



СТРАТЕГИЯ НА 2023 ГОД

ОГЛАВЛЕНИЕ

Вступление от Джона Роджерса	2
Основные выводы	3
Топ сектора и лучшие акции	4
Модельный портфель	8
Прогнозы на 2023 год	13
Обзор широкого рынка	15
a. Макротренды.....	15
b. Макроэкономические сценарии.....	17
c. Действия ФРС.....	21
d. Обзор рынка акций США. Итоги 2022 года.....	22
e. Ожидания по рынку акций США на 2023 год.....	27
Анализ по секторам	32
a. Технологический сектор.....	33
b. Коммуникационный сектор.....	34
c. Здравоохранение.....	35
d. Финансовый сектор.....	36
e. Автомобильная промышленность.....	37
f. Возобновляемая энергия.....	37
g. Сектор промышленности.....	38
h. Сектор недвижимости.....	39
i. Энергетический сектор.....	40
j. Товары вторичной необходимости.....	42
k. Товары первой необходимости.....	43
l. Сырьевая промышленность.....	44
m. Китайский рынок.....	45
Опционный обзор	47
Анализ Smart Money	49
Облигации	51

Вступление от Джона Роджерса

Джон Роджерс,
Исполнительный вице-президент,
Freedom Capital Markets



В качестве базового сценария на 2023 год мы рассматриваем умеренную рецессию в экономике в течение I-II кварталов. Негативную динамику ВВП кв/кв ожидаем во II квартале, которая будет сопровождаться ухудшением оценок роста EPS, давлением на оценочные мультипликаторы, а также низкой склонностью к риску в течение 1П 2023 года. Полагаем, что снижение экономической активности, сохранение повышенной инфляции и рост безработицы будут оказывать сдерживающий эффект на потребительские настроения, что приведет к снижению EPS на 3,3% по итогам 2023 года. При этом, в рамках базового сценария мы предполагаем, что основной индекс личных потребительских расходов (Core PCE) будет продолжать замедляться и к концу 2023 года составит 3,4%, что инициирует регулятора снизить ключевую

ставку в конце года на 25 б.п. Восстановление экономической активности в III-IV кварталах и ожидания смягчения ДКП ФРС в течение 2024 года будут стимулировать рост спроса на риск во 2П 2023 г. На фоне эффекта низкой базы и замедления инфляционного давления в 2024 году мы ожидаем восстановления маржинальности, что будет поддерживать рост EPS в 2024 году на уровне 9%.

Несмотря на сложную макроэкономическую ситуацию, наши аналитики по-прежнему конструктивно избирательны в отношении хорошо диверсифицированной группы акций США, которые, по нашим предположениям, покажут лучшие результаты в 2023 году. Перечисленные ниже ключевые идеи обеспечивают нашим клиентам межотраслевой охват как для акций роста, так и для акций стоимости.

Тикер	Название компании	Сектор	Целевая цена	Ожидаемая доходность	Прибыль (EPS NTM)	Оценка (P/E NTM)
SBSW	Sibanye Stillwater Limited Sponsored ADR	Сырье	13,13	20.0%	2.08	5.27
DLTR	Dollar Tree, Inc.	Товары первой необходимости	165	14.1%	7.78	18.57
CME	CME Group Inc. Class A	Финансы	200	12.3%	8.31	21.44
GM	General Motors Company	Автопром	46	18.6%	5.91	6.56
SGEN	Seagen, Inc.	Здравоохранение	173	29.0%	-2.38	-
LI	Li Auto, Inc. Sponsored ADR Class A	Китай	34	67.2%	0.19	104.87
KMI	Kinder Morgan Inc Class P	Энергетика	22.4	23.0%	1.13	16.14
TTWO	Take-Two Interactive Software, Inc.	Коммуникации	148	41.6%	5.72	18.27
DAL	Delta Air Lines, Inc.	Промышленность	42	25.8%	4.68	7.13
DLR	Digital Realty Trust, Inc.	Недвижимость	123	10.7%	1.22	91.13
PANW	Palo Alto Networks, Inc.	ИТ	170	5.8%	3.64	44.18

