



СТРАТЕГИЧЕСКИЙ ОТЧЕТ
III КВАРТАЛ 2022 ГОДА

СТРАТЕГИЯ ОТ АНАЛИТИЧЕСКОГО ДЕПАРТАМЕНТА

5 июня хип-хоп звезда Белкалис Альманзар, более известная как Карди Б, задала подписчикам своего Твиттера шуточный вопрос – «Ну что, когда, думаете, рецессию объявят?» Запись получила 132 тысячи лайков и вызвала реакцию министра финансов Джанет Йеллен, которая поспешила развеять опасения исполнительницы по поводу экономики США – возможно, первый публичный контакт между рэпером и министром финансов за историю Соединенных Штатов.

Необычный диалог отражает беспрецедентность сложившейся экономической ситуации. Несмотря на рост макроэкономических показателей, ожидания потребителей и прогнозы крупных инвестиционных банков продолжают демонстрировать растущую вероятность сокращения экономики во втором полугодии 2022 года. Если рецессия действительно наступит, она станет самым ожидаемым кризисом в современной экономической истории.



Наши прогнозы отражают борьбу двух экономических законов в рыночной динамике второй половины 2022 года.

С одной стороны, экономические процессы склонны действовать по принципу «самоисполняющихся пророчеств» – то, что Кейнс называл «животными духами». Пессимизм потребителей и менеджеров способен привести к спаду потребления и инвестиций, что, в свою очередь, провоцирует сокращение рабочих мест, что углубляет падение совокупного спроса.

Даже в отсутствие внешних факторов настолько широко распространенное ожидание экономического спада способно замедлить экономику.

С другой стороны, финансовые рынки склонны отражать ожидания, а не реальное положение дел в экономике. Старая поговорка трейдеров – «покупай слухи, продавай факты» – сработала в обратную сторону во втором квартале, когда рынок акций опустился на 17% в предчувствии рецессии. По этой логике, реализация риска рецессии может стать поводом для облегчения инвесторов и спровоцировать рост финансовых активов.

Принимая решения по распределению активов, инвесторам критично ответить для себя на три вопроса:

- Насколько риски экономического падения уже заложены в цену финансовых активов?
- Какова степень тяжести потенциальной рецессии?
- Насколько близки к пику процентные ставки в экономике?

Рынок акций во втором квартале продемонстрировал сужение мультипликаторов, которые инвесторы приписывают будущей выручке публичных компаний, что отражает растущие опасения по поводу состояния экономики. При этом сами прогнозы по выручке компаний на ближайшие 18 месяцев продемонстрировали очень умеренное снижение. Мы считаем, что уровень пессимизма инвесторов достигает своих пиков, однако грядущий сезон отчетности послужит поводом для негативного пересмотра прогнозов доходности, что может спровоцировать дальнейшее снижение рынка акций (Стр. 11 – Анализ широкого рынка).

Потребитель США остается в сильном экономическом положении, учитывая высокий уровень накоплений и кредитостойчивость домохозяйств. Мы не ожидаем значительной коррекции спроса в течение второго полугодия, однако будем внимательно следить за состоянием рынка труда, с осознанием того, что ошибка регуляторной политики нанесет удар в первую очередь по покупательной способности населения (Стр. 3 - Макроэкономика).

В то же время глава Федерального Резерва неоднократно подчеркнул, что двойной мандат регулятора был отодвинут на второй план на период высокой инфляции. Даже при начальных сигналах о росте безработицы центральный банк продолжит повышать ставку и сокращать баланс, невзирая на последствия для рынка труда. Такой баланс политических приоритетов указывает на дальнейшее повышение ключевой ставки (Стр. 8 – Монетарная политика ФРС). В подобных условиях мы сокращаем стратегический вес класса облигаций, ожидая более удачной точки входа в активы в 2023 году (Стр. 26 – Анализ рынка облигаций).

Стратегический вес:

	Сильно сокращен	Сокращен	Нейтрален	Умеренно увеличен
Рынок акций США				
Рынок акций ЕМ				
Облигации				
Длинные				
Средние				
Короткие				
Товары				

Наш модельный портфель отражает, с одной стороны, потенциал роста в отдельных секторах экономики на поздней стадии цикла и, с другой стороны, баланс риска, смещенный в сторону потенциальной рецессии (Стр. 30 – Актуальный модельный портфель). В частности, мы ожидаем роста выручки энергетических компаний и позитивной динамики в секторе арендной недвижимости по мере того, как цена аренды наверстывает разрыв с выросшими ценами на ипотеку. Вместе с этим мы защищаем портфель от маловероятных рисков тяжелой рецессии, снижая потенциальное воздействие потребительского спроса в США на доходность выбранных акций. Внутри класса облигаций мы предпочитаем концентрироваться на краткосрочных бумагах и держать инструменты до погашения, ожидая дальнейшего повышения ключевой ставки. Кроме того, нам кажется привлекательным баланс рисков на отдельных развивающихся рынках и мы повышаем географическую диверсификацию портфеля за счёт стран, зарабатывающих на экспорте сырья.

Также в отчете представлен наш Focus List – список акций, где наша команда ожидает рост по причинам, не зависящим от конъюнктуры рынка (стр. 25 – Focus List). С должной осмотрительностью инвесторы могут приумножить свой капитал во втором полугодии 2022 года, занимая позицию в соответствии с неблагоприятным балансом рисков в отдельных секторах экономики.

МАКРОЭКОНОМИКА

Насколько устойчивым выглядит потребительский спрос?

Более скромная динамика розничных продаж последних месяцев, не оправдавшая ожиданий экономистов, вызвала опасения в отношении устойчивости потребительского спроса в США. В апреле продажи неожиданно сократились на 0,3% за месяц, а годовые темпы роста снизились с 8,2% до 8,1%. Пока это не указывает на реальное ослабление спроса. Падение реализации автомобилей обусловлено сбоями в поставках комплектующих и полупроводников, в том числе ввиду антиковидных ограничений в Китае, и сокращением автопроизводства. Продажи предметов роскоши остаются высокими, однако категории потребителей с низким уровнем доходов уже отказываются от покупок дорогостоящих товаров в условиях роста процентных ставок и давления инфляции, в особенности на фоне резкого скачка цен на бензин и продовольствие.

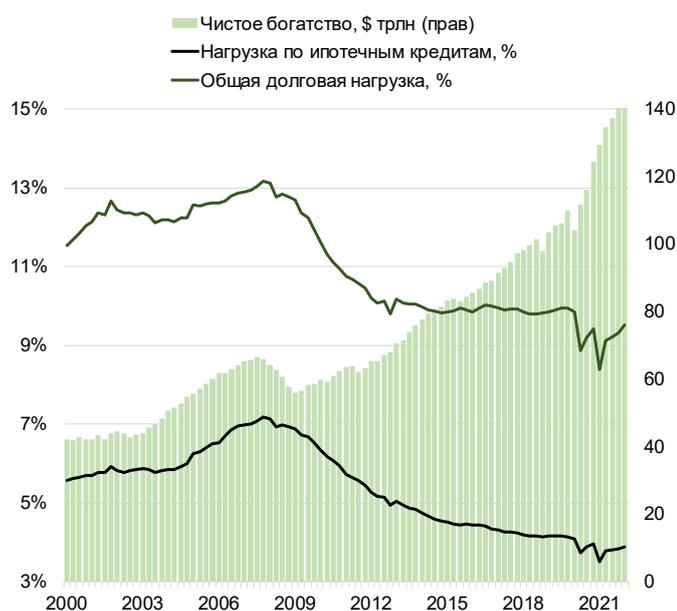


Последнее отразилось в падении уровня сбережений до минимального с 2008 года уровня в 4,4%, что сни-

жает их роль как долгосрочного фактора поддержки потребления, хотя в течение года даже в случае дальнейшего сокращения накоплений их объем, вероятно, будет поддерживаться на уровне \$1,8–2 трлн в сравнении с \$2,5 трлн по состоянию на первый квартал.

Примечательно, что благосостояние американцев значительно укрепилось в период пандемии за счет фискальных программ поддержки, тогда как рост стоимости недвижимости как актива компенсировал недавнее падение стоимости акций. Стоимость чистого капитала на балансах домохозяйств оценивается в совокупности в \$149,3 трлн, что на 27% превышает уровень средств, имевшийся до пандемии. Объем бессрочных и сберегательных депозитов увеличился на \$300 млрд за первый квартал, составив в общей сложности \$15,75 трлн.

Стоимость обслуживания долга увеличилась с минимального уровня начала 2021 года, однако по-прежнему ниже средних исторических значений и составляет 9,51% располагаемых доходов домохозяйств, аналогично нагрузка по ипотечным кредитам составляет 3,89%. При этом большинство ипотечных займов основано на фиксированных процентах, тогда как с началом резкого роста ставок спрос как на новые кредиты, так и рефинансирование ипотеки заметно охладился. Полагаем, что эффект повышения процентных ставок будет проявляться в течение длительного времени, но к концу года уровень долговой нагрузки может вернуться к допандемийным значениям.



Отметим, что, хотя настроения потребителей, как правило, не оказывают краткосрочного влияния на динамику расходов, недавнее ухудшение ожиданий служит негативным долгосрочным сигналом. Так, соответствующий индекс от Мичиганского университета в июне упал до 50-летнего минимума в 50,2 пункта. Оценки текущей ситуации, условий ведения бизнеса и ожиданий опустились до исторических минимумов, главным образом из-за давления цен. Долгосрочные ожидания по инфляции на следующие 5–10 лет, хотя и были пересмотрены с предварительных 3,3% до 3,1%, но все еще указывают на риск повышательного давления, тем более что ожидания на следующий год остаются стабильно высокими на уровне 5,3%. Альтернативный индекс доверия потребителей от Conference Board отражает аналогичную динамику, снижаясь под давлением роста цен. В июне показатель упал до самого низкого уровня с февраля 2021 года из-за резкого падения краткосрочных ожиданий в отношении личных финансов, оценки будущих условий ведения бизнеса и условий занятости, хотя и оставался выше средних исторических значений именно за счет большей чувствительности к рынку труда, значительно укрепившемуся после пандемии.



Уровень безработицы сохраняется на историческом минимуме в 3,6% третий месяц подряд, тогда как рост фонда зарплат в условиях сохраняющейся нехватки рабочей силы вдвое превышает темпы, наблюдаемые до пандемии, компенсируя увеличение стоимости жизни. Рынок труда по-прежнему напряжен: количество вакансий почти вдвое превышает число безработных.



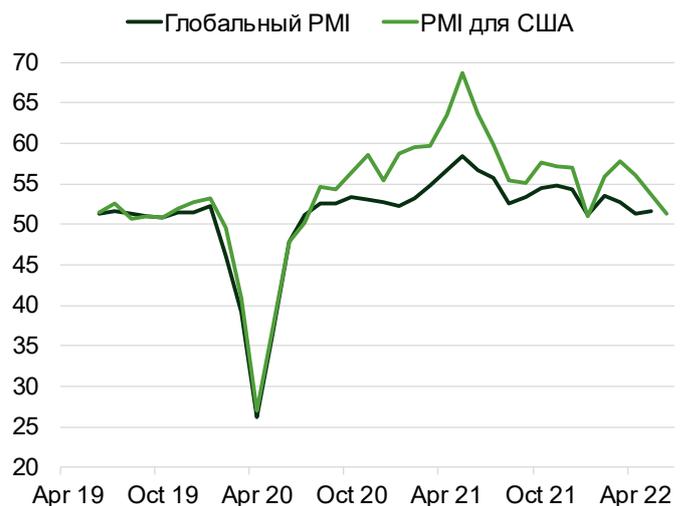
Учитывая текущее сильное положение балансов американцев, наличие накоплений и кредитостойчивость, мы не ожидаем значительной коррекции спроса в течение второго полугодия. Однако не исключается риск спада потребления ввиду текущего ужесточения финансовых условий и непредсказуемости внешних факторов.

Деловая активность

Данные последних опросов указывают на ослабление настроений в среде как крупного, так и малого бизнеса в США. Индекс производственной активности от ФРБ Филадельфии снизился третий месяц подряд, неожиданно достигнув отрицательного значения в -3,3 пункта впервые с мая 2020 года. Оценка деловой активности в следующие шесть месяцев оказалась самой низкой с февраля 2008 года, что отражает ухудшение краткосрочных ожиданий. Индекс активности в производственном секторе от ФРБ Нью-Йорка, несмотря на подъем в июне, остается на отрицательной территории, составляя -1,2 пункта. Общей тенденцией становится постепенное ослабление нехватки рабочей силы, нормализация поставок и динамики отгрузок за счет сокращения сроков поставок, тогда как товарно-материальные запасы увеличиваются. В то же время опережающие показатели новых заказов, в том числе заявок на экспорт, растут медленнее, либо снижаются под влиянием охлаждения спроса, что указывает на вероятность слабого роста объемов производства и реализации во втором полугодии.



Аналогичную динамику отражает и композитный индекс менеджеров по закупкам (PMI) в США от S&P Global, резко снизившийся до 51,2 пункта – темпов роста активности, последний раз наблюдавшихся в период вспышки штамма «омикрон» в январе этого года, а также соответствующих динамике июля 2020 года. Снижение производственной активности в секторе услуг до пятимесячного минимума идет вкупе с падением аналогичного показателя в обрабатывающей промышленности до минимумов 2008 и 2020 годов. Уверенность бизнеса упала до самого низкого уровня с начала публикации индекса. Наиболее сильное ухудшение настроений последний раз наблюдалось в сентябре 2020 года.



С начала года падает и уверенность малого бизнеса, что отражается в падении индекса оптимизма от NFIB с начала года, уже достигшего самого низкого уровня с апреля 2020 года, тогда как текущее значение в 93,1 пункта соответствует показателям, исторически пред-

шествующим периодам рецессии. Ожидания улучшения состояния экономики являются самыми низкими за всю историю наблюдений.

Слабая динамика деловой активности стала общей характеристикой для мировых экономик. Давление на нее оказывает рост цен на сырье и материалы в условиях инфляции, по-прежнему нестабильные цепочки поставок и недостаток комплектующих (последнее наиболее ощутимо влияет на автомобильную промышленность). Также с учетом устойчивого роста цен и удорожания кредитования предприятия начинают пересматривать среднесрочные планы по капитальным инвестициям, наиболее чувствительным к динамике процентных ставок. Во втором квартале рост коммерческих заказов на товары длительного пользования замедлился в сравнении с 15% в январе-марте, однако оставался устойчивым на уровне 6% в годовом исчислении.



Это поддержит рост ВВП, при этом полагаем, что до конца года активность бизнес-инвестиций останется устойчивой ввиду увеличения загрузки мощностей, в особенности в добывающей промышленности в связи с необходимостью увеличения нефтедобычи, а также металлургии.

Вложения в оборудование и программное обеспечение необходимы для автоматизации производства и решения проблемы нехватки рабочей силы, также восполнение дефицита позволит продолжить закупку транспорта для реализации накопленных запасов и обслуживания стабилизирующихся цепочек поставок. Достаточный запас накопленных наличных

средств, низкая долговая нагрузка и более высокие прибыли обеспечивают возможности для привлечения финансирования. Конъюнктура процентных ставок в течение следующих шести месяцев останется благоприятной, поскольку реальные ставки (с поправкой на инфляцию) все еще отрицательны. Тем не менее полагаем, что инвестиции в капитальное и жилищное строительство сократятся в ближайшие кварталы по мере охлаждения спроса и коррекции цен.

Взгляд на динамику инфляции и экономического роста во второй половине года



К маю годовые темпы потребительской инфляции в США ускорились до 8,6% главным образом из-за скачка цен на энергоносители, коммунальные услуги и продовольствие. Полагаем, что удорожание углеводородов и продуктов питания в связи с геополитикой останутся краткосрочными проинфляционными факторами. Несмотря на замедление базового индекса потребительских цен (ИПЦ) с пиковых значений марта до 6,0% г/г, давление цен остается высоким. Мы не ожидаем снижения цен на автомобили в текущем году ввиду ограниченного предложения на рынке. Тем не менее объемы автопроизводства уже приближаются к допандемийным уровням, а в случае стабилизации поставок и нормализации цен на металлы автомобильная инфляция может смягчиться.

В долгосрочном плане повышение ставок по автокредитованию может несколько охладить спрос. Дезинфляции в других товарных категориях способствует наличие избыточных запасов у крупных ритейлеров, планирующих снижение цен для освобождения складов и удержания клиентов.



