цен также станет

завершение продажи нефти из госрезервов Минэнерго США и начало закупки сырья для пополнения запасов в сентябре. Кроме того, дефицит черного золота на рынке будет поддерживаться решением Саудовской Аравии сократить добычу в июле, тогда как срок соглашения о сокращении добычи нефти странами ОПЕК+ продлен до конца 2024 года. В то же время после удорожания на 20% с начала апреля цены на природный газ могут продолжить рост за счет увеличения потребления энергии в летний сезон и сохранить высокую устойчивость во втором полугодии ввиду снижения добычи в США. Тем не менее ослабление спроса в IV квартале способствует продолжению дефляции в компоненте энергии.

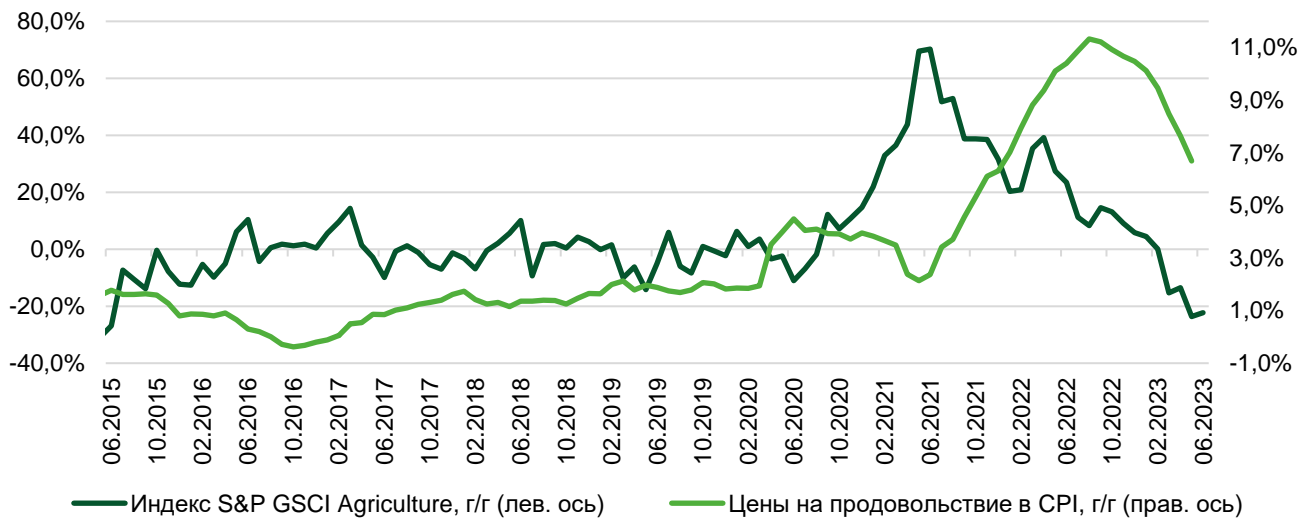
Вклад компонентов в изменение CPI, г/г



Источник: U.S. Bureau of Labor Statistics

Давление продовольственной инфляции продолжает ослабевать. Цены на продукты питания демонстрировали околонулевую месячную динамику последние три года за счет преодоления внешних шоков предложения, в том числе вспышки птичьего гриппа в США, а также снижения затрат на топливо и сырье после их резкого удорожания в 2022-м. Годовой рост общих расходов на питание снизился с 8,5% в марте до 6,7%, за счет чего их вклад в CPI сократился с 1,14 до 0,9 п.п. Индекс S&P GSCI Agriculture, отражающий динамику фьючерсов на основные агрокультуры, опустился на 22% г/г. Это позволяет ожидать продолжение тренда на замедление продовольственной инфляции по CPI и возвращение темпов роста к 4% г/г к концу этого года в случае отсутствия внешних шоков предложения. Так, например, ожидается начало фазы более высоких температур воды Тихого океана, Эль-Ниньо, которая может сопровождаться более обильными осадками на юго-западе США, что позволит восстановить почву после засухи прошлого года и улучшить урожайность, дав основу и для следующего года. В то же время характер влияния на урожай будет зависеть от продолжительности и интенсивности Эль-Ниньо.

Продовольственная инфляция



Источник: U.S. Bureau of Labor Statistics, S&P Global

С марта базовая инфляция, за исключением волатильных цен на энергию и продовольствие, начала превышать рост общего CPI впервые с декабря 2020 года, хотя темпы замедлились до 5,3% г/г в мае. Основным фактором ослабления давления базовых цен остается товарная дезинфляция, которая, как полагаем, продолжит развитие во второй половине этого года. Рост цен на основные товары в CPI замедлился до 3,67% от пиков 8,1% марта прошлого года как за счет эффекта высокой базы, так и за счет улучшения ситуации с поставками. Снижение давления на логистические цепочки отражает соответствующий индекс от ФРБ Нью-Йорка, который в течение последних четырех месяцев находится в области отрицательных значений. Сокращение расходов на топливо и логистику и восстановление предложения на рынке поспособствует продолжению тренда на дезинфляцию в ключевых категориях автомобилей и одежды. Дополнительным фактором послужит замедление дискреционных расходов потребителей по мере ослабления импульса со стороны рынка труда.

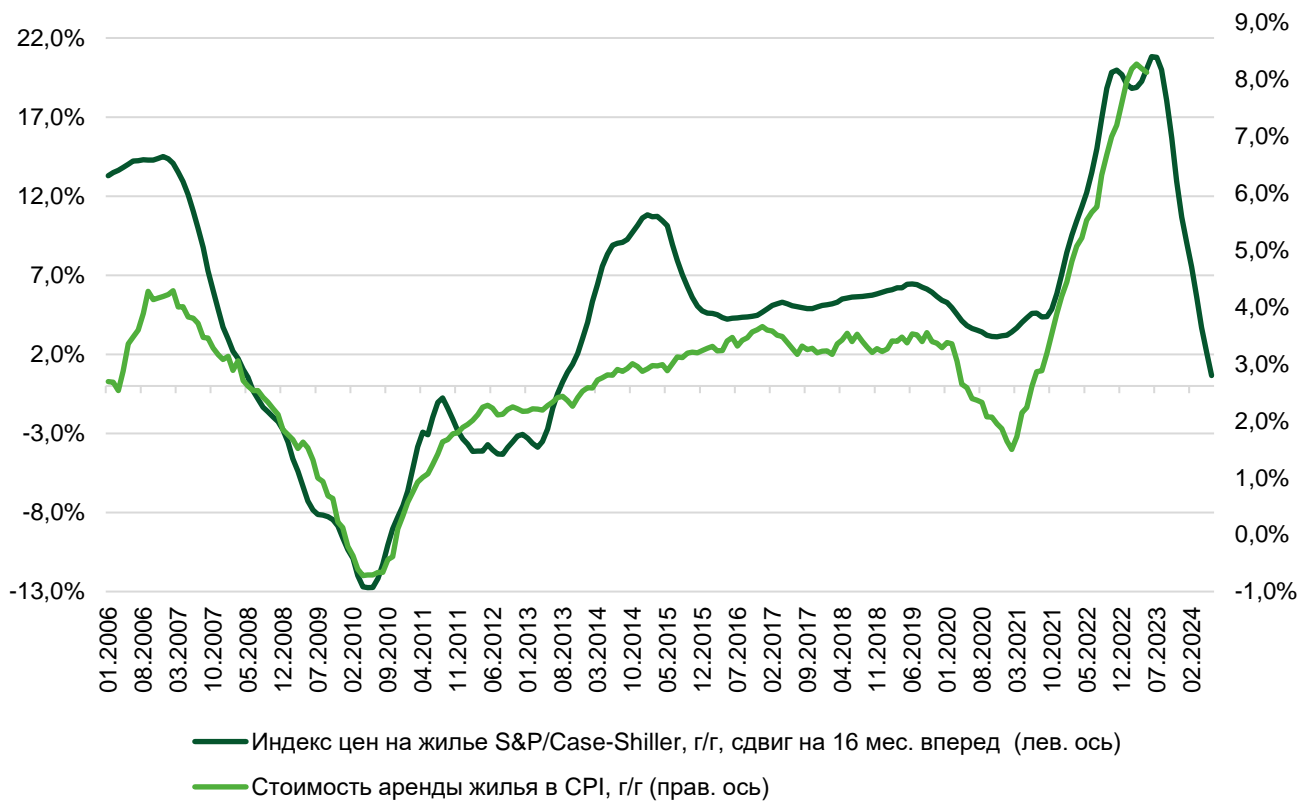
Ситуация в товарном секторе



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

Основным фактором более устойчивого базового CPI остается компонент цен на жилье, занимающий 34,6% в индексе. Однако рост ставок и уменьшение доступности ипотечного кредитования уже поспособствовали охлаждению спроса на рынке жилой недвижимости и снижению цен. Так, индекс стоимости жилья S&P/Case-Shiller в марте прибавил лишь 0,7% г/г. Это позволяет ожидать развитие и нисходящего тренда в компоненте цен на жилье в CPI с учетом временного лага отражения рыночной динамики. Более того, с начала года месячные темпы роста последовательно замедляются, а в марте компонент уже сформировал локальный пик роста на уровне 8,3% г/г, после чего темпы снизились до 8,1% в мае. Нормализацию инфляции жилья в CPI можно ожидать лишь во второй половине 2024 года.

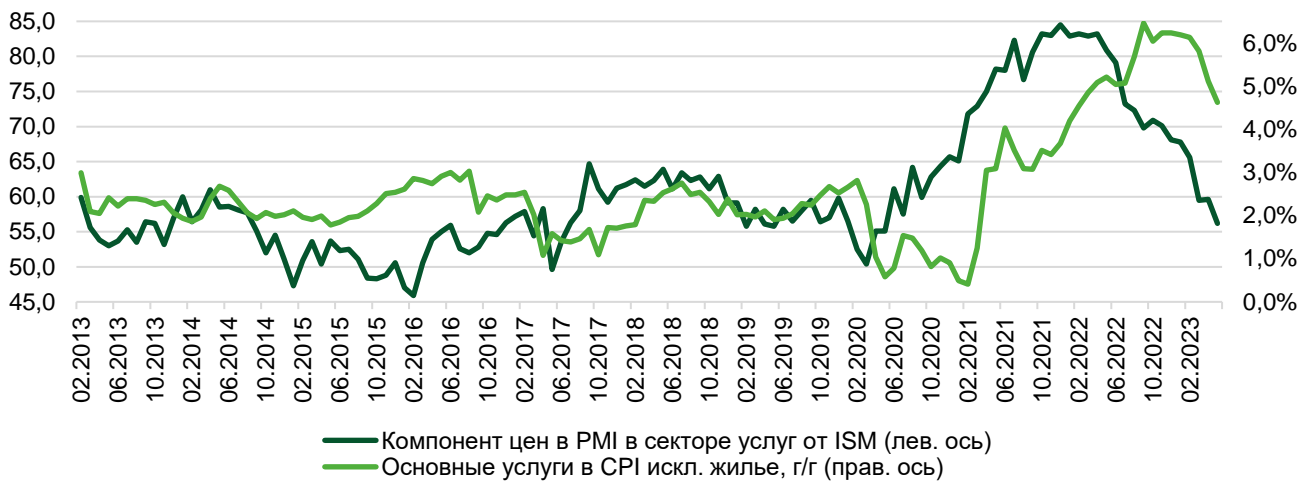
Динамика цен на жилье



Источник: U.S. Bureau of Labor Statistics, S&P Global

С учетом запаздывающего характера компонента расходов на жилье в CPI ФРС фокусируется на более тонком наборе показателей – супербазовой (supercore) инфляции, которая исключает энергетический и жилищный секторы и отражает стоимость основных услуг. Именно в сервисах и сконцентрирован основной источник инфляции в силу более активного восстановления потребительских расходов за счет реализации отложенного спроса и, соответственно, более устойчивый спрос на трудовые ресурсы. В мае месячные темпы роста супербазового CPI замедлились до 0,24% – минимума за последние 15 месяцев. Хотя в годовом сопоставлении показатель поднялся на 4,62% замедление от пиков конца прошлого года на отметке 6,23% налицо. В то же время последовательное снижение компонента цен в индексе деловой активности для сектора услуг от ISM к уровням 2019 года позволяет ожидать дальнейшего замедления базовой инфляции.

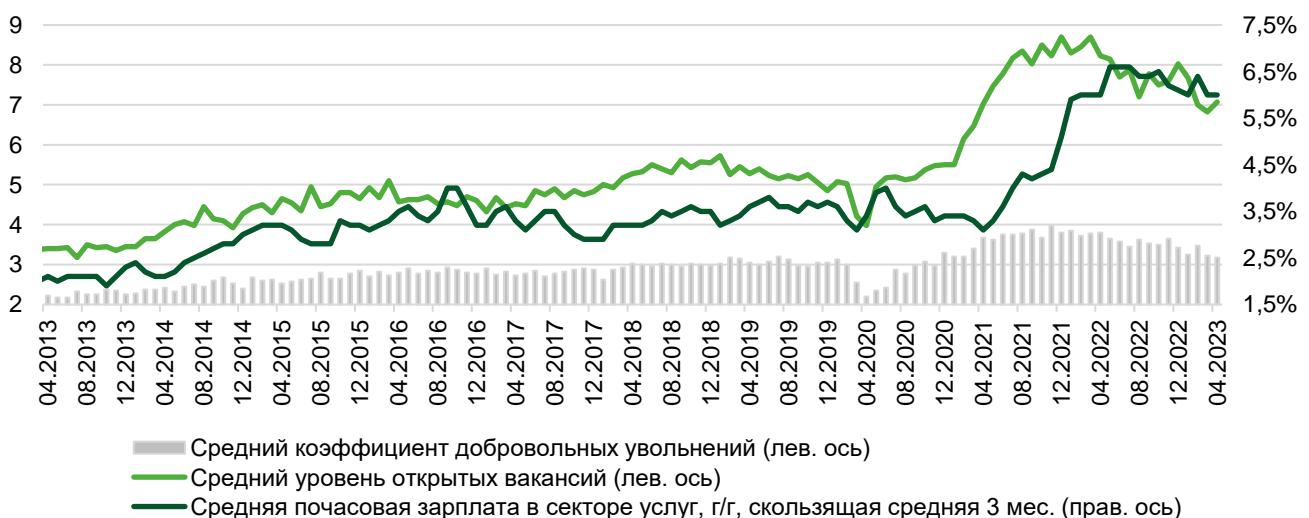
Динамика цен в секторе услуг



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

Одним из драйверов инфляции в секторе услуг является динамика заработных плат. Трекер ФРБ Атланты фиксирует замедление роста зарплат в секторе с поправкой на трехмесячное среднее до 6% г/г по сравнению с 6,5% в сентябре прошлого года. Кроме того, данные JOLTS отражают постепенное снижение в индустриях, испытавших наиболее острую нехватку кадров после пандемии и выступивших основным драйвером роста числа рабочих мест в экономике. Речь в первую очередь о гостиничном бизнесе, образовании и здравоохранении, профессиональных и деловых услугах. После пика в конце 2021 – начале 2022 года число вновь открытых вакансий возвращается к значениям 2019 года. Одновременно с этим активность добровольных увольнений работников также снижается к среднему уровню 2018–2019 годов. Результаты опроса представителей малого бизнеса от NFIB также указывают на сокращение планов найма и повышения заработной платы на ближайшие три месяца. Это отражается в замедлении темпов повышения цен, поскольку именно оплата труда является наибольшей статьёй операционных расходов сервисных компаний.

Динамика занятости и зарплат в секторе услуг



Источник: U.S. Bureau of Labor Statistics, ФРБ Атланты

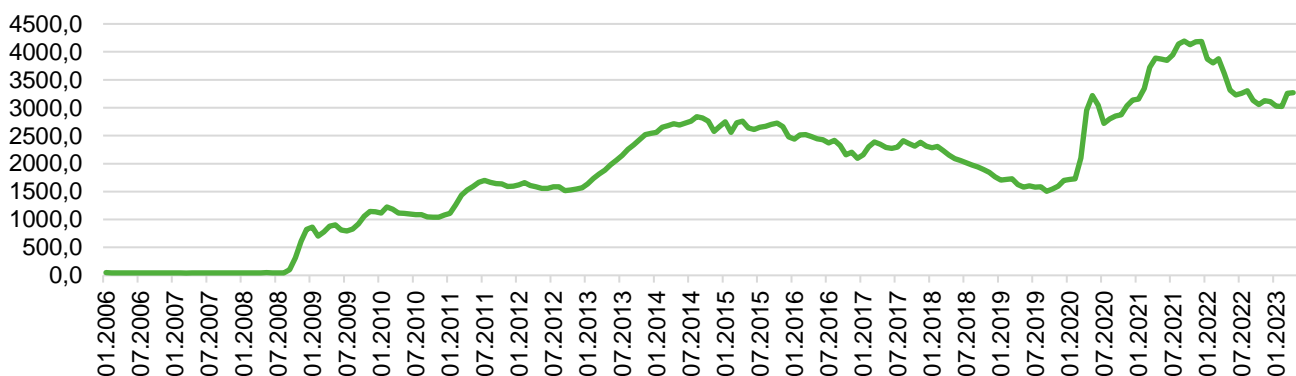
Данные занятости в частном секторе также отражают замедляющееся повышение общего уровня средней почасовой зарплаты до 4,3% в сравнении с достигнутым в марте 2022-го максимумом 5,9% и возвращение темпов к уровням мая 2021 года в основном за счет более слабого прироста в секторе производства. По мере сокращения дискреционных потребительских расходов и более сбалансированного спроса на услуги давление на сервисный сектор также слабеет.

Возможно ли избежать рецессии?

Вероятность сценария soft landing (мягкой посадки) экономики США без рецессии не исключается в силу основных факторов: повышения лимита госдолга и небольшое сокращение государственных расходов, способное поддержать позитивный импульс для ВВП; замедление оттока депозитов и стабилизация цен на акции региональных банков; восстановление реальных располагаемых доходов американских домохозяйств; нормализация ситуации на рынке жилой недвижимости.

В течение 2022 года по мере повышения процентных ставок отток средств депозитов ускорялся, поскольку предприятия и домохозяйства перемещали сбережения в более высокодоходные альтернативные инструменты, в том числе в облигации. В результате объем депозитов сократился на 5% за последний год, хотя остается выше уровня 2019 года на 30%. Объем ликвидных активов в банковской системе уменьшился в связи с уменьшением резервов и негативной переоценкой рыночной стоимости портфелей ценных бумаг вследствие роста процентных ставок. Тем не менее текущий объем банковских резервов, равный \$3,26 трлн, по-прежнему превышает уровень 2014–2019 годов, что позволяет абсорбировать потенциальные убытки.

Совокупные резервы в банковской системе, \$ млрд

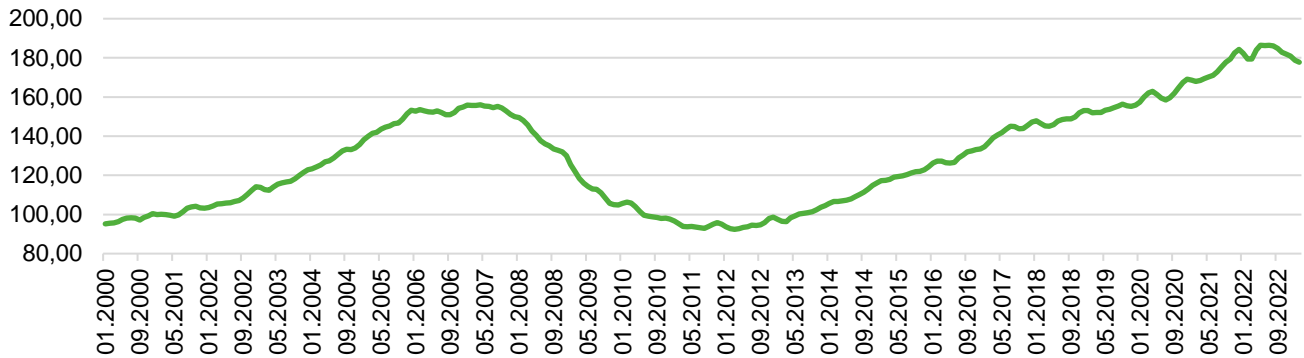


Источник: ФРС США

Переход на удаленную работу во многих отраслях резко сократил спрос на офисную недвижимость и торговые объекты, что отразилось в увеличении вакантных площадей и снижении стоимости коммерческой недвижимости на 4,6% в сравнении с отметками на середину прошлого года. Последний опрос мнений старших кредитных специалистов (SLOOS) отразил более слабый спрос на коммерческое кредитование при одновременном ужесточении стандартов кредитования банками. Повышение процентных ставок за последний год усилило риск просрочек и дефолтов по кредитам в сегменте коммерческой недвижимости. Реальная стоимость

коммерческой недвижимости остается повышенной, и дальнейшая коррекция существенно отразится на снижении стоимости и качества кредитных портфелей в банковском секторе, на который приходится 61% кредитования коммерческой недвижимости. Крупнейшие глобально значимые банки при этом занимают 8% в общем объеме, тогда как на банки малого и регионального уровня приходится 43%.

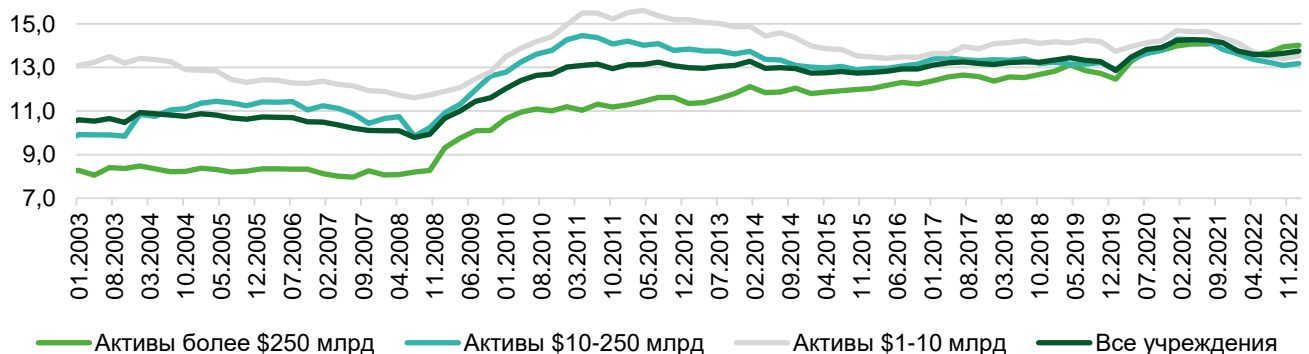
Стоимость коммерческой недвижимости, скорр. на инфляцию, янв. 2001 = 100



Источник: ФРС США

В то же время банки имеют более диверсифицированные источники финансирования, тогда как уровень зависимости от краткосрочного фондирования поддерживается на исторических минимумах: в IV квартале 2022 года он составлял 13% в сравнении с 16% в 2015-м и 23% в 2003-м. Несмотря на мартовский стресс в банковском секторе, американские банки сумели повысить коэффициенты достаточности капитала первого уровня CET-1 за счет сокращения обратного выкупа акций и активов, взвешенных с учетом риска. При этом более 45% совокупных банковских активов переоцениваются или подлежат погашению в течение года, что снижает подверженность риску по «старым» активам с фиксированной процентной ставкой.

Уровень достаточности капитала первого уровня CET-1, в разрезе банков по размеру активов

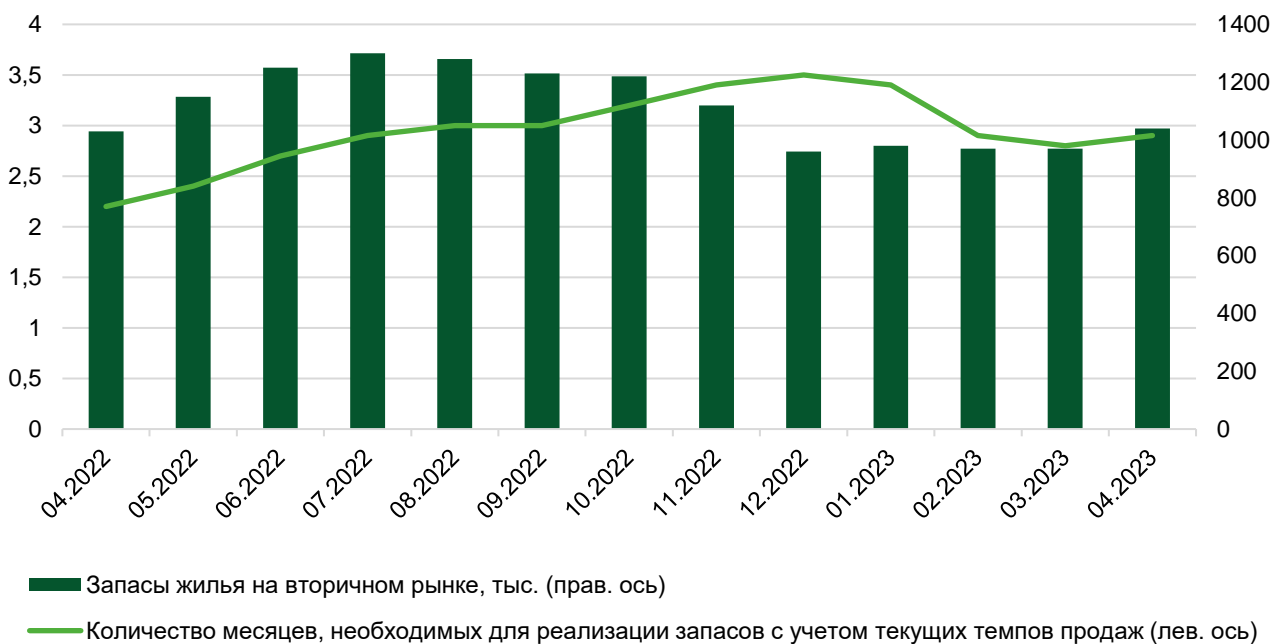


Источник: ФРС США

Удорожание ипотечного кредитования способствовало замедлению роста цен на жилую недвижимость. Инвестиции в жилье демонстрируют негативную динамику восьмой квартал подряд, хотя темпы падения замедлились в начале года до 5,4% кв/кв в годовом исчислении и оказали

меньшее влияние на замедление роста реального ВВП (0,22 п.п. в сравнении с 1,2 п.п. в IV квартале 2022-го). Цены на рынке корректируются умеренно, поскольку он по-прежнему характеризуется ограниченным предложением вторичного жилья и повышенными сроками реализации запасов вблизи значений 2022 года. В то же время замедление роста издержек девелоперов на материалы и трудовые ресурсы за счет восполнения дефицита уже позволяет применять льготы и снижать цены для привлечения клиентов. Это дает возможность восстановить доступность первичной жилой недвижимости, что может способствовать более умеренному влиянию на темпы роста ВВП во второй половине года и снижает риски экономического спада.

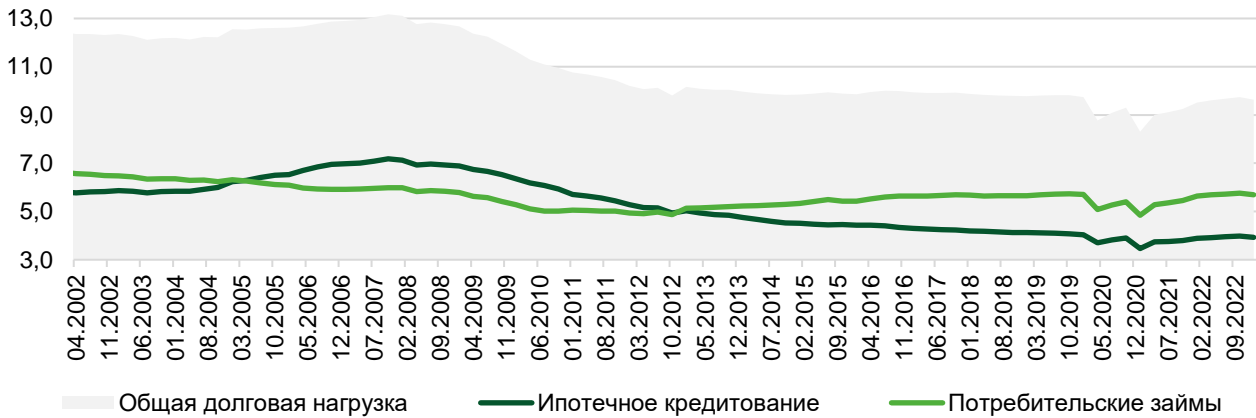
Ситуация на рынке вторичного жилья



Источник: Национальная ассоциация риелторов США

Стоимость недвижимости как актива в портфелях домохозяйств снизилась на \$617 млрд в I квартале. Однако это было компенсировано восстановлением фондовых рынков и ростом котировок акций на \$2,38 трлн. В результате общая стоимость активов во владении американских семей увеличилась до \$148,8 трлн, хотя до максимума начала 2022 года \$152,6 трлн недотянула. Тем не менее текущий объем чистого благосостояния все еще на \$32 трлн превышает уровень 2019 года. По оценке Федрезерва на конец 2022 года, потребители в группе с самым низким уровнем дохода имели в распоряжении ликвидные активы стоимостью на 41% выше, чем в середине 2019-го, с учетом инфляции. Категория с самым высоким уровнем доходов обладала ликвидностью стоимостью на 29% больше. Наличие достаточного буфера ликвидных средств окажет поддержку потребителям во второй половине этого года и позволит компенсировать увеличение долговой нагрузки. Хотя совокупный уровень заимствований домохозяйств увеличился на 2,2% г/г, темп их роста заметно снизился по сравнению с 6,42% в 2021 году. В то же время отношение долговой нагрузки к располагаемым средствам, ранее приблизившееся к уровню начала 2020 года, в I квартале сократилось с 9,74%, до 9,63%, оставшись ниже значений 2019 года.

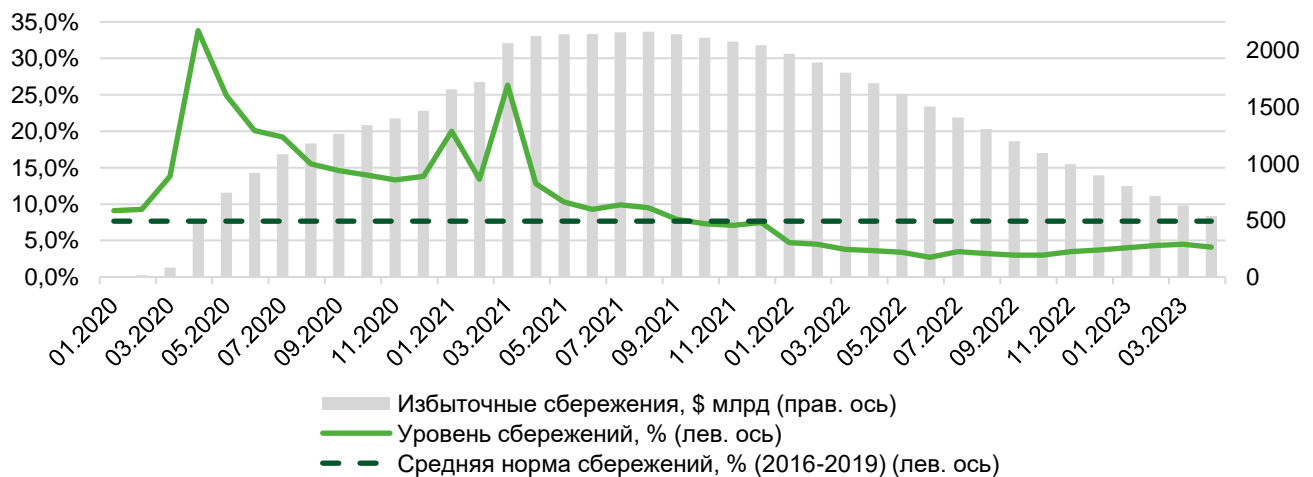
Долговая нагрузка домохозяйств



Источник: ФРС США

За период пандемии американские домохозяйства смогли накопить около \$2,16 трлн избыточных сбережений. С августа 2021 года семьи начали использовать лишние накопления, к настоящему времени потратив в общей сложности \$1,63 трлн. Оставшийся объем лишних сбережений оценивается в \$536 млрд. По данным ФРБ Сан-Франциско, группы домохозяйств с самым низким уровнем доходов держат от 4%, до 29% в совокупном объеме избыточных сбережений, тогда как группа с самым высоким уровнем дохода обладает от 32%, до 67%. При сохранении средних темпов их использования накопления продолжают поддерживать потребительские расходы минимум до конца III квартала. В то же время потребители уже возвращаются к стратегии восполнения сбережений ввиду ожидаемого ухудшения экономических условий. Так, мы наблюдали восстановление уровня сбережений с 3,0% в октябре 2022 года до 4,1% в апреле 2023-го. За счет этого темпы использования накоплений могут замедлиться до более умеренных, что позволит использовать имеющийся запас средств до конца года. Хотя рост оплаты труда становится более умеренным, предполагаем, что динамика реальной зарплаты с учетом замедления инфляции может стать положительной в III квартале 2023 года, что окажет дополнительную поддержку потреблению и позволит избежать рецессии.

