



СТРАТЕГИЧЕСКИЙ ОТЧЕТ

СТРАТЕГИЯ НА IV КВАРТАЛ



**FREEDOM
BROKER**

ОГЛАВЛЕНИЕ

Основные выводы	2
Сценарии на 2023 год	4
Макрообзор	7
a. Борьба ФРС с инфляцией.....	7
b. Ситуация на рынке труда.....	10
c. Потребительский спрос.....	11
Обзор широкого рынка	14
Опционный обзор	19
Анализ по секторам	20
a. Технологический сектор.....	20
b. Коммуникационный сектор.....	21
c. Здравоохранение.....	22
d. Финансовый сектор.....	23
e. Автомобильная промышленность.....	24
f. Возобновляемая энергия.....	25
g. Сектор промышленности.....	26
h. Сектор недвижимости.....	27
i. Энергетический сектор.....	29
j. Товары вторичной необходимости.....	30
k. Товары первой необходимости.....	31
l. Сырьевая промышленность.....	32
m. Китайский рынок.....	34

Основные выводы

Макроэкономическая ситуация продолжает ухудшаться: и ФРС, и участники рынка пересматривают прогнозы динамики ВВП и безработицы в США в 2023 году в сторону ухудшения. Динамика инфляции (в первую очередь базового индекса) остается более устойчивой по сравнению с ожиданиями регулятора и участников рынка. Члены ФРС указывают на малый прогресс в части борьбы регулятора с инфляцией. Таким образом, в качестве базового сценария на 2023 год мы видим заметное замедление экономической активности или умеренную рецессию, которая будет сопровождаться ростом безработицы при динамике PCE (Core) около отметки 3,5%, то есть инфляция существенно замедлится по сравнению с 2022 года, но будет выше ожидаемого ФРС значения на следующий год.

В условиях тренда на замедление экономической активности в США (находит отражение в снижении индексов деловой активности и индекса опережающих экономических индикаторов) мы оцениваем консенсус-прогноз рынка относительно динамики EPS индекса S&P 500 в 2023 году как излишне оптимистичный. В качестве базового сценария мы ожидаем снижения EPS в следующем году на 0,6% г/г, до отметки \$220. Справедливым взвешенным мультипликатором P/E NTM для индекса S&P 500 мы считаем значение на уровне 15 (исходя из исторических значений и исторической зависимости мультипликатора P/E от величины ставки UST 10), что, исходя из текущей величины на уровне 15,3, ограничивает риски негативной переоценки; при этом в условиях роста рисков рецессии допускаем снижение значения мультипликатора до уровня 13,5. Взвешенная оценка S&P 500 на конец 2022 года соответствует значению \$3388,29. Полагаем, что общая ситуация на фондовом рынке говорит в пользу сохранения «медвежьих» настроений в следующие несколько кварталов до фактической материализации рисков рецессии либо до снятия данных рисков. При этом не исключаем локальных мощных импульсов на фоне сигналов ФРС о готовности делать паузы в цикле снижения ставок, либо при условии обо-

значения регулятором фактического значения терминальной ставки, либо на фоне выраженного прогресса в динамике инфляции в ближайшие месяцы. При этом даже при условии близости ставки ФРС к пикам мы ожидаем, что сохранение ставки на околорекордных уровнях за несколько десятилетий приведет к реализации умеренной рецессии в США и снижению EPS по итогам года. С учетом ожидаемого дальнейшего роста ставок ФРС рост доходности по 10-летним US Treasuries будет сохраняться в ближайшей перспективе до стабилизации динамики инфляции, потому увеличение дюрации облигационных портфелей может стать актуальным в конце IV квартала или позже.

Среди секторов, по которым мы ожидаем динамику лучше рынка в IV квартале, мы выделяем следующие: здравоохранение, коммунальные сервисы, товары первой необходимости, энергетика и коммуникации. Мы имеем нейтральное вью по следующим секторам: возобновляемая энергетика, промышленность, сырьевая промышленность. Слабую динамику в IV квартале мы ожидаем от следующих секторов: ИТ, финансы, недвижимость, автомобильная промышленность.

С учетом обозначенных выше факторов мы предлагаем усиление защитных характеристик базового модельного портфеля в пользу нециклических активов, включая облигации, товары первой необходимости, здравоохранение и коммунальные сервисы.

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

Вью в страновом разрезе:

ВВП	Вью			Комментарий
Развитые рынки				Деловая активность и макропрогнозы ухудшаются, вероятность рецессии/умеренной рецессии в регионе растет, инфляционное давление более устойчиво по сравнению с ожиданиями, вероятно сохранение ограничительной ДКП в ближайшей перспективе.
США				Прогнозы динамики роста ВВП в США ухудшаются, базовая инфляция демонстрирует устойчивость, несмотря на снижение мультипликаторов, которые находятся около справедливых уровней, консенсус-прогноз ожидает роста EPS на 8% в 2023 году, что выглядит малореалистично в текущих условиях.
Европа				Индексы инфляции в еврозоне продолжают обновлять исторические пиковые значения, индексы деловой активности закрепились ниже уровня 50 пунктов, промышленное производство снижается. Регион находится фактически на пороге рецессии, кроме того, европейский регион сталкивается с риском дефицита энергоносителей, что будет оказывать давление на деловую активность и потребительские настроения.
Япония				Япония выделяется среди развитых стран лучшей ситуацией с инфляцией, ЦБ Японии сохраняет ультрамягкую ДКП, при этом укрепление доллара оказывает давление на инвестиционные результаты, кроме того, слабость динамики мирового ВВП, а также ВВП США и КНР будет оказывать давление на Японию.
Развивающиеся рынки				Развивающиеся рынки сталкиваются со схожими проблемами: инфляция растет, деловая активность под давлением на фоне ухудшения в перспективе глобального ВВП в 2023 году, локальные валюты также испытывают давление на фоне укрепления доллара США.
Китай				Китайский рынок остается нестабильным, и мы считаем, что текущие меры поддержки экономики КНР властями недостаточны для ускорения экономического роста. Риски, связанные с сохранением жестких ковидных ограничений и жесткого регулирования рынка, сохраняются. При этом в 2023 году ожидается ускорение экономического роста.
Индия				Индия фактически является вторым экономическим драйвером региона. Среднесрочные факторы роста фондового рынка сохраняются: диверсифицированная экономика, благоприятная инвестиционная среда, которая стимулирует приток инвестиций. При этом в периоды спада рынка США индийский рынок демонстрирует более слабые результаты против рынка США (но лучше EM), а также характеризуется более высокой волатильностью.
Индонезия				Тезисы по рынку Индонезии в целом аналогичны рынку Индии, при этом рынок Индонезии выглядит более устойчиво в периоды спада рынка США. В то же время фондовый индекс Индонезии характеризуется слабыми результатами рынка за последние 10 и 15 лет.
Бразилия				Несмотря на ведущие позиции в регионе, Бразилия характеризуется слабым ростом экономики, слабой динамикой котировок (CAGR с 2010 по 2022 год составил -5%, с 2015 года +1%), при этом региональный индекс отличается неплохими результатами в периоды снижения рынков США, а также имеет низкие оценки относительно 15-летних средних.
Корея				Несмотря на лидирующие позиции в ряде технологических секторов, корейский рынок демонстрирует устойчивую негативную динамику (в USD) с 2015 года и нулевую с 2007 года, что в совокупности со слабыми характеристиками в условиях снижения фондового рынка США и повышенной волатильностью делает корейский индекс непривлекательным в текущих условиях.
ОАЭ				В условиях сохраняющихся политических рисков в секторе энергетики, сбалансированных действий ОПЕК+, а также благоприятных среднесрочных драйверов для страны в совокупности с одними из лучших результатов фондового рынка (CAGR котировок с 2007 года 10%, с 2017 года 14%) и выраженными защитными характеристиками в периоды снижения рынка США мы отдаем предпочтение рынку ОАЭ. Валютные риски также не угрожают рынку ОАЭ в условиях жесткой привязки валютного курса к USD.

Сценарии на 2023 год

Рецессия все ближе

В течение III квартала рецессия из абстрактного риска начала трансформироваться в ожидаемую и вполне конкретную переменную, которая может материализоваться уже в 1П 2023 года. Если в конце июня 2022 года Пауэлл заявлял, что рецессия «возможна», но маловероятна, то в сентябре риторика стала звучать все менее оптимистичной и сводилась к тому, что текущий цикл повышения ставок вряд ли приведет к глубокой рецессии. И тут впору вспомнить фразу того, кто не понаслышке знает, что делать в период рецессии на фондовом рынке, Питера Линча: «Эта рецессия другая», – говорят обычно пессимисты, и на самом деле каждая рецессия отличается, но это не значит, что она нас погубит».

Недавний опрос финансовых директоров, который проводил CNBC, показал, что 48% ожидают наступления рецессии в 1П 2023 года (против 68% в рамках прошлого опроса во II квартале 2022г.), при этом 19% респондентов ожидают рецессию уже в IV квартале 2022 года (против 13% ранее), еще 19% опрошенных считают, что экономика США уже в состоянии рецессии. В рамках этого же опроса 57% респондентов указали на то, что пики инфляции еще не пройдены. Высшие чины из ФРС также пугают своим видением ситуации так, в частности, глава ФРБ Миннеаполиса Нил Кашкари в ходе выступления на банковской конференции в Миннесоте описал результаты действий ФРС

следующим образом: «Мы почти не наблюдаем свидетельств того, что базовая инфляция идет». Таким образом, мы полагаем, что в течение IV квартала инвесторы будут пытаться ответить для себя на все тот же перечень ключевых вопросов, а именно: пройден ли пик инфляции (что, скорее всего, произошло), насколько сильным будет замедление экономической активности в стране и когда данное замедление скажется на финансовых результатах компаний. В условиях замедления экономической активности и ухудшения отдельных компаниями прогнозов на текущий квартал и на 2023 год, мы полагаем, что в целом тенденция ухудшения прогнозов менеджментом в IV квартале продолжится. При этом не исключаем, что сильная коррекция котировок индекса S&P 500 уже в существенной части учитывает вероятность снижения гайденсов на IV квартал и на 2023 год. Кроме того, нужно отметить, что текущее значение мультипликатора P/E NTM (15,4) соответствует 15-летним средним значениям (15,7), что снижает риски негативной переоценки котировок S&P 500 за счет дальнейшего снижения мультипликатора. Также мы допускаем, что благоприятные данные инфляции могут стимулировать локальные «бычьи» настроения на рынке аналогично тому, что наблюдалось на рынке в июле-августе 2022 года.

Основной фокус внимания инвесторов в IV квартале будет смещаться в сторону ожиданий на 2023 год. Мы ожидаем следующие ключевые переменные в рамках каждого из сценариев на 2023 год:



Прогноз на 2023 год

Фактические значения на 2022 год		Оптимистичный	Базовый	Негативный	
Ставка ФРС	4,40%	Ставка ФРС	4,60%	4,85%	5,70%
UST 10 YR	3,90%	UST 10 YR	4,10%	4,35%	5,20%
Динамика ВВП	0,20%	Динамика ВВП	1,20%	0,50%	-0,75%
PCE (Core)	5,40%	PCE (Core)	2,80%	3,50%	4,0-5,0%
Безработица	3,80%	Безработица	4,40%	4,90%	5,50%
P/E LTM (10 YR AV)	19,6	P/E NTM	17,0	15,0	13,5
EPS (2022 год)	221,1	EPS (2023 год)	230,2	220,0	196,6
Изменение EPS	7,2%	Изменение EPS (2023 год)	4,0%	-0,6%	-11,1%
Взвешенная оценка S&P 500				3388,29	

Сценарии

- Оптимистичный.** В условиях сохраняющегося более устойчивого по сравнению с ожиданиями рынка инфляционного давления на текущий момент, а также неоднократно обнародованных ФРС рисков, мы берем прогноз, представленный ФРС по итогам последнего заседания регулятора, в качестве оптимистичного. Ключевыми переменными сценария мы считаем следующие: экономическая активность продолжает замедляться, темпы роста экономики остаются под давлением (по сравнению с динамикой за последние 10 лет), но рост сохраняется на уровне более 1%. Рынок труда будет продолжать остывать, число открытых вакансий на рынке труда будет снижаться, замедление экономической активности приведет к приросту безработицы на 0,6 п.п. г/г (на 0,9 п.п. по сравнению с текущими уровнями), что будет стимулировать замедление динамики

роста зарплат. Дальнейший рост ипотечных ставок будет замедлять усиление спроса на недвижимость, что, в свою очередь, будет замедлять рост арендных расходов, а это вкуче с отсутствием нового всплеска цен на сырьевые товары будет способствовать снижению индекса расходов на личное потребление (PCE) до 2,8% по итогам 2023 года. Ставка ФРС достигнет пика в 2023 году на уровне 4,6% (+0,2 п.п. г/г). Таким образом, оптимистичный сценарий предполагает мягкий вариант замедления экономики, в результате чего EPS по итогам 2023 года вырастет на 6,1% г/г, до \$234,8.

- Базовый.** Базовый сценарий предполагает заметное ослабление экономической активности и представляет собой нижний диапазон базовых прогнозных макропеременных ФРС на 2023 год, что обусловлено существенным приростом ставки с 0,25% в 2021 году до 4,85% (согласно нашим оценкам) по итогам 2023 года. В рамках данного сценария

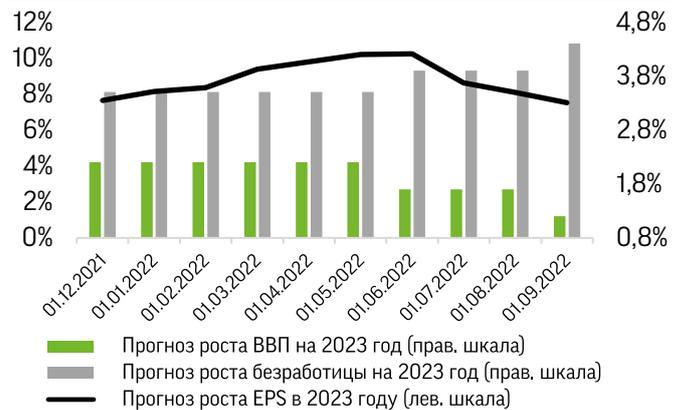
экономике не удастся реализовать сценарий «мягкой посадки», что приведет к росту безработицы до 4,9% (+1,4% по сравнению с текущими уровнями), динамика роста ВВП замедлится до 0,5% по итогам 2023 года. Индекс PCE также будет снижаться в течение года, но медленнее, что может привести к росту ключевой ставки до 4,85% по итогам года (рост на 0,45 п.п. по сравнению с прогнозным значением ФРС на 2022-й). Динамика EPS по итогам 2023 года ожидается в диапазоне от -3,2% до +2% со средним значением на уровне \$220. Ключевыми обоснованиями данного прогноза являются следующие: по итогам сентябрьского заседания ФРС существенно пересмотрела прогнозы динамики ВВП, безработицы и инфляции на 2023 год, рыночные ожидания (оценки CEO компаний, данные опросов участников рынка, рост фокуса потребителей в пользу товаров первой необходимости) на следующий год ухудшаются, что не коррелирует с динамикой консенсус-прогнозов EPS на 2023 год. В целом мы ожидаем, что существенное замедление экономической активности будет оказывать давление на динамику прибыли индекса S&P 500.

- **Негативный.** Этот сценарий предполагает, что динамика инфляции (индекса PCE) будет оставаться более устойчивой и составит 4-5% по итогам 2023 года, что будет стимулировать более агрессивную ДКП США в течение следующего года. Экономическая активность как на фоне более высоких ставок, так и в силу роста неопределенности и сохраняющегося выраженного инфляционного давления будет замедляться высокими темпами, что приведет к снижению ВВП на 0,75% по итогам 2023 года и росту безработицы до 5,5%. В условиях данных вводных EPS по итогам 2023 года может снизиться на 11,1% г/г, до \$196,6.

Есть несколько слагаемых нашего скептицизма относительно того, что текущий консенсус-прогноз по динамике EPS индекса S&P 500 на 2023 год (+8%) является нереалистичным в текущих условиях. Так, с начала года ФРС несколько раз пересмотрела ключевые прогнозные показатели

на 2023 год, причем каждый раз регулятор пересматривал их в сторону ухудшения. При этом оценочный прирост EPS индекса S&P 500 в 2023 году оставался сравнительно стабильным.

Прогнозы ВВП и безработицы vs рост EPS S&P 500 в 2023 году

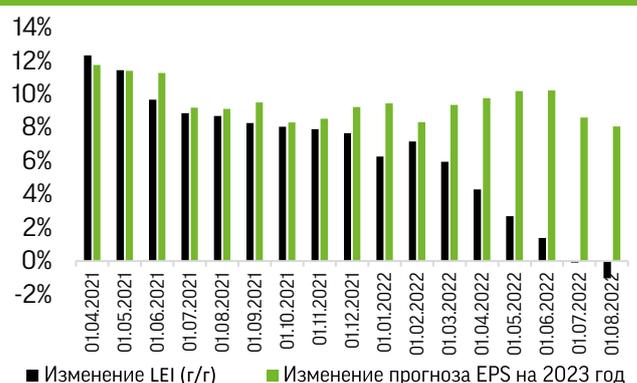


Мы также обращаем внимание на изменение прогнозных диапазонов ключевых макропеременных на 2023 год, согласно оценкам ФРС, что, на наш взгляд, указывает на рост рисков на следующий год:

	ВВП	Безработица	Базовая инфляция
дек.21	1,8-2,8%	2,8-4,0%	2,1-2,4%
мар.22	2,0-2,9%	3,1-4,0%	2,3-3,0%
июн.22	0,8-2,5%	3,2-4,5%	2,4-3,0%
сен.22	0,3-1,9%	3,7-5,0%	3,0-3,4%

Также показательным является постепенное ухудшение индекса опережающих экономических индикаторов (LEI), который является одним из распространенных экономических ориентиров фазы экономического цикла, что не находит отражения в ожиданиях роста EPS индекса S&P 500 на 2023 год.

Динамика LEI и изменение прогнозной динамики EPS на 2023 год



В условиях негативных ожиданий в перспективе нескольких кварталов мы усиливаем защитные характеристики модельного портфеля, что находит отражение в росте доли защитных отраслей в акционной части портфеля и росте доли облигаций в общей структуре портфеля.

МАКРООБЗОР

Закончится ли успехом борьба ФРС с инфляцией и что будет с рынком труда?

Базовое инфляционное давление в экономике США оказалось более сильным, чем ожидал регулятор, как показали данные за прошедший квартал. Темпы роста индекса потребительских цен (CPI) в сентябре оказались на уровне 8,2%, что является крайне некомфортным уровнем для чиновников. В сентябре регулятор вновь повысил свой прогноз по индексу PCE: на 2022 год – с 5,2% до 5,4%, а на 2023 год – с 2,6% до 2,8%. Возврат инфляции к целевому ориентиру (2%) ожидается в 2025 году, при этом процесс охлаждения экономики, по мнению регулятора, будет сопровождаться ростом безработицы до 4,4% в следующем году. Далее мы рассмотрим ряд опережающих инфляционных индикаторов и представим свой взгляд на траекторию роста уровня безработицы, а также объясним, почему мы считаем, что инфляция достигла пика и с высокой вероятностью будет снижаться в 2023 году быстрее ожиданий ФРС.

