

Стратегический
обзор рынка
на IV квартал 2023

Оглавление

Основные выводы.....	3
Топ сектора и лучшие акции	5
Модельный портфель.....	12
Состав портфеля и характеристики инвестиционных инструментов	16
Прогнозы на IV квартал и 2023 год	17
Обзор широкого рынка.....	19
Макросценарии	19
Макроэкономический обзор	20
Действия РФС.....	25
Обзор рынка акций США. Итоги III квартала 2023 года.....	29
Ожидания по рынку акций США на IV квартал, 2023-й и 2024 годы	39
АНАЛИЗ ПО СЕКТОРАМ.....	47
Технологический сектор (вью – позитивное)	47
Коммуникационный сектор (вью – позитивное).....	49
Здравоохранение (вью – позитивное).....	50
Финансовый сектор (вью – нейтральное)	52
Автопром (вью – позитивное).....	54
Возобновляемая энергия (вью – нейтральное).....	55
Сектор промышленности (вью – нейтральное).....	56
Сектор недвижимости (вью – нейтральное).....	58
Энергетика (вью – нейтральное)	60
Товары первой необходимости (вью – нейтральное).....	62
Товары вторичной необходимости (вью – нейтральное).....	64
Сырьевая промышленность (вью – негативное).....	65
Китай (вью – нейтральное).....	68
Оptionный обзор.....	70
Облигации	71
Авторы стратегического обзора на IV квартал 2023 года.....	76

ОСНОВНЫЕ ВЫВОДЫ

Ключевой для нас вопрос: продолжит ли Златовласка править бал в американской экономике или на смену ей придет злая королева из соседней сказки?

Прошедшее лето оказалось весьма благоприятным для экономики США. В августе мы пересмотрели базовый прогноз, исключив из него сценарий рецессии, и представили ряд аргументов в пользу того, что экономикой с более высокой вероятностью ожидает «мягкая посадка» на горизонте следующих полутора лет. Модель GDPNow от ФРБ Атланты предсказывает рост ВВП на 5,6% по итогам третьего квартала. Мы закладываем в свои ориентиры повышение базового показателя экономики на 3%, но считаем, что делать вывод о новом устойчивом ускорении экономики не стоит. Несколько факторов указывают на то, что летнее ралли было во многом вызвано разовыми эффектами, а препятствий для потребителей становится больше. На этом фоне ожидаем заметное замедление роста ВВП США в IV квартале до области 1%.

Мы полагаем, что инфляционные тренды до конца 2023 года будут иметь смешанный характер. Это означает, что базовые показатели CPI и PCE (без учета динамики цен на энергоносители и продукты питания) продолжат демонстрировать постепенное снижение годовых темпов роста, в то время как общие инфляционные показатели стабилизируются на некомфортно высоких уровнях из-за увеличения цен на энергоносители.

При этом на фоне нормализации ситуации на рынке труда рост заработных плат постепенно замедляется: в августе он составил 4,3% г/г по сравнению с максимумом +5,7% в январе 2022 года. Пятилетние инфляционные ожидания снизились до 2,7%, что лишь на 10 б.п. меньше уровней 2019-го. Все это, вероятно, будет способствовать затуханию инфляционного импульса в среднесрочной перспективе.

Мы ожидаем продолжения реализации для «сценария Златовласки» для рынка США в

перспективе ближайших кварталов. Более сильная экономика создает предпосылки для стабилизации ожиданий по динамике EPS во II полугодии текущего года и в следующем (по итогам 2023-го мы ожидаем рост EPS на уровне 2–5%, в 2024-м – на 10,5%), что выступает фактором поддержки текущих оценок рынка. Эта ситуация будет препятствовать масштабным распродажам и поддержит активность покупателей позднее в текущем году. Улучшение экономических прогнозов сигнализирует о существенном уменьшении вероятности рецессии в США, ослабляя риски значительного давления на EPS и оценочные мультипликаторы, чего мы опасались ранее. Недавний рост на среднем и дальнем концах кривой доходности гособлигаций США представляет собой один из ключевых факторов риска для «сценария Златовласки». Полагаем, что замедление деловой активности вкупе с сохранением дезинфляционных трендов приведет к стабилизации и последующему снижению доходностей гособлигаций США, преимущественно на дальнем конце кривой, что поддержит настроения инвесторов.

Прогнозируем повышение индекса S&P 500 до конца года в пределах 3–5%, при условии сохранения ожидаемых трендов по инфляции и отсутствия обновления максимумов доходностями гособлигаций США. С учетом, в целом, благоприятных для рынка августовских данных по инфляции мы не предвидим источников сюрпризов, которые могли бы существенно изменить текущие инфляционные тренды (агрессивный рост нефтяных цен является фактором риска, но вносит ограниченный вклад для базовой инфляции в целом). На этом фоне ставки доходности десятилетних трежерис способны постепенно восстановиться к 4–4,3%. Ожидаем, что сезонная слабость рынка в сентябре может смениться восстановлением в октябре-декабре (исторически IV квартал является лучшим периодом для фондовых площадок). Полагаем, что значительный негатив, связанный с реализацией риска более высокого, чем

изначально ожидалось, уровня ставок и его сохранения на более продолжительном отрезке времени, уже учтен в ценах. По состоянию на 22 сентября число чистых коротких позиций по 10-летним облигациям сократилось на 100 тыс. контрактов по сравнению с началом сентября, что может быть признаком фиксации прибылей и близости пиков по уровню ставок.

До конца года сохраняем позитивное вью на ИТ- и коммуникационный сектора, а также на индустрию здравоохранения. Прогноз для сектора энергетики повышен до нейтрального с учетом ожидаемого продолжения роста цен на нефть. Также оставляем «бычье» позиционирование по факторам роста и качества. Всплески рыночной нервозности могут стимулировать лучшие результаты факторов низкой волатильности и стоимости, при этом сентимент рынка оставался в пользу обозначенных факторов во время августовской коррекции S&P 500.

III квартал 2023 года принес много сюрпризов рынку глобальных облигаций.

Сохранившаяся устойчивость макроэкономики США привела к росту доходностей US Treasuries. Причем, если во II квартале основной рост доходностей происходил на ближнем участке кривой, то в III квартале переоценка коснулась среднего и дальнего участков.

Разбивка по компонентам показывает, что основной вклад обеспечил рост реальных, то есть номинальных, доходностей, скорректированных на инфляционные ожидания.

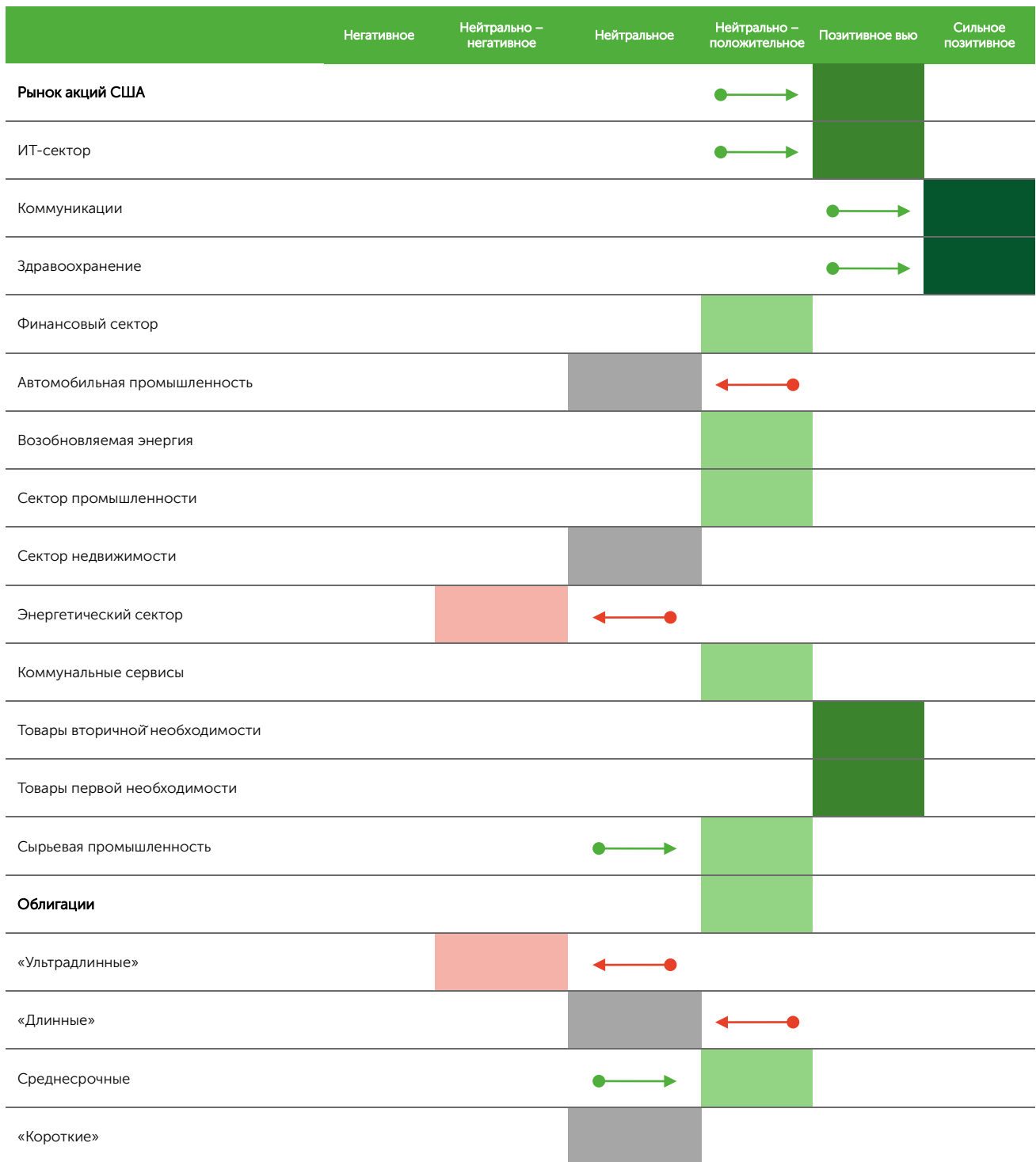
С точки зрения аллокации по процентному риску, структура портфеля «штанга» остается актуальной. Она подразумевает увеличенные доли «коротких» и «длинных» бондов. Первая часть позволяет зафиксировать высокие процентные ставки на ближнем участке кривой, вторая создает возможность участия в реализации потенциала роста. При этом такая структура обеспечивает более надежную защиту по сравнению с полной ставкой на «длинные» бонды в расчете на их рост.

Топ сектора и лучшие акции




Тактическое выю на рынок в IV квартале






Стратегический вью на рынок (на 2024.)



Вью в разрезе инвестиционных триггеров рынка

Инвестиционный триггер (для рынка акций)	Негативный	Нейтральный	Позитивный	Краткий комментарий
ДКП и ставка ФРС				<p>С учетом более устойчивой макро-среды рынок опасается, сохранения нарратива по процентным ставкам «выше и дольше». После фактической реализации риска в августе-сентябре, полагаем, что возможное повышение ФРС ставки до 5,75% будет встречено рынком нейтрально-негативно, так как в фокусе будут тренды по инфляции и ожидания в отношении ставок на 2024-2025 годы. Полагаем, что близость пиковой ставки будет выступать в качестве поддержки рыночных настроений.</p>
Рост EPS				<p>Более стабильное, чем предполагалось изначально, состояние экономики с исключением из прогнозов сценария рецессии позволяет нам рассчитывать, что давление на EPS завершилось во II квартале, а в III и IV рост прибыли ускорится. Это будет поддерживать рыночный сентимент. Активное восстановление EPS в 2024 году, вероятно, также поддержит «бычьи» настроения.</p>
Оценки рынка				<p>Оценки выступают потенциальным фактором давления на рыночные котировки: мультипликаторы остаются выше 10-летних средних уровней. Учитывая продолжающееся ужесточение монетарных условий ФРС и рост доходностей 10-летних гособлигаций, мы неоднократно указывали на то, что оценки рынка держатся выше привлекательных уровней. Мультипликаторы большей части эмитентов за вычетом топ-7 по капитализации приближаются к средним уровням, а первая семерка демонстрирует сильные тренды. В этой связи мы не ожидаем существенного изменения оценок рынка. Полагаем, что частично нормализовать их в течение 2024 года позволит рост EPS.</p>

Настроения инвесторов		<p>Относительно благополучное состояние экономики и ожидание завершения рецессии прибылей поддерживает FOMO-эффект. Приток инвесторов на фондовые площадки остаются сильным даже в условиях коррекции. За неделю с 11 по 15 сентября инвесторы завели в фонды акций \$24,8 млрд, что является близким к рекордному уровню с начала года. При этом с 18 по 22 сентября фонды акций столкнулись с давлением, настроения розничных инвесторов ухудшились в течение августа-сентября, но несопоставимо с уровнями 2022 года.</p>
Макросреда		<p>Freedom Broker значительно пересмотрел прогнозы ВВП США на 2023–2024 годы. Наш базовый сценарий теперь не предполагает негативную динамику базового показателя экономики ни в одном из кварталов до конца 2024-го. Более сильная, чем изначально прогнозировалось, макросреда является проинфляционным фактором, замедление роста ВВП к концу 2023 года мы рассматриваем как фактор поддержки фондовых индексов. Предполагаем, что ФРС может перейти к смягчению монетарной политики в 2024 году. Соответствующие ожидания будут оказывать давление на 10-летние трежерис, что будет позитивно для фондовых площадок.</p>
Техническая картина		<p>Близость восходящего тренда по индексу S&P 500 к слому является фактором риска, реализация которого может привести к коррекции его котировок до 4180–4200 пунктов. Вызывает опасение и тот факт, что текущее снижение индекса не сопровождается ростом торговых объемов, что косвенно указывает на отсутствие агрессивных выкупов просадки. При этом тот факт, что RSI находится на границе зоны перепроданности, а индекс S&P 500 держится около 200-дневной EMA, создает предпосылки для отскока. Близость доли компаний, котировки которых ниже 50-дневной MA, также может поддержать настроения на рынке.</p>

Топ пик

Технологический сектор (вью – позитивное)

Amazon (AMZN): целевая цена – \$170

Компания – абсолютный лидер сегмента онлайн-коммерции в США с долей около 45–50%. Amazon выступает как в качестве прямого продавца, так и в качестве площадки для сторонних ретейлеров, которым предоставляет логистические сервисы и онлайн-маркетплейс. Amazon один из ведущих игроков в секторе инфраструктуры для облачных вычислений (IaaS) с долей рынка около 32% и один из ключевых участников гонки в сфере ИИ. 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. Также компании принадлежит третья по размеру в секторе платформа онлайн-рекламы. В этом году Amazon провела глобальный реинжиниринг собственного бизнеса, что позволит сконцентрироваться на развитии в приоритетных направлениях и существенно улучшить операционную рентабельность. Динамика финансовых результатов и стратегические решения менеджмента в последние кварталы придают уверенности в достижении поставленных целей.

Коммуникационный сектор (вью – позитивное)

Alphabet (GOOGL), целевая цена – \$151

Холдинговая компания, владеющая поисковиком Google, видеохостингом YouTube, а также множеством других активов, преимущественно в сфере IT по итогам II квартала зафиксировала рост выручки от интернет-поиска на 5% г/г при увеличении доходов от рекламы в YouTube на 4% г/г. Мы объясняем эту динамику общим восстановлением рекламного рынка после менее удачного 2022 года. Выручка сегмента Google Cloud увеличилась на еще более впечатляющие 28% г/г. Основной причиной данного роста считаем активное развитие

индустрии ИИ. Мы закладываем в прогнозы до конца года продолжение активного восстановления рекламного рынка и ожидаем, что применение ИИ-инструментов в интернет-поиске позволит поддержать позитивную динамику рекламного бизнеса. Наша рекомендация по акциям GOOGL – «покупать, таргет рассчитан, исходя из целевых мультипликаторов 27,5x P/E и 19,5 EV/EBITDA.

Здравоохранение (вью – позитивное)

Abbott (ABT), целевая цена – \$119. Один из крупнейших производителей медицинского оборудования и диагностических устройств отчитался за II квартал лучше ожиданий инвесторов благодаря сильному спросу на основные продукты. Годовой прогноз выручки от не связанных с COVID-19 сегментов бизнеса Abbott повышен и предполагает рост более чем на 10%. Повышение спроса на медицинское оборудование в 2023 году опережает ожидания менеджмента и участников рынка, которые в начале года придерживались консервативных ориентиров по этому показателю. Внимание инвесторов вновь переключается на тренды COVID-19. В августе рост числа госпитализаций пациентов с этим диагнозом в США возобновился. Прогноз выручки от тестирования на коронавирус по итогам II квартала был достаточно осторожным. Техническая и фундаментальная картина располагают к краткосрочному росту котировок.

Финансовый сектор (вью – нейтральное)

Morgan Stanley (MS), целевая цена – \$97. Финансовая корпорация превзошла конкурентов в отношении основных финансовых результатов, в том числе рентабельности, за II квартал. Банк смог заметно нарастить выручку инвестиционно-банковских услуг и выиграть за счет притока клиентских активов в сегмент управления благосостоянием. В случае ожидаемого улучшения рыночных условий для IPO и сделок M&A Morgan Stanley, как лидер рынка, может продемонстрировать увеличение прибыли в следующем году. Прогнозируем рост EPS на 19–21%. Банк завершил последний квартал с коэффициентом достаточности капитала 15,5% (+20 б.п. кв/кв) при минимальном требовании на уровне 13,3%. Это позволило утвердить новую бессрочную программу обратного выкупа акций на сумму до \$20 млрд. Совет директоров также повысил квартальный дивиденд до \$0,85, что предполагает доходность

4% годовых. Решение о назначении нового генерального исполнительного директора, которое должно быть принято до конца года, снизит неопределенность для инвесторов и ослабит давление на акции банка.

Автопром (вью – позитивное)

Stellantis N.V. (STLA), целевая цена – \$21

Акции автоконцерна значительно недооценены по сравнению с европейскими и североамериканскими аналогами. Мультипликатор EV/EBITDA'23 составляет 0,95x при медианном значении для 15 крупнейших компаний отрасли на отметке 6,6x. Бумаги STLA выглядят перепроданными еще и потому, что ее маржинальность по чистой прибыли не уступает общеотраслевым значениям, а чистый долг является отрицательным. Значительное снижение котировок с начала августа было спровоцировано опасениями, что профсоюз UAW объявит забастовку на заводах компании США. Однако мы ожидаем, что к середине IV квартала автопроизводителю удастся прийти к согласию с профсоюзом, что может привести к заметной переоценке бумаг.

Сектор промышленности (вью – нейтральное)

United Parcel Service (UPS), целевая цена – \$171

Акции компании в III квартале подверглись масштабной распродаже в связи с принятием нового контракта для членов Teamsters. Кварталом ранее была трансформирована структура владения крупных фондов. При этом бизнес компании остается более перспективным, чем у ее прямых конкурентов, даже с учетом сниженных прогнозов в отношении маржи. IV квартал сезонно сильный период для United Parcel. Ее менеджмент представил обновленную тарифную сетку. При этом показатель ADP (количество грузов) в декабре может остаться на уровне прошлого года. С учетом изменения потребительского поведения это сигнализирует о стабилизации ситуации в отрасли грузоперевозок. Внимание к акциям UPS также может привлечь форвардная дивидендная доходность, которая на середину сентября составляла около 4%, что близко к максимуму для компаний с крупной капитализацией из индустриального сектора. United Parcel реализует программу обратного выкупа, остаток по ней составляет около \$3 млрд. При этом

форвардные мультипликаторы P/E, EV/EBITDA и P/FCF выглядят нейтрально.

Сектор недвижимости (вью – нейтральное)

Iron Mountain (IRM), целевая цена – \$69,6

Компания демонстрирует высокие темпы развития в сегментах «хранение данных» и «дата-центры» на фоне проводимой ее клиентами цифровой трансформации и продолжающегося усиления спроса на удаленный формат работы. Дата-центры в целом впечатляют ростом и сохраняют дальнейший внушительный позитивный потенциал. Сервисный сегмент IRM проявил себя слабо, однако должен ускориться во II полугодии 2023-го благодаря повышению цен на компоненты.

Энергетика (вью – нейтральное)

Kinder Morgan (KMI), целевая цена – \$19

Мы ожидаем позитивной динамики цен на газ в IV квартале. С высокой долей вероятности сезонное увеличение спроса на это сырье в осенне-зимний период будет происходить на фоне сокращения добычи из-за низкой буровой активности. Минэнерго США прогнозирует рост спроса на газ в ноябре, декабре и январе на 18% м/м, 17,6% м/м и 5,3% м/м соответственно. В данных условиях из компаний, находящихся в нашем покрытии, наилучшие перспективы имеет Kinder Morgan (KMI). Компания обладает широкой сетью систем сбора и процессинга природного газа, а также трубопроводов и емкостей для транспортировки и хранения газа, газового конденсата, нефти и нефтепродуктов. Значительные мощности по хранению позволяют компании получить прибыль от перепродаж голубого топлива в отопительный период. Кроме того, KMI обеспечивает около 50% поставок газа на мощности СПГ. Минэнерго США прогнозирует рост экспорта СПГ в IV квартале на 19,2% г/г, до 12,34 млрд куб. футов в сутки. Также компания предлагает высокую дивидендную доходность, равную 6,8%.

Потребительские товары первой необходимости (вью – нейтральное)

Mondelez International, Inc. (MDLZ), целевая цена – \$85

Компания успешно отчиталась за II квартал 2023 финансового года. Ее выручка увеличилась на 17% г/г, до \$8,5 млрд, органический

рост составил 15,8% г/г, что превысило прогнозы, обеспечив эмитенту лидерство в секторе за сопоставимый период. Операционная маржа оказалась равна 16,8%, чистая прибыль превзошла общерыночные ожидания, увеличившись на 26% г/г, до \$944 млн, с маржей 11%.

Улучшенный гайденс менеджмента на текущий год предполагает органический рост не менее чем на 12% с повышением EPS в пределах 10–12%. На развивающихся рынках с долей 30% в совокупных продажах они увеличиваются на 20% г/г. Mondelez демонстрирует темпы роста выручки и рентабельность основных показателей не ниже среднего по широкому спектру производителей потребительских товаров. В то же время по основным текущим и форвардным мультипликаторам ее бумаги торгуются на среднем по сектору уровне, однако заметно дешевле, чем компании, демонстрирующие сходные с ней темпы роста и уровни рентабельности.

Мы повысили целевую цену на 15%, до \$85, что предполагает потенциал роста более 22% на горизонте года, еще 2,5% к доходности за это время обеспечат дивиденды. На краткосрочном горизонте техническая картина умеренно негативна, однако поддержкой может стать 200-дневная скользящая средняя и уровень полугодового минимума, вблизи которых сейчас находится котировка.

Сырьевая промышленность (вью – негативное)

Teck Resources (TECK), целевая цена – \$55

Несмотря на общие негативные тенденции в секторе материалов, канадская Teck Resources

имеет явные преимущества перед конкурентами. В планах компании на осень проведение реструктуризации бизнеса, предполагающей выделение угольного бизнеса из холдинга с возможностью его дальнейшей продажи. Среди потенциальных покупателей на сегодняшний день Anglo American, Glencore, Peabody. Причем Glencore готова на сделку со значительным превышением текущих оценок компании. Среди активов Teck месторождения меди и цинка, которые, как прогнозируется, будут в дефиците на горизонте нескольких лет, поэтому мы рекомендуем формировать длинные позиции по акциям TECK уже сейчас.

Китай (вью – нейтральное)

Pinduoduo (PDD), целевая цена – \$135

Один из лидеров китайского сектора электронной коммерции демонстрирует высокие темпы роста и расширяет долю присутствия на рынке за счет уникальной бизнес-модели. Маржинальность компании значительно превышает показатели более крупных конкурентов. Pinduoduo – бенефициар нестабильной экономической ситуации в Китае. Наряду с сохранением потребительского спроса на недорогие товары второй необходимости в стране развивается и тенденция к экономии, что обеспечивает позитивным драйвером спрос на платформу Pinduoduo, продвигающую модель выгодных «групповых покупок» напрямую от продавца. Учитывая возможность ухудшения спроса в КНР, Pinduoduo также начала активную экспансию за рубежом, что способно обеспечить ее новым позитивным импульсом в условиях усиления конкуренции на отечественном рынке.

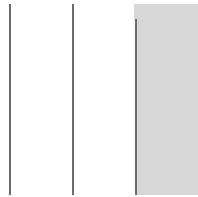
Модельный портфель

Тактическое вью в страновом разрезе

Регион	Вью			Комментарий
Развитые рынки				Развитые рынки демонстрируют смешанные результаты, тренд на замедление деловой активности развивался в течение последних нескольких месяцев (ситуация в сервисном сегменте лучше, но в месячном выражении активность снижается). По ряду развитых стран (ЕС, Австралия, Канада) прогнозы роста ВВП на 2023 год были ухудшены, аналогичные ориентиры в отношении США и Японии улучшились. Динамика инфляции очень неоднородна по странам. США, Канада и Австралия добились существенно большего прогресса в сдерживании роста цен, чем ЕС и Великобритания. Полагаем, что группа стран DM, за некоторым исключением, продемонстрирует рост ВВП по итогам года, но повышение процентных ставок будет оставаться среднесрочным вызовом.
США				Прогнозы роста ВВП США на 2023 год кардинально улучшились в течение III квартала. Сценарий рецессии до конца года мы исключили. Оценки рынка США остаются фактором риска, но с учетом расширения рыночного ралли, сильных перспектив эмитентов топ-7 по капитализации и завершения периода «рецессии прибыли» полагаем, что сентимент будет оставаться сильным и поддержит открытие длинных позиций. В целом позиционирование по стране сменили с защитного на «бычье».
Европа				Динамика деловой активности в Европе остается очень неустойчивой. Рост ВВП во II квартале составил 0,1%. Индекс деловой активности в производственном секторе непрерывно снижается с начала года. В августе показатель составил 43,5 пункта, по данным Markit. PMI в сервисном сегменте продолжил снижаться (low с 2022 года), за август индекс составил 47,9 пункта. Сентимент инвесторов остается слабым. Последние четыре месяца наблюдаются устойчивые оттоки из фондов, ориентированных на регион. Несмотря на устойчивость оценок EPS на 2023–2024 годы и низкое сравнительное значение P/E против США, регион продолжает балансировать на грани рецессии, поэтому общая оценка «нейтрально-негативная».
Япония				Консенсус в отношении роста ВВП на 2023 год повышен с 1,3% до 1,6%. Деловая активность в производственном секторе снижается с начала года, в том числе на фоне из-за недостаточно выраженного восстановления экономики КНР. Активность в сервисном секторе повышается. Признаки разворота ДКП Японии выступают в качестве вызова инвестиционной привлекательности ее рынка. Инвестсообщество ожидает, что на ближайшем заседании ЦБ Японии может отказаться от ультрамягкой ДКП (таргетируемое значение доходности 10-летних гособлигаций расширено до уровня 1%). При этом новый виток ослабления иены поддерживает экспортеров. Сентимент остается позитивным. С мая

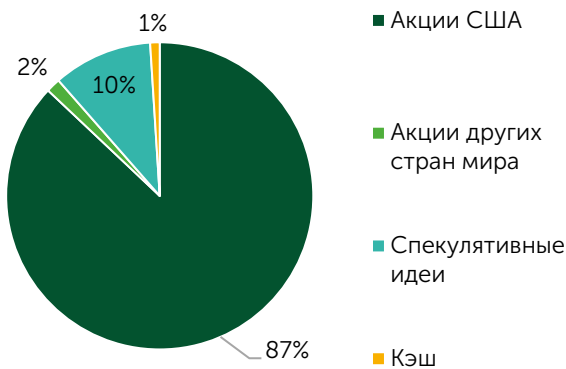
				<p>наблюдается сильный приток в фонды, ориентированные на Японию. Среди минусов отмечаем, что спред оценок рынка Японии и США остается на средних уровнях за последние семь лет, а ослабление иены тормозит рост EPS. Общая оценка «нейтрально-положительная».</p>
Развивающиеся рынки				<p>Деловая активность развивающихся рынков (EM), несмотря на некоторое замедление в III квартале по сравнению с предыдущим, остается существенно более устойчивой по сравнению с развитыми. Регион EM будет ключевым драйвером роста глобального ВВП в 2023-м. Проблема с инфляцией здесь стоит менее остро: ее темпы в целом намного ближе к доковидным уровням, чем у представителей DM. Денежно-кредитная политика развивающихся стран остается разнонаправленной: Китай и Бразилия снижают процентные ставки, Индия, Индонезия, ЮАР, Мексика удерживают ставки на пиковых уровнях в течение нескольких месяцев, ставки в Турции и РФ, вероятно, еще не достигли предельных отметок. Одним из ключевых факторов давления на динамику EPS и на настроения инвесторов в текущем году выступает слабость валют EM. Поддержку этим рынкам оказывает сохранение повышенного дифференциала оценок между США и EM, сильные перспективы роста EPS в 2024-2025 годах. При этом полагаем, что улучшение рекомендации по региону до «покупать» преждевременно, потому оставляем оценку «нейтрально».</p>
Китай				<p>Наша рекомендация по китайскому рынку на 2023 год в базовом сценарии снижена до «держать». Нежелание властей принимать масштабные меры стимулирования экономики из опасений чрезмерно нарастить долги может спровоцировать стагнацию, для выхода из которой придется увеличить долговую нагрузку на сумму еще более высокую, чем требуется сейчас. Фундаментальные проблемы китайской экономики обостряются, а инвесторы слабо верят в продолжение сильной стимулирующей политики со стороны правительства КНР, что приводит к негативным настроениям на китайском рынке. Внешнеполитические вопросы также могут продолжать оказывать серьезное влияние на китайский рынок на протяжении всего IV квартала. В фокусе инвесторов остаются взаимоотношения КНР с США. Ввиду обозначенных вызовов и замедления роста экономики ожидаем, что по итогам 2023 года текущее значение P/E HSCEI сохранится на уровне 8,5. На фоне давления на маржу EPS по итогам 2023-го может увеличиться лишь на 4%.</p>
Индия				<p>Индия фактически является вторым по значению локомотивом экономического роста в регионе. ВВП страны, по прогнозу местного ЦБ, в текущем году должен повыситься на 6,5% (консенсус: +6,1%), а в среднесрочной экономике способна прибавлять по 6,4% в год. Высокой остается бизнес-активность: композитный PMI в августе составил 60,9 пункта. Повышение ключевой ставки оказывает на экономику ограниченный эффект: текущие монетарные условия остаются в параметрах 2019 года, ставка ниже значений 2015-го. Положительный дифференциал оценок индийского рынка к значениям SPY незначительно снизился за квартал и</p>