Однако если ранее мы ожидали, что смещение структуры спроса в пользу услуг поспособствует смягчению ценового давления, то инфляция начала усиливаться и в сфере услуг, приняв структурный характер. Удорожание топлива закладывается в тарифы на авиаперелеты, а высокий спрос в туристический сезон дополнительно подталкивает цены вверх. Кроме того, стоимость аренды жилья, составляющая около трети ИПЦ, устойчиво растет вслед за ценами на недвижимость. Согласно индексу S&P Case-Shiller, цены на жилье в США выросли на 21,2% г/г в апреле, что стало самым быстрым темпом роста за последние 35 лет.

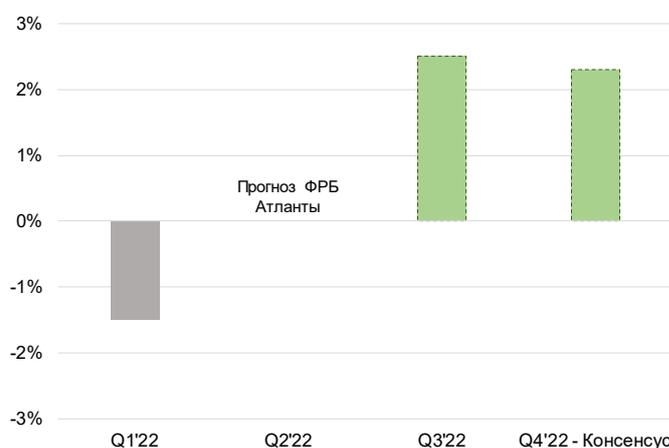


Мы не ожидаем коррекции цен на недвижимость до конца года из-за сохранения дефицита предложения на рынке. Замедлению роста цен к концу года может поспособствовать восполнение нехватки рабочей силы и материалов, а также охлаждение спроса на фоне роста ставок по ипотеке, достигших уровня 2008 года (5,78% на 30 лет). На фоне падения доступности жилья объемы продаж на вторичном рынке снижа-

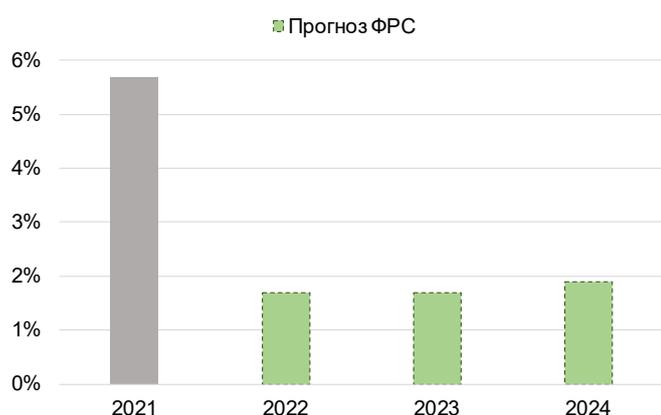
ются пятый месяц подряд, опустившись до уровня июня 2020 года, сокращение продаж наблюдается и в части новостроек. Заметим, что инвестиции в жилье составляют гораздо меньшую долю в ВВП, чем это было в 2006 году, поэтому в случае сокращения инвестиций в жилье это не создаст рисков для экономического роста США.

Сокращение ВВП США на 1,5% кв/кв в I квартале стало неожиданностью для инвесторов. Однако подобная динамика была обусловлена главным образом увеличением дефицита торгового баланса, снижением инвестиций в запасы после активного пополнения складов в конце 2021 года и сокращения государственных расходов. Ключевой компонент – потребительские расходы – наоборот, остались устойчивыми и увеличились на 2,7% кв/кв, при этом в сфере услуг потребление ускорилось.

Прогнозная модель ФРБ Атланты предполагает нулевую динамику ВВП США во II квартале. Как показали данные за апрель, экспорт США увеличился за счет роста экспортных цен на газ, восстановления поставок и оживления спроса на туристические услуги. При этом импорт замедлился на фоне нормализации запасов и охлаждения спроса. Это отразилось в сокращении торгового дефицита на 19% в сравнении с уровнями марта, что поспособствует поддержке роста ВВП во II квартале наряду с устойчивыми капиталовложениями в апреле-мае. Однако менее позитивные данные по розничным продажам не указывают на ускорение реального потребления, соответственно, темпы роста потребительских расходов, составляющих около 70% ВВП США, вероятно, будут близки к значениям на уровне 2,5–2,7% кв/кв. Текущий консенсус-прогноз предполагает рост экономики США на 2,5% по итогам уходящего квартала.



В июне ФРС обновила макроэкономический прогноз, понизив ожидаемые темпы роста реального ВВП с 2,8% до 1,7% в 2022 году, что также предполагает повышение уровня безработицы до 3,7% к концу года. В то же время экономисты Bloomberg закладывают в прогнозную модель замедление темпов роста экономики США до 1,2% по итогам 2022 года, но снижение уровня безработицы до 3,5%, что соответствует условию полной занятости и целевому ориентиру Федерезерва.



Во втором полугодии экономический рост США будет слабее, чем мы предполагали ранее, однако мы склоняемся к замедлению экономики, нежели падению ВВП. В III квартале потребительские расходы на услуги могут остаться устойчивыми за счет туристической активности, тогда как в октябре–декабре спрос на услуги, вероятно, спадет и сезонно сместится в пользу товаров. В краткосрочной перспективе давление на производственную активность и экспорт будут оказывать укрепившийся доллар, высокие цены на сырье и материалы, а также ослабление зарубежного спроса, в особенности со стороны европейских стран, представляющих около 15% рынка сбыта США.

Рост импорта, как ожидается, продолжит замедляться по мере охлаждения потребительского спроса и снижения активности в пополнении запасов. Также поскольку бизнес испытывает давление высоких издержек, а ожидания замедления экономической активности подталкивают к сокращению планов по найму сотрудников, вероятно замедление средних темпов создания рабочих мест с 400 тыс. в месяц в первом полугодии до 150 тыс. в следующей половине года, что также, вероятнее всего, будет сопровождаться замедлением активности бизнес-инвестиций.

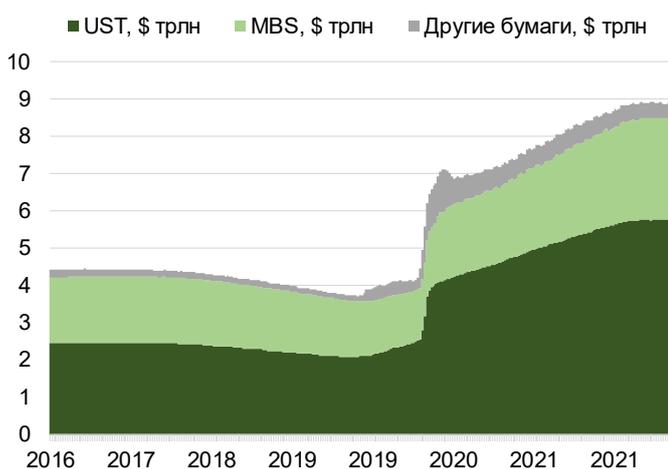
МОНЕТАРНАЯ ПОЛИТИКА ФРС

ФРС официально приступила к сокращению своего баланса 1 июня. Этот процесс также известен как количественное ужесточение. Первоначальный ежемесячный объем этого сокращения составит \$47,5 млрд: \$30 млрд казначейских ценных бумаг и \$17,5 млрд облигаций с ипотечным покрытием (MBS). В течение трех месяцев лимит будет постепенно увеличен до \$95 млрд с разбивкой на \$60 млрд гособлигаций и \$35 млрд ипотечных долговых бумаг. Таким образом, сокращение на \$95 млрд в месяц вдвое превысит темпы предыдущего цикла ужесточения 2017–2019 гг. и составит более \$522 млрд к концу 2022 года и \$1,1 трлн к концу 2023 года в случае реализации плана.

Джером Пауэлл отмечал, что объем ликвидности, изымаемый из финансовой системы, может быть эквивалентен по своему эффекту на денежно-кредитные условия еще одному повышению ставки на 25 б.п. При этом ожидаемый объем оттока активов с баланса, по оценке ФРБ Нью-Йорка, к середине 2025 года составит \$2,5 трлн до достижения примерно \$5,9 трлн, после чего процесс сокращения, вероятно, будет остановлен для поддержания необходимого уровня банковских резервов, а объем активов на балансе будет поддерживаться на постоянном уровне в размере около 22% ВВП. Объем обязательных банковских резервов составляет 8% ВВП.

На текущий момент объем активов на балансе ФРС оценивается в \$8,9 трлн. 64,5% портфеля, или \$5,76 трлн, составляют казначейские облигации, 30,5%, или \$2,73 трлн, – ипотечные ценные бумаги. Отметим, что FOMC считает необходимым сокращение баланса посредством прекращения реинвестирования средств в новые активы и истечения срока ценных бумаг. Тем не менее рассматривается возможность прямой продажи на рынке закладных на недвижимость в случае, если скорость погашения сроков MBS будет ниже установленных лимитов. Это приведет к дальнейшему росту ставок по ипотечному кредитованию, хотя средняя ставка по 30-летней ипотеке с фиксированной ставкой уже достигла уровня 2008 года в 5,81%, заметно охладив спрос на жилищные кредиты в последние месяцы. Отметим, что 97% текущего объема ипотечных облигаций на балансе регулятора имеют

срок погашения более 10 лет, что подтверждает вероятность прямых продаж MBS. Согласно прогнозу ФРБ Нью-Йорка, доля MBS останется примерно неизменной до 2025 года, а к 2030 году центральный банк по-прежнему будет владеть этими ценными бумагами на сумму около \$1 трлн.



На последнем заседании в июне Федрезерв повысил ставку сразу на 75 базисных пунктов (б.п.). Теперь целевой диапазон по ставке ФРС составляет 1,5–1,75%. Такой широкий шаг повышения, не применявшийся с 1994 года, в нынешних макроэкономических условиях выглядит оправданным.

Как отметил глава ФРС Джером Пауэлл на пресс-конференции, важным аргументом в поддержку резкого повышения ставки стали свежие данные от Мичиганского университета, которые указали на неожиданный скачок долгосрочных инфляционных ожиданий потребителей. Если в предыдущие несколько месяцев потребители ждали инфляцию на уровне 3% в течение следующих пяти лет, то в начале июня показатель подскочил до 3,3%, что стало максимальным значением с 2008 года. Резкое повышение ставки было в первую очередь направлено на то, чтобы снова «заякорить» инфляционные ожидания, показав потребителям решительный настрой на борьбу с инфляцией. Итоговое значение по долгосрочным инфляционным ожиданиям за июнь скорректировалось с 3,3% до 3,1%.

Также ФРС пересмотрела ожидания по траектории роста ставки. Чиновники считают целесообразным повышение диапазона до 3,25–3,5% к декабрю этого года, что на 150 б.п. выше мартовского прогноза.

Регулятор указал на достижение пика по ставке в 2023 году на уровне 3,75–4%, а в 2024 году она уже может начать снижаться.

Ожидания по реальному росту ВВП были заметно снижены по сравнению с мартовскими оценками. Вкупе с прогнозируемым ростом уровня безработицы с нынешних 3,6% до 4,1% в 2024 году это негативные аспекты релиза, но они укладываются в определение «более-менее мягкого приземления экономики», о чем часто говорил Джером Пауэлл.

Прогнозы ФРС

Показатель	2022	2023	2024	Долгосрочная перспектива
Рост ВВП	1,7%	1,7%	1,9%	1,8%
Пред. прогноз	2,8%	2,2%	2,0%	1,8%
Безработица	3,7%	3,9%	4,1%	4%
Пред. прогноз	3,5%	3,5%	3,6%	4%
Инфляция PCE	5,2%	2,6%	2,2%	2%
Пред. прогноз	4,3%	2,7%	2,3%	2%
Базовая инфляция PCE	4,3%	2,7%	2,3%	-
Пред. прогноз	4,1%	2,6%	2,3%	-
Ставка	3,4%	3,8%	3,4%	2,5%
Пред. прогноз	1,9%	2,8%	2,8%	2,4%

Прогнозы по инфляции повысили в основном из-за роста цен на энергоносители и продукты питания. В 2022 году ФРС теперь ждет увеличения базового ценового индекса PCE на 4,3%, а не на 4,1%. Общий ценовой индекс PCE может вырасти на 5,2%, что намного выше мартовской оценки в 4,3%. Прогнозы по инфляции на 2023–2024 годы практически не изменились, вероятно, отражая ожидаемый эффект от высоких ставок на сторону спроса, а также надежду ФРС на дальнейшее улучшение ситуации в цепочках поставок.

По мнению чиновников, в обозримом будущем инфляция всё еще будет превышать целевой ориентир на уровне 2%, хотя в 2023–2024 годах денежно-кредитная политика (ДКП) станет сдерживающей – ставка ФРС будет превышать инфляцию по индексу PCE почти на 1 п.п. Можно сказать, что обновленные макропро-

гнозы теперь отражают умеренно негативное влияние сдерживающей ДКП на экономику. ФРС сосредоточена на том, чтобы снизить совокупный спрос в экономике и тем самым оказать давление на инфляцию.

С учетом того, что в июне инфляция останется высокой из-за роста цен на бензин и услуги, инвесторам стоит подготовиться к еще одному повышению на 75 б.п. на заседании в июле. Это позволит регулятору в кратчайшие сроки довести ставку до нейтрального долгосрочного уровня 2,25–2,5%. Скорее всего, после этого шаг повышений начнет снижаться – Федрезерву будет необходимо действовать более сдержанно. Вряд ли ставка превысит 3,5% в 2023 году, так как слабеющие реальные потребительские расходы могут выступить серьезным ограничением, а также фактором более быстрого снижения инфляции. Отметим, что участники рынка в настоящее время не ждут подъема ставки до диапазона 3,75–4%, на который указал регулятор в своей сводке прогнозов. К концу 2023 года инвесторы уже закладывают смягчение ДКП. Полагаем, что частично это связано с опасениями по поводу рецессии.



Выступая в Сенате с полугодовым докладом о денежно-кредитной политике, Джером Пауэлл определил рецессию как «возможный» сценарий развития событий в американской экономике. Впрочем, председатель ФРС по-прежнему акцентировал внимание на том, что экономика достаточно сильна, чтобы выдержать повышение ставки до 3,5–4%, хоть это и будет сопровождаться ограниченным негативным эффектом, выраженным в небольшом росте безработицы. Джером Пауэлл вновь ясно дал понять, что риск сохранения инфляции повы-

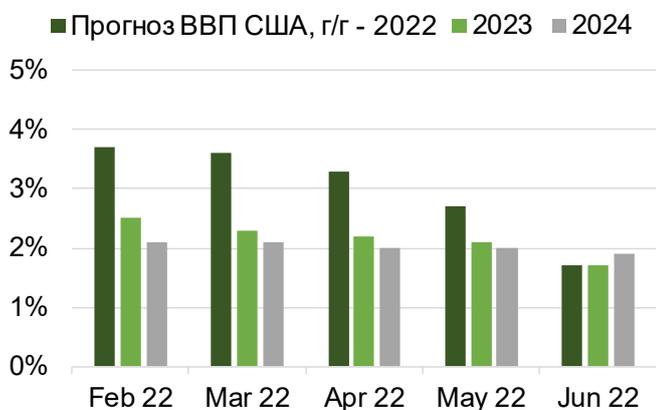
шенной является более опасным, чем риск рецессии, потому что продолжительный период высокой инфляции приведет к затяжной стагфляции. Главная задача ФРС – не допустить стагфляцию, то есть сочетание очень низкого реального роста с высокой инфляцией. Рецессия же выглядит как риск, с которым ФРС будет склонна мириться до тех пор, пока он не станет чрезмерно повышенным.

Медианная оценка экономистов, согласно данным Bloomberg, указывает на вероятность рецессии в ближайший год на уровне 33%. По опросу Financial Times, который проводился в начале июня, до последней публикации ИПЦ и заседания ФРС, большинство экономистов (38%) ожидало наступления официальной рецессии в США в первом-втором квартале 2023 года, а еще 30% – в третьем-четвертом квартале 2023 года. Такие опросы важно отслеживать, потому что рецессия, как и инфляция, может быть самоисполняющимся пророчеством. Если ее ждут, то это негативно влияет на потребление, капитальные инвестиции компаний, планы по найму. С другой стороны, история подсказывает, что рецессия обычно происходит по причинам, которые находятся за полем зрения большинства наблюдателей.