Основные выводы

Макроэкономическая ситуация продолжает ухудшаться – ФРС и ведущие банки мира пересматривают макропрогнозы на 2023 год. Согласно нашему базовому прогнозу, американская экономика может вырасти примерно на 0,3% в 2022 году, но процесс адаптации к высокой стоимости заимствований неизбежно продолжится в 2023 году, что почти наверняка вновь приведет к темпам роста ВВП ниже долгосрочного тренда, который оценивается регулятором на уровне 1,8%. Темпы роста реального потребления продолжают замедляться до околонулевой зоны, при этом фактором давления на них выступит рост уровня безработицы до 4,9% к третьему кварталу, а факторами поддержки окажутся избыточные сбережения, оставшиеся от периода пандемии, а также рост зарплат с темпами на уровне базовой инфляции. Во второй половине года экономическая активность начнет плавно восстанавливаться, так как экономика закончит процесс адаптации к режиму высоких ставок. Баланс спроса и предложения на рынке труда, скорее всего, выровняется, что приведет к дальнейшему замедлению номинального роста зарплат до 3,8% к концу 2023 года.

Мы сохраняем здоровый скептицизм относительно перспектив роста EPS и рынка в 2023 г. По нашему мнению, существенное замедление экономической активности в США приведет к умеренной рецессии в экономике в течение I–II кварталов, в результате чего потребление будет под давлением, что будет оказывать давление на рост выручки и маржу компаний, что приведет к сокращению EPS по итогам 2023 года на 3,3%.

Мы ожидаем, что рынок не полностью учитывает дальнейшее ухудшение динамики EPS в 2023 г., что вкупе с сохранением повышательной динамики ставок ФРС и ростом неопределенности относительно эффекта рецессии будет оказывать давление на настроение инвесторов в ближайшие кварталы. Восстановление экономической активности в III–IV кварталах и ожидания смягчения ДКП ФРС в течение 2024 года будут стимулировать рост спроса на риск во 2П 2023 г. На фоне эффекта низкой базы и замедления инфляционного давления в 2024 году мы ожидаем восстановления маржинальности в 2024 году, что будет поддерживать рост EPS в 2024 году на уровне 9%. В условиях обозначенных вводных мы полагаем, что справедливым значением форвардного мультипликатора P/E (P/E NTM) на конец 2023 года является значение на

уровне 16 (сравнение сценариев и целевое значение S&P 500 ниже). Целевое значение индекса S&P 500 на конец 2023 г. – 3750.

В структуре портфеля акций в перспективе ближайших кварталов мы продолжаем отдавать предпочтение защитным отраслям (здравоохранение, товары повседневного спроса, коммунальные сервисы), а также сектору энергетики на фоне повышенных политических рисков. Мы имеем нейтральный вью по автомобильному сектору (находится в стадии восстановления), а также по сектору коммуникаций (оказался под наибольшим давлением в течение 2022 г.). Во 2П 2023 г. мы ожидаем существенного улучшения динамики наиболее пострадавших в 2022 г. секторов, включая коммуникации, ИТ, товары длительного пользования, при одновременном ухудшении перспектив защитных секторов. Несмотря на признаки замедления инфляции, мы считаем, что риск сценария стагфляции – реальный. В этих условиях защита от присутствующей неопределенности в отношении конечной процентной ставки ФРС и уровня инфляции должна обеспечиваться гибкой структурой портфеля. Мы считаем, что структура портфеля, которая называется «штанга», с большим весом коротких (1–2 года) и растущим в течение года весом долгосрочных облигаций (7+ лет) является наиболее подходящей в текущих условиях.

В структуре базового портфеля смешанных активов выросла доля защитных инструментов: доля облигаций увеличена с 37% до 38% (фокус на краткосрочные и среднесрочные инструменты), доля кэша увеличена с 7% до 12,74%. При этом доля акций США сокращена с 41% до 35,5%, доля международных акций снижена с 5,5% до 4,25%.



Топ сектора и лучшие акции

	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	■		

Технологический сектор (вью – негативное)

Palo Alto Networks (PANW), целевая цена – \$170

Среди технологических компаний мы рекомендуем присмотреться к Palo Alto Networks (PANW). Компания является лидером рынка кибербезопасности с фокусом на гибридное облако. PANW быстро расширяет свою продуктовую платформу и имеет значительный потенциал роста в SASE-сегменте за счет кросс-продаж клиентам сегмента FireWall. Менеджмент ведет подтверждено эффективную политику точечных M&A сделок в наиболее перспективных направлениях, что создаёт значительные перспективы роста на среднесрочном горизонте. Компания обладает потенциалом ежегодного роста бизнеса на 20+%, маржой по FCF на уровне 30%. Palo Alto Networks стабильно наращивает маржинальность и имеет все шансы уже в 2023 г. войти в состав S&P 500.