				соответствует уровням 2018–2019 годов. Несмотря на ослаблении рупии, ориентиры в отношении роста EPS за последние месяцы пересмотрены вверх. Консенсус предполагает увеличение этого показателя на 23,5% и 17,5% в текущем и следующем году соответственно. Сентимент инвесторов остается относительно положительным. В течение последних месяцев наблюдается приток средств в публичные фонды, ориентированные на Индию. Общая оценка «позитивная».
Индонезия				Общие макротезисы по рынку Индонезии в целом те же, что и для Индии. Экономика стране продолжает активно развиваться: CAGR в перспективе до 2025 года ожидается на уровне 5,1%. Индекс PMI остается более устойчивым, чем по DM. Он растет с начала года и в августе достиг 53,9 пункта. Сохраняющееся давление на маржинальность и ухудшение прогнозов EPS на 2023 год оказывает негативный эффект на сентимент инвестсообщества в отношении Индонезии. Не ожидаем существенного улучшения в перспективе до 2024 года. Общая оценка «нейтральная».
Бразилия				Несмотря на ведущие позиции в регионе, Бразилия характеризуется слабым ростом экономики и малоактивной динамикой котировок (CAGR с 2010-го по 2022 год: –5%, с 2015-го: +1%), что выступает одним из сдерживающих среднесрочных факторов. Производственный PMI растет с начала года, сервисный замедляется, хотя остается выше порогового значения. На фоне подхода инфляции к 4% ЦБ Бразилии начал снижать процентные ставки, что поддерживает позитивный сентимент инвесторов. Другим фактором поддержки являются чрезмерно заниженные оценки рынка: текущий дифференциал P/E NTM к уровню SPY близок к рекордным 11. В то же время прогноз EPS предполагает снижение на 24% в текущем году с восстановлением лишь на 4% в 2024-м, что не способствует среднесрочным покупкам.
Корея				Прогноз ВВП на 2023 год стабилизировался у отметки 1,2%, ориентир в отношении индекса PMI остается ниже пороговой отметки (50), хотя и вырос по сравнению с началом года. Замедление инфляции повышает вероятность разворота ДКП Кореи в 2024 году, что положительно для рыночного сентимента. Сдерживающим фактором для котировок является падение маржинальности и EPS в 2023 году, которое, согласно консенсусу, составит 24% г/г с восстановлением в 2024–2025-м. Прогноз роста EPS на 2024 год остается устойчивым (+55%), что, вероятно, будет оказывать благоприятный эффект на настроения рынка. На текущий момент сентимент остается под давлением. Общая оценка «нейтрально-положительная».
ОАЭ				Усиление 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%) сигнализируют о среднесрочной привлекательности региона. Локальную поддержку рынку обеспечивает повышение нефтяных цен и, как следствие, улучшение прогнозов

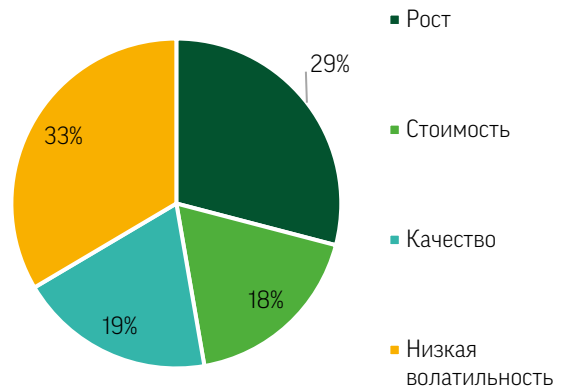


роста EPS до двузначных уровней (2023: +22%). В то же время ориентиры по данному показателю на 2024 год пересмотрены в отрицательную сторону, что, вероятно, будет выступать сдерживающим фактором в перспективе ближайших кварталов. Общая оценка «нейтральная».

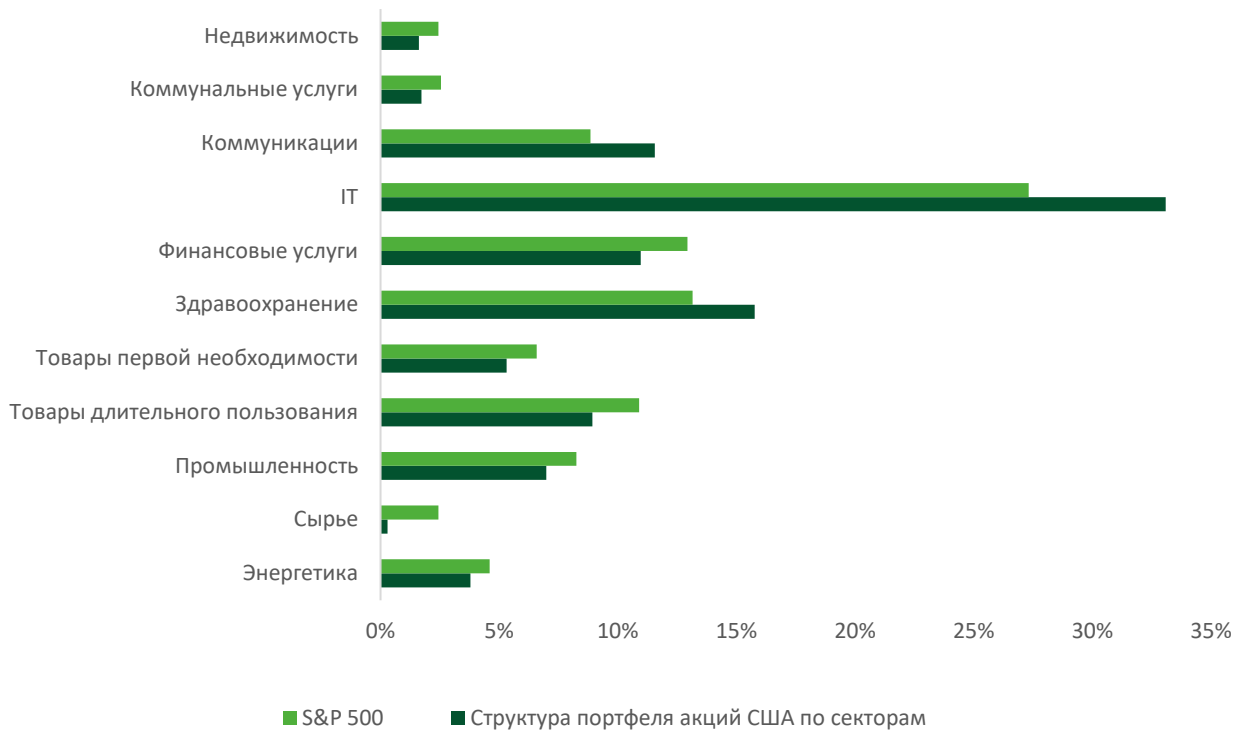
Общая структура портфеля:



Структура по факторам:



Структура портфеля по секторам



Состав портфеля и характеристики инвестиционных инструментов

Тикер	Компания	Сектор	Текущая цена (USD)	Целевая цена (USD)	Ожидаемая див. доходность	Ожидаемая доходность	Бета (β)	Вес
Базовая часть портфеля								
BP-US	BP p.l.c. Sponsored ADR	Энергетика	39,0	44	3,8%	18%	0,9	4,5%
BLK-US	BlackRock, Inc.	Финансовые услуги	690,7	812	2,9%	20%	0,8	5,1%
MS-US	Morgan Stanley	Финансовые услуги	89,0	98	3,8%	14%	1,0	7,5%
HSY-US	Hershey Company	Товары первой необходимости	212,0	261	2,2%	25%	0,4	3,8%
STZ-US	Constellation Brands, Inc. Class A	Товары первой необходимости	260,8	289	1,4%	12%	0,6	2,7%
LOW-US	Lowe's Companies, Inc.	Товары длительного пользования	215,7	251	2,0%	18%	1,0	2,2%
AMZN-US	Amazon.com, Inc.	Товары длительного пользования	136,5	173	0,0%	26%	1,3	6,7%
TXT-US	Textron Inc.	Промышленность	75,9	87	0,1%	15%	1,1	2,9%
DAL-US	Delta Air Lines, Inc.	Промышленность	38,8	60	1,0%	56%	1,2	5,2%
IRM-US	Iron Mountain, Inc.	Недвижимость	63,0	69	4,1%	13%	0,8	2,4%
GOOGL-US	Alphabet Inc. Class A	Коммуникации	137,6	150	0,0%	9%	1,3	4,0%
META-US	Meta Platforms Inc. Class A	Коммуникации	301,6	370	0,0%	23%	1,6	4,6%
DUK-US	Duke Energy Corporation	Коммунальные услуги	95,0	100	4,3%	9%	0,4	2,5%
BMRN-US	BioMarin Pharmaceutical Inc.	Здравоохранение	89,5	117	0,0%	31%	0,7	4,0%
SRPT-US	Sarepta Therapeutics, Inc.	Здравоохранение	119,0	181	0,0%	52%	0,9	4,9%
MSFT-US	Microsoft Corporation	IT	325,9	392	0,8%	21%	1,4	10,8%
AAPL-US	Apple Inc.	IT	177,2	200	0,5%	13%	1,2	13,3%
Базовая часть портфеля								
INDA-US	iShares MSCI India ETF	Международные рынки	45,0	48,9	0,2%	9%	0,57	1,5%
Спекулятивные идеи*								
ABT-US	Abbott Laboratories	Здравоохранение	101,7	114,0	2,0%	14%	0,75	3,9%
ALB-US	Albemarle Corporation	Сырье	180,2	230,0	0,9%	29%	1,55	2,4%
GM-US	General Motors Company	Товары длительного пользования	33,4	39,0	1,1%	18%	1,54	1,7%
CRWD-US	CrowdStrike Holdings, Inc. Class A	IT	164,1	180,0	0,0%	10%	0,86	2,5%
Кэш (D-счет)								

Прогнозы на IV квартал и 2023 год

	Умеренный рост с дезинфляцией	Базовый сценарий: «мягкая посадка»	Рецессия в 2024 году
EPS (2023)	225,5	223,4	209,3
Изменение EPS (2023)	4,50%	3,50%	-3,00%
EPS (2024)	256,0	246,8	226,1
Изменение EPS (2024)	13,50%	10,50%	8,00%
EPS (2025)	286,7	271,5	253,2
Изменение EPS (2025)	12,00%	10,50%	12,00%
P/E NTM (2023)	19,5	18,9	16,5
P/E NTM (2024)	19,0	18,0	17,2
Вероятность	35%	55%	10%
S&P 500 (на конец 2023)	4991	4665	3730
S&P 500 (на конец 2024)	5446,7	4886,7	4355,1

Допущения

Экономика США в 2024 году остается устойчивой и демонстрирует лишь незначительное замедление по сравнению с нормальными темпами. Усиление деловой активности будет поддерживать высокий темп роста EPS (2023: +13,5%, 2024: +12,5%). Соответствующие прогнозы в отношении прибыли на акцию будут способствовать сохранению повышенных оценок рынка до конца 2024 года с последующей постепенной нормализацией. Одним из факторов риска для этого сценария являются более устойчивая инфляция и, как следствие, потенциально более высокие ставки ФРС.

Экономическая активность в США остается сравнительно устойчивой до конца 2023 года и замедляется во II-III кварталах 2024-го. Спрос остается сравнительно устойчивым, что вкупе с эффектом низкой базы 2023 года и частичным восстановлением маржинальности будет поддерживать рост EPS на уровне 10–11%. Рассчитываем на постепенную нормализацию оценок рынка до 18 P/E NTM к концу 2024 года. Полагаем, что в условиях ускорения роста ВВП ФРС повысит ставку до 5,75% с сохранением этого уровня до II квартала 2024 года.

Рост экономики США замедляется, а во II-III кварталах 2024 года переходит к снижению. Инфляция (базовый PCE) замедляется, что позволяет ФРС в начале II квартала уменьшить ставку. Полагаем, что заметное ослабление деловой активности подтолкнет оценки рынка к нормализации (к 2024 году ожидаем восстановления P/E NTM до 17,2). Давление на EPS в 2024 году прекратится, несмотря на рецессию, что обусловлено ограниченным негативным влиянием на ВВП, эффектом низкой базы и ожидаемым частичным восстановлением маржи в 2024 году.

Взвешенное значение S&P 500 (на конец 2023 года)
Взвешенное значение S&P 500 (на конец 2024 года)

4685
5030

Мы ожидаем продолжения реализации «сценария Златовласки» для рынка США в перспективе ближайших кварталов. Более сильная экономика создает предпосылки для стабилизации ожиданий по динамике EPS во II полугодии текущего года и в следующем (по итогам 2023-го мы ожидаем рост EPS на уровне 2–5%, в 2024-м – на 10,5%), что выступает фактором поддержки текущих оценок рынка. Эта ситуация будет препятствовать масштабным распродажам и поддержит активность покупателей позднее в текущем году. Улучшение экономических прогнозов сигнализирует о существенном уменьшении вероятности рецессии в США, ослабляя риски значительного давления на EPS и оценочные мультипликаторы, чего мы опасались ранее.

Прогнозируем значение мультипликатора P/E NTM по итогам года на отметке 18,9, что выше «справедливых уровней» 17–18. При этом, с учетом близости оценок компаний за исключением топ-7 по капитализации к пяти- и семилетним средним, а также ввиду наличия сильных драйверов роста у большинства эмитентов из первой семерки по капитализации, а также улучшения макроэкономического фона и оптимистичных прогнозов EPS на III-IV кварталы 2023-го и 2024 год условий для существенных переоценок мультипликатора не просматривается.

Экономический всплеск, наблюдаемый с начала текущего года, на наш взгляд, будет иметь ограниченный характер. Предполагаем, что в IV квартале рост ВВП замедлится до 1% кв/кв и останется под давлением в течение 2024 года. В результате влияние на инфляционный импульс будет ограничено, а дезинфляционные тренды в базовых показателях CPI и PCE, вероятно, сохранятся до конца текущего и в будущем году. Это создаст условия для продолжения экономического роста темпами, не оказывающими существенного давления на прибыли и одновременно не стимулирующими раскручивание инфляционной спирали.

Рынок преодолел период «рецессии прибыли», поэтому следующие несколько квартальных результатов индекса S&P 500 с

высокой степенью вероятности окажутся позитивными, что будет способствовать нормализации рыночных оценок.

Прогнозируем повышение индекса S&P 500 до конца года в пределах 3–5% при условии сохранения ожидаемых трендов по инфляции и отсутствия обновления максимумов доходностями гособлигаций США. С учетом в целом благоприятных для рынка августовских данных инфляции мы не предвидим появления сюрпризов, которые могли бы существенно изменить текущие инфляционные тренды (агрессивный рост нефтяных цен является фактором риска, но его влияние на базовую инфляцию в целом ограничено). Недавний рост на среднем и дальнем концах кривой доходности гособлигаций США представляет собой один ключевых факторов риска для «сценария Златовласки». Полагаем, что замедление деловой активности вкупе с сохранением дезинфляционных трендов приведет к стабилизации и последующему снижению доходностей гособлигаций США, преимущественно на дальнем конце кривой, что поддержит настроения инвесторов.

До конца 2023 года сохраняем позитивное вью на сектора ИТ и коммуникаций, улучшаем позиционирование по сектору здравоохранения и повышаем позиционирование до нейтрально-положительного для компаний, поставляющих товары длительного пользования и товары повседневного спроса, а также для промышленной отрасли. Вью по сектору энергетики повышено до нейтрального с учетом прогнозов, предполагающих продолжение роста цен на нефть.

Оставляем «бычье» позиционирование на оставшийся период 2023-го по факторам роста и качества. Всплески рыночной нервозности могут стимулировать лучшие результаты факторов низкой волатильности и стоимости, при этом сентимент рынка (с точки зрения притоков/оттоков средств ETF) оставался в пользу обозначенных факторов даже в период августовской коррекции S&P 500.

Обзор широкого рынка

Макросценарии

Базовый сценарий: мягкое приземление	III кв. 2023	IV кв. 2023	I кв. 2024	II кв. 2024	III кв. 2024	IV кв. 2024	2023	2024
Рост реального ВВП, % (кв/кв)	3,0	1,0	1,0	0,7	0,7	1,5	2,0	1,0
Базовый PCE, % (г/г)	4,0	3,8	3,4	3,2	3,1	2,8	4,2	3,1
Уровень безработицы, %	3,8	3,9	4,0	4,1	4,2	4,3	3,7	4,2
Темп роста средней почасовой заработной платы, %	4,3	4,1	4,0	3,7	3,4	3,2	4,3	3,6
Ставка ФРС (верхняя граница), %	5,50	5,75	5,75	5,50	5,25	5,00	5,4	5,4
Доходность 10-летних трежерис	3,98	3,96	3,91	3,84	3,72	3,55	3,8	3,8

Оптимистичный сценарий: умеренный рост с дезинфляцией	III кв. 2023	IV кв. 2023	I кв. 2024	II кв. 2024	III кв. 2024	IV кв. 2024	2023	2024
Рост реального ВВП, % (кв/кв)	3,5	1,5	1,5	1,2	1,2	1,8	2,3	1,4
Базовый PCE, % (г/г)	4,1	4,0	3,6	3,4	3,3	3,0	4,3	3,3
Уровень безработицы, %	3,7	3,8	3,9	4,0	4,1	4,1	3,6	4,0
Темп роста средней почасовой заработной платы, %	4,4	4,2	4,2	3,9	3,5	3,3	4,4	3,7
Ставка ФРС (верхняя граница), %	5,50	5,75	5,75	5,75	5,50	5,25	5,4	5,6
Доходность 10-летних трежерис	4,10	4,13	4,03	4,03	3,97	3,79	3,9	4,0

Пессимистичный сценарий: рецессия в 2024 г.	III кв. 2023	IV кв. 2023	I кв. 2024	II кв. 2024	III кв. 2024	IV кв. 2024	2023	2024
Рост реального ВВП, % (кв/кв)	2,5	0,8	0,7	-0,5	-0,2	1,5	1,9	0,4
Базовый PCE, % (г/г)	4,0	3,7	3,2	2,9	2,7	2,4	4,2	2,8
Уровень безработицы, %	3,8	4,0	4,2	4,6	4,7	4,8	3,7	4,6
Темп роста средней почасовой заработной платы, %	4,3	4,0	3,9	3,5	3,1	2,8	4,3	3,3
Ставка ФРС (верхняя граница), %	5,50	5,50	5,50	5,25	5,00	4,75	5,3	5,1
Доходность 10-летних трежерис	3,86	3,77	3,67	3,62	3,51	3,40	3,7	3,6

Макроэкономический обзор

Прошедшее лето оказалось весьма благоприятным для экономики США. В августе мы пересмотрели базовый сценарий, убрав из него вариант, предполагавший рецессию, и представили ряд аргументов в пользу того, что экономика с более высокой вероятностью пройдет по пути «мягкого приземления» на горизонте следующих полутора лет. Далее мы представим взгляд на более краткосрочные макроэкономические перспективы.

Общая экономическая активность и рынок труда

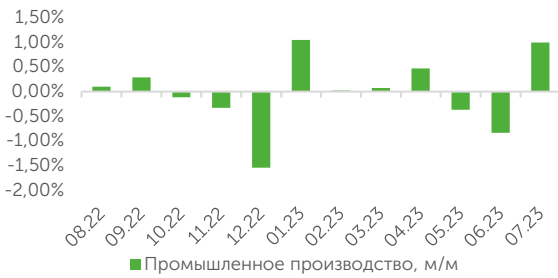
Модель GDPNow от ФРБ Атланты предсказывает рост ВВП на 5,6% по итогам III квартала. Любопытно, что консенсус-прогноз намного более консервативен: +2%. Мы предполагаем, что американский ВВП повысится на 3%, но хотели бы подчеркнуть: делать вывод о новом устойчивом ускорении экономики не стоит. Несколько факторов указывают на то, что летний бум на самом деле во многом связан с разовыми эффектами и препятствий для потребления становится больше. На этом фоне ожидаем в IV квартале прогнозируем замедление роста базового показателя экономики США до области 1%.

Во-первых, важным драйвером роста для потребительских расходов в июле-августе стали кинопремьеры блокбастеров «Барби» и «Оппенгеймер», а также

масштабные концертные туры Тейлор Свифт и Бейонсе. Помимо прямого эффекта от покупки билетов, есть и более важные косвенные факторы, которые связаны с увеличением объемов внутреннего туризма и, как следствие, рост авиаперелетов и числа бронирований в отелях, а также активизация спроса на услуги общепита. По оценкам Bloomberg Economics, вклад «культурного феномена» в рост ВВП в III квартале может составить 0,4–0,5 п.п.

Во-вторых, хотя угроза рецессии в последние два месяца существенно ослабла, сектор производства остается слабым звеном американской экономики: его общий объем в июле вырос на максимальный за полгода 1% м/м, по данным ФРС. Однако этот результат оказался выше консенсуса +0,3%, что объясняется аномально жаркой погодой в середине лета. Более половины роста промпроизводства (0,6 п.п. от 1 п.п.) было обеспечено увеличением объема генерации электроэнергии для кондиционирования помещений и т.д. В то же время результат за июнь был пересмотрен в сторону снижения, а это также делает июльский прирост менее впечатляющим. Более того, динамика промпроизводства была в значительной степени поддержана продолжающимся восстановлением автопрома после пандемии. В то же время выпуск других основных промтоваров остается слабым ввиду нестабильного спроса.

Промышленное производство



Источник: FactSet

В-третьих, у нас есть основания не принимать динамику ВВП как однозначный позитив. Дело в том, что такой альтернативный показатель экономического роста, как валовой национальный доход (ВНД, или GDI) в последние несколько кварталов демонстрирует сильное расхождение с валовым внутренним продуктом. Этот спред уже достиг 1,9%, а в последний раз он был на сопоставимом уровне в преддверии кризиса 2008 года. Причина наблюдаемых отклонений в снижающихся доходах и чистой маржинальности корпораций. К счастью, процесс, известный как рецессия прибылей (earnings recession), уже позади. Тем не менее спред между GDP и GDI вскоре должен начать сокращаться, а это может выразиться в существенном замедлении GDP по сравнению с GDI.

Показатели GDP и GDI



Источник: FactSet

Последняя «Бежевая книга» ФРС, сбор данных для которой завершился 28 августа, содержала смешанные тезисы. Примечательно, что в ней довольно часто упоминалось слово «неопределенность». С высокой степенью этой самой

неопределенности все еще приходится справляться компаниям, даже несмотря на то, что опасения относительно рецессии значительно упали за последние два квартала.

В «Бежевой книге» подчеркивается, что экономический рост в июле и августе оказался сдержанным (это входит в противоречие с данными GDPNow ФРБ Атланты), так как спрос на дискреционные товары ослабевает, оказывая давление на производственный сектор. Спрос на путешествия был удивительно сильным, но отмечается, что индустрия туризма, вероятно, прошла через последнюю стадию реализации высокого отложенного спроса.

Потребители в большей степени опирались на личные накопления. Участвовавшие в опросах представители некоторых регионов отметили, что домохозяйства уже исчерпали избыточные сбережения и стали чаще обращаться к потребительским кредитам для финансирования покупок. Подчеркнем, что информация об исчерпании сбережений, накопленных американцами за период пандемии благодаря мерам господдержки, появилась в «Бежевой книге» впервые.

Хотели бы также обратить внимание на то, расходы потребителей в июле с поправкой на инфляцию после июньского роста на 0,4% м/м увеличились на 0,6% м/м, оказавшись сильнее прогноза. Ввиду слабой динамики реальных доходов уровень ежемесячных сбережений резко снизился с 4,3% до минимума с ноября 2022-го на отметке 3,5%. Это ограничивает потенциал поддержания сильного роста расходов в ближайшие месяцы. К тому же избыточные сбережения в июле сократились более ощутимо: по нашим оценкам, их падение составило 27,9% м/м, до \$268,6 млрд.

Между тем повышенные процентные ставки продолжают сдерживать рынок недвижимости, сталкивающийся с дефицитом предложения вторичного жилья. За счет последнего, по данным ФРС, жилищное строительство набирает обороты, однако застройщики испытывают давление

более высоких затрат на финансирование и страхование.

Публикации индексов PMI от ISM и опроса потребителей Conference Board за август позволили нам обновить расчет вероятности рецессии. По нашей модели, риск экономического спада увеличился до 46%. Отметим, что показатель бизнес-активности в секторе услуг улучшился, но настроения потребителей за июль были пересмотрены в негативную сторону. В частности, оценки текущих условий на рынке труда изменились, отразив более сдержанное восприятие потребителями количества и качества вакансий. Как показали данные за август, переоценка сложившихся условий на рынке труда продолжилась: спред между теми, кто видит «обилие вакансий», и теми, кто отмечает трудности при поиске работы, сократился до 26,2 п.п. – минимума с апреля 2021 года.

Вероятность рецессии по модели Freedom Broker

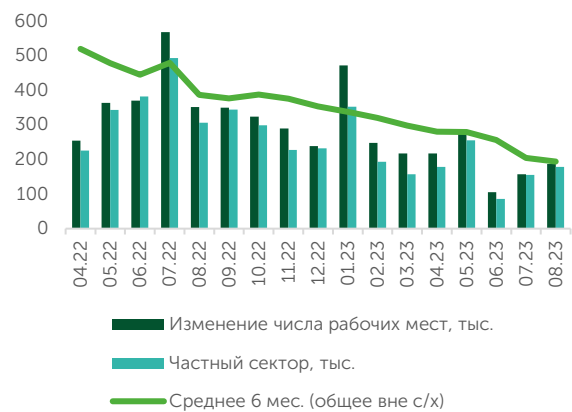


Источник: Bloomberg, расчеты Freedom Broker

Охлаждение рынка труда, характер которого воспринимается нами весьма позитивно, трактуется моделью как фактор риска, поэтому мы склонны в разумных пределах дисконтировать это усиление вероятности рецессии. Далее проясним этот тезис и проанализируем более подробно текущее состояние рынка труда.

Количество новых рабочих мест в экономике США за август составило 187 тыс., превзойдя среднерыночные ожидания. Основной вклад вновь обеспечил сервисный сектор, при этом сильную динамику показали строительство, машиностроение и металлургия. Сокращение числа рабочих мест отразил логистический сектор. Одной из причин этого стало банкротство крупной транспортной компании Yellow Corp., из-за которого без работы осталось 30 тыс. человек. Снижение уровня занятости наблюдалось и в киноиндустрии в связи с недавними забастовками. В то же время данные за июнь-июль пересмотрены вниз в общей сложности на 110 тыс. В результате средние трех- и шестимесячные темпы создания рабочих мест замедлились до уровня конца 2019-го – начала 2020 года, что подтверждает тенденцию найма к замедлению.

Темпы найма вне сельского хозяйства



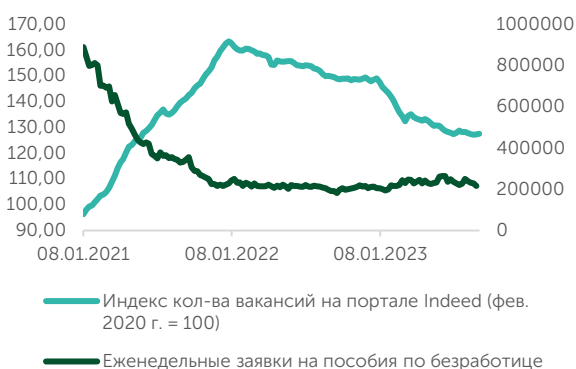
Источник: FactSet

Безработица выросла на 0,3 п.п., до 3,8%, вернувшись к уровням февраля 2022 года. Главным образом это обусловлено возвращением все большего числа людей на рынок труда, то есть, по сути, позитивным фактором. Так, коэффициент участия в рабочей силе поднялся до 62,8%, а доля занятого населения в возрасте 25–54 лет находится на максимальных значениях за последние два десятилетия. Это отражает необходимое для регулятора восстановление предложения на рынке труда и более сбалансированное соотношение со спросом.

В свою очередь, это позволит в будущем сдерживать рост заработных плат и уменьшать инфляционное давление. В августе уже зафиксировано замедление роста средней почасовой оплаты труда в сравнении с июлем. Так, месячный рост на 0,2% стал наименьшим с начала прошлого года. Годовые темпы замедлились до 4,3%, оказавшись несколько слабее ожиданий.

По данным JOLTs, число открытых вакансий сократилось в июле сильнее прогноза – с июньских 9,17 млн до 8,83 млн. При этом основное снижение пришлось на сервисный сектор. За счет этого отношение к числу безработных сократилось до 1,5х. Если оценивать более свежие данные от портала Indeed, по ним видно, что количество вакансий в августе и начале сентября уменьшалось плавно. Мы оцениваем этот факт позитивно, принимая в расчет и то, что динамика еженедельных заявок на пособие по безработице явно отражает низкую склонность работодателей к увольнениям сотрудников. Ожидаем, что уровень безработицы будет двигаться в умеренном восходящем тренде по мере дальнейшего замедления найма и повышения численности рабочей силы. Закладываем значение 3,9% на IV квартал этого года.