Избыточные сбережения

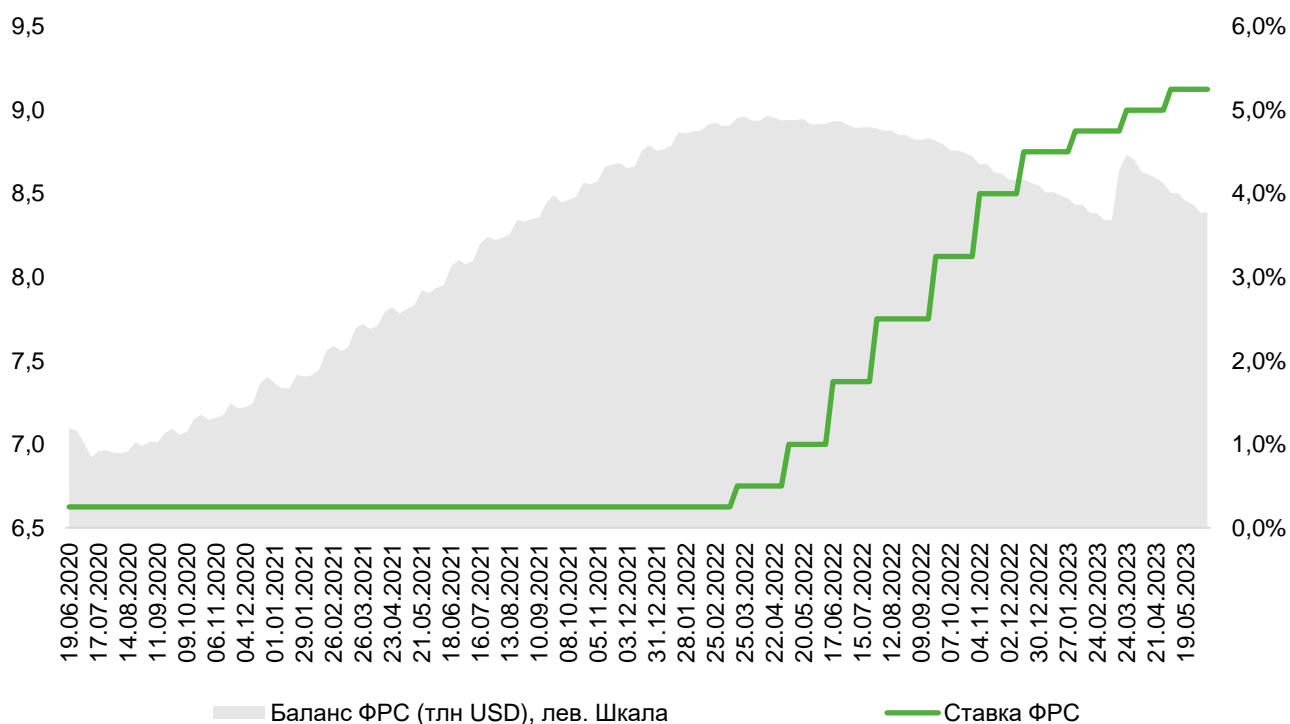


Источник: Bureau of Economic Analysis, анализ Freedom Finance Global

Действия ФРС

В течение II квартала ФРС повысила ставку только по итогам заседания 2-3 мая, доведя ее до максимальных с 2006 года 5–5,25%.

Избыточные сбережения



Источник: FactSet, расчеты Freedom Broker

По итогам майского заседания рынок надеялся получить больше сигналов о том, что ставки ФРС достигли пиковых уровней и регулятор возьмет паузу. Но вместо этого глава регулятора отметил, что ФРС будет принимать решения о необходимости большего ужесточения ДКП на каждом отдельном заседании, в зависимости от входящих данных. Этот комментарий вызвал фиксацию прибыли на рынке, так как привел к усилению неопределенности и некоторому смещению ожиданий в отношении достижения ставками плато.

	2023	2024	2025	Долгосроч.
Рост реального ВВП, % (IV кв./IV кв.)				
ФОМС в марте	0,4	1,2	1,9	1,8
ФОМС в июне	1,0	1,1	1,8	1,8
Прогноз Freedom Broker	0,6	0,8	-	1,8
Уровень безработицы, % (ср. знач. в IV кв.)				
ФОМС в марте	4,5	4,6	4,6	4,0
ФОМС в июне	4,1	4,5	4,5	4,0
Прогноз Freedom Broker	4,2	4,6	-	4,0

	2023	2024	2025	Долгосроч.
Базовая инфляция PCE, % (IV кв./IV кв.)				
FOMC в марте	3,6	2,6	2,1	-
FOMC в июне	3,9	2,6	2,2	-
Прогноз Freedom Broker	3,6	2,5	-	-
Ставка ФРС, % (на конец года)				
FOMC в марте	5,1	4,3	3,1	2,5
FOMC в июне	5,6	4,6	3,4	2,5
Прогноз Freedom Broker	5,5	4,5	-	2,5

Заседание ФРС 13-14 июня преподнесло еще больше сюрпризов, но, как и ожидалось, регулятор приостановил ужесточение монетарной политики и сохранил ставку в диапазоне 5–5,25%. Обоснование решения соответствовало предыдущему нарративу и базовым рыночным ожиданиям. Как следует из итогового коммюнике, пауза в цикле повышения ставки позволит регулятору оценить дополнительную информацию и эффект от уже принятых мер по сдерживанию инфляции.

Прогнозы ФРС значительно изменились с гайденсами, данными в марте текущего года. В частности, ориентир в отношении роста ВВП был повышен с 0,4% до 1%, прогноз безработицы пересмотрен с 4,5% до 4,1%, оценку динамики ценового индекса PCE подняли с предыдущих +3,6% до +3,9%. Неожиданностью стал пересмотр планового уровня ставки, предполагающего достижение ею диапазона 5,5–5,75% по итогам текущего года.

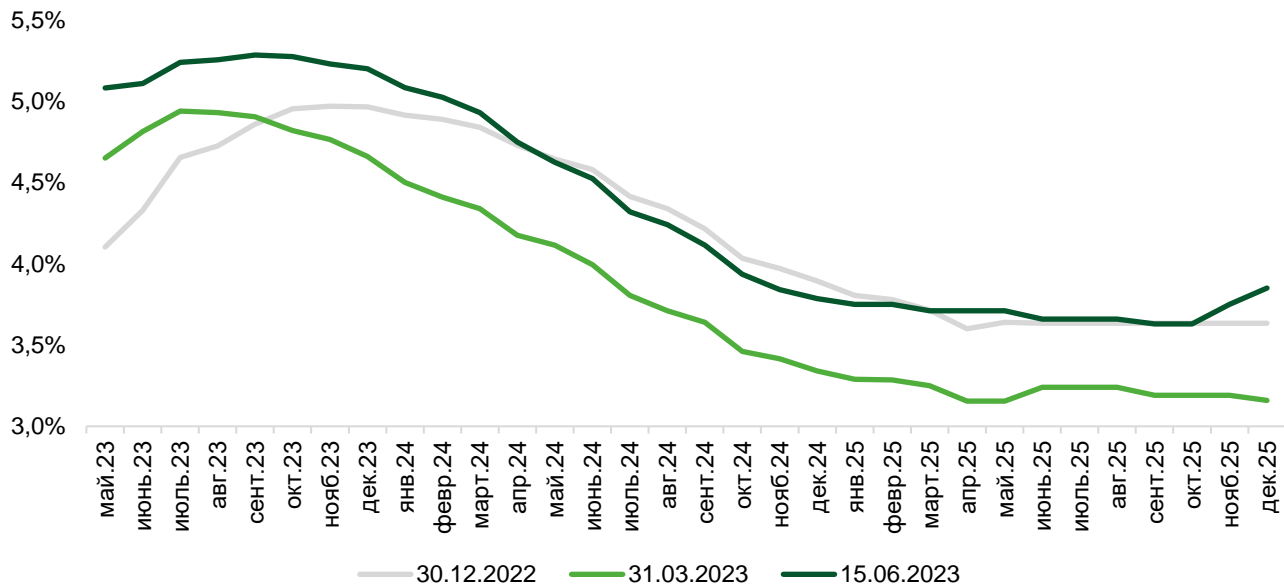
В то время как тональность комментариев Пауэлла относительно деловой активности оказалась положительной (глава регулятора отметил рост деловой активности умеренными темпами и подчеркнул более сильную динамику потребительских расходов с начала года). Оценки инфляции оказались смешанными. Председатель ФРС отмечает устойчивость базовой инфляции (сервисный сектор, за вычетом расходов на аренду жилья, демонстрирует лишь «первые признаки» дезинфляции). Ключевым драйвером инфляции сервисного сегмента за вычетом расходов на аренду жилья остается динамика зарплат, поэтому фактически единственным средством для замедления их роста является дальнейшее охлаждение рынка труда.

Пауэлл отметил фокус на поддержание реальной ставки. Это также подтверждает предположение о том, что постепенное охлаждение инфляции позволит постепенно снижать ставку в обозримой перспективе. Несмотря на вероятность повышения ставок на дополнительные 50 б.п., глава регулятора сигнализирует о приближающемся завершении реализации мер по борьбе инфляцией, заявив, что ФРС «уже не далеко от точки назначения».

Интересно, что Пауэллу в итоге лишь удалось убедить биржевых игроков в том, что в 2023-м ФРС не снизит ставку. Разрыв между ее ожидаемым уровнем на конец года, согласно фьючерсной кривой stegroup.com, и пиковым прогнозным значением на этот период сократился до минимального значения за последние месяцы (5 б.п.). В повышение ставки до 5,5–5,75% рынок

пока не верит. Обновленный прогноз на следующий год: 4,5–4,75% против более раннего ориентира 4,25–4,5%. К концу 2025 года регулятор планирует ставку в пределах 3,25–3,5%.

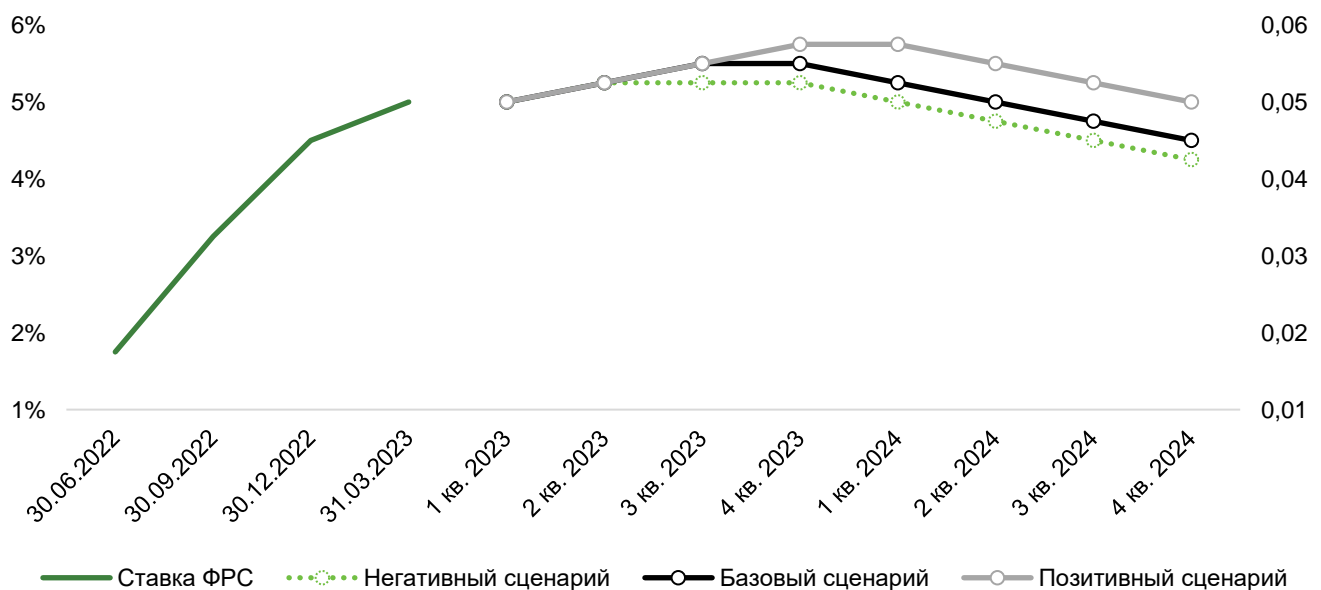
Динамика прогнозов ставки ФРС (согласно CME Group)



Источник: FactSet, расчеты Freedom Broker

На фоне существенного пересмотра планов в отношении ставки на 2023-й (+50 б.п. по сравнению с предыдущим ориентиром) мы незначительно корректируем наш прогноз терминальной ставки на текущий год – до 5,25–5,5% в III квартале. На наш взгляд, регулятор не станет повышать ставку дважды, что обусловлено существенным прогрессом в замедлении общего индекса инфляции. Ожидания разворота ДКП оставляем без изменений: по-прежнему рассчитываем на снижение ставки в I квартале 2024 года.

Динамика ставки ФРС и ожидания



Источник: FactSet, расчеты Freedom Broker

Обзор рынка акций США. Итоги II квартала 2023 года

С начала апреля и по состоянию на 8 июня индекс SP500 прибавил 5,6%, а с начала года поднялся на 13%.

После локального восстановительного ралли, вызванного постепенным снижением опасений относительно устойчивости банковской системы США, сделкой по покупке Credit Suisse, признаками замедления оттоков депозитов из региональных банков, а также ожиданием достижения пиков ставкой ФРС в апреле фондовые площадки перешли к консолидации. Давление на настроения рынка оказали следующие факторы:

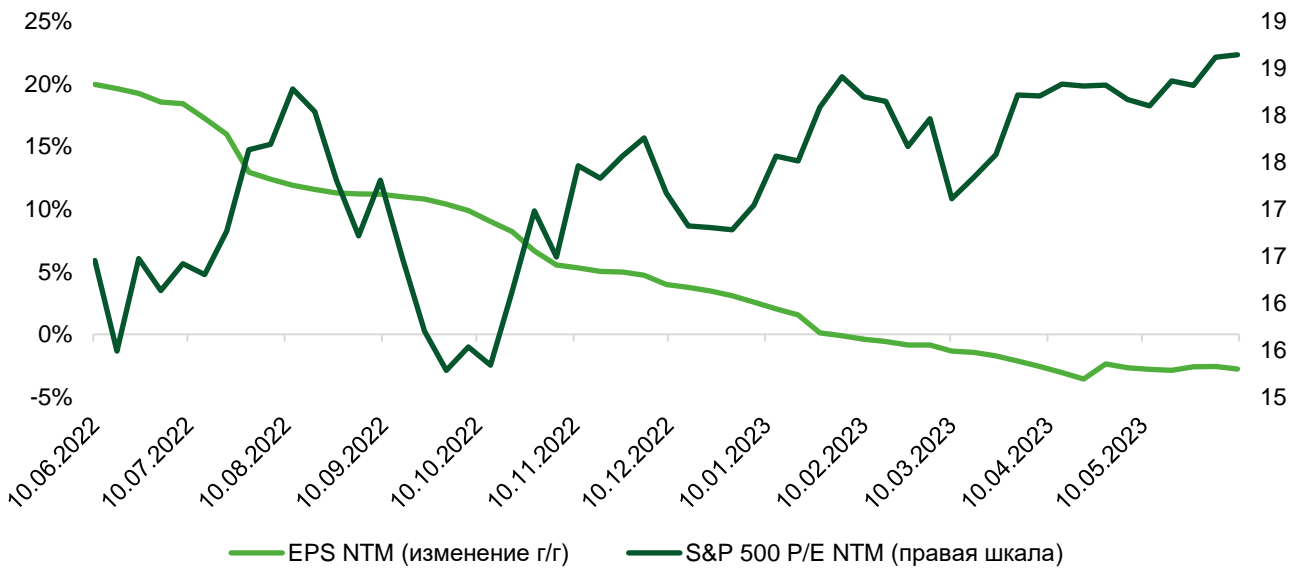
- Несмотря на признаки некоторой стабилизации ситуации в банковском секторе, инвесторы продолжали опасаться новых банкротств и, как следствие, «толстых хвостов» в финансовой системе в целом
- Одновременное с охлаждающимся рынком труда продолжение активного создания новых рабочих мест усиливало вероятность повышения ФРС ставки в мае
- «Ястребиный» тон протокола заседания ФРС (указания на потенциальное давление на экономику кризисной ситуации в сегменте региональных банков) и смешанные данные по инфляции, ослаблявшие надежды инвесторов на разворот ДКП II полугодия 2023-го
- Отсутствие четких триггеров отодвинуло ожидания рецессии на второй план, но отдельные признаки слабости экономики (статистика открытых вакансий, PMI и розничных продаж) вызывали у инвесторов острую негативную реакцию, снижая оптимизм в отношении сравнительно сильного сезона отчетности за I квартал.

Квартальные результаты банковского сектора оказались с основным сильными. Однако релиз First Republic Bank (FRC) и обсуждения возможного ужесточения регулирования банковского сектора вкупе со слабыми прогнозами UPS (UPS), вернули рынок к горизонтальному тренду.

Несмотря на очень серию очень успешных отчетов бигтех-компаний в конце апреля, выкуп First Republic Bank в начале мая усилил страхи относительно подсегмента региональных банков, что вкупе с неоднозначным выступлением Пауэлла по итогам майского заседания ФРС (рынок предполагал, что глава регулятора даст более однозначные указания на паузу) ослабило «бычий» настрой. S&P 500 до середины мая оставался в диапазоне 4060–4160 пунктов. Однако завершился май на мажорной ноте. Повод для оптимизма участникам рынка обеспечило разрешение ситуации с потолком госдолга и квартальные результаты NVIDIA (NVDA). Позитивная динамика продолжилась и в начале июня. Ее драйверами стали принятие закона о лимитах госзаимствований, ожидания приостановки подъема ставки ФРС, а также признаки сохранения достаточно высокой экономической активности.

В то же время составляющие роста котировок индекса S&P 500 сигнализируют о неустойчивости «бычьего» тренда: он развивается лишь на фоне повышения оценочного мультипликатора.

Динамика P/E NTM и EPS NTM (г/г)



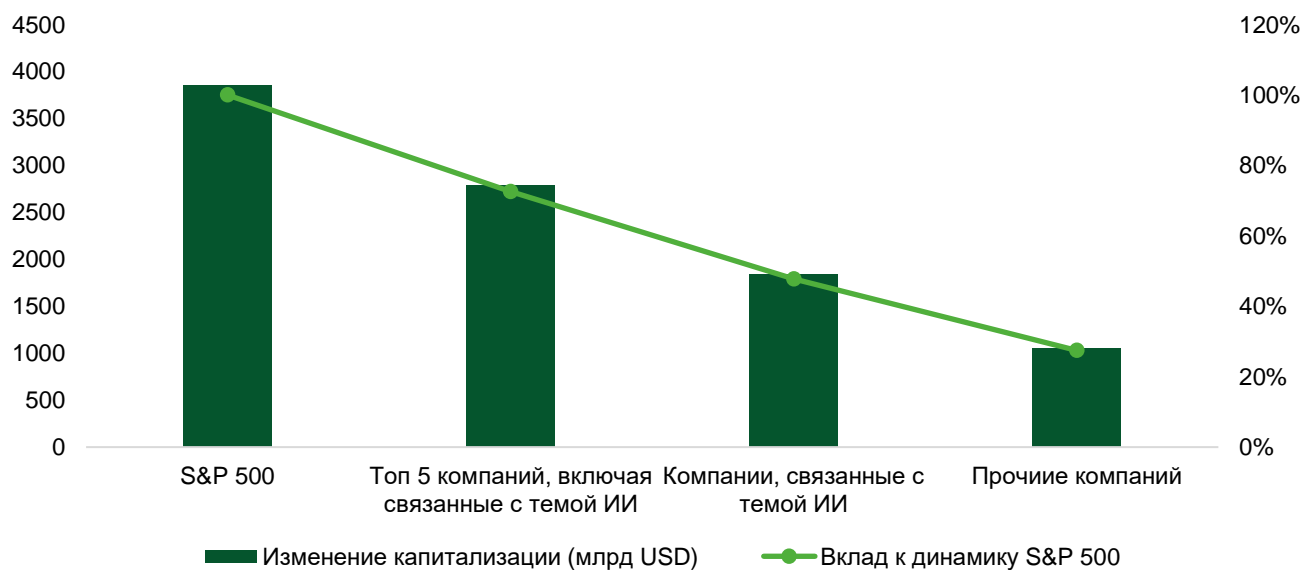
Источник: FactSet, расчеты Freedom Broker

Узость рынка

Уверенную позитивную динамику рынка в рассматриваемом квартале и с начала года обеспечивает очень небольшая группа эмитентов. Так, 73% результата капитализации индекса широкого рынка обусловлено движениями топ-5 компаний по капитализации: Apple (AAPL), Microsoft (MSFT), Amazon (AMZN), NVIDIA Corporation (NVDA), Alphabet (GOOGL).

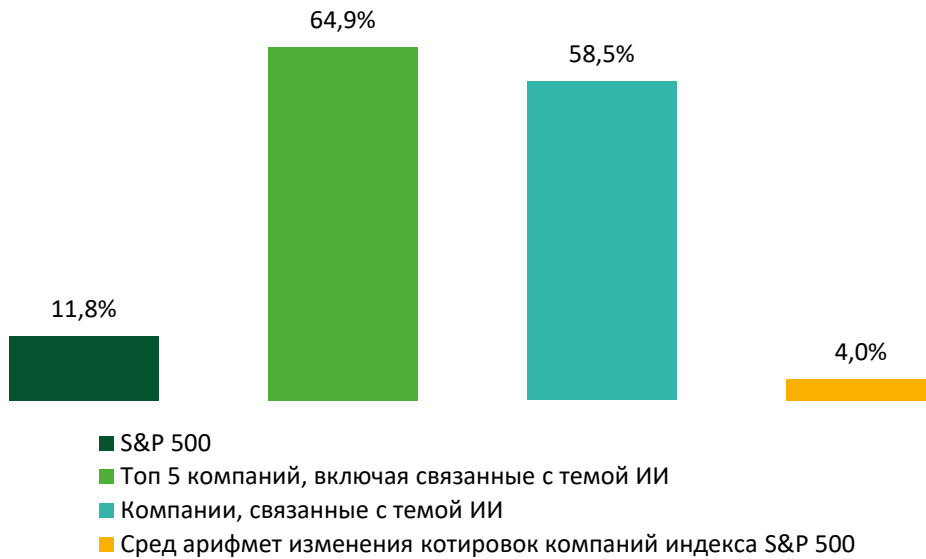
Соответственно и динамика различных групп компаний с начала года также крайне неоднородна: топ-5 демонстрирует двузначные темпы роста, а среднее арифметическое позитивное изменение котировок S&P 500 (без учета весов каждой компании в индексе) составило лишь 4%.

Вклад групп компаний в прирост изменение индекса S&P 500, 2023



Источник: FactSet, расчеты Freedom Broker

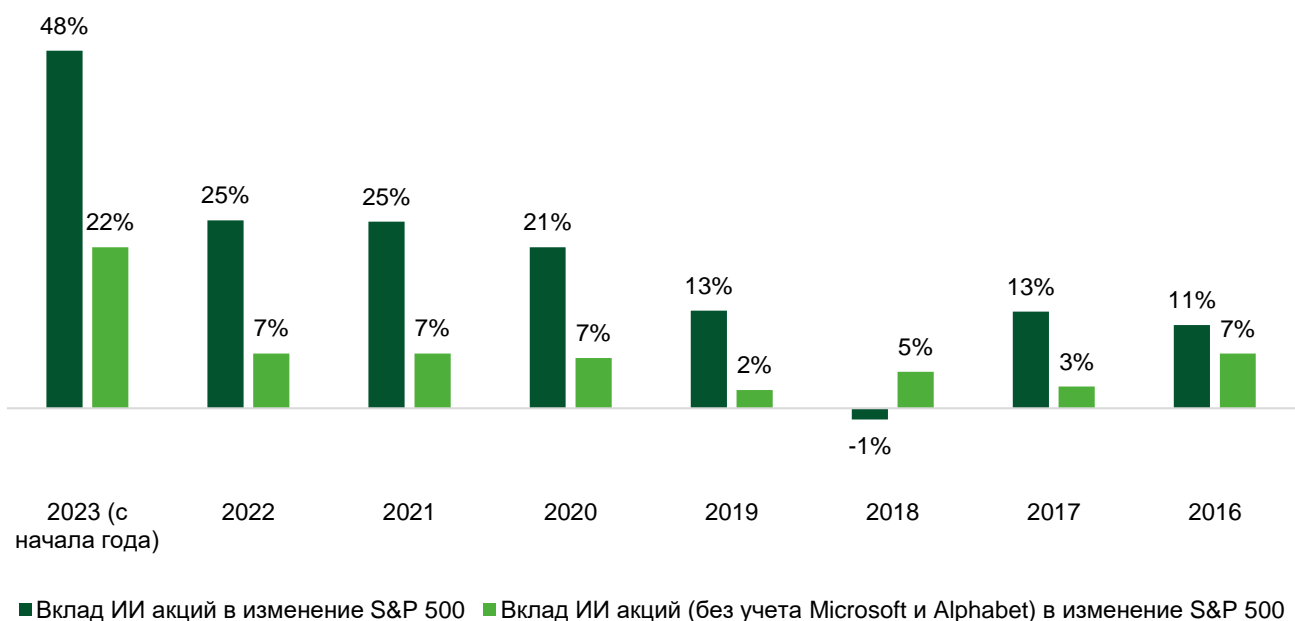
Средняя динамика котировок с начала года



Источник: FactSet, расчеты Freedom Broker

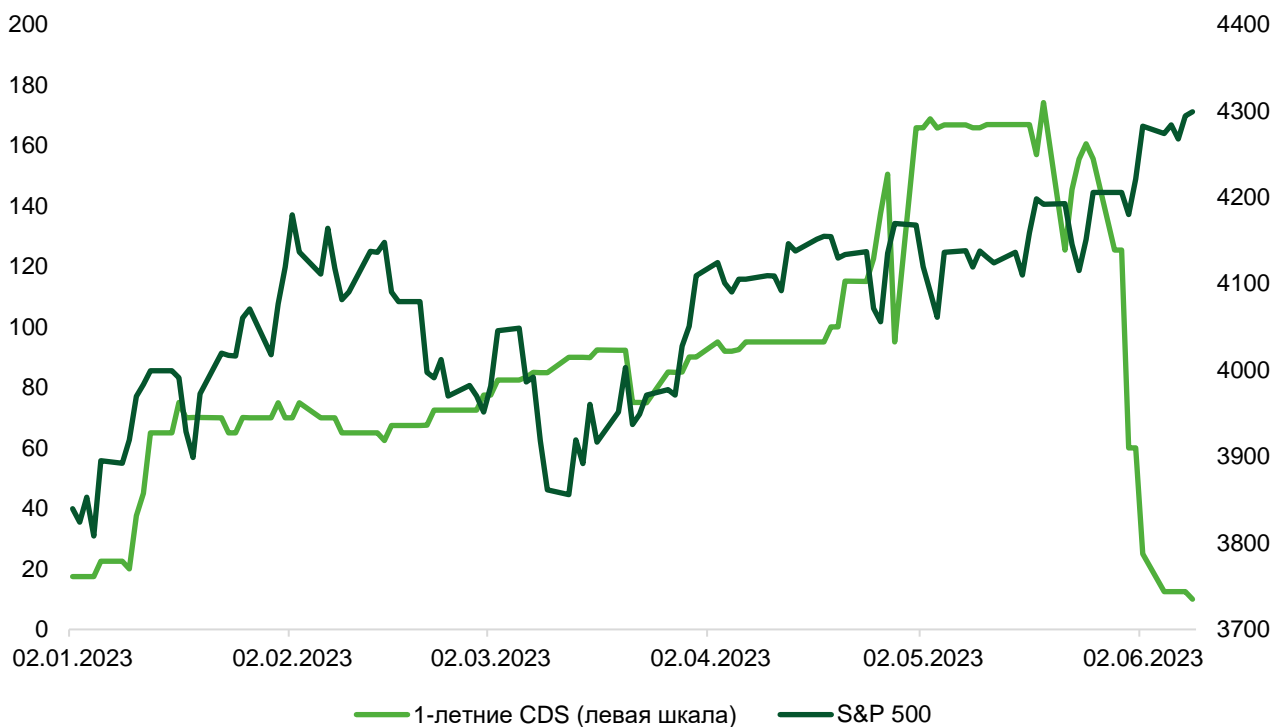
Причем важно подчеркнуть, что 48% всего изменения рыночной стоимости индекса обусловлено увеличением капитализации эмитентов, связанных с развитием технологий ИИ. С учетом вклада, который та же группа ИИ-компаний* обеспечивала в предыдущие годы вкупе с влиянием топ-5 эмитентов, можно говорить, что фактически лишь ИИ и бигтех обеспечили практически все ралли на рынке. Это доказывает неустойчивость описываемого тренда. (В прогнозах на III квартал и текущий год в целом мы отдельно рассматриваем тему концентрации рынка как фактор риска).

Вклад ИИ-акций в динамику S&P 500



Источник: FactSet, расчеты Freedom Broker

S&P 500 vs однолетние CDS на суверенный долг США



Источник: FactSet

Итогом переговорного процесса стало одобрение обеими палатами Конгресса закона о новых параметрах госдолга 1 июня (за несколько дней до дедлайна). В соответствии с принятым документом действие лимита госдолга приостанавливается до 1 января 2025 года, дискреционные расходы 2024 фингода будут около уровней 2023-го, неиспользованные средства на борьбу с COVID-19 будут возвращены в федеральный бюджет, требования к американцам с низкими доходами для получения субсидий на питание и услуги здравоохранения ужесточены. При этом Medicaid, программы поддержки ветеранов, план списания студенческих займов и положения закона о снижении инфляции (основными переменными являются расходы на поддержку зеленой генерации) остались без изменений. Расходы бюджета в связи с исполнением принятых законодательных норм должны сократиться на \$1,5 трлн в течение следующих 10 лет начиная с 2024 года. В то же время с учетом процентных расходов, «согласованных корректировок» или побочных сделок, которые не вошли в общую часть договора по потолку госдолга, бюджетный дефицит на 10-летнем горизонте, по данным nytimes.com, удастся уменьшить лишь примерно на \$1 трлн, что значительно ниже первоначального предложения республиканцев на уровне \$4,8 трлн. Сокращение дискреционных расходов с учетом корректировок в 2024 фингоду может составить \$40–50 млрд по сравнению с предыдущим планом. При этом первоначально республиканцы предлагали урезать расходы на 7–13%.

Таким образом, предварительный вариант соглашения по потолку госдолга выглядит существенно мягче предложения республиканцев. По расчетам главного экономиста EY-Parthenon, реализация сделки по потолку госдолга США приведет к замедлению роста ВВП на 0,3 п.п. в 2024 году. Мы считаем этот прогноз слишком пессимистичным и полагаем, что давление этого фактора на динамику ВВП может ограничиться 0,15–0,2 п.п.

Итоги сезона отчетности за I квартал 2023

Наименование	Отчиталось компаний (%)	Ожидаемый рост EPS	Вклад сектора в динамику S&P 500	Ожидаемый рост EPS, по состоянию на дек. 2022	Сюрприз по EPS	Позитивный сюрприз	Негативный сюрприз
S&P 500	97%	-2,0%	-2,0%	-0,5%	6,6%	79%	17%
Услуги связи	100%	-12,9%	-1,2%	-10,8%	4,1%	75%	17%
Потребтовары длительного пользования	98%	54,8%	2,4%	45,3%	17,1%	85%	15%
Повседневные товары	84%	-0,3%	0,0%	-1,3%	6,6%	81%	19%
Энергетика	100%	14,0%	1,1%	20,2%	8,9%	87%	13%
Финансы	100%	5,2%	0,9%	5,9%	5,0%	62%	35%
Здравоохранение	98%	-16,4%	-2,9%	-12,4%	6,3%	81%	14%
Промышленность	100%	22,7%	1,4%	23,6%	10,6%	87%	12%
ИТ	92%	-9,9%	-2,0%	-9,7%	5,5%	86%	7%
Сырье	100%	-25,4%	-1,0%	-26,9%	18,1%	86%	14%
Недвижимость	100%	3,4%	0,1%	3,0%	2,9%	70%	10%
Коммунальные услуги	100%	-22,3%	-0,7%	-8,9%	-11,7%	63%	33%

Источник: FactSet

Как видно из таблицы выше, индекс S&P 500 завершил I квартал оценочным снижением EPS (согласно консенсус-прогнозу FactSet) на 2%. Доли секторов с растущей и падающей EPS оказались практически равными. Сегмент товаров повседневного спроса демонстрирует околонулевую динамику. Наиболее заметно EPS увеличилась в секторе потребительских товаров длительного пользования (+53,9% г/г). Это произошло за счет положительной динамики прибыли Amazon (AMZN) и сильных результатов гостиничного бизнеса, на котором продолжает сказываться эффект низкой базы прошлого года. Второе место по темпам роста EPS в I квартале досталось сектору промышленности (+21,6%). Здесь позитивным драйвером стали улучшение

финансовых показателей авиаперевозчиков и сильные результаты машиностроителей. Замыкает тройку лидеров сегмент энергетики (+14%) на фоне сохраняющего позитивного импульса по маржинальности.

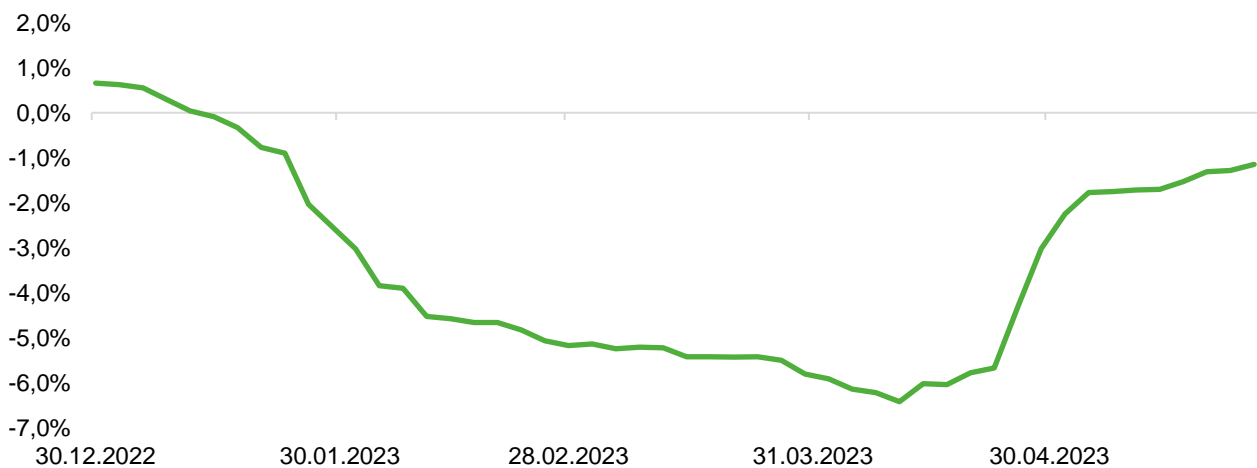
Наиболее слабые результаты по итогам прошедшего квартала представили сырьевые компании (-25,35%), коммунальные сервисы (-22,3%), представители здравоохранения (-16,3%).