Хотя рецессия пока не является нашим базовым сценарием, мы видим серьезные риски рецессии в американской экономике в 2023 году за счет коррекции реальных потребительских расходов и корпоративных инвестиций под влиянием сдерживающей ДКП, но отмечаем при этом, что общее состояние финансов домохозяйств и балансов компаний позволяет предположить ограниченный характер возможного спада экономической активности. Глубина снижения реального ВВП может не превысить 3%, при этом уровень безработицы способен вырасти примерно до 5% к концу 2023 года. Длительность возможной рецессии, по нашему мнению, может составить два квартала, поэтому «рецессионный год» может завершиться с нулевым темпом изменения ВВП за счет двух положительных кварталов.

Заметим, что в этом цикле ужесточение ДКП в виде резкого поднятия ставки и сокращения баланса происходит на фоне уже замедляющихся темпов экономического роста, тогда как весь эффект изменения ДКП на экономику будет виден только с лагом в 9–12 месяцев. Кроме того, консенсус-оценки по темпам реального

роста ВВП в США имеют четко прослеживаемую тенденцию к снижению, в том числе из-за замедления экономик Китая и Европы.



Мы будем внимательно следить за состоянием рынка труда. Потенциальным индикатором начала рецессии может стать «правило Клаудии Сам». Экономист ФРС Клаудия Сам утверждает, что, если текущий уровень безработицы США превышает на 0,5 процентных пункта свой 12-месячный минимум, экономика находится в рецессии. В качестве текущего уровня берется скользящее среднее значение за три месяца. С 1970-х гг. этот индикатор никогда не ошибался. Преимущество его использования состоит в том, что он чаще всего определяет рецессию раньше, чем Национальное бюро экономических исследований США (NBER). Применительно к актуальным данным рецессия может наступить, если в течение следующих 12 месяцев уровень безработицы вырастет до 4,1% и будет превышать это значение три месяца подряд. Мандат ФРС по поддержанию максимальной занятости в условиях столь высокой инфляции отодвинут на второй план, поэтому при начальных сигналах о росте безработицы регулятор продолжит повышать ставку и сокращать баланс.



Экономика США, как и глобальная экономика, начинает выглядеть всё более уязвимой, и неверные действия регулятора потенциально могут погрузить страну в стагфляцию или рецессию. Шансы на «мягкое приземление» еще есть, но путь к этому благоприятному сценарию становится более сложным.

АНАЛИЗ ШИРОКОГО РЫНКА

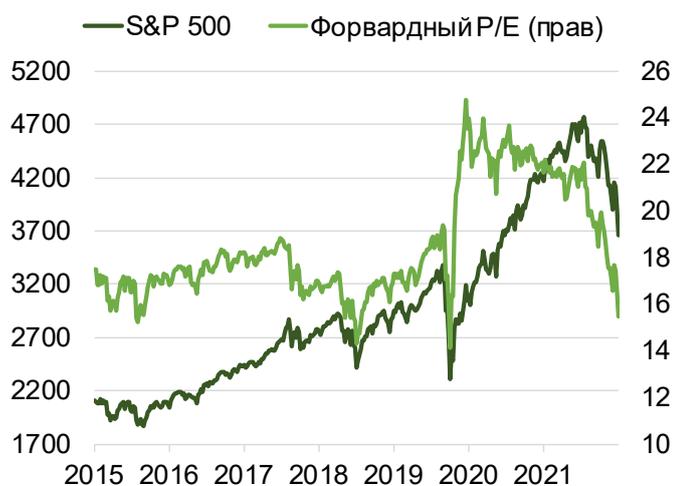
С начала второго квартала по состоянию на 28 июня индекс S&P 500 потерял 15,6%. В предыдущем стратегическом отчете мы отмечали, что баланс рисков является неблагоприятным, но магнитуда распродаж значительно превзошла наши ожидания. Коррекция от исторического максимума достигала 24%, что характерно для перехода фондового рынка в «медвежью» фазу (выше 20%).

Мы выделяем две ключевые причины негативной динамики акций:

- Рост ставки дисконтирования и снижение мультипликатора P/E.

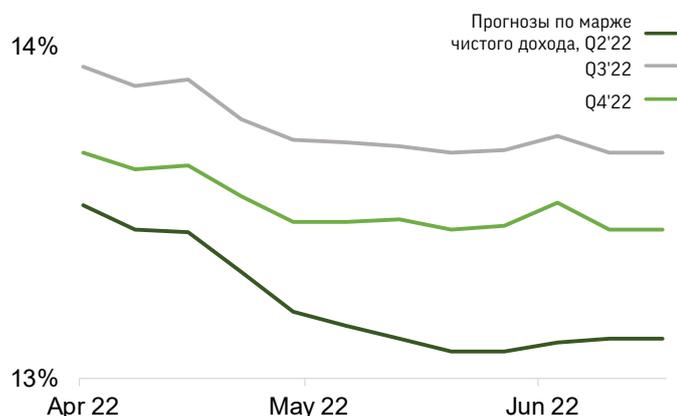
Инфляционное давление оказалось более сильным и устойчивым, чем ожидал Федрезерв, что привело к более жесткой риторике регулятора и пересмотру ожиданий участников рынка по траектории движения ставки ФРС. Если в начале II квартала инвесторы ждали ставку на конец 2022 года на уровне 2,75–3%, то теперь фьючерсы указывают на рост ставки до 3,5–3,75%.

В свою очередь, это не могло не отразиться на рынке трежерис. Доходность по 10-летним бумагам, которые традиционно служат ставкой дисконтирования в моделях оценки справедливой стоимости акций, с начала квартала выросла с 2,34% до 3,17% (по состоянию на 28 июня). Реализовался риск перехода реальных доходностей по 10-летним трежерис (с учетом долгосрочных инфляционных ожиданий) на положительную территорию, что снизило относительную инвестиционную привлекательность акций. Форвардный мультипликатор P/E на этом фоне ожидаемо попал под давление и скорректировался до 16x. Теперь он находится ниже своего 10-летнего среднего значения (16,9x).

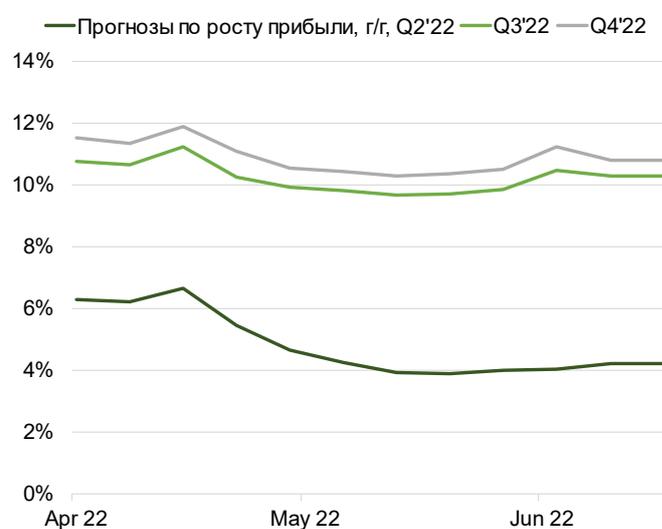


- Понижение консенсус-прогнозов по финансовым показателям компаний.

Настроения инвесторов также были ухудшены по причине неоднозначного сезона отчетностей за I квартал 2022 года. Средневзвешенный EPS компаний, входящих в S&P 500, вырос на 9,2% г/г, что оказалось лучше консенсус-прогноза по росту на 4,6%, который был зафиксирован 31 марта. 77% компаний превзошли ожидания по EPS, что совпало с 5-летним средним. Впрочем, величина «сюрпризов» оказалась слабее исторических средних, при этом в фокусе внимания были негативные прогнозы менеджмента компаний. Среди значимых факторов отмечался растущий курс доллара, проблемы в цепочках поставок, ускоренный рост расходов на заработные платы, более высокие издержки из-за роста цен на энергоносители и материалы на фоне сохранения геополитической напряженности. В результате мы наблюдали пересмотр консенсус-прогнозов по чистой маржинальности (Net Income Margin), особенно на отчетный период второго квартала 2022 года – с 13,5% до 13,1%.



Впрочем, менеджмент также отмечал сохранение высокого спроса и возможности компаний повышать отпускные цены на фоне высокой инфляции, что привело к повышению прогнозов по выручке и позволило частично сгладить негативный эффект снижения маржинальности на EPS. Консенсус-прогноз по росту EPS во втором квартале снизился с 6,2% г/г до 4,2% г/г, наиболее слабого значения с четвертого квартала 2020 года. Прогнозы по росту показателя в третьем и четвертом квартале этого года оказались более устойчивыми, но баланс рисков все еще смещен в сторону их снижения.

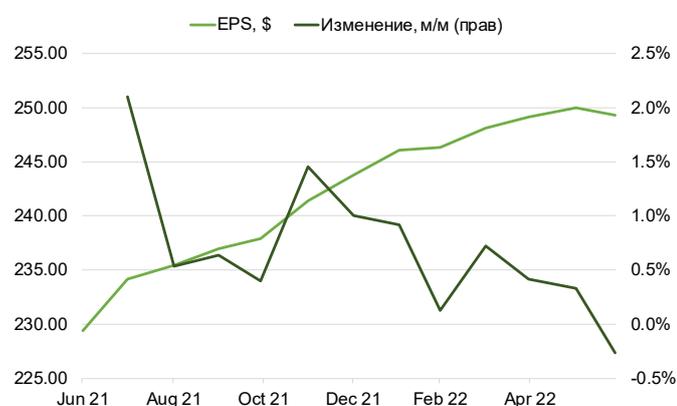


Ожидания по динамике широкого рынка в третьем квартале

Предстоящий сезон отчетности станет причиной повышенной волатильности акций во второй половине июля и первой половине августа. Согласно данным FactSet, в течение последних кварталов наблюдается выраженная динамика ухудшения собственных прогнозов компаний по сравнению с ожиданиями рынка. С учетом того, что американская макростатистика в последние несколько недель в основном разочаровывала экономистов, а настроения потребителей, как уже отмечалось ранее, находятся на многолетних минимумах, вероятность неблагоприятных гайденсов по-прежнему очень высока.

На наш взгляд, ключевым риском для фондового рынка является возможный пересмотр консенсус-прогноза по показателю EPS компаний на 2023 год, который может произойти в случае слабого сезона отчетности

за II квартал. До мая включительно мы наблюдали стабильное повышение прогноза по EPS на следующий год, но существенное снижение ожиданий по реальному экономическому росту в США и растущие опасения возможной рецессии отразились в первом снижении консенсус-прогноза в июне – и сразу на 0,3% м/м. Если до этого момента основной причиной падения акций была растущая ставка дисконтирования, то теперь фокус внимания может сместиться на уязвимые оценки финансовых показателей компаний. Полагаем, что баланс рисков в третьем квартале остается неблагоприятным, поэтому индекс S&P 500 способен продолжить снижение.

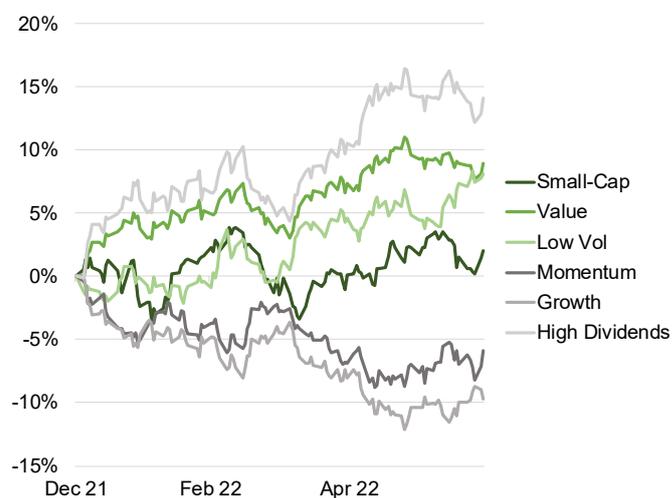


Инвесторы последовательно сокращали рискованные позиции в течение прошедшего квартала. Отметим, что пессимизм инвесторов относительно перспектив фондового рынка уже достиг экстремальных уровней, поэтому кратковременные ралли вполне возможны на фоне перепроданности отдельных сегментов рынка, но для изменения настроений инвесторов в более оптимистичную сторону потребуются весомые причины.



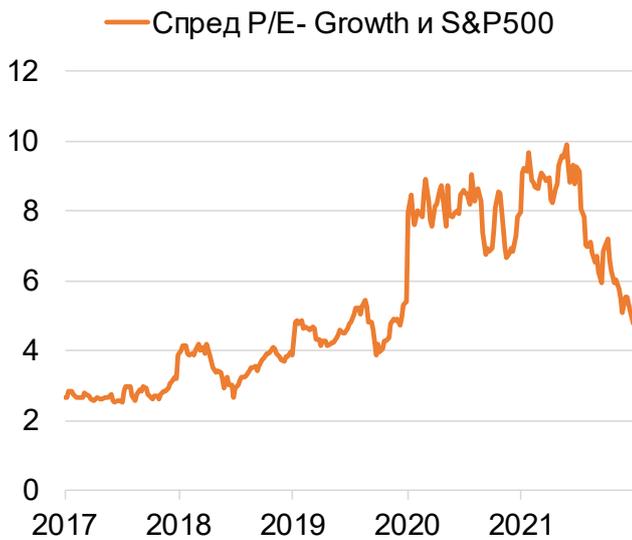
В течение второго квартала мы продолжали наблюдать ротацию капитала из акций роста в акции стоимости на фоне роста ставки ФРС. Акции роста сильнее реагируют на ужесточение финансовых условий из-за более высоких мультипликаторов. Бумаги с высокой дивидендной доходностью (High Dividends) показали наиболее уверенную динамику относительно широкого рынка, так как инвесторы переходили в защитные от инфляции активы, приносящие дополнительную доходность.

Мы полагаем, что акции роста будут оставаться уязвимыми в следующие несколько месяцев, а акции с высокими дивидендами способны сохранить свое лидерство.

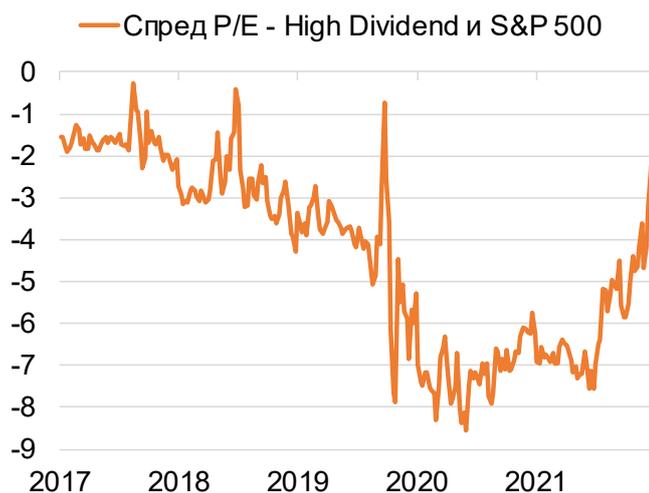


Анализ мультипликаторов указывает на то, что акции роста (фактор Growth) еще имеют пространство для снижения. Процесс нормализации форвардного мультипликатора по этим акциям может продолжиться на фоне ужесточения ДКП и роста доходностей трежерис.

Спред между форвардным мультипликатором P/E акций роста (Growth) и аналогичным показателем S&P 500 уже скорректировался с 10x до 4,8x, то есть до уровней 2019 года. Однако мы видим вероятность дальнейшего снижения спреда до 2,7x, что соответствует значениям начала 2018 года.



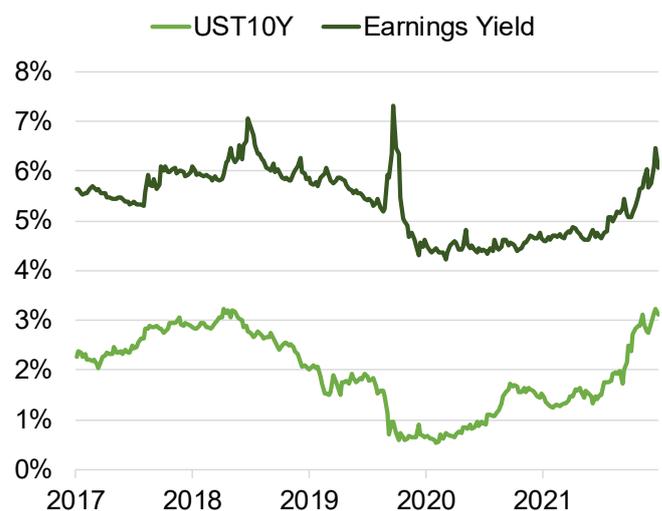
Аналогичный спред между форвардными мультипликаторами P/E указывает нам на то, что акции с высокими дивидендами все еще выглядят фундаментально привлекательными. Текущий спред составляет $-3,2x$, то есть дивидендные бумаги торгуются с дисконтом к широкому рынку. Историческое существование дисконта является оправданным, но в текущих условиях мы видим потенциал сужения спреда до уровней начала 2018 года, то есть примерно до $-1,5x$. Акции стоимости также торгуются с дисконтом по форвардному P/E к широкому рынку ($-3,7x$) и сохраняют потенциал для роста.