Декомпозиция индекса CPI по компонентам показывает, что компонент энергии начинает играть менее значимую роль, обуславливая в сентябре вклад в общий индекс на уровне 1,7 п.п. против 3,8 п.п. по итогам июня. Среднесрочная траектория движения котировок нефти и газа все еще представляет собой наибольший источник неопределенности в контексте формирования ожиданий в отношении инфляции. Высокие геополитические риски, решение ОПЕК+ по сокращению квот на добычу нефти в ноябре и декабре на 2 млн барр./сутки, а также начало отопительного сезона обуславливают риск роста нефти в краткосроч-

ной перспективе. Впрочем, в 2023 году значимым фактором давления на котировки станет сокращение совокупного спроса ввиду ослабления деловой активности в крупнейших экономиках. Мы ждем движения нефти WTI к \$70–75 в следующем году. Другими словами, в базовом сценарии компонент энергии начнет оказывать дезинфляционный эффект при условии отсутствия новых «черных лебедей». Отметим, что ФРС в своих прогнозах тоже опирается на это допущение.

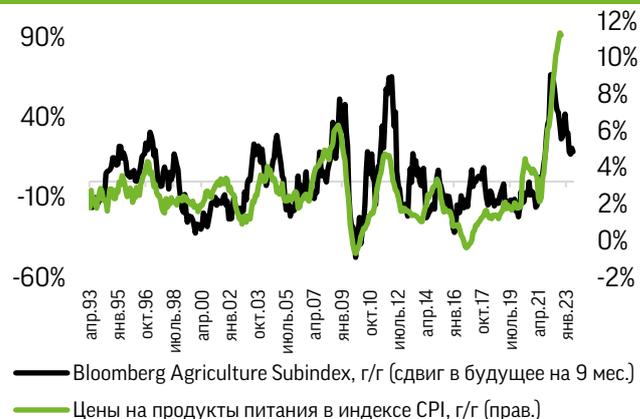


Другим значимым драйвером общей инфляции в 2021–2022 годов. был компонент, отвечающий за цены на автомобили (как поддержанные, так и новые) и запчасти к ним. Напомним, что рост цен на них возник в результате шока на стороне предложения, когда образовался дефицит из-за остановки производственных процессов в пандемию. Впрочем, в последнее время дефицит сокращается, что видно по отношению розничных запасов к продажам у автодилеров (Inventory/Sales), которое выступает опережающим индикатором будущего движения цен. Полагаем, что цены на поддержанные автомобили продолжат постепенно снижаться под влиянием роста предложения и сокращения потребительского спроса. Ценовой индекс автомобильных аукционов Manheim упал в сентябре до 204,5 пунктов, самого низкого значения с сентября 2021 года, подтверждая общую тенденцию.

Цены на автомобили и запчасти


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

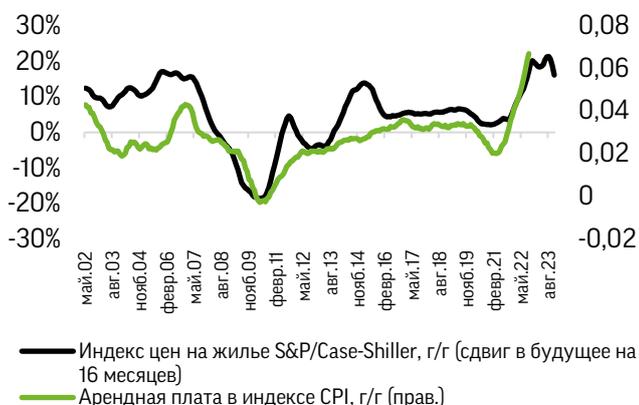
Также важным драйвером роста цен в экономике является компонент продуктов питания. Он имеет особое значение в контексте инфляционных ожиданий и настроений потребителей. В июле-сентябре продукты питания добавляли к общей инфляции 1,5 п.п., рост цен на них достиг 11,4% г/г в августе – это максимум за несколько десятилетий. На ситуацию с ценами сильно повлияли как пандемия, так и напряженная геополитическая ситуация в мире, что в сочетании привело к росту стоимости удобрений. Впрочем, фьючерсы на ряд важных сельхозтоваров уже значительно снизились с максимумов, что может подтвердить субиндекс Bloomberg Agriculture. Наш анализ показывает, что компонент CPI, отвечающий за продукты питания, может находиться вблизи своих пиков (при допущении об отсутствии новых непредсказуемых шоков), так как динамика цен на продукты в магазинах, как правило, отстает примерно на девять месяцев от рыночной стоимости сельскохозяйственных товаров. Мы ожидаем относительную стабилизацию темпа роста цен на продукты питания на горизонте 6–12 месяцев. Важным способствующим фактором окажется чрезмерный объем запасов продукции у ретейлеров.

Ситуация с ценами на продукты питания


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

Далее мы переходим к анализу компонента, который наиболее тесным образом связан с фазой экономического цикла, – это стоимость аренды и содержания жилья. Она показала темп прироста на 6,6% в сентябре и обеспечила увеличение общего индекса CPI на 2,1 п.п. Рост арендной платы вызван сильным увеличением цен на недвижимость – индекс цен на жилье S&P/Case-Shiller показывал в начале лета рост 21% г/г. Впрочем, резкое падение доступности жилья из-за повышения ставок по ипотечным кредитам уже привело к заметной коррекции цен в августе – сразу на 0,75% м/м. Полагаем, что этот процесс продолжится. Главный вывод, влияющий на принятие решений ФРС, состоит в том, что пик по траектории роста цен на жилье достигнут. Впрочем, так как арендаторы в США заключают, как правило, долгосрочные (12-месячные) контракты на съем жилья, то потребуется еще длительное время, чтобы арендная плата в индексе CPI достигла пиковых темпов роста. Мы ожидаем формирование пика в годовых темпах прироста этого компонента в III квартале 2023 года.

Арендная плата как инфляционный фактор



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

ФРС уделяет внимание состоянию рынка труда, фактическим данным инфляции и инфляционным ожиданиям, при этом в речи представителей регулятора можно найти лишь немного упоминаний об опережающих индикаторах. Мы полагаем, что инфляция вскоре начнет замедляться темпами, превышающими ожидания. Во-первых, этому будет способствовать рост доллара против ведущих мировых валют, который делает стоимость импортируемых товаров дешевле. Обращаем внимание на то, что индекс цен на импорт за исключением нефти и нефтепродуктов достиг пиковых темпов роста в марте (г/г), после чего перешел к резкому снижению на фоне укрепления доллара США.

Влияние импортных цен на уровень инфляции



Источник: U.S. Bureau of Economic Analysis, U.S. Bureau of Labor Statistics

Во-вторых, продолжает происходить разгрузка портов и снижение стоимости фрахта судов, что приводит к общему улучшению ситуации с поставками. Индекс Global Supply Chain Pressure от ФРБ Нью-Йорка демонстрирует резкое падение. Наш анализ показывает, что примерно через полгода это найдет отражение в таком же резком замедлении роста стоимости транспортировки и хранения товаров в индексе цен производителей (PPI). В свою очередь, это означает, что себестоимость производства товаров в США станет повышаться более медленными темпами.

Ситуация с поставками и стоимость транспортировки



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

Достаточно сложной является ситуация с ростом цен на базовые услуги. Например, это заметно по усеченному индексу CPI, в который не входят продукты питания, аренда жилья, цены на энергоносители и подержанные автомобили, – годовые темпы роста этого индекса продолжают увеличиваться, и пока локальный максимум не сформировался. Впрочем, опрос ФРБ Нью-Йорка за сентябрь выявил резкое падение ожиданий потребителей по расходам на горизонте следующих 12 месяцев, что может указывать на снижение способности компаний повышать цены на услуги в ближайшем будущем, так как они будут опасаться резкого сокращения объемов продаж.

Планы потребителей и усеченный индекс CPI



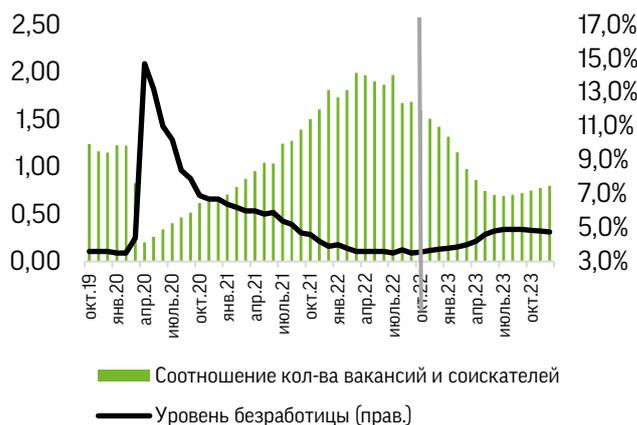
Источники: ФРБ Нью-Йорка, U.S. Bureau of Labor Statistics

Рост цен на базовые услуги также сильно зависит от средних темпов роста зарплат в экономике. В настоящее время темпы увеличения почасовой оплаты труда превышают 5% г/г, что вызвано структурной нехваткой рабочей силы и высоким спросом на квалифицированных специалистов со стороны работодателей. Соотношение числа вакансий к числу безработных скорректировалось с 1,97 до 1,67 в августе, но для «ребалансировки рынка труда» необходимо движение показателя в сторону единицы.

На графике ниже представлен наш прогноз по движению уровня безработицы до конца 2023 года. Мы ожидаем, что сокращение числа открытых вакансий продолжит набирать обороты в ближайшие несколько месяцев, так как компании начали активно пересматривать планы по найму на фоне макроэкономической неопределенности и ожиданий роста ставок. По последним данным, количество вакансий сократилось с 11,17 млн в июле до 10,05 млн в августе. Мы ждем сокращения их числа до 6,5–7,5 млн в феврале–марте, и на фоне роста числа безработных с текущих 5,75 млн до 6,4–6,5 млн к концу I квартала 2023 года рынок труда может «сбалансироваться» (соотношение вакансии/безработные приблизится к единице). Это будет иметь большое значение для ФРС, так как позволит аргументировать остановку в цикле повышения ставок. Далее рост

безработицы ускорится, так как после пересмотра планов по найму компании перейдут к выборочным сокращениям в штате. Уровень безработицы в нашем базовом прогнозе достигнет 4,9%, что может произойти в III квартале 2023 года.

Текущая ситуация на рынке труда и взгляд на динамику в 2023 году



Источник: U.S. Bureau of Labor Statistics

Отметим, что этот сценарий предполагает увеличение уровня безработицы на 1,4 п.п. от минимума текущего года, что полностью соответствует траектории роста безработицы, наблюдавшейся при кризисе в 1991 году и в 2001 году. Важно заметить, что при прогнозировании более выраженного удара по экономике по сравнению с прогнозами ФРС логичным следствием является убежденность в том, что более низкий потребительский спрос приведет к более быстрому снижению инфляционного давления в 2023 году.

Количество занятых в экономике лиц (млн) и взгляд на динамику в 2023 году



Источник: U.S. Bureau of Labor Statistics

Впрочем, более резкий рост безработицы до 4,9% все равно вписывается в сценарий умеренной рецессии. Мы наглядно продемонстрировали примерную траекторию движения количества занятых в экономике в 2023 году – она совсем не похожа на то шокирующее падение числа рабочих мест, состоявшееся в 2020 году. После сокращения числа рабочих мест на 1,3 млн, по нашему сценарию, последует плавное их восстановление, и по итогам 2023 года чистое изменение составит лишь –0,5 млн. Мы уверены в том, что заметно более резкого роста числа безработных в 2023 году удастся избежать, так как работодатели будут неохотно увольнять специалистов после того, как весь 2022 год они боролись с острым дефицитом качественных кадров. Таким образом, хотя траектория движения инфляции в ближайшие месяцы выглядит весьма неопределенной, многие проинфляционные драйверы либо уже утратили силу, либо утратят ее в 2023 году, поэтому пик инфляционного давления можно считать пройденным, а перспективы умеренной рецессии в следующем году вкупе с реакцией ФРС будут определять более долгосрочную траекторию изменения цен. Борьба с инфляцией может завершиться успехом, и цена этого успеха – потеря около полу-миллиона рабочих мест за год – не кажется катастрофической.

Насколько устойчив потребительский спрос?

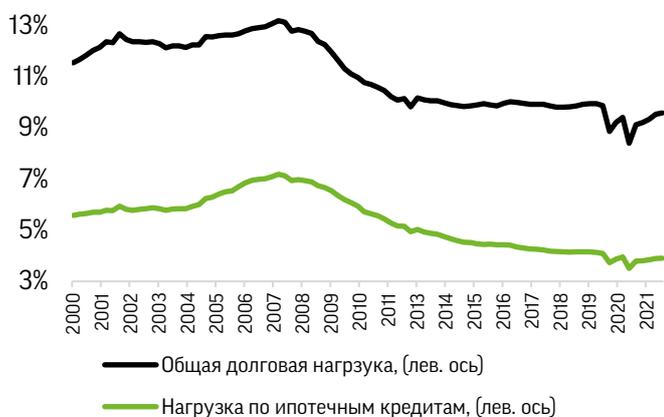
Снижение цен на бензин в июле–августе способствовало смягчению давления на потребителей, позволив частично высвободить средства на подготовку к новому учебному году и затраты на туристические поездки. Хотя годовые темпы роста расходов замедлились до 8,3% в августе с 9,2% в начале года, потребительский спрос оставался относительно устойчивым.



Источник: Conference Board, University of Michigan

В прошедшем квартале уверенность домохозяйств также поддерживалась сильными темпами роста занятости и продолжающимся ростом заработных плат. Согласно опросу Conference Board, за последние месяцы оценки текущих условий и краткосрочных перспектив экономики несколько улучшились, а итоговый индекс доверия заметно восстановился в сравнении с летними минимумами. Альтернативный индикатор настроений потребителей от Мичиганского университета улучшился также за счет ослабления инфляционных ожиданий. Однако настораживающим стало усиление неуверенности домохозяйств в отношении долгосрочного роста цен, тогда как неопределенность в части краткосрочной динамики инфляции достигла самого высокого уровня с 1982 года. Это отразилось в снижении намерений приобретения жилья, тогда как оценки личных финансов и среднесрочных условий для приобретения товаров длительного пользования оставались на низком уровне. В целом текущие показатели отражают слабую динамику реального потребления.



Уровень долговой нагрузки физлиц, % от располагаемого дохода


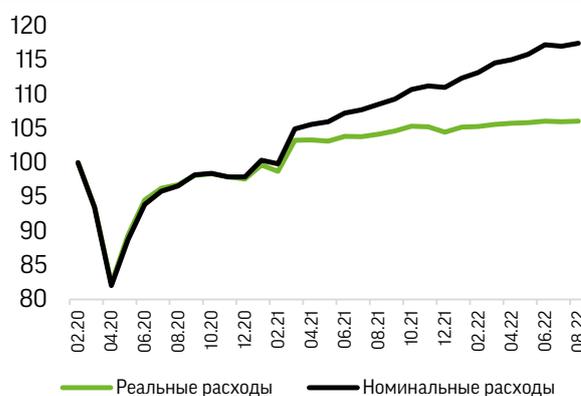
Источник: Federal Reserve

Домохозяйства вынуждены все больше полагаться на сбережения и кредитование для финансирования своих затрат. При этом, несмотря на то, что общая задолженность потребителей по кредитам, включая ипотеку, за последний год выросла на 8%, бремя долговой нагрузки по отношению к располагаемым доходам осталось ниже уровней 2017–2019 годов. Подобная прочность личных балансов обеспечивается наличием порядка \$1,5 трлн избыточных сбережений и продолжающимся номинальным ростом заработных плат на уровне 5% г/г. Однако, поскольку темпы инфляции и роста расходов превышают уровень реальных располагаемых доходов, норма сбережений американских семей резко снизилась с 4,7% в начале года до 3,5%. Это ниже среднего значения, наблюдавшегося до пандемии и составлявшего 7,4%, и уже соответствует уровням 2008 года. Таким образом, возникает риск более сильного охлаждения реального потребления в случае скачка цен на энергию. Но даже при отсутствии внешних негативных факторов, дальнейшем снижении инфляции и восстановлении реальных доходов домохозяйства скорее продолжат придерживаться стратегии экономии для поддержания и восполнения накоплений. С учетом этого мы ожидаем более слабую динамику розничных продаж в IV квартале, несмотря на сезонный рост потребительской активности в преддверии праздников.

Уровень личных сбережений, %


Источник: Bureau of Economic Analysis

С учетом динамики личных расходов за последние месяцы, по нашим оценкам, рост потребления за третий квартал с корректировкой на инфляцию составил около 1,6%. Более быстрый, чем предполагалось ранее, рост процентных ставок и удорожание кредитования, а также одновременное замедление темпов роста занятости выступают дополнительными сдерживающими факторами спроса в IV квартале и в начале следующего года. Одновременно с этим устойчивость балансов домохозяйств и восстановление реальных расходов по мере смягчения инфляции должны оказать поддержку покупательной способности, что позволит избежать резкой коррекции потребительских расходов. Таким образом, мы ожидаем замедления роста реального потребления до 2,5% по итогам текущего года и до 0,5% в 2023 году.

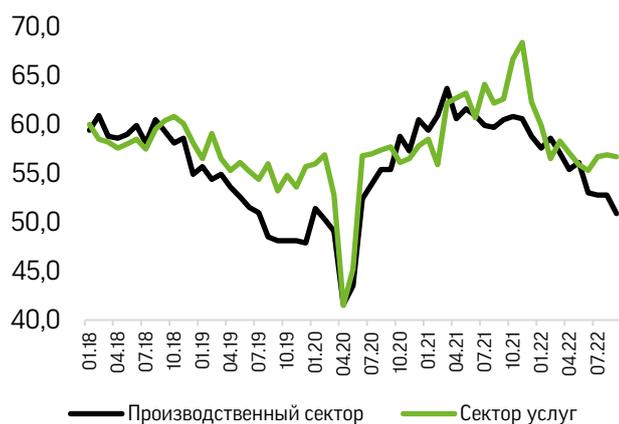
Потребительские расходы (февраль 2020 года = 100)


Источник: Bureau of Economic Analysis

Деловая и производственная активность

В течение последних трех месяцев данные опросов предприятий США от Института управления поставками (ISM) и S&P Global отражали замедление деловой активности как в производственном секторе, так и в сфере услуг. При этом в последней наблюдалась более стабильная динамика, что обусловлено восстановлением структуры спроса, характерной для периода до кризиса пандемии с большей ориентацией на потребление услуг и меньшей долей расходов на товары. Основной причиной ухудшения показателей является ослабление внутреннего и внешнего спроса. Это отражается в снижении составных индексов новых заказов, в том числе на экспорт, до уровней, сопоставимых с показателями середины 2020 года.