Одной из главных особенностей прошедшего сезона отчетов и рынка в целом стала концентрация на результатах отдельных крупных эмитентов. Например, за вычетом прибыли Amazon (AMZN) EPS индекса широкого рынка снизилась бы на 3,5%, а не на 2%. Без учета Exxon Mobil Corporation (XOM-US), Valero Energy Corporation (VLO) и JPMorgan Chase & Co. (JPM) прибыль на акцию по S&P 500 упала на 5,5%. Если же корректировать результат бенчмарка и на отдельные негативные истории (вклад которых в динамику совокупной EPS превысил 0,4 п.п.), включая результаты Moderna (MRNA), Pfizer Inc. (PFE), Intel Corporation (INTC), Micron Technology, Inc. (MU), то итоговое значение индекса составило бы -2,54%.

Ожидания и реальность.

Рынок подошел к I кварталу с очень слабыми ожиданиями, которые ухудшались вплоть до старта сезона отчетности. Однако уже первые публикации результатов крупных банков несколько обнадежили биржевых игроков.

Динамика консенсуса EPS по индексу S&P 500 на I кв. 2023 (г/г)



Источник: FactSet

В ходе сезона отчетности рынки стремились дать оценку таким параметрам, как:

- Самочувствие потребителей

В целом ситуация оказалась лучше ожиданий, хотя и была неоднозначной. В частности, фокус-сегмент сервисов остался сравнительно устойчивым: рост выручки гостинично-ресторанного сектора и авиаперевозчиков за I квартал составил 35% г/г. Сильные результаты компаний Visa (V), MasterCard (MA) по трансграничным операциям подтверждают спрос на путешествия. Совокупные продажи сегментов медиа и развлечений увеличились на 10% г/г. За счет реализации существенного отложенного спроса продажи

автомобилей и комплектующих повысились примерно на 17% г/г. Спрос потребителей продолжил смещаться к товарам повседневного спроса, а на товары длительного пользования продолжил сокращаться. Это отразилось на показателях производителей ПК, смартфонов и полупроводников, а также на отчетах ретейлеров Walmart (WMT), Target (TGT) и Home Depot (HD). Проведенные независимыми агентствами опросы потребителей позволяют сделать вывод о тенденции к экономии и предпочтению товаров по более низким ценам. По данным NIQ (прежнее название: NielsenIQ), около 90% потребителей экономят на продуктах, а в марте 35% домохозяйств покупали только предметы первой необходимости, эта доля увеличилась на 3 п.п. по сравнению с результатом на начало IV квартала 2022-го. Апрельский опрос Attest указывает на то, что более половины американцев постепенно отказываются от более дорогих брендов в пользу более дешевых. В то же время сильные результаты LVMH (LVMUY), Tapestry (TPR), Hermes International SCA Un-sponsored ADR (HESAY), Kering SA (KER-FR) и других представителей премиальных марок сигнализируют о том, что более состоятельные потребители чувствуют себя намного более устойчиво, демонстрируя меньшую восприимчивость к инфляции.

С учетом обозначенных тенденций в потребительском сегменте, а также в купе с данными менеджмента Target (TGT), измерявшего в феврале рост выручки высокими однозначными числами с замедлением в апреле-мае, можно сделать вывод, что тенденция к постепенному снижению потребительской активности сохраняется.

Если безработица к концу текущего года повысится до 4,3% в соответствии с нашим базовым сценарием, а «избыточные сбережения» населения (см. график ниже) будут постепенно иссякать, давление на результаты сегментов товаров длительного спроса сохранится, а восстановление в наиболее пострадавших во время пандемии секторах (общепит, турбизнес, гостиничный сервис, авиаперевозки) замедлится.

- Устойчивость корпоративного спроса

С точки зрения корпоративного спроса ситуация складывается неоднозначно, но не сигнализирует о том, что экономика на пороге рецессии. Результаты сегментов авиаперевозок и логистики (одного из индикаторов состояния экономики) остаются слабыми. United Parcel Service (UPS) ухудшила прогноз на весь год, что привело к волне распродаж. Сегмент Interactive Media & Services, (отражает спрос на онлайн-рекламу) отчитался лучше ожиданий, но его выручка снизилась на 2% г/г, хотя частично это объясняется эффектом высокой базы 2022-го. В то же время рынок повысил прогноз выручки этого сектора на 1,5%, что можно интерпретировать как стабилизацию настроений и ожидание постепенного улучшения динамики во II полугодии.

Расходы на ПО, как одну из наиболее значимых категорий корпоративных трат, продолжили демонстрировать очень устойчивую позитивную динамику, поднявшись за квартал на 10% г/г. Рынок ожидает сохранения набранных темпов и в следующие три квартала.

Спрос на капитальные товары сохранился остается стабильным: продажи электрооборудования, продукции промышленных конгломератов и машинного оборудования

выросли на 7% г/г (при основном вкладе последнего компонента). Сегмент чувствительного к экономическому циклу коммуникационного оборудования прибавил 15% г/г. Продажи оборудования для производства полупроводников также демонстрирует устойчивость (оценки роста выручки Applied Materials, (AMAT), KLA Corporation (KLAC) и ASML Holding NV ADR (ASML) на текущий год улучшились по итогам сезона отчетов за I квартал). Прогноз NVIDIA (NVDA) также указывает на сильный спрос на решения для ИИ-вычислений. В то же время в потребительском, так и корпоративном ПК-сегментах сохраняется неблагоприятная конъюнктура. В крупнейшем промышленном сегменте «авиа и ВПК» продажи и прибыль продолжают увеличиваться (+10% и +19% соответственно за I квартал). Главным драйвером роста выступает усиление спроса на гражданские самолеты.

- Наличие признаков рецессии

Несмотря на постепенное ослабление потребительского спроса, резкого ухудшения состояния экономики не происходит, спрос в корпоративном сегменте за некоторыми исключениями также остается стабильным.

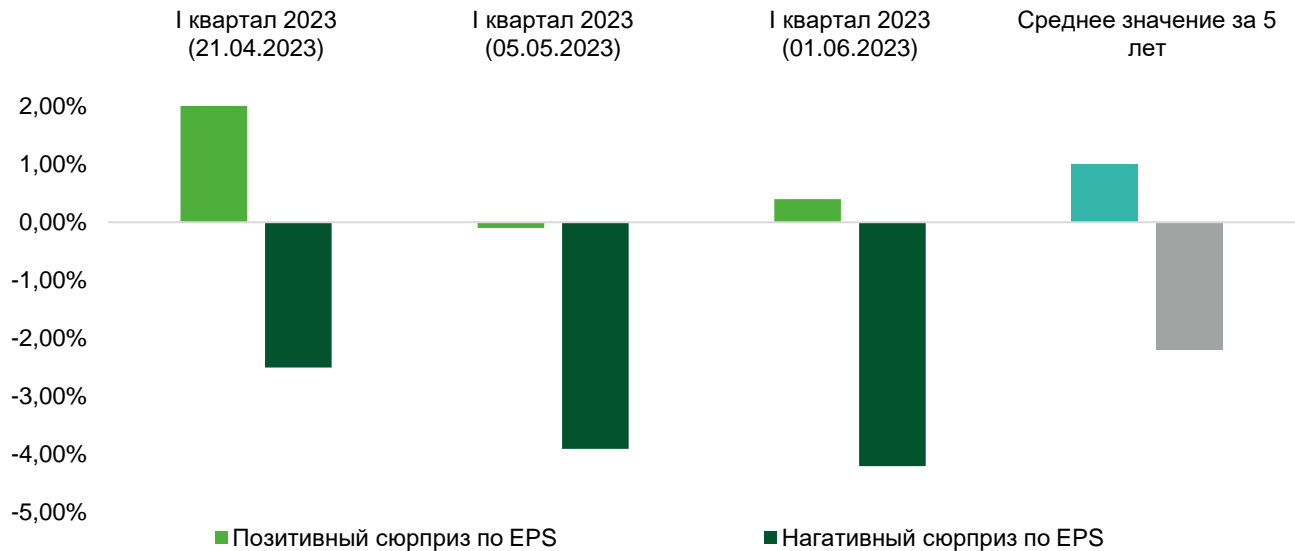
В то же время некоторые представители сегмента капитальных товаров демонстрируют признаки приближения к пику спроса в условиях замедления роста новых заказов. Среди этих компаний Caterpillar (CAT) и Cisco (CSCO). Двухзначные темпы снижения цен на сырьевые товары не способствуют дальнейшему повышению капитальных расходов. Это служит косвенным подтверждением нашего базового прогноза относительно неглубокой рецессии во II полугодии. Напомним также, что принятие так называемого инфраструктурного акта оказало эффект на отдельных производителей товаров длительного пользования в виде удлинения их цикла.

Рыночные реакции и хайп в сегменте ИИ

Как было отмечено ранее, рынок подошел к началу сезона отчетности за I квартал 2023 года с низкими ожиданиями и опасался увидеть в корпоративных релизах признаки надвигающейся рецессии. Пессимистичные предположения во многом не оправдались, результаты оказались лучше консенсуса, а реакция биржевых котировок на их публикацию была значительно слабее, чем обычно.

По данным FactSet по состоянию на 26 мая, положительный/отрицательный сюрприз по итогам отчетности приводил к следующему изменению котировок:

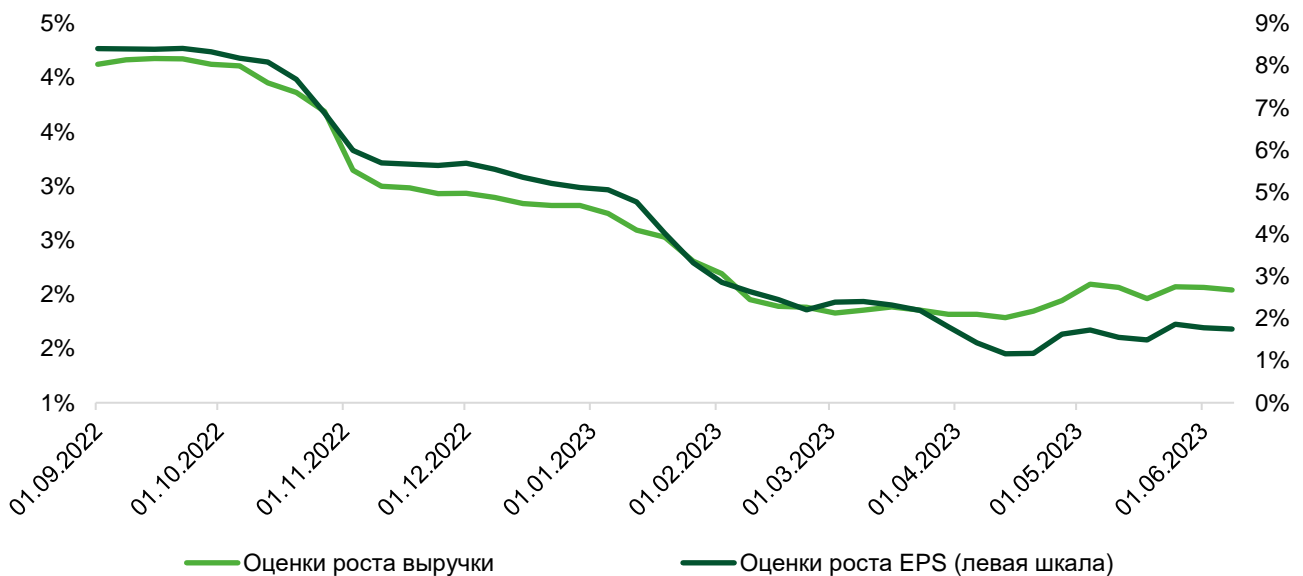
Реакция инвесторов на сюрприз по EPS



Источник: FactSet

Частично это объясняется неопределенностью в отношении решения проблемы потолка госдолга. В то же время по состоянию на 5 мая, когда этот вопрос еще не находился в фокусе внимания, реакция инвесторов на позитивный сюрприз по EPS была еще хуже (-0,1%). Результаты компаний из индекса S&P 500 за I квартал оказались лучше прогнозов, однако слабый консенсус в отношении EPS на весь год фактически не изменился. Таким образом, очевидно, что в целом инвесторы не отказываются от реализации сценария рецессии в II полугодии. Вкупе с повышенными оценками это оказывало сдерживающий эффект на настроения рынка.

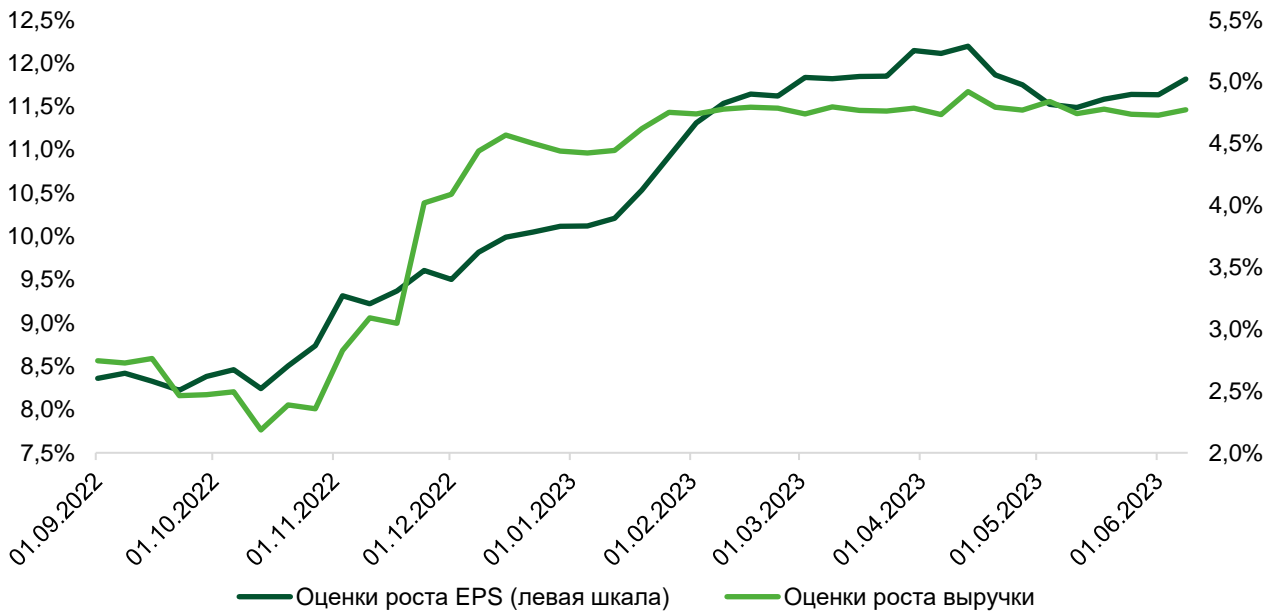
Изменение консенсуса Factset на 2023 год по росту EPS и выручки в S&P 500



Источник: FactSet

Ориентиры в отношении выручки и EPS на 2024 год, несмотря на сравнительно сильные результаты за I квартал 2023-го, остались на февральских уровнях. Это также обусловлено отсутствием у участников рынка определенности относительно состояния экономики США в III и IV кварталах текущего года.

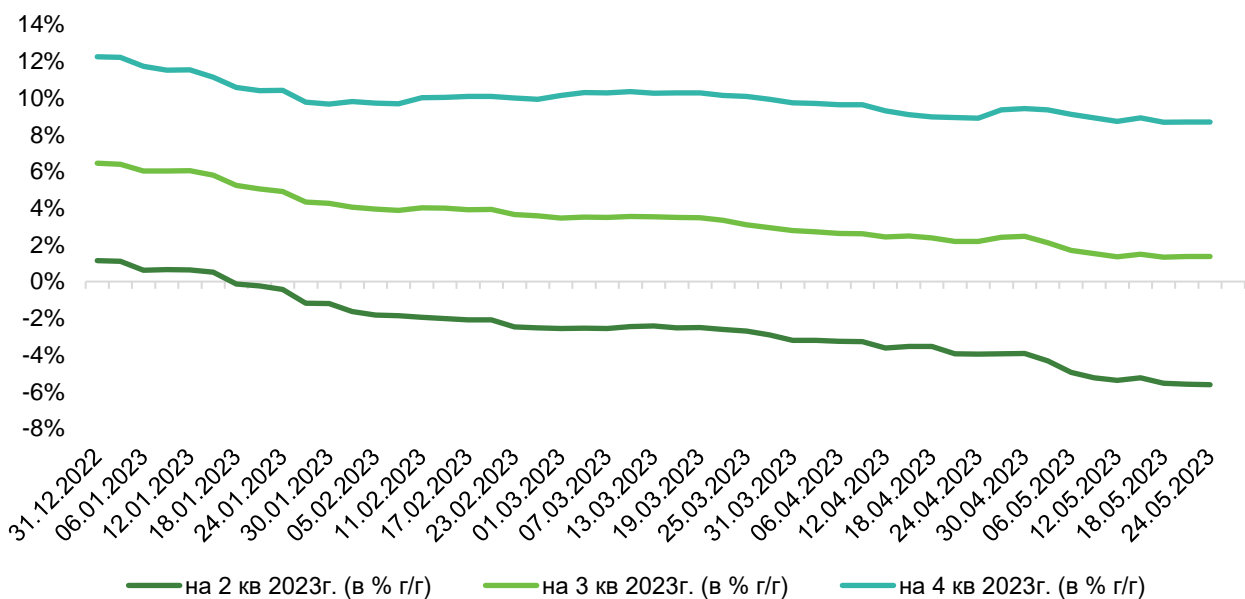
Изменение консенсуса Factset на 2024 год по росту EPS и выручки в S&P 500



Источник: FactSet

Лучшие, чем ожидалось, результаты сезона отчетности за I квартал вызвали смещение негативных ориентиров в отношении динамики EPS на поквартальной основе: прогнозы на II, III и IV кварталы 2023-го были пересмотрены в сторону снижения.

Динамика консенсуса в отношении EPS по кварталам



Источник: FactSet

Динамика котировок по секторам

	2 кв 2023	1 кв 2023	С начала года
S&P 500	5,6%	7,0%	13,0%
Энергетика	-3,2%	-5,6%	-8,6%
Сырье	-2,0%	3,8%	1,7%
Промышленность	1,5%	3,0%	4,6%
Товары длительного пользования	10,0%	15,8%	27,4%
Товары повседневного спроса	-2,2%	0,2%	-2,1%
Здравоохранение	0,7%	-4,7%	-4,0%
Финансы	2,6%	-6,0%	-3,6%
Информационные технологии	13,3%	21,5%	37,7%
Коммуникационные сервисы	12,2%	20,2%	34,9%
Коммунальные услуги	-2,8%	-4,0%	-6,7%
Недвижимость	-1,1%	1,0%	-0,1%

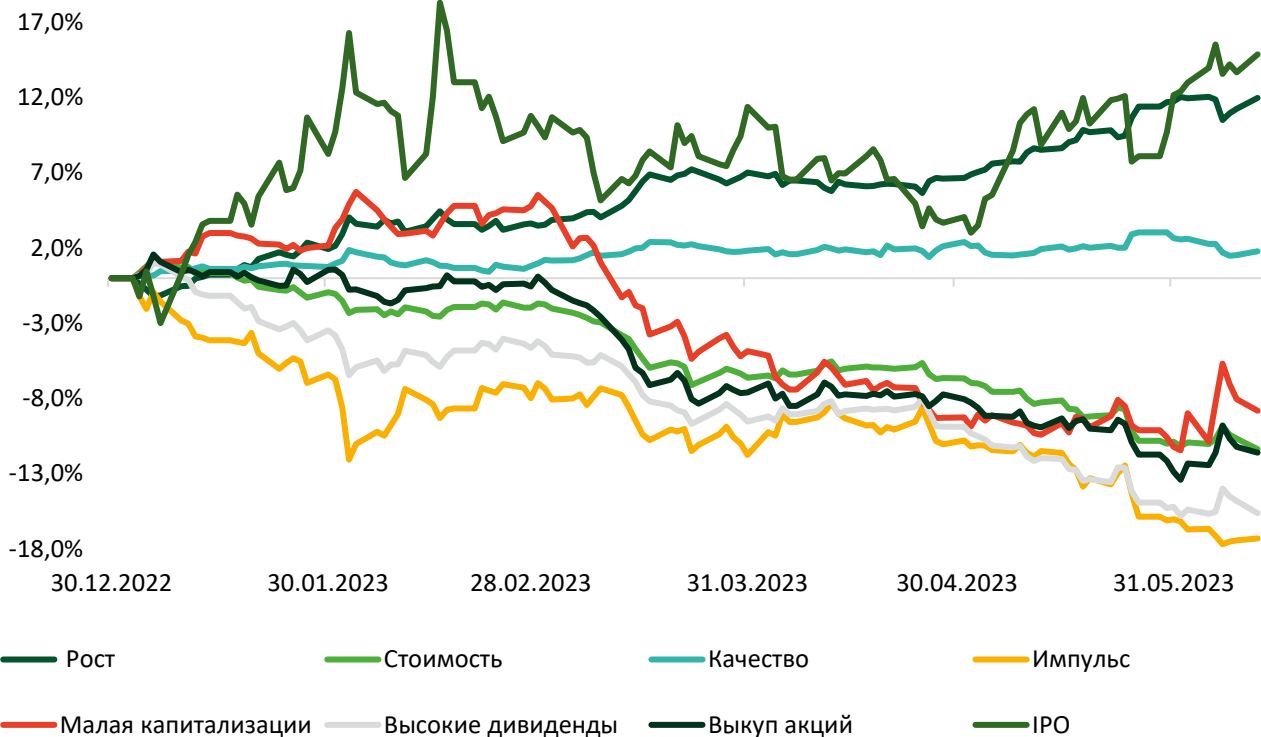
Источник: FactSet (по состоянию на 12 июня)

В течение II квартала списки лидирующих и отстающих секторов практически не изменились. Лучшие результаты показали представители ИТ (+13,3%) и коммуникаций (+12,2%), а также производители товаров длительного пользования (+10%). Технологический сектор поддерживается такими триггерами, как более устойчивые квартальные результаты бигтехов Apple (AAPL) и Microsoft (MSFT), бума ИИ-технологий, ставший драйвером роста для NVIDIA (NVDA), AMD (AMD) Microsoft (MSFT), Adobe (ADBE), Broadcom (AVGO). Кроме того, инвесторы надеются, что полупроводниковая индустрия прошла низшую точку своего цикла. Сектор коммуникаций продолжил рост во II квартале на фоне более сильного спроса на онлайн-рекламу, успешных результатов Meta* (META), которая сохранила устойчивые позиции в своей отрасли и продолжила активную оптимизацию расходов. Кроме того, инвесторы по-прежнему предъявляют высокий спрос на акции крупнейших по капитализации эмитентов. Сектор товаров длительного пользования рос благодаря Amazon (AMZN) и Tesla (TSLA), а также на фоне неплохой динамики производителей товаров для дома, а также представителей гостинично-ресторанного и туристического сегмента.

В аутсайдерах из-за неблагоприятной ценовой конъюнктуры оказались энергетики (-3,2%) и сырьевые компании (-2,0%). Сектор товаров повседневного спроса, имеющий выраженные защитные свойства, также находился под давлением ввиду преобладания интереса инвесторов к секторам «роста», для которых 2022 год сложился неудачно.

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

Динамика инвестиционных факторов



Источник: FactSet, расчеты Freedom Broker

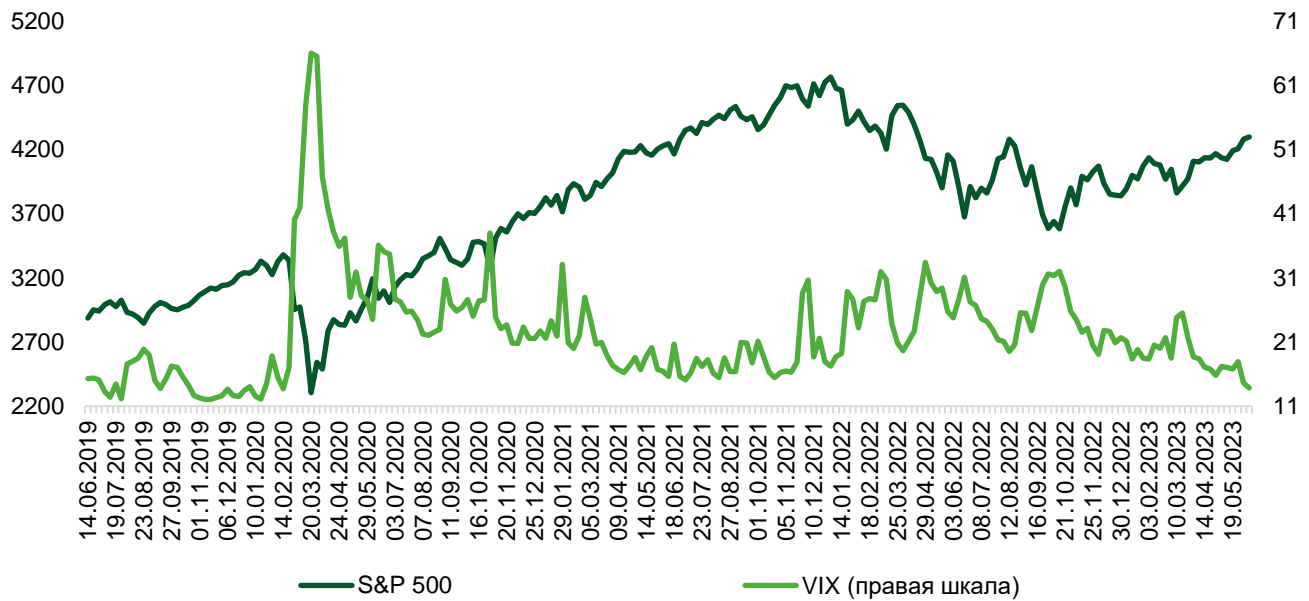
Динамика по фактору, представляет собой разницу между динамикой индекса S&P 500 и динамикой фактора, отслеживаемой через изменение цен следующих ETF: IWF, IWD, QUAL, MTUM, IJR, VYM, PKW, IPO

К концу I квартала динамика факторов несколько выровнялась на фоне коррекционного движения индекса широкого рынка. С начала II квартала факторы роста и IPO продолжили демонстрировать результат лучше рынка за счет сохранения высокой концентрации рынка (как упомянуто выше, рост S&P 500 был обеспечен топ-5 компаний по размеру капитализации). Кроме того, более сильные макроданные стимулировали усилению спроса на риск, но рецессионный фактор ограничивал ставки инвесторов на крупнейших бигтехах. Чрезмерная сконцентрированность рынка обусловила более слабые результаты по другим факторам. Нейтральную динамику по итогам квартала продемонстрировали факторы качества и малой капитализации (улучшение макрофона увеличивает вероятность поверхностной рецессии, что ведет к стабилизации спроса на малые компании, которые уязвимы к экономическому спаду).

Настроения инвесторов

Индекс VIX представляет собой срез настроений инвесторов на горизонте 30 дней. В условиях сохранения более сильной, чем ожидалось, экономической активности, при отсутствии признаков скорой рецессии и с учетом достаточно сильного сезона отчетности с фокусом на результаты бигтеха, спрос на краткосрочное на хеджирование позиций ослабевал в течение II квартала. В начале июня индикатор пробил минимум с начала 2020 года 14 пунктов. Несмотря на разговоры о «поломанном» VIX в начале года и в течение II квартала, график ниже отражает закономерное поведение этого индикатора в условиях восходящего тренда по широкому рынку.

Индекс S&P 500 и индекс VIX



Источник: FactSet, расчеты Freedom Broker

Говоря о рисках и настроениях инвесторов, нужно помнить, что VIX – это отражение краткосрочных ожиданий. Для более полного понимания общего настроения инвесторов, картину нужно дополнять другими индикаторами. Так, чистые спекулятивные короткие позиции по индексу широкого рынка превысили максимум 2007 года и достигли рекордных уровней с 2000-го. Данный факт указывает на то, что среднесрочные перспективы S&P 500 вызывают у биржевых игроков серьезные опасения.

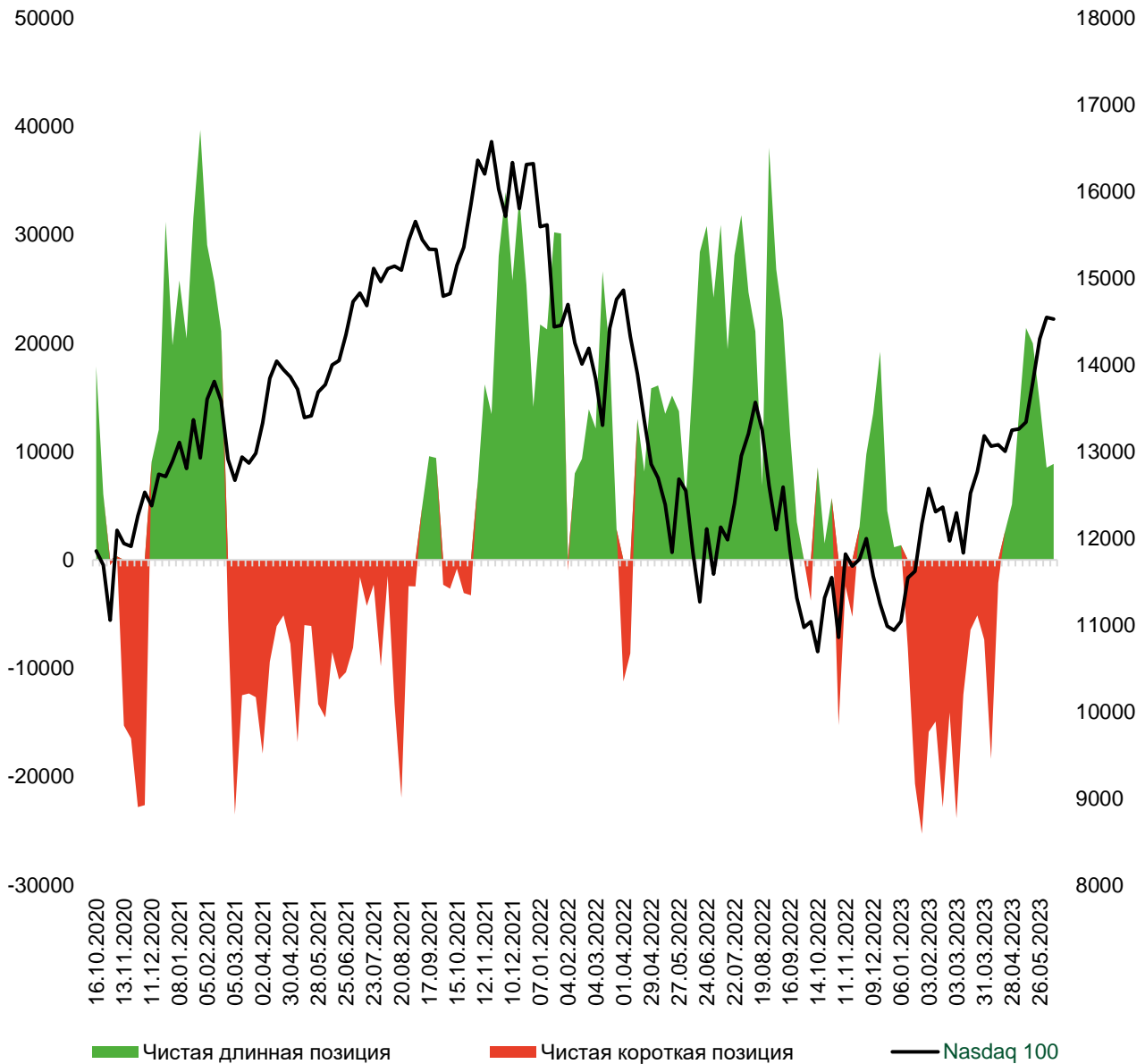
Чистые фьючерсные позиции по S&P 500



Источник: FactSet, расчеты Freedom Broker

Отражением фокуса инвесторов на акциях бигтеха стала фактически противоположная динамика чистых спекулятивных позиций по индексу Nasdaq 100.

Чистые фьючерсные позиции по индексу Nasdaq 100



Источник: FactSet, расчеты Freedom Broker

Настроения розничных инвесторов (согласно данным AAll.com) в течение II квартала коррелировали с настроениями на фьючерсном рынке на индекс S&P 500. В начале июня был отмечен всплеск оптимизма, а спред между «бычьими» и «медвежьими» ставками вышел в плюс (+20%). По данным [Vanda Research](#) за май, розничные инвесторы оставались в стороне от ралли в акциях, связанных с бумом ИИ. Отсюда следует, что, во-первых, розничные инвесторы действовали более осторожно, чем в период пузыря акций-мемов, а во-вторых, рост индекса S&P 500 с начала года и улучшение макроэкономического фона стимулировали FOMO-эффект («синдром упущенной выгоды»). Все это обусловило усиление оптимизма и приток фондов в акции.

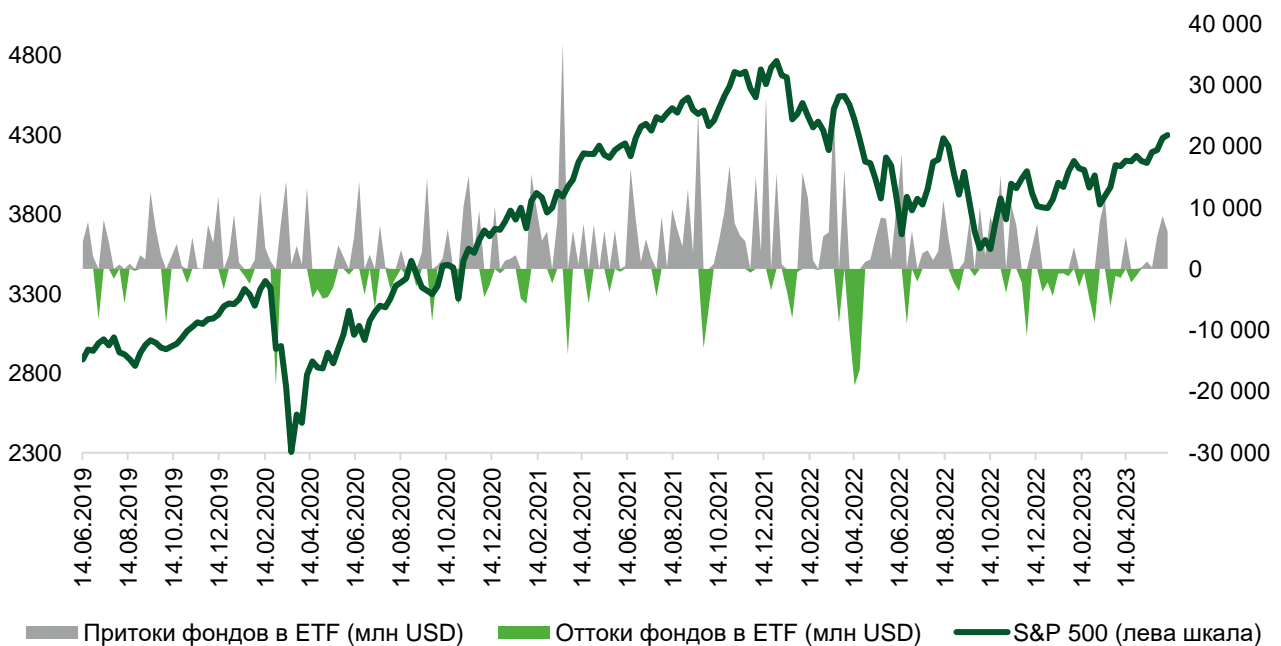
Спред между «бычьими» и «медвежьими» ожиданиями



Источник: FactSet, расчеты Freedom Broker

В течение шести недель, завершившихся 9 июня, наблюдался чистый приток в фонды ETF, инвестирующие в акции*, составивший \$21,7 млрд. Наиболее выраженным он оказался во второй половине этого временного отрезка. Кумулятивно за весь этот период поступления капитала в фонды акций превысили мартовские уровни, что свидетельствует о локальном улучшении настроений.