Коммуникационный сектор (вью – нейтральное)

Take-Two (TTWO), целевая цена – \$148

Electronic Arts (EA), целевая цена – \$156

Привлекательный баланс риска и доходности можно найти в индустрии видеоигр – бизнес Take-Two (TTWO) и Electronic Arts (EA) демонстрирует относительную устойчивость в случае отсутствия сильной рецессии благодаря высокой операционной эффективности и уверенным среднесрочным планам по релизу новых игр, а их акции выглядят недооцененными. Целевая цена по акциям TTWO – \$148, по бумагам EA – \$156. Акции TTWO предлагают более высокие перспективы роста за счет потенциального выхода горячо ожидаемой игры GTA VI в 2025 году, в то время как акции EA в большей степени подходят для консервативных инвесторов за счет невысокой доли мобильного сегмента и стабильного портфолио спортивных симуляторов.

Здравоохранение (вью – позитивное)

Seagen (SGEN), целевая цена – \$173

Seagen – самостоятельный и быстрорастущий биотехнологический бизнес. Компания успешно коммерциализирует портфель перспективных препаратов. Спрос на продукты компании продолжает демонстрировать силу, а дополнительные назначения формируют воз-

можность долгосрочного роста выручки. Компания может стать прибыльной в 2024 г., а акции торгуются по фундаментально привлекательным оценкам. Возможное поглощение со стороны Merck может сохранять актуальность.

Финансовый сектор (вью – нейтральное)

CME (CME), целевая цена – \$200

Как оператор крупнейшей биржи деривативов CME Group стал одним из бенефициаров цикла ужесточения политики мировых центробанков и усиления волатильности на рынках капитала. С начала года объем торгов вырос на 26% г/г. В среднесрочной перспективе, до нормализации экономических условий компания продолжит выигрывать за счет высокого интереса к производным финансовым инструментам и спроса на рыночные данные. CME поддерживает высокий уровень маржинальности (53% по чистой прибыли) за счет сокращения расходов, консенсус FactSet закладывает рост EPS на 12% в 2023 году.

Автопром (вью – нейтральное)

General Motors Company (GM), целевая цена – \$46.

В рамках объявленной стратегии General Motors Company (GM) собирается к 2025 году выпустить не менее 30 новых моделей электромобилей по всему миру. К 2025 году выручка от сегмента электромобилей должна составить более \$50 млрд при выпуске 1 млн машин данной категории за год, а общие продажи достигнут более \$225 млрд (среднегодовой темп роста около 12%). Компания также планирует запустить новую цифровую розничную платформу, которая должна снизить затраты GM на \$2 тыс. за автомобиль. Текущая оценка в 7 прибылей, возможно, не отражает в должной мере перспективы развития сегмента электромобилей компании.

Сектор промышленности (вью – нейтральное)

Delta Air Lines (DAL), целевая цена – \$42.

Delta Air Lines (DAL) находится в стадии восстановления пассажирских потоков, тем не менее, компания при все еще существенном отставании в пассажиропотоках смогла восстановить объем выручки. Международные поездки остаются достаточно востребованными, а

потенциальное снятие ограничений в азиатском регионе может придать спросу дополнительный импульс. Отметим также тенденцию в бизнес-туризме, который, как ожидается, продолжит восстанавливаться в объемах в 2023 г. даже несмотря на ожидания экономического спада. Пока в эконом-сегменте идет ожесточенная борьба за клиентов, премиальный сегмент остается достаточно востребованным исходя из исторической динамики структуры выручки компании. Ожидаем, что 14 декабря менеджмент опубликует воодушевляющий гайденс касательно предстоящего года. Наш текущий таргет по цене акций составляет \$42.