Индекс деловой активности PMI ISM



Источник: Institute for Supply Management

Несмотря на слабые результаты опросов бизнеса, данные внешнеторгового оборота одновременно отражали устойчивость американского экспорта, реальный рост которого в третьем квартале составил, согласно оценкам, около 20% в годовом исчислении. При этом за счет нормализации уровня запасов ретейлеров и ослабления потребительского спроса импорт сократился почти на 7%. Это послужит поддержкой роста ВВП в июле-сентябре. Тем не менее мы ожидаем более ощутимое сокращение товарооборота США в IV квартале этого года и начале 2023 года. Повышенная макроэкономическая неопределенность, спад производственной и потребительской

активности в экономиках Европы и Азии оказывают давление на спрос иностранных партнеров. Дополнительным негативным фактором для экспортеров служит укрепление доллара США на 8% за последние три месяца.

Динамика экспорта



Источник: Institute for Supply Management

Положительным эффектом замедления глобальной экономической активности становится сглаживание ограничений в цепочках поставок и их нормализация. Это способствовало сокращению сроков ожидания поставок и невыполненных заказов американских компаний до уровней 2017–2019 годов. За счет снижения логистических затрат индексы уплаченных цен вернулись к значениям 2020 года. В результате оценки условий ведения бизнеса несколько улучшились. При этом опросы малых и средних предприятий отражали сохранение среднесрочных планов по расходам на капиталовложения и расширение штата сотрудников. Несмотря на рост процентных ставок, компании демонстрировали устойчивость вложений в основное оборудование, что обусловлено необходимостью повышения продуктивности в условиях нехватки рабочей силы. Однако с учетом ускоренного ужесточения денежно-кредитных условий и роста стоимости финансирования мы ожидаем ослабления бизнес-активности и снижения темпов роста занятости в последующие кварталы. При ослаблении конечного спроса это предполагает дальнейшее замедление роста производства в обрабатывающей промышленно-

сти, что, вероятно, отразится в снижении показателей деловой активности ниже уровня роста в 50 пунктов.

Компоненты индекса деловой активности в производственном секторе ISM



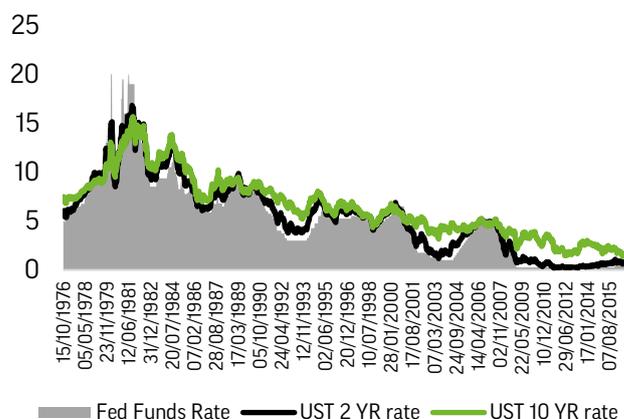
Источник: Institute for Supply Management

ОБЗОР ШИРОКОГО РЫНКА

После достижения локальных минимумов июне 2022 года котировки индекса широкого рынка перешли к отскоку с середины июля. Поддержку котировкам оказали изменения настроений участников рынка относительно ставки ФРС по итогам 2023 года. На фоне нескольких месяцев замедления динамики базовой инфляции в США ряд крупных инвестиционных банков начал снижать прогнозы по ставке, апеллируя к тому, что в условиях прогресса (временного) в замедлении инфляции регулятор для поддержки экономики может смягчить ДКП. Не последнюю роль в улучшении настроений участников рынка сыграло внимание к статистической закономерности, связывающей инверсию кривой доходности и повышение ставок регулятором.

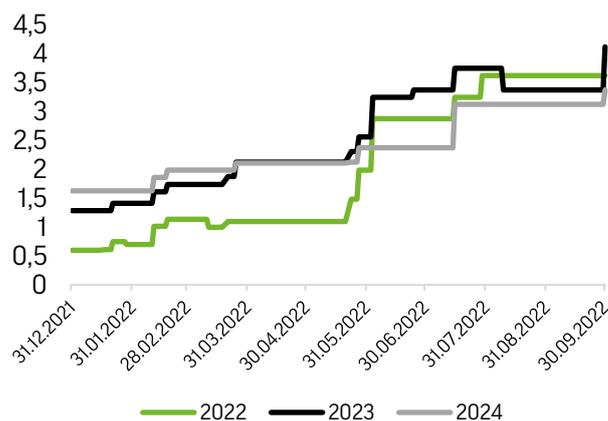


UST 2 YR vs YST 10 YR vs Fed Funds Rate



В условиях сильной локальной перепроданности вкупе с изменениями ожиданий относительно точки разворота в векторах ДКП ФРС рынок развил внушительный отскок от минимумов июня 2022 года. При этом жесткая риторика чиновников ФРС и замедление динамики роста базовой инфляции привели к ухудшению ожиданий относительно динамики ставок, что вызвало разворот настроений на рынке на 180 градусов, в результате чего индекс S&P 500 обновил локальные минимумы с начала года.

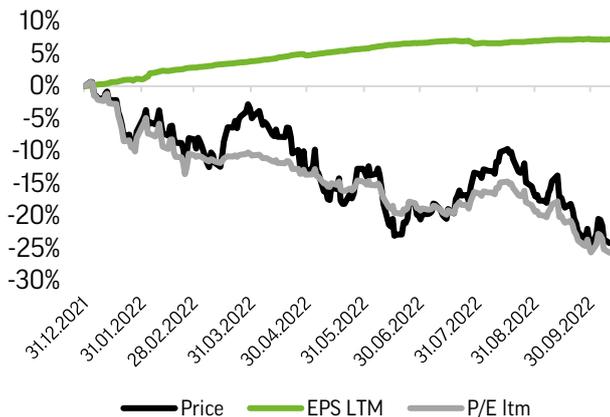
Динамика прогнозов по ставке ФРС



Если сделать шаг назад и посмотреть на состояние рынка с начала 2022 года, то структурно давление на котировки индекса S&P 500 обусловлено только снижением оценочных мультипликаторов (P/E LTM), в то время как фактический прирост EPS (на базе LTM-расчета, т.е. величины EPS за последние 12 месяцев) продолжается. Согласно

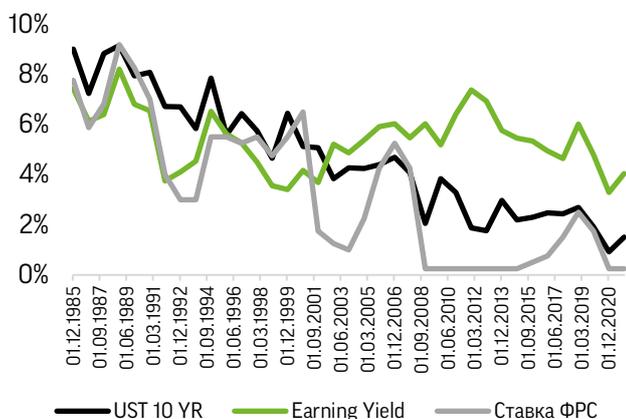
графику «Динамика LEI и изменение прогнозной динамики EPS на 2023 год» (выше на стр. 6), можно сделать вывод о том, что форвардные оценки роста EPS также не внесли значимый вклад в динамику котировок индекса S&P 500.

Процентное изменение котировок S&P 500, EPS, оценки (P/E LTM)



Здесь важно отметить, что определяющим фактором снижения стоимостных мультипликаторов (P/E) стал рост ставки Федрезерва и пересмотр в сторону повышения прогнозной динамики роста ставки, и, как следствие, рост доходностей гособлигаций США (UST 10 YR), которые являются одним из ключевых факторов, определяющих значения рыночных мультипликаторов. На графике ниже Earnings yield – обратное значение P/E (т.е. это частное от деления единицы на мультипликатор P/E).

Зависимость P/E, UST 10YR и ставки ФРС



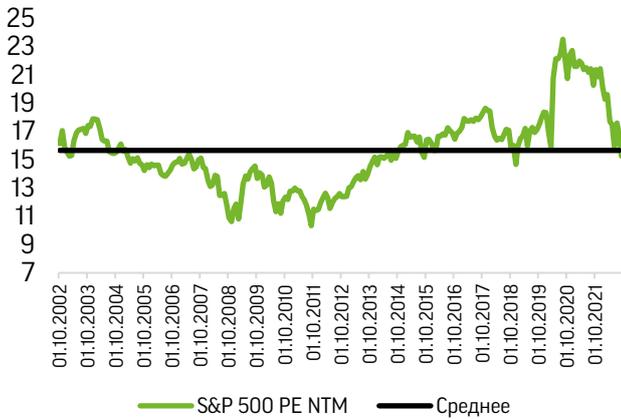
В разрезе секторов в составе индекса S&P 500 по итогам III квартала 2022 года динамика была следующей:

	III квартал	II квартал	I квартал	С начала года
S&P 500	-5,3%	-16,4%	-4,9%	-24,8%
Энергетика	5,2%	-6,1%	37,7%	30,7%
Сырье	-6,4%	-16,3%	-2,8%	-24,9%
Промышленность	-4,8%	-15,2%	-2,7%	-21,7%
Товары длительного пользования	1,2%	-26,3%	-9,2%	-30,3%
Товары повседневного спроса	-7,7%	-5,2%	-1,6%	-13,5%
Здравоохранение	-6,0%	-6,3%	-3,0%	-14,1%
Финансы	-4,1%	-17,9%	-1,9%	-22,4%
Информационные технологии	-8,0%	-20,4%	-8,6%	-31,9%
Коммуникационные сервисы	-14,8%	-20,9%	-12,1%	-39,4%
Коммунальные услуги	-6,4%	-5,7%	4,0%	-8,6%
Недвижимость	-11,9%	-15,4%	-6,9%	-30,4%

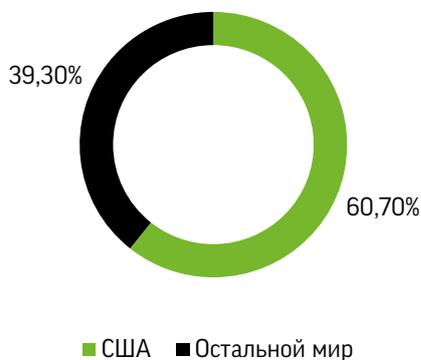
Согласно таблице, в целом динамика снижения в III квартале существенно замедлилась по сравнению со II кварталом. Под наибольшим давлением оказались коммуникационные сервисы, недвижимость и ИТ на фоне подъема ставок, высоких мультипликаторов и локального индустриального замедления (подробнее в секторальных обзорах ниже). Лучше рынка выглядел сектор энергетики на фоне сохраняющихся политических рисков, дефицита предложения и высокой координации действий ОПЕК+.

Ожидания по динамике широкого рынка в IV квартале

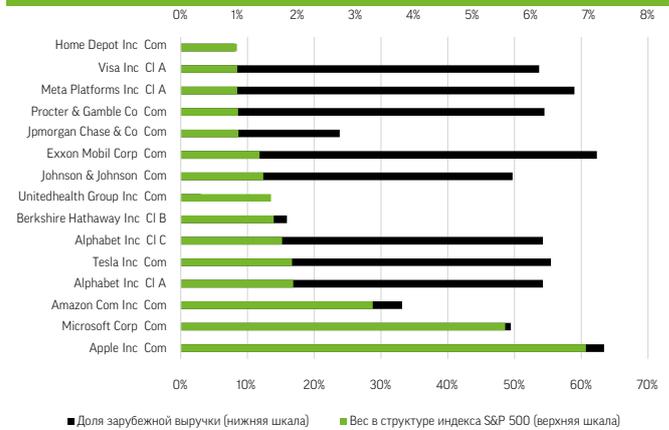
Как мы отмечали выше, среди позитивных факторов для рынка в IV квартале – значительная корректировка оценочных мультипликаторов (P/E NTM). Согласно графику ниже, текущие оценки находятся около 15-летних средних, что ограничивает негативную переоценку (при неизменной EPS).

S&P 500 P/E NTM


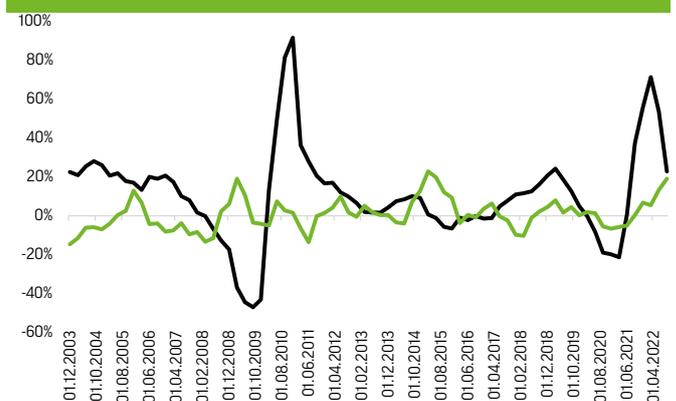
Другим положительным моментом может быть стабилизация корзины валют против доллара США. Вероятность реализации можно оценивать с вероятностью 50/50, и это зависит от тренда инфляции, который является определяющим фактором в динамике дальнейшего повышения процентной ставки. Но, допуская, что пики по инфляции пройдены и ее траектория будет в целом соответствовать прогнозируемому ФРС вектору (что отвечает нашему базовому сценарию на 2023 год), в IV квартале 2022 года мы можем увидеть некоторое положительное изменение корзины валют против доллара США. Следующий график отражает значимость колебания курса валют для динамики EPS индекса S&P 500.

Географическая структура выручки компаний из индекса S&P 500


Причем крупнейшие по капитализации компании США в наибольшей степени подвержены влиянию валютных курсов:

Доля зарубежной выручки топ 15 компаний США


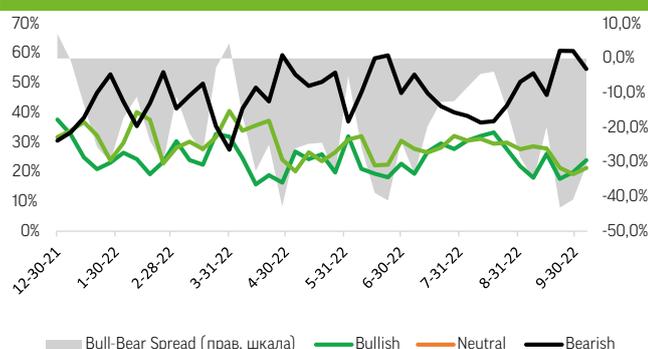
Исторически обратная зависимость между укреплением доллара и замедлением роста EPS можно проследить на графике ниже. При этом нужно учитывать, что даже при условии ослабления доллара в ближайшие кварталы негативное влияние валютного курса (ВК) на EPS лишь замедлится в годовом исчислении, но не исчезнет. Поэтому изменение динамики ВК может оказать положительное влияние на сентимент.

Динамика (г/г) S&P 500 и индекса DXV


С точки зрения сентимента (детали рыночного сентимента в разрезе рынка опционов можно посмотреть детальнее в разделе по опционам) нужно отметить, что IV квартал начинается на минорной ноте, согласно данным Американской ассоциации частных инвесторов. На графике ниже можно видеть, что разрыв в количестве «бычьих» и «медвежьих» ожиданий инвесторов достиг локальных минимумов в конце сентября, что ниже уровней

предыдущих волн распродаж в апреле и июне 2022 года. Данный факт может быть локальным фактором поддержки рынка.

Настроения инвесторов (согласно AAI)

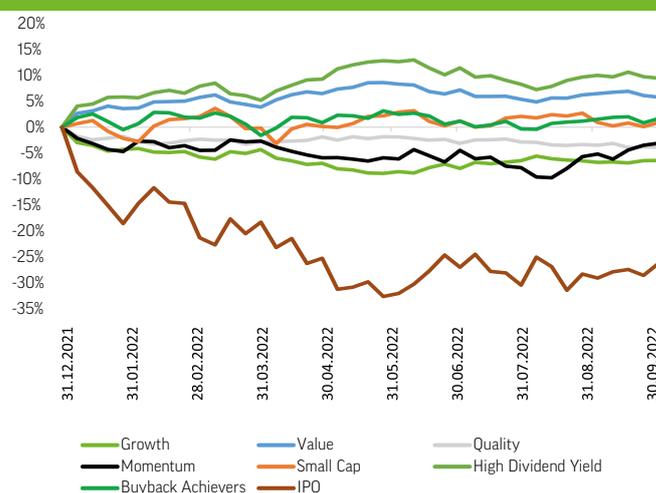


С точки зрения факторного анализа нужно отметить несколько моментов. С начала III квартала положительный спред фактора Small Cap практически не изменился, что обусловлено лучшими позициями в условиях сильного доллара, а также тем фактом, что риски рецессии еще не материализовались. Наибольший положительный спред сохраняется по фактору High Dividend Yield, при этом величина сократилась на 2 п.п. кв/кв на фоне негативного эффекта ВК. Давление сохраняется на факторы Value и Quality, что обусловлено большей долей проциклических компаний в структуре портфеля. При этом по итогам квартала фактор Growth выглядел лучше, что обусловлено эффектом базы: во II квартале наблюдались сильные

фиксации. Мы полагаем, что в IV квартале результаты лучше индекса S&P 500 может демонстрировать фактор Small Cap (при условии резкого роста ожиданий скорой рецессии), сохранится сильная динамика High Dividend Yield и Buy back Achievers. От факторов Quality и Growth ждем нейтральной динамики по сравнению с индексом S&P 500. Если инфляция будет оставаться более устойчивой в течение IV квартала, давление на Growth и IPO может усилиться.

За последние несколько месяцев консенсус-прогноз Factset относительно динамики роста EPS по итогам III квартала существенно снизился.