Динамика притоков/оттоков из фондов акций vs индекс S&P 500



Источник: FactSet, расчеты Freedom Broker

*Для расчета оттоков/притоков в ETF, инвестирующие в акции, используется следующая выборка фондов: SPY, IVV, VOO, VTI, QQQ, VTV, VUG, , IJR, IJH, VIG, IWF, IWM, IWD, VO, VYM, SCHD, VB, ITOT, RSP, DIA, SCHX, IVW

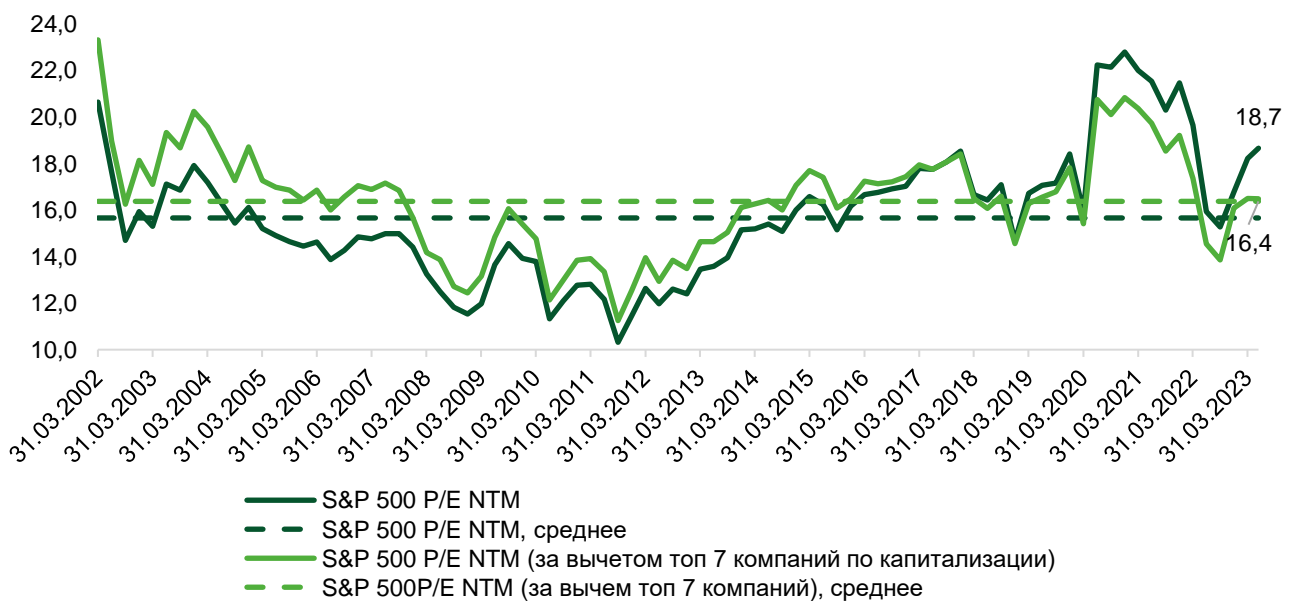
Таким образом, краткосрочно в течение II квартала на рынке преобладали «бычьи» настроения. В то же время высокая концентрации роста индекса широкого рынка на узкой группе эмитентов (признак страха инвесторов), близкий к рекордному объем чистых коротких позиций по S&P 500, повышение оценочных мультипликаторов при ухудшении прогнозов EPS на 12 месяцев в совокупности означают, что восходящий тренд неустойчив и рынок в обозримой перспективе способен перейти к коррекции.

Ожидания по рынку акций США на III квартал и на 2023 год

Ключевые тезисы, которые продолжают поддерживать рынок и стимулируют «бычьи» настроения в течение III квартала и до конца года:

1. Экономика сохраняет более высокую, чем предполагалось изначально, устойчивость. Охлаждение рынка труда происходит медленно, данные Бюро статистики труда и S&P указывает на сохранение высокого спроса на кадры. Это сигнализирует о высоких шансах поверхностной и малоболезненной рецессии. ФРС повысила прогноз ВВП на 2023 год. Важным являются отмеченные выше сдвиги и деформация рыночных циклов для ряда секторов (подробнее в рамках анализа итогов сезона отчетности за I квартал).
2. ФРС может начать снижать ставку в I полугодии 2024 года, что будет оказывать положительный эффект на экономику и на настроения фондового рынка.
3. Результаты I квартала остаются сильными. Рынок ожидает, что давление на EPS будет ограничено лишь II и III кварталами, после чего начнется рост.
4. Рынок можно характеризовать как «частично дорогой». Если форвардное значение мультипликатора P/E для индекса S&P 500 в целом существенно выше среднего за последние 10, 15 и 20 лет, то оценки рынка за вычетом топ-7 компаний по капитализации существенно ниже: они находятся около 20-летних средних значений.

Оценки S&P 500 vs S&P 500 (за вычетом топ-7 компаний по капитализации)



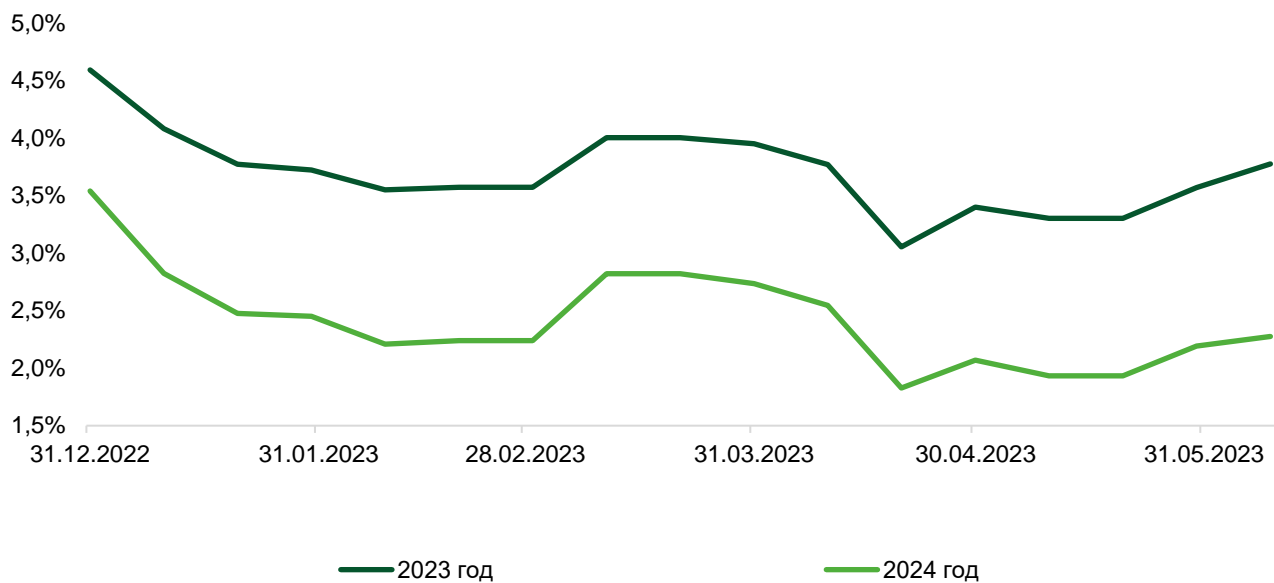
Источник: FactSet, расчеты Freedom Broker

Несмотря на актуальность ряда «бычьих» факторов, в числе рисков для рынка в перспективе III квартала и 2023-го в целом отмечаем следующие:

- Наблюдаемая устойчивость экономики является следствием растянутых и деформированных циклов в отдельных отраслях из-за восстановления после пандемии.

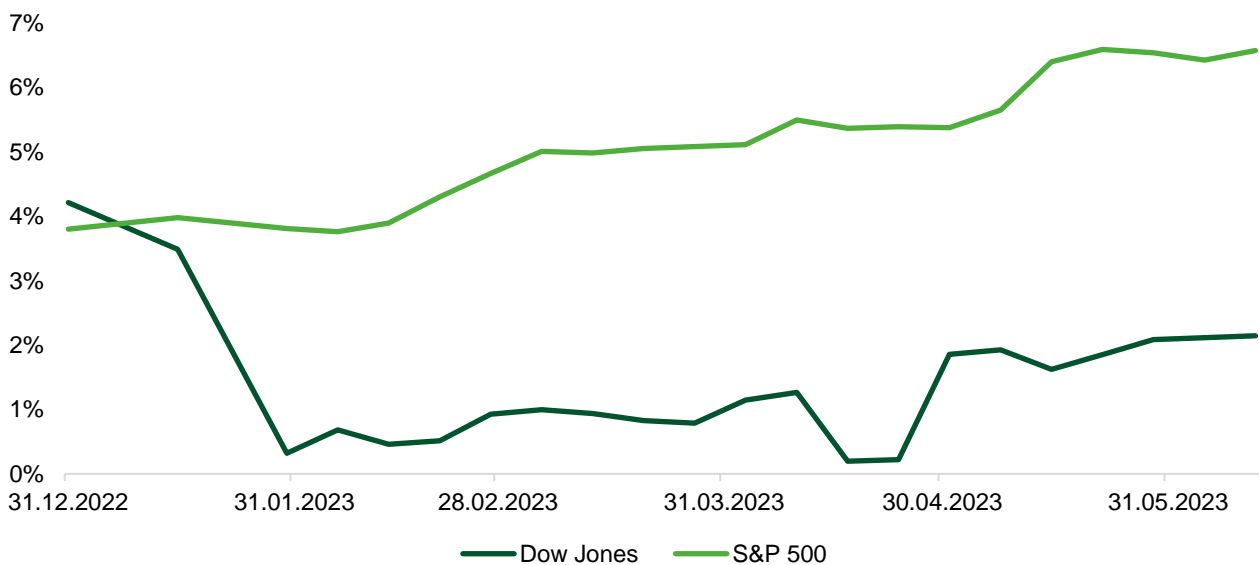
В числе вторичных, но немаловажных индикаторов стабильная динамика оценок объема кредитных портфелей крупнейших банков США, а также прогноз капитальных расходов по индексу S&P 500 на 2023-й.

Консенсус в отношении динамики объема кредитных портфелей крупнейших банков США



Источник: FactSet, расчеты Freedom Broker

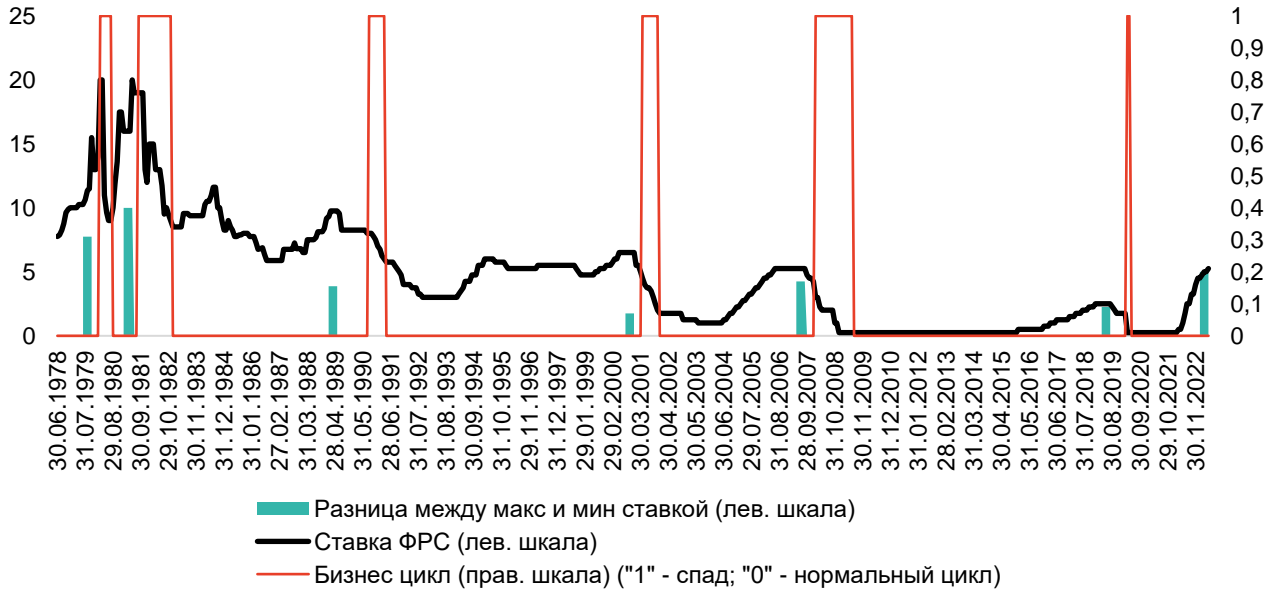
Динамика изменений прогнозов CAPRX программа индексов на 2023-й



Источник: FactSet, расчеты Freedom Broker

Не считаем, что экономика США получила полный иммунитет от повышения ставок до максимумов с 2006 года в связи с наличием исторической взаимосвязи между уровнем ставки и рецессией.

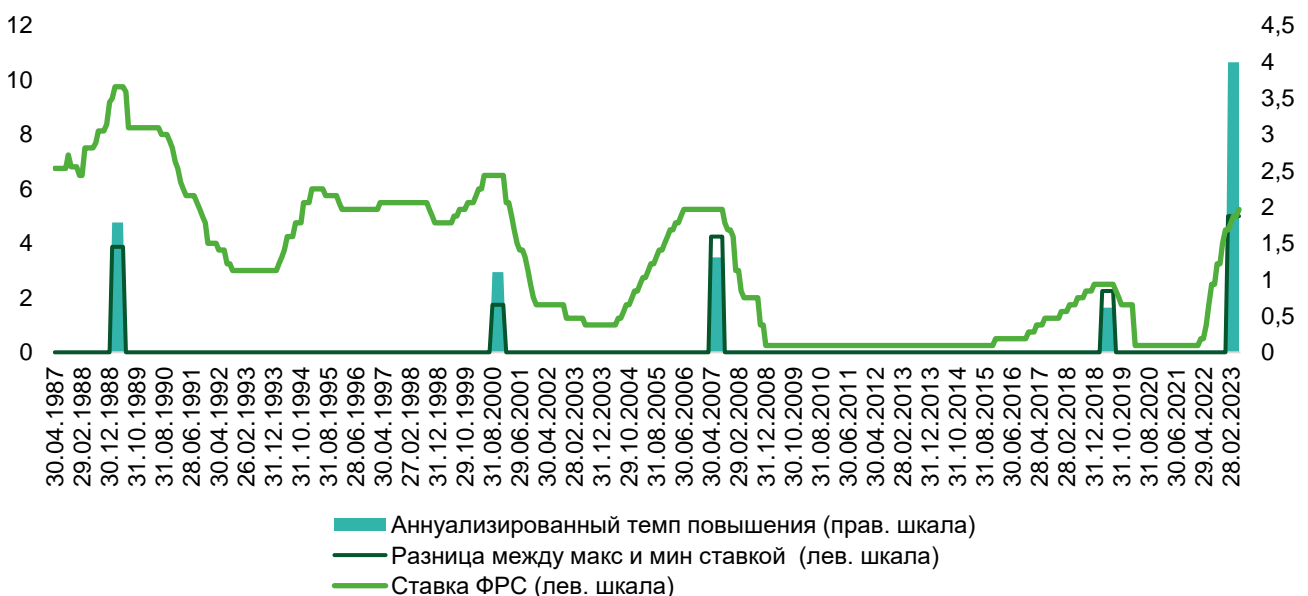
Циклы повышения ставок и рецессия



Источник: FactSet, расчеты Freedom Broker

Несмотря на разницу ситуаций в экономике, текущие темпы аннуализированного повышения ставок стали наиболее высокими с 1987 года. Этот эффект окажет давление на экономику США.

Динамика ставки ФРС по периодам и темпы ее изменения

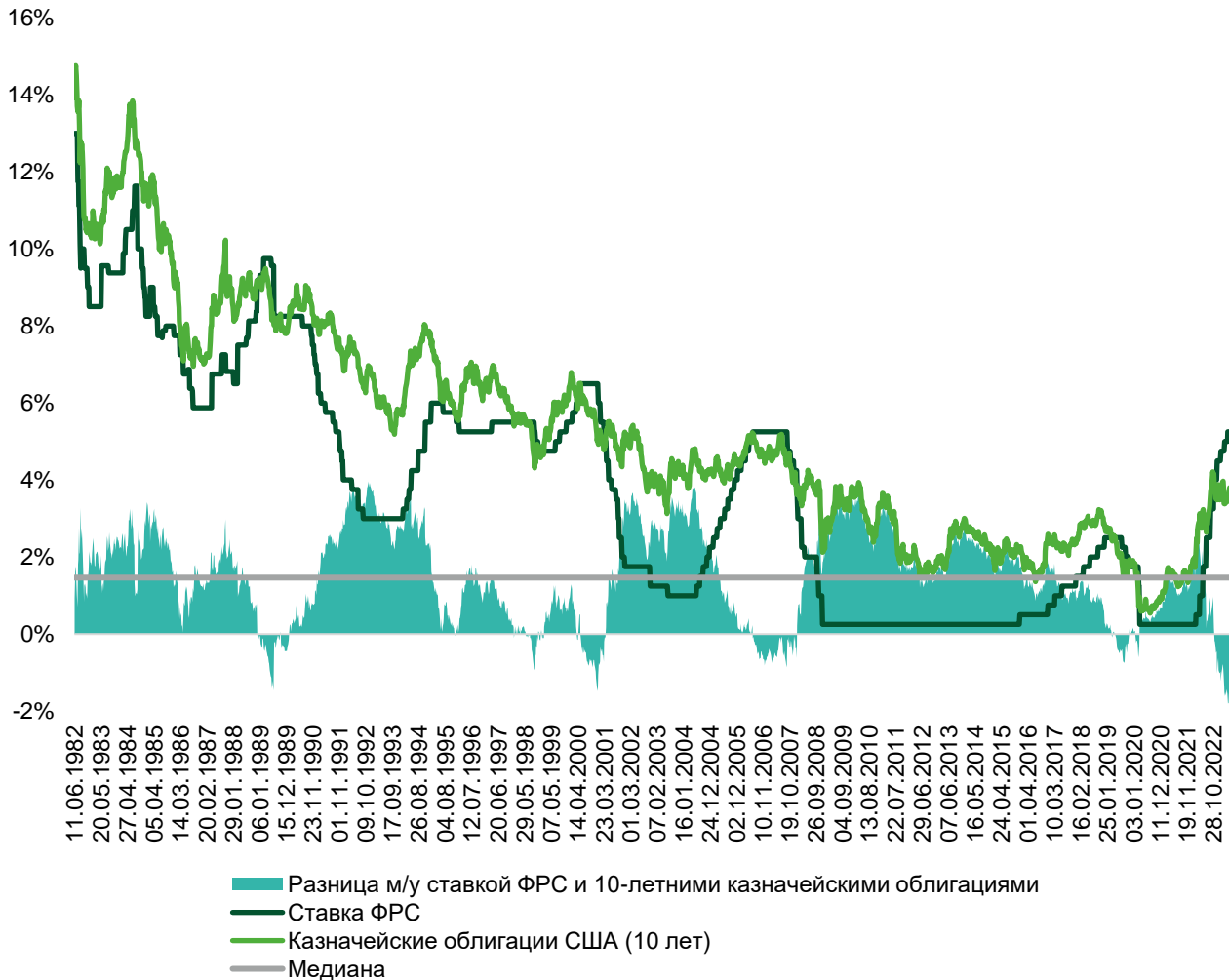


Источник: FactSet, расчеты Freedom Broker

Разница между максимальной и минимальной ставкой – это разница между максимальной ставкой до рецессии и минимальной в текущем цикле

- Мы полагаем, что снижение ставок в текущих условиях не окажет заметной среднесрочной поддержки рынку, в связи с рекордным за 40 лет превышением ставкой ФРС уровня доходности 10-летних гособлигаций США. Это означает, что рынок уже частично учитывает ожидаемое в среднесрочной перспективе смягчение ДКП. Долгосрочный диапазон ФРС в отношении ставки 2,5–2,8% соответствует ее верхней границе в 2018 году, что означает перспективу лишь постепенного и незначительного дальнейшего снижения доходности 10-летних гособлигаций США.

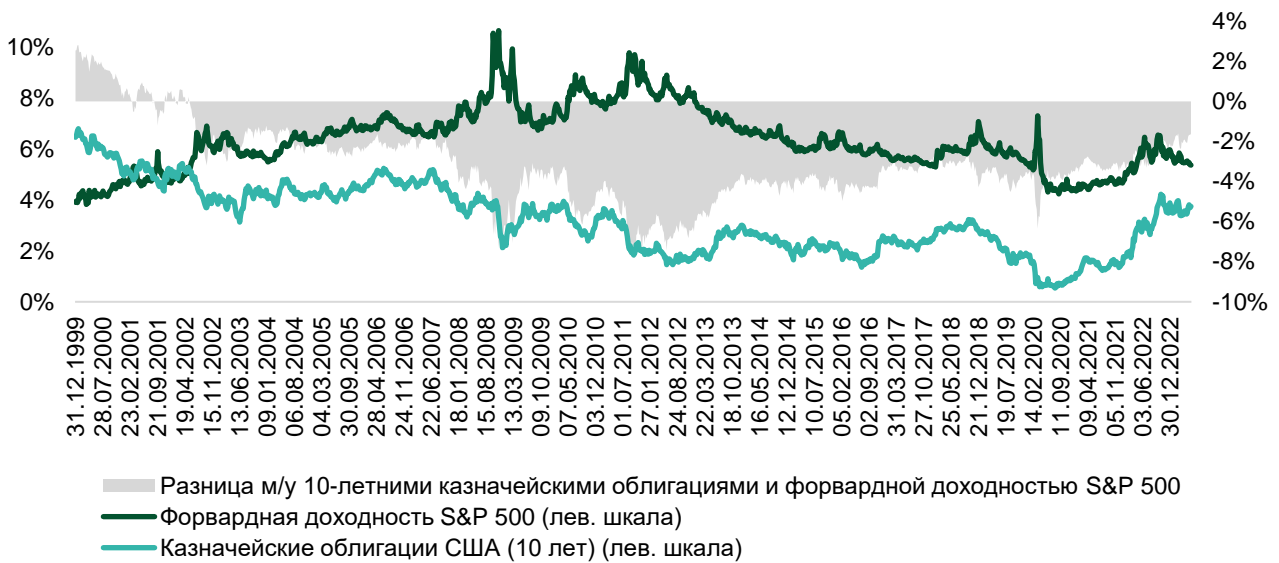
Ставка ФРС, 10-летние казначейские облигации США



Источник: FactSet, расчеты Freedom Broker.

Форвардная доходность S&P 500 демонстрировала сильную корреляцию с динамикой 10-летних казначейских облигаций (показатель составлял 73% в течение 2020-2022 годов). С начала 2023-го эта взаимозависимость ушла в отрицательную зону (-13%). Текущее значение форвардной доходности S&P 500 находится ниже, чем в 2019 году. Разрыв между доходностью 10-летних гособлигаций и форвардным показателем для S&P 500 приблизился к 20-летним минимумам. Таким образом, ожидаемое снижение ставок ФРС и, как следствие, падение доходности 10-летних трежерис могут оказать околонулевой эффект на оценки рынка (форвардная доходность).

10-летние казначейский облигации США и форвардная доходность P/E S&P 500

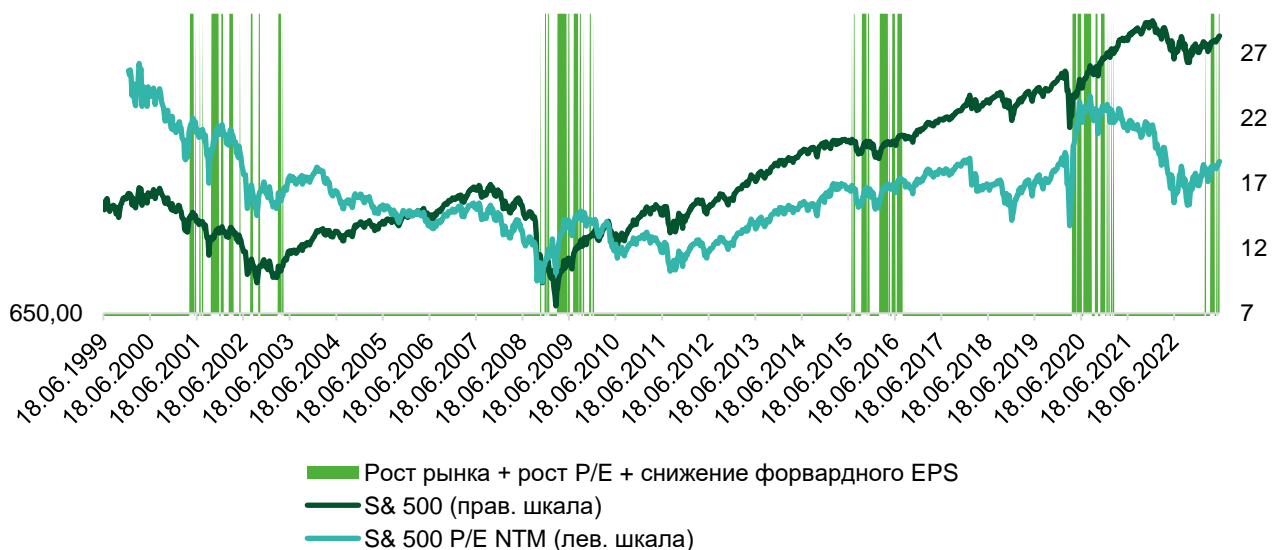


Источник: FactSet, расчеты Freedom Broker

*Форвардная доходность P/E S&P 500 – представляет собой обратное значение от S&P 500 P/E NTM. Используется для лучшей визуализации динамики показателя

- Хотя рынок показывает более сильные, чем ожидалось, результаты, форвардное однолетнее прогнозное значение EPS находится на отрицательной территории. На текущий момент мы можем наблюдать нечастое явление на рынке: одновременный рост индексов и мультипликатора P/E NTM при снижении форвардной EPS. Исходя из ретроспективы, можно заключить, что данный паттерн является либо признаком отскока индексов на «медвежьем» тренде, либо сигнализирует об этапе активного восстановления экономики (и как следствие рынка). Еще одна возможная трактовка этого сочетания факторов – повторение ситуации 2015–2016 годов.

Рост рынка + рост P/E + снижение форвардной EPS (месячные данные)



Источник: FactSet, расчеты Freedom Broker.

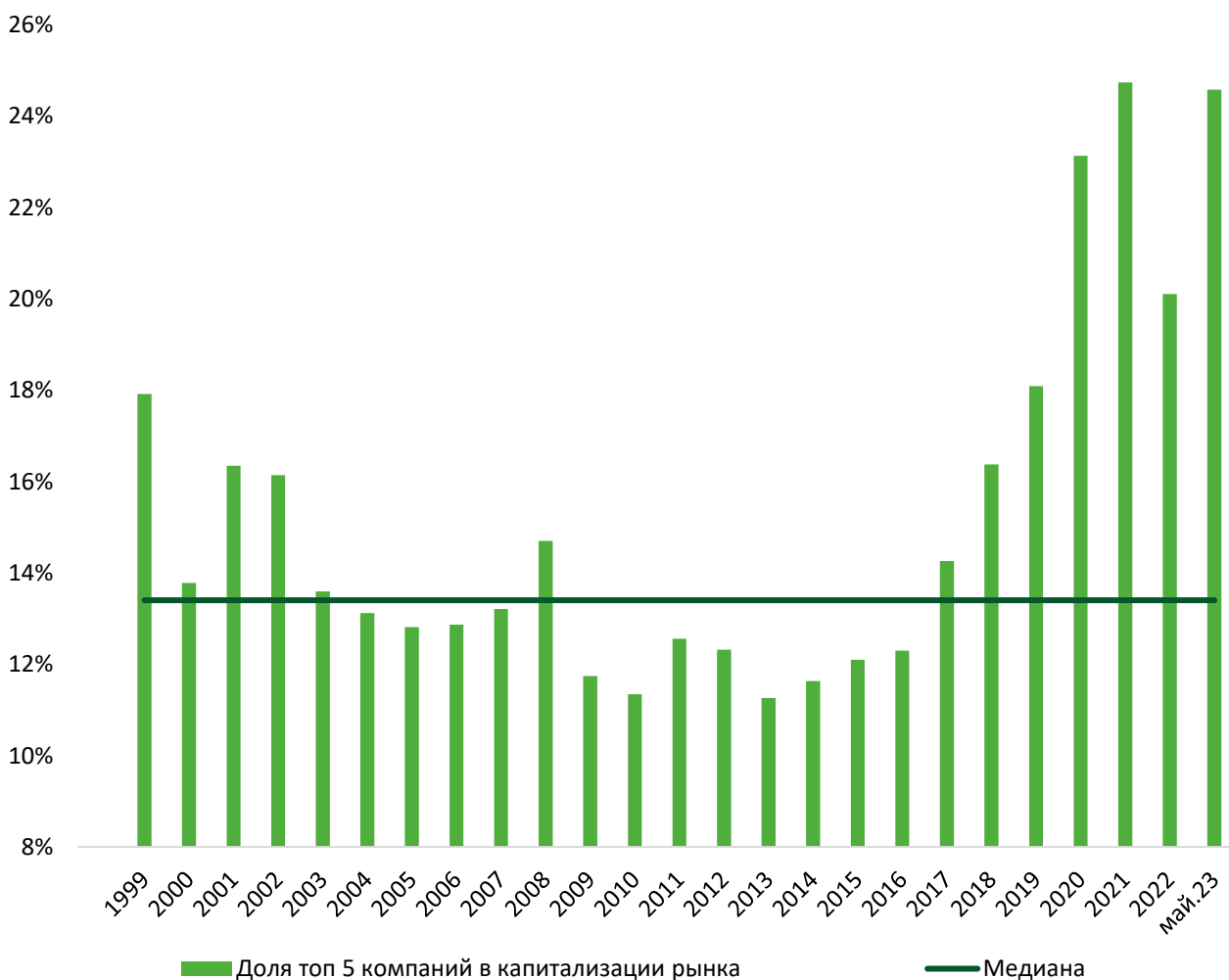
- Дифференциал оценок между индексом S&P 500 в целом и значением за вычетом топ-7 компаний по размеру капитализации указывает на лучшие стоимостные характеристики последних. При этом нужно отметить несколько но. В частности, данная конструкция не сигнализирует о росте рынка в целом. В периоды развития «медвежьих» трендов корреляция между снижением индекса и мультипликатора достигает 95% (на основе месячных данных).

Разница оценок, на наш взгляд, будет способствовать активному перетоку средств инвесторов из топ-10 компаний в бумаги других входящих в S&P 500 эмитентов. Это может способствовать улучшению их результатов по сравнению бенчмарком до конца года.

Среди ключевых рисков на III квартал и на 2023 год мы выделяем:

- Риск концентрации
Ранее мы отмечали приближение в 2023-м уровня концентрации рынка к пиковым значениям 2022 года. Этот уровень существенно выше, чем в период пузыря доткомов. Подобная рыночная композиция неустойчива в среднесрочной перспективе, что может оказывать сдерживающий эффект на рынок в течение ближайших лет.