Сектор недвижимости (вью – негативное)

Digital Realty Trust Inc (DLR), целевая цена – \$123

Digital Realty Trust Inc (DLR) – фонд недвижимости для предоставления серверных мощностей и размещения оборудования корпораций. Даже с учетом дальнейшего ужесточения ДКП акция торгуется с дисконтом к скорректированной стоимости чистых активов, а консенсус-таргет подразумевает справедливую стоимость на уровне \$123. Вопреки некоторым опасениям относительно серверного рынка консенсус-прогноз на 2023 подразумевает снижение вакантности до 15,5% с ожидаемых 16,2% по итогам 2022 г. Рост чистого операционного дохода ожидается на уровне 9%.

Товары первой необходимости (вью – позитивное)

Dollar Tree (DLTR), целевая цена – \$165

Дискаунтер понизил свои прогнозы по чистой прибыли из-за продолжающегося давления инфляции и высоких расходов на транспортировку. Компания вынуждена прибегать к более широкомасштабному снижению цен. Тем не менее сопоставимые продажи растут высокими однозначными темпами, что говорит о притоке новых клиентов. Усугубление рецессии может привести к миграции новых клиентов из семей с доходом более \$100 тыс. и повысить долю ритейлера. Кроме того, компания еще имеет \$1,85 млрд неизрасходованного лимита обратного выкупа.

Сырьевая промышленность (вью – нейтральное)

Sibanye Stillwater (SBSW), целевая цена – \$13

Sibanye-Stillwater имеет обширный портфель горнодобывающих и перерабатывающих предприятий, а также проектов на пяти континентах. На рынках металлов платиновой группы (МПГ) мы прогнозируем, что профицит платины постепенно перейдет в дефицит из-за значительного роста спроса на автомобильную платину. Более высокие цены корзины МПГ и увеличение объемов продаж привели к росту выручки в 2021 году на 35% г/г до \$11,6 млрд. Платина составляет 12% выручки, палладий – 31%, родий – 35% и золото – 17%. Коэффициент покрытия процентов составляет 29,78x, что свидетельствует о надежности баланса компании. Sibanye также относится к категории высокодивидендных компаний имея прогнозируемую дивидендную доходность 9,15%, что, согласно нашему анализу, в соответствии с 12%-ым потенциалом роста дает ожидаемую доходность на горизонте года в размере 21%.

Энергетика (вью – позитивное)

Киндер Морган (KMI), целевая цена – \$22,4

2023 год обещает стать непростым годом для циклических компаний, в том числе нефтегазовых. Имея это в виду, лучшим выбором среди нефтегазовых компаний для инвестора был бы сектор инфраструктуры. Из компаний, включенных в наш обзор, у Kinder Morgan (KMI) наилучшие перспективы. Компания является крупным владельцем активов по сбору, переработке и хранению природного газа, а также инфраструктуры транспортировки и хранения жидких углеводородов. Компания обеспечивает около 50% поставок природного газа на объекты по производству СПГ в Соединенных Штатах. Мы считаем, что увеличение добычи нефти и природного газа, увеличение выпуска нефтепродуктов и увеличение экспорта СПГ в 2023 году позволят компании увеличить ежеквартальную выплату дивидендов на 3%, до \$0,285, с доходностью 6,3% годовых. Наша целевая цена акций KMI составляет 22,4 доллара с потенциалом роста на 23%.

Китай (вью – позитивное)

Li Auto (LI), целевая цена – \$34

Мы делаем ставку на отложенный спрос на товары длительного пользования и придерживаемся инвестиций в компании, к которым китайское правительство относится благосклонно – рекомендуем обратить внимание на Li Auto (LI). Li Auto бьет прошлые рекорды продаж гибридных электромобилей, а снятие коронавирусных

ограничений не только увеличит спрос на продукцию компании, но и позитивно повлияет на цепочки поставок. Господдержка вместе с маржинальностью выше конкурентов позволит Li Auto успешно противостоять снижению цен на электромобили и выйти на точку без-

убыточности раньше остальных молодых компаний в секторе. Кроме того, увеличенный запас хода продукции Li Auto позволит занять доминирующее положение на новых рынках сбыта со слабо развитой инфраструктурой уже в самом начале их роста.