Разница доходности между S&P 500 и фактором



Динамика консенсус-прогноза EPS на III кв. 2022 г. (в % г/г) по состоянию на дату:

	30.07.2022	15.08.2022	31.08.2022	15.09.2022	30.09.2022	05.10.2022
S&P 500	6,5%	4,7%	4,3%	4,1%	3,2%	3,2%
Энергетика	118,9%	116,2%	117,2%	118,0%	114,6%	120,2%
Сырье	5,7%	3,1%	2,9%	0,4%	-5,2%	-7,2%
Промышленность	28,4%	26,9%	26,9%	26,4%	24,8%	24,8%
Товары длительного пользования	21,7%	18,3%	16,4%	15,6%	11,5%	10,3%
Товары повседневного спроса	-1,5%	-2,3%	-2,9%	-3,4%	-3,4%	-3,2%
Здравоохранение	-3,6%	-6,0%	-6,0%	-6,1%	-6,2%	-6,3%
Финансы	-8,6%	-9,6%	-9,3%	-9,4%	-9,5%	-10,5%
Информационные технологии	-0,4%	-2,4%	-3,3%	-3,2%	-3,0%	-3,0%
Услуги связи	-12,6%	-15,4%	-15,8%	-16,0%	-16,5%	-16,8%
Коммунальные услуги	-5,0%	-5,2%	-5,7%	-5,8%	-6,8%	-6,5%
Недвижимость	11,5%	12,5%	12,4%	12,1%	11,7%	11,8%

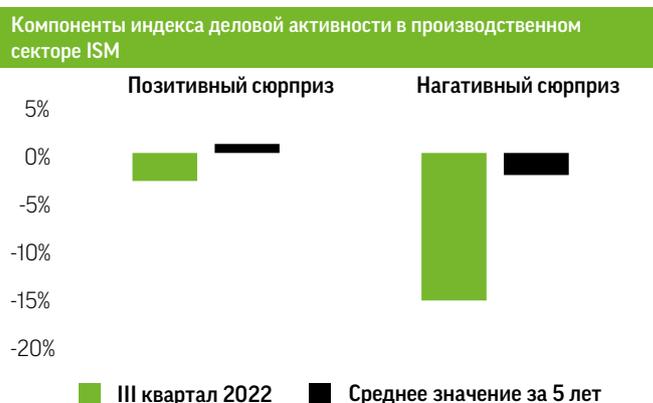
При этом мы полагаем, что данное снижение прогнозов прибыли скорее создает предпосылки для положительных сюрпризов относительно рыночных ожиданий. Мы также полагаем, что определяющим для рынка в IV квартале 2022 года будет изменение ожиданий относительно близости рецессии. В условиях невысокой ожидаемой динамики роста EPS в III и IV кварталах в базовом сценарии мы не закладываем существенных отклонений EPS от текущего уровня консенсус-прогноза (\$221,1).

Консенсус-прогноз роста EPS в III и IV квартала таков:

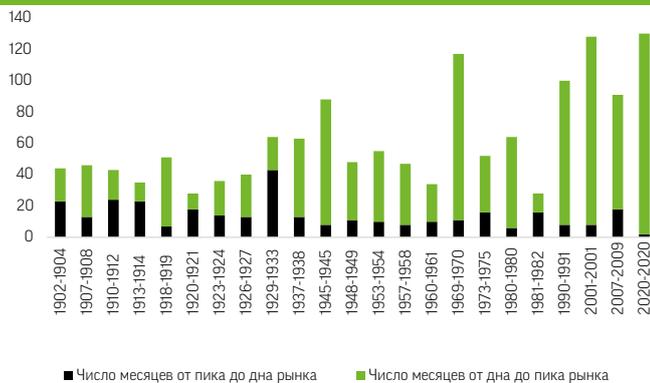
Индекс широкого рынка и входящие в него сектора	III квартал	IV квартал
S&P 500	6,5%	4,7%
Энергетика	118,9%	116,2%
Сырье	5,7%	3,1%
Промышленность	28,4%	26,9%
Товары длительного пользования	21,7%	18,3%
Товары повседневного спроса	-1,5%	-2,3%
Здравоохранение	-3,6%	-6,0%
Финансы	-8,6%	-9,6%
Информационные технологии	-0,4%	-2,4%
Услуги связи	-12,6%	-15,4%
Коммунальные услуги	-5,0%	-5,2%
Недвижимость	11,5%	12,5%

Наиболее вероятным «медвежьим» триггером могут стать ухудшения прогнозов менеджментом компаний на IV квартал 2022 года и на 2023 год. И, как мы демонстрировали на графике «Динамика LEI и изменение прогнозной динамики EPS на 2023 года» (на стр. 6), под наибольшим риском пересмотра могут быть оценки роста в 2023 году. Таким образом, по сумме факторов (с одной стороны, коррекция оценочных мультипликаторов, возможное замедление негативного эффекта от динамики ВК, негативные настроения инвесторов (что подразумевает учет рынком значительной части негатива) и, с другой стороны, потенциал ухудшения оценок на 2023 год) общий прогноз на IV квартал умеренно негативный. Потенциал снижения – около 5%.

Мы полагаем, что с учетом крайне высокой неопределенности относительно динамики инфляции, ДКП и перспектив роста EPS, волатильность в течение квартала будет оставаться очень высокой, о чем свидетельствует и превышение ожидаемой волатильности опционов на ближайшие три месяца по сравнению с реализованной (подробнее в разделе по опционам), и сохранение высоких значений по индексу страха (VIX), и повышенная волатильность котировок компаний по результатам отчетности за III квартал (на графике ниже, согласно расчетам Factset).



Несмотря на ожидаемое давление на котировки в IV квартале и возможное ухудшение ситуации в перспективе нескольких кварталов, мы обращаем внимание инвесторов на то, что поиск оптимальной точки выхода/входа может принести больше вреда, чем выгоды. Если посмотреть на историю «бычьих» и «медвежьих» циклов на рынке (на основе данных nber.org), то можно сделать вывод, что с начала XX века длительность периодов роста рынка неуклонно повышается, при этом длительность периодов спада снижается. С 1980-го до 2019 года среднее число месяцев снижения рынка в рамках «медвежьего» цикла составляло 12 месяцев; с учетом того, что рынок снижается уже десятый месяц, в перспективе нескольких кварталов мы можем достигнуть дна и увидеть разворот котировок.

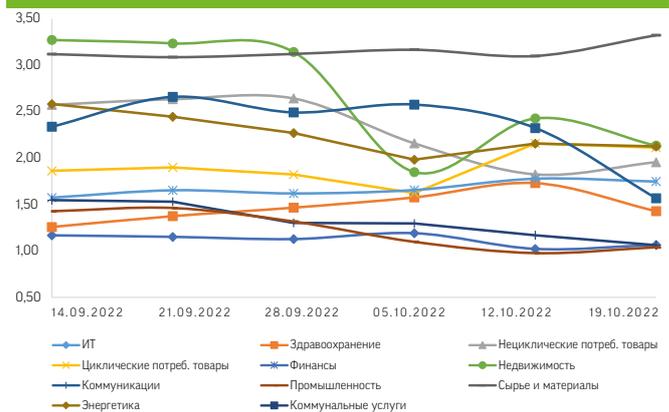
Компоненты индекса деловой активности в производственном секторе ISM


ОПЦИОННЫЙ ОБЗОР

Наиболее яркая тенденция наблюдается в **секторе коммунальных услуг**. Во-первых, индикатор Put/Call ratio у коммунальных услуг на протяжении трех недель сокращается, а за последнюю неделю он снизился на 32,5%. 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 премии за волатильность в Call- и Put-опционах смещено в сторону «быков». Двукратная разница в значении премии за волатильность по Put-опционам декабрьской 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. Неоднозначная ситуация в **секторе нециклических потребительских товаров**. С одной стороны, мы видим перекоп в сторону «медведей» по соотношению премии за волатильность, с другой стороны, индикатор Put/Call ratio на протяжении нескольких недель непрерывно сокращался. Мы полагаем, что, несмотря на защитные свойства сектора, он исчерпал дальнейший потенциал роста из-за ужесточения ДКП и предстоящего ухудшения потребительского спроса. Вероятнее всего, в текущий сезон отчетности многие

компании сектора продемонстрируют финансовые результаты ниже ожиданий аналитиков.

Премия/дисконт за волатильность

Процентная динамика put/call ratio по секторам


АНАЛИЗ ПО СЕКТОРАМ

Технологический сектор (прогноз – негативный)

По итогам III квартала ИТ-сектор потерял 8% и оказался одним из лидеров снижения. В числе факторов давления оказались следующие: снижение рыночных мультипликаторов (как на фоне роста ставок, так и в результате замедления динамики роста), существенное ухудшение динамики в ряде технологических ниш (снижение рынка ПК, ноутбуков, смартфонов, замедление темпов роста рынков прикладного ПО, онлайн-рекламы, мобильных приложений), рост запасов в полупроводниковом сегменте и негативный эффект валютных курсов.

В IV квартале и в ближайшие несколько кварталов мы видим риски дальнейшего давления на ИТ-сектор. Как видно на графике ниже, мультипликаторы P/E NTM, индекса S&P 500 и ИТ-сектора существенно скорректировались с начала 2022 года. При этом, согласно графику ниже, рост рисков рецессии обычно приводит к снижению премии ИТ-сектора по мультипликатору P/E NTM по сравнению с индексом широкого рынка. Мы ожидаем аналогичной динамики в ближайшие кварталы.

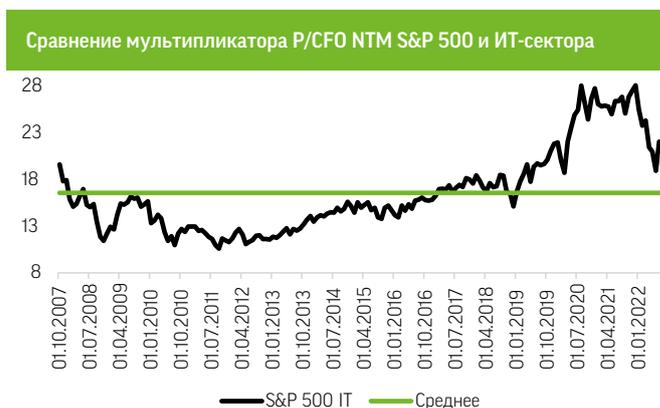
Вероятно, что в следующие один-три квартала премия может снизиться до диапазона 1,5–2.



При этом сжатие премии ИТ-сектора по мультипликатору P/E NTM до нулевой отметки и ниже можно рассматривать как крайне негативный сценарий, что обусловлено спецификой сектора: значительная часть расходов приходится на бумажные траты (вознаграждение акциями), поэтому, согласно графику мультипликаторов P/CFO ниже, можно сделать вывод, что в целом оценочная премия по ИТ-сектору является нормальным явлением.



В случае реализации сценария умеренной рецессии (базовый сценарий) мы видим риски для ИТ-сектора в 2023 году, что обусловлено промежуточным положением ИТ-сектора по сравнению с другими с точки зрения влияния бизнес-цикла на динамику финансовых показателей, а также на фоне повышенных мультипликаторов. При этом ИТ-сектор демонстрирует сравнительно высокую устойчивость финансовых показателей. Данный тезис обусловлен следующим: в течение периода 2010–2019 годов CAGR EPS ИТ-сектора составил 7,4% против роста EPS индекса S&P 500 на уровне 6,2%, стандартное отклонение динамики EPS в поквартальном выражении составило 11,2% и 9,8% соответственно. Также значимым фактором является более сильная динамика EPS ИТ-сектора против индекса S&P 500 в течение периода 2007–2007 годов, которая составила 15% и -9% соответственно (оценивался CAGR EPS IV квартала 2009 года по сравнению с IV кварталом 2006 года). Стандартное отклонение динамики EPS ИТ-сектора и индекса S&P 500 в поквартальном выражении составило 25% и 22% соответственно.



Но, как мы отмечали выше, мы ожидаем давления на мультипликаторы как в силу сокращения премии по сравнению с индексом широкого рынка, так и в силу того, что текущие оценки выше по сравнению с 15-летними средними значениями (текущее значение P/E NTM составляет 18,2 против 15-летних средних 16,6). В индустриальном разрезе мы ожидаем, что нижняя точка для полупроводникового сегмента будет достигнута в IV квартале 2022 года (в худшем сценарии – в I квартале 2023 года), что обусловлено существенным снижением мультипликаторов и невысокими ожиданиями в ближайшие кварталы. Давление в подсегменте ПО также, вероятно, будет сохраняться в течение IV квартала 2022 года – I квартала 2023 года, при этом будет неоднородным в силу того, что значительная часть крупных игроков уже существенно скорректировалась. Давление в подсегменте аппаратных решений (основной игрок – Apple), вероятно, сместится на 2023 год также на фоне повышенных значений мультипликаторов. По сектору в целом мы ожидаем давления в IV квартале (прогноз негативный) и в 1П 2023 года с последующей нейтральной динамикой и улучшением динамики котировок относительно индекса S&P 500 к концу 2023 года.

Коммуникационный сектор (прогноз позитивный) (АПГРЕЙД с нейтрального взгляда на позитивный)

В третьем квартале XLC ETF в очередной раз стал одним из аутсайдеров, упав на 12%. Форвардный мультипликатор P/E снизился с 14,5x до 13,4x. Он находится на уровнях, соответствующих минимуму 2020 года, поэтому риск дальнейшего падения сектора представляется очень ограниченным. Напомним, что ранее мы придерживались нейтрального взгляда на сектор, так как фактором давления выступали неопределенные перспективы рынка онлайн-рекламы из-за влияния инфляции издержек на рекламодателей, в то время как акции телеком-гигантов выглядели уязвимыми в свете растущей конкуренции в индустриях предоставления услуг беспроводной и кабельной связи. Однако теперь неблагопри-

ятные факторы, на наш взгляд, в значительной мере учтены в низких мультипликаторах и консенсус-оценках финансовых показателей. Мы видим достаточно аргументов в пользу того, чтобы поменять взгляд на сектор с нейтрального на позитивный.

Участники рынка ожидают, что после падения EPS в этом году на 16–18% в следующем году произойдет восстановление показателя лишь до уровня 2021 года, но не более. Мы разделяем этот взгляд. Консенсус-прогноз на 2023 год по секторальному EPS уже понизился на 19% с начала 2022 года – с \$4,55 до \$3,7. Хотя дальнейший пересмотр в неблагоприятную сторону все еще возможен, инвесторы явно дисконтируют этот риск, что видно по стоимостным мультипликаторам. XLC ETF торгуется с дисконтом по отношению к широкому рынку как по форвардному мультипликатору P/E (14,2x против 16,1x у S&P 500), так и по форвардному EV/EBITDA (8,0x против 11,3x у S&P 500). На наш взгляд, такой дисконт не вполне оправдан, на горизонте трех месяцев ждем его исчезновения путем снижения мультипликаторов по широкому рынку и небольшого восстановления мультипликаторов по сектору. В котировках уже заложен весьма умеренный рост выручки в секторе на 4,2% г/г в 2023 году. По нашим оценкам, он уже отражает сценарий умеренной рецессии в экономике. Для сравнения, такой же темп роста выручки наблюдался в 2020 году. Ряд индустриальных трендов, в числе которых рост популярности стриминга и видеоигр, сохраняют уверенные многолетние перспективы.

Сравнение мультипликатора P/CFO NTM S&P 500 и IT-сектора



Top Pick:

T-Mobile (TMUS). Целевая цена (12 мес.) – \$190

Лидер на рынке связи 5G, акции которого могут получить драйвер роста с публикацией отчетности за III квартал. Рост числа абонентов мобильной связи с постоплатой по итогам 2022 года способен достичь верхней границы гайденса менеджмента 6,3 млн, что станет лучшим показателем среди конкурентов. Фактором поддержки также является продолжающаяся реализация синергии в результате поглощения компании Sprint.

Здравоохранение (прогноз позитивный)

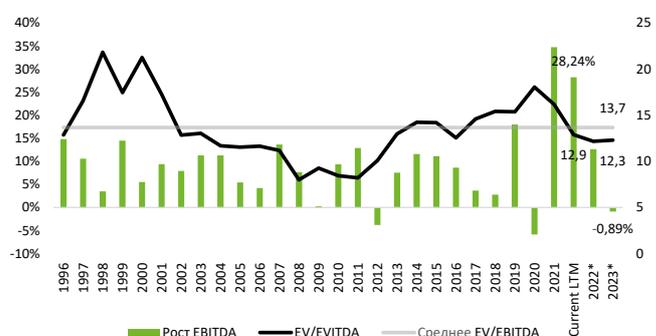
По итогам III кв. спрос в фармацевтическом сегменте может продолжать демонстрировать силу, не встретив в ходе квартала серьезных ограничений в доступе пациентов к врачам. При этом выручка, связанная с COVID-19, может начать сокращаться во II полугодии из-за отсутствия новых госзаказов, что найдет отражение в отчетах Merck (MRK) и Pfizer (PFE). Мы ожидаем негативного пересмотра долгосрочных ожиданий по выручке от продуктов, связанных с коронавирусом, после объявленного президентом Байденом окончания пандемии в США. Производственная инфляция по-прежнему оказывает незначительное влияние на рентабельность.

Спрос на медицинское оборудование в III и IV кварталах может ослабнуть из-за ожидаемого сокращения бюджетов больниц на обновление оборудования. В то же время спрос на операции и процедуры может оставаться сильным ввиду его низкой эластичности и отсутствия влияния карантинных ограничений. Производственная инфляция балансируется смягчением ограничений в логистических цепочках, что вселяет в инвесторов оптимизм относительно рентабельности в индустрии в минувшем и следующем квартале. Сегмент медицинского оборудования остается наиболее чувствительным к текущим макроэкономическим изменениям в части производства и дистрибуции оборудования.

В сегменте биотехнологий в IV кв. 2022 г. ожидаем охлаждения интереса крупных игроков

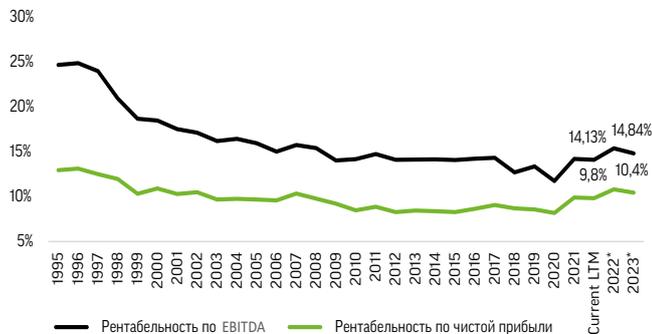
к M&A ввиду глобального ужесточения финансовых условий. Конец года – время важных обновлений пайплайнов, что может стать одним из основных катализаторов движения акций в сегменте. Отметим, что ноябрь – сезонно позитивный месяц для широкого рынка биотехнологических компаний.

Больницы и провайдеры могут демонстрировать нормализацию спроса на амбулаторную медицинскую помощь и восстановление темпов роста выручки до допандемийных уровней к 2023 г. Фактором давления на рентабельность может выступать рост оплаты труда, что может увеличить себестоимость медицинского обслуживания.



Рентабельность по EBITDA и чистой прибыли среди компаний из индустрии здравоохранения в S&P500 вернулась на уровни, соответствующие средним значениям за последнюю декаду. Текущие оценки по мультипликатору EV/EBITDA (12,9) ниже средних за последние 25 лет (13,7) и приближены к форвардному мультипликатору (12,3), что отражает ожидаемое снижение прибыли на акцию в индустрии в 2023 г. на 1%. При этом исторически спрос на здравоохранение остается сильным в условиях сложной макроэкономической конъюнктуры, поэтому мы не ожидаем широкой коррекции в акциях крупных представителей индустрии. Ожидаемое снижение прибыли в 2023 г. во многом обусловлено сокращением спроса на крупном рынке продуктов, связанных с COVID-19, который представляет ограниченное число крупных компаний: Pfizer (PFE), Moderna (MRNA), Merck (MRK), Abbott (ABT), Regeneron (REGN) и Eli Lilly (LLY). Поэтому мы не ожидаем, что корпоративные прогнозы на 2023 г. подтвердят опа-

сения, связанные с доходами, для широкого рынка здравоохранения.