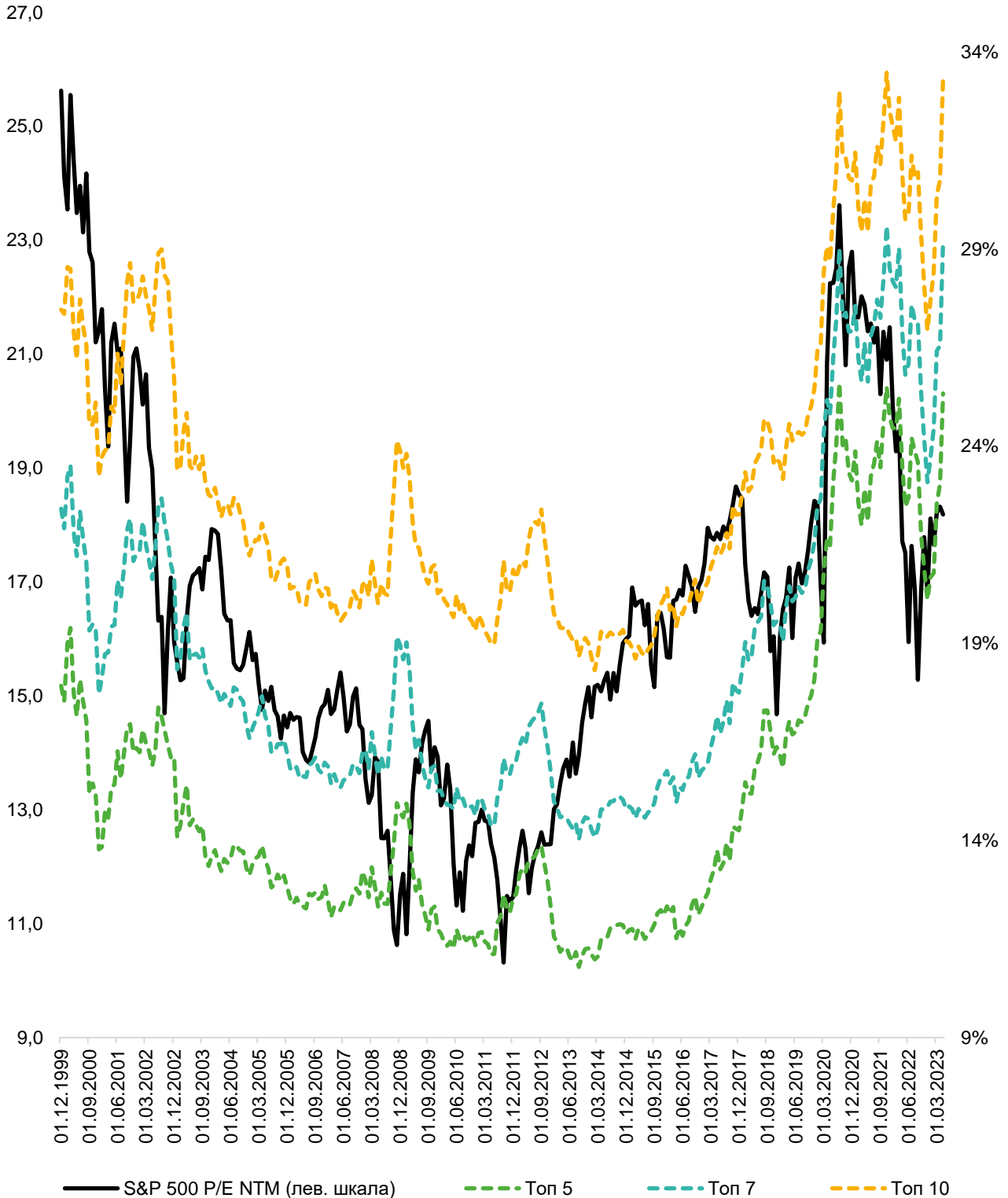
Доля топ-5 компаний в капитализации рынка



Источник: FactSet, расчеты Freedom Broker

Концентрация рынка также тесно связана с риском высоких оценок. Как следует из графика ниже, изменение концентрации рынка тесно коррелирует с изменением форвардного мультипликатора по индексу S&P 500.

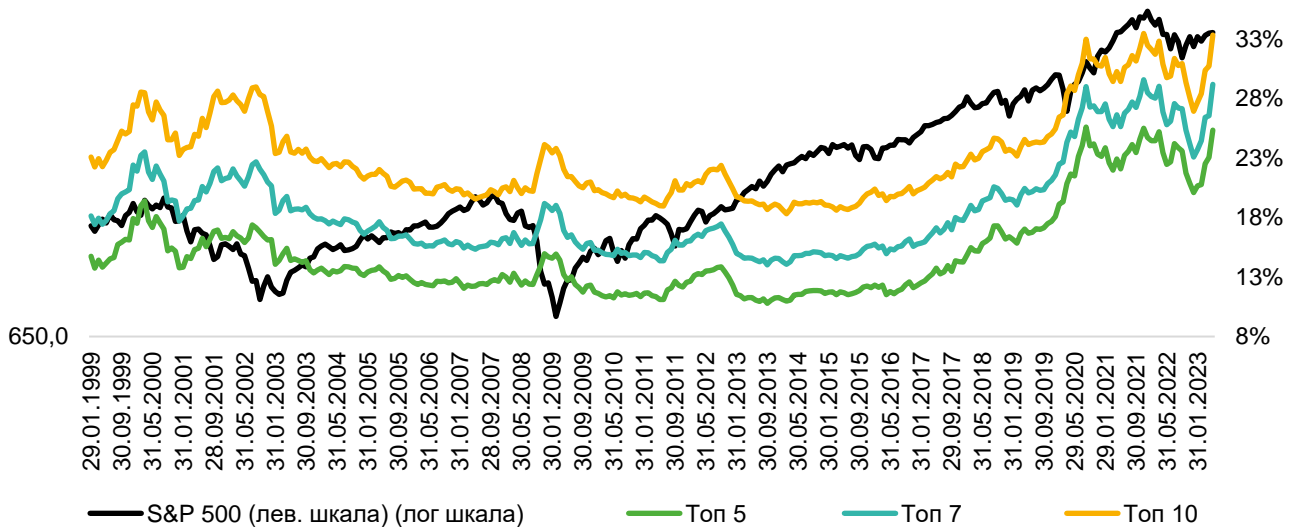
S&P 500 P/E NTM против изменения концентрации капитализации на компаниях из топ-5, топ-7 и топ-10



Источник: FactSet, расчеты Freedom Broker

В целом усиление концентрации выступает признаком опасений инвесторов и/или сигналом к надуванию пузыря, а также схожих паттернов (рост концентрации рынка в 2017–2019 годах стал следствием структурных изменений в экономике, обусловленных развитием цифровизации и облачных технологий). На графике ниже можно проследить, что в периоды восстановления концентрация рынка снижалась. При этом индекс двигался вверх преимущественно за счет компаний, не входящих в первую десятку по капитализации.

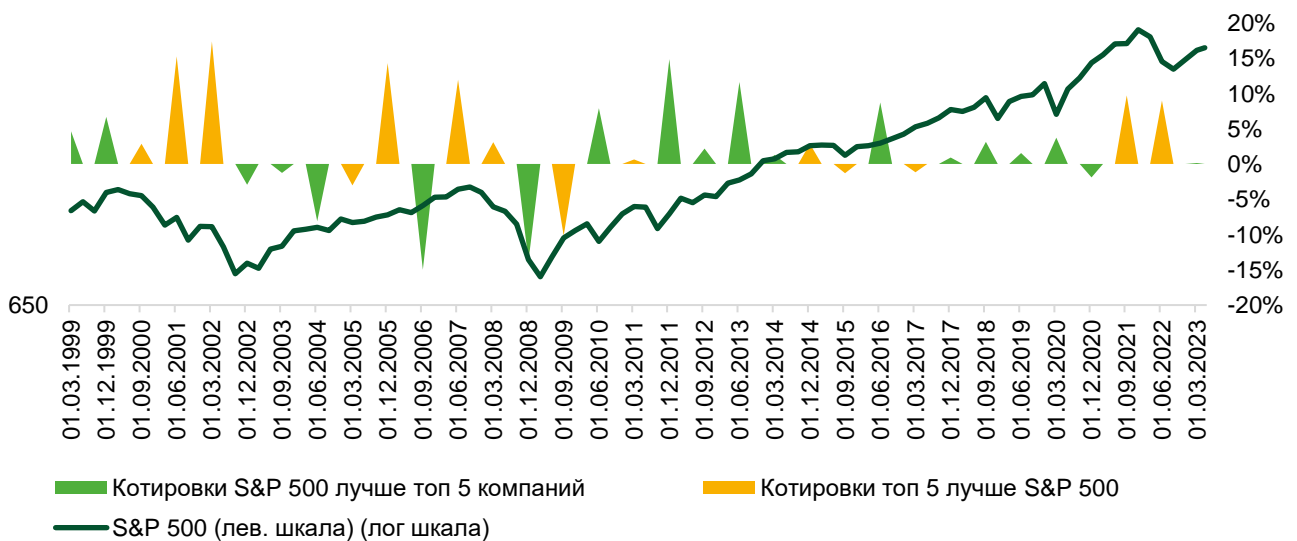
S&P 500 против изменения концентрации капитализации рынка на компаниях из топ-5, топ-7 и топ-10



Источник: FactSet, расчеты Freedom Broker

График ниже демонстрирует, что лучшая динамика топ-5 компаний по капитализации нередко предшествует «медвежьему» тренду или сопровождает его. А в спокойные периоды индекс S&P 500 часто демонстрировал лучшие результаты, чем компании из топ-5.

Динамика индекса S&P 500 и топ-5 компаний по капитализации

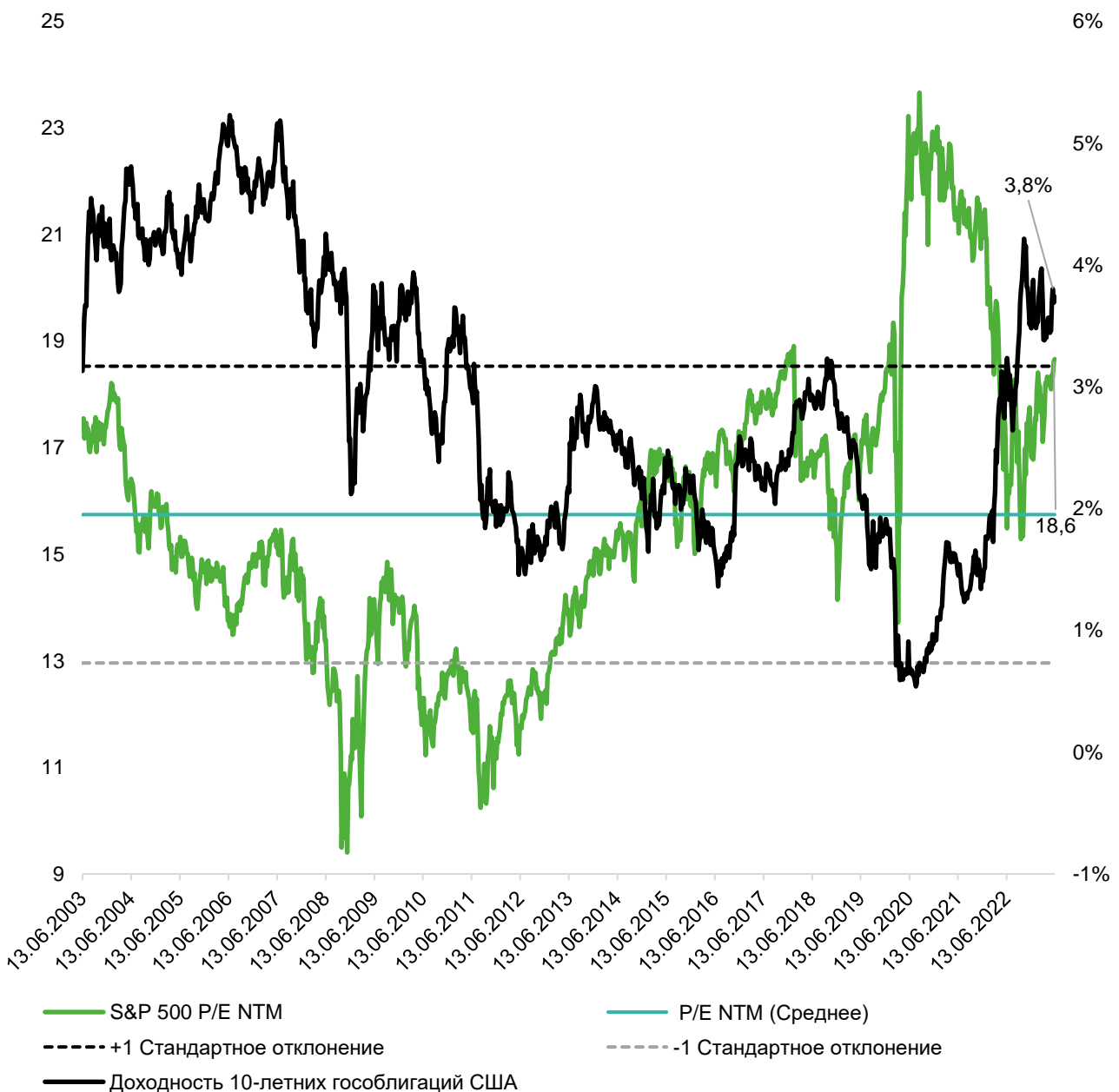


Источник: FactSet, расчеты Freedom Broker

• Рыночные оценки

Мы считаем, что оценки рынка – это один из ключевых рисков в предстоящем квартале и до конца текущего года. Значение форвардного P/E по S&P 500 равняется 18,6 при среднем за последние 20 лет на отметке 15,7. Доходности 10-летних казначейских облигаций находятся на пиковых уровнях с 2010 года. Одновременно с рекордными темпами ужесточения ДКП США и рисками рецессии это дает основание для более низких оценочных мультипликаторов. В случае более глубокого спада экономики мультипликаторы могут столкнуться с существенным давлением. В условиях ожидания умеренной рецессии мы считаем справедливым значением форвардного P/E на конец 2023 года уровень 17,0.

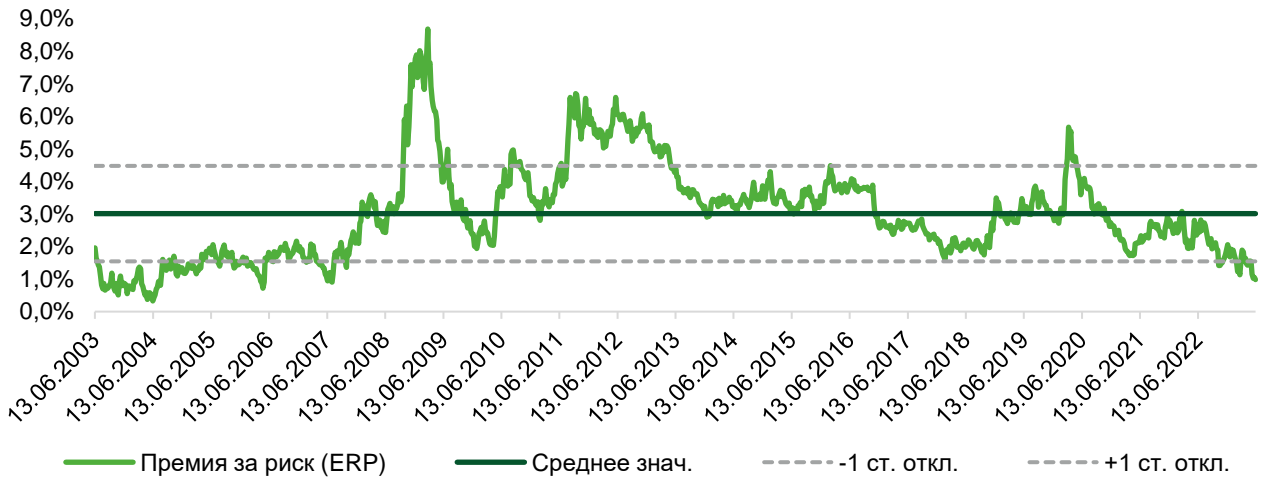
S&P 500 P/E (форвардное значение) vs 10-летние казначейские облигации США



Источник: FactSet, расчеты Freedom Broker.

График ниже иллюстрирует низкую текущую толерантность инвесторов к риску. Величина требуемой премии за инвестирование в акции опустилась ниже одного стандартного отклонения от 20-летних средних значений и ниже 1%. Данную картину можно интерпретировать как признак очень агрессивного поведения инвесторов на текущий момент.

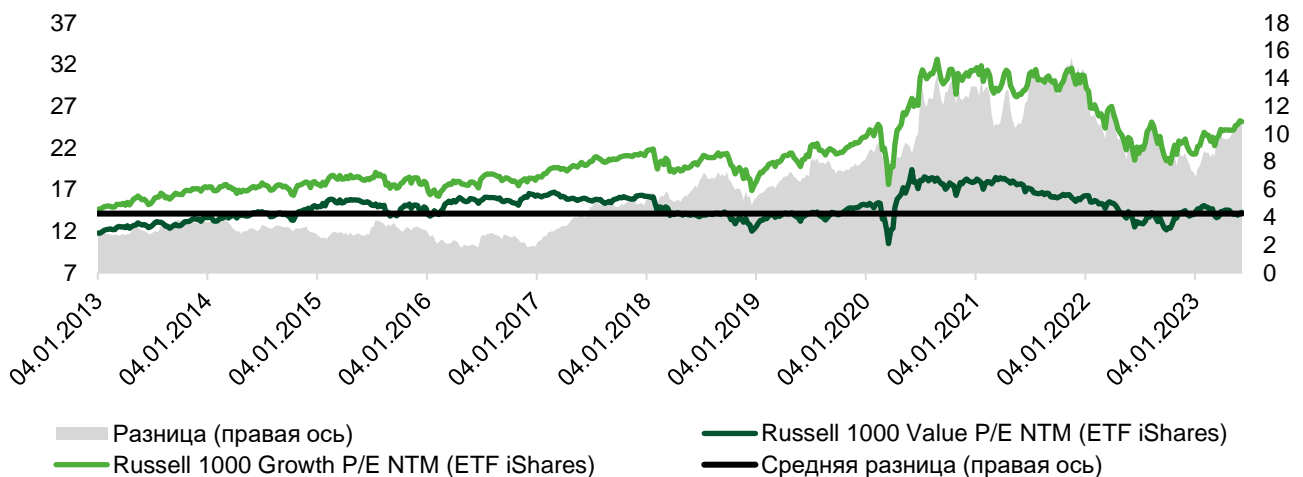
Динамика премии за риск



Источник: FactSet, расчеты Freedom Broker.

Разрыв оценок между факторами «роста» и «стоимости» – одно из слагаемых высоких оценок рынка. После периода сокращения разрыва между факторами с начала года наблюдается обратная динамика. В результате разрыв оценок достиг отметки 10. Это обусловлено и ранее обозначенным риском концентрации, и агрессивным притоком средств в акции, связанные с темой ИИ. Разрыв оценок технологического сектора и S&P 500 и вовсе достиг максимумов 2020-го года (подробнее о технологическом секторе ниже). Это может привести к коррекции как в ИТ-секторе, так и на рынке в целом. Ранее мы отмечали зависимость между снижением доли топовых компаний по капитализации и сжатием рыночных мультипликаторов.

Динамика мультипликатора P/E NTM факторов роста и стоимости



Источник: FactSet, расчеты Freedom Broker

Анализ по секторам

Технологический сектор (вью негативное)

Ситуация во II квартале. ИТ-сектор показал один из лучших результатов в S&P 500, прибавив 9,2%, и стал одним из ключевых факторов роста широкого рынка на 3,9% (по состоянию на 7 июня 2023-го.). Ключевыми драйверами роста для акций сегмента были ажиотаж вокруг тематики ИИ, рост маржи бизнеса, динамика акций технологических гигантов, а также общее risk-on настроение на рынке, в том числе на фоне достижения соглашения по потолку госдолга. Премия по мультипликаторам ИТ-сектора относительно S&P 500 с начала года продолжает расти, усиливаемая ИИ-тематикой и ставкой инвесторов на крупнейшие технологические компании. Текущий уровень премии по P/E NTM уже существенно превышает среднеисторические значения, достигнув отметки 6,6x и приближаясь к пиковым значениям конца 2021 года. «Раздутость» оценки технологических компаний также хорошо видна в отношении соотношения между Nasdaq 100 и Russell 2000, которое достигло уровней пузыря доткомов 2000 годов. Ставка ФРС составляет 5,25%, причем вероятность ее дополнительного повышения существенно выше шансов на снижение. Такой ситуации со ставками не было с 2007 года, когда P/E NTM технологического сектора был около 18,5x, то есть на 28% ниже текущих уровней. Тем не менее стоит отметить, что в прошедшем квартале наблюдался «широкий» рост многих сегментов и сохранение сильного импульса за исключением компаний Communications Equipment и IT services.

Что мы ожидаем. В прошедшем квартале мы не увидели ожидаемой коррекции мультипликаторов и мягкой рецессии. Эти события, на наш взгляд, отодвинулись на III–IV кварталы. При этом сохранение ажиотажа вокруг ИИ-тематики может не позволить стабилизироваться мультипликаторам ряда крупных бигтехов, что замедлит процесс коррекции оценок в технологическом секторе. Последний сезон отчетностей, несмотря на ажиотаж вокруг ИИ-тематики, привел к негативной переоценке перспектив роста выручки ИТ-сегмента против небольшого улучшения по рынку в целом. Так, за прошедший квартал прогнозные темпы роста выручки ИТ-сектора на 2023-й сократились на 1,3 п.п. против повышения гайденса по S&P 500 на 0,3 п.п. Вместе с тем изменение прогнозов EPS оказалось негативным в обоих случаях. Мы предполагаем, что в 2023-м ИТ-сегмент вряд ли сможет продемонстрировать рост выручки, а EPS прибавит не более 1%. В базовый сценарий мы закладываем мягкую рецессию с III квартала 2023-го по IV квартал 2024-го, что выразится в замедлении прогнозных темпов роста выручки и прибыли в экономике и приведет к снижению котировок большинства компаний уже в этом квартале. Вместе с этим мы ожидаем затухание в технологическом секторе спекулятивного компонента роста, связанного с ИИ-тематикой, что также окажет давление на стоимость связанных с этими технологиями компаний в ближайшем квартале. Вероятно, к концу года высокотехнологичный сектор подойдет с нормализованными мультипликаторами, обеспеченными коррекцией котировок и прояснением перспектив бизнеса на следующий год, который должен стать периодом восстановления многих сегментов рынка. Тем не менее IV квартал 2023 года может оказаться удачным моментом для долгосрочного входа в сектор после прохождения дна экономического цикла и коррекции уровней оценки.

В ключевых подсегментах рынка стоит отметить следующие тенденции:

Communications Equipment

- Циклическая природа сегмента выступает основным фактором риска для компаний подсектора ввиду ожидаемой мягкой рецессии с III квартала 2023-го по IV квартал 2024 года, несмотря на их довольно устойчивое финансовое положение. Тем не менее оценки подсектора находятся на адекватных уровнях, что ограничивает потенциал падения в ближайшем квартале.
- На среднесрочном горизонте подиндекс может демонстрировать близкую к широкому рынку динамику. В 2023-м можно ожидать повышения выручки сектора на 7–8% при росте EPS на 9–11% благодаря увеличению эффективности бизнеса и усилению спроса на высокоскоростное сетевое оборудование на фоне бума ИИ.

Software

- Подсегмент сохраняет перспективы роста выручки и маржи, хотя динамика объема новых контрактов/заказов замедляется, но бум ИИ и рост эффективности бизнеса оказывают поддержку сектору. В то же время высокий спекулятивный компонент вокруг темы ИИ должен будет сойти на нет, что позволит котировкам скорректироваться.
- Текущие оценки по мультипликаторам завышены. Наш базовый сценарий предполагает мягкую рецессию в США, что подразумевает дальнейшее замедление роста, сжатие мультипликаторов и оценок software-компаний в ближайший квартал. При этом к концу 2024 года на фоне ожидаемых высоких темпов роста выручки и EPS возможен возврат к более низким уровням (около 24x P/E NTM), который скорее будет обеспечен повышением EPS NTM, а не котировок.
- В 2023 году рост выручки подсегмента может составить 8–9% при увеличении EPS в пределах 10–11%, что отражает фокус эмитентов на усиление эффективности бизнеса в сложных макроусловиях и ожидаемое замедление экономики.

Semiconductors & Semiconductor Equipment

- Ралли в секторе на фоне ажиотажа вокруг ИИ продолжается. Его подогревают тезисы о прохождении дна и восстановлении баланса рынка в ключевых сегментах, а риски сегмента для инвесторов уходят на второй план. Более выраженное ослабление спроса на ключевых рынках (ПК, смартфоны, сервера), осложнение геополитической обстановки и охлаждение ИИ-тренда.
- Подсегмент имеет существенно завышенные оценки по мультипликаторам даже с учетом бума ИИ. Вероятно, котировки его представителей ждет коррекция в ближайший квартал. Спекулятивный компонент, который сильно ускорил рост котировок, также должен сойти на нет, остудив ажиотаж инвесторов.
- Инвесторы ожидают восстановление сегментов потребительской электроники во второй половине года, но с учетом ожидаемой мягкой рецессии этот процесс может затянуться и поставить на паузу рост котировок подсегмента до конца года. По нашим оценкам, выручка в подсекторе может упасть на 3–4% при снижении EPS на 10–11%.

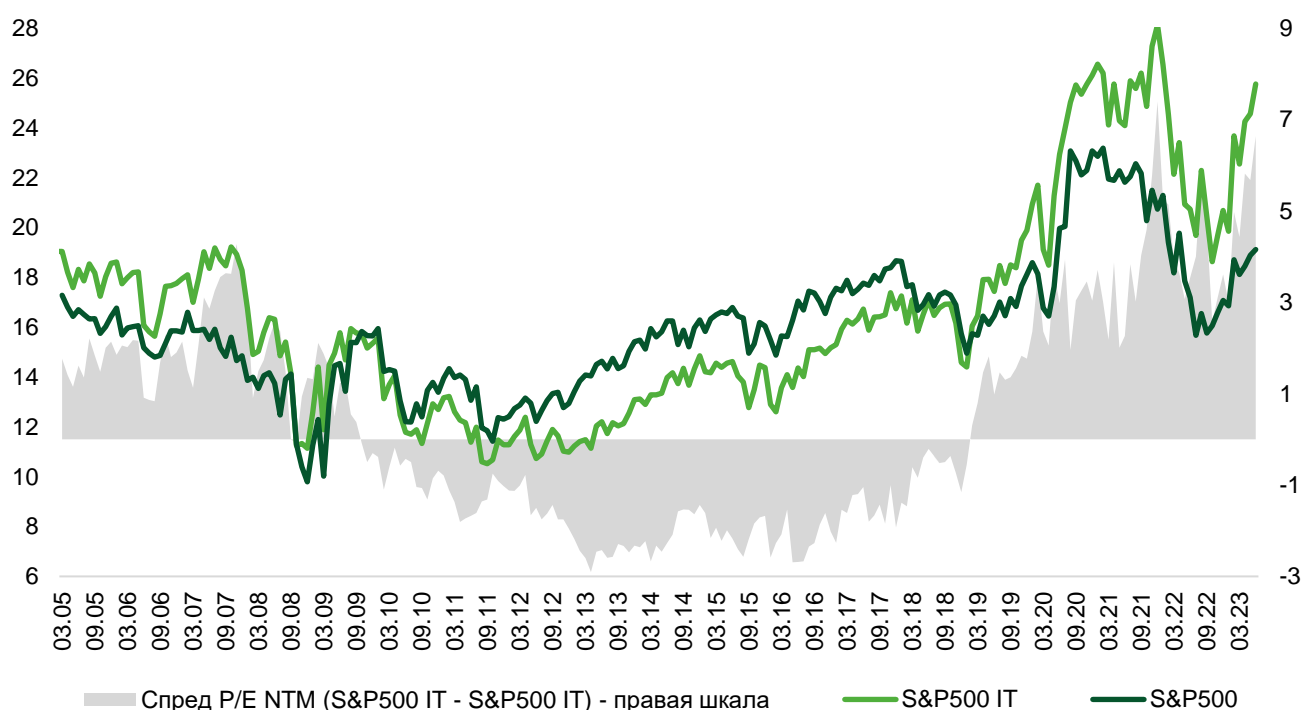
Technology Hardware Storage & Peripherals.

- Сегмент сильно зависит от общего замедления экономики и ослабления спроса на ПК, смартфоны и другую электронику. Процесс восстановления спроса оказался более медленным, чем ожидалось, в том числе ввиду слабого вклада открывшейся после локдаунов китайской экономики. При этом ключевая компания подиндекса Apple на фоне других участников выглядит достаточно сильно, но торгуется с существенной премией к рынку и своим историческим значениям, что ставит под вопрос устойчивость ее котировок.
- Текущие уровни мультипликаторов всего сектора также говорят в пользу коррекции оценок вниз в обозримой перспективе, и мягкая рецессия в США, которая, по нашим оценкам, продлится ближайшие три квартала не позволит котировкам достигнуть текущих уровней. Мы ожидаем, что сегмент аппаратных продуктов в 2023 году покажет падение выручки и EPS на 2–3%.

Тактическое и стратегическое позиционирование по подсегментам ИТ-сектора:

Подсектор	Тикер	Динамика с начала года, %	Динамика за квартал, %	Тактический взгляд	Стратегический взгляд
S&P 500	SP50	11,1%	3,9%	-	-
S&P 500 Information Technology	99900701	32,7%	9,2%	-1	-1
Communications Equipment	99900741	7,2%	-4,8%	0	0
Technology Hardware, Storage & Peripherals	99900753	35,9%	7,6%	-1	0
Semiconductors & Semiconductor Equipment	99900778	55,5%	14,5%	-1	-1
Software	99900725	32,3%	9,8%	-1	-1
Consumer Staples Distribution & Retail	99900421	18,3%	8,9%	-1	0

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



Источник: FactSet, расчеты Freedom Broker

Коммуникационный сектор (вью нейтральное)

Сектор коммуникационных услуг (XLC ETF) в течение II квартала продолжил уверенно отыгрывать потери 2022 года. По состоянию на 8 июня он прибавил 9% с начала квартала и 32% с начала года. Это делает его одним из лидеров роста в S&P 500. Локомотивами восходящего движения стали акции Alphabet (GOOGL) и Meta Platforms* (META), которые с начала второго квартала прибавили 18% и 25% соответственно. Акции этих корпораций получили позитивный драйвер в виде всплеска интереса инвесторов к теме ИИ. Заметим, что на бумаги GOOGL/GOOG и META в настоящий момент приходится 52% от всего XLC ETF.

По итогам II квартала 2023 года секторальная EPS упала на 13%, так как маржинальность чистой прибыли снизилась с 12,2% до 10,4%. Впрочем, результаты компаний оказались лучше более пессимистичных ожиданий и послужили значимой поддержкой для динамики сектора в целом. Наиболее важным позитивным фактором стало то, что рекламная выручка Alphabet и Meta превысила консенсус, отразив неожиданно более устойчивое состояние рынка рекламы. Потребительский спрос на развлечения и услуги связи замедляется, но выглядит достаточно уверенным.

В отличие от предыдущего сезона отчетов, в рамках которого всего 44% компаний в секторе превзошли консенсус-прогнозы по EPS, в этот раз показатель улучшился до 75%. Отметим, что на этом фоне за апрель-май инвесторы существенно повысили ожидания на весь 2023 год: ориентир по секторальному EPS была увеличен на 3,1% против небольшой прибавки 0,2% для S&P 500.

Значительную поддержку EPS продолжают оказывать масштабные меры, направленные на снижение расходов, включая сокращение штата и значительное замедление темпов найма у Meta и Alphabet. Disney, помимо сокращения штата примерно на 4%, планирует урезать контентные расходы, хотя это произойдет скорее в следующем году.

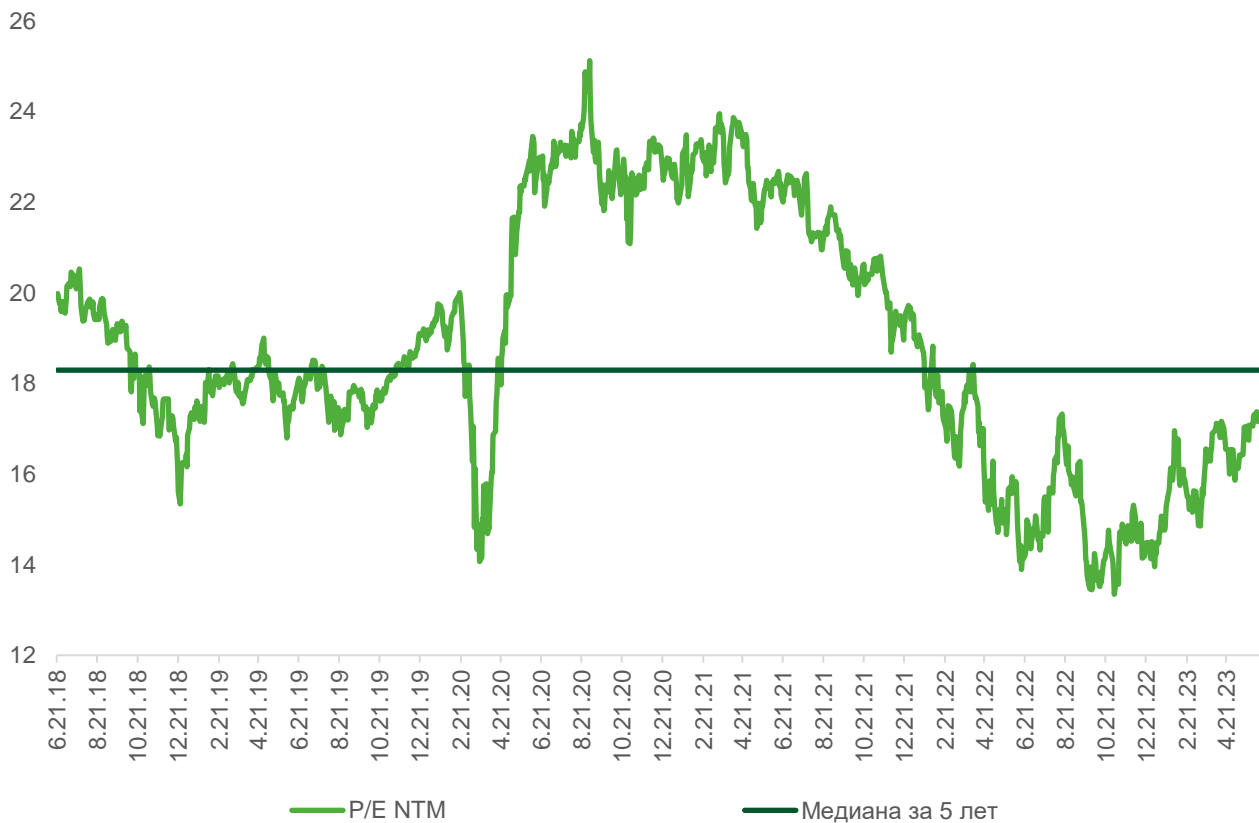
Ключевые индустриальные тренды, которые будут приковывать к себе внимание во второй половине 2023 года:

- Внедрение и начало монетизации технологий ИИ. 10 мая Alphabet успешно провела конференцию Google I/O, где представила свою стратегию развития в области генеративного ИИ. Alphabet и Meta имеют достаточные вычислительные мощности, большие объемы данных и многомиллиардную аудиторию, для того чтобы в долгосрочной перспективе оказаться в числе основных бенефициаров развития ИИ. Можем предположить, что главным позитивным эффектом применения новых технологий в секторе станет еще более таргетированная реклама, стоимость которой будет расти в долгосрочной перспективе.
- Реклама в стриминг-сервисах. Ключевые игроки рынка видеостриминга запустили подписки с показом рекламы, чтобы увеличить общую выручку. В обозримом будущем рекламные доходы будут несущественными, но инвесторы будут следить за данными, чтобы оценить долгосрочный потенциал нового источника выручки.

- Слабость ТВ-рекламы. По итогам первого квартала мы получили подтверждение того, что этот сегмент рынка находится под давлением из-за снижения аудитории телеканалов. Макроэкономические проблемы могут ускорить переток бюджетов на платформы с потенциально более высоким ROI (стриминг, соцсети и т.д.).