С технической точки зрения индекс широкого рынка продолжает двигаться в нисходящем тренде, при этом разворотных паттернов мы пока не наблюдаем. «Медведи» владеют краткосрочной инициативой, так как S&P 500 находится ниже скользящих средних

с периодами 20, 50 и 200, а индикатор RSI остается ниже нейтрального уровня 50. Инициатива может вновь перейти к «быкам», если бенчмарк сможет закрепиться выше ключевого уровня сопротивления около 4160 пунктов, но вероятность этого пока остается достаточно низкой. В краткосрочной перспективе возможно достижение новых минимумов. Значимая поддержка при этом располагается на уровне 3512 пунктов, где пролегает 200-недельная скользящая средняя. В случае продолжения нисходящего движения в фокусе внимания будет уровень 3394 пунктов – локальная вершина, достигнутая до начала пандемии.

Мы провели анализ взаимосвязи между показателем Earnings Yield и доходностями по 10-летним трежерис. Earnings Yield мы рассчитываем как обратный (инвертированный) мультипликатор P/E NTM, то есть используется форвардный EPS. В последние несколько лет корреляция между Earnings Yield и доходностями по 10-летним трежерис значительно усилилась. За 10-летний период она составляет 0,40, за 5-летний – 0,74, а за 2-летний период достигает 0,88. Другими словами, обратная зависимость между ставкой дисконтирования (доходности трежерис) и рыночным мультипликатором P/E является высокой, и поэтому ее можно использовать для прогнозирования целевого значения по S&P 500.



При вычитании из Earnings Yield значения по доходности 10-летних трежерис получается показатель Equity Risk Premium (ERP). По своему смыслу он означает премию за риск, которую инвесторы «требуют», когда инвестируют в акции. Значительную часть времени за последние пять лет ERP колебался в диапазоне

от 2,9% до 4%. Мы отмечаем, что в период рецессии 2020 года ERP взлетал почти до 6,5%, так как экономическая неопределенность вынуждает инвесторов требовать более высокую премию за риск и обуславливает, при прочих равных, низкий мультипликатор P/E. В настоящее время мы наблюдаем относительно низкую премию за риск в американские акции – около 3%. Возможной причиной этого является высокая инфляция, которая, как правило, повышает относительную привлекательность акций как класса активов. Другой причиной может быть относительная безопасность американского фондового рынка по сравнению с рынками других стран.



Неопределенность в отношении экономических перспектив – это то, с чем приходится справляться инвесторам и аналитикам в этом году. Для расчета целевого значения по S&P 500 на конец 2022 года мы использовали три возможных сценария развития событий во второй половине текущего года и в 2023 году, степень вероятности которых, на наш взгляд, существенно отличается. Для каждого из трех сценариев мы рассчитали потенциальное значение по индексу S&P 500 на конец 2022 года.

Расчет целевого значения по S&P 500 на конец 2022 года

	Сценарии		
	Оптимистичный	Умеренный	Пессимистичный
ERP	270 б.п.	300 б.п.	550 б.п.
UST10Y	3,3%	3,5%	2,3%
P/E NTM	16,7x	15,4x	12,8x
EPS (2023 г.)	\$254	\$249	\$225
S&P 500	4233	3831	2885
Вероятности	10%	55%	35%

Целевое значение по S&P 500 на конец 2022 года с учетом вероятностей: 3540 пунктов

Далее представлены описания предложенных сценариев.

- Оптимистичный сценарий (вероятность – 10%).

В основе этого сценария лежит предположение о том, что темпы роста реальных потребительских расходов будут удивлять инвесторов с позитивной стороны, а инфляция будет замедляться быстрее ожиданий ФРС из-за быстрого разрешения ряда проблем в цепочках поставок и частичного снятия геополитической напряженности. Эта комбинация, которую можно характеризовать как «очень мягкое приземление экономики», представляется нам возможным, но маловероятным сценарием, поэтому считаем оправданной вероятность на уровне 10%. ФРС в этом случае не приходится повышать ставку выше 3,5% в этом цикле ужесточения, поэтому доходности по 10-летним трежерис стабилизируются около 3,3%. В то же время уверенность инвесторов в макроэкономических перспективах растет, что приводит к росту консенсус-прогноза по EPS в 2023 году на 2% от текущего значения, а ERP снижается до 270 б.п. Получаем Earnings Yield на уровне 6%, что соответствует P/E NTM около 16,7x. Согласно этим расчетам, S&P 500 может закончить 2022 год на уровне 4233.

- Умеренный сценарий (вероятность – 55%).

Умеренный сценарий подразумевает развитие событий согласно прогнозам ФРС и консенсус-прогнозам по большинству макроэкономических показателей. Умеренный рост экономики во второй половине года продолжается без существенных сюрпризов. Инфляция по PCE в IV квартале 2022 года, как и прогнозирует ФРС, составляет 5,2% г/г. Инвесторы убеждаются в том, что сценарий «более-менее мягкой посадки экономики» в 2023 году достигим. От Фрезерва ждут пика по ставке в 2023 году на уровне 3,75–4%, как и предполагает последний прогноз членов FOMC. В этом сценарии, которому мы присуждаем вероятность 55%, проявляя умеренный скептицизм, доходности по 10-летним трежерис стабилизируются в конце 2022 года на уровне 3,5%, в то время как консенсус-прогноз по EPS остается неизменным. Показатель ERP почти совпадает с его текущим значением. Получаем Earnings Yield на уровне 6,5%, что соответствует P/E NTM около 15,4x. Тогда S&P 500 может закончить 2022 год на уровне 3831.

- Пессимистичный сценарий (вероятность – 35%).

Как было указано ранее в настоящем отчете, мы видим существенный риск рецессии в 2023 году, которая, скорее всего, будет носить умеренный характер. Пессимистичный сценарий является отражением нашего взгляда на присутствующий риск рецессии, который мы оцениваем в 35%. Длительность возможной рецессии, по нашему мнению, может составить два квартала, а глубина снижения реального ВВП может не превысить 3%, при этом уровень безработицы вырастет до 5% к концу 2023 года. Рецессионный год может завершиться с нулевым темпом изменения ВВП за счет двух положительных кварталов. Премия за риск взлетает до 550 б.п., но негативный эффект на P/E смягчается за счет снижения доходностей по 10-летним трежерис до 2,3% ввиду вынужденного перехода ФРС от ужесточения ДКП к поддержке экономики, а также повышенного спроса на безопасные активы. Однако регулятору необходимо будет балансировать и следить за инфляцией, чтобы рецессия не превратилась в стагфляцию. Получаем Earnings Yield на уровне 7,8%, что равнозначно падению P/E NTM до 12,8х. Что касается EPS, то консенсус-прогноз на 2023 год в этом сценарии снижается примерно на 10%. Для сравнения: в кризис 2020 года они упали на 20%. Таким образом, пессимистичный сценарий предполагает, что S&P 500 может закончить 2022 год на уровне 2885. Такой сценарий падения индекса широкого рынка реализуется, если к концу текущего года для инвесторов станет очевидным неизбежный характер умеренной рецессии в 2023 году. Другими словами, сценарий требует того, чтобы экономические данные в четвертом квартале уже начали стремительно ухудшаться – одновременно по темпам найма, реальному потребительскому спросу и производственной активности.

В результате присуждения разным сценариев определенной вероятности мы получаем наше целевое значение по S&P 500 на конец 2022 года, равное 3540 пунктам. Другими словами, от текущих уровней S&P 500 способен продолжить снижение, и долгожданное «дно» по широкому рынку еще не достигнуто. Мы полагаем, что инвесторы пока недооценивают риски рецессии, подскочившие за последний квартал, несмотря на экстремально «медвежий» сентимент на рынке.

ОПЦИОННАЯ КАРТИНА ПО СЕКТОРАЛЬНЫМ ETF

Опционная картина по секторам

Наиболее яркая тенденция наблюдается в секторе коммунальных услуг. Во-первых, индикатор Put/Call ratio у коммунальных услуг на протяжении пяти недель сокращается, а за последние две недели он сокращался на более чем 20% в неделю. Такое сильное сокращение говорит об усилении бычьих настроений, так как открытые позиции по Call-опционам (ставка на рост) начинают превалировать над открытым интересом в Put-опционах (ставка на падение). Во-вторых, соотношение дисконта за волатильность в Call- и Put-опционах смещено в сторону быков. Шестикратная разница в значении дисконта за волатильность по Put-опционам сентябрьской серии говорит о том, что спрос на Call-опционы значительно выше. Коммунальные услуги традиционно считаются защитным сектором. Такие сильные ожидания по росту сектора говорят о том, что среди участников рынка достаточно пессимистические настроения по широкому рынку в целом.

Противоположная ситуация в секторе сырья и материалов. Индикатор Put/Call ratio за последнюю неделю вырос на 24%. В Call-опционах дисконт за волатильность в 8%, в то время как по Put-опционам премия почти в 20%. Такое четкое медвежье настроение неудивительно. Сектор достаточно перегрет, а надвигающиеся рецессионные процессы неминуемо приведут к снижению как спроса, так и цен на базовые материалы.

Ситуация в опционах по секторам

Индекс	Тикер	Put/Call	Премия/дисконт волатильности	
			Call	Put
ИТ	XLK	1,14	-10,79%	-17,28%
Здравоохранение	XLV	1,27	-6,90%	3,53%
Нециклические потребительские товары	XLP	2,96	-6,22%	-12,97%
Циклические потребительские товары	XLY	1,89	-8,77%	-9,80%
Финансы	XLF	1,62	8,82%	-0,88%
Недвижимость	VNQ	3,07	-5,81%	-13,37%
Коммуникации	XLC	1,21	-9,76%	-7,54%
Промышленность	XLI	1,65	0,76%	-5,29%
Сырье и материалы	XLB	2,76	-7,69%	19,42%
Энергетика	XLE	2,40	-1,13%	-6,77%
Коммунальные услуги	XLU	1,62	-4,86%	-29,43%

Динамика Put/Call по секторам

Индекс	01.06.2022	08.06.2022	15.06.2022	22.06.2022	29.06.2022
ИТ	4,0%	3,8%	-5,7%	-1,1%	-8,2%
Здравоохранение	15,4%	4,2%	-5,9%	-3,0%	-19,8%
Нециклические потребительские товары	-14,8%	-2,5%	2,3%	-11,4%	3,6%
Циклические потребительские товары	-0,4%	5,1%	8,8%	-12,8%	-17,0%
Финансы	0,0%	-2,6%	-2,7%	-1,8%	4,2%
Недвижимость	4,5%	6,9%	11,5%	-17,6%	-14,2%
Коммуникации	-9,6%	-3,4%	6,1%	-7,6%	-0,4%
Промышленность	-5,8%	-0,6%	-3,7%	-7,5%	-8,8%
Сырье и материалы	-1,0%	-5,5%	-0,2%	1,9%	23,9%
Энергетика	-1,2%	4,3%	3,1%	8,3%	-4,0%
Коммунальные услуги	-9,0%	-3,0%	0,4%	-27,8%	-23,1%

АНАЛИЗ ПО СЕКТОРАМ

Коммуникационные услуги

Сектор коммуникаций продемонстрировал негативную динамику во втором квартале. XLC ETF теряет с начала квартала около 20%, что делает его одним из аутсайдеров. Коррекция сопровождалась сильным снижением форвардного мультипликатора P/E, который теперь составляет 14x. Это значение совпадает с минимумом 2020 года, поэтому риск продолжения падения представляется очень ограниченным. Впрочем, восстановлению сектора будут мешать неопределенные перспективы рынка онлайн-рекламы из-за влияния инфляции издержек на рекламодателей. Пессимизм топ-менеджмента корпораций относительно глобальной экономики будет ограничивать рекламные кампании, нацеленные на продвижение брендов.

Ожидается, что рост EPS по сектору в 2023 году составит 15,8% по сравнению с текущим годом, что должно служить поддержкой для акций в III и IV квартале, учитывая подавленные значения мультипликаторов, однако консенсус-оценки по EPS на следующий год постепенно пересматриваются в сторону снижения (-3,4% за последние два месяца), и, на наш взгляд, пока процесс пересмотра не завершен. Инвесторы также продолжают закладывать в котировки ожидаемое замедление роста выручки по сектору в 2023–2024 гг. до 5–6% против постпандемийного роста на 28–32% в 2021–2022 гг. Ключевым аспектом сезона отчетов

за II квартал будет гайденс компаний, который может вновь стать разочаровывающим.

Ряд отраслевых трендов, в числе которых рост популярности стриминга и видеоигр, хоть и сталкиваются с различными краткосрочными вызовами, но сохраняют уверенные долгосрочные перспективы. Тактический отскок могут показать скорректировавшиеся акции компаний, чья выручка и прибыль имеют устойчивость к ожидаемому замедлению роста расходов потребителей.



Товары вторичной необходимости

По части ресторанного/общественного питания мы, скорее всего, увидим замедление роста выручки и снижения как валовой, так и операционной маржи. На отрасль оказывают давление рост стоимости многих продуктов, сокращение со стороны потребителей необязательных расходов и профсоюзные забастовки. Все это будет продолжать оказывать негативное влияние в ближайшие два квартала.

Немногим лучше дела у производителей одежды: за исключением Nike, большинство компаний испытывают серьезные проблемы с логистикой, высокими ценами на фрахт, увеличившимися запасами и урезанием трат у их целевой аудитории.

Намного лучше себя чувствуют долларовые магазины. В отличие от большеформатных магазинов они куда как больше ориентированы на продукты питания и потребительские товары, чем на дискреционные. Кроме того, формат магазинов у дома (Dollar General) становится предпочтительным, так как эко-

номит бензин на походы в крупноформатные магазины (Walmart, Target, Costco).

Отели в сезон отпусков будут показывать хорошую заполняемость, моментами превышающую допандемийную. Согласно новому отчету Mastercard Economics Institute, число бронирований авиабилетов для отдыха и деловых поездок во всем мире превысило допандемический уровень, в то время как расходы на круизные лайнеры, автобусы и поезда в этом году резко возросли. В целом по отрасли окончательное восстановление ожидалось увидеть в 2023–2024 гг., когда среднегодовая заполняемость отелей должна была вернуться к стабильному уровню выше 65–70%. Тем не менее разворот потребительских настроений может спровоцировать замедление темпов восстановления, поскольку ADR (среднесуточный тариф) существенно вырос в связи с инфляционным давлением. Кратковременно снижение потребительских расходов может быть поддержано сокращением времени одобрения визы для поездки за рубеж, срок получения которых на текущий момент превышает 30 дней во многих популярных странах.

Производители автомобилей борются с проблемой недостаточности запасов, что давит на предложение. В мае текущего года запасов автопроизводителей достаточно для реализации в течение 30 дней, что соответствует уровню октября прошлого года, когда недостаток полупроводников максимально негативно повлиял на запасы североамериканских автопроизводителей. Данные условия при остающемся высоком спросе, на который еще не так драматично повлиял рост ставок на кредитном рынке, могут говорить о том, что количество проданных автомобилей продолжит снижаться и в III квартале год к году, но средние цены реализации продолжат расти или останутся на текущих высоких уровнях. Средняя цена реализации новых автомобилей в США к концу 2021 года выросла на 11,8% с начала года до \$45,7 тыс. За май текущего года данный показатель составил \$47,1 тыс. Данные обстоятельства позволят компаниям сохранить объемы продаж в денежном выражении, но сокращающаяся из-за роста издержек операционная маржинальность помешает увеличить прибыль. Пикапы серии Ford F-150 остаются

одной из самых продаваемых моделей в США, что открывает дополнительные возможности для компании Ford Motor Company (F), которая уже начала реализацию электрической серии своей самой продаваемой модели.