Факторы спроса и предложения на рынке труда



Источники: FactSet, FRED

Резюмируя все вышесказанное, заключаем, что экономика выглядит устойчивой, но потенциально сильный рост ВВП за третий квартал не должен обмануть инвесторов: ее существенное замедление все же

должно последовать в IV квартале. Помимо того, что домохозяйства во многом уже исчерпали свои возможности по поддержанию модели потребления на текущем повышенном уровне, важным фактором становится возобновление выплат по студенческим кредитам впервые с начала пандемии. По разным оценкам, в некоторых случаях заемщики будут выплачивать по \$150–350 в месяц, но их численность в США составляет только 45–46 млн человек, поэтому средневзвешенная выплата на каждого взрослого вряд ли превысит \$40 в месяц. Суммарный эффект этого фактора не превышает 1% объема персональных расходов (PCE). Мы ожидаем, что указанной дополнительной нагрузки на финансы домохозяйств будет недостаточно, чтобы погрузить экономику в рецессию. В то же время траектория роста ВВП опустится ниже долгосрочного тренда, что для ФРС и борьбы с инфляцией станет позитивным сигналом. Таким образом, базовый сценарий «мягкого приземления» сохраняет актуальность.

Инфляционная картина

Мы полагаем, что инфляционные тренды до конца 2023 года будут иметь смешанный характер. Это означает, что базовые показатели CPI и PCE (без учета динамики цен на энергоносители и продукты питания) продолжат демонстрировать постепенное снижение годовых темпов роста, в то время как общие инфляционные показатели стабилизируются на некомфортно высоких уровнях из-за увеличения цен на энергоносители.

В июне и июле базовый PCE в ежемесячном выражении прибавлял по 0,2%, что сопоставимо с таргетом ФРС, если переводить ежемесячную динамику в годовую. Впрочем, мы не спешим экстраполировать столь низкое инфляционное давление на следующие периоды и закладываем средний рост базового PCE в августе-декабре на уровне 0,3% м/м. Экономика остается сильной в части услуг, и компонент цен в этом секторе в рамках релиза PMI от ISM вновь перешел к росту в июле-августе, указывая на

некоторое ослабление влияния дезинфляционных факторов.

Инфляция в базовых услугах без учета жилья



Источник: FactSet

В части основных товаров больше не фиксируется такое существенное дефляционное влияние, как в мае-июне. Позитивный эффект от восстановления цепочек поставок явно исчерпан. Об этом свидетельствует компонент поставок в производственном PMI от ISM. Мы не ожидаем нового витка инфляции в товарах, так как спрос выглядит ограниченным, а предложение нормализованным, но и на устойчивую дефляцию рассчитывать не стоит.

Компоненты производственного PMI от ISM

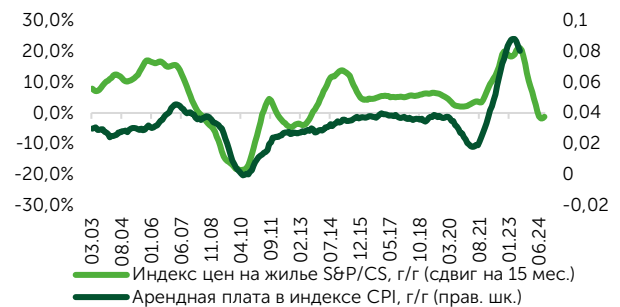


Источник: FactSet

Позитивным элементом рассматриваемой макроэкономической картины по-прежнему служит модерация инфляции в жилищном компоненте, которая в силу

заложенных в методологию расчета лагов будет обеспечивать длительный дезинфляционный эффект. Хотя цены на жилье лишь косвенным образом влияют на ставки аренды, которые входят в CPI, мы видим, что удорожание жилья полностью прекратилось под влиянием ужесточения ДКП. Охлажденный рынок недвижимости должен привести к нормализации роста ставок аренды.

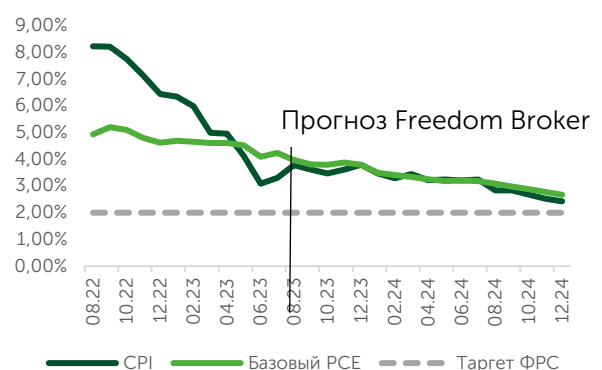
Аренда в CPI



Источник: FactSet

Давление со стороны роста зарплат будет постепенно ослабевать благодаря охлаждению рынка труда, которое обсуждалось выше. В то же время процесс транслирования менее активного повышения зарплат в конечные цены, вероятно, займет продолжительное время. На этом фоне мы закладываем в базовый сценарий снижение базового PCE лишь до 3,8% по итогам IV квартала.

Прогнозы CPI и базового PCE



Источник: FactSet, расчеты Freedom Broker

Значимым фактором сохранения повышенной общей инфляции мы считаем рост цен

на энергию. Только за июль и август котировки Brent прибавили около 15%, продолжив двигаться вверх и в первой половине сентября. Триггером для продолжения восходящего движения стали скоординированные действия России и Саудовской Аравии по продлению добровольного сокращения добычи и поставок углеводородного сырья. Предполагаем, что после

небольшой коррекции котировки Brent перейдут к плавному росту до области \$95 к концу года (при условии отсутствия рецессии), а в моменты пикового спроса не исключаем тестирование отметки \$100. На этом фоне общий индекс потребительских цен будет колебаться в диапазоне 3,5–3,8% г/г до конца 2023 года, на IV квартал закладываем повышение ИПЦ на 3,6%

Действия РФС

Сравнительные прогнозы базовых макропеременных на 2023-2025 годы и ориентиров ФРС*

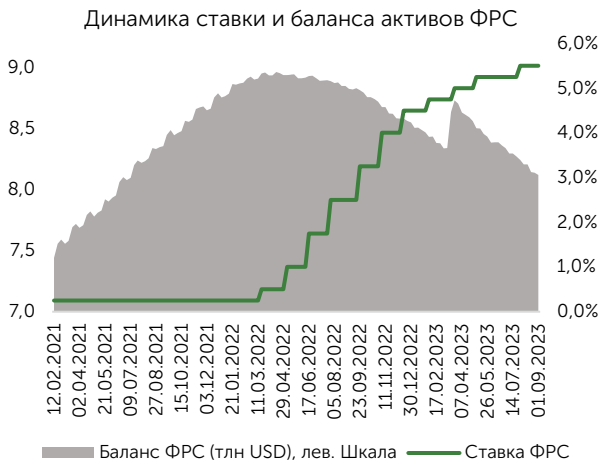
	2023	2024	2025	Долгосроч.
Рост реального ВВП, % (IV кв./IV кв.)				
ФОМС в марте	0,4	1,2	1,9	1,8
ФОМС в июне	1,0	1,1	1,8	1,8
Прогноз Freedom Broker **	2,0	1,0	-	1,8
Уровень безработицы, % (ср. знач. в IV кв.)				
ФОМС в марте	4,5	4,6	4,6	4,0
ФОМС в июне	4,1	4,5	4,5	4,0
Прогноз Freedom Broker **	3,9	4,3	-	4,0
Базовая инфляция PCE, % (IV кв./IV кв.)				
ФОМС в марте	3,6	2,6	2,1	-
ФОМС в июне	3,9	2,6	2,2	-
Прогноз Freedom Broker **	3,8	2,8	-	-
Ставка ФРС, % (на конец года)				
ФОМС в марте	5,1	4,3	3,1	2,5
ФОМС в июне	5,6	4,6	3,4	2,5
Прогноз Freedom Broker **	5,8	5,0	-	2,5

Источник: federalreserve.gov, расчеты Freedom Broker

* Прогноз ФРС – прогнозные материалы, представленные регулятором, по итогам июньского заседания

**Представленные цифры прогноза Freedom Broker соответствуют базовому сценарию

В течение III квартала ФРС (без учета решения по итогу сентябрьского заседания) повысила ставку единой – в июле, на 25 б.п., до отметки 5,5%, и ожидаемо сохранила ее на прежнем уровне по итогам сентябрьского заседания.



Источник: Factset

Наиболее значимые события вокруг Фед-резерва с начала III квартала – июльское заседание FOMC, выступление Джерома Пауэлла на саммите глав мировых ЦБ в Джексон-Хоуле в августе и пресс-конференция по итогам сентябрьского заседания.

На заседании ФРС, состоявшемся 25-26 июля, ключевая ставка была ожидаемо повышена на 25 б.п., до диапазона 5,25–5,50%, максимального с 2001 года. На итоговой пресс-конференции Джером Пауэлл отметил некоторый прогресс в плане замедления инфляции в годовом выражении и стабилизацию долгосрочных инфляционных ожиданий.

Улучшение прогноза ФРС, ускорение роста ВВП США в I-II кварталах и сохранение высоких уровней другими макропоказателями усилило опасения относительно дополнительных повышений ключевой ставки. Это обусловило отрицательную динамику на рынках в преддверии выступления Джерома Пауэлла в Джексон-Хоуле, риторика которого прогнозировалась как «ястребиная». В частности, инвесторы опасались пересмотра нейтральной ставки ФРС. Однако тревожные ожидания не

подтвердились, и риторика председателя регулятора была нейтральной. Пауэлл отметил, что на основании сильных данных за два месяца делать выводы об устойчивом тренде преждевременно, а также оценил прогресс в части сдерживания инфляции в сервисном сегменте как недостаточный.

Сентябрьское заседание Комитета по открытым рынкам (FOMC) Федрезерва содержало как значимые позитивные, так и существенные негативные моменты. Среди позитивных аспектов выделим следующие:

- **Существенное улучшение экономических прогнозов.** ФРС рассчитывает, что ВВП в 2023-м и 2024 году увеличится на 2,1% и 1,5% соответственно, тогда как в июне ориентировалась на рост на 1% и 1,1%. Прогноз безработицы в текущем и следующем году снижен с 4,1% и 4,5% до 3,8% и 4,1% соответственно. Джером Пауэлл отдельно отметил нормализацию ситуации на рынке труда, заявив об ожидании позитивных трендов в будущем, что обеспечит поддержку дезинфляционным тенденциям. Про забастовки Пауэлл сказал мало, отметил высокую неопределенность, выразив мнение, что макроэкономический эффект от подобных событий «обычно небольшой».
- **Незначительные изменения ориентиров в отношении инфляции.** Прогноз общего ценового индекса расходов на личное потребление (PCE) на текущий год повышен до 3,3%, а на следующий сохранен на уровне 2,5%. Прогноз базового PCE на 2023-й понижен с 3,9% до 3,7%, ожидания на 2024-й оставлены без изменений на отметке 2,6%. Глава ФРС вновь подтвердил, что считает «мягкую посадку» экономики вероятным сценарием, но указал сохранение рисков неопределенности.

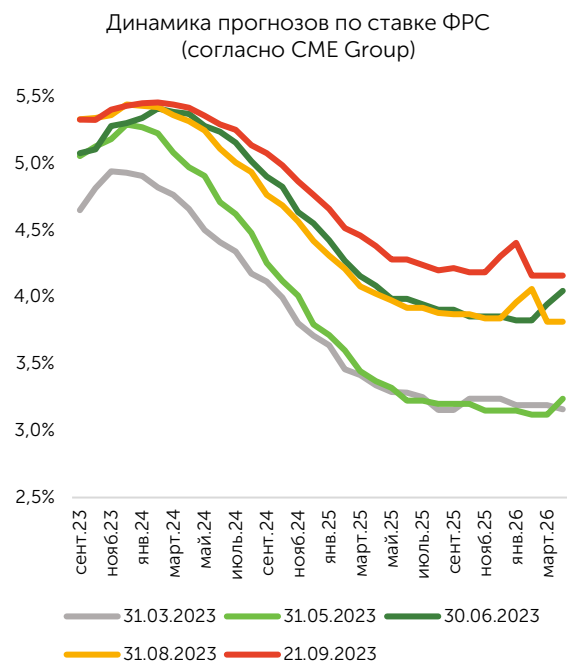
Среди факторов давления на рынок по итогам публикации данных ФРС и выступления Пауэлла отмечаем, что:

- **Часть рисков, которых опасался рынок, реализовалась.** В частности, обновленные прогнозы ФРС в отношении ключевой ставки на 2024-й и 2025 год были пересмотрены с 4,6% и 3,4% до 5,1% и 3,9% соответственно. Это изменение вызвало острую реакцию со стороны доходности десятилетних казначейских бумаг и привело к повышению консенсуса в отношении ставки ФРС до конца 2025 года с 4% до 4,3%.
- **Риторика Джерома Пауэлла остается осторожной.** Комментируя прогнозы ставки, глава ФРС напрямую увязывал ее будущую траекторию именно с состоянием экономики США, которая «оказалась сильнее, чем кто-либо ожидал». Более жесткие ожидаемые монетарные условия в следующие два года при фактическом сохранении прогнозов инфляции указывают на повышенные риски и неопределенность в отношении роста цен, что заставит ФРС проявить осторожность со смягчением ДКП.
- **Неопределенность ориентиров Пауэлла относительно нейтрального уровня ставки.** В то же время глава регулятора отметил вероятность того, что этот уровень повысился и «может быть выше долгосрочной ставки, указанной в прогнозах ФРС». На потенциальный сдвиг величины нейтральной ставки указывает и тот факт, что диапазон оценок ставки долгосрочной, измеряемый «центральной тенденцией», незначительно сместился вверх.
- **Комментарий в отношении прочих актуальных проинфляционных рисков.** Говоря о них, Пауэлл отметил, что более длительный период высоких цен на нефть может привести к повышению инфляционных ожиданий населения и что данный фактор уже учтен в прогнозах ФРС.
- **Подтверждение готовности регулятора повысить ставки при необходимости и удерживать их на «ограничительном» уровне»** до

появления уверенности в устойчивости тренда на замедление инфляции.

Таким образом, более сильные, чем предполагали изначальные прогнозы, макроэкономические данные, несмотря на сохраняющиеся благоприятные инфляционные тренды, стимулируют опасения, что снижение инфляции станет менее активным, а ограничительные ставки будут сохраняться дольше. Из графика ниже следует вывод, что участники рынка за III квартал значительно пересмотрели прогнозы относительно интенсивности снижения ключевой ставки в перспективе до I полугодия 2026 года.

На этом графике наблюдается близкий к параллельному сдвиг ожидаемой ставки вверх фактически на протяжении всей кривой (до I полугодия 2026-го) по сравнению с уровнями, ожидавшимися по состоянию на 31 марта 2023-го. Изменения ориентиров по будущим ставкам с июня и по состоянию на 21 сентября выглядят не столь значительно. Наиболее заметны они на дальнем конце рассматриваемой кривой, что отражает текущие страхи относительно более длительного периода сохранения высоких ставок ФРС.

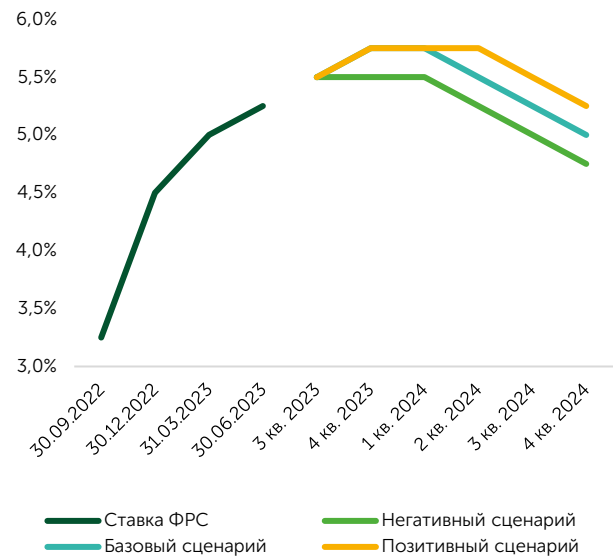


Источник: Factset

Более сильная, чем изначально предполагалось, макросреда – это проинфляционный фактор, поэтому базовый прогноз предельного уровня ставки ФРС мы пересмотрели до 5,75%. Также базовый сценарий предполагает, что на пиковых уровнях ставка продержится до середины будущего года: первое снижение вероятно только в конце II квартала 2024-го. На конец будущего года ориентируемся на ставку на уровне 5%. Ключевым драйвером для дополнительных повышений ставки, как было отмечено выше, может стать более устойчивый макроэкономический фон, а также внешние факторы, в первую очередь, касающиеся цен на сырьевые товары, продукты и энергоносители. Смягчение условий на рынке труда, рост ставок по потребительским и автокредитам, возобновление погашения студенческих займов не дает нам оснований прогнозировать дополнительное усиление деловой активности, а это сигнализирует о сохранении дезинфляционного тренда в среднесрочной перспективе. Повышение цен на энергоносители может оказаться в числе локальных факторов, стимулирующих инфляцию. Однако

базовый показатель не учитывает колебаний цен на энергоносители и продукты питания, поэтому соответствующий эффект для ключевой метрики (Core PCE), отслеживаемой ФРС, будет ограниченным.

Динамика ставки ФРС и прогнозы Freedom Broker



Источник: Factset, прогнозы Freedom Broker

Обзор рынка акций США. Итоги III квартала 2023 года

Наш изначальный прогноз, на III квартал (мы ожидали нейтрально-негативной динамики рынка) был частично реализован. От пиковых июльских уровней к середине сентября рынок снижался на ~5%. При этом до открытия основной торговой сессии 28 августа мы обновили выю по рынку, заменив позиционирование на «бычье».

По состоянию на 11 сентября S&P 500 демонстрирует слабopоложительную динамику кв/кв (+0,8%). Июль оказался для индекса широкого рынка очень сильным, прирост котировок составил около 3%.

Ключевые драйверы роста рынка в течение июля:

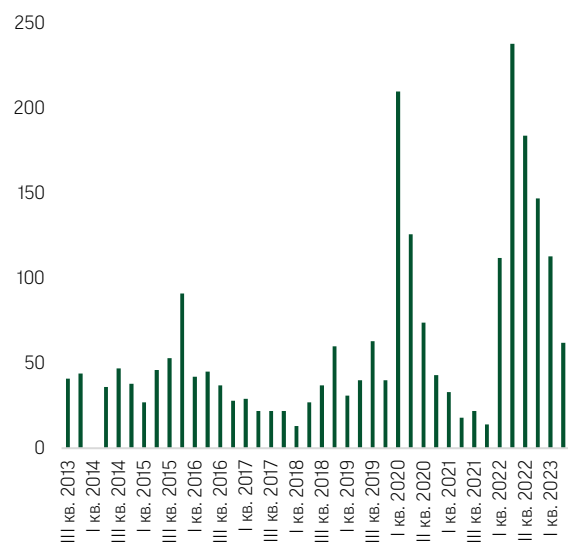
Макроданные

Сильные макроданные стимулировали масштабные переоценки рынком вероятности рецессии в США в 2023–2024 годах, что оказывало выраженный позитивный эффект на рыночный сентимент в течение III квартала. Отсылки к эффекту FOMO («страх что-то пропустить» или «синдром упущенной выгоды») звучали часто в течение последних нескольких месяцев. Согласно данным августовского опроса [BofA](#) (опрос крупнейших управляющих активами в мире), вероятность рецессии в следующие 12 месяцев, снизилась с 88% по состоянию на ноябрь 2022 года до 58%. Кроме того, рынок продолжает ставить на то, что рецессия будет поверхностной (опрос [BofA](#) за июль показал, что 68% респондентов ожидает мягкой посадки экономики). Эффект FOMO стимулировал перетоки средств глобальных управляющих. По опросу [BofA за август](#), доля кэша в структуре портфелей сократилась с ~6,3% в октябре 2022 года до 4,8% – медианного уровня, вокруг которого значение колебалось в 2012–2023 годах. При этом, по данным [BofA](#), в общей структуре портфелей глобальных управляющих вес акций остается ниже 20-летних средних значений на 1,2%, что при условии сохранения текущих

макроданных и монетарных условий может указывать на поддержку рынку.

Позитив, связанный с переоценкой восприятия макросреды, исходил из нескольких источников. В конце июня инвесторы получили итоговую оценку роста ВВП за I квартал, которая составила 2% (ожидался рост на 1,4%). В конце июля аналогичный сюрприз преподнесли предварительные данные ВВП за II квартал, зафиксировавшие увеличение показателя на 2,4% против ожиданий на уровне 1,8% (вторая оценка была пересмотрена в сторону снижения, до 2,1%, а динамика потребительских расходов, по уточненной оценке, оказалась выше). Также рынки приняли во внимание заявление главы ФРС по итогам июльского заседания о том, что штатные экономисты Федрезерва отказались от прогноза рецессии в 2023 году, учитывая «устойчивость экономики», и теперь ожидают лишь замедления роста.

Отражением изменения нарратива относительно страхов рецессии является статистика [Factset](#) относительно частоты упоминания менеджментом компаний темы рецессии на итоговых пресс-конференциях, посвященных публикации квартальной отчетности.



Источник: Factset

Искусственный интеллект (ИИ)

Среди локальных позитивных драйверов можно отметить также сохранение импульса, обусловленного бумом ИИ, что стимулировало переоценки потенциала роста производителей полупроводников.

Как можно видеть на графике ниже, динамика котировок компаний, входящих в топ-5 по капитализации, по-прежнему значима для движений индекса широкого рынка (вклад в прирост капитализации S&P 500 на уровне 49%). В то же время эмитенты, имеющие отношение к ИИ-технологиям, включая Microsoft, Alphabet, NVIDIA, обогнали S&P 500 по темпам роста (+103% от прироста капитализации S&P 500). Фактор ИИ преимущественно благодаря NVIDIA и IBM и без учета динамики Microsoft и Alphabet обеспечил вклад в общий рост на уровне 28%.



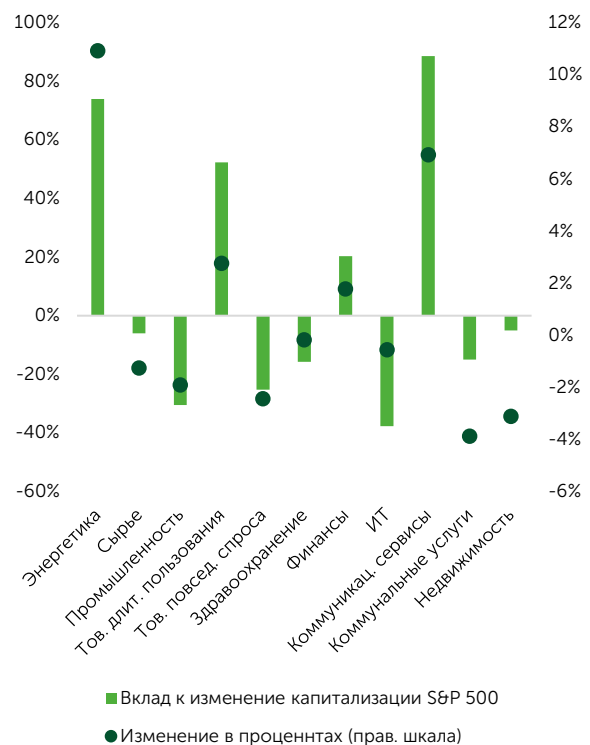
Источник: Factset. Расчеты Freedom Broker. Данные по состоянию на 11 сентября

* Изменение котировок по группам акций, кроме S&P 500, рассчитывается как среднее арифметическое

Таким образом, прогноз, согласно которому компании из топ-5 по капитализации

будут демонстрировать динамику слабее рынка, не был реализован. Мы недооценили эффект от потенциального улучшения маржинальности Amazon (AMZN), а также стабилизацию в сегменте онлайн-рекламы, что позволило Alphabet (GOOGL) улучшить финансовые метрики. Сохранение крайне сильной динамики NVIDIA (NVDA) также оказалось сюрпризом, поскольку оценки в отношении компании остаются «растянутыми». В результате мы улучшили позиционирование по Amazon (AMZN) и Alphabet (GOOGL) и добавили их бумаги в базовый модельный портфель. Инвестиции в NVIDIA (NVDA) предлагаем инвесторам с агрессивным риск-профилем.

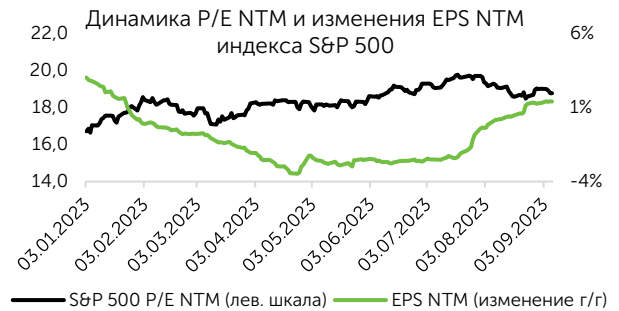
Динамика в разрезе секторов и их вклад в изменение капитализации индекса широкого рынка в течение II квартала были неоднородными, с выраженным преобладанием отдельных секторов (подробнее по динамике в разрезе секторов ниже).



Источник: Factset. Расчеты Freedom Broker. Данные по состоянию на 11 сентября

Рост оценочных мультипликаторов

- С начала года и, в частности, в рассматриваемом квартале фактический вклад в переоценку индекса широкого рынка вносило изменение оценочных мультипликаторов, в то время как пересмотр форвардной EPS оказал относительно незначительное влияние.



Источник: Factset, расчеты Freedom Broker

Итоги сезона отчетности за II квартал 2023

Наименование	Отчиталось компаний (%)	Ожидаемый рост EPS	Вклад сектора в динамику S&P 500	Ожидаемый рост EPS, по состоянию на 31 марта 2023	Сюрприз по EPS	Позитивный сюрприз	Негативный сюрприз
S&P 500	100%	-4,1%	-4,1%	-4,8%	7,7%	79,8%	15,8%
Услуги связи	100%	19,3%	1,5%	11,2%	6,3%	82,6%	17,4%
Потребтовары длит. пользования	100%	54,6%	3,1%	25,6%	20,9%	86,5%	13,5%
Повседневные товары	97%	7,3%	0,5%	6,3%	6,0%	78,4%	16,2%
Энергетика	100%	-51,5%	-6,7%	-40,3%	3,1%	73,9%	17,4%
Финансы	100%	6,7%	1,1%	8,1%	6,7%	71,8%	23,9%
Здравоохранение	100%	-27,2%	-4,4%	-13,5%	4,9%	87,7%	10,8%
Промышленность	99%	13,8%	1,1%	3,6%	8,5%	78,4%	16,2%
ИТ	100%	4,0%	0,7%	-5,8%	8,7%	90,8%	4,6%
Сырье	100%	-29,0%	-1,2%	-24,4%	7,2%	75,9%	20,7%
Недвижимость	100%	10,7%	0,3%	9,3%	2,7%	67,7%	19,4%
Коммунальные услуги	100%	1,3%	0,0%	6,4%	8,3%	70,0%	23,3%

Источник: Factset

В начале сезона отчетности рынки активно и позитивно отреагировали на результаты крупнейшей группы банков, не увидев признаков заметного ухудшения спроса на кредитные продукты. При этом отчеты крупнейших по капитализации компаний оказывали

неоднозначный эффект на динамику индекса S&P 500. Если котировки Amazon (AMZN), Alphabet (GOOGL) и Meta (META) заметно прибавили на фоне выхода отчетности, то в акциях Apple (AAPL), Microsoft (MSFT) и Tesla (TSLA) релизы квартальных

результатов стимулировали фиксацию прибыли.

В целом итоги сезона отчетности за II квартал можно обозначить как нейтрально-позитивные. С одной стороны, EPS индекса S&P 500 сокращается третий квартал подряд (по состоянию на 16 августа прогнозируется снижение на 3,6% г/г). С другой стороны, фактическая негативная динамика показателя отстает от ожиданий на момент старта сезона отчетности (-6,2% г/г). Амплитуда изменения ожидаемой динамики EPS по индексу S&P 500 по итогам II квартала выглядит слабее по сравнению с предыдущим кварталом.



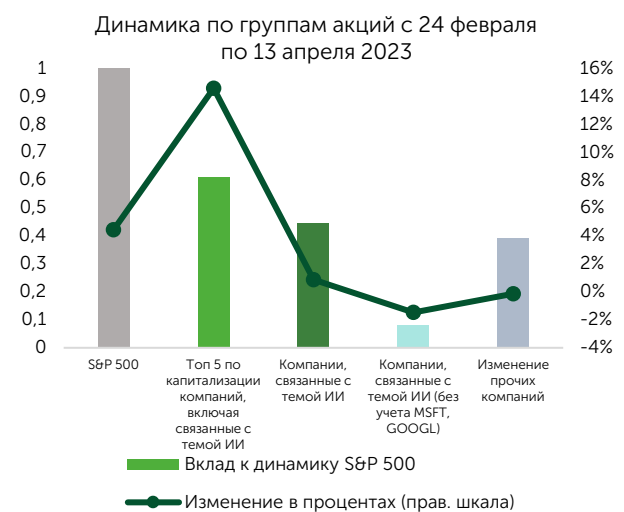
Источник: Factset, расчеты Freedom Broker

С секторальной точки зрения по итогам II квартала тренды изменились. За январь-март более половины секторов (6 из 11) отмечались падением прибыли, за апрель-июнь негативную динамику показателя зафиксировали лишь три сектора (энергетика, сырье и здравоохранение). Из-за коррекции в ценах на нефть и газ, а также под влиянием высокой базы прошлого года EPS энергетического сектора просел на 51,5% г/г. Без его учета EPS по индексу S&P 500 повысилась на 2,6%, в то время как исключение результата энергетиков из статистики за первый квартал ведет к увеличению убытка по S&P 500 с 1,67% до 2,77%. В последнем отчетном квартале существенное улучшение продемонстрировали сектора ИТ и коммуникаций. Их положительный вклад в совокупную EPS индекса

оказался равен \$0,71 и \$1,51 соответственно после отрицательного на уровне \$0,92 и \$1,92. Существенный рост EPS продемонстрировали поставщики товаров повседневного спроса (+7,3% после -0,3% в прошлом квартале), недвижимости (+10,7% после +3,4%) и коммунальных сервисов (+1,3% после -22,3%). Без существенных изменений осталась динамика в секторе поставщиков товаров длительного пользования (+54,6%/+54,8%) и у представителей финансовой индустрии (+6,7%/+5,2%).