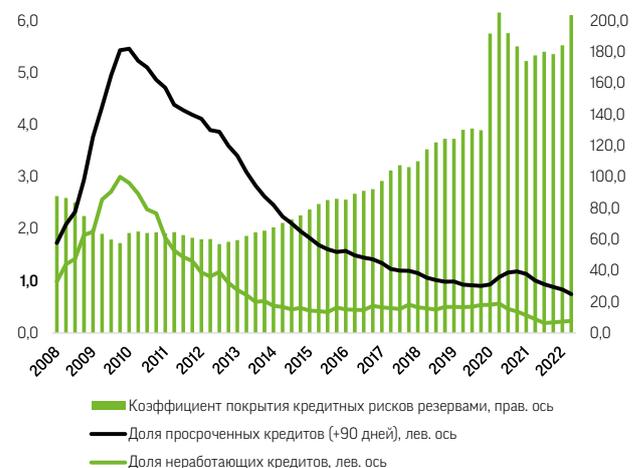


Финансовый сектор (прогноз нейтральный)

Финансовый сектор продолжает демонстрировать стагнирующую динамику. XLF ETF скорректировался на 3,6% с начала квартала и остается под давлением ввиду ожиданий рецессии. В результате форвардный мультипликатор P/E снизился до 11,4x в сравнении со средним пятилетним значением 15,1x. По итогам года ожидается сокращение EPS XLF на 12%. Негативный вклад в динамику прибыли финансового сектора вносит банковская индустрия. В условиях коррекции рынков капитала доходы от инвестиционно-банковских услуг продолжают снижение в сравнении с высокой базой 2021 года. Это нивелирует положительный эффект роста процентных доходов. Постепенное увеличение резервов оказывает дополнительное давление на прибыль банков. В то же время качество кредитных портфелей остается высоким за счет незначительности доли просроченных обязательств. Нарращивание капитала и высокий коэффициент покрытия резервами позволяют абсорбировать возможные убытки. Полагаем, что на ранней стадии рецессии акции банков будут демонстрировать динамику ниже общерыночного тренда. Однако в следующем году ожидается восстановление прибыли на 10% г/г при росте выручки на 9%. Более устойчивыми являются эмитенты направления диверсифицированных финансовых услуг, в том числе Bank of America (BAC).

В конце текущего – начале 2023 года при условии снижения экономической неопределенно-

сти и биржевой волатильности мы ожидаем восстановление активности на рынке IPO и увеличение объема активов под управлением. Это способствует восстановлению доходов от инвестбанкинга и управления активами. Высокая волатильность поддерживает спрос на биржевые услуги и рыночные данные в сфере деривативов, в частности CME Group (CME). При нормализации ситуации на фондовых площадках в 2023 году возвращение инвесторов поддержит активность торгов и спрос на технологические услуги биржи. Полагаем, что с ослаблением потребительского спроса компании в секторе платежных услуг продемонстрируют замедление годового роста выручки в III–IV квартале до 16–18% после рекордных 20–22% в начале года. При этом ожидаем сохранения высокой рентабельности по чистой прибыли у Mastercard (MA) и Visa (V) вблизи 48% за счет оптимизации расходов, что поддерживает привлекательность их акций. В целом наш взгляд на динамику сектора негативен.



Автопром (прогноз негативный)

Если в прошлые кварталы в автомобильной отрасли однозначно наблюдался дефицит со стороны предложения, то теперь баланс спроса и предложения выравнивается. Автопроизводители смогли нарастить свои запасы у дилеров к концу III квартала на 41% г/г, общий объем новых непроданных автомобилей перевалил за 1,25 млн, что намного ниже среднеисторических значений до пандемии (2,5–3 млн авто). В то же время

поставки автомобилей в США у таких крупнейших автопроизводителей, как Ford Motor Company (F) и General Motors Company (GM), по итогам прошлого квартала показали рост по количеству автомобилей, но в среднем по отрасли за 2022-й вряд ли стоит ожидать увеличения поставок по сравнению с результатами 2020-го и 2021 годов. Пока автопроизводители пытаются увеличить предложение, высокий спрос, похоже, постепенно ускользает от них.

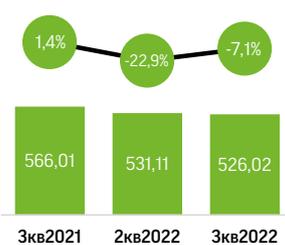
В этом году мы наблюдаем самое быстрое и масштабное повышение процентных ставок с 1981 года, что снижает доступность автомобилей для потребителей. Средняя ставка по автокредиту в США в сентябре составляла 7,09% против 5,49% годом ранее, и, учитывая, что ФРС проводит жесткую денежно-кредитную политику, к концу года мы можем увидеть ставки выше на несколько процентных пунктов. Потребители, для которых величина месячных платежей по автокредиту является ключевым фактором, скорее предпочтут отсрочить замену старого автомобиля на новый.

Выручка автопроизводителей по итогам текущего года скорее окажется выше, чем в прошлом, а в IV квартале будет больше, чем в III, так как объемы производства продолжают восстанавливаться, а средние цены на автомобили даже при снижении в IV квартале окажутся значительно выше, чем в 2021 году. В августе средняя конечная цена на новый автомобиль в США повысилась на 11% г/г, подтверждая устойчивую динамику роста с апреля. В то же время при сохранении рентабельности даже на уровне сложного II квартала прибыль на акцию компаний автопроизводителей увеличится по итогам года. Текущая средняя оценка крупных автопроизводителей по мультипликатору P/E составляет 6,4 и находится на уровне среднеисторических значений, что в совокупности с прогнозным снижением прибыли в 2023 году в базовом сценарии оставляет место для снижения котировок. Это подразумевает, что точечный выбор компаний может оказаться более эффективным решением.

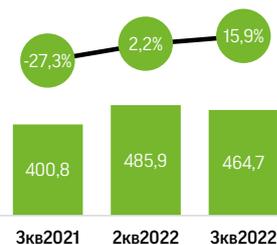
При сохранении высоких расходов при производстве автомобилей, о чем, в частности, сигнали-

зирует Ford Motor Company (F), которая ожидает увеличения расходов по итогам третьего квартала на \$1 млрд, маржинальность традиционных автопроизводителей продолжит находиться под давлением. Интересными становятся акции производителя электромобилей Tesla, Inc. (TSLA), маржинальность которого даже в тяжелый II квартал оставалась значительно выше среднеотраслевых значений несмотря на приостановку работы крупнейшего завода компании в Китае, в течение месяца, а продуктовая линейка состоит в основном из автомобилей премиум-класса. После публикации отчета за III квартал мы ожидаем роста акций Tesla, Inc. до \$280 за бумагу. Акции автомобильной промышленности останутся под давлением, прогноз на IV квартал и 2023 год негативный.

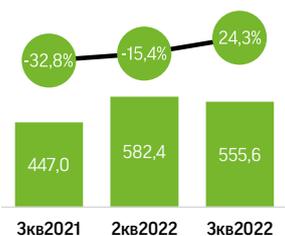
Toyota Motor Corp. (TM)



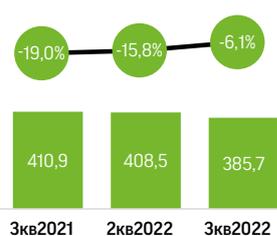
Ford Motor Corp. (F)



General Motors Co. (GM)



Stellantis N.V. (STLA)



Возобновляемая энергия (прогноз: нейтральный)

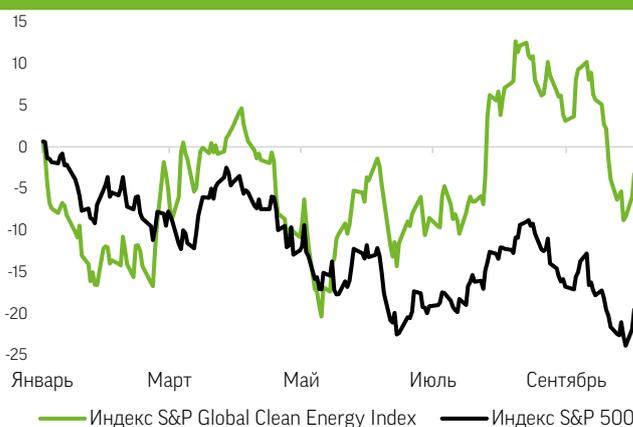
Неожиданное принятие закона о снижении инфляции (Inflation Reduction Act), который был подписан 16 августа текущего года президентом США, вернуло второе дыхание акциям сектора альтернативной энергетики. Значимой мерой законопроекта является предоставление 10-летних налоговых льгот для граждан, которые повышают энергоэффективность своих домов, в том числе через приобретение солнечных панелей и прочего оборудования, необходимого для пере-

хода на чистую энергию. С момента появления новостей о возможном принятии законопроекта в Конгрессе в конце июля и до фактического подписания закона президентом индекс S&P Global Clean Energy Index, в состав которого входят компании, связанные с чистой энергетикой, вырос на 7%, а с начала года снизился на 4,5%, тогда как S&P 500 потерял в цене 20,5%. Такую реакцию рынка по отношению к компаниям альтернативной энергетики нельзя назвать излишне эмоциональной. Закон о снижении инфляции, по расчетам Solar Energy Industries Association (SEIA), приведет к увеличению числа солнечных установок в США на 69% в течение следующих 10 лет по сравнению с объемами, которые прогнозировались до принятия закона.

Однако влияние данного закона на продажи компаний до конца года вряд ли будет ощутимым: на первый план выходит общая макроэкономическая ситуация в США, что, вероятно, говорит о том, что потенциал роста акций сектора альтернативной энергетики в IV квартале ограничен. Возможно, мы увидим преимущественно боковую динамику котировок. Привлекательным выбором с момента прошлого обзора остаются акции установщика солнечных панелей и систем Sunrun Inc. (RUN). Результаты компании за II квартал оказались выше ожиданий, рассчитываем на продолжение положительной динамики установленных мощностей в III квартале и на общее повышение числа установок до конца года на 30%, что открывает потенциал роста акций до конца года до \$38. Динамику хуже рынка могут продемонстрировать акции First Solar, Inc. (FSLR): буквально за один месяц с момента объявления о возможном принятии вышеупомянутого закона бумаги компании выросли на 62%, при этом во II квартале выручка компании упала на 1% г/г. Количество предварительных заказов выросло за квартал на 10,4 ГВт, до 27,1 ГВт. Расширяется разрыв между объемами, которые ожидают от компании потребители, и объемами, которые компания фактически может предоставить на данный момент. Это способно негативно повлиять на цену акций, которая

после выхода отчета в за III квартал может оказаться на уровне \$115.

Сравнение мультипликатора P/CFO NTM S&P 500 и IT-сектора



Транспортный сектор (прогноз нейтральный)

На фоне нестабильности на сырьевых и энергетических рынках с начала года компании из транспортной отрасли понесли значительные потери. Согласно последним данным ВЕА, реальный ВВП в разрезе отраслей, таких как воздушный транспорт и перевозки грузовиками, падает уже два квартала подряд. Как указывает Международная ассоциация воздушного транспорта (IATA) в своих отчетах, объемы грузовых авиаперевозок коррелируют с количеством производственных заказов на экспорт, которое постепенно снижается. ВТО в своем октябрьском пресс-релизе указывает на замедление динамики международной торговли. Подтверждение этого факта наблюдается в актуальной отчетности Fedex Corp. (FDX) за I квартал 2023 фингода, которая показывает постепенное снижение объема отправок. Спрос падает, в результате чего ставка перевозок и загрузка в IV квартале также продолжат снижаться. Возросшие издержки, в том числе растущие зарплаты (к примеру, относительно недавно произошла забастовка рабочих железных дорог), как ожидается, продолжат давить на маржу транспортных компаний в предстоящем квартале. Единственным сдерживающим фактором является то, что IV календарный квартал в преддверии новогодних праздников является позитивным для компаний с акцентом на e-commerce в связи с пред-

новогодними распродажами. В разрезе активов фонда SPDR S&P Transportation ETF (XTN) логистические компании, которые занимаются авиационными и наземными перевозками, составляют около 42%. Ожидается, что взвешенная операционная маржа, которая по итогам III квартала составляла 9,5%, может сократиться до 7,5–8%. Дополнительным фактором, который будет оказывать давление на маржу, является временный наем персонала в период предновогодних распродаж. Нормализация ситуации ожидается не раньше II полугодия следующего года. Чистая прибыль может сократиться на 5%, а динамика средневзвешенной EPS будет зависеть от программ обратного выкупа некоторые компании, например FDX, после сильного падения акций в III кв. активизировали выкуп акций с рынка, что вполне может нивелировать ухудшение операционных показателей.

Несмотря на то, что текущий объем операций пассажирских авиакомпаний в целом остается достаточно высоким, потенциальное волнение на энергетических рынках в связи с множеством нерыночных факторов может привести к снижению операционной маржи, которая со второго квартала у большинства компаний вышла в положительную зону. Проблема нехватки пилотов, которая по своей сути является структурной, возросшая нагрузка на инфраструктуру, а также задержка поставок самолетов их производителями сдерживают динамику, и компании вынуждены корректировать свои расписания. Однако есть и позитивные моменты. Перелеты даже после повышения цен, которые, вероятно, закрепятся в среднем на 5–10% выше уровней IV кв. 2019 г. при текущей цене на нефть, остаются достаточно востребованными. При сохранении высокой заполняемости рейсов COVID-вакцинация переведена на коммерческую основу, а CDC отменило предоставление уведомлений о состоянии здоровья, что может поддержать международный туризм и ускорить выдачу виз. Недавний ураган «Иэн» лишь кратковременно нарушил работу аэропортов, хотя и существенно повредил туристическую инфраструктуру в некоторых городах Флориды: пик пришелся на конец сентября, а сам сезон завер-

шится в конце ноября. По итогам предстоящего квартала мы ожидаем, что пассажирский трафик в аэропортах достигнет 95–97% от уровня IV кв. 2019 г., в первую очередь за счет восстановления объема международных перелетов. Совокупность факторов говорит о том, что выручка отдельных авиакомпаний может превысить результат соответствующего квартала 2019 г., а в среднем диапазон составит 95–105% от итогов IV кв. 2019 г. в зависимости от географии присутствия компании. С точки зрения сезонности четвертый квартал является позитивным для акций отрасли. Мы ожидаем, что при умеренной волатильности на энергетических рынках данные факты смогут поддержать акции авиакомпаний и считаем, что их акции с высокой долей международного трафика (AAL, DAL, UAL) могут быть привлекательны для покупок.

Компании, представляющие военно-промышленный комплекс, могут находиться в поле зрения спекулянтов. Акции таких компаний могут демонстрировать повышенную волатильность. С начала года крупнейшие компании, такие как LMT, RTX, NOC, получили массу дополнительных заказов (в том числе за счет расширения оборонных бюджетов развитых стран), несмотря на то, что некоторые гайдены менеджмента были снижены. Консенсус-прогноз по EPS по итогам 2022 г. в разрезе активов фонда iShares U.S. Aerospace & Defense ETF (ITA) уменьшился на 12%, однако остается положительным на уровне \$3,98 (+53% за год).

Сектор производителей стройматериалов, представители которого широко представлены в фонде SPDR S&P Homebuilders ETF (XHB), находится под давлением, которое возникло в результате повышения процентных ставок, что привело к снижению доступности жилья для покупателей. В текущих условиях, они вероятно, будут пересматривать структуру своих расходов. Повышение ставок затронуло и производителей тяжелой техники и оборудования, однако там изменения происходят с учетом опасений по поводу замедления международной торговли и экономики в целом, ввиду чего происходит коррекция объема новых

заказов, согласно данным ISM (индекс опустился ниже 50 пунктов).

Сейчас по ряду мультипликаторов секторальный Industrial Select Sector SPDR ETF (XLI) вошел в приемлемую зону: форвардный EV/EBITDA находится на уровне 10,6х при медиане за 10 лет в 10,8х. Ужесточение финансовых условий и ухудшение экономической конъюнктуры дают основание полагать, что потенциал умеренной коррекции все еще присутствует. Однако стоит подчеркнуть, что в рамках сектора динамика в предстоящем квартале ожидается весьма неоднородной. Как уже было отмечено, транспортные грузовые компании будут бороться за удержание рентабельности, что может негативно отразиться на котировках. Динамика акций машиностроительных отраслей также будет разнонаправленной в зависимости от специализации. Котировки оборонных компаний поддержит текущая геополитическая нестабильность.



Сектор недвижимости (прогноз негативный)

Рынок жилья на фоне ужесточения ДКП находится в зоне риска. Недавнее повышение 30-летней фиксированной ипотечной ставки до 7% в последний раз наблюдалось в период финансового кризиса 2008 г. Сейчас это означает, что выдача ипотеки, а также рефинансирование продолжит существенно замедляться. Это создает риски в первую очередь для ипотечных REIT, которые проводят операции с Mortgage backed securities (MBS). Рынок аренды, который является более устойчивым с точки зрения динамики

ставки и текущей вакансии, имеет преимущество на фоне снижения продаж жилья. Однако в перспективе давление от снижения цен, рост которых достаточно сильно замедлился в последнее время, и, вероятно, влияние макроэкономической ситуации будет иметь умеренный понижательный тренд на фоне падения спроса, что будет иметь косвенный негативный эффект для рентных REITов через рыночную переоценку активов, поскольку растущая ставка будет оказывать влияние на ставку капитализации доходной недвижимости.

Офисная недвижимость в предстоящем квартале продолжит находиться под негативным пресингом на фоне сокращения штатов корпорациями и снижения количества открытых вакансий (согласно последнему отчету о занятости, в фининдустрии произошел наибольший среди компаний коммерческого сектора отток кадров). Согласно отчету NAR, чистое поглощение площадей (разница между занятыми и освобожденными площадями за период) в третьем квартале 2022 г. составило отрицательное значение в -1,34 млн кв. футов после четырех позитивных кварталов подряд, хотя, по данным Colliers, уже в первом квартале наблюдалась отрицательная динамика, при этом доля вакантных площадей продолжает расти. Из-за потери арендаторов давление на маржу в предстоящем квартале будет усиливаться.