Товары первой необходимости

Ситуация в секторальном индексе потребительских товаров складывается неоднозначная. Есть индустрии, которые явно находятся в затруднительном положении. В первую очередь это большеформатные ритейл-магазины, такие как Walmart (WMT) и Costco (COST). Walmart уже объявил, что ликвидация запасов, вероятнее всего, займет два квартала. Скорее всего, мы увидим сбалансированные запасы к концу III или в IV квартале текущего года. Проблема осложняется тем, что большая часть запасов – это сезонные и дискреционные товары, на которых потребители стараются сократить расходы. Несмотря на то, что многие заказы были отменены, снижение запасов будет затруднено тем, что большое количество товаров, которые еще предстоит принять на баланс, находится в пути.

Производители алкогольных напитков, кроме возросших цен на товары, сталкиваются и с проблемой неоднородности спроса. Пандемическая тенденция потребления баночного алкоголя ограничивается дефицитом алюминиевой и стеклянной тары, который, однако, уже идет на спад. Внести позитив могло снятие карантинных ограничений и продажа алкоголя в кегах для баров и ресторанов. Однако резкое возросшая инфляция вынуждает потребителей сокращать необязательные расходы, в том числе посещение ба-

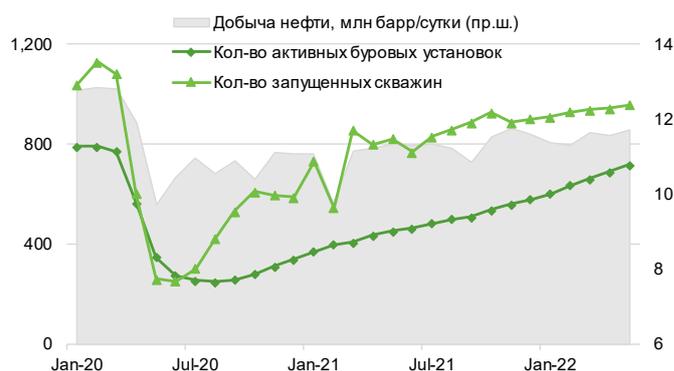
ров и ресторанов. Особенно сильно это отражается в европейском регионе, по которому сильнее ударила инфляция и где традиционно предпочитают потребление алкоголя в барах и пабах.

По нашему мнению, мультипликаторы по некоторым компаниям неоправданно низкие. К таким мы относим P&G, PepsiCo, Coca-Cola и Kimberly-Clark. Многие проблемы, такие как нехватка алюминиевой тары и дорогая целлюлоза, начинают рассасываться, в то же время спрос на их продукцию остается стабильным. Большинство потребителей будет сокращать расходы на их продукцию в последнюю очередь. В то же время мы ожидаем, что проблемы с цепочками поставок и дорогим фрахтом к III кварталу уже будут в значительной степени нивелированы, что поможет улучшить валовую рентабельность. Большинство из этих компаний имеют высокую долговую нагрузку, однако процентные риски давно уже захедржированы. Единственное, что может оказать негативное влияние, – это валютная переоценка.



Нефть и газ

К концу III кв. можно ожидать профицита на рынке нефти и коррекции цен до \$75 за баррель марки WTI. В случае полномасштабной рецессии в США и Европе ожидаем падения спроса на 2 млн баррелей в сутки (МБС) и падения цен в район \$60. Добыча нефти в США в III кв. может прибавить 0,4 МБС, до 12,5 МБС. В мае сланцевая добыча выросла на 0,13 МБС, до 8,6 МБС. Страны ОПЕК+ в летние месяцы могут увеличить добычу на 0,7–0,8 МБС. До конца октября члены МЭА продолжат продавать нефть из госрезервов в объеме 1,5 МБС в сутки.



Цены на газ находятся под давлением из-за падения экспорта СПГ и роста внутренней добычи. Авария на СПГ-заводе Freeport LNG сократит экспорт на 15–20% в летние месяцы. Ожидаем роста добычи газа в III кв. на 2 млрд куб. футов в сутки (МКФ/сут), до 98 МКФ/сут. В сентябре спрос на газ достигает сезонного минимума, поэтому цены могут скорректироваться ниже \$4 за млн британских термальных единиц (–40% к текущим значениям). На 17 июня количество активных буровых в США составило 740 единиц (+57% г/г). Рост с начала года достиг 26,3%. Средние цены на нефть и газ во II кв. (на 22 июня) выросли кв/кв на 14,8% и 66,8% соответственно, средние цены бензина на 22 июня находились на 29,4% выше кв/кв.

Ожидаем сильной отчетности компаний по итогам II кв. (конец июля – начало августа), что можно использовать для закрытия длинных позиций. Инфраструктурные компании Energy Transfer (ET), Enterprise Products Partners (EPD), Kinder Morgan (KMI) со средней дивидендной доходностью 7,3% привлекательны для долгосрочных вложений. Большую доходность при покупке под отчетность могут обеспечить сланцевики Diamondback Energy (FANG), Pioneer Natural Resources, APA Corp. (APA).

Финансовый сектор

Ожидается, что финансовый сектор отчитается о падении прибыли во втором квартале на 22% г/г, что, однако, уже заложено в котировки акций. Подобная динамика обусловлена эффектом высокой базы 2021 года и связана с сокращением доходов инвестиционно-банковского направления на фоне падения активности IPO. Частично это может быть компенсировано увеличением доходов трейдинга и спроса на услуги по управлению капиталом в условиях высокой рыночной волатильности.

При этом рост активности на товарно-сырьевых и финансовых рынках благоприятен для операторов бирж. Более агрессивное, чем ожидалось, повышение процентных ставок охлаждает спрос на ипотечное и автокредитование. Однако рост потребительского кредитования, повышение процентных ставок и фактор инфляции процентной прибыли поддерживает выручку для таких банков, как JPMorgan Chase (JPM), Bank of America (BAC) и карточного гиганта Visa (V). В то же время рост стоимости кредитования и макроэкономическая неопределенность увеличивают кредитные риски, что потребует меньшего высвобождения резервов под возможные кредитные убытки либо их увеличения и окажет давление на прибыли.

Тем не менее кредитоустойчивость как потребительского, так и корпоративного сегмента по-прежнему сохраняется на высоком уровне, что отражено в исторически низких показателях просроченных и неуплаченных долгов. Наряду с этим финансовый сектор сохраняет сильные балансовые позиции, в том числе по уровню достаточности капитала выше допандемийных значений, что обеспечивает устойчивость активов и возможности для выплаты дивидендов и реализации buyback. Финтех-компании, однако, испытают давление из-за снижения активности в электронной коммерции и в случае экспозиции на рынок криптовалют (Block Inc. (SQ), Coinbase (COIN)).



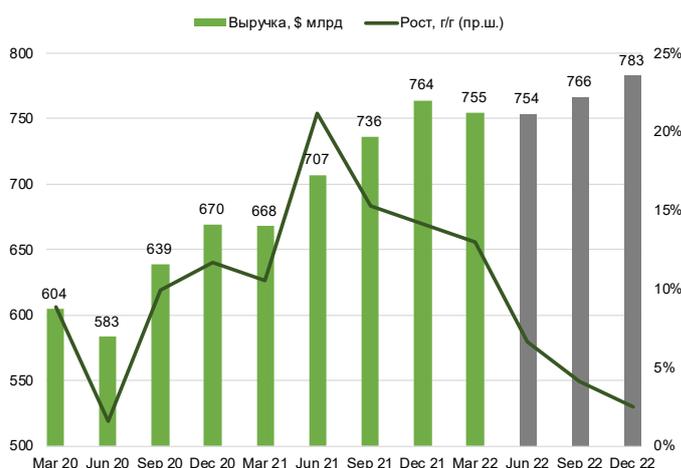
Здравоохранение

По итогам II кв. спрос в фармацевтическом сегменте может продолжать демонстрировать силу в направлениях онкологии и сердечно-сосудистых забо-

леваний, что может способствовать росту выручки Bristol-Myers Squibb (BMY) и AstraZeneca (AZN). Выручка, связанная с COVID-19, может сокращаться, что найдет отражение в отчетах Merck (MRK) и Pfizer (PFE). Производственная инфляция оказывает незначительное влияние на рентабельность. Локдаун в Китае может оказать выборочное давление на выручку отдельных препаратов.

Спрос на медицинское оборудование по итогам II кв. может и дальше находиться под давлением из-за локдауна в Китае. Объемы операций и процедур могут сократиться по сравнению с I кв. ввиду всплеск COVID-19 в отдельных странах. Проблемы в логистических цепочках могут удлинить сроки поставки нового оборудования, что может замедлить международную экспансию Intuitive Surgical (ISRG). Нормализация спроса в III кв. может быть компенсирована ростом производственных затрат.

Биотехнологические компании стали привлекательными целями для M&A. Фармацевтические компании спешат воспользоваться снижением оценок биотехов для осуществления поглощений с целью укрепления своих пайплайнов. Мы ожидаем завершения широкой коррекции в сегменте биотехнологий в III кв. и появления единичных историй роста.



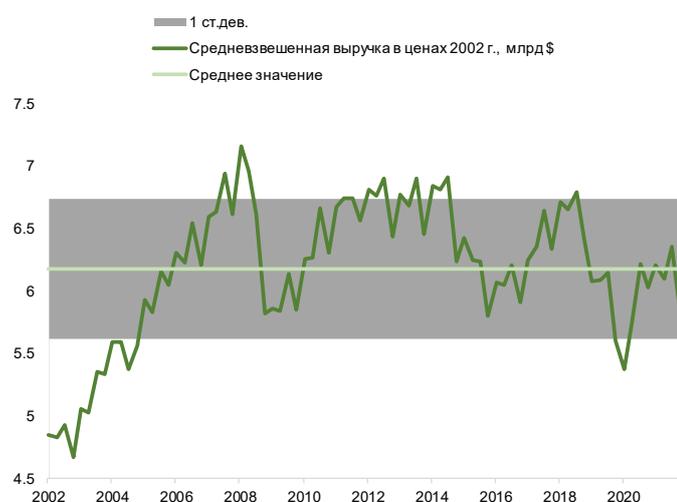
Больницы и провайдеры медицинских услуг, скорее всего, сообщат о сохранении недостатка персонала и росте оплаты труда. При этом спрос может сохраниться на высоком уровне, а темпы роста выручки будут стремиться к допандемийным уровням.

Промышленный сектор

Предполагается, что финансовые результаты компаний, входящих в индустриальный сектор, по итогам года будут иметь разнонаправленный характер.

Например, компании с уклоном в оборонную промышленность, вероятно, будут иметь позитивные финансовые показатели, поскольку будут, как минимум, поддерживаться текущим геополитическим обострением. Тем не менее мы не ожидаем сверхприбылей. Некоторые компании, такие как Lockheed Martin (LMT), еще в начале года давали гайденс по выручке ниже прошедшего года в связи с завершением некоторых контрактов, однако за счет программ обратного выкупа прибыль на акцию, скорее всего, окажется выше прошлогоднего результата.

Машиностроительная индустрия, вероятно, почувствует трудности в строительном сегменте, который страдает от высоких цен на строительные материалы и высоких расходов на персонал. Дополнительным фактором будет выступать снижение продаж нового жилья и рост готового жилья в запасах. И все же выручка таких компаний в большинстве случаев вырастет за счет устойчиво высокой инфляции, однако на рентабельность вышеописанные факторы могут оказать негативное влияние. Консенсусы по финрезультатам на вторую часть года уже начали пересматриваться покрывающими аналитиками в сторону понижения.



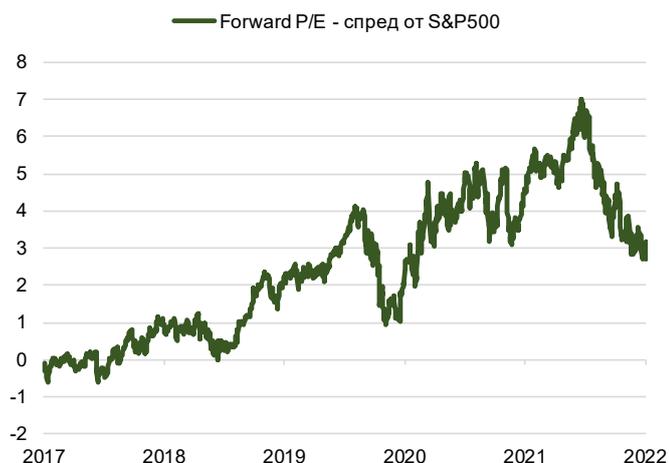
От роста цен на топливо и снижения потребительской активности могут пострадать грузовые транспортные

компании. Однако пассажирские авиаперевозчики, вероятно, почувствуют не столь сильный негативный эффект за счет значительно высокого спроса в летний период. Людей в большинстве случаев не останавливают высокие цены на билеты, рост которых внес существенный вклад в ИПЦ за последние 2–3 месяца. Дополнительным фактором является то, что при снятии коронавирусных ограничений общий трафик все еще не восстановился. За счет роста международного авиатрафика в первую очередь выигрывают такие компании, как American Airlines (AAL), United Airlines (UAL) и Delta Airlines (DAL). Последняя имеет дополнительное преимущество в виде наличия собственного нефтеперерабатывающего завода, в связи с чем компания может продавать топливо третьим сторонам. Тем не менее авиакомпании имеют другие сложности, связанные с нехваткой персонала, в частности пилотов.

По компаниям, входящим в ETF, во втором квартале ожидается рост средневзвешенной выручки в номинальном выражении на 9% г/г. По 11 из 71 компании, входящей в секторальный ETF, ожидается снижение выручки. Средневзвешенный рост EPS (без учета пассажирских авиаперевозчиков) может составить до 15% г/г. Мультипликаторы по ряду компаний начали входить в коридор приемлемой оценки, однако потенциал для снижения все еще остается.

Информационные технологии

Сектор скорректировался с максимума 2021 года на 30%, а форвардный мультипликатор P/E сжался с 29,2х до 19,2х на фоне роста доходностей по трежерис. Технологические компании больше не выглядят «дорогими», но риски дальнейшего снижения еще присутствуют. Спред между форвардным P/E широкого рынка и секторальным показателем снизился с 7х до 2,7х, но в условиях резкого ужесточения ДКП нормализация данного спреда может продолжиться. Заметим, что в период 2013–2017 гг. спред был отрицательным и доходил до -1,5х, но в настоящее время в структуре сектора выросла доля акций Big Tech (около 46% активов XLK ETF – это акции Microsoft и Apple), поэтому отрицательный спред маловероятен.



Опросы показывают, что директора по ИТ (CIO) из разных индустрий наращивают некоторые инвестиции в технологии, чтобы повысить операционную эффективность, но вынуждены сокращать второстепенные расходы, поскольку опасения по поводу рецессии нарастают. Возможный пересмотр оценок по росту финансовых показателей в сторону снижения выступает ключевым среднесрочным риском. За последние три месяца секторальные консенсус-прогнозы по EPS на 2023 год были понижены лишь на 0,65%, при этом подавляющая часть пересмотров пришлась на последний месяц. Другими словами, прогнозы по финпоказателям технологических компаний выглядят уязвимыми из-за макроэкономических рисков, поэтому торги в сезон отчетностей могут оказаться волатильными.

Тем не менее технологический сектор может торговаться в широком боковике, так как сохраняющийся оптимизм в отношении долгосрочных отраслевых трендов (облачные вычисления, AI, 5G и др.) должен поддержать котировки бумаг. В текущих условиях отдаем предпочтение точечному выбору акций компаний со слабой чувствительностью к фазе бизнес-цикла.

Сырьевой сектор

В июне сектор материалов (XLB) достиг своего низшего значения впервые с марта 2021 года. Индекс показал отрицательную доходность с начала года, на уровне -4,75%, несмотря на то, что за последние пять лет индекс заканчивал год с отрицательной доходностью всего лишь один раз, в 2018 году,

и за это же время медианное значение доходности составило 24%. В текущий момент индекс повторяет динамику широкого рынка, однако по результатам предстоящей квартальной отчетности, вероятно, сырьевые компании выступят лучше рынка. Мультипликатор P/E 2022 года котируется вблизи 14x, ниже среднерыночного на 4,5x, а также ниже среднего показателя за последние пять лет на уровне 21x и за 10 лет – 20x.

Многие компании индекса столкнулись со сложной рыночной конъюнктурой, вызванной падением спроса из Китая, инфляционным давлением и ожиданиями рецессии. Самыми подверженными негативной динамике оказались представители индустриальных металлов и нефтехимической переработки. В ценах на нефть мы ожидаем коррекцию до \$65–80 за баррель, а в большей части производственных металлов коррекция уже прошла и, вероятно, продлится какое-то время.