Несмотря на ряд схожих моментов для сезонов отчетности за I и II кварталы, настроения инвесторов перед началом публикаций существенно отличались.

С момента окончания сезона отчетности за IV квартал до старта следующего аналогичного периода рынки находились в режиме «осторожных, концентрированных покупок» с основным фокусом на крупнейшие по капитализации компании и предпочитали не вкладываться в эмитентов за пределами топ-10 по капитализации.



Источник: Factset, расчеты Freedom Broker

Разрешение проблемы потолка госдолга и публикации ряда сильных макроданных, существенно улучшили общие настроения биржевых игроков. В результате с окончания сезона отчетности за I квартал до начала следующего рыночное ралли расширилось и охватило больше секторов и компаний.

Динамика по группам акций с 19 мая по 13 июля 2023



Источник: Factset, расчеты Freedom Broker

С начала года по 19 мая S&P 500 вырос на 9,1%, а с этого дня по 13 июля прибавил еще 7,6%. Эта динамика сигнализирует о том, инвесторы ожидали сильного сезона отчетности за II квартал и наращивали позиции заранее, что в конечном итоге сказалось на реакции рынка на публикации корпоративных результатов.

Реакция рынка на сезон отчетности

Поскольку к старту сезона отчетности за II квартал с начала года S&P 500 поднялся на 17,5%, реакция рынка на релизы была закономерно слабой. По данным Factset, величина снижения котировок на фоне превышения фактического EPS над ожидаемым (положительный сюрприз) оказалась наибольшей с 2018 года.



Источник: Factset, расчеты Freedom Broker

Кроме указанной динамики индекса широкого рынка и сохранения его оценочных мультипликаторов на завышенных уровнях давление на настроения оказывали несколько факторов:

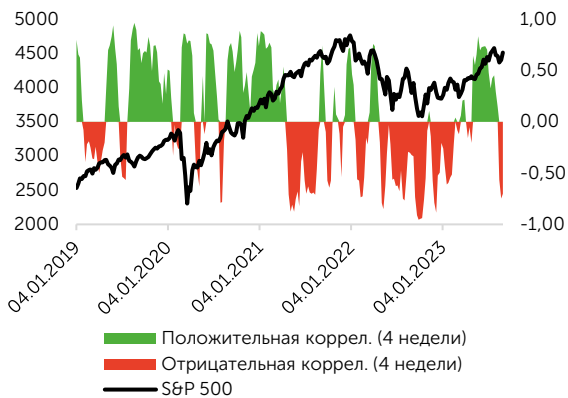
- Эффект высокой базы. Интенсивный рост котировок начался до сезона отчетности, а оценки рынка были завышенными. Это стимулировало фиксацию прибылей. Кроме того, ход сезона отчетности за II квартал не сопровождался заметным улучшением прогнозов EPS на III и IV кварталы, что также стимулировало опасения участников рынка.
- По данным Factset, 49 компаний представили негативные прогнозы на III квартал, а 30 дали позитивные. Это распределение соответствует средним уровням за последние 10 лет. С учетом благоприятного макроэкономического фона для поддержания «бычьего» тренда рынку были нужны более сильные результаты и уверенные прогнозы.

В августе рынок столкнулся с распродажами. Среди факторов, сохраняющих актуальность:

Инфляционные опасения

- Ключевым фактором давления на настроения рынка, стала, как ни парадоксально, сильная деловая активность и существенное ускорение роста ВВП США в I полугодии. Т.е. после скачка котировок индекса S&P 500 на 19,5% (по состоянию на 31 июля 2023 года), а также на фоне затухания нарратива о возможной рецессии в США в обозримой перспективе вкупе с повышенными оценками фокус инвесторов начал смещаться в пользу факторов риска. Наиболее выраженным из них в ближайшей перспективе является риск сохранения более устойчивой инфляции, так как сильная макросреда является проинфляционным фактором. Данные опасения подтолкнули доходности к 10-летним казначейских облигаций США к росту, а

корреляция между доходностью го-соблигаций и индексом S&P 500 ушла в отрицательную зону.



Источник: Factset, расчеты Freedom Broker

В качестве иллюстрации того, как рынок реагировал на публикации макростатистики в августе – начале сентября, приводим график, который отражает корреляцию экономических сюрпризов (согласно данным Citi) и динамики индекса S&P 500. Таким образом, по сравнению с маем-июнем

2023 года, когда рецессионные опасения активно снижались, в течение июля-сентября корреляция рынка с макроданными сменилась на обратную.



Источник: Factset, расчеты Freedom Broker

Инвесторы опасаются, что ставки могут сохраняться на предельном уровне в течение более длительного, чем предполагалось изначально, периода. Пока рынок полностью не заложил в ожидания повышение ставки ФРС до отметки 5,75% к концу года, но вероятность такого исхода усиливается.

	12 сентября 2023	11 сентября 2023	1 сентября 2023	11 августа 2023
5,00–5,25%	0,0%	0,0%	2,2%	8,1%
5,25–5,50%	53,9%	55,1%	54,3%	59,3%
5,50–5,75%	40,9%	39,7%	40,4%	29,9%
5,75–6,00%	5,0%	5,1%	3,1%	2,6%
6,00–6,25%	0,2%	0,2%	0,0%	0,0%

Источник: cmegroup.com

Если ФРС поднимет ставку еще на 25 б.п., более высоким окажется и ее предельный уровень. Кроме того, до начала снижения процентных ставок пройдет больше времени.

Инфляционные страхи подогреваются и ситуацией на рынке нефти, демонстрирующей рост из-за продолжения ограничений добычи со стороны Саудовской Аравии и

РФ до конца нынешнего года. Freedom Broker повысил прогноз цены Brent по итогам 2023-го до \$95–100.

Снижение кредитных рейтингов

Fitch понизило суверенный рейтинг США на одну ступень, до AA+, что провоцирует опасения фискального ужесточения в среднесрочной перспективе. В сторону

ухудшения некоторые агентства пересмотрели рейтинги ряда американских банков.

К концу августа рынки перешли к отскоку и смогли компенсировать часть понесенных за этот месяц потерь. По его итогу индекс S&P 500 опустился на 1,8%, притом что на максимуме коррекция достигала 4,8%. Более слабые, чем предполагал прогноз, данные по рынку труда поддержали «бычьи» настроения и ограничили рост 10-летних гособлигаций США.

Смешанные макроданные, опубликованные с начала сентября, не позволили S&P 500 развить восходящий тренд. При повышении безработицы с 3,5% до 3,8% и замедлении увеличения оплаты труда до 0,2% м/м (консенсус: +0,3%) инвесторы сфокусировали внимание на росте деловой активности в секторе услуг (ISM) и ускорении повышения цен в месячном выражении как в производственном, так и в сервисном сегментах (согласно августовским опросам от ISM).

Динамика котировок по секторам (подробнее по секторам ниже)

	III кв. 2023	II кв. 2023	I кв. 2023	С начала года
S&P 500	0,8%	8,3%	7,0%	16,9%
Энергетика	10,9%	-1,8%	-5,6%	2,9%
Сырье	-1,3%	2,8%	3,8%	5,3%
Промышленность	-1,9%	6,0%	3,0%	7,1%
Товары длительного пользования	2,8%	14,3%	15,8%	36,0%
Товары повседневного спроса	-2,4%	-0,2%	0,2%	-2,5%
Здравоохранение	-0,2%	2,5%	-4,7%	-2,5%
Финансы	1,8%	4,8%	-6,0%	0,2%
Информационные технологии	-0,6%	16,9%	21,5%	41,3%
Коммуникационные сервисы	6,9%	12,8%	20,2%	45,0%
Коммунальные услуги	-3,9%	-3,3%	-4,0%	-10,8%
Недвижимость	-3,1%	0,8%	1,0%	-1,3%

Источник: stegroup.com. По состоянию на 7 сентября 2023

По итогам III квартала выраженную позитивную динамику продемонстрировали сектора энергетики (+10,9%), коммуникационных сервисов (+6,9%) и товаров длительного пользования (+2,8%). Поддержку сектору энергетики оказало существенное восстановление нефтяных котировок на фоне сокращения добычи в Саудовской Аравии и РФ, несмотря на слабую динамику финансовых показателей. Рост котировок коммуникационного сектора был обеспечен ожиданиями улучшения макроэкономического фона, сокращением оценочного разрыва сектора по сравнению с другими и тенденцией к улучшению ситуации в сегменте онлайн-рекламы. Сектор товаров длительного пользования с апреля по

июнь показывал неоднородные результаты. Сегменты электронной коммерции и специализированного ретейла вышли в плюс на фоне существенного улучшения маржинальности Amazon (AMZN). Ресторанно-гостиничный бизнес был в минусе из-за локального перегрева. В то же время существенный отскок котировок Tesla (TSLA) позволил сектору выйти в плюс (+2,8%). На положительной территории завершил квартал финансовый сектор. Позитивную динамику обеспечил рост в сегменте финансовых сервисов и страхования, хотя направления потребительских финансов и банков находились под давлением после снижения рейтингов, а также смешанных ожиданий по чистой процентной марже.

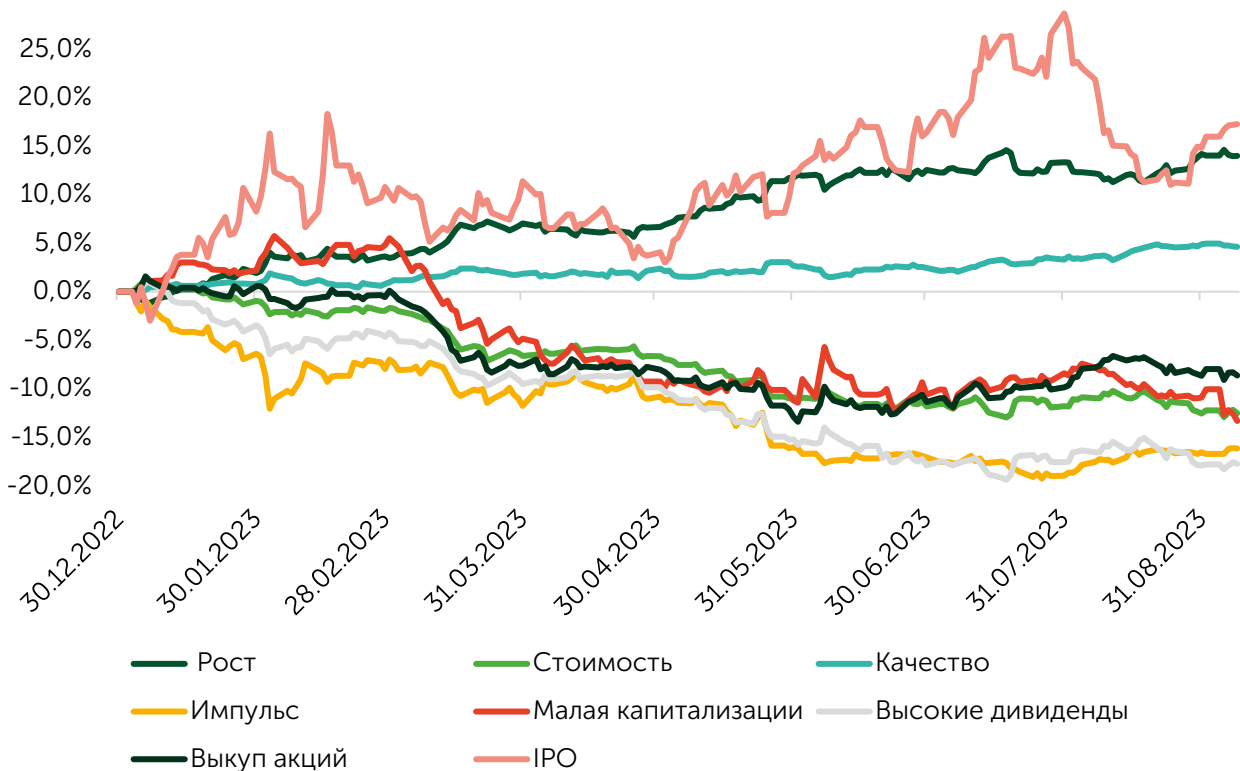
Аутсайдером III квартала стал сектор коммунальных сервисов (-3,9%). Спад спровоцировали повышенные процентные расходы и слабый спрос на электроэнергию. Одной из ключевых составляющих более слабых результатов стали сравнительно высокие оценки вкпе с давлением на EPS во II квартале (во II полугодии мы рассчитываем на существенное ускорение роста EPS, который по итогам года может составить около 6%). Несмотря на сильные квартальные результаты, среди аутсайдеров отмечаем сектор товаров повседневного спроса (-2,4%). Его динамика была обусловлена тем, что инвесторы отдавали предпочтение проциклическим историям, а также компаниям «роста», поэтому защитные активы в течение III квартала выглядят слабее. Рынок ожидает замедления роста EPS на фоне постепенного

снижения инфляции и нервничает из-за неоднозначной ситуации в розничной торговле. Несмотря на сильные квартальные результаты представителей ИТ-сектора, в августе-сентябре инвесторы с повышенной осторожностью вкладывались в активы с более длительной дюрацией, ажиотаж вокруг ИИ-тематики также локально снизился.

Динамика по факторам

Из данных графика ниже можно сделать вывод, что тренды, наметившиеся в начале года и получившие развитие в течение I-II кварталов, не претерпели существенных изменений, если оценивать динамику с начала года, при этом в поквартальном выражении изменения есть.

Инвестиционные факторы



Источник: Factset, расчеты Freedom Broker. По состоянию на 7 сентября 2023

Из данных в таблице ниже можно сделать вывод, что опережающая динамика факторов роста и IPO против индекса S&P 500 в течение III квартала сохранилась, а

положительный дифференциал по сравнению со II кварталом сжался. Наш прогноз, предполагавший активизацию позитивной динамики прочих факторов, по сравнению

с фактором роста реализован частично: факторы импульса, качества, высоких дивидендов и buy back оказались лучше S&P 500, причем фактор обратного выкупа опередил фактор роста. Последний, в свою очередь,

оказался одним из лучших на фоне сильных отчетов крупных ИТ-компаний, сохранения

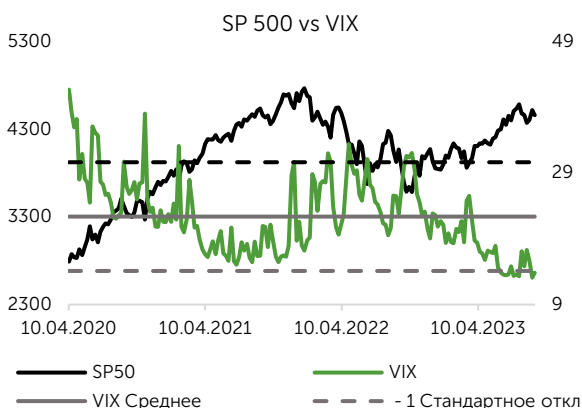
ажиотажа вокруг темы ИИ на протяжении квартала, а также благодаря сохранению настроений risk-on, что ограничивало интерес рынка к защитным факторам и секторам.

	III квартал	II квартал	I квартал	С начала года
Рост	1,4%	4,3%	7,0%	14,5%
Стоимость	-0,8%	-4,6%	-6,6%	-12,7%
Качество	1,4%	0,4%	1,8%	4,1%
Импульс	0,9%	-4,6%	-11,7%	-16,3%
Малая капитализация	-3,1%	-5,2%	-4,9%	-13,9%
Высокие дивиденды	0,2%	-7,8%	-9,5%	-17,9%
Buy back	2,6%	-3,2%	-7,6%	-8,7%
IPO	2,3%	3,4%	11,4%	19,5%

Источник: Factset, расчеты Freedom Broker. По состоянию на 11 сентября 2023

Настроения инвесторов. FOMO-эффект

В течение III квартала «индекс страха» VIX фактически не изменился по сравнению с уровнями закрытия на конец II квартала. В августе VIX повышался на фоне фиксации на рынке и усиления опасений сохранения устойчивой инфляции, однако динамика этого индикатора была значительно слабее, чем в марте, когда стресс испытал банковский сектор; или в сентябре 2022 года, когда тревожные настроения провоцировали жесткая риторика главы ФРС и ухудшение прогнозов на 2023 год. Эту тенденцию можно трактовать как высокую степень спокойствия участников торгов.



Источник: Factset. По состоянию на 11 сентября 2023

Если VIX измеряет локальный уровень страха участников рынка, то позиционирование инвесторов на фьючерсном рынке является отражением изменений их настроений в целом. В обзоре рынка за II квартал мы отмечали, что, несмотря на повышательную динамику индекса широкого рынка, настроения инвесторов были смешанными и отличались повышенной настроенностью в отношении рыночных перспектив. На графике ниже видно резкое сокращение числа чистых коротких позиций в течение последних месяцев по сравнению с июньскими пиками. Таким образом, по мере роста на фондовых площадках и улучшения макроэкономической конъюнктуры все большее число «медведей» сокращало позиции.



Источник: Factset, расчеты Freedom Broker. По состоянию на 11 сентября 2023

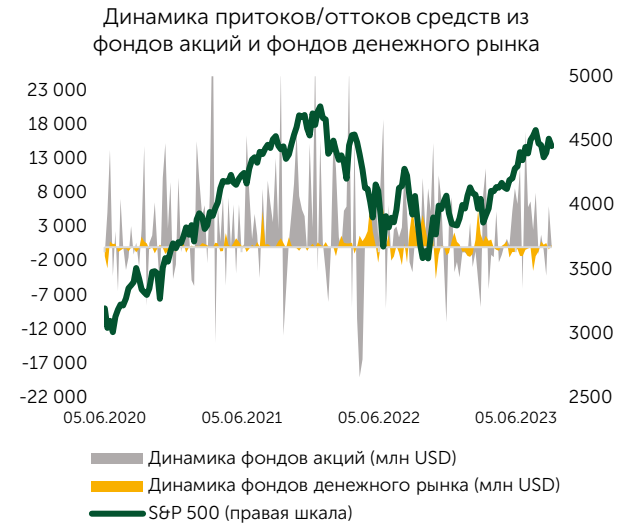
Отражением лучшей динамики фактора роста и сохранения высокого интереса инвесторов к ИИ-тематике и ИТ-сектору стало сохранение «бычьего» позиционирования инвесторов по индексу Nasdaq 100.



Источник: Factset, расчеты Freedom Broker. По состоянию на 11 сентября 2023

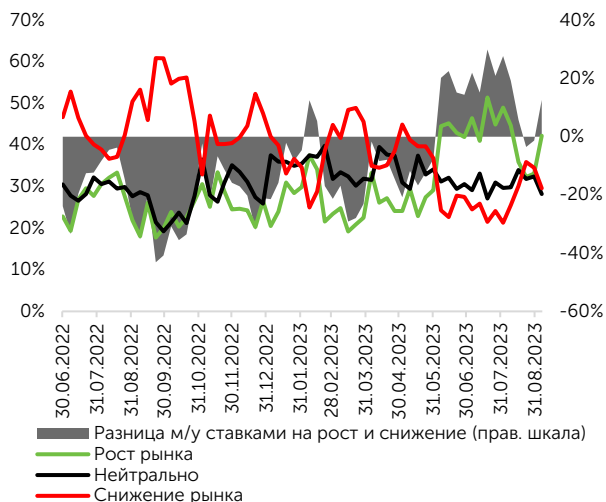
Притоки в фонды акций в течение III квартала замедлились по сравнению с июньским уровнем и менее соответствуют FOMO-эффекту. В то же время, учитывая резкий скачок S&P 500 за июнь и «растянутые» оценки, мы полагаем, что страх упущенной выгоды позволил обозначенным в выборке* фондам акций привлечь в течение III квартала \$25,5 млрд после роста этого показателя на \$44,8 млрд во II

квартале. Динамика притока средств в фонды, ориентированные на денежный рынок, оставались негативной в течение всего III квартала (суммарный отток составил \$3,8 млрд), что является признаком сохранения настроений risk-on.



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. Для расчета оттоков/притоков в ETF, ориентированных на денежный рынок, используется следующая выборка фондов: VGSH, SHY, BSV, JPST, SHV, NEAR, BIL, GSY

По данным опросов Американской ассоциации розничных инвесторов, их настроения оставались преимущественно позитивными в течение всего III квартала. Предполагаем, что в силе остается концепция buy the dip: число «бычьих» ставок за неделю к 6 сентября вновь вышло в плюс, несмотря на снижение рынка.



Источник: www.aaii.com.

Ожидания по рынку акций США на IV квартал, 2023-й и 2024 годы

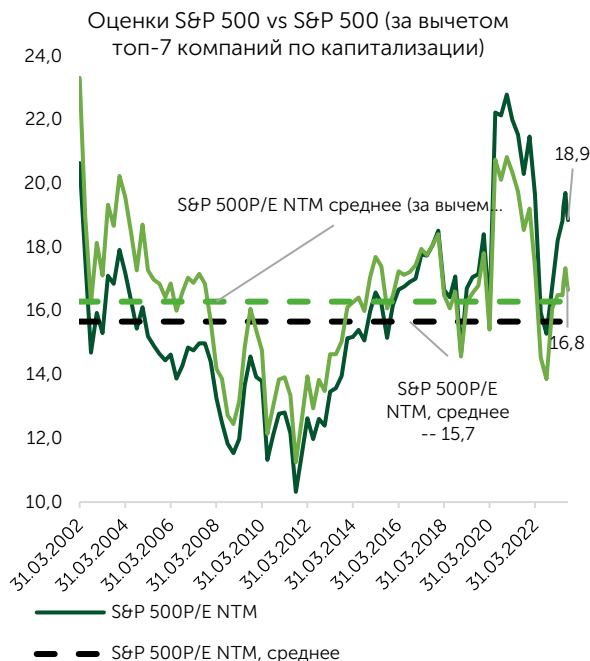
Долгое время мы сохраняли «медвежье» позиционирование по рынку, базируясь на пессимистичных ожиданиях в отношении экономики, в том числе с учетом исторических закономерностей и взаимосвязи между повышением ставок и рецессией. Однако впоследствии мы решили отказаться от наиболее неблагоприятного сценария и пересматриваем выю по рынку на 2023–2024 годы.

Точки для улучшения позиционирования по рынку

Оценки

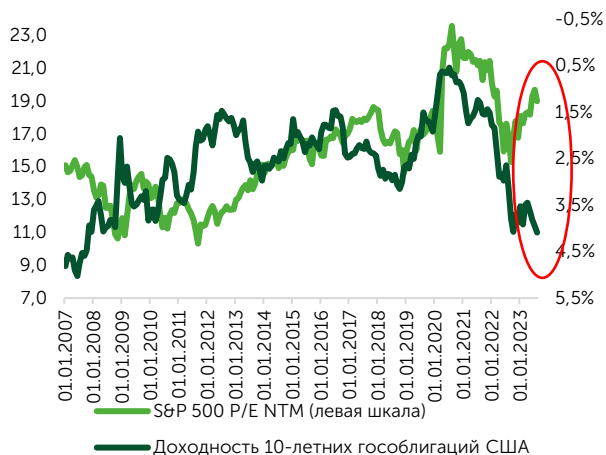
- Длительное время мы выделяли как фактор риска оценки рынка и в целом продолжаем считать этот подход обоснованным. В то же время при отдельном расчете P/E по индексу S&P 500 за вычетом топ-7 компаний по капитализации оценки рынка вновь оказались близки к средним уровням. Кроме того, по первой семерке эмитентов по капитализации, кроме Tesla (TSLA), на текущий момент мы придерживаемся позитивного выю с положительным апсайдом, хотя оценочные мультипликаторы Apple (AAPL), Microsoft (MSFT), NVIDIA (NVDA) выше средних значений за

последние семь и десять лет на фоне происходящих объективных изменений по компаниям, что в пользу более высоких оценочных мультипликаторов.



Источник: Factset, расчеты Freedom Broker

- Оценки рынка являются производной от нескольких переменных, в том числе уровень безрисковой ставки, ожидания в отношении динамики экономической активности и EPS, а также прочие факторы, в том числе внешние риски. В условиях отказа от сценария рецессии мы не ожидаем существенного ухудшения финансовых показателей серьезного давления на оценки индекса в целом.
- Текущие оценки рынка не выглядят привлекательными. Несмотря на ряд обозначенных объективных факторов в пользу текущих уровней мультипликаторов, справедливые оценки рынка были пересмотрены с учетом макроэкономической устойчивости, но они остаются уязвимыми к любым заметным изменениям.
- На графике ниже прослеживается близкая к рекордной дивергенция между форвардным мультипликатором P/E и ставками доходностей десятилетних гособлигаций США (про риски ниже).



Источник: Factset, расчеты Freedom Broker

Макроэкономический фон

- Как было отмечено выше, мы заметно пересмотрели прогнозы ВВП США и теперь не ожидаем его негативной динамики ни в одном из кварталов в течение ближайших нескольких лет. Считаем, что это окажет поддержку текущим оценкам рынка, так как снимает один из ключевых факторов неопределенности. Кроме того, более сильный, чем мы ожидали в конце I и II квартала, макроэкономический фон поспособствует повышению устойчивости деловой активности. В свою очередь, это указывает на незначительное ожидаемое давление на маржу в ближайшей перспективе (преимущественно на фоне эффекта высокой базы и идиосинкратических эффектов в отдельных секторах) и постепенное улучшение маржинальности в 2024-м.
- Благополучная макроэкономическая конъюнктура дает основание рассчитывать на нормализацию трендов в EPS по секторам в IV квартале текущего года и в следующем. В этой связи мы делаем ставку на то, что 2024 году практически все сектора индекса S&P 500 продемонстрируют прирост EPS. Лишь отдельные индустрии под влиянием высокой базы могут столкнуться с давлением на прибыль и маржинальность в 2024 году. В группе риска банки, диверсифицированные финансовые компании и другие.

Настроения инвесторов

- Хотя рост S&P 500 на 11% с середины мая по конец июля был обусловлен как фундаментальными, так и спекулятивными факторами, мы отмечаем существенный разворот настроений инвестсообщества, относительно перспектив экономики и индекса широкого рынка. В июле-августе ряд крупнейших инвестбанков пересмотрели ориентиры по экономике США и динамике фондовых индексов до конца года. Кроме того, мы отмечаем резкое ослабление позиционирования спекулятивных игроков рынка на снижение индекса S&P 500 и ожидаем, что тенденция может продолжиться в течение года.



Источник: Factset, расчеты Freedom Broker

- Полагаем, что по мере полного отказа рынка от сценария рецессии в США в 2023–2024 годах (текущий консенсус-прогноз Bloomberg не предполагает снижения ВВП США, но допускает замедление его роста до 0,2–0,3% г/г) «бычье» позиционирование может стать сильнее и это может поддержать динамику индексов до конца года. Так образом, мы ожидаем, что некоторая поддержка со стороны FOMO-эффекта будет присутствовать на рынке.

Ожидания по EPS

- С точки зрения настроений на протяжении нескольких кварталов форвардные оценки динамики EPS индекса S&P 500

снижались фактически одновременно с ростом рыночных мультипликаторов, что, на наш взгляд, указывало на неустойчивость котировок рынка. Слом тенденции в динамике форвардных оценок по EPS (практически исключительно из-за временного эффекта, – больший вес в форвардном EPS занимает 2024 год), по нашему мнению, может оказывать поддержку динамике рыночных котировок. Ожидаемая позитивная динамика EPS во II полугодии 2023 года также является фактором поддержки настроений и оценок рынка.

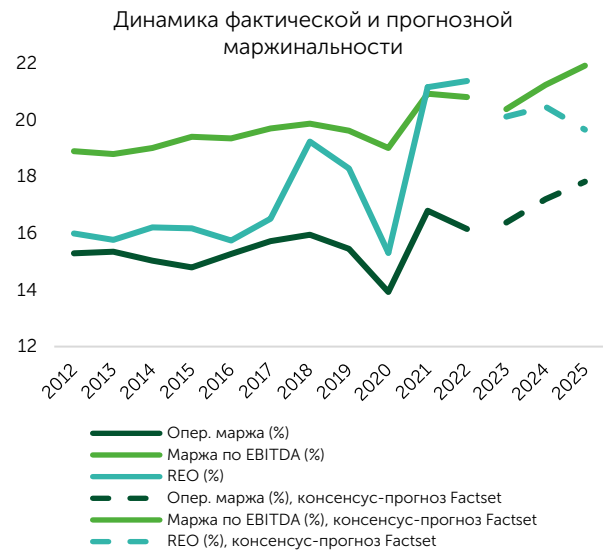
- Согласно графику ниже, несмотря на то, что за последние восемь с половиной месяцев прогнозы EPS в III и IV кварталах 2023 года снизились, наблюдается стабилизация оценок этого показателя. В условиях более сильного макроэкономического фона мы ожидаем, что фактические результаты EPS за III и IV квартал окажутся лучше прогнозов, что окажет поддержку «быкам».