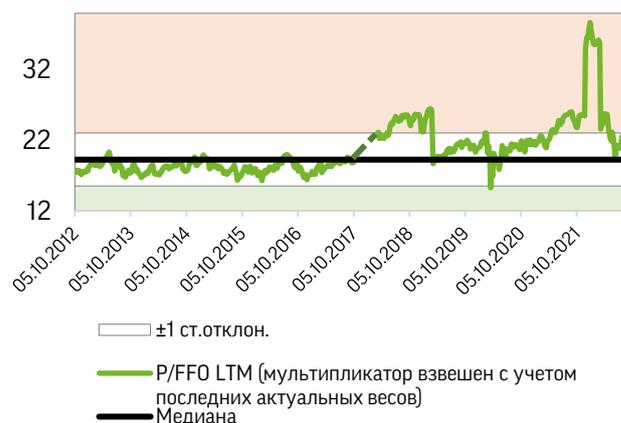
В нише рейтов, ориентированных на/инвестирующих в торговые центры, мы ожидаем слабости в IV квартале, так как потребительские настроения существенно снизились в последнее время в силу ухудшения макроэкономического фона, и потребители могут пересмотреть структуру своих расходов, что, в свою очередь, может привести к дальнейшему снижению активности в категории дискреционных товаров. Согласно данным NAR, основное чистое поглощение площадей по итогам третьего квартала наблюдается в группе универсальных торговых площадей, а также районных торговых центрах (в том числе объектов triple-net). Это означает, что в группе риска остаются владельцы крупных объектов (регионального и супер-региональ-

ного класса), например такие, как Simon Property Group (SPG): согласно данным JLL, во втором квартале произошел крупный отток арендаторов, при этом приток был достаточно низким. Несмотря на то, что аренда от универсальных магазинов остается достаточно стабильной, REITы, имеющие в портфеле такие объекты, будут находиться под давлением рыночной конъюнктуры, а также в связи с переоценкой активов в зависимости от изменения ставки капитализации.

Складские площади до сих пор находятся в дефиците: отношение запасов к продажам на текущий момент ниже медианного уровня за последние 20 лет (1,23x против 1,46x). Однако, согласно данным опросов LMI, респонденты ожидают улучшения ситуации со свободными площадями в следующие 12 месяцев, при этом ставка за хранение немного смягчится. Данные Colliers за второй квартал говорят о том, что на текущий момент объем строительства новых площадей составляет рекордные 613,4 млн кв. футов. NAIOP предполагает, что тренд на позитивное чистое поглощение останется, однако объем постепенно будет снижаться. Таким образом, мы ожидаем, что складские фонды в перспективе будут подвержены умеренному негативному эффекту, однако в предстоящем квартале влияние выглядит ограниченным.

Несмотря на то, что консенсус-оценки EPS индекса S&P 500 / Real Estate по итогам 2022 г. были немного снижены относительно летних опросов, ожидается рост данного показателя на 10,3% г/г по итогам года до \$13,8 и 9,6% кв/кв до \$3,47. Агрегированный мультипликатор P/FFO каждого входящего в фонд XLRE актива, взвешенный с учетом актуальных весов, находится ниже медианного значения за последние 10 лет, которое составляет 19,3x. Тем не менее, риск умеренного понижательного тренда на фоне макроэкономической ситуации все еще присутствует: около 18% активов составляют REITы с акцентом на жилье и офисы. По итогам IV квартала мы ожидаем возможное снижение мультипликатора до 16–17x с последующей консолидацией, что также подтверждается технической картиной, поскольку в районе цены \$34 за акцию

фонда находится сильный горизонтальный уровень сопротивления. Однако с точки зрения переоценки активов падение может оказаться еще сильнее, поскольку к концу года базовая ставка составит около 4,4%, что приведет к существенному росту ставки капитализации недвижимости. Единственным сдерживающим фактором будет являться сезонность.



Энергетический сектор (прогноз позитивный) Результаты III кв. окажутся слабее II кв., рост г/г сохранится

Средние цены на нефть марки WTI и бензин в США в III кв. упали на 16% кв/кв (+29,6% г/г) и 22% (+29,2% г/г) соответственно, что негативно для добывающих и перерабатывающих компаний. Среднее количество активных буровых в США в III кв. составило 761 единицу (+6,7% кв/кв). Рост показателя с начала года достиг 30,5%. Однако рост курса доллара окажет давление на результаты крупнейших нефтесервисных компаний в III и IV кварталах, которые получают большую часть выручки за рубежом.

По нашему мнению, результаты III квартала в сезон отчетности не окажут такого сильного влияния, как за II квартал, когда многие компании показали исторические рекорды по прибыли. Более важными выглядят общерыночные факторы. **Большое количество факторов говорят в пользу роста дефицита в IV квартале**

В конце октября заканчивается программа Минэнерго США по продаже нефти из госрезервов. С рынка может уйти около 1 млн. барр. в сутки

(МБС). При этом во второй половине октября начнется отопительный сезон. Высокие цены на природный газ и уголь вынуждают генерирующие компании частично заменять их на нефтепродукты. Дополнительный спрос в пиковый период отопительного сезона (ноябрь–февраль) может составить до 1 МБС. Таким образом, в ноябре предложение может сократиться на 1 МБС при таком же росте спроса.

Напомним также, что 5 декабря вступает в силу эмбарго ЕС на закупку российской нефти, транспортируемой морским путем.

Страны ОПЕК+ перешли от политики искусственного сдерживания добычи к сокращению объемов добычи при дефиците на рынке. С октября квоты снижены на 0,1 МБС, в ноябре согласовано снижение еще на 2 МБС. На наш взгляд, решения ОПЕК+ не имеют фундаментальных обоснований, политически мотивированы и призваны принудить ЕС отказаться от введения эмбарго.

Полагаем, что усиление дефицита предложения может вызвать рост цен на нефть выше \$100 за баррель марки WTI.

Поддержку ценам на газ внутри США окажет рост экспорта СПГ (так как для внутреннего рынка будет оставаться меньше газа), повышение спроса в отопительный сезон и газовый кризис в Европе.

Средние цены на газ в III кв. выросли на 5,9% кв/кв (+84% г/г). Минэнерго США ожидает роста экспорта СПГ в активный отопительный период (ноябрь–февраль) на 14% г/г, до 12,5 млрд куб. футов в сутки (МКФ/сут). Freeport LNG, который обеспечивает 17% экспорта СПГ из США, планируется восстановить до 85% экспортной мощности к концу ноября.

В IV квартале акции инфраструктурных компаний, основная часть доходов которых приходится на сбор, хранение, транспортировку и перепродажу газа: Energy Transfer (ET), Enterprise Products Partners (EPD), Kinder Morgan (KMI), со средней дивидендной доходностью 7,3%, можно рассматривать для долгосрочных вложений.

Большую доходность (при более высоких рисках) могут обеспечить сланцевые нефтедобытчики Diamondback Energy (FANG), APA Corp. (APA) и газодобывающие компании Southwestern Energy

Company (SWN), Antero Resources Corporation (AR). Спрос на нефтепродукты как альтернативное газу и углю топливо поддержит акции перерабатывающих компаний. Наш фаворит из покрытия – Phillips66 (PSX).

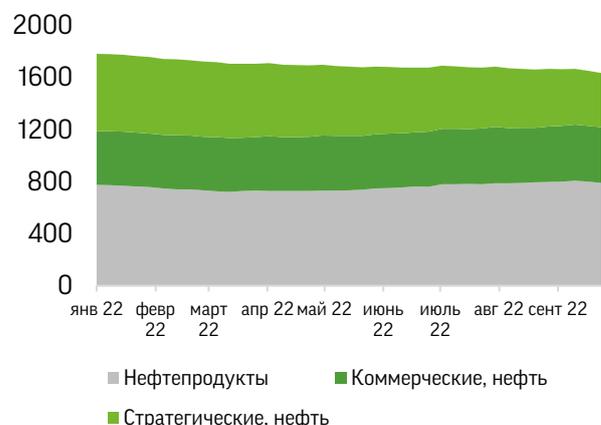
Мы также ожидаем роста буровой активности в IV квартале, что позитивно для акций нефтесервисов. Наибольший потенциал роста имеет Baker Hughes (BKR).

Наилучшие результаты по динамике выручки и прибыли м/м по итогам III кв. могут показать нефтесервисные (+6%/-15%) и инфраструктурные (+5%/-10%) компании. Тогда как нефтедобывающие и перерабатывающие компании покажут снижение кв/кв по выручке на 10% и 20% соответственно. Прибыль данных компаний может просесть на 15% и 30% соответственно.

В IV кв. мы ожидаем продолжения роста выручки и прибыли м/м от нефтесервисных (+5%/-10%) и инфраструктурных (+7%/+10%) компаний. На низкой базе III кв. нефтедобывающие (+9/+10%) и перерабатывающие (+10%/+10%) компании покажут восстановительный рост.

Мы позитивно оцениваем перспективы нефтегазового сектора в IV кв. Повышение спроса в отопительный сезон и сокращение добычи ОПЕК+ с ноября поддержат цены на нефть и газ. В 2023 году, наоборот, ожидаем коррекции цен на углеводороды из-за сокращения спроса на сырье на фоне рецессии.

Запасы нефти и нефтепродуктов в США, млн барр.



Товары вторичной необходимости (прогноз негативный)

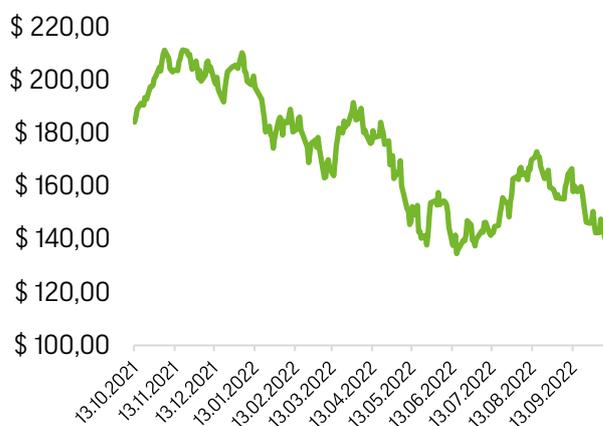
В индустрии общественного питания мы, скорее всего, увидим замедление роста выручки и снижения валовой и операционной маржи по итогам IV квартала, года. Мы ожидаем сокращения EPS в IV квартале на 4% г/г. На отрасль оказывают давление рост стоимости многих продуктов, сокращение со стороны потребителей необязательных расходов и забастовки. Все это будет продолжать оказывать негативное влияние на сектор в ближайшие два квартала.

Немного лучше дела у производителей одежды. Большинство компаний испытывают серьезные проблемы с логистикой, высокими ценами на фрахт, увеличившимися запасами и урезанием трат у их целевой аудитории. На все вышперечисленное накладываются проблемы с перестановками в менеджменте, которые усугубляют и без того непростую ситуацию в отрасли. Мы ожидаем, что все вышперечисленные проблемы продолжат оказывать давление на сектор как минимум в ближайшие два квартала. В IV квартале ключевой проблемой будет высокий уровень запасов. А в течение следующего года быстрому восстановлению будут мешать возросшие повседневные расходы, которые будут побуждать потребителей воздерживаться от необязательных трат. Мы ожидаем, что EPS компаний сектора в IV квартале в среднем сократится на 6%.

Намного лучше себя чувствуют дисконтные магазины. В отличие от большеформатных магазинов, они ориентированы на продукты питания и потребительские товары, а не на дискреционные. Кроме того, формат магазинов «у дома» (Dollar General) становится предпочтительным, так как дает возможность сэкономить на поездках в крупноформатные магазины (Walmart, Target, Costco). Мы ожидаем роста органических продаж сетей Dollar General и Dollar Tree темпами до 10%. В то же время прогнозируем нулевую либо отрицательную динамику органических продаж у большеформатных магазинов. По нашим прогнозам, EPS у малоразмерных дисконтных магазинов, таких как Dollar General и Dollar Tree, в IV квартале вырастет

в среднем на 21%, в то время как у Walmart и Target ESP в IV квартале в среднем сократится на 15%.

Товары вторичной необходимости



Товары первой необходимости (прогноз позитивный)

Ситуация в секторальном индексе потребительских товаров складывается неоднозначная. Есть сегменты, которые явно находятся в затруднительном положении. В первую очередь это большеформатные розничные сети Walmart (WMT) и Costco (COST). Walmart уже начала ликвидацию запасов, но, вероятнее всего, это займет еще как минимум квартал; скорее всего, мы увидим сбалансированные запасы к концу IV квартала текущего года. Проблема осложняется тем, что большая часть запасов – это сезонные и дискреционные товары, за счет 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, не доставлено до складов ретейлеров. Производители алкогольных напитков кроме возросших цен на товары сталкиваются и с проблемой неоднородности спроса. Сложившаяся в период пандемии тенденция к потреблению 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 резко возросшая инфляция вынуждает потребителей сокращать необязатель-

ные расходы, в том числе на посещение баров и ресторанов. Особенно силен этот тренд в европейском регионе, по которому сильнее ударила инфляция. Из-за вышеперечисленных проблем мы ожидаем сокращения продаж в товарном выражении, а также сокращения выручки и маржи из-за возросших трат и неблагоприятного валютного курса как по итогам IV квартала, так и по итогам года. Мы ожидаем, что EPS производителей алкоголя в IV квартале в среднем сократится на 16%.

По нашему мнению, мультипликаторы некоторых компаний неоправданно низки. К таким мы относим P&G, PepsiCo, Coca-Cola и Kimberly-Clark. Многие проблемы, такие как нехватка алюминиевой тары и дорогая целлюлоза, практически разрешены, в то же время спрос на продукцию перечисленных корпораций остается стабильным. Большинство потребителей будет сокращать расходы на их продукцию в последнюю очередь. Рассчитываем, что проблемы с цепочками поставок и дорогим фрахтом к IV кварталу уже будут в значительной степени нивелированы, что поможет улучшить валовую рентабельность. Однако есть и негативные тренды. У большинства производителей продуктов питания наблюдается рост выручки и прибыли, который в основном происходит за счет увеличения средневзвешенной цены товаров. Продажи в товарном выражении неуклонно сокращаются. Мы полагаем, что по мере ужесточения финансовых условий производители могут столкнуться с просадкой выручки из-за ухудшения покупательной способности.

Товары первой необходимости

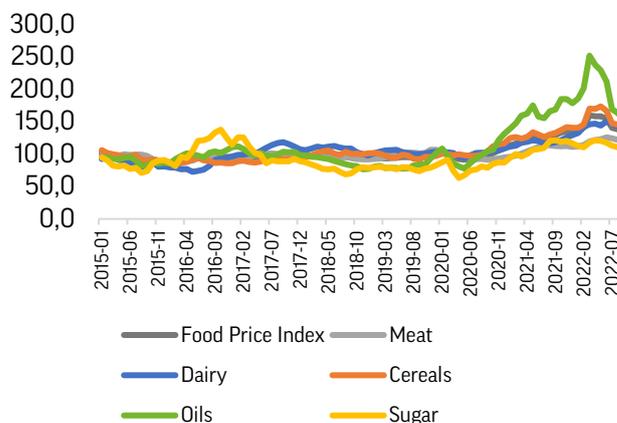


Сырьевой сектор (прогноз нейтральный)

Bloomberg Commodity Index достиг локального максимума в конце августа на ожиданиях ухудшения геополитической обстановки, но, несмотря на волатильность, по итогам квартала показал боковую динамику, потеряв всего 4,3%. Под наибольшим давлением оказались черная металлургия и агропром.

Так, например, рекордными темпами снижаются мировые цены на продовольствие. Индекс цен ФАО достиг минимальной отметки с января, а за последние шесть месяцев снизился на 14,6%. Текущее падение индекса стало самым длительным с 2015 года. Однако, по нашему мнению, продолжение тренда маловероятно, поскольку мировые потоки зерновых культур консолидируются в ряде стран, ограничивая доступ менее развитых стран к этой группе товаров. ООН выделяет более 33 стран, в основном в Африке, которые столкнутся с более серьезным, чем другие регионы, продовольственным кризисом.

Динамика индекса продовольственных цен ФАО по компонентам

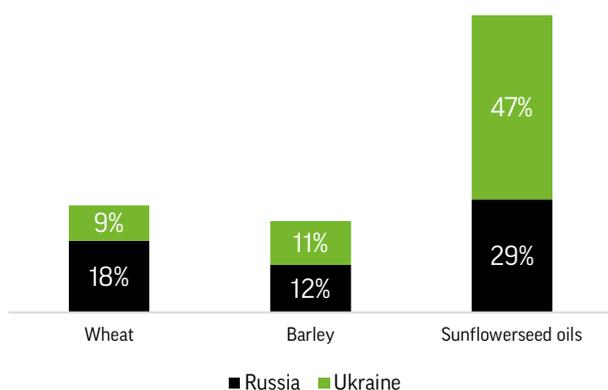


Источник: UN FAO

С начала года продовольственное сырье оказалось под давлением, сопоставимым с кризисом в секторе энергетики. Сокращение производственной активности в агросекторе, нарушение транспортных путей и ухудшение погодных условий, политика нулевой терпимости к COVID-19 в Китае, а также множество других факторов создали дефицит на рынке. В особенности пострадает экспорт из России

и Украины, на которые совокупно приходилось 27%, 24% и 75% мирового экспорта пшеницы, ячменя и подсолнечного масла соответственно.

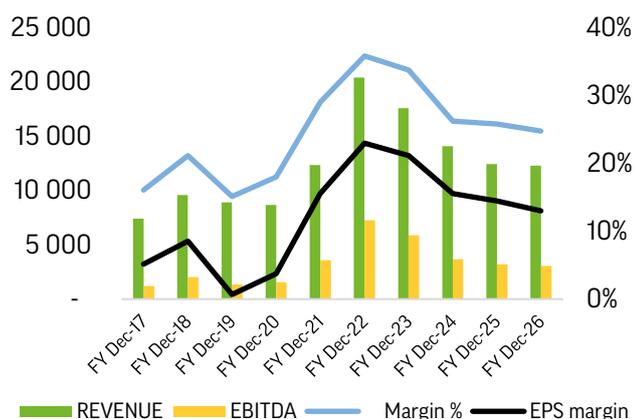
Доля России и Украины в экспорте основных зерновых культур



Источник: UNCTAD

На фоне дефицита предложения рентабельность многих производителей удобрений выросла в два раза, несмотря на высокие темпы инфляции. Так, например, показатель маржи EBITDA одного из крупнейших в США производителей фосфатных и калийных удобрений Mosaic (MOS) вырос до 35% по итогам II финквартала против среднего значения за последние три года на уровне 16%.

Выбранные финансовые показатели Mosaic



Источник: Refinitiv

Текущие показатели экономической деятельности отражают замедление деловой активности в боль-

шинстве стран, из-за чего можно ожидать падения спроса в сырьевой отрасли в будущем. Важным фактором при ценообразовании сырьевых промышленных товаров является производственная активность, которая отслеживается индексом PMI Manufacturing Index. Глобальный индекс PMI Manufacturing, характеризующий деловую конъюнктуру в мировой промышленности, в сентябре опустился до 49,8 пункта. При этом ниже 50 пунктов индекс упал во всех странах еврозоны, что является максимумом с апреля 2020 года, свидетельствуя об ухудшившихся бизнес-настроениях. Снижение индикатора может послужить важным фактором негативной динамики цен, поскольку ослабление производственной активности говорит о сокращении спроса на базовые материалы, которые, в свою очередь, реагируют на спад соответствующим падением стоимости.