Компании-производители второй год подряд остаются бенефициарами высоких рыночных цен. В 2021 году выручка топ-40 добывающих компаний выросла на 32%, прибыль на 127%, в основном благодаря росту цен, и мы ожидаем увидеть сопоставимые числа в 2022 году.

Более того, производителям удалось накопить большие запасы кэша, укрепив свое финансовое положение на годы вперед. По результатам II квартала добывающие компании сохраняют темпы роста выручки и рентабельность на уровне рекордных 30% в среднем по индустрии, несмотря на сокращение объемов производства.



Недвижимость

Рентные REIT'ы могут показать сдержанную позитивную динамику в период поздней фазы.

В первую очередь от растущих ставок выиграют фонды, владеющие квартирами. За счет снижения доступности жилья к покупке арендные ставки будут сохранять устойчивость. Мультипликатор Price-to-Rent достиг своего исторического максимума, аналогичная ситуация с показателем Price-to-Income.

Офисные фонды могут оказаться под угрозой снижения заполняемости арендаторами, которая, согласно данным Colliers, до сегодняшнего дня находится на уровне чуть более 15%, при том что до пандемии ее уровень в среднем составлял чуть более 11%. Причиной может стать сложившаяся практика гибридного формата работы: согласно данным компании Kastle Systems, по состоянию на 8 июня в нью-йоркские офисы вернулся всего 41% работников, несмотря на давление со стороны некоторых работодателей. Если рынок труда начнет ухудшаться, офисные центры первыми почувствуют на себе этот эффект.

Позитивно выглядят также фонды, владеющие складскими терминалами, и специализированные фонды, владеющие, к примеру, дата-центрами. Первые могут иметь преимущество в силу растущих ритейл-запасов, однако вторые не имеют выраженной чувствительности к экономической обстановке, поскольку крупные IT-компании стремятся поддерживать свою инфраструктуру. Согласно данным NAIOP, чистое поглощение в прогнозных годах, несмотря на постепенное падение, все равно будет оставаться существенно выше предыдущих годов.

Фонды, владеющие недвижимостью для стрит-ритейла, будут выглядеть лучше, чем фонды, владеющие торговыми центрами, поскольку магазины продуктов и товаров первой необходимости в основном поддерживают стабильные арендные платежи. Согласно данным NAR, единственный сегмент торговой недвижимости, который имел положительное чистое поглощение в период пандемии, – это сегмент помещений неспециализированной розничной торговли.



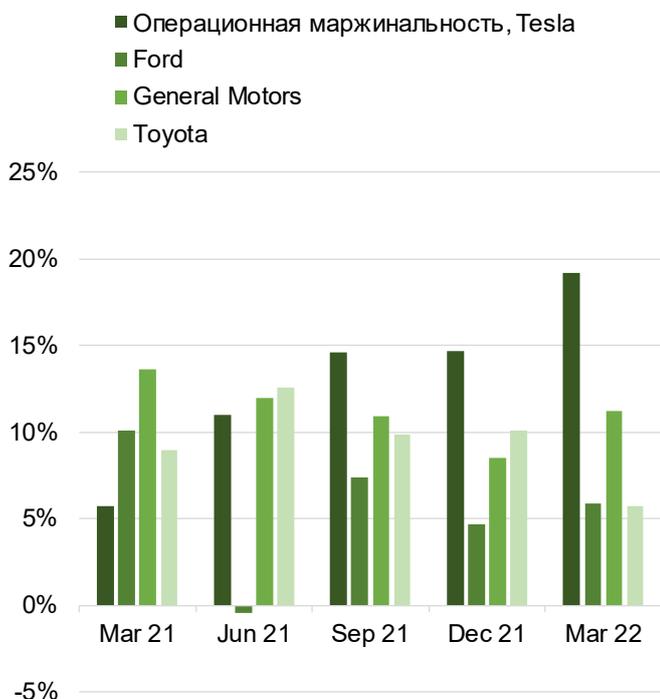
В целом по многим фондам коммерческой недвижимости мультипликатор P/FFO вошел в приемлемую зону, тем не менее потенциал для легкой коррекции все еще остается. Согласно данным Refinitiv, прогнозы по выручке и прибыли покрываемыми аналитиками в основном пересматриваются в положительную сторону.

Индустрия в фокусе: Автопроизводители

Производители автомобилей борются с проблемой недостаточности запасов, что давит на предложение. В мае текущего года запасов автопроизводителей достаточно для реализации в течение 30 дней, что соответствует уровню октября прошлого года, когда недостаток полупроводников максимально негативно повлиял на запасы североамериканских автопроизводителей.

Данные условия при остающемся высоком спросе, на который еще не так драматично повлиял рост ставок на кредитном рынке, могут говорить о том, что количество проданных автомобилей продолжит снижаться и в III квартале год к году, но средние цены реализации продолжают расти или останутся на текущих высоких уровнях. Средняя цена реализации новых автомобилей в США к концу 2021 года выросла на 11,8% с начала года до \$45,7 тыс. За май текущего года данный показатель составил \$47,1 тыс. Данные обстоятельства позволят компаниям сохранить объемы продаж в денежном выражении, но сокращающаяся из-за роста издержек операционная маржинальность помешает увеличить прибыль. Пикапы серии Ford F-150 остаются одной из самых продаваемых моделей в США, что

открывает дополнительные возможности для компании Ford Motor Company (F), которая уже начала реализацию электрической серии своей самой продаваемой модели.



Индустрия в фокусе: Возобновляемая энергия

Средняя расчётная себестоимость производства электроэнергии (LCOE) у возобновляемых источников энергии с 2015 года стала меньше, чем у источников на основе ископаемого топлива, и данный разрыв продолжал расти в пользу «зеленой энергетики». Согласно последним данным Lazard Ltd, на октябрь 2021 года LCOE солнечной и ветровой энергетики составляла \$36 и \$38 за мегаватт-час соответственно против \$60 для угольной генерации и \$108 для выработки на основе нефтегазового сырья. Даже несмотря на резкий рост цен на сырье для производства солнечного оборудования в первом полугодии, конкурентоспособность альтернативной энергетики сохраняется, что продолжает способствовать спросу. На долю солнечной энергии пришлось 50% всех новых генерирующих мощностей, добавленных в сеть США в первом квартале 2022 года, но дальнейший рост был ограничен возможностями производителей из-за нарушения логисти-

ческих цепочек. Однако объявление Джо Байдена о двухлетнем освобождении от тарифов на солнечные панели из Юго-Восточной Азии, скорее, увеличит предложение оборудования и усугубит конкуренцию среди производителей в США. Это должно положительно отразиться на продажах компаний, предоставляющих солнечные панели в аренду конечным пользователям, среди которых доминирующее положение на рынке занимает Sunrun Inc. (RUN).



АНАЛИЗ SMART MONEY

SMART money

Медвежьи настроения, сложившиеся на рынке во втором квартале, стали причиной массовых распродаж активов. Под прицелом оказались одинаково акции и облигации. Отток капитала с рынка акций и облигаций за последние три месяца оценивается в \$139 млрд и \$212 млрд соответственно.

Динамика движения капитала институциональных инвесторов

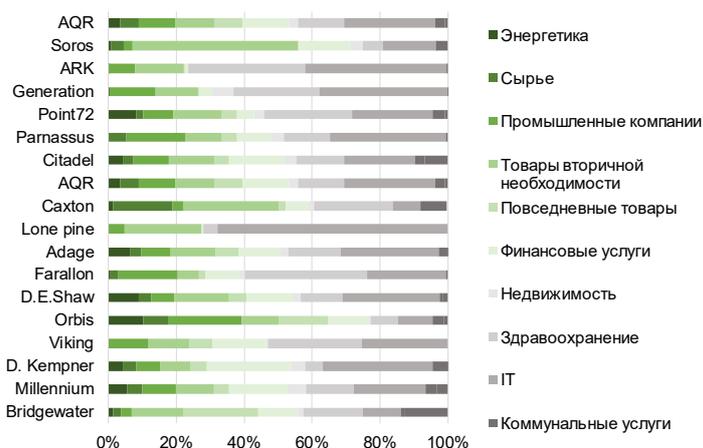


Под конец квартала начались активные распродажи инструментов с фиксированной доходностью на фоне отрицательных реальных ставок. Текущий спред между безрисковой доходностью и инфляцией в США достиг исторического отрицательного значения на уровне -7% , которое последний раз наблюдалось в 1974 году. После объявления ФРС о повышении ключевой ставки на 75 б.п. в середине июня продажи на долгом рынке ускорились, и за последние две недели квартала инвесторы продали облигации на общую сумму \$56 млрд.

В связи с распродажами денежные средства под активным управлением достигли максимума за 10 лет. Более 38% капитала остаются не вложенными в финансовые инструменты, что последний раз происходило в преддверии финансового кризиса 2008–09 гг., согласно VofA.

Также мы выбрали 20 крупнейших фондов, которые инвестируют на основе стратегии фундаментального анализа и не заметили существенной секторальной ребалансировки портфелей. Хедж-фонды по-прежнему отдают предпочтение технологическому сектору, здравоохранению и финансам, которые занимают 27%, 16% и 15% соответственно. Мы заметили распродажи в ИТ-секторе, которые характеризуют падение основных индексов, так как доля в портфелях сократилась на 4%. Доля в энергетике и материалах составила по 4% в каждом из секторов.

Среди крупнейших сделок в уходящем квартале мы обратили внимание на продажу GQG partners 61% от своей доли в Visa (V). По оценкам, фонд заплатил среднюю цену в размере \$199 за акцию в 2016 году,



а в 2022 году продал их по \$213, что, вероятно, связано с опасениями по поводу потенциального экономического спада. Berkshire Hathaway избавился почти целиком от своей доли в Verizon (VZ), оставив 1,38 млн акций в портфеле. Appaloosa Management под руководством Дэвида Теппера вышел из капитала сразу нескольких компаний. Фонд продал 100% акций General Motors (GM) и T-Mobile (TMUS). Также фонд знаменитого Джона Полсона полностью вышел из капитала Cerner (CERN).

Топ-10 роста и падения

Среди лучших перформеров выделились нефтяники, при этом ориентированные на Россию фонды показали худшие результаты с начала года. Вопреки традиционной исторически высокой связи между Россией и нефтегазовым сектором, фонды, инвестировавшие в российский капитал, оказались в аутсайдерах, однако нефтяники отличились лучшим результатом с начала 2022 года.

FOCUS LIST НА РЫНКЕ АКЦИЙ

Название и тикер	Сектор	Целевая цена	Комментарий
Diamondback Energy (FANG)	XLE	160	На наш взгляд, наибольшим потенциалом роста на горизонте месяца обладают акции сланцевого нефтедобытчика Diamondback Energy (FANG). По итогам I кв. компания увеличила выручку на 103% г/г, чистая прибыль подскочила на 145%. Diamondback Energy увеличила базовый квартальный дивиденд на 17%, до \$0,7 на акцию и объявила переменный дивиденд \$2,35 на акцию. Общая дивидендная доходность составила 9,2% годовых к котировкам 22 июня. По итогам II кв. мы ожидаем роста чистой прибыли FANG на 20%. FANG является краткосрочной ставкой. Инвесторам стоит использовать рост перед и во время отчетности для реализации прибыли.
Energy Transfer (ET)	XLE	14	Инфраструктурный гигант Energy Transfer обладает высокой дивидендной доходностью (7,7% годовых к котировкам 22 июня) и существенным потенциалом роста, что делает компанию одной из лучших ставок для долгосрочных инвесторов. По итогам первого квартала 2022 года Energy Transfer сократила чистый долг на \$1 млрд, до \$49,2 млрд (-2%). В апреле и мае компания погасила облигации еще на \$800 млн. Выплаты процентных платежей в 2022 году, по нашим расчетам, могут сократиться на \$300 млн по сравнению с прошлым годом. Снижение долговой нагрузки и процентных платежей позволило компании увеличить квартальный дивиденд на 14,8% по итогам IV кв. 2021 г. и еще на 14,3% по итогам I кв. 2022-го (до \$0,2 на акцию). В текущем году компания может увеличить квартальный дивиденд еще на 12,5%, до \$0,225 на акцию. Кроме того, ET может возобновить обратный выкуп акций в объеме около \$500 млн. На 31 марта 2022 года неиспользованный объем утвержденной программы обратного выкупа составлял \$880 млн.
BioMarin (BMRN)	XLV	98	В середине 2022 г. ожидается комментарий Комитета по лекарственным средствам для человека ЕС по заявке на одобрение потенциального блокбастера Rocivian. Накануне появились сообщения о возможности поглощения Seagen (SGEN) со стороны Merck (MRK). BioMarin также может стать целью крупного поглощения.