Источник: Factset, расчеты Freedom Broker

- Важное пояснение: снижение EPS, или «рецессия прибыли», продолжавшаяся с IV квартала 2022-го до II квартала 2023 года развилась под влиянием ряда факторов, включая локальные вызовы в индустрии полупроводников (на фоне сокращения продаж смартфонов и ПК). Под воздействием эффекта высокой базы банковский сектор также

находился под давлением прибылей в 2022 году (в году текущем наблюдается обратный эффект). Главными бенефициарами давления на EPS индекса S&P 500 в целом в 2023-м стали сектора энергетики (на фоне снижения нефтяных котировок), сырья (падение цен от уровней 2022-го) и здравоохранения (на фоне сокращения «ковидных» доходов). При этом, не считая давления на отдельные компании из сектора товаров длительного пользования, «рецессия прибыли» не стала следствием существенного ослабления деловой активности в США и будет оказывать поддержку EPS в 2024 году, несмотря на замедление экономической активности, на фоне нейтрализации факторов давления на обозначенные ранее сектора, также в силу ожидаемой нейтрализации давления на маржинальность.

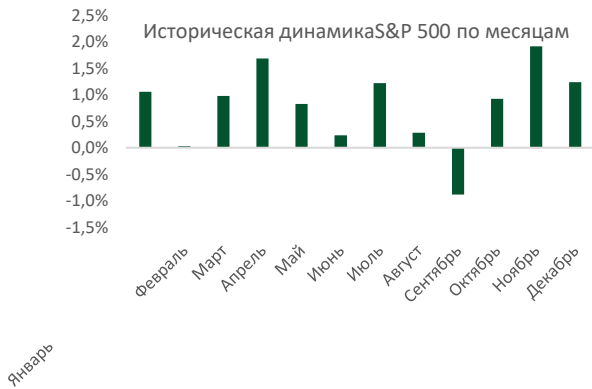


Источник: Factset, расчеты Freedom Broker

Среди прочих факторов поддержки рынка в IV квартале можно отметить следующие:

Сезонность

- Фактор сезонности, который может оказать негативный эффект на итоговые результаты рынка в сентябре, судя по данным статистики, способен поддерживать «бычьи» настроения в IV квартале, который является одним из лучших в году.

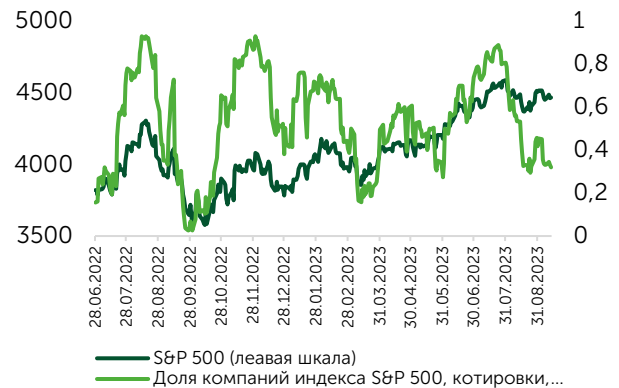


Источник: Factset, расчеты Freedom Broker (распределение исторической динамики рынка рассчитано на базе данных за период с 1978-го по 2023 годы)

Глубина рынка

- Как мы отмечали выше, топ-5 эмитентов по капитализации, а также компании, связанные с темой ИИ, внесли существенный вклад в прирост капитализации индекса широкого рынка за III квартал – 49% и 103% соответственно. В I полугодии концентрация повышения капитализации рынка была выше: 62% прироста S&P 500 пришлось на пятерку лидеров по капитализации. Таким образом, рыночный рост расширяется, и все большее число компаний обеспечивает вклад в динамику биржевых индексов в целом.
- В апреле – июне 2023 года «медведи» обращали внимание на низкую глубину рынка. Хотя S&P 500 достаточно уверенно двигался вверх (от уровней начала текущего года до начала мая) доля компаний, котировки которых выше 50-дневной скользящей средней (МА), оставалась ниже уровней, фиксировавшихся в периоды восстановления рынка в 2022 году. В III квартале на фоне расширения доли компаний, обеспечивающих восходящее движение, глубина рынка нормализовалась, а наблюдавшаяся в мае дивергенция между обновлением локальных максимумов и долей компаний, котировки которых выше 50-дневной МА, постепенно сошла на нет. На графике ниже видно уменьшение глубины рынка, но в условиях общей коррекции от июльских пиков

подобную динамику можно охарактеризовать как нормальную.



Источник: Factset, расчеты Freedom Broker

Инфляция и процентные ставки

- Инфляция и процентные ставки являются одним из ключевых рисков для рынка (подробнее ниже), но одновременно выступают и ключевыми составляющими сценария так называемой экономики Златовласки. В целом мы ожидаем сохранения текущих трендов по инфляции, поэтому не делаем ставку на закрепление 10-летних гособлигаций США выше 4%, что будет обеспечить поддержку рыночным оценкам.

Улучшение настроений

- Несмотря на сильную динамику S&P 500 с начала года и существенное улучшение экономической активности, по ряду причин общие настроения на фондовых площадках остаются смешанными. На наш взгляд, это создает дополнительный фактор поддержки «бычьей» динамики в IV квартале. По данным сентябрьского опроса [BofA](#), мера сентимента глобальных управляющих активами (на основании аллокации в кэш, акции, а также на базе экономических ожиданий) составила 2,2, что близко к уровням марта 2020 года. 30% респондентов принимают на себя риск ниже «нормального», тогда как в 2021 году этот процент был несколько выше 20. Доля кэша в портфелях глобальных управляющих находится на уровне 4,9% против 4% и 4,2% в середине 2021-го и начале 2020 года соответственно.

Таким образом, существует апсайд для дальнейшего улучшения настроений глобальных управляющих и рынка.

Ключевые риски для рынка

Инфляция и ставка ФРС

- Несмотря на благоприятный тренд по инфляции в США, она по-прежнему далека от целевых уровней ФРС, что вкупе с усилением деловой активности в регионе, создает риски новых повышений процентных ставок. Мы полагаем, что более благополучная макросреда создает проинфляционные риски для экономики, поэтому в наш базовый сценария заложено доведение ставки ФРС до отметки 5,75% до конца года. Более сильная деловая активность может замедлить процесс борьбы с инфляцией, что повышает вероятность дальнейшего ужесточения монетарных условий и также может подтолкнуть к росту доходности гособлигаций США. В последние месяцы СМИ все чаще публикуют прогнозы, предполагающие достижения 10-летними трежерис доходности на уровне 4,5–5%, что также может оказывать давление на оценочные мультипликаторы рынка.
- В целом отмечаем, что дезинфляционный нарратив остается в силе. Общая инфляция в США за август оказалась выше, чем в июле, что главным образом объясняется скачком цен на нефть и нефтепродукты, в том числе автомобильный бензин (+10,5%). В то же время августовская базовая инфляция замедлилась до 4,3% г/г.

Экономический рост

- Несмотря на сильный позитивный экономический импульс, мы не можем быть уверены, что через два-три квартала в США не будет зафиксировано выраженное замедление деловой активности (без негативной динамики). Вкупе с повышенными оценочными мультипликаторами это создает риски для сильных локальных фиксаций на рынке. Замедление роста экономики КНР и

соответствующие тенденции в ВВП ЕС также создают давление на экономику США, что, в свою очередь, может стимулировать локальный уход инвесторов от риска.

- В перспективе 2024 года состояние экономики, вероятно, будет ключевым фактором рыночной динамики. Фактически полное исчерпание избыточных сбережений, а также эффект временных лагов приведут к тому, что экономика США именно в будущем году в полной мере отразит воздействие повышения процентных ставок. Это станет вызовом для экономической активности и для фондовых площадок. Замедление экономики при продолжении ее роста в поквартальном выражении в 2024 году выступит аргументом для разворота ДКП США.

Риски концентрации рынка

- Мы неоднократно отмечали, что повышенная концентрация рынка зачастую является признаком его неблагополучия, связанного с усилением тревожных настроений среди биржевых игроков, а также с возникновением пузырей. С учетом частичной нормализации глубины рынка с постепенным сокращением вклада топ-5 эмитентов по капитализации в динамику фондовых площадок, а также по мере улучшения финансовых показателей в этой пятерке лидеров, мы полагаем, что повышенная концентрация не будет оказывать давления на рынки в перспективе нескольких кварталов. По мере стабилизации и последующего замедления роста крупнейших компаний в силу эффекта масштаба не исключено, что повышенная концентрация рынка может выступать в качестве сдерживающего биржевую динамику фактора в долгосрочной перспективе.

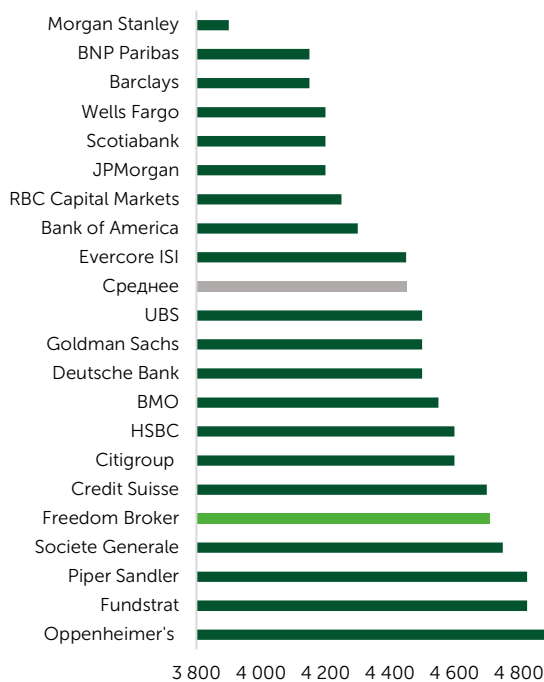
Внешние шоки

- Рост напряженности между США и рядом других государств, включая КНР, Иран, РФ, может оказывать поддержку ценам на сырье, выступая еще одним

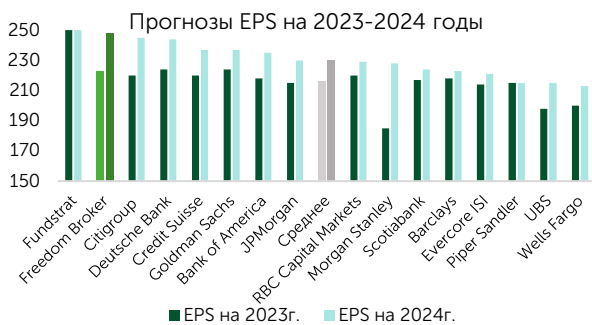
проинфляционным фактором. Августовский опрос VofA зафиксировал рекордное за 20 лет число международных управляющих, ожидающих более низких долгосрочных ставок по бондам. В этой ситуации продолжение повышения ставки ФРС и рост доходностей гособлигаций США может оказаться существенным негативом для участников рынка.

Сравнение рыночных прогнозов Freedom Broker и крупнейших инвестиционных банков

Таргет по S&P 500 на 2023



Источник: Factset, Bloomberg, расчеты Freedom Broker



Источник: Factset, Bloomberg, расчеты Freedom Broker

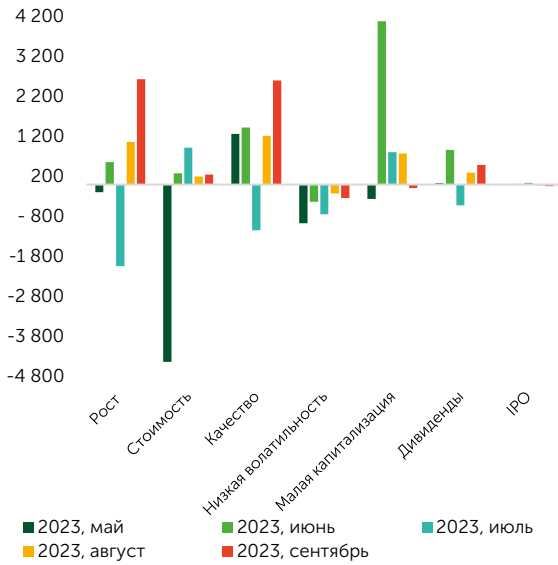
Прогнозы Freedom Broker в отношении уровня котировок S&P 500 на конец 2023-го и ориентиры по EPS на текущий и следующий год оптимистичнее средних уровней из выборки крупнейших инвестиционных банков. Это расхождение имеет два ключевых объяснения. Во-первых, мы отказались от сценария рецессии в рамках базового вью, поэтому не ожидаем существенного давления на EPS и на оценки. Во-вторых, вероятно, что наиболее пессимистично настроенные участники рынка еще не обновили свои прогнозы.

С точки зрения технического анализа завершение индексом S&P 500 2023 года на отметке 4453 (среднее значение прогноза крупнейших инвестбанков) выглядит вполне достижимо. Данная отметка находится около нижней границы восходящего канала. Коррекцию S&P 500 к 4200 пунктам (-6,8%) мы считаем маловероятной, триггерами для нее должен стать ряд очень негативных событий, условий для которых на текущий момент мы не видим.

Ожидания по факторам

Ранее мы длительное время придерживались «медвежьих» ориентиров по наиболее агрессивному фактору роста, апеллируя к разрыву в оценках по сравнению с индексом S&P 500 и повышенным мультипликаторам рынка в целом. Оптимистичные прогнозы в отношении ИТ-индустрии и сектора коммуникаций, улучшение оценки макроэкономических перспектив в рамках обновленного вью на рынок позволяет нам пересмотреть в позитивную сторону видение в отношении факторов роста и качества. С учетом характеристик фактора стоимости полагаем, что инвесторы будут отдавать ему меньшее предпочтение. Как следствие, совокупная динамика этого фактора по итогам квартала, вероятно, будет отставать от общерыночной.

График ниже демонстрирует динамику притоков/оттоков средств инвесторов по отдельным категориям факторов. Полагаем, что он может служить в качестве прокси на локальные настроения инвесторов в перспективе ближайших месяцев.



Источник: Factset, расчеты Freedom Broker
За основу для расчета использована статистика по следующим ETF: VUG, IWF, SPYG, RPG, VTV, VLUE, RPV, SPYV, QUAL, IQLT, SPHQ, QUS, USMV, SPLV, VFMV, ONEV, IJR, IWM, SPSM, PRFZ, VIG, SDY, SCHD, DGRO, IPO

Выводы

В целом мы рассчитываем на продолжение реализации сценария «экономики Златовласки» в перспективе ближайших кварталов. Более сильная экономика создает предпосылки для стабилизации ожиданий по динамике EPS на II полугодие текущего и следующий год. По итогам 2023-го прогнозируем рост EPS в пределах 2–5%, в следующем ждем ускорения до 10,5%. Эти ориентиры выступают фактором поддержки текущих оценок рынка, что будет препятствовать заметным распродажам и поддерживать покупки. Улучшение прогнозов экономики в целом и уменьшение оценки вероятности рецессии в США сокращает риски значительного давления на EPS и оценочные мультипликаторы, чего мы опасались ранее.

Предполагаем, что мультипликатор P/E NTM по итогам года будет около отметки 18,9, то есть выше справедливых значений в диапазоне 17–18. Поскольку оценки компаний (без учета топ-7 по капитализации) приблизились к пяти- и семилетним средним, а для большинства в семерке лидеров сформировались сильные драйверы роста,

то вкупе с улучшением макрореконструкции и оптимистичными прогнозами EPS на III и IV кварталы текущего года и весь следующий мы не видим условий для существенных переоценок мультипликатора.

Экономический всплеск, наблюдаемый с начала текущего года, будет иметь ограниченный характер. На IV квартал прогнозируем замедление роста ВВП до 1% кв/кв и считаем, что показатель будет находиться под давлением весь следующий год. Это, вероятно, приведет к ограничению инфляционного импульса и обеспечит поддержку дезинфляционным трендам в базовых показателях CPI и PCE до конца 2023 года и в перспективе 2024-го. В результате экономический рост окажется в таких рамках, которые обеспечат отсутствие как существенного давления на прибыли, так и стимулирования инфляционной спирали.

Рынок прошел период «рецессии прибыли», и следующие несколько квартальных результатов индекса S&P 500, вероятнее всего, окажутся позитивными, что будет способствовать нормализации рыночных оценок.

Наш прогноз предполагает рост индекса S&P 500 на 3–5% к концу года при условии сохранения ожидаемых трендов по инфляции и отсутствия новых пиков по доходностям гособлигаций США. Влияние на движение биржевых активов продолжают оказывать данные инфляции, рынка труда, потребительских настроений. Статистика инфляции за август оказалась в целом благоприятной для рынка, поэтому мы не ожидаем значимых неожиданностей, которые могли бы существенно изменить текущие инфляционные тренды (агрессивный рост нефтяных цен является фактором риска, но не оказывает существенного влияния на базовую инфляцию). Продолжение этих тенденций будет способствовать постепенному восстановлению ставки доходности 10-летних трежерис к 4%. При этом не исключаем повторения локальных откатов, сопоставимых с августовскими коррекциями, но с меньшей амплитудой при условии серии более сильных, чем прогнозируется, статданных инфляции и экономики в целом.

До конца 2023 года мы сохраняем позитивное вью на ИТ-индустрию и сектор и коммуникаций, а также улучшаем позиционирование по отрасли здравоохранения. Позиционирование по секторам «товары длительного пользования», «товары повседневного спроса» и «промышленность» пересматриваем до нейтрально-положительного. Вью по сектору энергетики повышено до нейтрального с учетом прогнозируемого продолжения роста цен на нефть.

Кроме того, до конца года сохраняем «бычье» позиционирование по факторам роста и качества. Всплески рыночной нервозности могут стимулировать лучшие результаты факторов низкой волатильности и стоимости. Рыночный сентимент (с точки зрения притоков/отток средств в ETF) оставался в пользу обозначенных факторов даже в период августовской коррекции S&P 500.

В 2024 году ожидаем постепенной нормализации оценочных мультипликаторов рынка до уровней более близких к справедливым (18 по итогам года в рамках базового сценария). Несмотря на ожидаемый сравнительно слабый рост ВВП США, рассчитываем что EPS по итогам года увеличится на 10–11% за счет нормализации трендов в ряде товарных индустрий (полупроводники, электроника, фармацевтика, биотехнологии, энергетика, товары длительного пользования, онлайн-ритейл и сырье). Кроме того, полагаем, что в условиях отсутствия рецессии замедление экономики не будет оказывать заметного эффекта на маржинальность, которая способна частично восстановиться от уровней 2023 года. Прогноз для индекса S&P 500 по итогам 2024-го: отметка 5030 пунктов.

АНАЛИЗ ПО СЕКТОРАМ

Технологический сектор (вью – позитивное)

Ситуация в секторе в III квартале. В отчетном квартале все сегменты ИТ-индустрии показали небольшую положительную динамику, сектор в совокупности прибавил 1,2%, немного отстав от S&P 500, поднявшегося на 1,3%. Первоначальный ажиотаж вокруг ИИ-тематики постепенно ослабевает и рынок все более взвешенно оценивает перспективы нового направления, которое смогло стать важнейшим драйвером сегмента полупроводников. Результаты компаний в Software-сегменте пока отстают от крайне оптимистичных оценок рынка. На фоне пересмотра в сторону улучшения макроэкономических перспектив в сегменте коммуникационного оборудования наблюдалась относительно сильная положительная динамика, но, судя по комментариям участников отрасли, говорить о полноценном восстановлении еще рано. Зато в сегменте аппаратного обеспечения наконец стало заметно улучшение в ряде сегментов, в особенности на рынке ПК. Премия по мультипликаторам ИТ-сектора относительно S&P 500 с начала года продолжила рост, подогреваемая ажиотажом вокруг ИИ, улучшением макропрогнозов и развитием нового цикла в индустрии чипов. Текущий уровень премии по P/E NTM уже существенно превысил среднеисторические значения и достиг отметки 7,4х, еще плотнее приблизившись к пиковым значениям конца 2021 года. Ставка ФРС уже находится на уровне 5,50%, и вероятность ее очередного повышения в ноябре довольно высока. Такая ситуация со ставками не наблюдалась с 2007 года, когда P/E NTM технологического сектора был около 18,5х, то есть на 28% ниже текущих уровней.

Наши ожидания. В отсутствие существенных геополитических рисков, связанных с КНР, в этом квартале мы можем снова увидеть небольшую позитивную динамику,

которая будет обеспечена в первую очередь восстановлением спроса на потребительскую электронику в сегменте Technology Hardware, Storage & Peripherals. Рынок постепенно формирует свою оценку влияния ИИ на финансовые метрики компаний, так что если в сегменте полупроводников фактические результаты оказались значительно выше, чем ожидалось, то в сегменте Software наблюдается существенный временной разрыв между инвестициями в ИИ и доходами. Тем не менее последний сезон отчетности продемонстрировал существенную позитивную переоценку перспектив роста выручки и EPS в ИТ-сегменте при сравнительно незначительных улучшениях прогнозов по рынку в целом. Гайденс по выручке ИТ-сектора на 2024 год пересмотрен вверх на 0,7 п.п., по S&P 500 – лишь на 0,1 п.п. Те же ориентиры по EPS технологического сектора повышены на 1,2 п.п., что почти втрое выше соответствующих ожиданий в отношении широкого рынка. Мы прогнозируем рост выручки ИТ-индустрии в 2024 году на 9% при повышении EPS более чем на 16%. В базовый сценарий закладываем «мягкую посадку» экономики США во II–III кварталах будущего года, что может привести к небольшой коррекции котировок в I полугодии 2024-го с последующим ростом выше текущих уровней на 8–9%. При этом параллельно с прохождением дна экономического цикла начнут проявляться существенные успехи монетизации ИИ, что найдет отражение в финансовых прогнозах и позволит обосновать существенный рост котировок в 2024-м. Вероятно, к концу года технологический сектор подойдет с нормализованными мультипликаторами, обеспеченными в первую очередь повышением прозрачности перспектив бизнеса.

В ключевых подсегментах индустрии выделяются следующие тенденции:

Communications Equipment

Циклическая природа сегмента выступает основным фактором риска для компаний подсектора на фоне ожидаемого «мягкой

посадки» экономики в 2024 году. Компании сегмента в условиях более сдержанного роста продолжают делать ставку на эффективность и возврат средств акционерам. Поскольку оценки подсектора немного выше среднеисторических уровней, есть вероятность небольшой коррекции в ближайший квартал.

На среднесрочном горизонте подындекс может демонстрировать динамику, близкую к широкому рынку. В 2024 году можно ожидать роста выручки сектора на 3% при повышении EPS в пределах 5% благодаря увеличению эффективности бизнеса и усилению спроса на высокоскоростное сетевое оборудование для ДЦ.

Software

Прошедший квартал принес части инвесторов, рассчитывавших на быстрый финансовый эффект от ИИ-продуктов, некоторое разочарование. На наш взгляд, первые существенные результаты появятся в конце 2023-го – начале 2024 года, что придаст оптимизма участникам рынка. Инвестсообщество скорректировало финансовые прогнозы вниз, что делает текущие уровни оценок довольно неустойчивыми, а ожидаемое очередное повышение ставки ФРС в ноябре затруднит рост котировок. Отметим также, что объемы корпоративных сокращений уже почти достигли предела, что в перспективе одного-двух кварталов может привести к восстановлению динамики новых заказов. Наш базовый сценарий предполагает «мягкую посадку», но это продолжит давить на ИТ-бюджеты компаний в ближайший год. В краткосрочной перспективе мы прогнозируем нейтральную динамику сегмента с последующим ростом по мере получения первых крупных результатов монетизации ИИ. В 2024 году приоритетом компаний останется эффективность, но повышенные расходы на ИИ ограничат рост маржи. Выручка подсегмента может увеличиться на 12%, EPS – примерно на 14%.

Semiconductors & Semiconductor Equipment

Ралли в секторе на фоне ажиотажа вокруг ИИ-тематики продолжается и в этом квартале при поддержке более широкого восстановления ключевых рынков (ПК, смартфоны, сервера). Спрос в сегменте ИИ существенно превзошел все ожидания, но потенциальные новые торговые ограничения могут немного ослабить оптимизм инвесторов.

Подсегмент по-прежнему имеет сильно «раздутые» оценки по мультипликаторам, но спустя квартал рынок обновил ориентиры в отношении его доходов, что частично позволило обосновать текущие уровни котировок. Мы рассчитываем, что рост ASP, расширение производственных мощностей и выпуск новых моделей ИИ-чипов позволят ключевым компаниям рынка провести еще один успешный квартал и поднять гайденсы, а восстановление в потребительских сегментах окажет дополнительную поддержку. Риски новых торговых ограничений находятся на крайне высоких уровнях, что продолжит давить на сегмент, но все же «жадность» окажется сильнее «страха». По нашим оценкам, выручка в подсекторе в 2024 году может вырасти на 15% при повышении EPS на 32%.

Technology Hardware Storage & Peripherals

Согласно последним данным и комментариям участников рынка, ситуация в индустрии ПК нормализовалась и приятно удивляет инвесторов. К концу года аналогичная тенденция с возвратом к росту ожидается и в сегменте смартфонов и прочих устройств. Факторами риска для дальнейшего развития сегмента остается устойчивый рост закредитованности населения и сохраняющаяся экономическая неопределенность. В последние месяцы обострение конфликта между США и КНР привело к новым торговым ограничениям, а китайская Huawei, находящаяся под санкциями, вернулась в гонку 5G-смартфонов, что в перспективе может стать существенной угрозой для других участников рынка.

Текущие уровни мультипликаторов всего сектора претерпели небольшую коррекцию, но все же оставляют ограниченный потенциал роста. С учетом

общеотраслевых и макрорисков в ближайшей перспективе мы ожидаем увидеть позитивную динамику подындекса, но многое будет зависеть от реализации геополитических рисков, вероятность которых сложно предсказать. Тем не менее в 2024 году мы увидим полноценное восстановление сегмента с потенциальным повышением выручки на 6% при росте EPS на 10%.



Источник: Factset, расчеты Freedom Broker

Коммуникационный сектор (вью – позитивное)

Сектор коммуникационных услуг (XLC ETF) с начала III квартала к 5 сентября прибавил 3%, а с начала года рост отраслевого индекса составил 40%.

Ключевыми позитивными драйверами в текущем квартале выступили META*

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

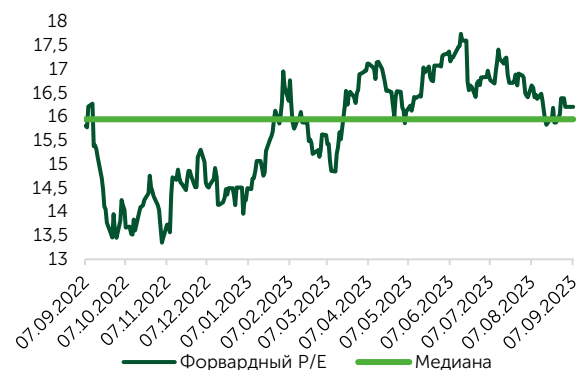
(+5%) и GOOGL (+13%) на фоне восстановления рекламного рынка, а также активного развития индустрии ИИ. Учитывая, что совокупный вес бумаг Meta и Alphabet в индексе сектора составляет 48%, их положительная динамика обусловила рост отраслевого бенчмарка в целом.

При этом многие другие бумаги сектора в течение квартала продемонстрировали коррекцию, доходившую до 14%. Лидерами падения выступили:

- Paramount Global (PARA: -14,2%) понесла существенные потери на фоне новостей о конфликте между Disney и Charter (телекоммуникационный сервис, предоставляет доступ к интернету и кабельному ТВ), так как компании не могли договориться об условиях сотрудничества. Инвесторы оценили данный конфликт как негативный сигнал для всего сектора.
- AT&T (T: -9,2%) и Verizon Communications (VZ: -7,8%) показали снижение после публикации WSJ о том, что заложенные еще в прошлом веке телефонные кабели со свинцовым покрытием до сих пор находятся в земле, отравляя почву. Исследовательская фирма New Street Research оценила потенциальные расходы, связанные с ликвидацией ущерба, в \$34 млрд для AT&T и \$8 млрд для Verizon.
- The Walt Disney Company (DIS: -9,1%) продемонстрировала негативную динамику на фоне конфликта с Charter. Кроме того, несмотря на сильную отчетность, инвесторы скептически оценили планы менеджмента по выходу стриминга на безубыточность к концу фискального 2024 года.

Оценки сектора по форвардному P/E находятся вблизи медианных исторических уровней.

Форвардный мультипликатор P/E для сектора Communication Services



Источник: FactSet

На краткосрочном и долгосрочном горизонте мы рассчитываем на:

- Сохранение наблюдавшихся во II квартале тенденций в секторе Digital Ads: восстановление рекламного рынка, рост индустрии ИИ. Ключевыми бенефициарами данного тренда останутся META* и GOOGL – ожидаем положительной динамики акций данных компаний как на горизонте трех месяцев, так и в течение ближайших 12 месяцев. Выделяем наличие потенциала роста в котировках SNAP, однако его реализации на краткосрочном горизонте не ожидается в связи с планами менеджмента в III квартале нарастить инвестиции, а также подтвержденным фокусом на долгосрочных проектах.
- Дальнейшее улучшение показателей TMUS, уже продемонстрировавшей рост лучше ожиданий рынка. Также позитивно смотрим на акции VZ, снизившиеся на фоне новостей о вреде некоторых элементов ее инфраструктуры для экологии. Оценочные суммы расходов для компании не являются значительными (потенциальный штраф \$8 млрд – это менее 6% рыночной капитализации VZ на 06.09.2023, менее одной квартальной EBITDA, также эти затраты могут быть осуществлены не одномоментно, а в течение нескольких лет).
- При этом в связи с тем, что потенциальный размер затрат для AT&T гораздо выше, неопределенность будет оказывать давление на ее акции в среднесрочной перспективе.
- Смешанную динамику стримингового бизнеса. Сектор уже не может продемонстрировать рост на уровне 2020-2021 годов, что подтверждается примером Netflix. Однако мы позитивно оцениваем планы DIS по выходу стриминга на безубыточность к фискальному 2024 году, а также планы WBD довести долговую нагрузку ниже 4x по показателю Чистый долг/EBITDA.
- Вместе с тем мы позитивно смотрим на акции сектора, несмотря на ожидаемую смешанную динамику фундаментальных показателей. Конфликт Disney и

Charter считаем разовым фактором, влияние которого будет исчерпано на краткосрочном горизонте. Ждем, что на фоне разрешения данного конфликта акции продемонстрируют восходящую динамику. Таким образом, наш позитивный краткосрочный взгляд на сектор подкреплен разрешением конфликта между Disney и Charter, а оптимизм в долгосрочной перспективе обусловлен выходом DIS на безубыточность и снижением долговой нагрузки WBD.