Модельный портфель

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 по динамике 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 рискованным, с высоким уровнем неопределенности. В то же время недавние комплексные меры по поддержке рынка жилья (что является позитивным фактором для ряда отраслей), а также признаки смягчения позиции государства в отношении ограничений по COVID-19 позволяют рассчитывать на ускорение экономического роста в 2023 году.
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 ЕМ), 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, кроме того, 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 - +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		Принимая во внимание политические риски, сохраняющиеся в энергетическом секторе, скоординированные действия ОПЕК+ и среднесрочные факторы, благоприятные для страны, а также одни из лучших результатов фондового рынка (CAGR котировок с 2007 года составляет 10%, с 2017 года - 14%), мы полагаем, что рынок ОАЭ является сильным. В то же время замедление темпов роста мировой экономики станет сдерживающим фактором для нефти и рынка ОАЭ в 2023 году.

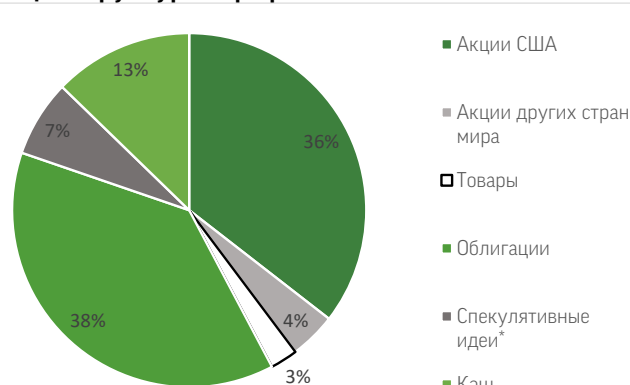
Базовый портфель представляет собой диверсифицированный портфель активов, который включает публичные акции США, ETF на акции зарубежных рынков, спекулятивные идеи, облигации, депозитный счет и денежные средства. Данный портфель предназначен для инвесторов с умеренным риск-профилем.

Базовые предпосылки на основе которых сформирован портфель:

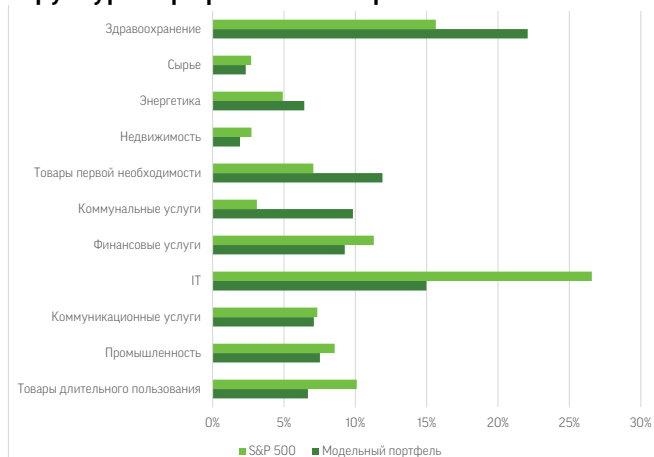
- В качестве базового сценария на 2023 год мы рассматриваем умеренную рецессию в экономике в течение I-II кварталов (негативную динамику ВВП кв/кв ожидаем во II квартале), которая будет сопровождаться ухудшением оценок роста EPS, давлением на оценочные мультипликаторы, уходом инвесторов от риска в течение 1П 2023 года.
- Снижение EPS на 3,3% по итогам 2023 года. При этом в рамках базового сценария, мы предполагаем, что базовый ценовой индекс расходов на личное потребление (Core PCE) будет продолжать замедляться и к концу 2023 года составит 3,4%, что позволит регулятору снизить ключевую ставку в конце 2023 года на 50 б.п.
- Восстановление экономической активности в III-IV кварталах и ожидания смягчения ДКП ФРС в течение 2024 года будут стимулировать рост спроса на риск во 2П 2023 г.
- На фоне эффекта низкой базы и замедления инфляционного давления в 2024 году мы ожидаем восстановления маржинальности, что будет поддерживать рост EPS в 2024 году на уровне 9%.
- Мы полагаем, что справедливым значением форвардного мультипликатора P/E (P/E NTM) на конец 2023 года является значение на уровне 16.

Среди секторов, по которым мы ожидаем динамику лучше рынка в 2023г. мы выделяем следующие: здравоохранение, коммунальные сервисы, товары первой необходимости, энергетика. Мы имеем нейтральное вью по следующим секторам: возобновляемая энергетика, промышленность, сырьевая промышленность. Более слабую динамику, по сравнению с индексом S&P 500 мы ожидаем от следующих секторов: ИТ-сектор, финансы, недвижимость.