Полагаем, что с тактической точки зрения инвесторам стоит зафиксировать часть позиций после ралли. Траектория роста выручки ключевых представителей сектора (GOOGL, META) может быть подвержена второй волне негативного пересмотра на фоне замедления экономики и потенциальной рецессии в США. Мы подчеркиваем это как основной риск. В то же время форвардные мультипликаторы XLC ETF все еще предоставляют некоторую поддержку, поэтому прогноз на III квартал нейтральный. Мультипликатор P/E NTM поднялся до 17,2х, но это значение все еще ниже пятилетней медианы, равной 18,3х.

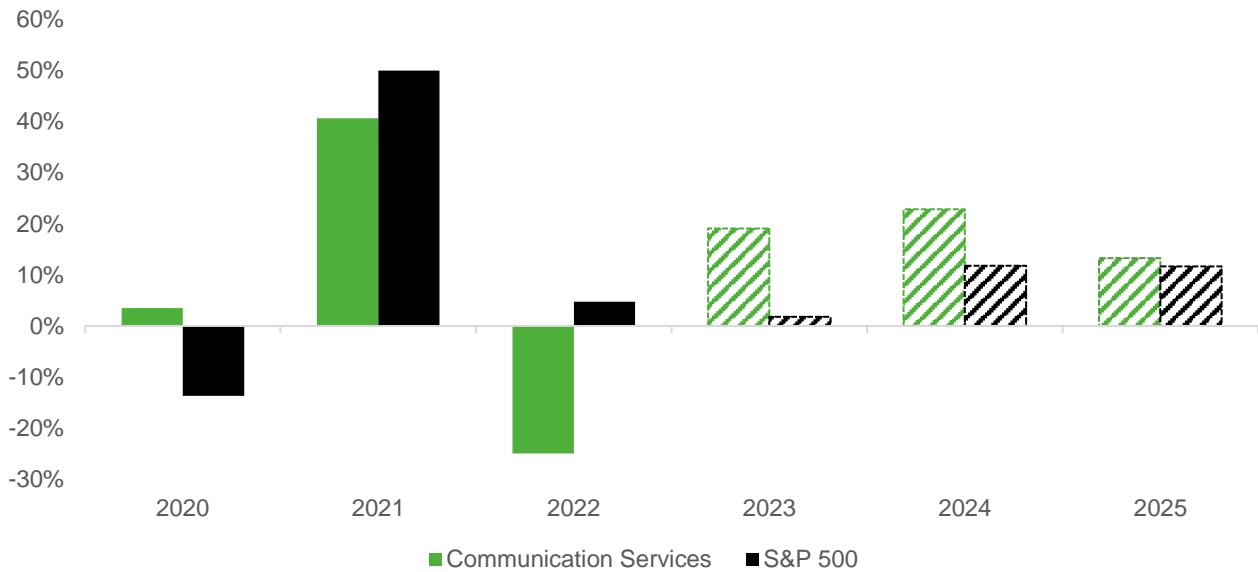
Форвардный мультипликатор P/E для сектора Communication Services



Источник: FactSet

Взгляд по сектору до конца 2023 года меняем с позитивного на нейтральный, исходя, в частности, из рисков дополнительного пересмотра финпоказателей при наступлении рецессии и с учетом роста котировок XLC на 32% с начала года. Мы воздерживаемся от негативного взгляда по сектору, так как ожидаемый рост EPS сектора в 2023–2024 годах заметно превосходит аналогичный показатель S&P 500, и умеренная рецессия в США вряд ли сможет нивелировать это превосходство. Подчеркнем, что многолетние перспективы сектора теперь выглядят более впечатляющими, чем в прошлом квартале, так как включают потенциально весомый вклад генеративного ИИ.

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



Источник: FactSet

Таким образом, в перспективе 3–6 месяцев мы склонны ожидать боковое движение, но на более долгосрочном горизонте продолжаем видеть привлекательные возможности для инвесторов.

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

Здравоохранение (вью позитивное)

Итоги II квартала 2023-го. В минувшем квартале акции сектора здравоохранения отставали от широкого рынка. На 8 июня индустриальный подиндекс в S&P 500 демонстрировал околонулевую динамику с начала II квартала (-0,55%), в то время как сам бенчмарк за тот же период поднялся на 3,85%. Под давлением оказался сектор биотехнологий (-9,37%), представленный преимущественно крупными компаниями, из-за специфичных для отдельных корпораций новостей. Общим фактором давления стала новость о намерении ФТК заблокировать поглощение Horizon (HZNP) со стороны Amgen (AMGN), что нехарактерно для сегмента. Позитив наблюдался в сегментах фармацевтики (+4,33%) после коррекции в I квартале, а также у провайдеров медуслуг (+2,17%) на фоне утверждения благоприятных ставок Medicare Advantage на 2024 год. Сегмент медицинских устройств также демонстрировал положительную динамику (+1,44%): квартальные отчеты оказались лучше ожиданий (ISRG, ABT), но крупные игроки (MDT) сохранили здоровый консерватизм в прогнозах.

Ожидания на III квартал 2023-го. Ожидания уверенного восстановления объемов процедур и операций в **сегменте медоборудования** оправдались в отчетах за январь-март. Мы не ожидаем, что спрос на процедуры до конца года ослабнет, что поддержит рентабельность

компании на фоне увеличения процентных расходов по отношению к долгу. Однако внимание инвесторов может переключиться на факторы макроэкономического давления. Менеджмент сохранил консерватизм в годовых прогнозах (MDT), отметив возможное давление на спрос со стороны больниц на обновление оборудования, а также волатильность валютных курсов. Сохраняем нейтральный взгляд на сегмент на предстоящий квартал и до конца года, принимая во внимание риск умеренной рецессии, предусмотренный нашим базовым сценарием.

Среднее отношение процентных расходов к совокупному долгу в сегментах сектора здравоохранения в S&P 500

	Медоборудование	Фармацевтика	Провайдеры медуслуг	Биотехнологии
Q1'22	0,63%	0,76%	0,76%	0,97%
Q1'23	0,82%	0,89%	0,98%	0,98%
Изменение	30,9%	16,0%	28,6%	0,2%

Среднее отношение процентных расходов к выручке в сегментах сектора здравоохранения в S&P 500

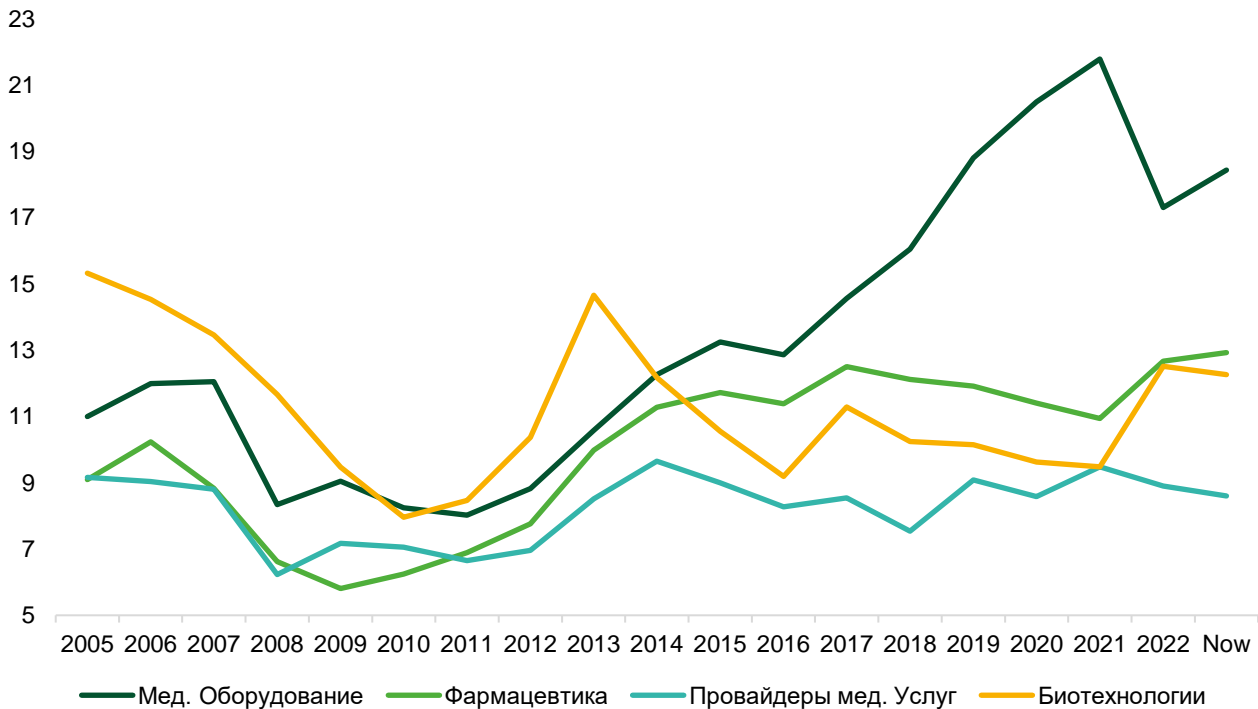
	Медоборудование	Фармацевтика	Провайдеры медуслуг	Биотехнологии
Q1'22 LTM	1,70%	2,50%	0,80%	2,06%
Q1'23 LTM	1,77%	2,88%	0,94%	2,28%
Изменение	4,5%	15,3%	16,5%	10,9%

Сегмент фармацевтики торгуется вблизи исторически максимальных оценок. В сентябре 2023-го будет определен список из 10 препаратов, цены на которые компании будут согласовывать с Medicare. В зоне риска препараты Eliquis и Revlimid от Bristol Myers Squibb (BMY), Xarelto от Johnson & Johnson (JNJ), Trulicity от Eli Lilly (LLY) и Januvia от Merck (MRK). Рекомендуем сократить позиции в указанных акциях. Баланс рисков в сегменте на III квартал негативный. При этом рекомендуем присмотреться к отдельным именам, таким как Pfizer (PFE), препараты которых не попадают в топ-10-15 по расходам Medicare. Риск ценового регулирования может коснуться и старых препаратов крупных биотехнологических компаний (ABBV), однако в целом в **сегменте биотехов** этот риск ниже. Биотехнологический сегмент демонстрирует нетипичный дисконт к фармацевтике, что создает возможности для входа в позиции по скорректированным акциям (AMGN). Мы ожидаем нормализации оценок в III квартале. Баланс рисков в сегменте нейтральный.

Перспективы продолжения роста выручки в **сегменте медицинских услуг** была поддержана лучшими, чем ожидалось, утвержденными ставками Medicare Advantage. С конца I квартала инвесторы улучшили ожидания по росту EPS в 2023-м с 6,65%, до 6,9%. При этом сегмент испытывает наибольшее в секторе давление на рентабельность из-за повышения ставок, которое может усиливаться в течение года (UNH). Сегмент торгуется вблизи средних значений за

последние 10 лет. Ожидаем более умеренную динамику этого низкорискового сегмента по сравнению с широким рынком в случае реализации сценария рецессии. Баланс рисков нейтральный.

EV/EBITDA NTM



Источник: FactSet

Финансовый сектор (вью нейтральное)

По итогам I квартала Financial стал вторым среди индустрий S&P 500 по темпам роста выручки (+11,4% г/г) за счет вклада банковского сектора и компаний потребительских финансов. Ключевым драйвером стало опережающее увеличение процентных доходов за счет повышения ставки ФРС. Тем не менее динамика секторального XLF ETF была одной из наиболее слабых в S&P 500: с начала марта котировки опустились 6,9% при росте индекса широкого рынка на 8,6%. Фактором давления на котировки стали банкротства трех крупнейших региональных банков: Silicon Valley Bank, Signature Bank и First Republic Bank – и падение доверия инвесторов к компаниям банковской индустрии в условиях стресса. Помимо ухудшения ситуации в секторе региональных банков пересмотр прогноза доходов финансовых компаний обусловило замедление экономической активности и все еще неблагоприятная для инвестиционного бизнеса обстановка на рынке. Ориентир в отношении годового роста EPS сектора Financial на текущий год был понижен с 9,2%, до 8,3%. Сохраняем нейтральный взгляд на краткосрочные перспективы сектора. Отметим основные тенденции в подсегментах:

- **Diversified & Investment Banking.** По итогам I квартала компании сектора смогли достичь рекордной прибыли, которая увеличилась на 11,5% кв/кв. Однако основным драйвером роста стали непроцентные доходы крупных игроков вследствие приобретений

активов обанкротившихся банков. Без учета этого фактора прибыль практически не изменилась в сравнении с IV кварталом, хотя и остается выше уровня прошлого года на 13,8%. Полагаем, что динамика процентной маржи в II–III кварталах будет слабой. Во-первых, повышение депозитных бета (разницы между депозитными ставками и ставкой по федеральным фондам ФРС) и смещение структуры вкладов в пользу срочных процентных повышает стоимость фондирования. Во-вторых, более высокий уровень ставок и ужесточение стандартов кредитования уже замедляет рост заимствований. В-третьих, ожидается дальнейшая нормализация доли просроченных займов до уровней 2019 года и увеличение кредитных убытков. При этом с наибольшим давлением на маржу и ликвидность столкнутся банки регионального уровня, доходы которых в большей степени зависят от депозитной базы и кредитования коммерческого сектора. Крупные банки, имеющие более диверсифицированные источники финансирования и большой запас ликвидности, не прибегают к агрессивной политике повышения депозитных ставок и ограничения объемов кредитования. В целом ожидаем, что сектор крупнейших банков продемонстрирует рост EPS на 10–12% по итогам года после падения на 20% в 2022-м. Доходы инвестбанкинга продолжают оставаться под давлением в течение следующих 6–9 месяцев в силу неблагоприятных рыночных и экономических условий. Хотя менеджмент начинает отмечать признаки восстановления интереса к выпуску ценных бумаг и проведению IPO, а также рост числа сделок M&A, мы не ожидаем оживления роста выручки в инвестиционно-банковском бизнесе до конца года. В то же время в сегменте управления активами отмечается возобновление притока средств инвесторов, и в долгосрочной перспективе компании могут восстановить годовой рост прибыли в этом направлении.

Крупные банки смогли повысить уровни достаточности капитала в начале года, что позволяет продолжить возврат капитала акционерам посредством buy back и дивидендов. Однако ожидаемое ужесточение нормативных требований к уровням капитала после стресса в индустрии потребует консервативной политики дивидендов и выкупа акций.

- **Exchange Industry.** Данные торгов за апрель-май отражают сохраняющийся спрос на деривативы в условиях повышенной волатильности на финансовых рынках. Полагаем, что биржевые операторы CME и CBOE во II–III кварталах продолжат выигрывать за счет повышенного интереса к производным на процентные ставки и фондовые индексы в силу макроэкономической неопределенности. В III–IV квартале ожидаем восстановления активности сделок на рынках commodities. С учетом высоких прошлогодних темпов роста выручки прогнозируем его замедление до 7–8% г/г в 2023-м.
- **Payment Solutions & Fintech.** Полагаем, что в краткосрочной перспективе годовой рост выручки продолжится за счет восстановления спроса на услуги и международные поездки, тогда как высокая инфляция продолжит поддерживать увеличение объемов платежей. Тем не менее ввиду замедления потребительских расходов из-за меньших налоговых вычетов, ослабления импульса со стороны зарплат и условий занятости ожидаем замедления годового роста выручки с 20% в прошлом году до 8–10%. Такие платежные гиганты, как Visa (V) и Mastercard (MA), способны сохранять сильный операционный leverage и маржинальность чистой прибыли вблизи 40%, в том числе за счет низкой

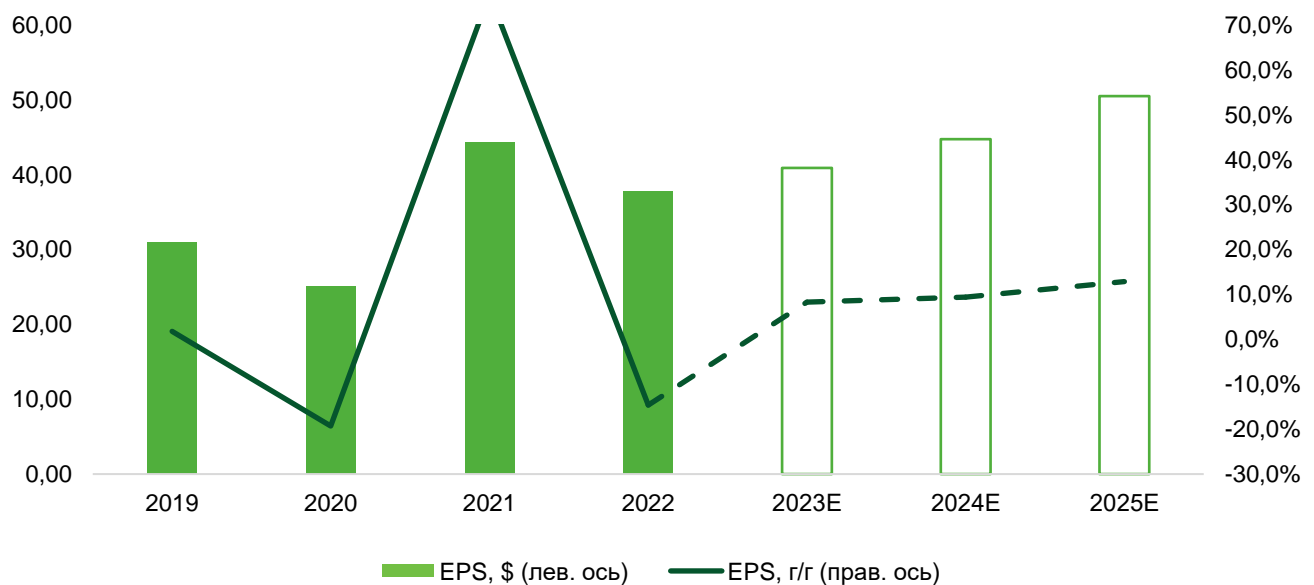
долговой нагрузки и отсутствия экспозиции на кредитные риски клиентов. American Express (AXP), в свою очередь, получает поддержку за счет ориентированности на клиентов с более высоким уровнем доходов и более медленным ростом убытков по кредитам. С учетом этого ожидаем увеличения EPS подгруппы на 11% по итогам года. Финтех-компании, клиентская база которых ориентирована на дискреционные товары, испытают более значительное давление повышенных процентных ставок и замедления потребительских расходов. Высокая конкуренция в отрасли сдерживает рост объемов обрабатываемых платежей, что не позволяет ожидать восстановления операционной маржинальности до пиковых уровней 2021 года.

Показатели банковской индустрии



Источник: Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC)

Динамика и оценка EPS для сектора Financial



Источник: FactSet

Автопром (вью нейтральное)

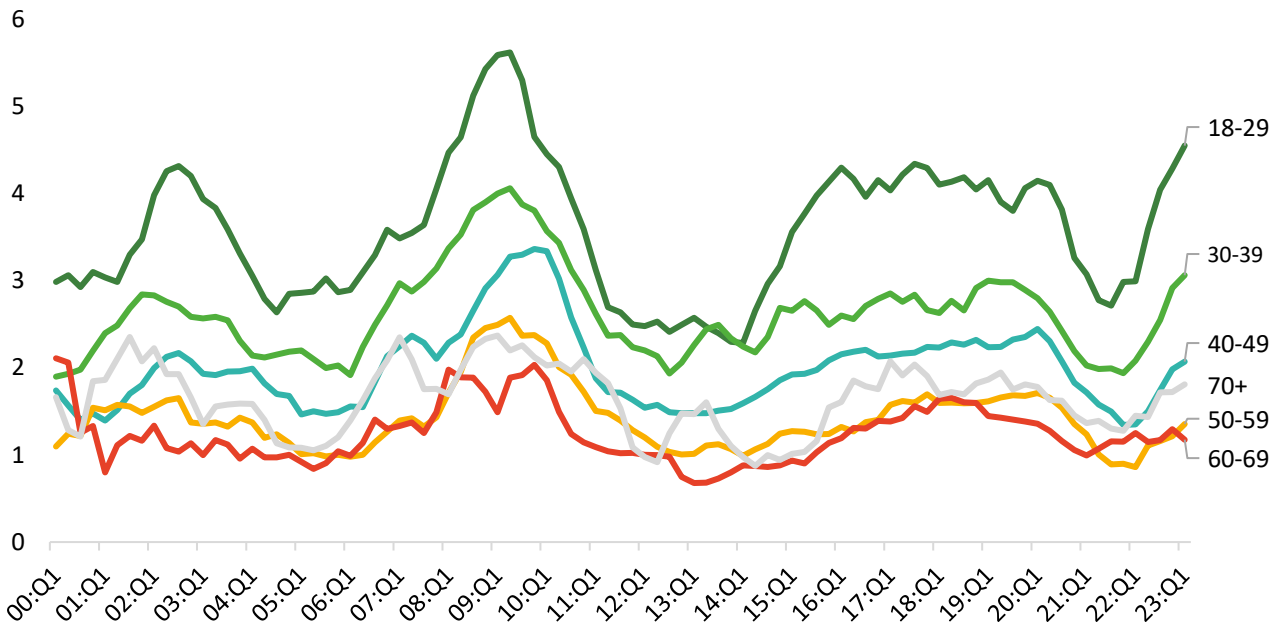
Продажи автопроизводителей в I квартале ожидаемо продолжили показывать признаки восстановления по сравнению с прошлым годом. Годовой показатель реализации легковых автомобилей в США с учетом сезонных колебаний (SAAR) в течение первого квартала находился на 7% выше, чем год назад. В совокупности с более высокой операционной маржинальностью в среднем по сравнению с IV кварталом прошлого года увеличение объема продаж позволило представителям сектора продемонстрировать финансовые результаты выше ожиданий.

II квартал остается сильным с точки зрения объемов продаж новых автомобилей: значения годового показателя продаж могут оказаться на уровне I квартала (15,2 млн). Цены на авто также остаются высокими. В среднем новый автомобиль в США в апреле и мае стоит около абсолютных максимумов за последние пять лет (\$48 тыс.). Рост запасов автопроизводителей, похоже, позволил удовлетворить отложенный спрос, так как в продаже стало больше разнообразных моделей, недоступных ранее из-за проблем в производстве.

Ближе к концу третьего квартала мы ожидаем прекращения влияния фактора отложенного спроса. Также по мере уменьшения накоплений у потребителей и ослабления рынка труда предполагаем снижение цен на автомобили во втором полугодии. Дополнительным фактором ослабления спроса выступает рост ставок. Увеличение продаж авто на фоне рекордных месячных средних платежей по автокредитам, которые приближаются к \$800, представляется нам временным фактором. Согласно последнему отчету ФРБ Нью-Йорка, 4,6% заемщиков по автокредитам в США в возрасте до 30 лет просрочили платеж по кредиту более чем на 90 дней в I квартале, что соизмеримо со значениями того же периода 2008 года. Рост стоимости обслуживания автокредитов, как мы видим, уже приводит к увеличению объема просрочки у потребителей, создавая для них риски дальнейшего ужесточения условий выдачи новых займов.

По итогам текущего квартала мы ожидаем роста выручки в среднем по сектору автопроизводителей на 12% г/г, но по итогам нынешнего года продажи могут остаться на уровне прошлого. Чистая прибыль за этот квартал способна подняться на 3% г/г с учетом низкой базы прошлого года, когда некоторым автоконцернам приходилось временно приостанавливать производство. Текущие невысокие уровни мультипликаторов сектора (медианная оценка: 5 прогнозных годовых прибылей 2023 года) отражают ожидание снижения прибыли сектора в ближайшие годы, в том числе из-за повышенных затрат на трансформацию производства под массовый выпуск электромобилей. Финансовые результаты за II квартал вряд ли в среднем приведут к росту акций автопроизводителей в предстоящие несколько месяцев. Прибыли могут оказаться выше консенсус-прогнозов, но основное внимание инвесторов будет сосредоточено на прогнозах менеджмента на второе полугодие. До конца года мы ожидаем скорее снижения бумаг автопроизводителей. Среди акций компаний, которые могут показать положительную динамику, можно отметить General Motors Company (GM). Автогигант вернулся к активному наращиванию продаж электромобилей, выйдя по итогам прошлого квартала на второе место в США по поставкам EV. Рост выручки компании соответствует ее амбициозному прогнозу, предполагающему повышение объема продаж на 12% г/г до 2025 года.

**Доля автокредитов, просроченных более чем на 90 дней в США
(по возрастным категориям кредиторов)**



Источники: FactSet, Cox Automotive, Federal Reserve Bank of New York

Возобновляемая энергия (вью нейтральное)

I квартал текущего года оказался непростым для сектора альтернативной энергетики США. Задержки в реализации энергетических проектов из-за перестройки цепочек поставок и сложностей при импорте необходимого для них оборудования продолжили оказывать давление на все сегменты индустрии. За первые три месяца 2023 года в США было установлено 4,07 ГВт коммунальных мощностей, а это на треть меньше, чем годом ранее. Сегмент ветровых установок показал сокращение на 50% г/г в мощностном эквиваленте. Объем установок новых накопителей и солнечных систем в коммунальном сегменте снизился на 32% и 23% г/г соответственно.

Уменьшение объемов новых мощностей не повлияло на динамику проектов, находящихся на стадии разработки. Количество заявленных проектов выросло на 11% г/г, более половины из них относятся к сегменту солнечной энергетики. Результаты относящихся к нему компаний за I квартал оказались в среднем лучше ожиданий. В то же время динамику акций определяло главным образом переосмысление участниками рынка стратегических позиций предприятий.

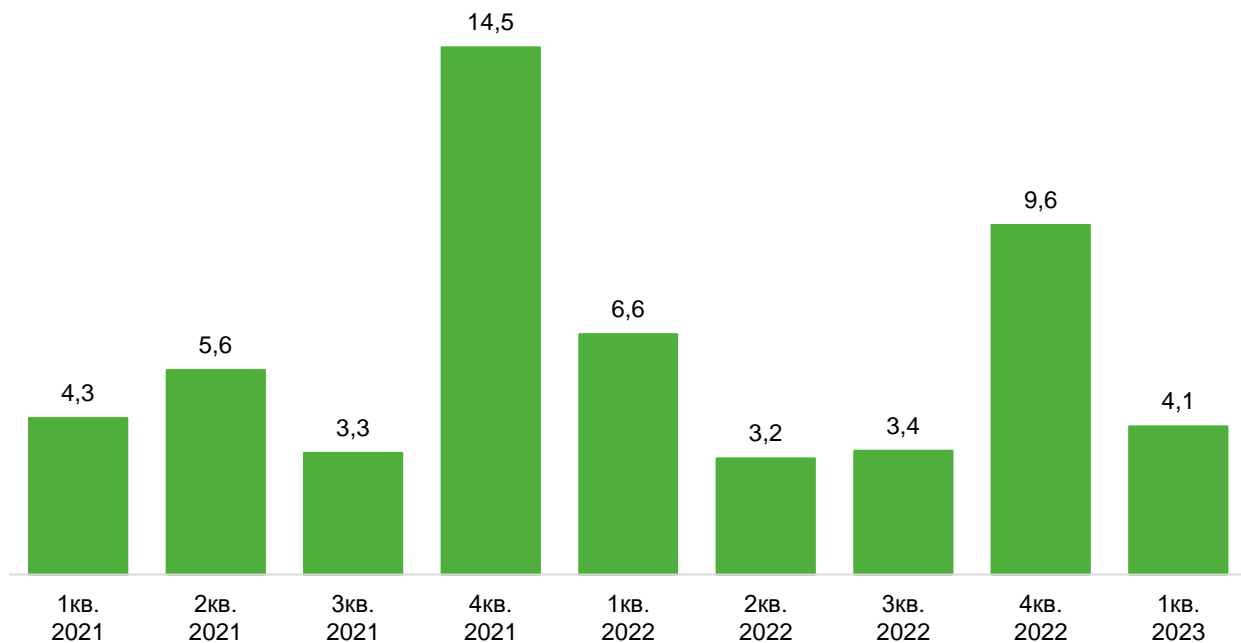
В соответствии с наметившимся трендом акции компаний, которые имеют собственное производство в США, пользуются большим спросом, а бумаги эмитентов, которые ориентируются на импорт комплектующих или контрактное производство за пределами внутреннего рынка, показывают снижение. Полагаем, что в предстоящем квартале «отстающие» акции могут показать позитивную динамику. Причиной тому может стать снижение неопределенности. Мы видим, что вето президента относительно закона, вводящего тарифы на импорт солнечного оборудования в США, прошло через очередные выборы, также вышли пояснения минфина о том, что изделия, применяемые в энергетических проектах (панели, инверторы, трекеры), могут быть частично произведены за пределами страны. Данный фактор может привести к росту

акций компаний, производство продукции которых сосредоточено в Азии. В частности, акции Enphase Energy, Inc. (ENPH), которая производит свои микроинверторы не в США, могут оказаться среди лидеров в III квартале, учитывая текущие амбициозные планы по кратному наращиванию производства до конца года.

Во втором квартале продажи компаний сектора альтернативной энергетики могут показать рост более 36% г/г, в том числе за счет начала восстановления спроса на оборудование для коммунальных крупных проектов. Рост EBITDA в среднем по сектору может составить 50% г/г.

По мере формирования новых цепочек поставок валовая маржинальность компаний альтернативной энергетики скорее продолжит восстановление в текущем году, но вряд ли превысит значения 2021 года, так как проблемы цепочек поставок остаются. 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 по росту установок.

Установленные коммунальные мощности чистой энергии в США, ГВт



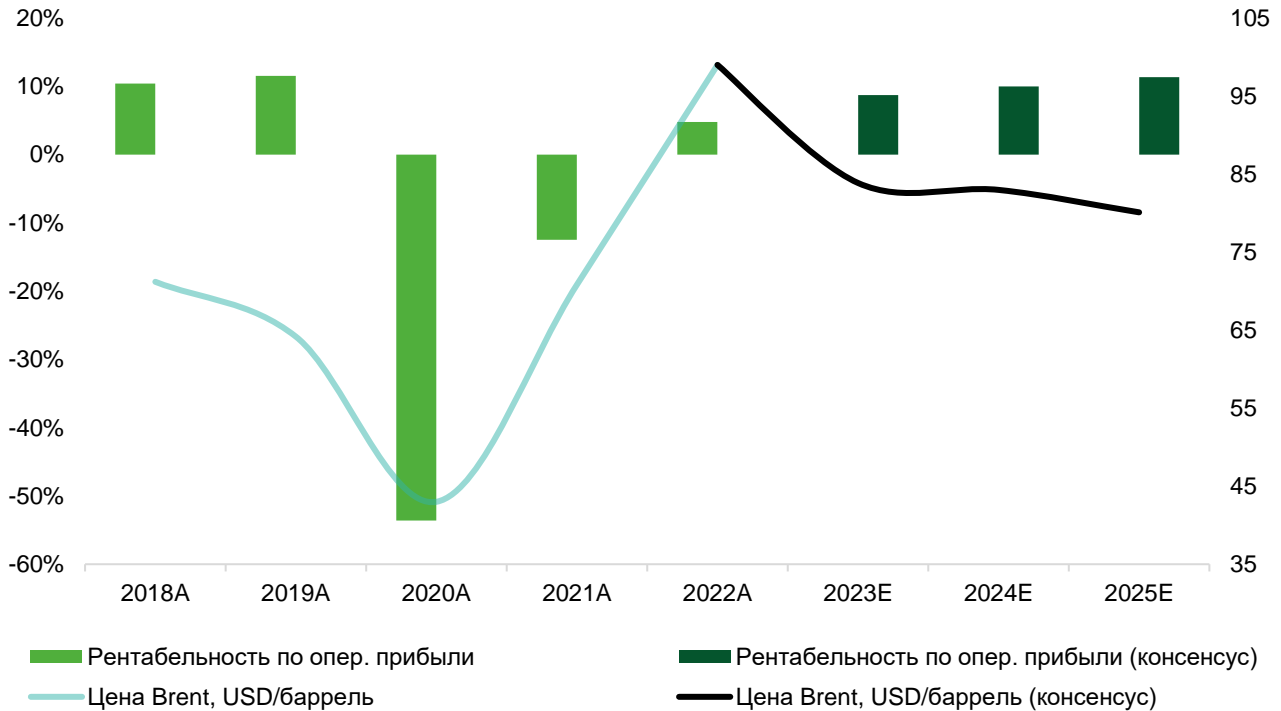
Источник: American Clean Power

Сектор промышленности (вью нейтральное)

Транспорт

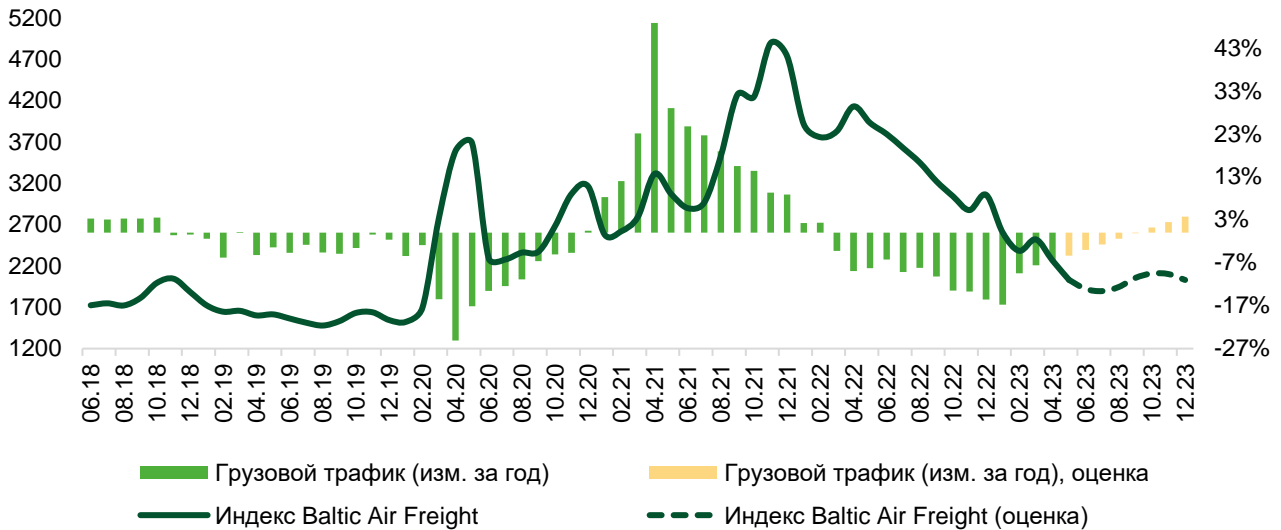
Авиакомпании во втором квартале находились под давлением сначала из-за проблем банковского сектора, а затем из-за неопределенности касательно потолка госдолга США. К этому списку добавились вопросы пересмотра зарплат пилотов, и это было достаточно резко отыграно акциями United Airlines (UAL) и American Airlines (AAL). Мы ожидаем, что сильный сезон будет благоприятствовать улучшению операционных показателей авиакомпаний, особенно тем, которые имеют значительную долю международных рейсов в расписании. Компании,

работающие преимущественно на внутреннем рынке, будут испытывать давление со стороны продолжения коррекции в ценах на перелеты внутри США. Однако в целом оценки выглядят вполне привлекательно: форвардный P/E в рамках отраслевого индекса FactSet составляет 6,7x (медиана за 10 лет – около 10x), форвардный EV/EBITDA равен 4,3x. (медиана за 10 лет – около 5,4x).