- Стабильной динамики сектора Gaming. Не видим каких-либо игр-блокбастеров, которые были бы способны приятно удивить инвесторов на горизонте квартала, однако такие новинки, как Red Dead Redemption на PS4 и Switch (TTWO), а также 18-й сезон Apex Legends (EA) должны обеспечить поддержку сектору.

Вью на сектор позитивное – как на краткосрочном, так и на долгосрочном горизонте. Ключевыми драйверами остаются META* и GOOGL на фоне восстановления рынка рекламы и развития индустрии ИИ, а в краткосрочной перспективе позитив обеспечит отскок ряда бумаг после негативной реакции на разовые события (конфликт с Charter, экологически небезопасные кабели). Также в поддержку нашему взгляду на сектор выступает рост вероятности «мягкой посадки» в экономике США.

Примечание: 12 сентября 2023 года стало известно, что Disney и Charter пришли к соглашению о новых условиях сотрудничества: DIS получит повышенный уровень комиссий, выплачиваемых со стороны Charter, в то же время подписчики Charter получат доступ к стриминговым сервисам DIS.

Здравоохранение (вью – позитивное)

Итоги III квартала 2023

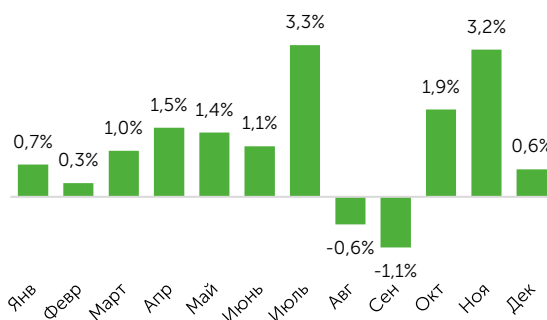
С начала квартала акции сектора здравоохранения отставали от S&P 500. С первых чисел июля к 8 сентября сектор

здравоохранения в S&P 500 опустился на 0,8%, а индекс широкого рынка за тот же период не демонстрировал выраженной динамики (-0,02%). В лидерах роста оказались биотехи (+5,2%) и фармацевтические компании (+2,36%), подогреваемые позитивными результатами испытаний препаратов класса GLP-1 для пациентов с диабетом и ожирением (NVO, LLY). Этот же фактор оказал негативное влияние на производителей медицинского оборудования (-10,42%). Несмотря на достаточно сильные результаты отрасли медоборудования за II квартал, инвесторы переключились на риск снижения продаж устройств для контроля диабета, что оказало давление на настроения в сегменте (PODD). Провайдеры медуслуг (-1,41%) оказались под давлением после выхода новости о разделении давнего контракта по управлению аптечными льготами между CVS и Blue Shield of California, что некоторые инвесторы восприняли как предвестник изменения расстановки сил в секторе в пользу Amazon.

Ожидания на IV квартал 2023 года

Последние три месяца года сезонно самый сильный период в секторе здравоохранения. Это связано со склонностью пациентов откладывать дорогостоящее лечение на конец года. Ожидаем, что сезон отчетов за III квартал отразит сильный спрос на медуслуги. Большая концентрация обновлений пайплайнов может традиционно прийти на ноябрь – статистически наиболее успешный месяц для акций индустрии здравоохранения.

Средняя доходность сектора здравоохранения в S&P 500 с 2013-го по 2022 год



Источник: FactSet

Объем проводимых процедур и операций в **сегменте медоборудования** оказался выше ожиданий в I полугодии, и мы ожидаем сохранения влияния этого фактора во II полугодии. Некоторое давление на спрос в сегменте может оказать рост заболеваемости COVID-19. Рекомендуем присмотреться к производителям тестов (АВТ): по итогам II квартала прогнозы выручки от диагностики COVID-19 были консервативными. Мы ожидаем сильных результатов компаний за III квартал и не видим больших рисков для негативной корректировки гайденсов. При этом в сегменте существует фактор давления на настроения инвесторов: в фокусе внимания остаются опасения, связанные с влиянием препаратов GLP-1 на долгосрочные перспективы спроса в направлении устройств контроля состояния больных диабетом (MDT). При этом основные производители пока заявляют, что не видят значительных угроз для продаж этих устройств (PODD). Мы ожидаем, что эта тема останется ключевой в коммуникациях инвесторов с компаниями до конца года. Баланс рисков в медицинском оборудовании оцениваем умеренно позитивно.

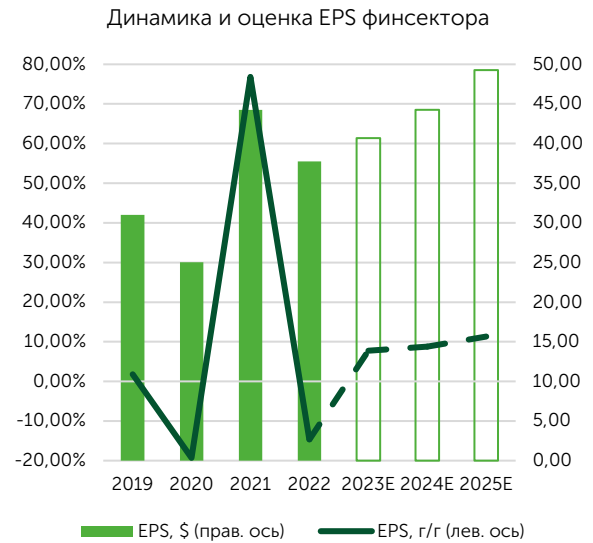
Провайдеры медуслуг традиционно могут стать основными бенефициарами сезонно сильного спроса во II полугодии. Основные ожидания на IV квартал станут известны параллельно с публикациями результатов III квартала и отразятся в гайденсах. Мы не ожидаем, что новая волна COVID-19 станет шоком для медучреждений: действия на случай очередного всплеска заболеваемости были отработаны в предыдущие два года, а последствия для пациентов со временем становятся все мягче и не провоцируют много переносов запланированных процедур. Баланс рисков видим на стороне позитива.

Мы рассчитываем на сильный квартал для большой фармы и биотехов. Рост заболеваемости COVID-19 может положительно повлиять на лидеров этого рынка (PFE, MRNA). По итогам III квартала компании могут показать первые результаты коммерческих продаж вакцин в США. Мы не видим рисков для спроса на фармацевтику, поэтому ждем достаточно сильных результатов за

текущий квартал. В центре внимания остаются производители препаратов класса GLP-1 (NVO, LLY), ожидается решение FDA по одобрению индикации «ожирение» для Mounjaro. Также отметим, что большая концентрация важных обновлений пайплайнов приходится на ноябрь, что делает этот месяц сезонно сильным для фармы и биотехов.

Финансовый сектор (вью – нейтральное)

По итогам II квартала выручка сектора выросла на 18,05% г/г за счет положительного вклада банковского сектора, компаний потребительских финансов и финтехов. Устойчивость потребительских расходов и сильные показатели кредитоспособности оставались позитивным драйвером для выручки, хотя годовые темпы начали замедляться. Более сильные, чем ожидалось, квартальные результаты вкуче с позитивным макроэкономическим фоном способствовали улучшению настроений инвесторов в отношении индустрии. Секторальный индекс XLF ETF с начала июля смог восстановиться на 2,33% при росте S&P 500 лишь на 1,39%. Тем не менее сектор остается под давлением после пересмотра кредитных рейтингов региональных банков США со стороны Moody's, S&P Global и Fitch. На данный момент финансовый сектор имеет один из самых низких форвардных P/E в S&P 500 – на уровне 13,3x. Вместе с тем прогноз годового роста EPS сектора на текущий год был повышен с 6,7% до 7,7%, хотя ориентир на 2024-й пересмотрен вниз – с 10,1% до 8,7%. Сохраняем нейтральный взгляд на краткосрочные перспективы сектора с учетом более сильных позиций экономики.

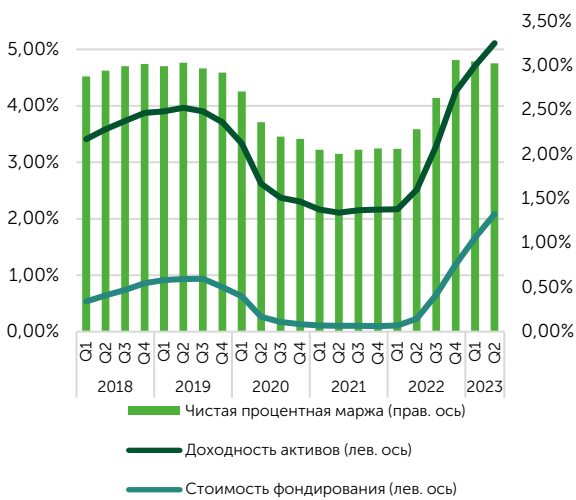


Источник: FactSet

- Major Diversified Banks.** Основным драйвером роста во II квартале оставались процентные доходы. Дополнительный вклад обеспечила прибыль от приобретения активов обанкротившихся банков. Мы ожидаем продолжение тенденции снижения процентной маржи под влиянием таких факторов, как рост депозитных Beta (разницы между депозитными ставками и ставкой по федеральным фондам ФРС), смещение структуры вкладов в пользу срочных процентных, а также потенциальный подъем ставки Федрезерва в ноябре и сохранение ее на повышенном уровне, что способствует росту процентных расходов. Прогнозируем замедление активности кредитования в потребительском и корпоративном секторе, а также низкие объемы ипотечных займов до конца года под давлением повышенных процентных ставок. Предполагаем, что давление на маржу будет оказывать нормализация качества кредитов – увеличение доли просроченных платежей и убытков до уровней 2019 года. Хотя повышение требований к капиталу для банков США по плану должно начаться в июле 2025 года, в течение ближайших двух лет ожидаем консервативную политику крупнейших банков в отношении buy back и дивидендов в целях

накопления прибыли и капитала. По нашему мнению, крупнейшие банки не продемонстрируют значительный рост EPS по итогам IV квартала (вероятно сокращение на 1% кв/кв), тогда как по итогам года прибыль на акцию увеличится в пределах 12–14%. В 2024 году показатель может сократиться на 2,8–3,5%, главным образом из-за снижения процентной прибыли после сильной динамики этого года.

Динамика процентной прибыли (крупнейшие банки с активами более \$250 млрд)



Источник: Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC)

- Investment Banks, Brokers & Managers.** Доходы инвестбанкинга оставались под давлением неблагоприятных рыночных условий. Впрочем, менеджмент уже отмечает оживление интереса к сделкам на рынках капитала, подтверждением этого стали IPO Arm Holdings и Instacart. Оптимизму способствуют ожидания завершения цикла ужесточения ФРС монетарных условий и улучшение экономических прогнозов. С учетом этого крупнейшие инвестбанки ожидают восстановление активности IPO и M&A в следующем году. Основную выгоду из этого извлекут лидеры рынка: Morgan Stanley (MS), Goldman Sachs (GS), Citigroup (C). В то же время сегменты управления активами и капиталом

отметили приток средств, и по большей части – за счет действующих клиентов. Соответственно, улучшение условий на рынках капитала поспособствует расширению объемов активов под управлением. Тем не менее ожидаем негативную динамику прибыли в III-IV кварталах из-за по-прежнему слабого спроса на инвестиционно-банковские услуги. В свою очередь, снижение рыночной волатильности приведет к сокращению выручки от торговых операций. По прогнозам, EPS в индустрии по итогам текущего года сократится на 12,2%, а в 2024-м вернется к росту в пределах 18–20%.

- Consumer Finance.** Компании сектора продолжают демонстрировать активный рост выручки и прибыли, хотя и отмечают замедление годовых темпов в силу меньшего импульса со стороны восстановления международных поездок. Ожидаем, что сильные расходы на услуги в III квартале и праздничные покупки в последние три месяца 2023-го поддержат позитивную динамику доходов компаний сектора в годовом выражении. Платежные гиганты Visa (V) и Mastercard (MA), на наш взгляд, сохранят темпы роста выручки вблизи 11–12% с увеличением EPS на 15–18% в текущем и следующем году.
- Fintech.** Финтех-компании, клиентская база которых ориентирована на ритейл-сегмент, продемонстрировали более сильную, чем ожидалось, динамику по итогам II квартала за счет сильных позиций потребителей. Полагаем, что сезонно высокий спрос на товары и электронную коммерцию во II полугодии окажет поддержку этому сегменту. Тем не менее исчерпание избыточных сбережений населения, а также возобновление выплат по студенческим кредитам и рост стоимости кредитования выступают сдерживающими факторами для выручки. Ожидаем постепенное восстановление операционной маржинальности и улучшение EPS в следующем году за счет сокращения расходов и расширения линейки продуктов.

Автопром (вью – позитивное)

Объем поставок новых автомобилей в США в натуральном выражении за II квартал увеличился на 9% г/г в среднем по сектору. Цены на новые автомобили были в среднем на 2% выше, чем за аналогичный период годом ранее. Акции глобальных автопроизводителей в ожидании позитивных результатов за квартал с конца июня до периода сезона отчетностей выросли более чем на 10%.

III квартал преподнес автопрому неприятный сюрприз. В середине августа отраслевой профсоюз UAW выдвинул работодателям требования по повышению зарплат сотрудников на 40% с предоставлением дополнительных льгот. Требования касаются 146 тыс. работников предприятий Ford Motor (F), General Motors (GM) и Stellantis (STLA). Текущий контракт UAW с «большой тройкой» американских автопроизводителей закончился 14 сентября, и стороны пока не смогли договориться об условиях нового четырехлетнего соглашения.

Ближе к концу IV квартала прогнозируем снижение спроса на новые автомобили в США. С уменьшением избыточных сбережений американского населения цены на автомобили, вероятно, вернутся к снижению. По данным Cox Automotive, средний ежемесячный платеж по автокредиту в США в июле достиг \$762, а средняя процентная ставка по данным займам составляет 9,65%. Высокие процентные ставки по автокредитам соседствуют с высокими ценами на авто. Средняя цена на новый автомобиль в США превышает \$48 тыс. (+25% к средним значениям за 2020 год). Вероятно, спрос дополнительно поддерживается за счет операций по обмену старого автомобиля на новый, так как стоимость подержанных машин за последние годы тоже повысилась, но рост ставок по автокредитам представляет основную угрозу для спроса. Мы ожидаем начала снижения цен на автомобили до конца года, с вероятным ускорением этого тренда в 2024-м.

Объявленная профсоюзом UAW 15 сентября забастовка может привести к росту цен на новые автомобили. Stellantis, Ford и General Motors, на которых проходит акция протеста, формируют 40% продаж новых автомобилей в стране. Но сам факт протестных мероприятий станет сильнейшим фактором, который может оттеснить фундаментальные предпосылки динамики продаж на второй план и привести к развитию «медвежьего» тренда для акций американских автопроизводителей.

По итогам текущего квартала рассчитываем на средний рост выручки автопроизводителей на уровне 7% г/г, по итогам года – около 4% г/г. Повышение чистой прибыли за июль-сентябрь прогнозируем в районе 12% г/г. Текущие невысокие оценки акций автопроизводителей (ее медианный уровень соответствует пяти прогнозным годовым прибылям 2023 года) отражают ожидания снижения прибыли компаний в ближайшие годы, в том числе из-за повышенных затрат на трансформацию производства под массовый выпуск электромобилей. Из-за забастовок акции автопроизводителей могут показать негативную динамику в начале IV квартала, но до конца года мы ожидаем рост акций сектора на фоне разрешения конфликта с профсоюзами. Среди компаний, которые могут показать положительную динамику, выделим Stellantis (STLA), так как она менее, чем другие представители «большой тройки» автопроизводителей США уязвима для последствий забастовок: в Северной Америке она формирует около 56% скорректированной EBIT. При этом текущая оценка Stellantis по мультипликатору EV/EBITDA'23 составляет 0,95x против медианного значения данного показателя по сектору 6,6x.

Несмотря на позитивный взгляд на акции автопроизводителей до конца года, полагаем, что в 2024-м они могут показать боковую динамику относительно текущих уровней на фоне уже упомянутых нами факторов (снижение спроса и цен на автомобили).



Источники: FactSet, Cox Automotive, Kelley Blue Book.

Возобновляемая энергия (вью – нейтральное)

Во II квартале в США было установлено 5,21 ГВт мощности в сфере зеленой энергетики для коммунальных хозяйств. Это на 62% больше, чем за аналогичный период годом ранее. На солнечную энергетику пришлось более 50% установленной мощности чистой энергии, а на системы хранения – почти 30%. Количество заявленных проектов чистой энергетики для коммунальных нужд выросло на 16% г/г, более половины из них составляют солнечные. Данные подтвердились финансовыми результатами крупнейших компаний сектора солнечной энергетики, количество поставленных модулей за квартал увеличилось на десятки процентных пунктов. Как импортеры, так и внутренние производители, нарастили выручку в среднем более чем на 40%.

Несмотря на высокие темпы роста выручки, в основном акции крупнейших компаний сектора солнечной энергетики с конца июня показали снижение. Объемы продаж часто оказывались хуже ожиданий. Поставщики солнечных панелей для розничных потребителей оказались в аутсайдерах, так как их выручка за II квартал в среднем повысилась лишь на 7%. Рост процентных ставок замедлил объемы передачи

оборудования для генерирования солнечной энергии в лизинг, компаниям приходится поднимать стоимость аренды своих установок.

В IV квартале мы ожидаем замедление роста поставок солнечных панелей. Министерство торговли США уличило производителей этого оборудования во Вьетнаме, Малайзии, Таиланде и Камбодже в обходе антидемпинговых пошлин при поставках продукции в США, так как эти компании использовали для своей деятельности материалы китайского производства. Запрет на взимание дополнительных пошлин на продукцию из Азии заканчивается в июне 2024 года. Таким образом, отрасль может столкнуться с падением спроса на солнечные панели из-за угрозы того, что реализация новых проектов станет значительно дороже из-за новых импортных пошлин. На этом фоне акции компаний, производственные мощности которых сосредоточены в США, в частности First Solar (FSLR), способны продемонстрировать рост в IV квартале.

Наметился тренд на снижение стоимости панелей. В 2022 году стоимость 1 ватта пиковой мощности панели составляла \$0,39. С начала текущего года она упала до \$0,36 благодаря снижению цен на поликремний и разрешению большинства проблем с цепочками поставок. В III квартале рост продаж компаний из сектора альтернативной энергетики может превысить 10% г/г, а по итогам года может составить 16%. EBITDA в среднем по сектору за текущий квартал прогнозируем на отметке 43% г/г.

По мере формирования новых цепочек поставок валовая маржинальность компаний альтернативной энергетики в текущем году способна продолжить восстановление, но показатель вряд ли превысит значения 2021 года ввиду сохранения логистических сложностей. Мы ожидаем продолжения боковой динамики акций компаний солнечной энергетики до конца года, предполагая, что в 2024-м сектор альтернативной электрогенерации в целом вернется к росту по мере исчерпания проблем с цепочками поставок и импортом, а также при поддержке государственных мер в рамках

закона о снижении инфляции (IRA), предполагающих все более активное развертывание новых энергетических проектов в США.



Источник: American Clean Power, Energy Information Administration

Сектор промышленности (вью – нейтральное)

Машиностроение

С 30 июня до 12 сентября котировки секторального ETF XLI снизились на 1,5%, хотя в моменте рост доходил до 3,6%, что было обусловлено позитивными ожиданиями в отношении результатов за квартал. Мы прогнозируем общую нейтральную динамику данного сегмента, несмотря на достаточно выраженную позитивную сезонность в котировках индустриальной группы индекса S&P 500 и нейтральные форвардные оценки P/E. Это обусловлено замедлением инфляции и постепенным исчерпанием ценовой силы в ключевых сегментах (строительная и сельхозтехника, тяжелый транспорт), который выступал драйвером роста выручки и рентабельности в последние 12 месяцев. Многие компании в период ажиотажа заметно увеличили портфели заказов, однако в случае реализации дезинфляционного сценария это может создать проблему для поддержания рентабельности на достигнутых уровнях, особенно когда возникает негативный спред между показателями производственной и потребительской инфляции (другими словами, когда входящая инфляция, к примеру в зарплатах,

оказывается выше исходящей). К тому же отчет ЗМ от Бюро переписи населения США сигнализирует о замедлении объема поставок крупных компаний в номинальном выражении, как и новых заказов. В реальном выражении в июле продолжилось длящееся с начала 2022 года падение, хотя данные отчета G.17 от ФРС о производительности сектора не показали существенных изменений.

В 2024 году с учетом наших экономических предпосылок возможности обрабатывающих производств по управлению маржей станут более прозрачными. Тем не менее мы с умеренным позитивом относимся к компаниям с диверсифицированными и технологически улучшенными производственными процессами, в частности к производителям строительной техники и инженерного оборудования.



Источник: Factset, расчеты Freedom Broker

Авиакосмическая и оборонная промышленность

Компании из оборонной промышленности оказались под давлением в сентябре, за квартал iShares US A&D ETF (ITA) снизился на 6%. На первый план стали выходить задержки поставок на фоне продолжающегося давления на маржу. К примеру, акции Boeing (BA) начали распродавать, как только стало известно об очередном дефекте, выявленном на площадке ключевого поставщика авиаконцерна Spirit Aerosystems (SPR). RTX (RTX) сообщила о проблеме

с порошковым металлом в своих двигателях GTF, что привело к пересмотру гайденса. Lockheed Martin (LMT) задерживает передачу заказчикам F-35 из-за обновления электронных компонентов по программе TR-3. Несмотря на позитивную для оборонных компаний внешнюю конъюнктуру, эти и прочие проблемы заставляют инвесторов пересматривать потенциал в акциях компаний индустрии A&D. Оценки по сравнению с предыдущим кварталом стали выглядеть более нейтрально, однако риск продолжения задержек с поставками и снижение маржи продолжают создавать давление на котировки.

Тем не менее даже с учетом данных фактов акции в течение 2024-го могут показать умеренный рост за счет программ buy back (с учетом налогообложения).



Источник: Factset, расчеты Freedom Broker

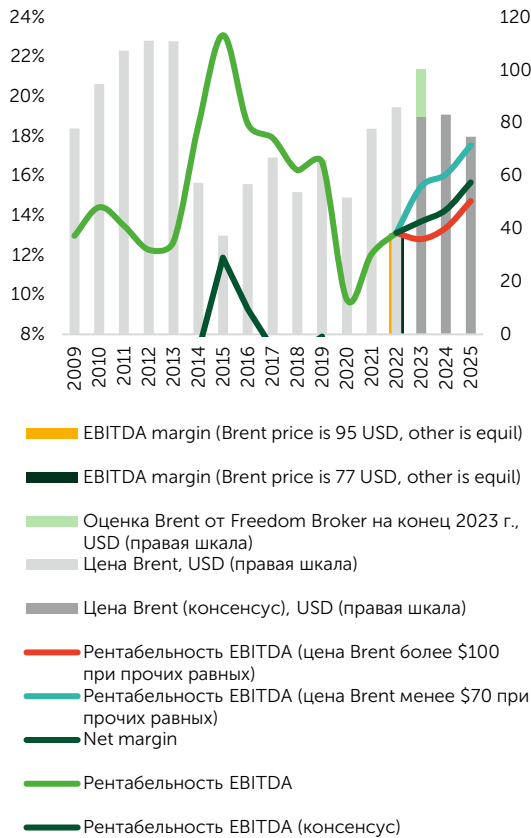
Транспорт

Пассажирские авиаперевозки

С начала июля US Global Jets ETF (JETS) опустился на 16%. Помимо фиксации прибылей на фоне высоких результатов по итогам II квартала причинами для распродаж послужило значительное снижение цен на перелеты внутри США. Затем растущие цены на нефть и обновленные контракты с пилотами начали давить на маржу компаний. Свои гайденсы уже пересмотрели American Airlines (AAL), Spirit Airlines (SAVE) и

Frontier Group (ULCC). Краткосрочно эти факторы могут продолжить оказывать негативное влияние на рынок авиаперевозок в целом, хотя основной негатив, на наш взгляд, уже учтен в ценах. Мы по-прежнему негативно смотрим на лоукостеры с ориентацией на внутренний рынок, где эластичность спроса прослеживается более четко. По последним данным, цены на международные направления в III квартале упали в годовом сопоставлении, однако уровень движения не столь велик, как в компоненте CPI, отражающем динамику цен на билеты регулярных линий как внутри, так и за пределами США. По некоторым международным направлениям (Канада, Европа, Африка и Азия) цены все еще выше уровня 2019 года. С учетом этих факторов и перепроданности акций компаний (AAL, DAL, UAL), которые уже вышли в прибыль и сохраняют потенциал для улучшения рентабельности, рекомендуем присмотреться к ним на предмет долгосрочных инвестиций. В то же время в случае реализации прогноза, предполагающего достижение ценой на WTI \$95, и расширения crack-спреда IV квартал может оказаться для сектора сложным.

Мы ожидаем, что 2024 год будет достаточно волатильным для акций авиакомпаний, поскольку на данный момент наблюдается множество неопределенностей в отношении доходов и расходов представителей отрасли.



Источник: Factset, расчеты Freedom Broker

Грузовые перевозки

Рынок грузоперевозок по-прежнему находится на стадии спада, хотя и показывает признаки стабилизации практически по всем видам транспорта. После провального для грузовых авиаперевозок I полугодия годовая динамика международного трафика для авиакомпаний США в июле стабилизировалась на околонулевом уровне (-2% относительно прошлогоднего показателя). «Барометр» ВТО сигнализирует об остановке падения торговли электроникой и достаточно оптимистичной ситуации со спросом на автомобили, что подтверждается данными Бюро переписи населения США. Последнее могло подстегнуть спотовые ставки морского фрахта на некоторых направлениях. По данным DAT, спотовые ставки на наземные перевозки в США перестали падать, хотя, по оценкам CASS, грузооборот остается стабильно низким. Однако после банкротства Yellow (YELL) рынок оживился, о чем свидетельствуют данные FreightWaves SONAR. Несмотря на умеренно позитивные сигналы и

предстоящий сезон предпраздничных распродаж, мы не ожидаем значительного улучшения ситуации в IV квартале, поскольку на рынке все еще присутствуют чрезмерные транспортные возможности. Соотношение между продажами и запасами в рознице находится на стандартном для экономики уровне, что ликвидирует ранее проявившийся эффект отложенного спроса. По данным Conference Board, потенциал роста расходов в следующие 12 месяцев достаточно слаб. По оценке ВЕА, потребители в последние месяцы активно тратили, в июле сократив соотношение между сбережениями и доходами до 3,5х. Эти факторы будут сдерживать рост котировок большей части транспортных и логистических компаний до конца года. В 2024-м мы ожидаем широкое умеренное улучшение ситуации, поскольку, по мнению инвестсообщества и экспертов, отраслевое дно достигнуто и игроки сектора адаптируются к новым реалиям.



Источник: Factset, расчеты Freedom Broker

Сектор недвижимости (вью – нейтральное)

Текущий статус

- С начала года индекс Green Street Commercial Property Price Index

скорректировался почти на 3% и находится на уровне доковидного периода, значительно ниже пиков 2022 года.

- Индекс полной доходности S&P United States REIT существенно отстает от широкого рынка с начала года.

Индекс	YTD	1 год	3 года	5 лет	10 лет
S&P United States REIT	4,38%	-5,17%	6,60%	3,75%	6,79%
S&P500	17,27%	13,77%	10,84%	11,07%	12,51%

Источники: FactSet

- Сектор достаточно успешно провел минувший квартал. Сопоставимый чистый операционный доход вырос на 5% г/г, денежный поток от операций на акцию увеличился на 10% кв/кв и 5,4% г/г, заполняемость площадей осталась на комфортном уровне и показала околонулевую динамику по сравнению прошлыми кварталом и годом.
- Обращает на себя внимание падение объемов инвестиций на 63% кв/кв, ставшее вторым худшим результатом с 2010 года. Основной провал пришелся на индустриальный сегмент после двух предыдущих успешных кварталов.
- Давление на сектор оказывает рост процентных ставок, однако долговая нагрузка не вызывает опасений. Лаверидж и коэффициент покрытия процентных расходов остались на прежнем комфортном уровне. Доля долга по фиксированным ставкам перевалила за 90%.

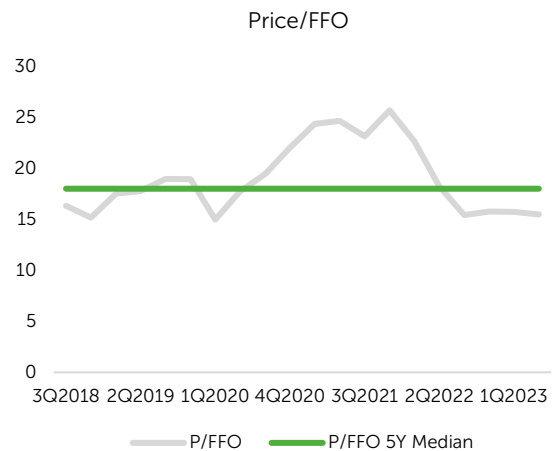
Динамика ставки капитализации недвижимости, доходности 10-летних казначейских нот и цен на недвижимость



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

Ожидания

Сектор REIT в целом следует за общими макроэкономическими трендами. Позитив наблюдается в сегментах, менее чувствительных к замедлению экономики и выигрывающих от всеобщей цифровизации и развития электронной торговли. Мы ожидаем еще одного повышения ставки ФРС до конца года. Это откроет хорошие возможности для покупок и фиксации высокой дивидендной доходности в секторе.