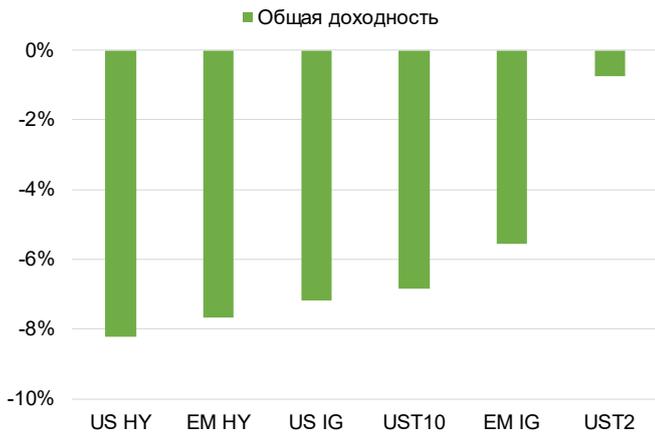
AbbVie (ABBV)	XLV	162	Ожидается ряд дополнительных одобрений по препаратам Rinvoq и Skyrizi во 2-м полугодии 2022 г. Эти препараты демонстрируют уверенные темпы роста выручки, благодаря чему ожидается сильный отчет за II кв. 2022 г. Портфель препаратов и пайплайн хорошо диверсифицированы. Компания торгуется по привлекательным оценкам и может стать бенефициаром ребалансировки в менее рискованные активы.
Bank of America (BAC)	XLF	37	Доходы BoFA более чувствительны к изменениям процентных ставок, а бизнес-модель в меньшей степени зависит от динамики инвестиционно-банковского направления, хотя в условиях высокой рыночной волатильности банк может увеличить доходы от трейдинга. За счет повышения процентных ставок и активного потребительского кредитования чистый процентный доход BoFA может увеличиться на 17% г/г во втором квартале. Ожидается, что банк продолжит выкуп акций в размере \$2,25 млрд ежеквартально в течение года.
Visa (V)	XLF	232	Устойчивые во втором квартале потребительские расходы, в том числе по кредитным картам, активизация туристической активности и фактор инфляции способствуют росту выручки и EPS за второй квартал, как ожидается, на 26% г/г. Корпорация продолжает демонстрировать одни из самых высоких показателей маржинальности в отрасли на уровне 50%, сохраняя низкую долговую нагрузку.
Live Nation Entertainment (LYV)	XLC	122	Акции Live Nation Entertainment предлагают инвесторам привлекательный баланс рисков и возможность сделать ставку на постковидный бум в концертной индустрии, который только начался и продлится еще как минимум два года. Полагаем, что акции компании будут поддерживаться высоким уровнем прогнозируемости роста среднесрочных финансовых результатов. Присутствует значительная вероятность того, что результаты будут превосходить ожидания, так как спрос на посещения концертов продолжает расти.
Match Group (MCH)	XLC	119	Разработчик Tinder и других популярных сервисов для знакомств является одним из наших фаворитов на следующий квартал, потому что доходы компании могут показать относительную устойчивость в сложных макроэкономических условиях ввиду фактора отложенного спроса потребителей на социальные взаимодействия. Коррекция акций с максимума 2021 года на более чем 60% выглядит чрезмерной.
Salesforce (CRM)	XLK	244	Компания является лидером на рынке технологий по управлению взаимоотношениями с клиентами. Полагаем, что баланс риска и доходности по акциям Salesforce выглядит привлекательным. Компания представила квартальную отчетность 1 июня, на которую инвесторы отреагировали позитивно, при этом по форвардному мультипликатору P/E акции торгуются дешевле, чем в марте 2020 года, поэтому котировки могут продемонстрировать отскок в следующие два месяца.
United Airlines Holdings, Inc. (UAL)	XLI	42	United Airlines Holdings повысила гайденс по финансовым результатам, согласно которому компания ожидает операционную рентабельность на уровне 10% после убытка в I квартале, несмотря на достаточно устойчивые высокие цены на топливо. Требование о тестировании перед отъездом для въезжающих путешественников было основным сдерживающим фактором, и сегодня основным ограничением остается значительное время ожидания при получении визы. Посольство США в начале июня объявило, что личные визовые встречи возобновятся в сентябре 2022 г.
Agnico Eagle (AEM)	XLB	60	Agnico Eagle, основанная в 1957 году, является ведущей канадской золотодобывающей компанией, производящей драгоценные металлы на предприятиях в Канаде, Австралии, Финляндии и Мексике. В I квартале компания приобрела Kirkland Gold, заняв третью строчку лидерства по объемам добычи золота в мире. После завершения слияния компании стала доступна ликвидность в размере \$2,3 млрд в виде свободных средств, база минеральных запасов, оцениваемая в 48 млн унций золота (969 млн тонн руды при 1,53 грамма на тонну), которая удвоилась за последние 10 лет, а также обширный ряд проектов по разработке и разведке для обеспечения устойчивого роста с низким уровнем риска. Ожидается, что в результате слияния за 10 лет будет достигнута операционная эффективность на сумму более \$10 миллиардов. Agnico Eagle делает ставку на достижение операционной эффективности за счет синергии, созданной в результате слияния, которая оценивается более чем в \$130 млн в год. Объединенная компания рассчитывает сократить ТСС с \$761 до \$750 в середине 2022 года. Ожидается, что слияние значительно ускорит темпы роста компании до 66% в пересчете на прибыль на акцию по сравнению с предыдущими 5-летними темпами роста в 12%. С увеличением выручки и операционной эффективности маржа компании, вероятно, улучшится, что приведет к лучшим результатам. Тем не менее перспективы выглядят позитивными, и финансовые показатели, скорее всего, начнут отражать это по результатам III квартала 2022 года.
Arch Resources (ARCH)	XLB	185	Вторая по величине американская компания по добыче и переработке угля с низким содержанием серы. Arch Resources является вторым по величине поставщиком угля в США после Peabody Energy. Arch Resources является ведущим производителем коксующегося угля класса А, необходимого для мировой сталелитейной промышленности. В последнем квартале 2021 года компания завершила расширение флагманской шахты Leer, которая признана одной из наиболее рентабельных на протяжении многих лет.
Anglo American (AAL)	XLB	3650	Британская горнодобывающая компания располагает диверсифицированным портфелем операций с акцентом на медь, металлы платиновой группы, железную руду, никель и марганец, а также редкоземельные металлы. Однако два основных источника формирования EBITDA, медь и железо, отвечают лишь за 33% данного показателя. Спрос на медь остается достаточно прочным из-за устойчивого спроса на полупроводники, а также стремления к переходу на ВИЭ. Кроме того, железная руда выигрывает от возобновления производства в Китае, на чем уже спекулируют производители стали, которые сокращают запасы и поддерживают высокие показатели загрузки печей. Акции Anglo American торгуются на уровнях, предшествующих началу российско-украинского конфликта, что указывает на то, что рынки недооценивают структурно изменившуюся сырьевую конъюнктуру. Компания также владеет 85%-ной долей в De Beers, которая является одним из крупнейших алмазных предприятий в мире.
Dollar General Corp. (DG)	XLP	250	Dollar General Corp. (NYSE: DG) – по нашему мнению, распродажа в долларовых сетях была излишней. Следует различать особенности большеформатных магазинов (big-box), таких как Walmart и Target, и малоформатных, таких как Dollar General и Dollar Tree. Клиентура и ассортимент товаров у них различаются. Но самое главное отличие конкретно Dollar General в том, что компания работает в формате магазина у дома и преимущественно сконцентрирована в сельской местности в южных штатах. Это позволяет ей не конкурировать с большеформатными сетями. Кроме того, DG очень активно расширяется, открывая в среднем по три магазина в день, в отличие от тех же Walmart и Target. Такая модель дает больше гибкости, а в текущей ситуации и конкретное конкурентное преимущество, так покупатели отдают предпочтение DG, желая сэкономить топливо на поездках. Также контроль за расходами у компании находится на достаточно высоком уровне. DG продает больше товаров в уменьшенных объемах и тщательно управляет запасами во избежание высокого уровня уценки и избыточных товаров на складе. Экономия расходов также достигается добавлением более чем 8000 касс самообслуживания. Все эти меры помогают Dollar General чувствовать себя финансово устойчиво в текущей непростой конъюнктуре, несмотря на снижение сопоставимых продаж.

АНАЛИЗ РЫНКА ОБЛИГАЦИЙ

Сильное падение

Второй квартал стал крайне негативным для глобальных долларовых облигаций. В первую очередь снижались цены по казначейским облигациям США. Высокая инфляция в Штатах, а также необходимость более агрессивного повышения ставки ФРС стали причиной падения. 10-летние US Treasuries снизились в цене за квартал на значительные 6,8%. Рост доходностей по

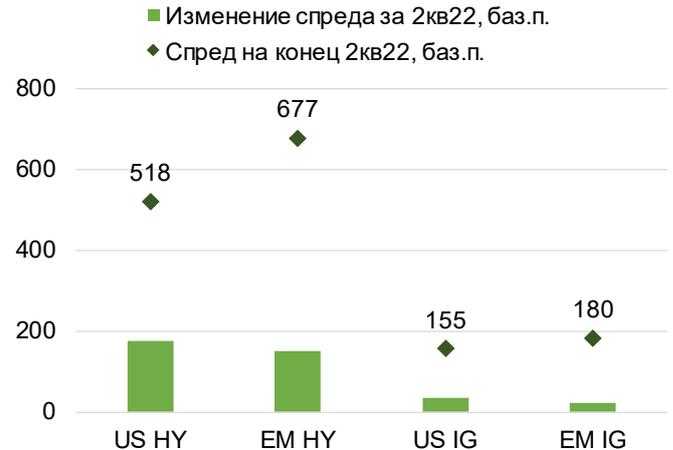
US Treasuries вызвал снижение в американских корпоративных облигациях инвестиционного уровня, несмотря на низкий риск дефолта по ним. Снижение в высокодоходных облигациях также было подогревано ростом премии за кредитный риск. Еврооблигации развивающихся стран дополнительно пострадали от оттока капитала.



Кривая казначейских облигаций США сдвинулась вверх, так как рыночные участники повысили прогнозы по росту ставки ФРС и инфляции в Штатах. В течение квартала доходности по 10-летним US Treasuries атаковали отметку в 3,5% – максимальный уровень с 2011 г. Примечательно, что наклон кривой изменился несильно, несмотря на резкий рост доходностей на ближнем участке кривой. Это указывает на то, что рынок пока не верит в сильное снижение инфляции, невзирая на повышение ставки ФРС.



Повышение ставок центральными банками и ожидания замедления глобальной экономики привели к росту премий за кредитный риск (риск дефолта) в глобальных корпоративных евробондах, вызвав расширение спредов. Сильнее всего рост премии наблюдался в американских корпоративных высокодоходных облигациях (US HY).



Фокус на коротких евробондах

Операционная среда для глобальных долларовых евробондов остается неблагоприятной. Высокая инфляция и инфляционные ожидания в США будут оказывать повышательное давление на дальний участок кривой казначейских облигаций США. В базовом сценарии ожидается пик доходности по 10-летним US Treasuries в районе 3,5–4% в этом году. В этом контексте стоит остерегаться корпоративных еврооблигаций с длинным сроком погашения и фокусироваться на коротких бондах сроком 1–2 года.

Такое позиционирование позволит пересидеть турбулентность на финансовых рынках, зафиксировав неплохую доходность. После коррекции глобальные корпоративные евробонды в USD стали предлагать привлекательную доходность 4–5,5% с погашением в течение полутора лет при умеренном кредитном риске.

Точечный подход

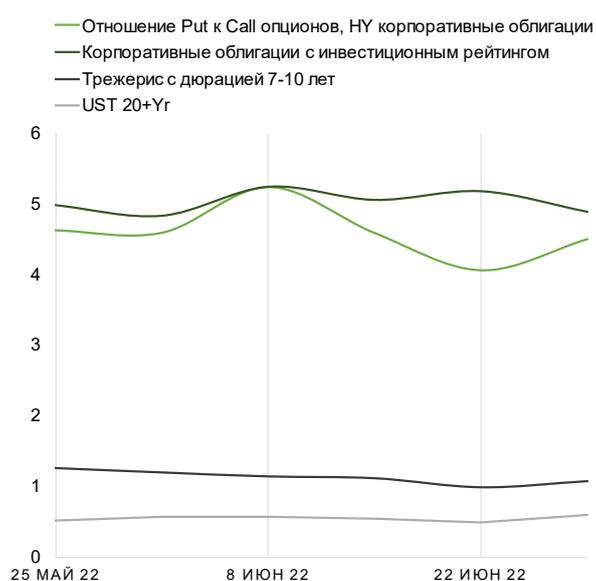
В первую очередь стоит отдавать предпочтение евробондам инвестиционного уровня из-за роста кредитных рисков. Хотя мы не ожидаем лавины дефолтов, так как способность обслуживать долг и балансы компаний как в США, так и на основных EM-рынках в среднем на адекватном уровне. Однако наименее устойчивые эмитенты начнут сталкиваться с проблемами на фоне роста стоимости долга и замедления экономики. В отношении эмитентов из развивающихся стран также на первый план выйдет валютный риск. Поэтому стоит аккуратно и точно подходить к выбору компаний при желании повысить доходность портфеля посредством включе-

ния высокодоходных еврооблигаций, будь это эмитенты США или развивающихся стран. Компании должны иметь запас прочности и быть способны выдержать сценарий стресса, учитывая сгущающиеся тучи.

Важно учесть специфику локальных рынков. Мы отдаем предпочтение эмитентам Ближнего Востока, Мексики, Индонезии и США. При этом более настороженно смотрим на еврооблигации бразильских эмитентов до результатов выборов президента в октябре этого года и избегаем евробонды турецких эмитентов в контексте очень высокой инфляции, нестандартной монетарной политики, давления на валютные резервы ЦБ. Отобранные high yield еврооблигации с погашением в 2023–24 г. предлагают доходность 7–9,5% в год в USD.

Глобальные корпоративные еврооблигации подешевели, но, за исключением коротких бумаг, пока не являются очень дешевыми (как, например, в 2020 г). Перспективы расширения спредов до конца года сохраняются. Именно поэтому, покупая евробонды с более длинным сроком до погашения (3–6 и более лет), стоит быть готовым к временным просадкам по ценам, а фокусироваться в таком случае лучше на бондах с высоким купоном. В наших модельных портфелях доля евробондов со средним сроком погашения находится в районе 20% против доли в 80% коротких евробондов.

Опционная картина по долговому рынку



На опционном рынке мы видим, что по Put/Call ratio сектор корпоративных облигаций сохраняет очень сильные

медвежьи настроения. У мусорных облигаций Put/Call 4,89, а у облигаций с инвестиционным рейтингом 4,50. По сути рынок сейчас не делает существенной разницы в риске между инвестиционными и мусорными облигациями. Доходность по обоим видам облигаций растет, а вместе с ней и расширяется спред доходности казначейских и корпоративных бумаг. Следует также отметить, что Put/Call по бумагам с мусорным рейтингом растет, в то время как по бумагам с инвестиционным рейтингом сокращается. Иная ситуация с казначейскими бумагами. Put/Call растет у бумаг как с короткой дюрацией, так и с длинной дюрацией. Примечательно, что короткие бумаги растут на 9% по сравнению с 22% у длинных бумаг. Ранее мы наблюдали обратную тенденцию. Видимо, это сигнализирует о том, что риски в достаточной мере уже учтены в ценах на короткие казначейские бумаги. В целом мы будем и дальше наблюдать продолжение роста спреда между доходностями корпоративных и казначейских бумаг при одновременном усилении инверсии кривой казначейской доходности.

АНАЛИЗ СЫРЬЕВЫХ РЫНКОВ

Ключевые моменты уходящего полугодия

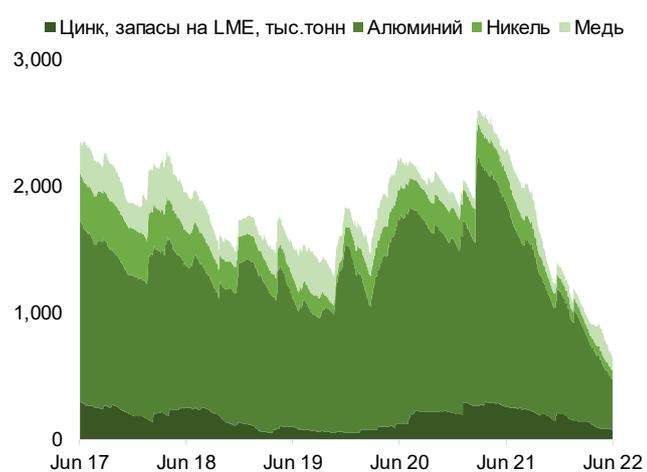
Бычье ралли в сырьевом секторе, начавшееся после восстановления экономики от ковида, продолжается по сей день. Bloomberg commodity index (BCOM), отслеживающий цены на продовольствие и металлы, вырос в 1,5 раза с января 2021 года и на 23% с января 2022 года. И хотя металлургическое сырье скорректировалось в стоимости во II квартале на фоне падающего спроса из Китая, продовольствие и энергетика остались такими же дорогими (пшеница: +21%; соя: +26% YTD).

Рыночные условия

Рост цен также оказал давление на инфляцию и формирование конечного спроса. Ключевыми факторами роста стали российско-украинский конфликт, дефицит сырья и деталей, высокая инфляция, ужесточение валютного курса, политика Китая по нулевой терпимости к ковиду. Совокупность этих факторов привела цены к новому равновесному состоянию.

Российское сырье было и остается ключевым на мировом рынке. Под западные санкции в марте попали

удобрения, но ограничения почти сразу были сняты. Сейчас же под полным запретом на торговлю находятся российские золото и уголь, в связи с чем мы видим дальнейший потенциал их роста. Запасы большинства видов металлургического сырья на биржах упали до исторического минимума, в связи с чем на рынке складывается дефицит пшеницы, меди и никеля. С другой стороны, цены во II квартале корректировались из-за локдауна в Китае, который начался в конце марта и закончился только в последнюю неделю июня.



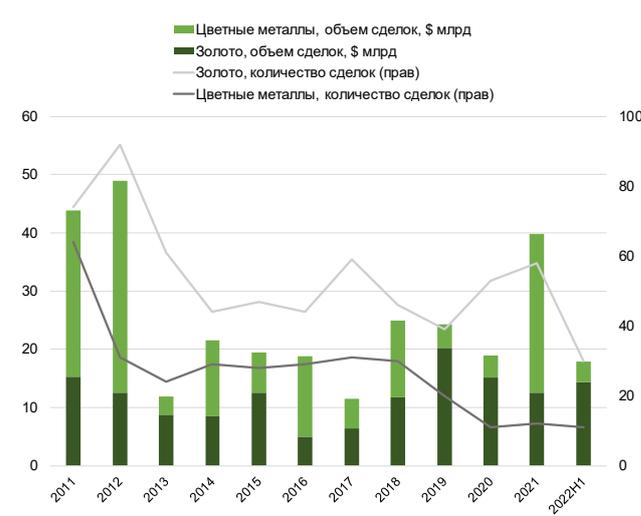
Энергетика

ESG-повестка последних лет предвещала гибель ископаемого топлива, несмотря на то, что газ и уголь остаются самым дешевым источником энергии. Прошлые оценки BP и Bloomberg сообщали о пике их использования в 2025–35 году, однако в Индии, Китае и России каждый год открывались новые шахты. А после введенного эмбарго на российский уголь, на который приходилось до 50% закупок ЕС, таким странам как Великобритания, Австрия, Португалия, Италия, Германия, ранее отказавшимся от использования угля, пришлось возобновить добычу на фоне энергетического кризиса.