Источник: FactSet

В сегменте грузовых авиаперевозок ситуация сложнее. Во II квартале Baltic Airfreight Index продолжил падать, сигнализируя о сохраняющемся слабом спросе на фоне значительной пропускной способности. Мы считаем, что спотовые ставки приблизились ко дну: во II полугодии ожидается существенное замедление падения с переходом к нейтральной динамике. Однако заметный разворот тренда, прогнозируемый IATA, оценки которой мы считаем достаточно оптимистичными, на наш взгляд, маловероятен. Существенное замедление падения трафика и плавный переход в боковой тренд возможен из-за эффекта низкой базы. IATA рассчитывает, что по итогам 2023-го трафик уменьшится на 3,8% г/г (предыдущий ориентир +4,1% был пересмотрен в связи с изменением прогноза ВВП). При этом за первые четыре месяца 2023-го падение уже приблизилось к 10%, а в международном трафике компаний из США негативная динамика еще заметнее. По данным ISM, параметр объема экспортных заказов колеблется вокруг отметки 50 пунктов, что также не дает повода ожидать резкого восстановления перевозок. На основании этого мы предполагаем, что частичный возврат объемов произойдет в IV квартале, а в III квартале динамика перейдет в нейтральную зону. Форвардные мультипликаторы находятся на нейтральных уровнях: P/E равняется 14,7x против медианы за 10 лет 16,2x, EV/EBITDA составляет 8,8x против медианы за 10 лет 8,7x. Однако, по нашему мнению, в бумагах, входящих в отраслевой индекс FactSet, на данный момент баланс рисков выглядит достаточно хрупким.



Источник: FactSet, Refinitiv, IATA, оценка Freedom Broker

Капитальные товары

Представители оборонной промышленности оставались под давлением практически весь II квартал. Основной негатив был обусловлен дискуссией вокруг потолка госзаимствований. Некоторые консервативные республиканцы выступали за сокращение военных расходов, что привело к сокращению экспозиции инвесторов на данную отрасль. Однако, после того как закон, устанавливающий новые параметры госдолга, был принят, почти все акции из товарного субсектора показали рост. Однако мы по-прежнему нейтрально оцениваем перспективы компаний оборонной индустрии, так как она демонстрирует сокращение операционной рентабельности в связи с растущими расходами. При этом набор инструментов для оптимизации бизнеса сильно ограничен. Тенденцию к реструктуризации, которая наметилась в I полугодии (LMT и RTX объявили об изменении структуры сегментов), могут развить и другие компании с широкой специализацией. Текущие оценки все еще выглядят завышенными даже с учетом признаков тренда на увеличение диапазона, что подразумевает ограниченный потенциал роста в предстоящем квартале.

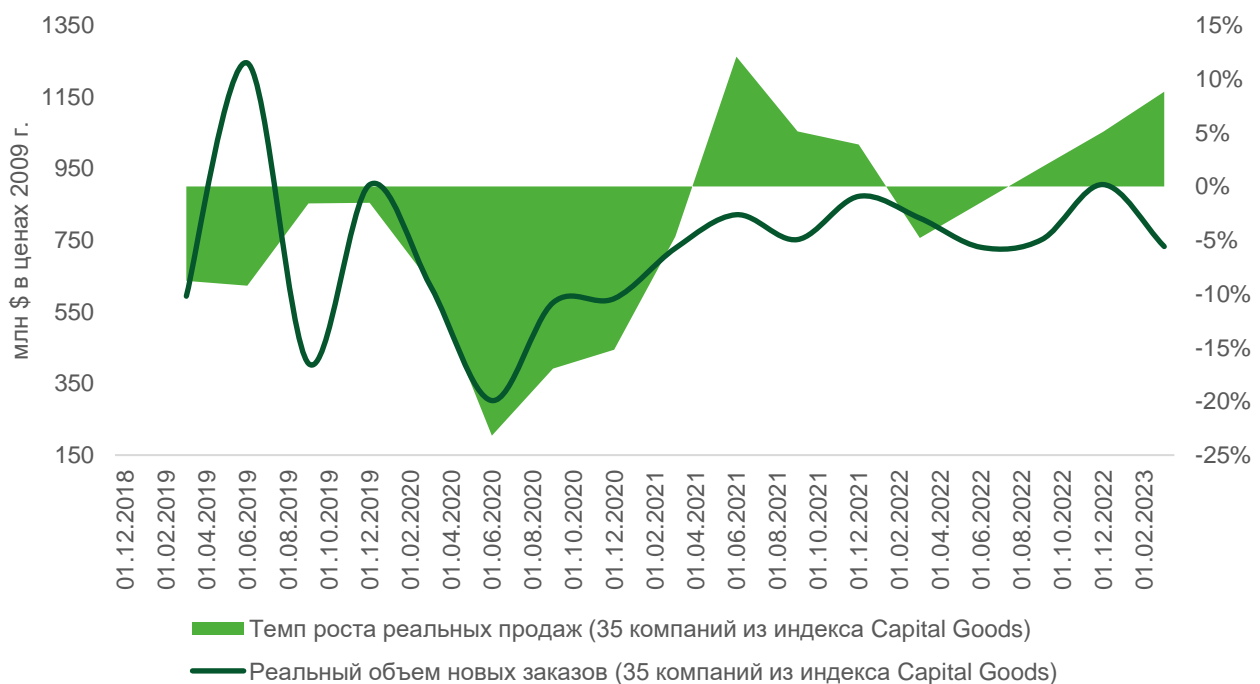


Источник: FactSet

Прочие компании из группы Capital Goods по тем же причинам, что и эмитенты оборонной индустрии, показывали преимущественно боковую динамику. На наш взгляд, это объясняется чрезмерной осторожностью инвесторов, ведь в Сенате не обсуждалось сокращение расходов на инфраструктуру. После объявления о достижении соглашения акции компаний сектора (помимо оборонных) показали существенный отскок вверх.

В выборке по компаниям, которые регулярно публикуют данные о совокупной стоимости невыполненных заказов, наблюдается боковая динамика реального прироста новых заказов, тем не менее они активно повышают цены на продукцию, за счет чего эффективность бизнеса в основном увеличивается. Предполагается, что постепенно рост цен и стоимости труда будет замедляться, и это не даст рентабельности значительно скорректироваться. Однако стоит ожидать сокращения производства: консенсус предполагает, что в предстоящем квартале индекс от ФРС покажет снижение в годовом выражении на 3,4%. При этом, как показывают наблюдения, ожидаемый показатель обычно оптимистичнее фактического. Занятость в машиностроительной отрасли и в производстве товаров длительного пользования в целом достигла пика 2019 года и перешла к незначительной коррекции, что дает основания рассчитывать на некоторое сокращение выпуска продукции в дальнейшем. Однако в отдельных отраслях, например в строительной, занятость продолжает расти, несмотря на ужесточение финусловий, и ожидается, что расходы на инфраструктурные проекты в реальном выражении превысят прошлогодний уровень. Это может поддержать производителей техники. Исходя из указанных предпосылок, значительное снижение продаж на сезонно скорректированной основе маловероятно, по крайней мере в следующие три месяца.

Оценки остаются на нейтральных уровнях, что ограничивает апсайд для субсектора в целом, однако обращаем внимание, что наиболее нейтральные оценки демонстрирует машиностроительный сегмент, а также дистрибьютерские компании.



Источник: Bloomberg, FactSet. Анализ Freedom Broker.

Сектор недвижимости

Текущее состояние сектора

- С начала года Green Street Commercial Property Price Index скорректировался на незначительные 1,56% и находится на уровне предпандемийного периода, что значительно ниже пиков 2022 года.
- Индекс полной доходности S&P United States REIT после серьезного падения в течение прошлого года на фоне стремительного повышения ставок с начала года демонстрирует нейтральную динамику.

Индекс	YTD	1 год	3 года	5 лет	10 лет
S&P United States REIT	4,38%	-6,01%	4,86%	4,81%	5,97%
S&P500	12,69%	6,15%	11,68%	11,02%	12,21%

- Медианный рост выручки по сопоставимым площадям замедлился с 5,6% в предыдущем квартале и 6,1% годом ранее до 5,2%. Лучше рынка выглядели индустриальные, жилищные и дата-центры, хуже – торговые и офисные помещения.
- Заполняемость площадей, которая не опускалась ниже 94% с 2015 года, за исключением 2020-го, когда она составляла 93,4%, снизилась до 93,5%.
- REIT хорошо подготовились к текущему циклу ужесточения ДКП. Они сохраняют комфортный уровень левериджа и преимущественно используют необеспеченный долг по фиксированным ставкам.

Динамика ставки капитализации недвижимости, доходности 10-летних казначейских нот и цен на недвижимость



Источники: данные NAREIT, Green Street, FactSet, расчеты аналитиков Freedom Broker

Ожидания на 2023 год. Фаворитом на фоне сильного спроса остается индустриальный сегмент, что приводит к повышению арендных ставок и хорошей заполняемости площадей. Дополнительный импульс придает высвобождение капитала в связи с охлаждением цен на другие элементы логистики, в особенности на морские перевозки. Основные участники сегмента повысили прогнозы на текущий год. Давление на сектор может оказать замедление экономики, повышенное предложение новых площадей, которое, по мнению участников рынка, лишь догоняет ранее возникший спрос.

На жилищные REIT негативное влияние оказывают ожидаемая рецессия, охлаждение рынка труда и ввод новых объектов на рынок, что будет давить на арендные ставки. По разным оценкам, доля вакантных помещений будет расти до 5,5–6% в 2023 году и стабилизируется на уровне 6,25% в 2024-м. Однако жесткие кредитные условия и высокая стоимость собственной недвижимости не будут способствовать переезду арендаторов. Участники рынка также отмечают защищенность доходов от инфляции в связи с краткосрочностью арендных контрактов.

По разным оценкам рынок обработки и хранения данных ожидает двузначный рост в ближайшие годы. В сегменте отмечается высокий спрос и положительная ценовая динамика цен в связи с повышенным вниманием к ИИ-технологиям и инвестициями в них. Однако общее расширение рынка обработки и хранения данных не ретранслируется в аналогичную динамику дата-центров, что приводит к более скромным темпам роста по сравнению другими сегментами REIT. Дата-центры высоко оценены по мультипликаторам.

В сегменте торговой недвижимости привлекательнее выглядят магазины «у дома» с учетом умеренного роста и инвестиционной активности на фоне падения стоимости недвижимости, что создает дополнительный апсайд в будущем. Аутсайдером выглядят региональные моллы на фоне изменения потребительских паттернов.

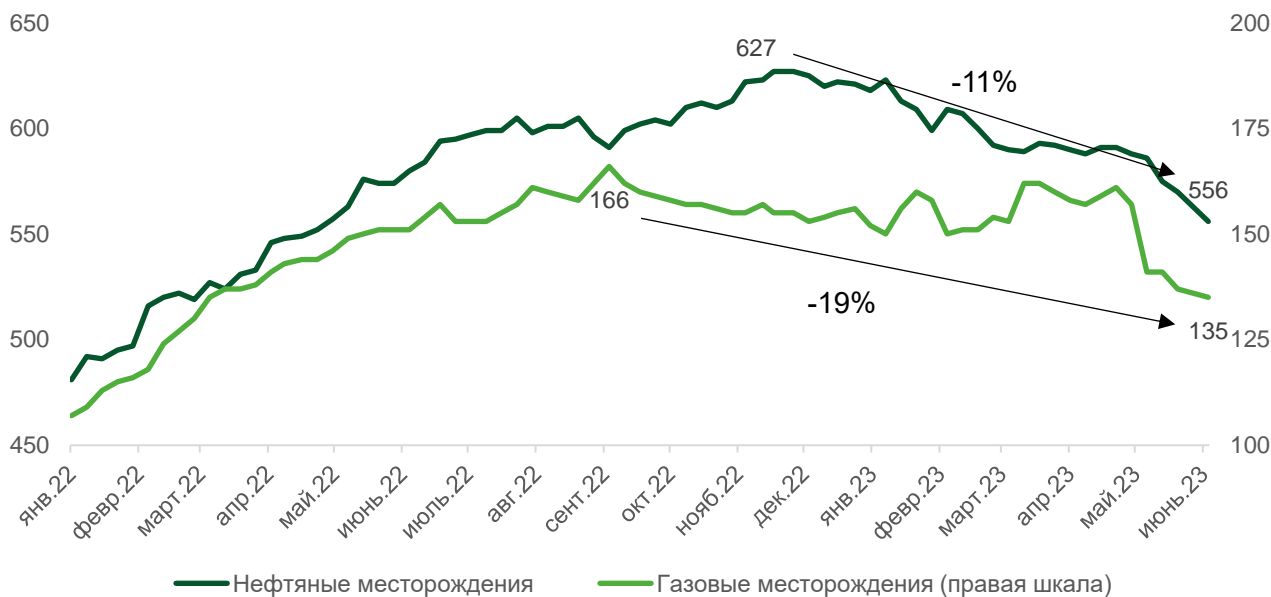
Ожидания приближающегося экономического спада и роста безработицы не добавляют оптимизма офисному сегменту, который страдает от постпандемного изменения режима работы сотрудников. Из позитивных моментов можно отметить планы компаний по возврату персонала в офисы и повышение их заполняемости в течение 2023 года, согласно исследованиям Nareit.

Энергетика (вью позитивное)

Ситуация во II квартале 2023 года. Период с апреля по июнь стал негативным для американского нефтегазового сектора из-за сезонного снижения спроса на углеводороды и кризиса в банковском секторе. Средние цены на нефть WTI сократились на 1,7% кв/кв, до \$74,7 по состоянию на 9 июня. По сравнению со средней ценой 2022 года котировки упали на 20,7%. Средние цены газа в США обвалились на 17,9% кв/кв, до \$2,3 за млн британских термальных единиц (БТЕ). К котировкам 2022 года падение составило 65,6%. По состоянию на 2 июня запасы газа в США превышали среднее пятилетнее значение на 16,1%. Заполненность газовых хранилищ в ЕС (основное направление экспорта американского СПГ) на 9 июня составляла 71,5% по сравнению с 50,8% годом ранее. Цены голубого топлива на крупнейшем европейском хабе TTF составляли \$10,1 за млн БТЕ (–90% к максимумам 2022 года).

Снижение стоимости нефти и газа привело к сокращению буровой активности в Штатах. С начала года (на 9 июня) количество активных установок на нефть снизилось на 10,1% (-11% к максимуму 2022 года), количество установок на газ сократилось на 13,5% (-18,7%).

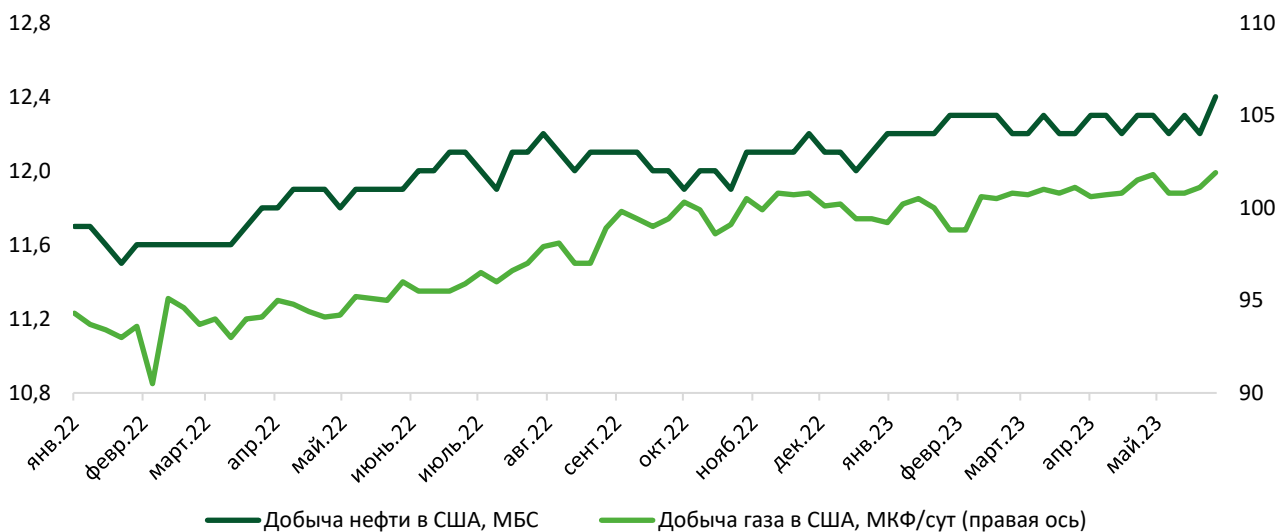
Количество работающих буровых установок в США



Источники: Baker Hughes, анализ Freedom Broker

Добыча нефти в США выросла на 0,3% кв/кв, до 12,3 млн баррелей в сутки (МБС). Добыча газа увеличилась на 0,9%, до 101 МКФ в сутки. Во втором квартале Минэнерго реализовало 18 млн баррелей (МБ) нефти из стратегических резервов, общие запасы (нефть плюс нефтепродукты) повысились на 12 млн баррелей (МБ). Чистый импорт нефти упал на 19% г/г. При этом чистый экспорт жидких углеводородов (нефть плюс нефтепродукты) составил 102 МБ за квартал.

Динамика добычи нефти и газа в США



Источники: Минэнерго США, анализ Freedom Broker

Средний объем реализации нефтепродуктов (на 2 июня) вырос на 0,3% к тому же периоду годом ранее. При этом продажи бензина увеличились на 1,7%, что говорит о повышении спроса со стороны частных автовладельцев. Чистый экспорт нефтепродуктов сократился на 3% г/г.

Объем продаж нефтепродуктов в США, МБС

25



Источники: Минэнерго США, анализ Freedom Broker

Слабые показатели рынка углеводородов привели к снижению секторального ETF XLE на 1,8% (закрытие 9 июня) с начала II квартала, до 81,33 пункта.

Прогноз на III квартал 2023 года. В июле-сентябре спрос на нефть, нефтепродукты и особенно газ является сезонно сильным из-за необходимости в кондиционировании помещений и высокого спроса на топливо в июле-августе (driving season). Минэнерго США ожидает роста потребления газа в США м/м на 6,7%, 7,9% и 1,2% в июне, июле и августе соответственно.

Рост спроса на нефть летом, сокращение добычи Саудовской Аравией в июле на 1 МБС и прекращение продаж сырья из стратегического резерва США (обеспечивали предложение в 0,3 МБС в среднем в апреле-июне) окажет поддержку ценам на нефть.

Рост спроса на фоне сокращения предложения может привести к повышению цен на углеводороды. Мы ожидаем увидеть максимальные отметки в июле на уровне \$86 по нефти марки WTI (+23% к ценам закрытия 9 июня) и \$3,5 за млн БТЕ газа (+55%).

Ожидаем позитивной динамики акций нефте- и газодобывающих компаний в III квартале благодаря повышению спроса и цен на углеводороды. Лучшую динамику могут показать компании малой капитализации. Рост цен на нефть и газ негативно отразится на показателях перерабатывающих компаний, что приведет к более скромному росту их бумаг.

Нефтесервисные компании, как и владельцы инфраструктуры по сбору и транспортировке углеводородов, также могут показать худшие результаты по сравнению с добывающей отраслью.

Давление на цены углеводородов и котировки акций нефтегазовых компаний может оказать снижение широкого рынка из-за изъятия ликвидности при размещении облигаций Минфином США, а также 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). В случае реализации кризисного сценария цены на газ могут опуститься ниже \$2 за млн БТЕ, котировки WTI могут упасть до \$65.

Товары первой необходимости (вью нейтральное)

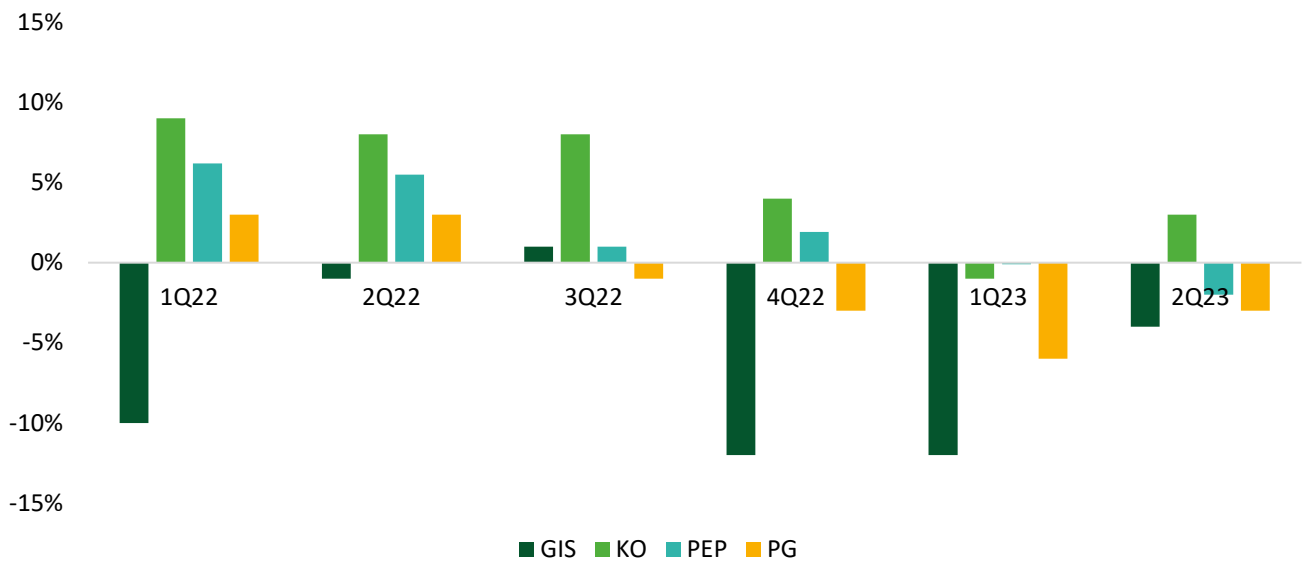
Сектор сейчас:

- Дисконтные ретейлеры, которые в период пандемии и ускорения инфляции были ключевыми бенефициарами, теперь оказались под давлением. Из-за смещения структуры продаж в сторону низкомаржинальных товаров повседневного потребления и продуктов питания страдает валовая и операционная маржа. Из-за сворачивания программ стимулирования, таких как SNAP, снижается трафик в магазинах и сокращаются сопоставимые продажи. Кроме того, некоторые участники рынка из-за высокой доли использования в операционной деятельности краткосрочных займов начали все больше ощущать на себе повышение процентных ставок. Ситуация с запасами значительно улучшилась, однако по-прежнему остается сложной.
- Производители фасованных продуктов, безалкогольных продуктов и товаров повседневного потребления продолжают поднимать отпускные цены, при этом мы наблюдаем общую тенденцию к сокращению товарных объемов, что объясняется как смещением спроса, например, на салфетки и другие средства личной гигиены из-за исчерпания фактора пандемии, так и потому, что рост цен приводит к сокращению расходов домохозяйств. Исключением является Coca-Cola (КО): благодаря специфике каналов продаж компания до сих пор испытывает влияние эффекта отложенного спроса.

Ожидания на 2023 год

- Мы полагаем, что малоформатные дискаунтеры во второй половине года будут ощущать давление на продажи и маржу, так их целевые потребители – домохозяйства с низким доходом – будут испытывать трудности с финансами из-за сокращения стимулирующих программ. Однако ожидаем, что ситуация выровняется в IV квартале, так как падение потребления после отмены стимулирующих программ неоднородно в различных штатах. В то же время крупноформатные ретейлеры могут выиграть от своего масштаба и от того, что структура их клиентов более диверсифицирована. Кроме того, им удастся привлекать домохозяйства с более высоким доходом.
- Мы думаем, что производители фасованных товаров, продуктов питания и товаров повседневной необходимости уже не на пике поднятия цен, в то же время товарные объемы будут показывать либо нулевую динамику, либо слабое сокращение. Это будет приводить к замедлению роста выручки и операционной прибыли компаний.
- Мы ожидаем незначительного роста EPS по сектору – в районе 1%.

Динамика товарных объемов, %



Источники: FactSet

Товары вторичной необходимости (вью негативное)

Сектор сейчас

- Экономия потребителей и избыточные запасы резко негативно сказались на прибыли многих компаний. 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 в первом квартале возросшие логистические расходы оказали давление на маржу компаний.
- Наоборот, демократичные бренды, такие как Gap (GPS) и Under Armour (UAA), столкнулись с негативным влиянием урезания расходов и избыточных запасов. Кроме того, обе компании имели серьезные проблемы в руководстве, что также негативно отразилось на них.
- Общественное питание чувствовало себя немного лучше. К примеру, Chipotle Mexican Grill (CMG) практически не заметила трудностей, в основном из-за более платежеспособной клиентской базы. McDonald's (MCD) чувствует себя достаточно неплохо. Негатив от европейского сегмента бизнеса нивелируется быстрым ростом продаж в Азии, главным образом за счет снятия ковидных ограничений в Китае.

Ожидания на 2023 год

- Мы полагаем, что по мере снижения инфляции, а также нормализации ситуации с запасами и логистикой значительное улучшение финансовых результатов продемонстрируют Gap (GPS) и Under Armour (UAA). Рекомендуем присмотреться к покупкам этих бумаг.

- В общественном питании мы не ожидаем существенных улучшений или ухудшений в 2023 году и ждем устойчивого роста в течение этого периода.
- Мы прогнозируем заметное повышение EPS в секторе после спада в 2022 году. При этом, на наш взгляд, в III квартале потребители продолжат сокращать свои расходы, однако уже в IV квартале мы ожидаем восстановления спроса на дискреционные товары в преддверии новогодних праздников.

Сырьевая промышленность (вью негативное)

Основные тенденции и актуальные темы

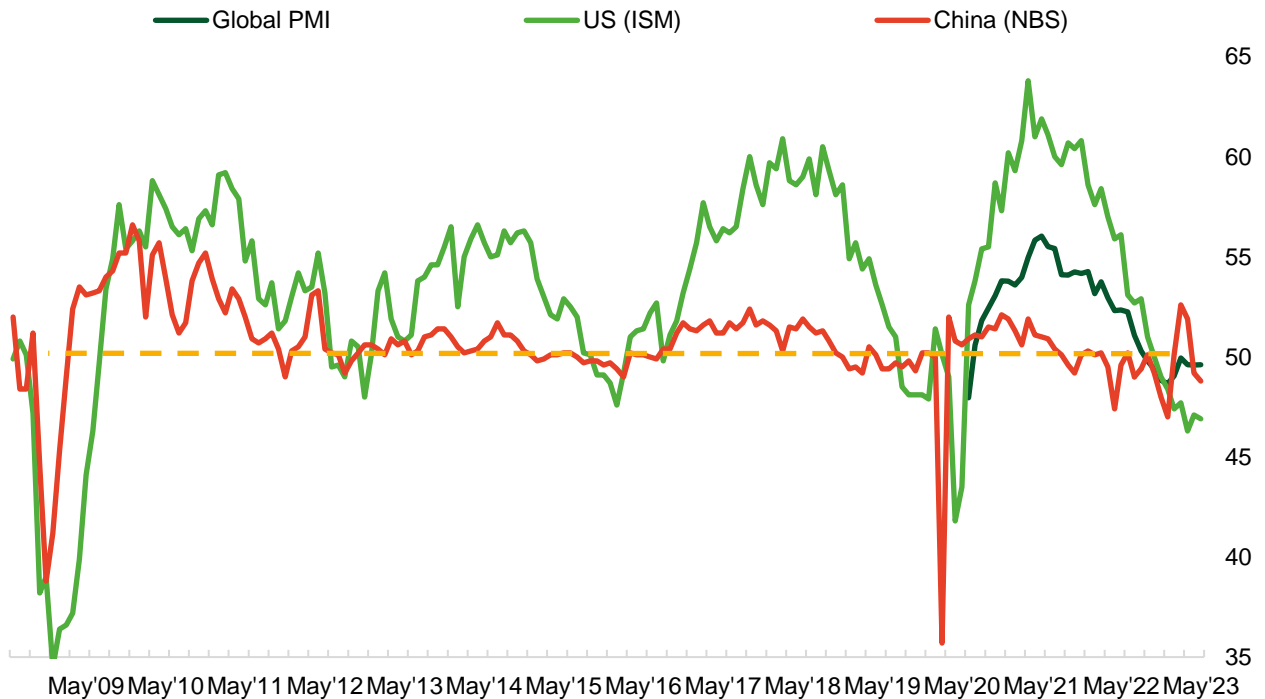
- Слабая производственная активность в Китае компенсируется активным импортом сырья.
- Несмотря на сдерживание инфляции, высокие результаты за I квартале вряд ли повторятся во II квартале.
- Пристальное внимание на неорганический рост и сделки M&A.
- Геополитической трудности: проблемы энергетики ЮАР, горнорудный картель в Индонезии, контроль Китая над экспортом редкоземельных элементов т.д.

Сезон отчетности за первый квартал был выдающимся с точки зрения надвигающихся проблем с инфляцией, которая начала замедляться, при высоких показателях продаж. В среднем крупные горнодобывающие компании отчитались о выручке и EBITDA на 15% и 4% выше, чем ожидалось рынком. Однако денежные затраты не изменились по сравнению с предыдущим кварталом, что противоречило консенсус-прогнозу, предполагавшему некоторую нормализацию затрат. Это негативно сказалось на EBITDA компаний.

Глобальные индексы PMI в обрабатывающей промышленности отразили общую отрицательную динамику в I полугодии 2023 года. В мае мировой производственный сектор оставался слабым: индексы PMI держались ниже 50 пунктов. По данным Markit, PMI в обрабатывающей промышленности в еврозоне упал до минимума с мая 2020 года 44,8 пункта, PMI ISM в США упал до 46,9, а тот же индикатор Китая от NBS снизился за месяц до 48,8. Продолжающееся ухудшение активности в ЕС, США и Китае, вероятно, окажет негативное влияние на спрос на промышленные металлы (сталь, алюминий и медь). Слабая промышленная активность противоречит рекордным объемам импорта меди, угля и железной руды. Сложившаяся ситуация указывает на то, что китайские заводы накапливают складские запасы, теоретически это позволит удовлетворить отложенный спрос в строительной индустрии во II полугодии 2023 года и в 2024-м.

Несмотря на трудности в индустриях где обычно наблюдается высокий спрос (жилищное строительство, автопром), появились новые отрасли для сбыта. Это зеленая энергетика и электромобили (EV).

Глобальный PMI обрабатывающих отраслей

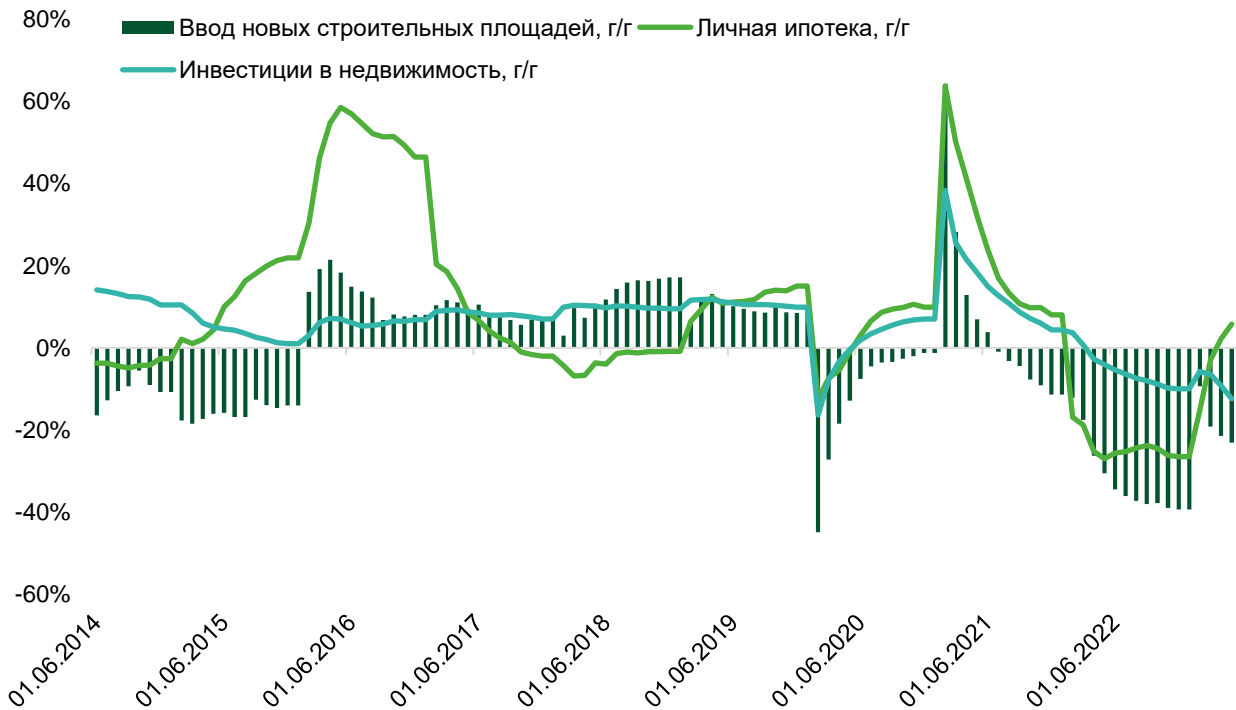


Источники: FactSet

II квартал был отмечен низкими темпами роста производства, возобновлением нормального функционирования экономики Китая после снятия противоэпидемических ограничений и внутренними конфликтами в ключевых горнодобывающих регионах. После окончания забастовок в Перу стабилизировались поставки меди, а планы национализации производства лития в Чили не помешают иностранным горнодобывающим компаниям, например Albemarle и SQM, обеспечить поставки этого металла в ближайшем будущем. Обе новости негативно повлияли на цены меди и лития соответственно.