Источники: данные NAREIT, Green Street, Factset, расчеты Freedom Broker

Цифровая трансформация и ИИ-технологии стали наиболее актуальными для инвестсообщества темами. Одним из бенефициаров этого тренда выступают дата-центры (ЦОД), обеспечивающие инфраструктуру для ускоряющейся цифровизации. По данным JLL, в I полугодии 2023-го наблюдался рекордный спрос, который сохранится на повышенном уровне в течение следующего года. При этом специфика строительства ЦОД будет ограничивать предложение вплоть до 2027-го. Основные причины: проблемы в цепочках поставок, сложности с доступом к электроэнергии, нехватка земли и мощностей. Большая часть центров, которые будут введены в эксплуатацию во II полугодии 2023-го и в 2024-м, уже законтрактована.

Наряду с ЦОД индустриальный сегмент вновь оказался в лидерах по росту сопоставимого чистого операционного дохода. Чистое поглощение в сегменте значительно снизилось, и одновременно упала инвестиционная активность, что в перспективе окажет поддержку арендным ставкам и заполняемости площадей.

В строительном секторе наблюдается некоторое оживление. Рост продаж новых домов и строительных материалов окажет поддержку производителям древесины, в числе которых есть лесные REIT. Однако высокие процентные ставки по-прежнему будут ограничивать рост индустрии.

Башенный бизнес в США вошел в негативную фазу после достижения пика инвестиционного цикла, связанного с развитием сетей связи 5G. Более привлекательно выглядят игроки с диверсифицированным международным портфелем (на иностранных рынках, где проникновение сетей 5G гораздо ниже, чем США, ожидается значительный рост инвестиций в соответствующую инфраструктуру), а также компании, развивающие направление ЦОД.

Сегмент NNN (выкуп недвижимости и обратная аренда) продолжит расти. По оценкам экспертов, компании из индекса S&P 500 с активами в недвижимости на сумму \$1,6 трлн имеют долг в объеме \$1,2 трлн со сроками погашения с 2024-го по

2027 год. Повышение ставок по корпоративному долгу и сложности с рефинансированием делают продукты NNN более популярными за счет экономии на аренде и улучшения кредитного качества.

Энергетика (вью – нейтральное)

Ситуация в III квартале 2023 года

Период с апреля по июнь текущего года выдался позитивным для американского нефтегазового сектора из-за сезонного роста спроса на углеводороды, добровольного сокращения добычи в Саудовской Аравии на 1 млн баррелей в сутки (МБС) и снижения экспорта из России на 0,3 МБС, а также прекращения продаж нефти из стратегических резервов США и начала их пополнения. Средние цены на нефть WTI выросли на 8% кв/кв (до \$79,7 по состоянию на 8 сентября). Однако текущие цены остаются на 15,5% ниже, чем их средний уровень в 2022 году. Средние цены на газ в США взлетели на 13% кв/кв (до \$2,6 за млн британских термальных единиц, БТЕ). К котировкам 2022 года падение сократилось до 60%. По состоянию на 1 сентября запасы газа в США превышали среднее пятилетнее значение на 8%. Заполненность газовых хранилищ в ЕС (основное направление экспорта американского СПГ) на 7 сентября достигла 93,9% против 82,7% годом ранее. Цены голубого топлива на крупнейшем европейском хабе TTF равнялись \$10,6 за млн БТЕ (минус 89% от максимумов 2022 года).

Снижение стоимости нефти и газа к уровням 2022 года привело к сокращению буровой активности в Штатах. С начала года (на 8 сентября) количество активных нефтяных буровых вышек снизилось на 17% (-13% г/г), газовых – на 28% (-32% г/г).

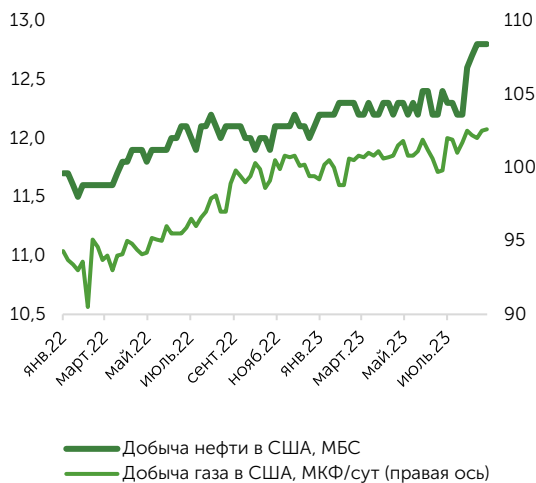
Количество работающих буровых установок в США



Источники: Baker Hughes, анализ Freedom Broker

Добыча нефти в США увеличилась на 2% кв/кв, до 12,5 млн баррелей в сутки. Добыча газа выросла на 1,2%, до 102 МКФ в сутки. Общие запасы (нефть плюс нефтепродукты) снизились с начала квартала на 3 млн баррелей (МБ). Чистый импорт нефти сократился на 3% г/г. При этом чистый экспорт жидких углеводородов (нефть плюс нефтепродукты) составил 113 МБ за квартал.

Динамика добычи нефти и газа в США

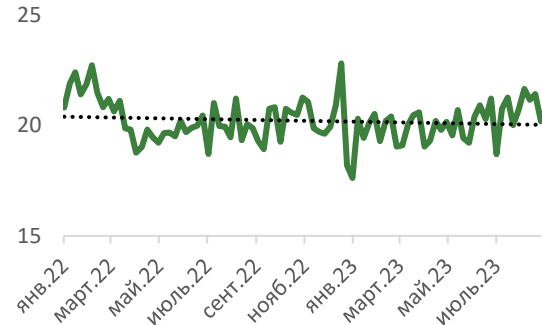


Источники: Минэнерго США, анализ Freedom Broker

Средний объем реализации нефтепродуктов (на 1 сентября) вырос на 3,5% г/г. При этом продажи бензина прибавили 2,9%, что говорит об усилении спроса со стороны

частных авто владельцев. Чистый экспорт нефтепродуктов подскочил на 9% г/г.

Объем продаж нефтепродуктов в США, МБС



Источники: Минэнерго США, анализ Freedom Broker

Повышение цен на углеводороды привело к росту секторального ETF XLE с начала III квартала на 13%, до 92 пунктов на закрытие 8 сентября.

Прогноз на IV квартал 2023 года

Спрос на нефть, нефтепродукты и особенно газ в последние три месяца года является сезонно сильным из-за необходимости отопления помещений. Минэнерго США ожидает роста потребления газа в США на 18% м/м в ноябре и еще на 17,6% в декабре.

Рост спроса на нефтепродукты, продление добровольного сокращения добычи и экспорта Саудовской Аравией и Россией приведет к дефициту нефти на 1–1,5 МБС в III квартале. Кроме того, нельзя исключать снижения объемов производства этого сырья в США из-за низкой буровой активности, так как около 75% добычи происходит на сланцевых месторождениях, где дебет скважин с течением времени снижается быстрее. Также вероятно сокращение объемов добычи газа.

Усиление спроса при сокращении предложения может привести к повышению цен на углеводороды. К концу года котировки нефти марки WTI способны достичь \$95 за баррель (+8,6% к ценам закрытия 8 сентября), а цена на газ может подняться до \$4 за млн БТЕ (+54%).

Ожидаем позитивной динамики акций нефте- и газодобывающих компаний в IV квартале благодаря повышению цен на углеводороды. Наиболее активного ралли можно ожидать от газодобывающих компаний. Рост цен на нефть и газ негативно отразится на показателях перерабатывающих компаний, что обусловит относительно скромный рост их бумаг.

Владельцы инфраструктуры по сбору и транспортировке углеводородов могут показать сильные результаты благодаря высокому спросу на газ. Низкая буровая активность на фоне увеличения числа буровых установок будет оказывать давление на результаты нефтесервисных компаний.

Давление на цены углеводородов и котировки акций нефтегазовых компаний может оказать снижение широкого рынка и замедление мировой экономики. В период рецессии 2008–2009 годов потребление упало на 2 МБС (с 86,3 МБС в 2007 году до 84,3 МБС в 2009-м). В случае реализации

Товары первой необходимости (вью – нейтральное)

Сектор сейчас

Акции ретейлеров продолжают оставаться под давлением, причем за последний квартал оно усилилось. Главным поводом стала квартальная отчетность: у Costco Wholesale Corporation, Dollar General Corporation фактический размер прибыли недотянул до довольно консервативных прогнозных значений. Кроме того, менеджмент Dollar General ухудшил гайденсы. Реакция инвесторов не заставила себя ждать: бумаги Dollar General Corporation и General Mills за три месяца продемонстрировали двузначное падение. И хотя большинство компаний все-таки отчитались немного лучше ожиданий, значимой поддержки их котировкам это, как правило, не оказывало.

Индекс S&P 500 Consumer Staples демонстрирует динамику хуже широкого рынка, а большинство акций в подсегментах «розничные магазины», «готовая еда», «товары

кризисного сценария цены на газ могут опуститься ниже \$2 за млн БТЕ, а котировки WTI способны упасть до \$65.

Прогноз на 2024 год

На наш взгляд, средняя цена на нефть марки WTI в 2024 году может составить около \$80 за баррель, что на 5% превышает средний показатель текущего года (с начала года по 8 сентября включительно). Тем не менее прогнозное значение на следующий год ниже ожиданий по цене нефти на конец 2023 года на 16%, поэтому мы ожидаем коррекции акций нефтегазовых компаний в 2024 году. Среднегодовая цена на газ может составить \$3 за млн БТЕ, что на 15% больше среднего уровня 2023 года. Сезонное ослабление спроса весной может вызвать коррекцию цен на нефть и газ до \$70 за баррель WTI и \$2 за млн БТЕ соответственно. Роста котировок выше среднегодового уровня (до \$90 за баррель WTI и \$4 за млн БТЕ) можно ожидать в осенне-зимний период.

для дома», «напитки» продемонстрировали отрицательную динамику не только за месяц, на который пришелся основной сезон отчетов, но и за последние три месяца, а также и с начала года. Из представителей сектора лишь Costco Wholesale и Walmart за три последних месяца опередили отраслевой индекс.

Из негативных фундаментальных факторов можно отметить замедление развития и снижение рентабельности основных показателей. Медленный органический рост большинства компаний обусловлен преимущественно повышением цен (инфляция), при этом динамика трафика неустойчива. Кроме того, у транснациональных корпораций 2–3 п.п. роста нивелируется обесценением валют на внешних рынках. Сокращение операционной маржи розничных сетей обусловлено списаниями в убыток товаров из-за их хищения на этапах логистики, распределения и в рознице. Так, у Target запасы сократились на 17% г/г, а сопоставимые продажи упали на 5,4% г/г. Dollar General увеличивает фокус на

домохозяйства с низкими доходами и долю низкомаржинальных товаров. В целом эта тенденция характерна для многих ретейлеров, просто у крупнейших из них она менее выражена, и в их акциях больше розничных инвесторов, которые не склонны вчитываться в финансовые отчеты и комментарии менеджмента, а акцентируют внимание на EPS, отклонениях от прогнозов и гайденсах на будущий период, которые компании стараются по возможности не ухудшать.

Ожидания на IV квартал

Мы полагаем, что технические факторы будут преобладать над фундаментальными до следующего сезона отчетов. В акциях Dollar Tree, Dollar General, PepsiCo, General Mills, Target наблюдается продолжительный даунтренд. В то же время бумаги DG, Coca-Cola, Kimberly-Clark Corporation, Mondelez International, General Mills выглядят перепроданными и/или находятся вблизи значимых уровней поддержки. Это дает шансы на отскок. У большинства акций потребительского сектора Beta не превышает 0,5. Таким образом, в случае коррекции широкого рынка их волатильность, скорее всего, будет ниже, чем у S&P 500, поэтому при таком развитии событий бумаги Consumer Staples могут рассматриваться в качестве защитных. Лучшими с технической точки зрения акциями, в которой наблюдается восходящий тренд и не просматривается перекупленность, являются бумаги Walmart и Costco.

Фундаментальные факторы, по нашему мнению, сохраняют свое воздействие. Рост сопоставимых продаж будет замедляться по мере снижения инфляции, а валовая и операционная рентабельность останутся под давлением сокращения запасов и смещения продаж в сегмент низкомаржинальных товаров. Наиболее чувствительными к негативным явлениям будут сети фиксированных цен Dollar General и Dollar Tree. В то же время на фоне сильного снижения их котировок за последние несколько месяцев реакция инвесторов на негативные новости будет слабее, чем прежде, так как

предыдущие неблагоприятные факторы, по нашему мнению, уже учтены в котировках. На фоне гораздо более низких мультипликаторов у DG и DLTR, чем у лидеров отрасли, ожидать дальнейших распродаж, сопоставимых с теми, что наблюдалось в III квартале, на наш взгляд, не стоит, даже если результаты окажутся хуже прогнозов. Реакция на отчеты может оказаться бурной, но, скорее всего, непродолжительной. В то же время долгосрочный интерес сдерживается тем, что дивидендная доходность акций Dollar General на текущем уровне низкая, а Dollar Tree дивиденды не выплачивает.

Анализ мультипликаторов. За исключением отдельных аномалий наблюдается умеренная корреляция между рентабельностью капитала и мультипликатором Price-to-Book. Соотношение Debt to Equity ratio хуже у компаний Kimberly-Clark, PepsiCo, Target и Dollar General. Повышение ставки слабо повлияет на их рентабельность, скорее в среднесрочном плане это будет сдерживать их темпы роста. По соотношению EV to Sales / EV to EBITDA наиболее дешевыми выглядят акции розничных сетей, а наиболее переоцененными бумаги производителей напитков и товаров для дома. Отсутствует заметная корреляция между рентабельностью и среднегодовыми темпами роста прибыли и мультипликатором P/E. Слабая корреляция между среднегодовыми темпами повышения выручки и мультипликатором P/S. По всей видимости, крупные институциональные инвесторы в меньшей степени ориентируются на текущие и форвардные рыночные мультипликаторы компаний сектора и в основном полагаются на такие факторы, как дисконтирование денежных потоков и др. Этим может объясняться сильная волатильность котировок после выхода финансовой отчетности, поскольку пересмотр моделей на фоне обновления финансовых данных может внести сильные изменения в будущую стоимость.

Наши ожидания. По итогу сезона отчетов мы пересмотрели целевые цены пяти компаний сегмента Consumer Staples. По трем из них (Dollar General, Target и Kimberly-

Clark) таргеты понижены. Для Mondelez и PepsiCo цели повышены. В долгосрочном плане нашими фаворитами являются акции Dollar Tree, Nike, Mondelez, Target, Coca-Cola. Аутсайдерами являются акции Lululemon Athletica, Walmart и Costco. Но в IV квартале, вероятнее всего, именно эти акции будут демонстрировать динамику наравне с рынком или лучше, также возможен спекулятивный отскок в акциях General Mills и Dollar General. В целом мы сохраняем нейтральный взгляд на сектор и полагаем, что основные драйверы роста и падения уже отыграны.

Ожидания на 2024 год

Мы сохраняем умеренно позитивный взгляд на сектор Consumer Staples. С фундаментальной точки зрения ряд компаний имеют двузначный потенциал роста. В то же время его реализации мешает пониженный интерес инвесторов, которые предпочитают бумаги технологических компаний. Сектор потребительских товаров испытывает влияние негативных факторов, таких как сокращение запасов, смещение потребительского спроса в сторону низкомаржинальных товаров. Это воздействие сохранится на продолжительном горизонте. Снижение инфляции приведет к замедлению органического роста. Фактически основным позитивным драйвером может выступать лишь сильная перепроданность акций. Этот драйвер реализуется по мере снижения интереса к бумагам технологических компаний, которые начнут восприниматься инвесторами как достаточно дорогие.

Товары вторичной необходимости (вью – нейтральное)

Сектор сейчас

Индекс S&P 500 Consumer Discretionary опередил по динамике сектор товаров первой необходимости, во многом из-за

присутствия в бенчмарке акций Amazon, Tesla, General Motors, Ford. Если сравнивать динамику с другими компаниями потребительского сектора, то за последний год, месяц, квартал и с начала текущего года в целом она была лучше, чем у бумаг из Consumer Staples. Аутсайдерами сектора стали акции NIKE, которые с начала года потеряли 12%. Одной из причин этого стало последовательное сокращение EPS в течение четырех кварталов подряд. Причем результат II квартала оказался даже хуже ожиданий. В лидеры роста вышли бумаги Lululemon Athletica, за три месяца подорожавшие на 23%, то есть существенно, чем любая из акций Consumer Staples. Компания уступила только Domino's Pizza в секторе Consumer Discretionary.

С фундаментальной точки зрения по основным мультипликаторам акции сектора оцениваются преимущественно на уровне рынка, а лидеры – лучше рынка. Быстрее всего (CAGR > 10%) выручка увеличивается у Lululemon Athletica и Starbucks. В основном это обусловлено интенсивной географической экспансией этих компаний, а также восстановлением покупательной активности после пандемии. Представители сектора Consumer Discretionary демонстрируют более высокую рентабельность основных показателей, чем эмитенты из Consumer Staples (валовая маржа: 45–60% против 10–35%, чистая маржа: 10–35% против 2,5–25%). Это также объясняет более высокий интерес инвесторов к бумагам поставщиков товаров и услуг вторичной необходимости, чем к акциям Consumer Staples.

Ожидания на IV квартал

Вектор движения котировкам сектора в целом будет задавать динамика акций Amazon (AMZN) и Tesla (TSLA). В отношении Amazon (AMZN) ожидаем развития позитивных трендов в части маржинальности и восстановления роста выручки. Вероятно, это будет поддерживать сильный сентимент для бумаг компании. В отношении Tesla (TSLA) сохраняем умеренно пессимистичные ориентиры (рекомендация –

«продавать»). Менеджмент автоконцерна сохраняет фокус на расширение рыночного присутствия, что продолжает негативно сказываться на маржинальности эмитента. Полагаем, что давление на маржинальность может сохраняться в ближайшие несколько кварталов. Вкупе с замедлением спроса в США во II полугодии это может оказать сдерживающий эффект на котировки. Другой важный компонент для сектора – индустрия отелей и ресторанов, показавшая сильные результаты за II квартал. Мы предполагаем, что восстановительный тренд здесь сохранится до конца года и поддержит рост котировок секторального бенчмарка. Бумаги представителей специализированного ретейла показывают сравнительно уверенную позитивную динамику в III квартале. Приближение оценок этой индустрии к средним уровням за последние пять и семь лет, вероятно, будет поддерживать интерес к ней со стороны инвесторов.

Ожидания на 2024 год

Прогноз ВВП на 2024 год улучшен и с учетом этого мы ожидаем продолжения позитивных трендов по ряду индустрий с учетом нормализации роста ресторанно-гостиничных бизнесов. Amazon, вероятно, останется в числе важных драйверов роста прибыли для сектора в целом. Кроме того, ожидаем, что давление на маржинальность представителей легкой промышленности прекратится уже до конца текущего года, а в 2024-м рост прибыли в сегменте ускорится. В базовый прогноз закладываем предположение, что давление на маржинальность Tesla (TSLA) не будет сохраняться на протяжении 2024 года, что также окажет поддержку прибыли всего сектора. Общий взгляд на отрасль до конца следующего года положительный.



Источники: Минэнерго США, анализ Freedom Broker

Сырьевая промышленность (вью – негативное)

Большинство рисков, которые мы обозначали в прошлом обзоре, реализовались, и остаются в поле зрения. Мы сохраняем негативные прогнозы в отношении сектора материалов и ожидаем отложенного эффекта восстановления по мере улучшения условий кредитования в США. Нормализация ситуации в секторе, вероятно, будет проходить с небольшим лагом к рынку. M&A также остается одной из главных для отрасли тем.

Основные тенденции и актуальные темы

- Доминирование Китая во всей логистической цепочке создает риски, однако в этом случае на первый план выходит географическая диверсификация.
- Неопределенность на рынке угля либо поддержит цены, либо приведет к их взрывному росту.
- Ориентация на зеленую экономику остается в центре внимания корпораций и инвесторов.
- Риски продовольственного кризиса нивелируются снижением продовольственной инфляции.

- Слияния и поглощения вопреки общим тенденциям на рынке являются доминирующей стратегией развития компаний.

Обзор результатов II квартала

Средневзвешенный показатель EBITDA мировых горнодобывающих компаний, входящих в наше покрытие, недотянул до наших ожиданий. В целом горнодобывающие компании отчитались о росте выручки на фоне повышения цен реализации и увеличения объемов добычи. Однако в I полугодии 2023 года денежные затраты вновь превысили наш прогноз, что противоречит запланированной нормализации. Теперь этот эффект, вероятно, будет отложен до конца 2023 года. Таким образом, рост затрат перевесил положительное влияние выручки на EBITDA компаний, которая оказалась на 4% ниже наших оценок на средневзвешенной основе.

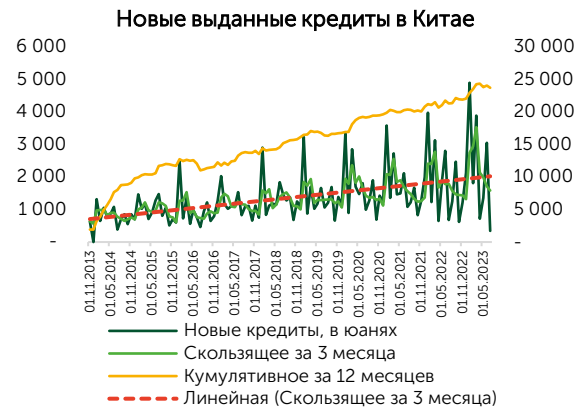
Перспективы сектора до конца года

Мы считаем, что продолжающееся инфляционное давление оказывает дополнительную поддержку будущей динамике цен на сырьевые товары. Кроме того, некоторые крупные диверсифицированные горнодобывающие компании, например BHP и Fortescue, прогнозируют увеличение себестоимости производства. Помимо инфляции мы выделяем еще несколько факторов, на которые стоит обращать внимание инвестору в сырьевые товары.

Ситуация в индустрии недвижимости Китая. Последние новости из КНР сигнализируют об обострении проблем в секторе недвижимости. В качестве меры поддержки индустрии китайский регулятор смягчил требования к первоначальному взносу на ипотеку и призвал банки снижать ставки по кредитам. Продажи жилья в стране снижались три месяца подряд, поэтому вероятен отложенный эффект действий регулятора, благодаря чему на горизонте года реализация жилой недвижимости способна продемонстрировать восстановление.

Статистика новых выданных займов в Китае позволяет предположить, что объемы кредитования будут увеличиваться на фоне

мягкой денежно-кредитной политики. Однако, на наш взгляд, рынок жилья в Китае перенасыщен, так что перечисленные стимулирующие шаги со стороны властей едва ли окажутся эффективными против сформировавшегося на нем пузыря на более долгосрочном горизонте.



Источник: FactSet, Freedom Broker

Впечатляющие данные китайского импорта позволяют надеяться на усиление спроса на сырье. За семь месяцев 2023 года в Китае было произведено около 66 млн тонн стали. Это на 3% больше, чем с января по август 2022 года. При этом Пекин объявил о плане ограничить выпуск этой продукции объемом прошлого года. На наш взгляд, это решение может оказать некоторую поддержку ценам на сталь. С января по август импорт угля в Китай увеличился на 82% г/г, что сохраняет за ним статус крупнейшего потребителя этого энергоносителя в мире с долей 53%. По информации Reuters, цены на электроэнергию, поставляемую морским путем, остаются привлекательными, особенно с учетом ограниченности внутренних поставок.

Противоположные тренды на потребление угля в Азии и Европе. Почти двукратное увеличение объемов импорта угля в Китай частично объясняется решением властей приостановить работу нескольких шахт после аварий, приведших к гибели горняков, в провинциях Shanxi и Shaanxi. На наш взгляд, в результате этих трагедий будет закрыто некоторое количество шахт (добыча на которых не будет превышать 0,9 млн тонн в год). В результате сократившегося на этом

фоне предложения цены на уголь получают поддержку. В то же время вопреки актуальности зеленой повестки Великобритания и Германия задумались о возобновлении добычи энергетического угля. В Германии используют оборудование для ветряных генераторов, чтобы увеличить объем выработки угольной электростанции. Правительство Великобритании готовит снятие запрета на открытие новых угольных шахт. Таким образом, стоит ожидать повышения предложения коксующегося угля из Европы.

Конкуренция за редкоземельные металлы. В качестве нового этапа в технологическом противостоянии с США Китай решил наложить ограничения на экспорт редкоземельных металлов (РЗМ) галлия и германия, используемых при изготовлении микросхем. На Китай приходится около 70% мирового производства этих металлов, а пострадают от ограничений ключевые импортеры: Япония, Южная Корея и Индия. Вместе с тем в последние несколько лет добычей РЗМ начали активно заниматься и другие страны, в том числе те же США, а также Австралия, Индия и другие. Таким образом, китайский экспорт можно будет компенсировать за счет производимого в этих странах сырья. Для компаний, экспортирующих галлий и германий из Китая, введены законодательные ограничения: они должны получить специальную лицензию и предоставлять информацию обо всех продажах за рубежом КНР, поэтому часть экспортных объемов все-таки останется на рынке. Среди бенефициаров ограничений на китайские поставки можно выделить компанию MP Materials (MP), которая является единственным производителем РЗМ в США.

Ситуация в агропромышленной отрасли. Мировые цены на удобрения снижались в течение II квартала на фоне сокращения их запасов на офшорных рынках. Мы считаем, их объемы в Северной Америке к концу I полугодия достигли многолетних минимумов и до конца года спрос на удобрения будет высоким. Погодные условия и геополитические проблемы создают ограничения для предложения зерновых и масличных культур в мире и оказывают поддержку

ценам. На Среднем Западе США продолжается самая сильная за всю историю наблюдений засуха, что обусловило пересмотр прогнозов урожайности до отметок ниже средних. Цены на зерновые были нестабильными, но они остаются исторически высокими: кукуруза, пшеница и соя нового урожая стоят на 15–20% выше среднего десятилетнего уровня. При этом соотношение между мировыми запасами и потреблением находится на 25-летних минимумах и будет оставаться под давлением. Кроме того, мы внимательно следим за климатическим явлением El Niño, которое может оказать влияние на сельскохозяйственные рынки. Предварительно рекомендуем наращивать позицию в ETF DBA.

Прогноз по золоту. Мы считаем, что последствия пандемии, а также высокая инфляция в США и ЕС, тренд на деглобализацию и ослабление уверенности в экономике США, отразившееся в снижении Fitch их кредитного рейтинга и в исторически высокой доходности гособлигаций, способствовали изменению трендов по золоту. В последние два года покупательскую активность проявляли в первую очередь центробанки, которые приобрели рекордные объемы слитков в 2022 году, и в 2023-м тренд продолжается. Цены на золото в последние три года были на 60% выше, чем за последние 10 лет, а себестоимость производства золотодобывающих компаний увеличилась в среднем лишь на 20%. В сложившейся ситуации производственная маржа золотодобывающих компаний превышает 50% при средней цене реализации \$1900 и затратах на унцию ~\$900–1000, тогда как исторически этот показатель составлял 30%. На этом фоне представители сектора демонстрируют улучшение финансовых показателей и активизацию на рынке M&A. Золотодобытчики начинают диверсифицировать портфели активов, расширяя производство меди и других металлов. В качестве одного из наиболее перспективных игроков на рынке с самыми быстрыми темпами роста среди лидеров промышленности мы выделяем канадскую Agnico Eagle Mines (AEM).



Источник: FactSet, Freedom Broker

Прогнозы на 2024 год

Наши ориентиры в отношении развития ситуации в будущем году омрачены неопределенностью, связанной с положением дел в ряде стран-экспортеров (наводнения в Индонезии, забастовки в Перу, повышение роялти в Австралии, запрет на экспорт РЗМ в Китае), а также с недостаточным государственным стимулированием экономики КНР. Определенный позитив связываем с постепенным восстановлением экономики развитых стран ЕС и США. В то же время улучшение состояния дел в добывающей и обрабатывающей промышленности, а также в аграрной отрасли будет происходить с лагом по отношению к остальным секторам, поскольку нормализация инфляционного давления ожидается не раньше II полугодия будущего года, а при соответствующей коррекции цен на основные металлы и сельхозкультуры маржа производителей должна значительно скорректироваться от пиков 2022 года. Нашими фаворитами являются добывающие компании с большими запасами денежных средств и возможностью инвестировать в новые проекты, например, связанные с производством критически значимых минералов, или в сделки M&A. Также высокий интерес для инвесторов, на наш взгляд, представляют сельхозпроизводители,

которые могут стать бенефициарами природного явления El Niño.