Глобальный индекс PMI Manufacturing



Источник: JP Morgan

Основным потребителем останется Китай, где экономический рост, по прогнозам, продолжится в 2022–23 годах. Консенсус предполагает повышение китайского ВВП на 3,5% и 5% в текущем и следующем годах. Для сравнения: рост ВВП в еврозоне ожидается на уровне 2,9% и 0,5%. Бенефициарами ситуации остаются угольные компании. Цены на уголь и газ выросли в несколько раз по сравнению с прошлым годом, к чему производители не были готовы. Если раньше они занимали 30–40% себестоимости производства конечных алюминиевых или стальных компонентов,

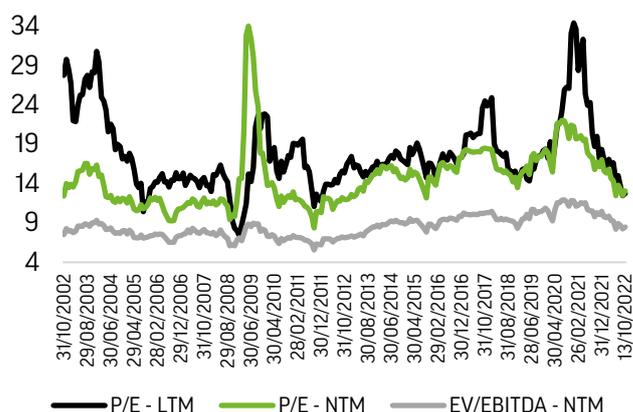
то в текущих рыночных условиях на их долю приходится до 50–60% себестоимости. С одной стороны, на рентабельность давит удорожание факторов производства, а с другой – падение реализуемых цен. Из-за этого производство большей части металлов становится экономически неэффективным, особенно для компаний, чья деятельность сфокусирована на низкомаржинальных юрисдикциях (в т.ч. страны Европы и Африки). Мы предполагаем, что, если ястребиные действия ФРС и других центральных банков не окажут должного влияния на затормаживание инфляционных темпов, то отличным хеджем может выступить серебро, поддерживаемое, с одной стороны, макроэкономической средой, а с другой – устойчивым спросом со стороны производственных предприятий Китая.

Рекомендуемые бумаги: ARCH, SBSW, MP, CTVA, KGC

На протяжении III квартала динамика сектора базовых материалов оказалась немногим хуже широкого рынка. Индекс XLB потерял 6%, а S&P 500 – всего 5%. Причиной падения стало сокращение объемов производства у многих компаний и снижение отпускных цен. Это повлекло за собой падение рентабельности производств. Общее количество активов под управлением ETF XLB сократилось на 26%, что эквивалентно оттоку средств в размере \$1,6 млрд. Однако не стоит ожидать восстановления, несмотря на то, что историческая динамика сектора была положительной в IV квартале, давая среднюю годовую доходность, равную 22%.

Форвардный показатель P/E упал ниже 13х, что наблюдалось всего лишь трижды за последние 20 лет. Это говорит о существенной недооценке сектора. Однако локальный минимум не может служить потенциальной возможностью для входа в позиции, поскольку отдельные виды сырья, такие как медь или алюминий, не будут востребованы на фоне слабых показателей производственной активности. Указанный мультипликатор, находится ниже среднего значения за последние 10 лет, и остается ниже, чем в 2000-х, что отражает позитивные настроения участников рынка.

Мы также сохраняем умеренный прогноз в отношении акций обрабатывающей отрасли в 2022–23 гг., но рекомендуем предпочесть компании из сельхозиндустрии с высокой географической диверсификацией, такие как Corteva Inc. (CTVA), FMC Corporation (FMC) и Mosaic Company (MOS).



Источник: FactSet

Китайский рынок (прогноз нейтральный)

С начала 2022 года основной индекс рынка материкового Китая China A50 снизился на 18%, а основной индекс Гонконгской биржи Hang Seng Index упал на 23%. Главный удар пришелся на техгиганты и компании с листингом в США: в то время как индекс китайских технологических акций в США KWEB упал на 28%, индекс IT-компаний в Гонконге Hang Seng Tech торгуется с дисконтом в 35% к значениям прошлого года и находится на историческом минимуме.

Этот спад спровоцировало несколько проблем, которые остаются нерешенными:

- Коронавирусные ограничения: политика нулевой терпимости к коронавирусу ведет к замедлению роста экономики (ВВП Китая в 2022 году впервые за историю может оказаться существенно ниже официально установленной властями цели: в среднем ожидается 3% роста в 2022 году против целевого показателя в 5,5%, а в 2023 году аналитики прогнозируют рост экономики на 4,8%).
- Девелоперский кризис: ограниченная возможность застройщиков по привлечению новых средств привела к неспособности девелоперов

погасить свои текущие долги, что, в свою очередь, поставило под угрозу деятельность региональных банков – кредиторов.

- Госрегулирование технологических компаний: продолжающееся с октября 2020 года государственное давление оказывает негативное влияние на техгигантов-монополистов (Alibaba, Tencent, Didi и др.).
- Эскалация тайваньского конфликта: возможное дальнейшее ухудшение обстановки в Тайваньском проливе и повышенный риск военных действий могут привести к серьезным экономическим санкциям в отношении Китая.
- Потенциальный делистинг китайских акций с рынков США: на данный момент стороны устранили противоречия, однако о полном отсутствии риска можно будет говорить только к декабрю 2022 года, когда США закончат первые проверки в отношении китайских компаний.

Наш базовый прогноз по финансовому рынку КНР и Гонконга на IV кв. 2022 года предполагает сохранение листинга китайских акций в США (т.к. ожидается, что американский регулятор не будет иметь вопросов к китайским компаниям после проверок), сохранение статуса-кво по Тайваню (из-за невыгодности эскалации для обеих сторон) и сохранение политики нулевой терпимости к коронавирусу (об этом свидетельствуют последние призывы государственных СМИ проявлять терпение к ограничениям), а в случае чрезвычайно низких экономических показателей – дополнительное стимулирование путем мер поддержки девелоперов и смягчения госрегулирования техсектора.

Китайский рынок остается нестабильным, и мы считаем, что текущие государственные меры поддержки экономики недостаточны для ускорения экономического роста, поэтому разворот рынка в начале-середине IV кв. 2022 года маловероятен, но стоит ожидать замедления либо остановки падения, а последующий серьезный рост будет возможен не ранее 2023-го. В случае если к концу 2022 года власти КНР примут новую широкомасштабную политику, способствующую быстрому экономическому восстановлению, выглядит обоснован-

ной покупка китайских акций в декабре 2022-го – январе 2023 года.

Мы сохраняем позитивный взгляд на китайский рынок в долгосрочной перспективе: большинство китайских компаний имеют низкий потенциал падения ввиду сохранения конкурентоспособности и возможностей оптимизации бизнес-процессов. Согласно нашим расчетам на данный момент, мультипликатор P/E для индекса Hang Seng останется в пределах 6,5–7 и в I кв. 2023 года укрепится в районе 7, EV/EBITDA с текущих 8 может вырасти до 8,5 в I кв. 2023 года. Менее подверженный колебаниям индекс China A50, вероятно, сохранит P/E в районе 12 с ростом до 12,5 в I кв. 2023 года, а EV/EBITDA удержится в районе 13,5. Ожидаемое начало восстановления китайского рынка через 1–2 квартала должно привести к дальнейшему повышению мультипликаторов ближе к середине 2023 года.

P/E Ratio



EV/EBITDA

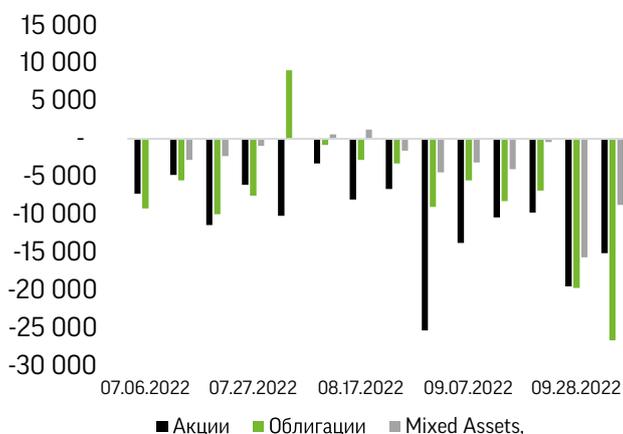


Наиболее перспективными, по нашему мнению, эмитентами на китайском рынке сейчас являются технологические компании в стратегических отраслях, пользующихся господдержкой: в первую очередь это компании, занимающиеся разработками в таких сферах, как искусственный интеллект (Baidu – BIDU или 9888.HK), полупроводники (GCL-Poly Energy – 3800.HK и Hua Hong Semiconductor – 1347.HK), солнечная энергетика (Jinko Solar – JKS и Xinyi Solar – 0968.HK) и электромобили (Li Auto – LI или 2015.HK). Однако представители этих секторов, как и все китайские акции, сейчас в большей степени зависят от общей экономической обстановки в КНР, чем от отдельных корпоративных событий. Наш общий прогноз по китайскому рынку на IV квартал 2022 года и I квартал 2023 года – нейтральный.

АНАЛИЗ SMART MONEY

По итогам III квартала активы под управлением глобальных УК сократились на \$1,07 трлн, или на 3,8%. Рекордно высокая инфляция и связанные с ней ожидания, геополитическая напряженность и неопределенность в отношении фискальной политики, в частности программы QT, стали причинами для «медвежьих» настроений в III квартале, которые, вероятно, сохранятся до конца года.

Еженедельные изменения финпотоков, млн долларов США



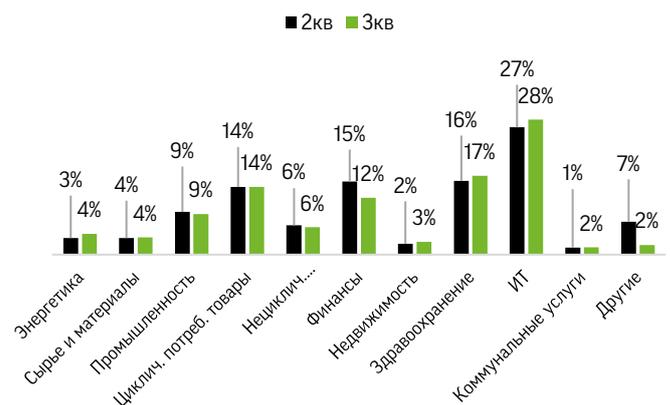
Всего было продано акций и облигаций в эквиваленте \$152 млрд и \$106 млрд, что в целом объяс-

няет динамику широкого рынка, который сократился на 5% за период. При этом облигации все равно показали сравнительно неплохую динамику, потому что за II квартал оттоки из инструментов с фиксированным доходом были в два раза больше – \$212 млрд. Единственным классом активов, который получил положительный приток средств, была недвижимость.

Согласно нашим наблюдениям, наибольшие продажи на общую сумму более \$25 млрд в акциях пришлось на последнюю неделю августа. Основные распродажи состоялись во второй половине квартала, поскольку настроения инвесторов становились все более пессимистичными.

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 циклическим потребительским товарам, которые занимают 27%, 17% и 14% соответственно. При этом в среднем доля здравоохранения выросла на 1%, в то время как доля циклических потребителей уменьшилась на 1%.

Распределение капитала крупнейших хедж-фондов по секторам



Наибольшая динамика была заметна у Berkshire Hathaway, который сократил свои доли в секторах финансов и ИТ на 2% и 3% соответственно, но увеличил присутствие в энергетике и нециклических потребительских товарах на 6%. Самой значимой покупкой оказалось приобретение 6 млн акций

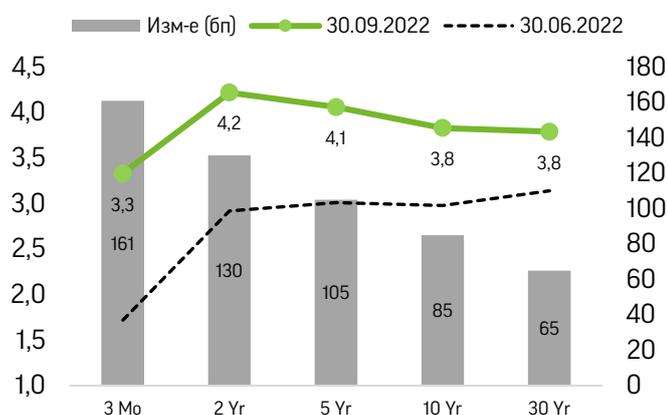
Occidental Petroleum Corp (OXY). Фонд AQR Capital Management также заметно скорректировал свой портфель, сократив свои позиции в секторе промышленности, потребительских товаров, ИТ, а также в коммунальных услугах, однако увеличив доли в энергетике, сырье, финансах и здравоохранении. Наиболее значимыми приобретенными акциями выделились Sibanye Stillwater (SBSW) и Harmony Gold Mining Company (HRM). Некоторые хедж-фонды, включая Bridgewater Associates, Adage Capital Management, The Baupost Group и D. Kempner Management приобрели 26,2 млн акций Warner Bros Discovery Inc. Также можно выделить фонды Millennium Management и Citadel Advisors, которые приобрели более 15 млн акций Kinross Gold Corp (KGC). Фонд Кети Вуд приобрел акции Robinhood Markets (HOOD) и Coinbase Global (COIN), увеличив долю владения до 33 млн и 9 млн акций соответственно.

ОБЛИГАЦИИ

Историческое снижение

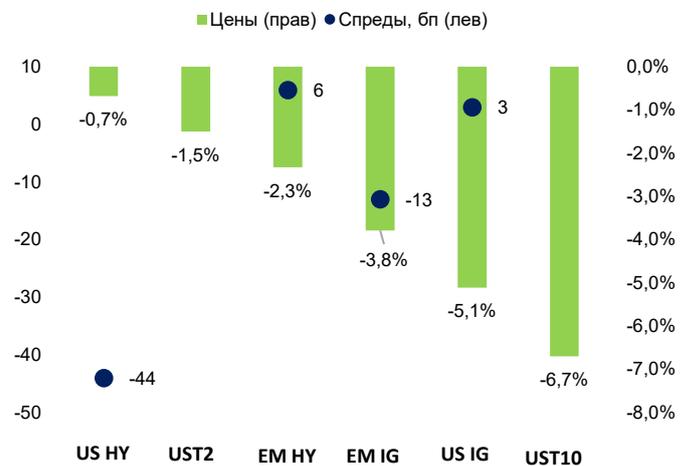
Снижение казначейских облигаций США стало историческим по масштабу. 10-летние казначейские облигации США упали на 6,7% за III квартал, а с начала года падение составило 17,8%. Доходности «десятилеток» прервали 15-летний тренд на снижение. Кривая US Treasuries перешла в глубокую инверсию: разница в доходности между двухлетними и 10-летними US Treasuries достигла 40 б.п.

Кривая US Treasuries



В сегменте корпоративных долларовых бондов по всем классам наблюдалось падение.

Изменение цен и спредов по различным классам долларовых облигаций в III кв. 22 г.



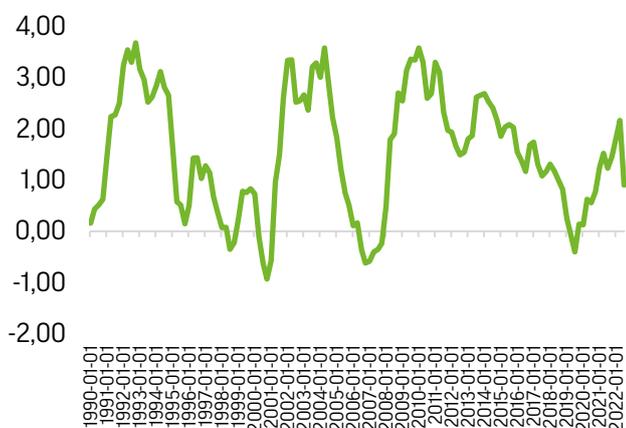
US HY – корпоративные высокодоходные USD/еврооблигации эмитентов США; EM HY – высокодоходные USD/еврооблигации эмитентов развивающихся стран; US IG – корпоративные USD/еврооблигации эмитентов инвестиционного рейтинга из США; EM IG – USD/еврооблигации эмитентов инвестиционного рейтинга из развивающихся стран. UST10 – 10-летние казначейские облигации США; UST2 – двухлетние казначейские облигации США. Изменение цен включает накопленный купонный доход (total return). Источник: Bloomberg, Fed, US Treasury

Очень примечательно, что сильнее всего падали бонды длительной дюрации инвестиционного уровня, несмотря на их низкий кредитный риск. Для корпоративных облигаций именно рост безрисковых доходностей, а не изменение риск-премий за дефолт и ликвидность, стал ключевой причиной падения. Рынок не торопится закладывать сильную волну дефолтов в доходности корпоративных бондов. Спред по высокодоходным бондам США даже сузился за квартал, а по индексу EM HY вырос всего на 6 б.п.

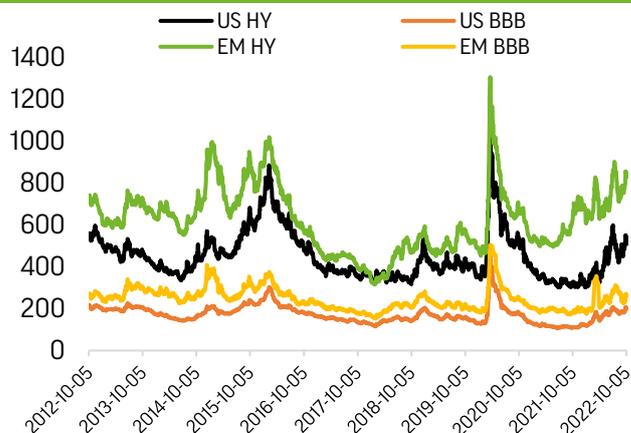
Удлинение портфелей

Повышательное давление на доходности 10-летних US Treasuries еще будет сохраняться. В то же время доходность «десятилеток» близка к пику, если закладывать терминальную ставку ФРС в районе 4,5–4,8%. По мере приближения ставки ФРС к пику доходность «десятилеток» обычно опускается ниже ставки Fed Funds. Увеличение дюрации облигационных портфелей может стать актуальным позже в IV квартале, но прежде хочется увидеть более четкие сигналы к замедлению инфляцион-

ного давления. Дно в корпоративных бондах инвестиционного уровня может быть достигнуто в ближайшие месяцы, несмотря на ожидаемое в следующем году замедление экономики США. Доходности US Treasuries играют более значительную роль для бондов инвестиционного уровня, а кредитный риск в них низок. Как только рынок нащупает потолок по 10-леткам в «длинных» корпоративных бумагах инвестиционного уровня, могут начаться покупки.