В перспективе до конца 2023 года геополитические проблемы продолжают оказывать давление на сектор. Южная Африка, на которую приходится 53% мировых поставок металлов платиновой группы (МПГ), испытывала сложности с логистикой, а также с последствиями кризиса электроснабжения, что создает напряженную ситуацию для внутренней горнодобывающей промышленности. Проблема остается нерешенной, поскольку простаивают 8–12% энергетических мощностей, несмотря на ускорение реализации энергетических проектов. Проблему поставок на сегодня активно решает Индонезия. В 2022-м страна стала вторым в мире производителем кобальта с долей 5%, сохраняя десятикратный потенциал увеличения поставок этого сырья в течение следующего десятилетия. Кроме того, Индонезия – ключевой поставщик никеля, необходимого для производства электромобилей. За первые четыре месяца этого года импорт индонезийского никеля класса II (т.е. низкокачественного) в КНР вырос на 46% г/г, достигнув 2 млн тонн. Никель класса II, производимый новым поколением индонезийских перерабатывающих заводов, генерирует относительно низкосортную руду в продукт, который можно использовать при производстве аккумуляторов.

Рынок жилья в Китае в 1П 2023



Источник: NBS

Замедление темпов восстановления экономики Китая может либо указывать на отложенный спрос, либо скрывать в себе более глубокие экономические проблемы. Показатели строительной активности демонстрируют тенденцию к снижению. Объем инвестиций в недвижимость сокращается на протяжении 22 месяцев. Продажи экскаваторов как на внутреннем рынке, так и на экспорт в январе-мае были ниже среднего уровня за пять лет. Объем выданных ипотечных кредитов в I квартале упал почти до нуля. Все эти факторы в совокупности негативно влияют на китайский рынок недвижимости, а как следствие, и на спрос на промышленные металлы. Мы скептически настроены в отношении перспектив восстановления продаж нового жилья до 2024 года, пока нереализованные площади составляют около 320 млн кв. м, что означает нехватку примерно 7,7 млн домохозяйств. Хотя динамика указывает на продолжающуюся стагнацию в индустрии недвижимости КНР, есть шанс, что строительная активность может восстановиться II полугодии 2023 года благодаря государственному финансированию инфраструктурных проектов на общую сумму \$1,8 трлн. Их реализация увеличит спрос на промышленные металлы.

Отсутствие возможностей для органического роста и острая нехватка свободных проектов побуждает компании полагаться на неорганическое развитие. Стоит отметить, что ужесточение монетарных условий не повлияло ни на размер сделок, ни на их количество. Мы уверены, что обсуждения планов по рынку M&A останутся среди приоритетов корпоративного менеджмента. В фокусе внимания еще несколько перспективных сделок, по которым не принято окончательное решение. Мы уделяем особое внимание предложению Glencore о приобретении Tesk Resources, которая недавно поделилась планами по выделению своего угольного бизнеса (как

и Glencore), хотя некоторые акционеры настоятельно советуют отказаться от вложений в компанию, пока не будет окончательно решен вопрос о выделении активов. Также интересными выглядят планы Vale S.A. по спин-офф подразделения цветных металлов. Горнодобывающая компания уже получила несколько предложений, но окончательное решение еще не принято.

Крупнейшие сделки в секторе металлургии и горнодобывающей промышленности в 2023 году

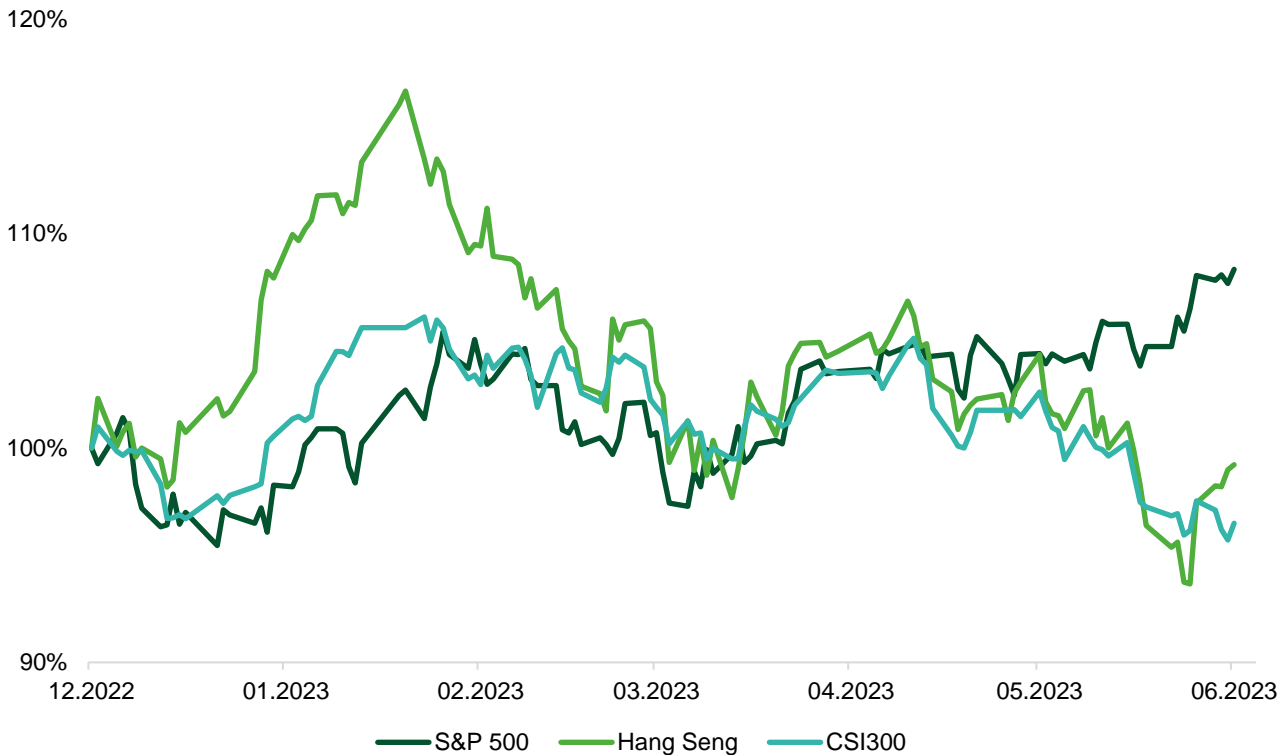
Покупатель	Продавец	Цель	Доля %	Актив	Цена, \$млн
			100%	Медь	\$ 5,950
			100%	Золото	\$ 4,800
			49%	Медь / золото	\$ 3,250
			100%	Медь	\$ 1,200
			70%	Медь	\$ 956

Источник: Freedom Broker, пресс-релизы компаний

Китайский рынок (вью позитивное)

Ситуация по состоянию на II квартал. С апреля основное влияние на китайский фондовый рынок вместо геополитики начали оказывать макроэкономические факторы. Восстановление экономики КНР во II квартале шло медленно и неоднородно: ведущий для нее производственный сектор продолжал отставать от сектора услуг, который быстро рос за счет реализации отложенного спроса населения. Ожидания стремительного восстановления по всем направлениям не оправдываются из-за надвигающейся рецессии в развитых странах. Их спрос на китайский экспорт повышается медленно, что ведет к безработице и, как следствие, оказывает давление и на внутренний спрос. Этот тренд подтверждается околонулевой инфляцией и снижающимся объемом кредитования. Инвесторы в китайский рынок болезненно реагируют на эту ситуацию, особенно учитывая тот факт, что замедление экономики ожидалось еще с первого квартала. Коррекция, начавшаяся в феврале из-за политических трудностей, продолжилась во II квартале из-за экономических проблем.

Динамика индексов S&P 500, Hang Seng и CSI 300 за последние полгода



Источник: Bloomberg

Текущие риски на рынке КНР. На данный момент основным среднесрочным риском китайского рынка является неопределенность сроков восстановления экономики. Для ее стимулирования требуются правительственные программы по поддержке бизнеса, потребления и поощрению инвестиций. Это признало и само китайское руководство, сохранившее по итогам апрельского заседания Политбюро все стимулирующие меры, принятые еще в разгар пандемии. Решающее значение для местной экономики имеет ситуация с деловой активностью в остальном мире и спросом на экспорт из страны, а также состояние строительной индустрии и уровень безработицы в самом Китае. Долгосрочным риском является сохранение авторитарного стиля правления: без серьезных институциональных реформ Китай не сможет превратиться в высокоразвитую страну, а на его текущее место в мировой экономике придут пока менее успешные, но уже подающие надежды государства Юго-Восточной Азии.

Ожидания на 2023 год. В базовом сценарии для китайского рынка на 2023 году мы сохраняем рекомендацию «покупать». Восстановление экономики КНР все-таки началось, а данные за I квартал 2023 года пока показывают, что план по росту ВВП на уровне 5% по итогам года не только реалистичен, но и может быть перевыполнен. Впрочем, нормализация социально-экономической обстановки в КНР будет, скорее всего, менее быстрой, чем изначально предполагалось. Хотя фундаментальные проблемы китайской экономики сохраняются, ожидаемое инвесторами продолжение стимулирующей политики государства может помочь преодолеть препятствия на пути к дальнейшему восстановлению, что будет позитивно воспринято рынком в среднесрочной перспективе. Внешнеполитическая повестка также может продолжать

оказывать серьезное влияние на китайский рынок до конца года. В фокусе внимания инвесторов взаимоотношения между Пекином и Вашингтоном. В течение полугода P/E индекса Hang Seng может вырасти с 11,8 до 12,5–13, EV/EBIT – с 8,3 до 9–9,5. Наш прогноз для индекса CSI 300 предполагает повышение P/E с 9,5 до 11–11,5 при увеличении EV/EBIT с 17,8 до 19–19,5.

P/E Ratio



Источник: Bloomberg

EV/EBIT Ratio



Источник: Bloomberg

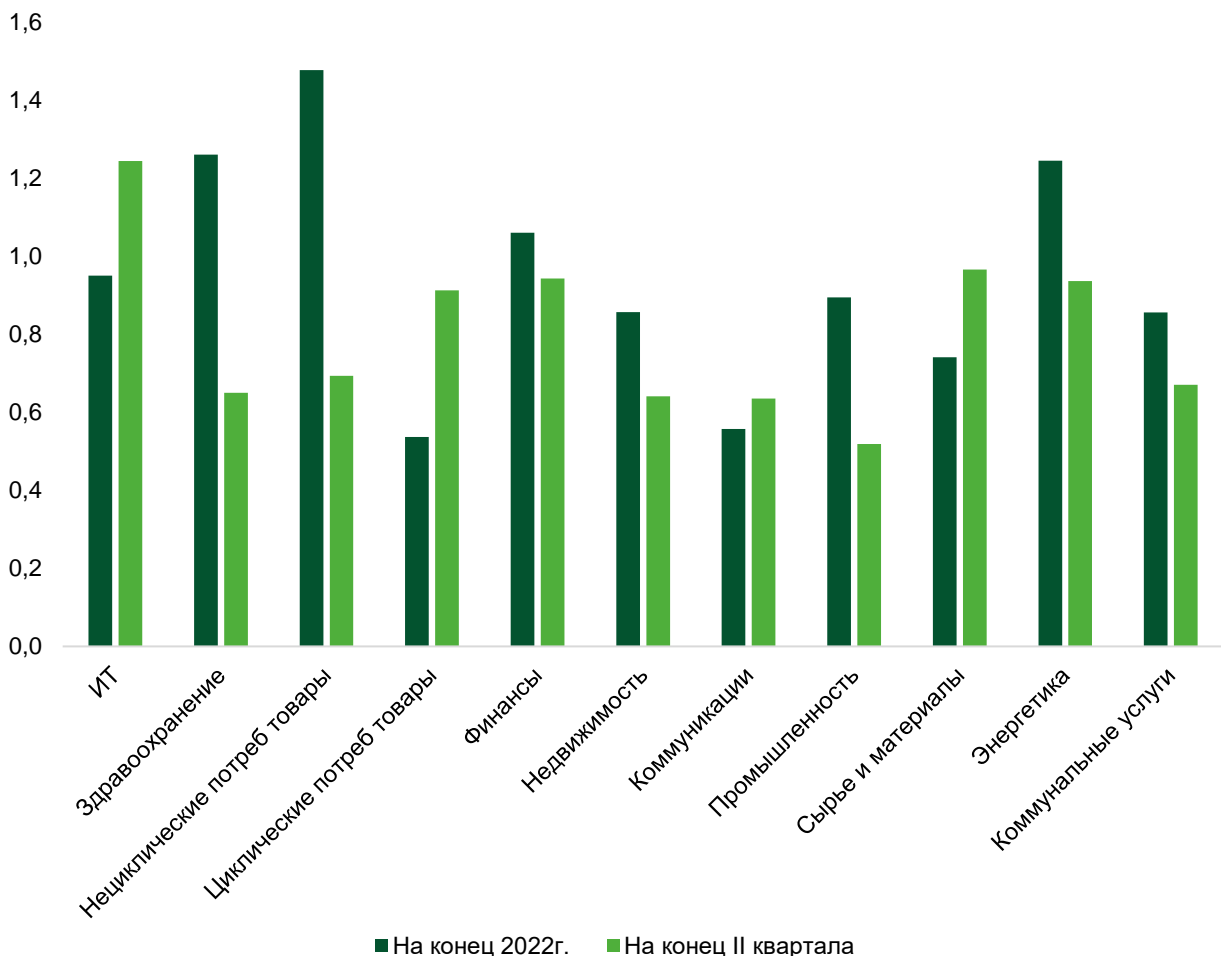
Опционный обзор

Секторальные опционы Put и Call демонстрируют разнонаправленную картину. Примерно у половины опционов дисконт за волатильность, а у остальных премия за волатильность. По соотношению премии за волатильность большинство секторов демонстрируют «медвежьи» настроения. Есть также два сектора, у которых сильны «бычьи» и «медвежьи» тенденции: это здравоохранение и отрасль сырья и материалов соответственно.

В «бычей» зоне находится сектор здравоохранения: его премия по call-опционам составляет 12%, а дисконт по put-опционам – 3,2%. Мы предполагаем, что этот позитив вызван словами CEO UnitedHealth Group Incorporated о том, что отложенный спрос на дорогостоящие операции после пандемии возрастает. Это может привести к увеличению маржинальности. Стоит также отметить, что put/call ratio у сектора поступательно сокращается.

Противоречивая ситуация в секторе сырья и материалов. По соотношению волатильности наблюдаются очень сильные «медвежьи» настроения. По call-опционам дисконт равен 20%, а по put-опционам премия составляет 21%. Тем не менее по индикатору put/call ratio мы наблюдаем снижение, что говорит о сильных «медвежьих» настроениях в долгосрочной перспективе.

Отношение put/call по секторам



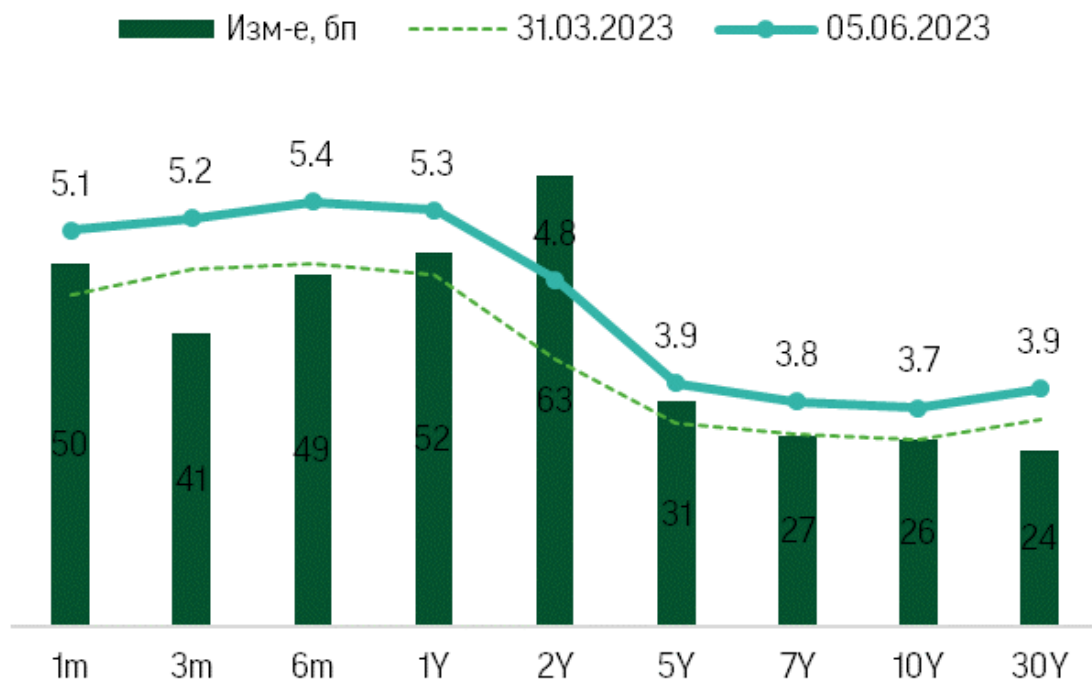
Источники: FactSet

Облигации

Устойчивая экономика США вызвала рост доходностей казначейских облигаций

Во II квартале в казначейских облигациях США сохранялась исторически высокая волатильность. Бегство от риска в начале квартала после банкротства ряда американских банков привело к обвалу доходности «десятилеток». Однако к июню кривая казначейских облигаций сдвинулась вверх и торговалась выше уровней начала марта. Макроданные по США, указывающие на сохраняющуюся устойчивость, разбили слишком агрессивные ожидания рынка в отношении перспектив снижения ставки ФРС, что сказалось на росте доходности US Treasuries.

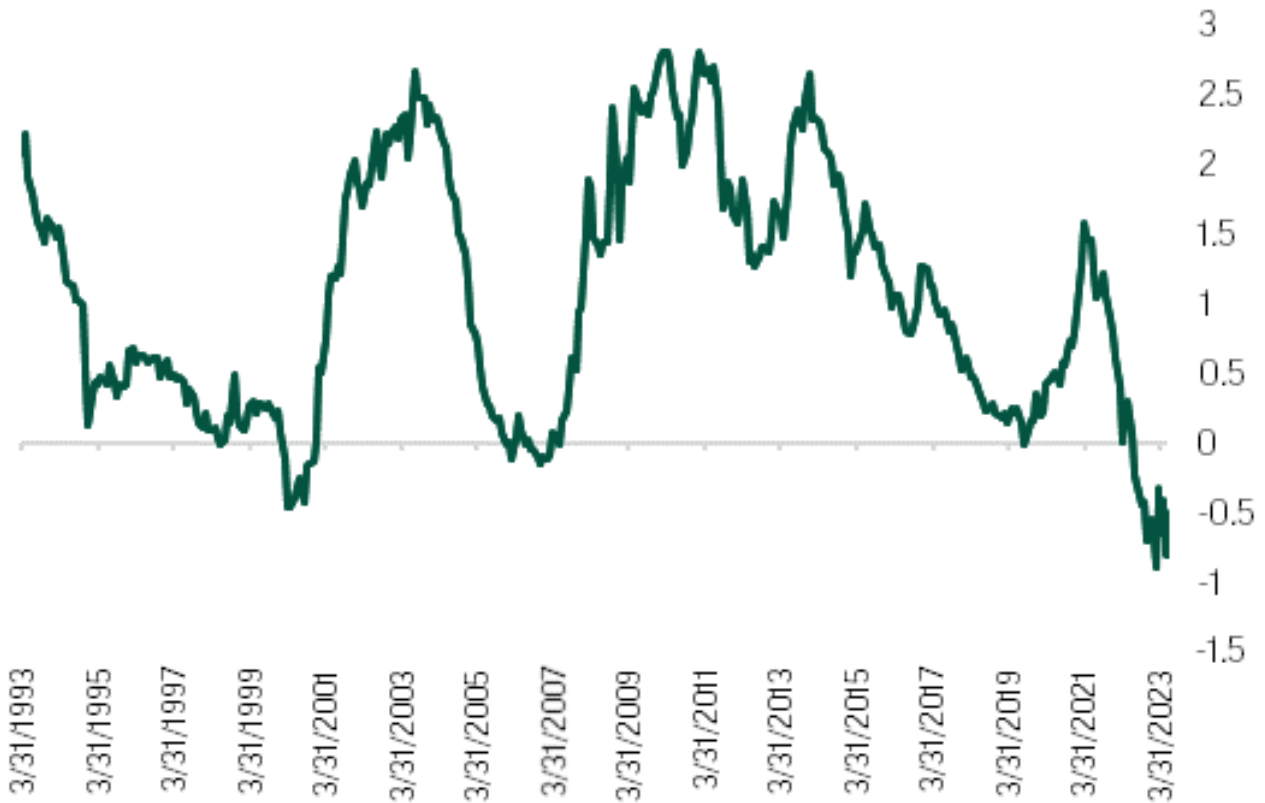
Доходности US Treasuries



Источник: Bloomberg

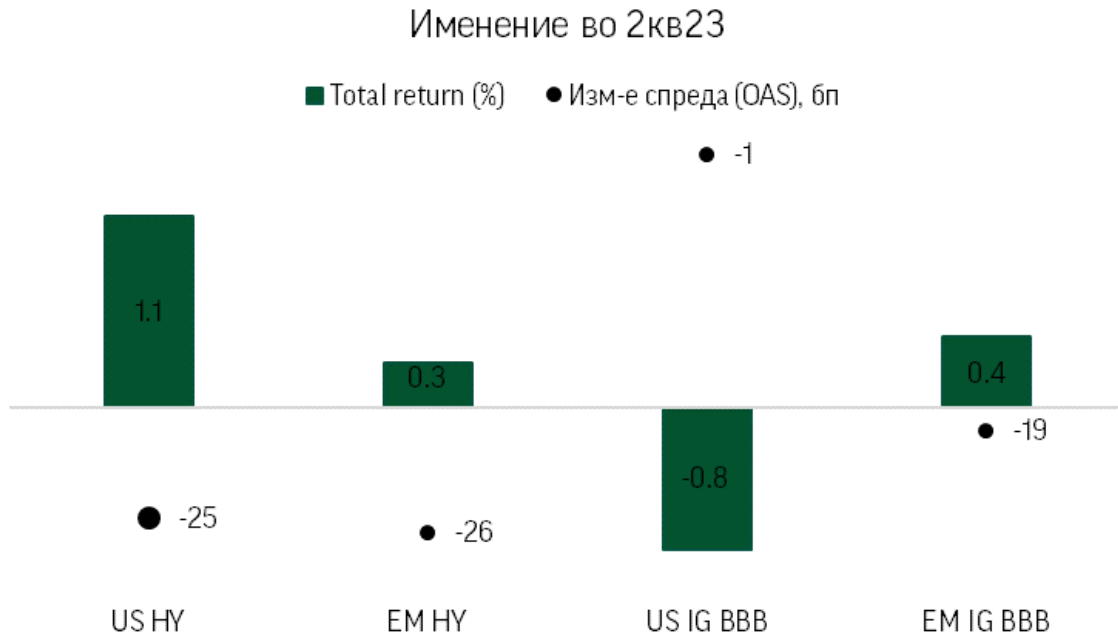
Доходности на ближнем участке (от месяца до двух лет) во II квартале 2023-го увеличились в среднем на 50 б.п. по сравнению с ростом на 25 б.п. на среднем и дальнем участке. В результате сохранилась максимальная инверсия кривой за последние 30 лет. Мы ожидаем сохранения инверсии до конца этого года или начала 2024-го, после чего форма кривой должна начать нормализацию в связи с ожидаемым началом снижения ставки ФРС и продолжением замедления инфляции в США.

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



Данные на 09.06.2023. Источник: Bloomberg

Разнонаправленная динамика в корпоративных бондах. Глобальные корпоративные USD-бонды во II квартале не демонстрировали единой динамики. На контрасте с инверсией в кривой в казначейских облигациях США, указывающей на риски рецессии, в US HY1 был уверенный рост, основным драйвером которого стал сегмент наиболее рискованных бондов с рейтингами CCC и B. Это облигации, выпущенные наименее устойчивыми к ухудшению экономической среды компаниями. EM IG1 USD продемонстрировал сильное сужение спреда¹ по индексу и также положительную динамику котировок. Ценовой индекс US IG1 снизился, оказавшись под давлением выросшей доходности «десятилеток» при длительной дюреции индекса. «Короткие» US IG завершают квартал почти без изменений по ценам.



Динамика по индексам облигаций Bloomberg в USD. Total return вкл изменение цен и накопленный купонный доход за период. OAS - option adjusted spread. Данные на 08.06.2023. Источник: Bloomberg

Время менять схему позиционирования. Позиционирование в короткой дюреции, высоком кредитном качестве, которое оставалось предпочтительным с мая 2022-го, положительно послужило за последний год. Однако инфляция в США медленно, но снижается, а ставка ФРС приблизилась к пику. Пришло время менять схему позиционирования. Вновь интересными становятся корпоративные бонды с длительной дюрецией, уместно повышение дюреции портфелей с двух-трех до пяти-десяти лет с целью позиционирования под снижение доходностей по US Treasuries на горизонте 12-18 месяцев в район 3,1–3,3%. Хотя точечные внутринедельные эффекты на доходности US Treasuries возможны в периоды роста чистого размещения казначейских облигаций после повышения потолка госдолга США, данные размещения не повлияют на ожидания снижения доходностей на среднесрочном горизонте. Спрос на новые выпуски может быть обеспечен перетоком средств, размещенных фондами денежного рынка в обратном репо с ФРС (объем \$2,14 трлн) в новые выпуски биллей, высокого объема резервов депозитных институтов (объем \$3,26 трлн) и высоких доходностей по биллям и US Treasuries на текущий момент, что делает их привлекательными для внутренних и международных фондов. По разным оценкам экономистов, объем чистых размещений может составить \$850 млрд – \$1 трлн до конца этого года. Для сравнения: в прошлом году чистые размещения Казначейства США с июня по декабрь составили \$576 млрд. Тем не менее крупные размещения не беспрецедентны: например, в 2020-м Казначейство США выпустило \$2,5 трлн биллей за три месяца для финансирования программы стимулирования экономики.

Ожидания в отношении инфляции, темпов роста экономики США и ставки ФРС останутся ключевыми драйверами для динамики кривой казначейских облигаций в среднесрочном плане. В связи с этим отскок доходностей «десятилеток» в конце мая – начале июня открыл прекрасную возможность для ротации позиций в облигации с более длительной дюрецией. Мы отдаем предпочтение «длинным» корпоративным бондам инвестиционного уровня, кредитный риск

которых малочувствителен к экономическому спаду. Более того «длинные» бонды с низким кредитным риском будут в выгодном положении при реализации сценария жесткой посадки экономики США, что вызовет бегство от риска и сильное падение доходностей по «длинным» US Treasuries.

Предпочтение стоит отдавать выпускам с высоким купоном для снижения волатильности и увеличения текущего купонного дохода. Купонный доход будет особенно полезен, если безрисковые ставки будут снижаться медленнее текущих ожиданий рынка, отдавая рост цен на бонды. Выпуски с высокой текущей доходностью представляют баланс между генерацией дохода сейчас и участием в потенциале роста благодаря снижению ставок на среднесрочном горизонте.

Важно понимать, что рост безрисковой ставки был основным драйвером падения долларовых бондов в прошлом году. Восстановление цен корпоративных бондов станет обратным процессом: он будет результатом падения доходностей US Treasuries и снижения ставки ФРС. Падение кредитных риск-премий – вторичный фактор. Премии за кредитный риск выросли очень умеренно и находятся ниже уровней, обычно соответствующих периоду рецессии в экономике США. Например, спред¹ по US HY находится на уровне 426 б.п. – там же, где и год назад. В среднем во время рецессий в США спред по US HY расширялся на 380 б.п. Данный сегмент бондов слишком игнорирует риск рецессии в США. Поэтому гнаться за высокодоходными бондами нет большого смысла: большинство из них просто не предлагают более высокого потенциала роста цен в этом году по сравнению с investment grade, но при этом несут более высокий риск дефолта. Мы ожидаем стабильный спред по US IG до конца года и совокупную доходность по индексу 3,3% до конца года, или 6,1% за весь 2023-й. Потенциал совокупного дохода¹ «длинных» бондов инвестиционного уровня на горизонте до конца 2024-го оценивается в 8–14% в зависимости от спецификаций конкретных выпусков и уровня процентного риска. По индексу US HY ожидается расширение спреда на 90 б.п. и совокупная доходность 0,9%, до конца года, или 5,5% за весь 2023-й. Это мало, учитывая, что казначейские облигации США с погашением в декабре предлагают доходность к погашению 5,4% годовых.

Доходности по «коротким» корпоративным бондам (дюрация от года до двух) инвестиционного уровня уже не так высоки, как в начале года, когда можно было зафиксировать доходность выше 6%. Уверенный US IG торгуется ближе к 5–5,8%. Тем не менее данные доходности по-прежнему недалеко от 15-летних максимумов, что продлевает возможность для инвесторов зафиксировать высокую краткосрочную прибыль. Доходности по «коротким» US IG могут опуститься ближе к 4,5% к концу текущего – началу следующего года.

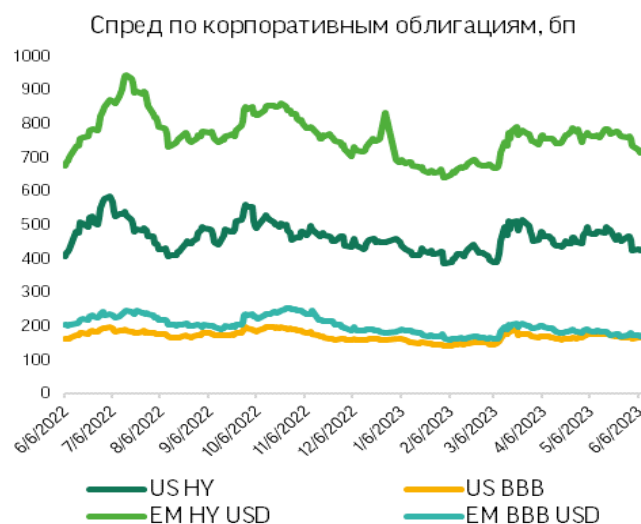
Развивающиеся рынки. Положительный вектор в Бразилии, риски в Турции

В Бразилии была опубликована долгожданная новая фискальная программа, направленная на сокращение дефицита и (в долгосрочной перспективе) государственного долга. Правительство намерено обнулить дефицит бюджета в 2024 году, получить профицит в размере 0,5% и 1% в 2025-м и 2026 году.

Для достижения этой цели власти планирует ограничивать расходы на уровне до 70% от роста дохода, полученного за предыдущие 12 месяцев. Конечно, вопрос успешной реализации

планов остается открытым. Тем не менее ранее на рынке были опасения в отношении поправки на ограничение потолка расходов и роста государственных расходов при администрации президента Лулы да Силвы. Новая программа имеет положительный вектор с точки зрения контроля над долгом и была позитивно воспринята рынком. Мы постепенно добавляем точечные идеи по бразильским евробондам, но пока рассматриваем их как агрессивные из-за замедления локальной экономики, ухудшения условий фондирования и доступа к капиталу более рискованных компаний после банкротства Lojas Americanas в начале года, неблагоприятных операционных условий в ряде секторов, компании из которых традиционно являются крупными заемщиками на рынке евробондов.

Другим значимым событием в сегменте развивающихся стран стала победа Реджепа Тайипа Эрдогана на выборах президента Турции в мае. Рынок негативно отреагировал на этот фактор: лира упала до исторических минимумов в паре с долларом США, форвардные процентные ставки в лире подскочили. На должность министра казначейства и финансов был назначен Мехмет Симсек, который уже ранее занимал данный пост и ассоциируется у рынков с потенциальным снижением интервенций правительства в финансовую систему. Это может указывать на перспективы возвращения к стандартной модели монетарной политики. Мы считаем, что пока стоит оставаться внешним наблюдателем, а не инвестором в турецкие евробонды, особенно учитывая, что они торгуются с более низкими премиями, чем сравнимые по качеству госбонды других стран. Если изменения в монетарной политике действительно начнут происходить, может открыться окно для спекулятивной покупки турецких евробондов. Однако даже в таком случае лучше не преисполняться оптимизмом: не стоит забывать, что ранее в Турции неоднократно и неожиданно снимались с должности главы ЦБ, которые пытались бороться с инфляцией с помощью высокой процентной ставки. Поэтому даже при попытке нормализации монетарной политики, тяжело предсказать сколько такая ситуация может продлиться.



Данные на 08.06.2023. Источник: Bloomberg indexes.

Корпоративные бонды американских эмитентов и развитых государств в приоритете над бондами развивающихся стран инвестиционного уровня в контексте в среднем отсутствия премии у последних и более низкого кредитного риска при лучшей ликвидности первых. Увеличение

аллокации на высокодоходные бонды развивающихся стран является частью рекомендуемой стратегии, но увеличивать позиции стоит со II полугодия текущего – начала следующего года, когда риск рыночных стрессов и волатильность снизятся, а масштабы замедления экономики США примут более четкие очертания. К тому же цикл ужесточения монетарной политики подходит к концу в ряде ключевых с точки зрения евробондов странах: Индонезии, Бразилии и Мексике. Начало снижения ставок локальными ЦБ ближе к концу этого года будет способствовать ускорению роста данных экономик и снизит кредитные риски локальных эмитентов высокодоходных евробондов уже в следующем году. Мы ожидаем совокупную доходность по EM IG¹ USD в 2,5% до конца этого года и 5,6% по его итогам. По индексу EM HY¹ USD прогнозируем сужение спреда на 110 б.п. к концу года при совокупной доходности 5,1% до конца года и 6,3% за полный 2023-й.

¹US IG – американские корпоративные облигации инвестиционных рейтингов, US HY – американские высокодоходные облигации, EM IG – евробонды развивающихся стран инвестиционных рейтингов, EM HY – высокодоходные евробонды развивающихся стран, спред – скорректированный на опционы спред (OAS), б.п.