Китай (вью – нейтральное)

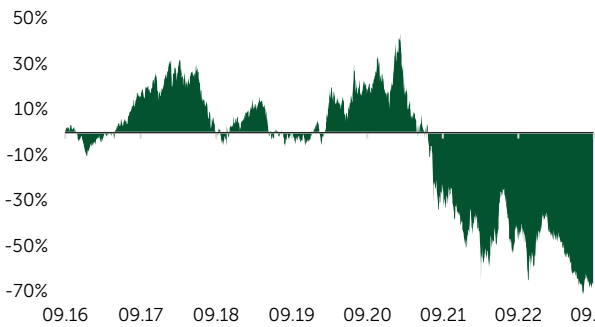
Китайский рынок в III квартале 2023 года

В III квартале основное влияние на китайский фондовый рынок оказывали экономические факторы. Восстановление экономики замедлилось. Формирующий ее основную долю производственный сектор продолжал отставать от сектора услуг, развитие которого также затормозилось, хотя его темпы и остались в положительной зоне за счет сохранения отложенного спроса населения на недорогие услуги. Серьезным вызовом для экономики КНР стало очередное ухудшение ситуации в секторе недвижимости с августа и слабые макроданные на протяжении всего квартала. Объемы экспорта и импорта ускорили падение, а в июле впервые с 2009 года (не считая чрезвычайных обстоятельств из-за эпидемии коронавируса в 2020 году) в КНР была зарегистрирована дефляция. Инвесторов также разочаровывает бездействие властей, которые после объявления в конце июля общих направлений поддержки начали принимать осторожные меры по восстановлению роста рынка недвижимости лишь в начале сентября. На фоне восстановления экономики КНР медленнее ожиданий разрыв между динамикой на бирже Гонконга и других ведущих мировых площадках достиг максимума за последние семь лет.



Источник: Bloomberg

Разница индексов MSCI All-Country World Equity и MSCI China за последние семь лет



Источник: Bloomberg

Текущие риски для рынка КНР

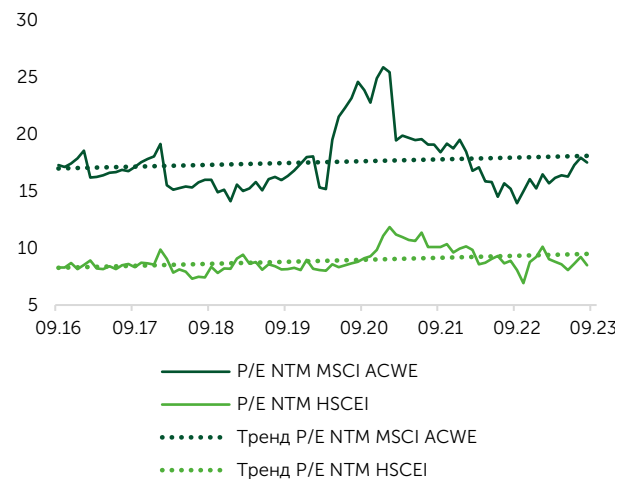
На данный момент основной среднесрочной угрозой для китайского рынка является неопределенность в отношении восстановления экономики, для активизации которого необходима масштабная госпрограмма поддержки. В то же время власти КНР не торопятся с принятием мер стимулирования, не желая повышать налоговую нагрузку. Судя по запаздывающему характеру предпринимаемых шагов, китайское правительство, вероятно, предпочло более медленный рост за счет отказа от его старых драйверов, таких как индустрия недвижимости, в пользу новых, прежде всего в виде развития высокотехнологичного производства. Это способно обеспечить ускорение роста ВВП в будущем. Однако усиление технологического соперничества между КНР и США, а также другими развитыми странами может значительно усложнить продвижение по выбранному пути.

Ожидания на IV квартал 2023 года

Наша рекомендация по китайскому рынку в базовом сценарии на 2023 год снижена до уровня «держать». Нежелание властей принимать широкомасштабные меры стимулирования экономики из опасений чрезмерного наращивания долговой нагрузки грозит китайской экономике стагнацией. При ее развитии Пекину все равно придется увеличить долг, причем еще существеннее, чем нужно сейчас. Фундаментальные проблемы китайской экономики обостряются. В свою очередь, инвесторы слабо верят в продолжение сильной стимулирующей

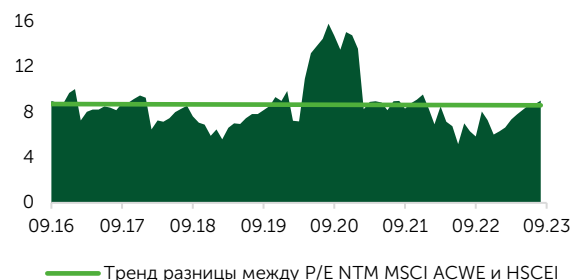
политики со стороны правительства КНР, что обусловит пессимистичные настроения на китайских фондовых площадках в среднесрочной перспективе. Внешнеполитические факторы также могут продолжать оказывать серьезное влияние на местный рынок а протяжении всего IV квартала. Напряженность между КНР с США остается в фокусе участников инвестсообщества. Учитывая, что ожидаемое в течение следующих 12 месяцев значение P/E индекса Hang Seng China Enterprise (HSCEI) и разница между значением этого мультипликатора с аналогом для мирового рынка акций находятся вблизи исторического тренда, а также неопределенность по поводу роста китайской экономики в 2023 году, мы ожидаем оценки по P/E HSCEI на уровне 8,5.

P/E NTM индексов MSCI All-Country World Equity и Hang Seng China Enterprise



Источник: Bloomberg

Разница между P/E NTM индексов MSCI All-Country World Equity и Hang Seng China Enterprise



Источник: Bloomberg

Опционный обзор

Половина секторальных опционов call и put демонстрировали премию за волатильность, по остальным предлагался дисконт. По соотношению волатильности большинство секторов были в «медвежьей» зоне.

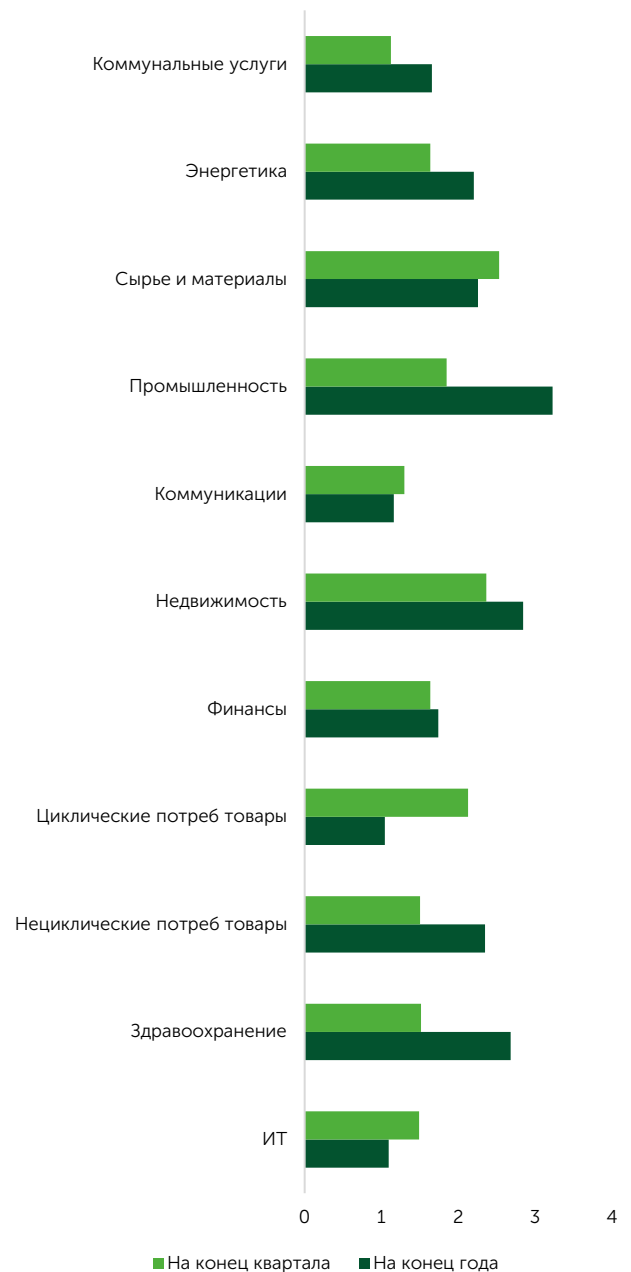
Самые сильные «медвежьи» настроения по соотношению волатильности показывает сектор здравоохранения. Интересно, что на предыдущей неделе сектор был в «бычей» зоне. По call-опционам премия составляла 3%, по put-опционам – 23%. Мы связываем такое изменение в настроениях с тем, что основные корпоративные события в секторе прошли и, вероятнее всего, за этим последует фиксация прибыли.

Достаточно устойчивые «медвежьи» настроения по соотношению волатильности сохраняются в секторе нециклических потребительских товаров. Однако мультипликатор P/C на прошлой неделе снизился на 20%. Это может сигнализировать об ослаблении долгосрочных негативных настроений, что закономерно: сектор уже достаточно существенно скорректировался и сейчас находится на уровне годовых минимумов.

В секторе сырья и материалов, несмотря на негативные ожидания по соотношению волатильности, также фиксируется уменьшение значения P/C, что свидетельствует об улучшении долгосрочных настроений.

Противоположная картина сложилась в секторе ИТ. По соотношению волатильности сектор показывает сильные «бычьи» настроения, а P/C повысился на 12%, что свидетельствует об ухудшении долгосрочных ожиданий.

Динамика Put/Call ratio по секторам

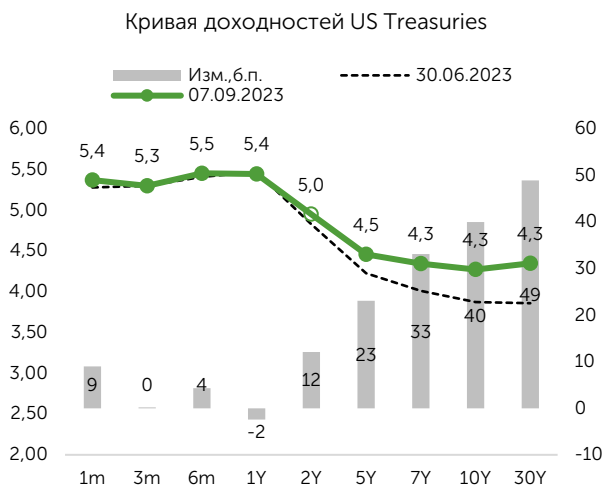


Источник: Factset, расчеты Freedom Broker

Облигации

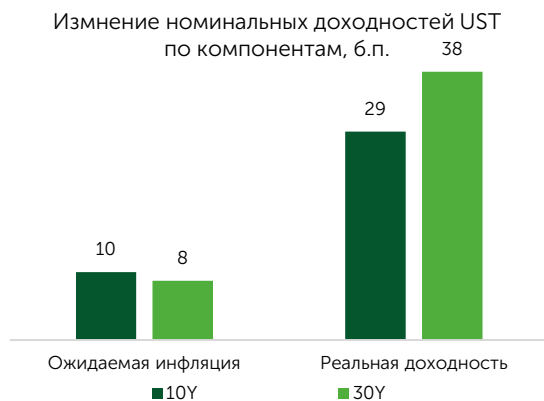
КАЛИБРОВКА РЕАЛЬНЫХ ДОХОДНОСТЕЙ

III квартал 2023 года принес много сюрпризов рынку глобальных облигаций. Сохранившаяся устойчивость макроэкономики США привела к росту доходностей US Treasuries. Причем, если во II квартале основной рост доходностей происходил на ближнем участке кривой, то в III квартале переоценка коснулась среднего и дальнего участка.



Источник: Bloomberg

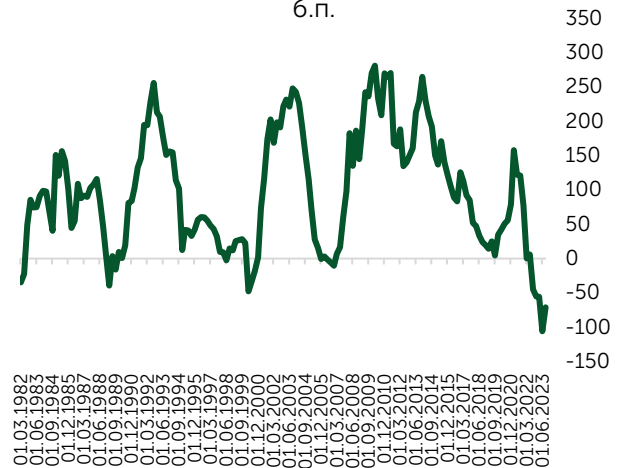
Разбивка по компонентам показывает, что основной вклад обеспечил рост реальных, то есть номинальных доходностей, скорректированных на инфляционные ожидания.



Ожидаемая инфляция - breakeven rate с рынка UST и TIPS. Изменение за период с 30.06.2023 по 08.09.2023. Источник: Bloomberg, расчеты Freedom Broker.

Инверсия кривой снизилась на 35 б.п., но в историческом контексте остается очень глубокой.

Инверсия доходности UST10 -UST2, б.п.



Источник: Bloomberg. Данные на 08.09.2023

После достижения соглашения по потолку госдолга в мае Казначейство США значительно увеличило число размещений. В июне-июле их чистый объем составил \$796 млрд из которых \$777 млрд пришлось на билли. Размещение биллей стимулировало переток из баланса обратного РЕПО с ФРС, который сократился за тот же период на \$434 млрд. Выпуски нот и бондов были успешно абсорбированы рынком, и спрос в целом оказался сильным. Коэффициент покрытия по нотам и бондам на аукционах с начала июня был выше, чем в среднем по пяти предыдущим аукционам таких же выпусков. Некоторые аукционы прошли слабее. Это связано с реакцией на макроэкономический фон в дни размещений. Утверждать, что рост числа размещений вызвал ралли в доходностях, было бы преувеличением.

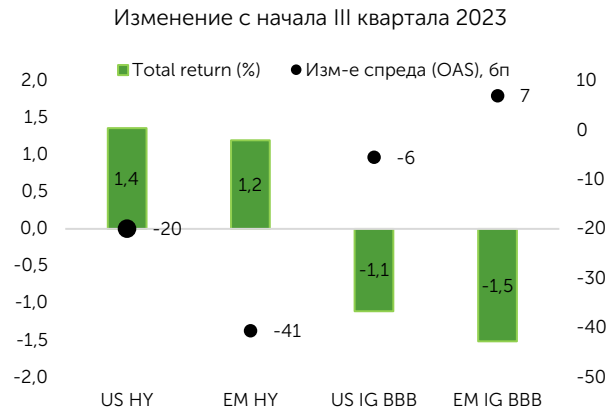
НЕОПРЕДЕЛЕННОСТЬ В ОТНОШЕНИИ РЕАЛЬНЫХ ДОХОДНОСТЕЙ ПОВЫСИЛАСЬ

Устойчивость экономики США к исторически высокой процентной ставке ФРС привела к пересмотру макропрогнозов и, как результат, оценка по 10-летним US Treasuries на конец 2023 года была повышена с 3,6% до 4%, а на конец 2024-го – с 3,2% до 3,6%. Рост реальных доходностей

на дальнем участке кривой указывает на беспоконство участников рынка относительно уровня долгосрочных процентных ставок. Долгосрочные доходности 10-летних UST обычно являются функцией от реальной нейтральной процентной ставки, ожидаемой инфляции и временной премии. Более высокие темпы роста экономики США и устойчивость инфляции заставляют некоторых экономистов сомневаться, что первые два параметра останутся в районе уровней, наблюдаемых последнее десятилетие. Есть мнение, что реальная процентная ставка и ожидаемая инфляция в последующие годы могут оказаться выше текущих ориентиров. Это подразумевает, что доходность «десятилеток» в долгосрочном плане может стабилизироваться примерно в диапазоне 4–5% вместо ожидаемых ранее 3–4%. Тем не менее прогнозы расходятся в связи со сложностью вывода точных оценок. Картина, скорее всего, прояснится со временем, но рост реальных доходностей во II квартале явно указывает, что игнорировать риск более высоких долгосрочных процентных ставок не стоит.

«МЯГКАЯ ПОСАДКА» СПОСОБСТВУЕТ ПРИНЯТИЮ РИСКА В КОРПОРАТИВНОМ ДОЛГЕ

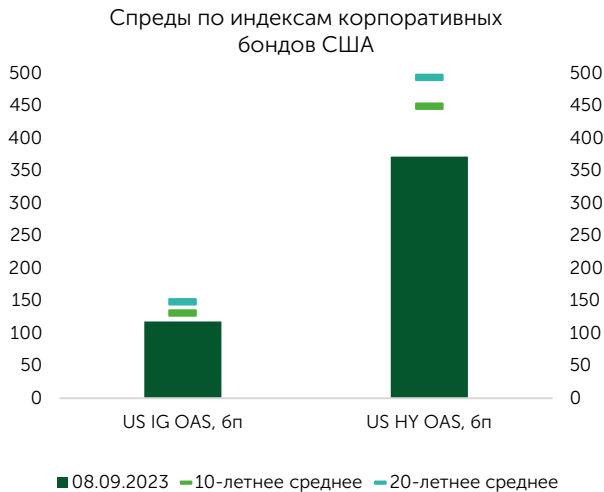
Рынок американских корпоративных бондов отыгрывал растущую уверенность в реализации сценария «мягкой посадки» экономики Штатов. Поэтому индекс US HY¹ показал лучшую динамику в III квартале. Так же, как и в прошлом квартале, рост был сосредоточен в бондах с наибольшим кредитным риском. Индекс «коротких» бондов IG к концу квартала находится в умеренном плюсе, тогда как индекс «длинных» IG-выпусков, имеющих высокий процентный риск, упал. Это реакция на задравшийся вверх дальний участок US Treasuries.



Динамика по индексам облигаций Bloomberg в USD. Total return включает изменение цен и накопленный купонный доход за период. OAS – option adjusted spread. Данные на 08.09.2023. Источник: Bloomberg

В КОРПОРАТИВНЫХ БОНДАХ КАЧЕСТВО ОСТАЕТСЯ В ПРИОРИТЕТЕ

Отмеченный рост американских высокодоходных бондов обоснован, поскольку экономика США замедляется более плавно, чем ожидалось квартал назад. В связи с этим эффект на кредитные метрики более умеренный. Например, за год для эмитентов высокодоходных бондов, коэффициент покрытия процентов снизился² лишь с 4,9х до 4,1х. Соотношение долг/ EBITDA в сегменте US HY выросло с 4,2х до 4,8х. К тому же компании в прошлые годы зафиксировали низкие процентные ставки и не ощущают в полную силу удорожания стоимости фондирования. Эффективная процентная ставка по обслуживанию долга у эмитентов высокодоходных бондов² выросла с 5,04% годом ранее до 5,92%. Однако кредитные метрики за последний год все-таки ухудшились. К тому же экономика США в течение следующего года будет замедляться, стоимость привлечения останется высокой, а объем рефинансирования в следующие два года будет увеличиваться². По-прежнему ожидается рост числа дефолтов по высокодоходным бондам, хотя меньший, чем раньше: до 4,25% к IV кварталу 2024-го с 3,24% на июнь 2023-го³. Логично было бы ожидать премию в индексе US HY по сравнению с прошлым годом. Однако премия по индексу уменьшилась на 115 б.п. год к году, и, чем более рискованная категория бондов, тем сильнее сократилась премия. Более того, спред по индексу US HY сократился ниже 10- и 20-летней средней.



Данные на 08.09.2023. Источник: Bloomberg

Мы оцениваем вмененную ставку дефолта по US HY на уровне 4,3%. На фоне улучшения прогнозов в отношении макроэкономических показателей США и ставки дефолтов мы пересмотрели вверх ориентиры по US HY в этом году. Однако после роста в последнем квартале не видим в данном классе потенциала до конца года. Оценка спреда по US HY на конец 2023 год была улучшена с 570 б.п. ранее до 465 б.п.; совокупная доходность по индексу US HY оценивается в 1,3% до конца года и 6,8% за весь 2023-й (против 5,5% ранее).

Корпоративные бонды инвестиционного уровня остаются наиболее привлекательной идеей. «Короткие» бонды с предельно низким кредитным риском предлагают доходность к погашению ближе к 6% в USD. Это доходность, которая наблюдалась на рынке до 2008–2009 годов.

Повышение прогнозов по доходностям «дальних» US Treasuries негативно сказалось на оценках в отношении «длинных» бондов US IG. В противоположную сторону сработало повышение прогнозов роста ВВП США. В совокупности потенциал в долгосрочных бондах US IG остается привлекательным, учитывая ожидания снижения доходности UST10 с 4,25% на момент написания данного обзора до 4,0%. Потенциал роста индекса US IG оценивается в 5,6% до конца 2023-го и 7,8% за весь текущий год. Спред по US IG ожидается на уровне 130 б.п. по итогам года. Риск для данного сценария усилился из-за неопределенности в отношении долгосрочных

процентных ставок (реальной нейтральной ставки, о которой говорилось ранее). Данный риск стоит контролировать через структуру портфеля и параметры находящихся в нем выпусков.

СБАЛАНСИРОВАННАЯ СТРУКТУРА ПОРТФЕЛЯ

С точки зрения аллокации по процентному риску, структура портфеля «штанга» остается актуальной. Она подразумевает увеличенные доли «коротких» и «длинных» бондов. Первая часть позволяет зафиксировать высокие процентные ставки на ближнем участке кривой, вторая создает возможность участия в реализации потенциала роста. При этом такая структура обеспечивает более надежную защиту по сравнению с полной ставкой на «длинные» бонды в расчете на их рост. Некоторые изменения в аллокациях все же произошли. Если ранее привлекательно выглядела возможность наращивания «ультрадлиных» бондов, то в контексте присутствующей неопределенности в отношении долгосрочного уровня процентных ставок данная идея стала выглядеть слишком рискованной.

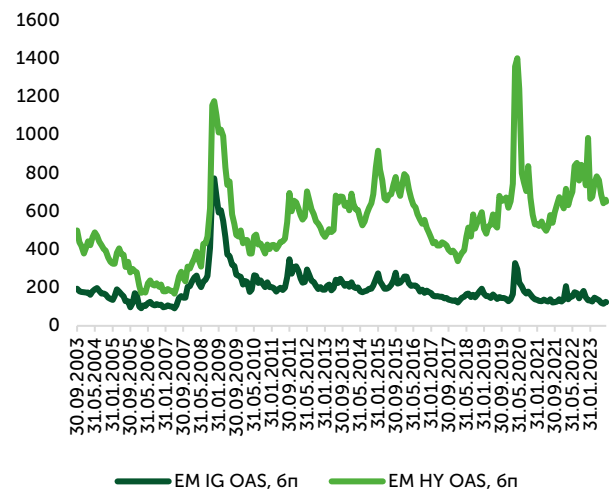
Особое внимание по-прежнему стоит уделять параметрам выпусков в долгосрочной части портфеля. Как отмечалось в прошлых стратегических обзорах, фокус на бондах с высокой текущей доходностью. Такие выпуски генерируют денежный поток 6–7,5% в год, и данный доход обеспечивает основную часть результата. Ожидаемое повышение цен – источник дополнительной доходности. Это делает часть портфеля с высокой дюрацией менее волатильной и позволяет генерировать доход «здесь и сейчас», а не просто ждать роста цен в будущем. В целом часть портфеля с высоким процентным риском обеспечивает опциональность: если доходности US Treasuries снизятся, эта часть портфеля обеспечит дополнительную доходность через прирост капитала. Если же доходности UST останутся на текущем уровне, то повышения цен не будет, но высокая текущая доходность обеспечит генерацию денежного потока, сравнимого с доходностью к погашению по «коротким» бондам. При развитии негативного сценария роста доходностей UST10 на уровень 4,7% большая часть убытка по части портфеля с высокой дюрацией будет поглощена купонным доходом. Совокупная реализованная доходность по всему портфелю на горизонте 12–18 месяцев в

негативном сценарии может быть ниже, чем по US Treasuries. Потеря в доходности в этом случае – это упущенная выгода или стоимость участия в потенциальном апсайде от принятия процентного риска. Без дополнительного риска редко бывает дополнительная доходность. Инвесторам, не желающим принимать такие условия, лучше рассматривать для вложений «короткие» бонды.

ЕВРОБОНДЫ РАЗВИВАЮЩИХСЯ СТРАН

Евробонды развивающихся стран столкнулись с неблагоприятной конъюнктурой. Повышение прогноза доходности US Treasuries негативно для данного класса долговых инструментов. К тому же консенсус-прогноз⁴ курса доллара США на конец IV квартала был повышен на 2,1%, а гайденс в отношении роста ВВП развивающихся стран⁴ снижен с 4,4% до 4,2%. Конечно, рынок развивающихся стран – это очень широкое понятие, поэтому к нему требуется дифференцированный подход. Например, прогноз роста в Мексике и Бразилии к концу года стал выше, чем квартал назад⁴. А в совокупности гайденс по индексу EM HY по итогам года был несколько ухудшен: спред ожидается на уровне 680 б.п., совокупная доходность оценивается в 2,5% к концу года и 7,2% за весь этот период. Спред по EM IG оценивается на уровне 145 б.п. на конец 2023-го, а совокупная доходность по индексу до конца года ожидается на уровне 4,0% при 6,2% за весь этот период.

Взгляд на евробонды развивающихся стран пока остается нейтральным. Во-первых, данный класс долговых инструментов очень чувствителен к спадам аппетита к риску и росту безрисковых ставок. Падение EM HY в августе на фоне повышения доходностей UST подсветило данный риск. Это важно в контексте усилившихся ожиданий еще одного повышения процентной ставки ФРС в IV квартале. Во-вторых, не стоит забывать, что коррекция в бондах в прошлом году была в основном вызвана ужесточением монетарной политики ФРС, а не переоценкой кредитного риска и премий. В этой связи выпуски, в которых можно найти действительно высокие кредитные премии, часто могут отражать неблагоприятную операционную и/или макросреду в секторе. Премии в EM IG BBB относительно US IG BBB в среднем почти не наблюдаются.



Данные на 08.09.2023. Источник: Bloomberg

Как EM HY, так и EM IG подходят для включения в портфели. Однако пока требуется очень селективный подход в отношении EM HY из-за кредитного риска и растущих долларовых ставок. К тому же индекс EM HY уже показал сильный рост в этом году. В отношении EM IG необходимость избирательного подхода связана с небольшими премиями относительно бондов эмитентов с развитых рынков. Однако присутствуют перспективы улучшения взгляда на EM-бонды уже в течение IV квартала, когда прозрачность траектории замедления экономики США и понимание перспектив ставки ФРС улучшится. Статистически после достижения ставкой ФРС циклического максимума евробонды развивающихся стран показывали сильный рост. Средний рост за шесть и 12 месяцев после достижения ставкой ФРС пика для индекса EM HY составлял 9,2% и 13%, для индекса EM IG⁵ – 9,2% и 14%. Интересным инструментом для принятия риска на EM HY будут ETF на облигационные индексы. Портфели таких фондов широко диверсифицированы, поэтому риск пострадать от дефолта неправильно выбранного эмитента низок.

ТУРЕЦКИЕ БОНДЫ: ИНТЕРЕС РАСТЕТ

После победы Эрдогана на президентских выборах в мае новой главой ЦБ Турции была назначена Хафизе Гайе Эрдан. Рынок ожидал от нее решительных действий в отношении монетарной политики. Однако данные ожидания оправдались не сразу. ЦБ Турции повысил ставку на 6,5% в июне и на 2,5% в июле при консенсусе,

предполагавшем ее подъем на 11,5% и 3,5% соответственно. Положительный шок был осуществлен в сентябре, когда ЦБ неожиданно повысил ставку недельного РЕПО на 7,5%, до 25%. Однако ставка ЦБ минус годовая инфляция остается глубоко отрицательной (-34%), а консенсус-прогноз⁴ подразумевает ускорение роста потребительских цен до 67% г/г в этом году.

Напомним, что прежнее руководство ЦБ боролось с инфляцией резкими повышениями ставки. В результате за последние пять лет глав турецкого регулятора меняли пять раз. Это связано с приверженностью президента Эрдогана альтернативным экономическим взглядам. В этой связи очень важна реакция главы государства на действия ЦБ. В этом плане, возможно, произошли изменения. Если в июне президент заявлял о неизменности своего взгляда на процентные ставки, то в сентябре было сказано, что инфляция будет замедлена до уровней, измеряемых однозначными числами, с помощью монетарной политики. Такая риторика может радовать инвесторов, присматривающихся к турецким бондам. Однако торопиться не стоит. В турецких госбондах нет премий. Фактически они торгуются с дисконтом к аналогичным облигациям сравнимых по кредитным рейтингам стран. Частично это можно объяснить более высокой ликвидностью турецких госбондов, историей привлечения валютных инвестиций от стран-партнеров и треком успешного рефинансирования. Тем не менее хотелось бы видеть

компенсацию за риск. Если ЦБ Турции продолжит придерживаться курса нормализации процентной ставки, валютные резервы страны будут расти, а дисбалансы снижаться, то до конца этого года может открыться окно для идей в «коротких» турецких бондах. Взгляд на средне- и долгосрочные облигации эмитентов из Турции будет зависеть от того, насколько устойчивыми будут улучшения в макроэкономике, а также от наличия премий в бондах. Оптимальной на данный момент остается выжидательная позиция. Желательны дополнительные подтверждения того, что последние комментарии Эрдогана действительно создают возможности для продолжительной нормализации монетарной политики в стране.

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. Для оценок использованы индексы Bloomberg

² Медианные кредитные метрики по компаниям, входящим в Bloomberg US Corporate High Yield Index. Источник: Bloomberg.

³ Статистика и оценки рейтингового агентства S&P

⁴ Консенсус-прогноз Bloomberg

⁵ Расчет для четырех циклов с пиком ставки ФРС в 1995, 2000, 2006, 2018

Авторы стратегического обзора на IV квартал 2023 года



Меркулов Вадим
Директор аналитического
департамента



Пигарев Сергей
Старший аналитик



Степанян Михаил
Стратег



Глинянов Сергей
Аналитик



Денисламов Михаил
Старший аналитик



Лукьянчиков Роман
Аналитик



Араратян Севак
Старший аналитик



Попцова Алина
Аналитик



Зубков Илья
Старший аналитик



Примашов Дмитрий
Аналитик



Толмачев Егор
Старший аналитик



Поздняков Дмитрий
Младший аналитик



Лебедев Тимур
Старший аналитик



Кононов Виталий
Младший аналитик