M&A-активность

Масштабная консолидация на рынке золота началась в 2019 г., когда Barrick (GOLD) приобрела Randgold, а Newmont (NEM) поглотила Goldcorp. В итоге на рынке появились два лидера добычи (4,8 и 5,9 млн унций соответственно). Тенденция продолжилась в 2020–22 гг. С бумом на рынке активность M&A ускорилась во второй половине 2020 года и продолжается по сей день из-за значительного объема денежных средств, накопленных

золотодобытчиками после сильного для них года. Несмотря на рост числа сделок с золотом на 36% в 2020 г., общая стоимость сделок M&A в мировой горнодобывающей отрасли составила \$19 млрд (-27% г/г). В 2021 г. стоимость сделок среди 40 крупнейших компаний утроилась по сравнению с 2020 г., а их количество выросло на 60%. Среди мега-сделок можно выделить слияние Agnico Eagle (AEM) и Kirkland Gold, ставших третьим в мире добытчиком по объемам производства, а также поглощение южноафриканской Gold Fields (GFI) канадской Yamana, которые займут 4-ю позицию в рейтинге крупнейших золотодобывающих компаний. Золотодобытчики по-прежнему находятся в выгодном положении для слияний и поглощений, учитывая их низкий уровень долга и высокий уровень наличности. Ожидаем, что сделки с золотом продолжатся, так как крупные компании стремятся расширить свои портфели, а средние – консолидироваться.

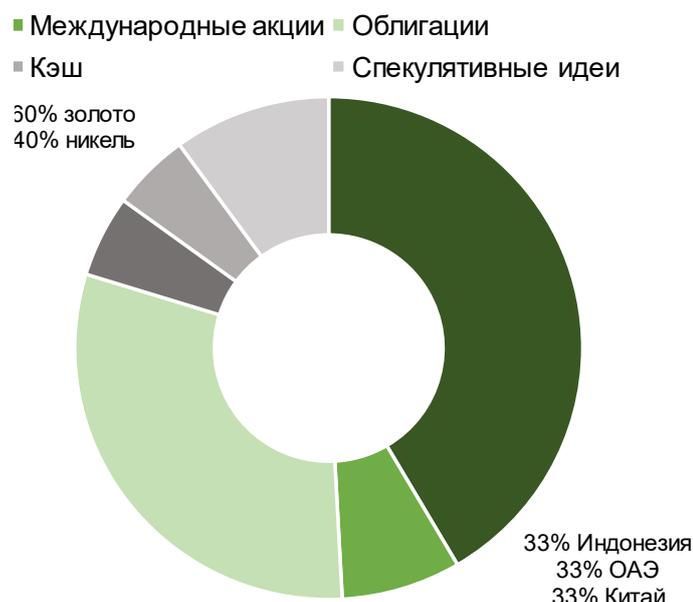


Наше видение

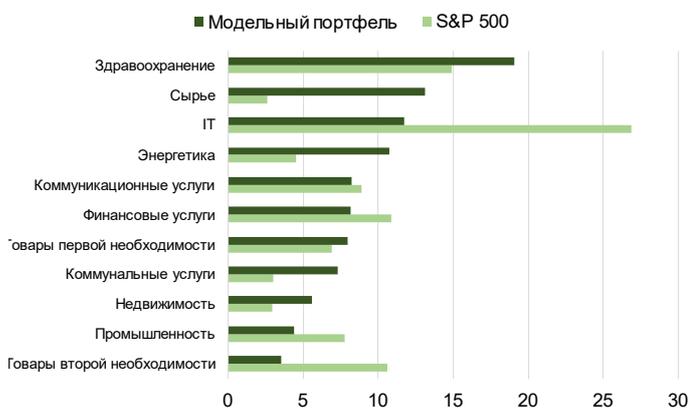
Мы видим ограниченный потенциал роста большинства сырьевых котировок на III квартал. Все факторы роста уже реализовались и были учтены в ценах. Так, пшеница, соя, алюминий и никель достигли своих исторических максимумов, после чего началось снижение. Однако, в условиях растущей инфляции и отрицательных реальных ставок, мы считаем, что золото может стать хеджирующим активом. Структурный переход в использовании никеля, в первую очередь в электрокарах и ВИЭ, также обеспечивает ему возможность для роста. Помимо этого, металл широко используется в электронике, которой требуются постоянные обновления.

АКТУАЛЬНЫЙ МОДЕЛЬНЫЙ ПОРТФЕЛЬ

Портфель составлен исходя из базового сценария, согласно которому Федеральный Резерв успешно достигнет «мягкого приземления», не спровоцировав тяжелой рецессии. Согласно прогнозам «мягкого приземления» ФРС, ключевая ставка достигнет пика в 2023 году на уровне 3,75 – 4%. В подобных условиях мы сокращаем стратегический вес класса облигаций, ожидая более удачной точки входа в активы в 2023 году.



Взамен мы нарастили вес категории товаров в базовом портфеле. Мы ожидаем, что умеренный экономический рост и ограниченность предложения позитивно отразятся на рынках сырья и энергоносителей, и выражаем этот взгляд через активы, рекомендованные нашими аналитиками. Эти позиции включают ETF на ряд металлов, а также акции сырьевых и энергетических компаний.



На рынке акций мы продолжаем отдавать предпочтение фактору «стоимости» с фокусом на устойчивые к инфляции защитные сектора. В сравнении с S&P 500 мы нарастили вес компаний в сфере здравоохранения, коммунальных услуг и недвижимости.



Ожидаемая доходность (12 месяцев)	33.7
Средняя дивидендная доходность	2.8
β	1.0
P/E	24.0
ROE	19.3
Коэффициент Шарпа	1.5

С учетом рисков замедления экономики США привлекательной выглядит географическая диверсификация. Наша позиция в 8% в акциях развивающихся рынков ориентирована на рост стран, экспортирующих природные ресурсы, и сравнительное опережение китайского фондового рынка.

Мы защищаем портфель от рисков экономического спада, сокращая долю компаний, ориентированных на вторичное потребление, а также увеличивая долю кэша до 5%. Накопительный D-счет, предоставленный Freedom Finance, предлагает доходность в 3% годовых вне зависимости от конъюнктуры рынка.

Тикер	Компания	Сектор	Текущая цена	Таргет	Доходность	Дивидендная доходность	β	Вес
FANG	Diamondback Energy Inc.	Энергетика	121	160.0	32.0	1.6	1.4	1.1%
ET	Energy Transfer LP	Энергетика	10	15.4	54.1	7.4	0.9	1.1%
KMI	Kinder Morgan Inc Class P	Энергетика	17	20.3	19.6	6.8	0.9	0.7%
SLB	Schlumberger NV	Энергетика	36	39.9	11.9	1.7	1.1	0.8%
BKR	Baker Hughes Company Class A	Энергетика	29	32.3	11.0	3.0	1.1	0.4%
PSX	Phillips 66	Энергетика	84	96.6	14.5	5.0	1.2	0.4%
BAC	Bank of America Corp	Финансовые услуги	32	48.0	52.1	1.8	1.5	1.1%
V	Visa Inc. Class A	Финансовые услуги	199	252.0	26.5	0.6	1.0	1.1%
CBOE	Cboe Global Markets Inc	Финансовые услуги	115	132.0	15.1	1.4	0.7	1.2%
PG	Procter & Gamble Company	Товары первой необходимости	146	176.0	20.5	2.4	0.5	1.1%
CHD	Church & Dwight Co., Inc.	Товары первой необходимости	94	98.1	4.1	1.0	0.5	0.7%
WMT	Walmart Inc.	Товары первой необходимости	123	170.0	38.6	1.6	0.6	0.7%
EL	Estee Lauder Companies Inc. Class A	Товары первой необходимости	257	320.0	24.7	0.7	0.8	0.7%
DG	Dollar General Corporation	Товары второй необходимости	246	252.7	2.6	0.8	0.6	0.7%
GM	General Motors Company	Товары второй необходимости	32	63.0	95.7	0.0	1.2	0.4%
LOW	Lowe's Companies, Inc.	Товары второй необходимости	177	237.2	33.7	1.3	1.1	0.4%
AEM	Agnico Eagle Mines Limited	Сырье	47	73.0	54.0	2.6	0.3	1.3%
ARCH	Arch Resources, Inc. Class A	Сырье	144	176.0	22.4	0.3	0.9	2.9%
RGLD	Royal Gold, Inc.	Сырье	110	155.2	40.7	1.0	0.3	1.3%
AAL	American Airlines Group, Inc.	Промышленность	13	19.0	44.7	0.0	1.4	0.7%
UAL	United Airlines Holdings, Inc.	Промышленность	36	56.0	53.7	0.0	1.5	0.7%
FLS	Flowserve Corporation	Промышленность	29	40.9	42.3	2.6	1.3	0.4%
EQR	Equity Residential	Недвижимость	73	86.2	18.1	2.7	1.0	0.8%
CPT	Camden Property Trust	Недвижимость	136	165.9	21.9	1.9	0.9	0.7%
MAA	Mid-America Apartment Communities, Inc.	Недвижимость	175	203.5	16.0	1.8	0.9	0.8%
LVV	Live Nation Entertainment, Inc.	Коммуникационные услуги	83	125.8	51.5	0.0	1.4	0.9%
MTCN	Match Group, Inc.	Коммуникационные услуги	71	118.7	66.0	0.0	1.6	0.9%
CMCSA	Comcast Corporation Class A	Коммуникационные услуги	40	52.6	30.6	2.0	1.0	0.4%
GOOGL	Alphabet Inc. Class A	Коммуникационные услуги	2175	3100.0	42.5	0.0	1.0	0.7%
DIS	Walt Disney Company	Коммуникационные услуги	96	144.0	49.8	0.0	1.0	0.5%
RUN	Sunrun Inc.	Коммунальные услуги	24	50.0	105.3	0.0	1.5	1.2%
WM	Waste Management, Inc.	Коммунальные услуги	156	174.1	11.8	1.4	0.7	0.6%
NI	NiSource Inc	Коммунальные услуги	30	32.4	7.9	3.2	0.7	0.5%
NRG	NRG Energy Inc.	Коммунальные услуги	39	45.0	15.9	3.0	1.0	0.8%
BMRN	BioMarin Pharmaceutical Inc.	Здравоохранение	85	98.0	15.3	0.0	1.0	1.5%
ABBV	AbbVie, Inc.	Здравоохранение	154	162.0	5.3	3.9	0.8	1.9%
ISRG	Intuitive Surgical, Inc.	Здравоохранение	206	231.0	12.1	0.0	1.1	1.5%
ILMN	Illumina, Inc.	Здравоохранение	191	309.0	61.7	0.0	1.1	1.9%
MRK	Merck & Co., Inc.	Здравоохранение	92	99.5	7.6	3.4	0.7	0.4%
JNJ	Johnson & Johnson	Здравоохранение	180	182.0	1.4	2.4	0.5	0.7%
CRM	Salesforce, Inc.	IT	168	243.2	44.6	0.0	1.3	1.8%
MSFT	Microsoft Corporation	IT	260	352.9	36.0	0.8	1.1	0.8%
ADBE	Adobe Incorporated	IT	368	490.0	33.0	0.0	1.3	0.8%
MU	Micron Technology, Inc.	IT	54	89.0	65.9	0.1	1.6	0.8%
QCOM	Qualcomm Incorporated	IT	124	201.6	63.2	2.0	1.3	0.8%
UAE	iShares MSCI UAE ETF	Международные акции	15					2.5%
EIDO	iShares MSCI Indonesia ETF	Международные акции	22					2.5%
FXI	iShares China Large-Cap ETF	Международные акции	34					2.5%
IAU	iShares Gold Trust	Товары	34					3.1%
JJN	iPath Series B Bloomberg Nickel Subindex Total Return ETN	Товары	29					2.2%
	Диверсифицированный портфель облигаций	Облигации			4.8			30.6%
	Спекулятивные идеи							10.0%
	Кэш (D-счет)				3.0			5.0%

На кредитных рынках мы предпочитаем евробонды инвестиционного уровня, точно подходя к выбору компаний. Мы отдаем предпочтение эмитентам Ближнего Востока, Мексики, Индонезии и США. Отобранные high yield еврооблигации с погашением в 2023–24 г. предлагают доходность 7–9,5% в год в USD.

Диверсифицированный портфель облигаций

Тикер	Компания	ISIN	Купон	Bid Px	Ask Px	Ask Yield	Bid Yield	Mid Current Yield	Лет до погашения	Валюта	Кредитный рейтинг	Страна	Сумма задолженности	Вес
STANLN 3.95 01/11/23	Standard Chartered PLC	XS0874014722	3.95	100.23	100.34	3.5	3.3	3.9	0.5	USD	BBB	GB	2,000	5.0%
ALPEKA 5 3/8 08/08/23	Alpek SAB de CV	USP01703AB65	5.375	101.38	101.47	4.1	4.0	5.3	1.1	USD	BBB-	MX	300	5.0%
CS 6 1/2 08/08/23	Credit Suisse AG	XS0957135212	6.5	100.51	100.67	6.0	5.9	6.5	1.1	USD	BBB-	CH	2,500	5.0%
EMBRBZ 5.696 09/16/23	Embraer Overseas Ltd	USG30376AB69	5.696	101.24	101.42	4.6	4.5	5.6	1.2	USD	BB	BR	211	5.0%
ECOPET 5 7/8 09/18/23	Ecopetrol SA	US279158AC30	5.875	99.91	100.12	5.9	5.8	5.9	1.2	USD	BB+	CO	1,800	5.0%
CMZB 8 1/8 09/19/23	Commerzbank AG	US20259DAA54	8.125	103.24	103.49	5.3	5.1	7.9	1.2	USD	BB+	DE	1,000	5.0%
PEMEX 4 5/8 09/21/23	Petroleos Mexicanos	US71654QCD25	4.625	98.60	98.92	5.8	5.5	4.7	1.2	USD	BB+	MX	895	5.0%
STX 4 7/8 03/01/24	Seagate HDD Cayman	US81180WAT80	4.875	99.62	99.76	5.1	5.0	4.9	1.7	USD	BB+	US	500	5.0%
PETBRA 6 1/4 03/17/24	Petrobras Global Finance BV	US71647NAM11	6.25	101.84	102.18	5.1	4.9	6.1	1.7	USD	BB-	BR	593	5.0%
ADSEZ 3 3/8 07/24/24	Adani Ports & Special Economi	USY00130RW92	3.375	97.23	97.40	4.8	4.7	3.5	2.1	USD	BBB-	IN	650	5.0%
ADROIJ 4 1/4 10/31/24	Adaro Indonesia PT	USY70902AB04	4.25	94.24	94.59	7.0	6.8	4.5	2.3	USD	BB+	ID	750	5.0%
AXTEL 6 3/8 11/14/24	Axtel SAB de CV	USP0606PAC97	6.375	88.22	89.30	12.2	11.7	7.2	2.4	USD	BB-	MX	440	5.0%
OMAN 4 7/8 02/01/25	Oman Government International	XS1944412664	4.875	98.32	98.97	5.6	5.3	4.9	2.6	USD	BB-	OM	1,250	5.0%
JSTLIN 5 3/8 04/04/25	JSW Steel Ltd	XS2049728004	5.375	91.99	92.24	8.7	8.6	5.8	2.8	USD	BB	IN	400	5.0%
BANGAN 4 7/8 04/21/25	Banco Bilbao Vizcaya	USP1024TAN92	4.875	94.92	95.18	6.9	6.8	5.1	2.8	USD	BB+	CO	400	5.0%
AER 6 1/2 07/15/25	AerCap Ireland Capital DAC /	US00774MAN56	6.5	102.11	102.25	5.7	5.7	6.4	3.0	USD	BBB-	IE	1,250	5.0%
MERC 5 1/2 01/15/26	Mercer International Inc	US588056AW17	5.5	95.84	96.97	6.8	6.5	5.7	3.6	USD	B+	DE	300	5.0%
MTNA 4.55 03/11/26	ArcelorMittal SA	US03938LBA17	4.55	98.57	99.00	5.0	4.8	4.6	3.7	USD	BBB-	LU	401	5.0%
JPFJAI 5 3/8 03/23/26	Japfa Comfeed Indonesia Tbk P	XS2313088739	5.375	80.90	81.07	11.8	11.8	6.6	3.7	USD	BB-	ID	350	5.0%
ARCO 5 7/8 04/04/27	Arcos Dorados Holdings Inc	USG0457FAC17	5.875	95.96	96.72	6.9	6.7	6.1	4.8	USD	BB	BR	386	5.0%
Портфель			5.410			6.3	6.2	5.6	2.2					100%

Мы также рекомендуем инвесторам выделять 10% капитала для краткосрочных, спекулятивных инвестиционных идей. В условиях повышенной волатильности рынков такая стратегия может повысить доходность портфеля, не подвергая риску основной капитал.