Доходность 10-летних US Treasuries минус Fed Funds Rate


Ситуация с высокодоходными корпоративными бондами отличается, так как они выпущены компаниями с более слабыми финансовыми показателями. Ожидаемый в 2023 г. экономический спад в США и удорожание стоимости фондирования станут более ощутимыми негативными событиями для сегмента high yield. Премии за кредитный риск в high yield еще могут существенно расширяться и падение до 10% вполне возможно при среднем расширении спреда на дополнительные 200 б.п. Если возможности для покупки «длинных» бондов инвестиционного уровня появятся в перспективе одного-двух месяцев, в отношении high yield стоит повременить. Также в текущей рыночной конъюнктуре присутствует риск волны технических распродаж и ликвидации леввериджа в системе. Для этого желательно иметь долю кэша в портфеле, чтобы подобрать упавшие после технических распродаж бумаги.

Исторические спреды по корпоративным долларovým евробондам, б.п.


В сегменте emerging markets интересно развитие ситуации в Бразилии после выборов президента в конце октября. Мы ограничивали аллокацию на бразильские евробонды сохраняем настороженность в их отношении до более ясного понимания экономического курса лидирующего кандидата Лулы да Силва. Также мы по-прежнему остерегаемся турецких евробондов из-за растущих макрорисков в связи с нестандартной монетарной политикой ЦБ Турции. Индонезийские корпоративные евробонды, особенно из сырьевого сектора (уголь, нефть и газ), остаются одними из фаворитов, предлагающих интересный баланс кредитного качества и высоких доходностей.

АКТУАЛЬНЫЙ МОДЕЛЬНЫЙ ПОРТФЕЛЬ

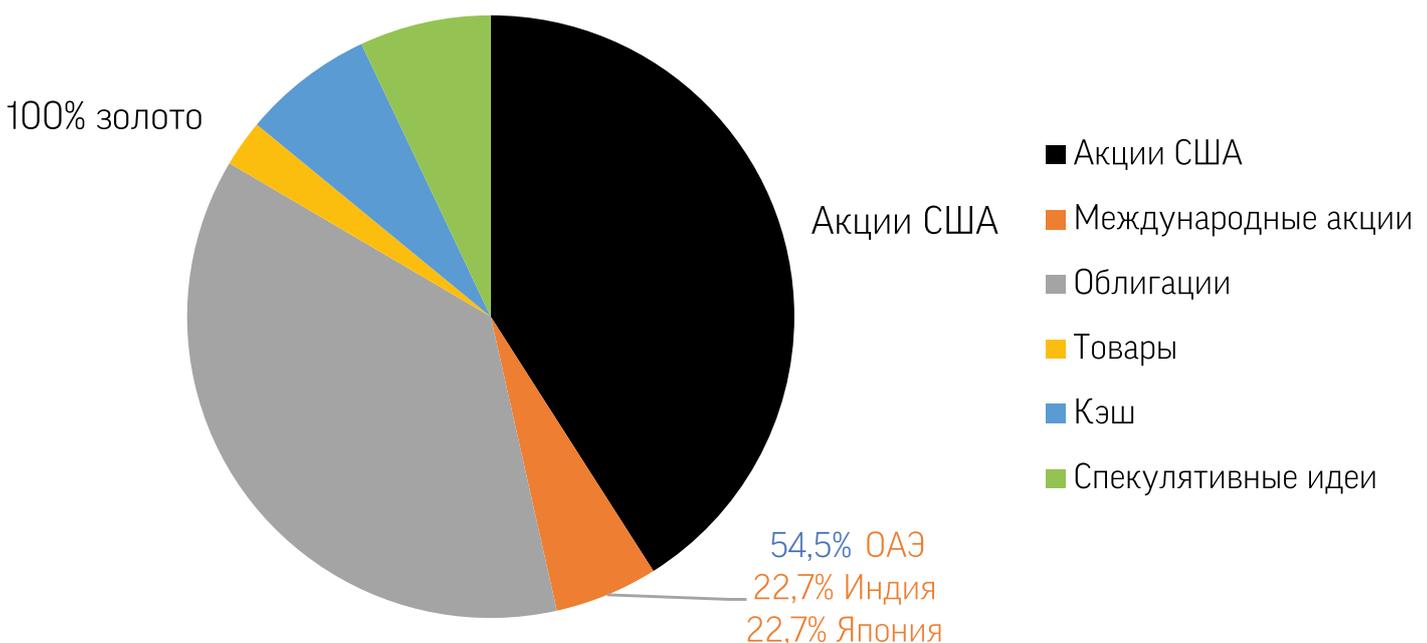
Базовый портфель представляет собой диверсифицированный набор активов, который включает публичные акции США, ETF на акции зарубежных рынков, спекулятивные идеи, облигации, депозитный счет и денежные средства. Данный портфель предназначен для инвесторов с умеренным риск-профилем.

Ключевые предпосылки на основе которых сформирован портфель:

- Макроэкономическая ситуация продолжает ухудшаться. ФРС и участники рынка пересматривают прогнозы динамики ВВП и безработицы в США в 2023 году в сторону ухудшения.

- Динамика инфляции (в первую очередь базовой) остается более устойчивой по сравнению с ожиданиями регулятора и участников рынка.
- Наш базовый сценарий предполагает снижение EPS в следующем году на 0,6% г/г, до отметки \$220. Справедливым взвешенным мультипликатором P/E NTM для индекса S&P 500 мы видим уровень 15 (исходя из исторических значений и исторической зависимости мультипликатором P/E и величины ставки UST 10).
- Исходя из ожидаемого дальнейшего повышения ставок ФРС, рост доходности 10-летних US Treasuries будет сохраняться до стабилизации инфляции, потому увеличение дюрации облигационных портфелей может стать актуальным в конце IV квартала или позже.
- Среди секторов, по которым ожидаем динамику лучше рынка в IV квартале, мы выделяем здравоохранение, коммунальные сервисы, товары первой необходимости, энергетику и коммуникации. Мы даем нейтральный прогноз по следующим секторам: возобновляемая энергетика, промышленность, сырьевой сектор. Более слабую динамику по сравнению с индексом S&P 500 мы ожидаем от ИТ-сектора, финансовых компаний, представителей индустрии недвижимости и автопрома.

Общая структура портфеля



Структура портфеля по секторам



Структура портфеля по секторам

Ожидаемая доходность	15,89%
Дивидендная доходность	1,04%
Стандартное отклонение (1 год)	22,60%
Коэффициент Шарпа (2 год)	0,36
Бета (1 год)	0,47

Состав портфеля и характеристики входящих в него акций

Тикер	Компания	Сектор	Текущая цена	Таргет	Доходность	Дивидендная доходность	B	Вес
FANG	Diamondback Energy, Inc.	Энергетика	140	174,2	30%	5,1%	0,9	0,80%
KMI	Kinder Morgan Inc Class P	Энергетика	18	20,4	23%	6,3%	0,6	0,80%
EOG	EOG Resources, Inc.	Энергетика	122	149,8	25%	2,4%	0,7	1,08%
BKR	Baker Hughes Company Class A	Энергетика	24	33,2	42%	3,0%	0,7	0,60%
BAC	Bank of America Corp	Финансовые услуги	34	41,1	22%	2,5%	1,0	1,19%
V	Visa Inc. Class A	Финансовые услуги	186	252,6	36%	0,8%	1,0	1,40%
CME	CME Group Inc. Class A	Финансовые услуги	174	205,3	20%	2,3%	0,6	0,70%
CB	Chubb Limited	Финансовые услуги	193	228,5	20%	1,7%	0,7	0,40%
PG	Procter & Gamble Company	Товары первой необходимости	129	149,0	19%	2,8%	0,4	1,20%
PEP	PepsiCo, Inc.	Товары первой необходимости	174	183,6	8%	2,6%	0,5	0,93%
KO	Coca-Cola Company	Товары первой необходимости	56	66,3	21%	3,1%	0,5	1,10%
MDLZ	Mondelez International, Inc. Class A	Товары первой необходимости	58	70,0	23%	2,6%	0,5	1,00%
STZ	Constellation Brands, Inc. Class A	Товары первой необходимости	226	275,1	23%	1,4%	0,5	0,90%
DG	Dollar General Corporation	Товары второй необходимости	237	268,3	14%	0,9%	0,6	1,37%
MCD	McDonald's Corporation	Товары второй необходимости	248	279,2	15%	2,4%	0,6	1,30%
ARCH	Arch Resources, Inc. Class A	Сырье	139	182,3	32%	0,7%	0,5	0,52%
CTVA	Corteva Inc	Сырье	61	68,7	13%	1,0%	0,7	0,51%
UAL	United Airlines Holdings, Inc.	Промышленность	37	50,0	35%	0,0%	1,6	0,70%
WM	Waste Management, Inc.	Промышленность	161	174,3	10%	1,6%	0,5	0,90%
LMT	Lockheed Martin Corporation	Промышленность	433	451,7	7%	2,8%	0,3	0,67%
BA	Boeing Company	Промышленность	137	202,4	47%	0,0%	1,3	0,60%
EQR	Equity Residential	Недвижимость	65	80,2	27%	3,8%	0,7	0,34%
CPT	Camden Property Trust	Недвижимость	116	155,6	37%	3,2%	0,6	0,34%
MAA	Mid-America Apartment Communities, Inc.	Недвижимость	151	192,9	31%	3,3%	0,7	0,34%
TMUS	T-Mobile US, Inc.	Коммуникационные услуги	136	173,5	28%	0,0%	0,7	1,10%
WBD	Warner Bros. Discovery, Inc. Series A	Коммуникационные услуги	13	23,0	79%	0,0%	1,2	0,60%
TTWO	Take-Two Interactive Software, Inc.	Коммуникационные услуги	121	164,3	35%	0,0%	0,9	0,50%
GOOGL	Alphabet Inc. Class A	Коммуникационные услуги	101	140,2	39%	0,0%	1,3	0,56%
DIS	Walt Disney Company	Коммуникационные услуги	99	137,8	40%	0,0%	1,1	0,52%
RUN	Sunrun Inc.	Коммунальные услуги	22	48,9	120%	0,0%	2,0	0,30%
VPU	Vanguard Utilities ETF	Коммунальные услуги	141	173,9	26%	3,2%	0,5	3,19%
PFE	Pfizer Inc.	Здравоохранение	44	54,9	27%	3,6%	0,4	1,50%
AZN	Astrazeneca PLC Sponsored ADR	Здравоохранение	56	71,7	31%	2,5%	0,5	1,20%

Тикер	Компания	Сектор	Текущая цена	Таргет	Доходность	Дивидендная доходность	В	Вес
ILMN	Illumina, Inc.	Здравоохранение	210	253,6	21%	0,0%	1,4	1,10%
MRK	Merck & Co., Inc.	Здравоохранение	95	101,7	10%	2,9%	0,3	1,19%
JNJ	Johnson & Johnson	Здравоохранение	167	186,0	14%	2,7%	0,3	1,60%
XBI	SPDR S&P BIOTECH ETF	Здравоохранение	81	143,0	76%	0,0%	1,3	1,20%
CRM	Salesforce, Inc.	IT	153	216,3	42%	0,0%	1,5	1,19%
MSFT	Microsoft Corporation	IT	236	318,1	36%	1,1%	1,2	1,00%
ADBE	Adobe Incorporated	IT	289	370,6	28%	0,0%	1,5	0,70%
AAPL	Apple Inc.	IT	144	180,7	27%	0,6%	1,2	1,70%
QCOM	QUALCOMM Incorporated	IT	111	177,2	63%	2,7%	1,5	0,70%
CDW	CDW Corp.	IT	161	212,4	34%	1,2%	1,1	0,50%
INTC	Intel Corporation	IT	26	34,1	38%	5,6%	1,1	0,38%
NLOK	NortonLifeLock Inc.	IT	21	27,0	28%	2,3%	0,7	0,30%
FN	Fabrinet	IT	102	127,3	25%	0,0%	1,1	0,30%
UAE	iShares MSCI UAE ETF	Международные акции (ОАЭ)	15	17,0	16%	4,3%	0,3	3,00%
INDA	iShares MSCI India ETF	Международные акции (Индия)	41	47,1	22%	7,1%	0,6	1,25%
EWJ	iShares MSCI Japan ETF	Международные акции (Япония)	49	60,8	28%	2,9%	0,7	1,25%
IAU	iShares Gold Trust	Товары	31	33,5	7%	0,0%	0,1	2,50%
	Диверсифицированный портфель облигаций	Облигации			7%			7%
	Спекулятивные идеоблигаций							7%
	Кэш (D-счет) облигаций				7%			7%

Мы предпочитаем защитное позиционирование в неблагоприятной для USD евробондов среде. Треть портфеля приходится на ультракороткие investment grade бонды развитых стран. Доходность портфеля улучшена за счет отобранных high yield евробондов компаний развивающихся стран с умеренной долговой нагрузкой и комфортным запасом ликвидности. Дюрация портфеля краткосрочная. В течение IV квартала по мере развития рыночной ситуации будет рассматриваться возможность увеличения дюрации портфеля.

Диверсифицированный портфель облигаций

Тикер	Компания	ISIN	Купон (%)	YTM Bid Price (%)	YTM Ask Price (%)	Bid Yield	Ask Yield	Текущая доходность (%)	Лет до погашения	Валюта	Кредитный рейтинг (средн)	Страна	Вес в портфеле
BAYNGR 3.875'23	Bayer US Finance II LLC	USU07265AC20	3,875	98,29	98,35	5,4	5,4	3,9	1,2	USD	BBB	DE	5,0%
VW 4.25'23	Volkswagen Group of America	USU9273ACG86	4,25	98,81	98,85	5,4	5,4	4,3	1,1	USD	BBB+	DE	5,0%
CS 6.5'23	Credit Suisse AG	XS0957135212	6,5	96,68	97,08	10,9	10,4	6,7	0,8	USD	BB+	CH	5,0%
GLENLN 4.125'24	Glencore Funding LLC	USU37818AU27	4,125	97,85	97,97	5,8	5,7	4,2	1,4	USD	BBB+	AU	5,0%
ECOPET 5.875'23	Ecopetrol SA	US279158AC30	5,875	99,16	99,34	6,8	6,6	5,9	0,9	USD	BB+	CO	5,0%
CMZB 8.125'23	Commerzbank AG	US20259DAA54	8,125	99,65	99,88	8,5	8,2	8,1	0,9	USD	BB+	DE	5,0%

Тикер	Компания	ISIN	Купон (%)	YTM Bid Price (%)	YTM Ask Price (%)	Bid Yield	Ask Yield	Текущая доходность (%)	Лет до погашения	Валюта	Кредитный рейтинг (средн)	Страна	Вес в портфеле
PEMEX 4.625'23	Petroleos Mexicanos	US71654QCD25	4,625	97,47	97,94	7,5	7,0	4,7	0,9	USD	BB	MX	5,0%
STX 4.875'24	Seagate HDD Cayman	US81180WAT80	4,875	97,97	98,18	6,4	6,3	5,0	1,4	USD	BB+	US	5,0%
BATSLN 2.789'24	BAT Capital Corp	US05526DBG97	2,789	94,59	94,71	5,9	5,8	2,9	1,9	USD	BBB	GB	5,0%
ADSEZ 3.375'24	Adani Ports & Special Economi	USY00130RW92	3,375	93,73	93,86	7,2	7,1	3,6	1,8	USD	BBB-	IN	5,0%
ADROIJ 4.25'24	Adaro Indonesia PT	USY70902AB04	4,25	94,40	94,71	7,3	7,1	4,5	2,0	USD	BB+	ID	5,0%
IEP 6.375'25	Icahn Enterprises LP / Icahn	US451102BQ92	6,375	96,66	97,42	7,6	7,3	6,6	3,2	USD	BB-	US	5,0%
OMAN 4.875'25	Oman Government International	XS1944412664	4,875	96,58	97,17	6,5	6,2	5,0	2,3	USD	BB-	OM	5,0%
JSTLIN 5.375'25	JSW Steel Ltd	XS2049728004	5,375	90,66	90,88	9,7	9,6	5,9	2,5	USD	BB	IN	5,0%
BANGAN 4.875'25	Banco Bilbao Vizcaya	USP1024TAN92	4,875	94,19	94,42	7,5	7,4	5,2	2,5	USD	BB+	CO	5,0%
AER 6.5'25	AerCap Ireland Capital DAC /	US00774MAN56	6,5	98,73	98,99	7,0	6,9	6,6	2,7	USD	BBB-	IE	5,0%
MERC 5.5'26	Mercer International Inc	US588056AW17	5,5	93,15	94,24	7,9	7,5	5,9	3,2	USD	B+	DE	5,0%
GM 5'27	General Motors Financial Co	US37045XDW39	5	93,77	93,92	6,6	6,6	5,3	4,5	USD	BBB-	US	5,0%
INDYIJ 5.875'24	Indika Energy Capital III Pte	USY39694AA51	5,875	96,68	96,96	7,7	7,5	6,1	2,1	USD	BB-	ID	5,0%
ARCO 5.875'27	Arcos Dorados Holdings Inc	USG0457FAC17	5,875	96,10	96,79	6,9	6,7	6,1	4,5	USD	BB	BR	5,0%
Портфель			5,875			6,9	6,9	6,9	6,9				100%

Мы также рекомендуем инвесторам выделять 7% капитала для краткосрочных спекулятивных инвестиционных идей. В условиях повышенной волатильности рынков такая стратегия может повысить доходность портфеля, не подвергая риску основной капитал.

Публичная компания «Freedom Finance Global PLC» оказывает брокерские (агентские) услуги на рынке ценных бумаг на территории Международного финансового центра «Астана» (МФЦА) в Республике Казахстан. При соблюдении требований, условий, ограничений и/или указаний действующего законодательства МФЦА, Компания уполномочена осуществлять следующие регулируемые виды деятельности согласно лицензии No. AFSA-A-LA-2020-0019: сделки с инвестициями в качестве принципала, сделки с инвестициями в качестве агента, управление инвестициями, предоставление консультаций по инвестициям и организация сделок с инвестициями. Владение ценными бумагами и прочими финансовыми инструментами всегда сопряжено с рисками: стоимость ценных бумаг и прочих финансовых инструментов может расти или падать. Результаты инвестирования в прошлом не гарантируют доходов в будущем. В соответствии с законодательством, компания не гарантирует и не обещает в будущем доходности вложений, не дает гарантии надежности возможных инвестиций и стабильности размеров возможных доходов.

Размещенные в данной презентации материалы носят справочно-информационный характер и адресованы клиентам Freedom Finance. Данные сведения не являются индивидуальной инвестиционной рекомендацией или предложением инвестировать в акции упомянутых компаний. Перечисленные в представленных материалах финансовые инструменты либо операции могут не соответствовать вашему инвестиционному профилю и инвестиционным целям (ожиданиям). Информация, содержащаяся в данном обзоре, не учитывает ваши личные инвестиционные цели, финансовые условия или нужды. Определение соответствия финансового инструмента либо операции инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и уровню допустимого риска является индивидуальной задачей. Freedom Finance не несет ответственности за возможные убытки инвестора в случае совершения им каких-либо торговых операций с упомянутыми в материале финансовыми инструментами и не рекомендует использовать представленные в нем сведения в качестве единственного источника информации при принятии инвестиционного решения.

© 2022 Freedom Finance Global PLC