Общая структура портфеля:



Структура портфеля по секторам



Основные характеристики портфеля

Ожидаемая доходность	10,71%
Дивидендная доходность	0,78%
Доходность за 1 год фактическая	- 2,96%
Стандартное отклонение (1 год)	9,81%
Коэффициент Шарпа 2 год	0,38
Бета 1 год	0,4



Состав портфеля и характеристики портфеля акций

Тикер	Компания	Сектор	Текущая цена	Таргет, USD	Ожидаемая див. доходность	Ожидаемая доходность	Бета (B)	Вес
FANG-US	Diamondback Energy, Inc.	Энергетика	136,8	182,2	2,0%	35%	2,51	0,60%
KMI-US	Kinder Morgan Inc Class P	Энергетика	18,1	19,8	6,1%	16%	1,25	0,80%
EOG-US	EOG Resources, Inc.	Энергетика	125,9	157,7	2,6%	28%	1,85	0,88%
BAC-US	Bank of America Corp	Финансовые услуги	32,3	41,4	2,7%	31%	0,99	0,69%
V-US	Visa Inc. Class A	Финансовые услуги	213,3	249,3	0,8%	18%	1,16	1,40%
PYPL-US	PayPal Holdings, Inc.	Финансовые услуги	72,6	104,1	0,0%	43%	0,86	0,50%
CME-US	CME Group Inc. Class A	Финансовые услуги	174,9	203,2	2,3%	18%	1,30	0,70%
PG-US	Procter & Gamble Company	Товары первой необходимости	152,8	150,2	2,4%	1%	0,49	1,20%
PEP-US	PepsiCo, Inc.	Товары первой необходимости	183,4	186,2	2,5%	4%	0,54	0,93%
KO-US	Coca-Cola Company	Товары первой необходимости	64,0	66,6	2,8%	7%	0,83	1,10%
MDLZ-US	Mondelez International, Inc. Class A	Товары первой необходимости	67,3	71,9	2,3%	9%	0,70	1,00%
DG-US	Dollar General Corporation	Товары длительного пользования	247,5	266,1	0,9%	8%	0,21	1,37%
MCD-US	McDonald's Corporation	Товары длительного пользования	274,5	288,7	2,2%	7%	0,52	1,00%
SBSW-US	Sibanye Stillwater Limited Sponsored ADR	Сырье	10,7	13,1	6,1%	29%	1,78	0,32%
CTVA-US	Corteva Inc	Сырье	61,7	72,5	1,0%	18%	0,66	0,51%
DAL-US	Delta Air Lines, Inc.	Промышленность	34,3	48,8	0,0%	42%	1,29	0,50%
WM-US	Waste Management, Inc.	Промышленность	166,5	175,3	1,6%	7%	0,74	0,90%
LMT-US	Lockheed Martin Corporation	Промышленность	485,2	478,7	2,5%	1%	0,51	0,67%
BA-US	Boeing Company	Промышленность	188,3	198,2	0,0%	5%	0,84	0,60%



Тикер	Компания	Сектор	Текущая цена	Таргет, USD	Ожидаемая див. доходность	Ожидаемая доходность	Бета (В)	Вес
VNQ-US	Vanguard Real Estate ETF	Недвижимость	87,5	99,6	3,6%	17%	1,09	0,34%
MAA-US	Mid-America Apartment Communities, Inc.	Недвижимость	164,5	181,9	3,4%	14%	0,79	0,34%
TMUS-US	T-Mobile US, Inc.	Коммуникационные услуги	142,4	178,6	0,0%	25%	0,61	1,40%
WBD-US	Warner Bros. Discovery, Inc. Series A	Коммуникационные услуги	11,0	19,8	0,0%	81%	1,15	0,90%
DIS-US	Walt Disney Company	Коммуникационные услуги	94,2	119,6	0,0%	27%	0,94	0,22%
VPU-US	Vanguard Utilities ETF	Коммунальные услуги	158,0	161,0	2,9%	5%	0,73	3,49%
PFE-US	Pfizer Inc.	Здравоохранение	54,5	55,2	3,0%	4%	0,00	1,30%
UNH-US	UnitedHealth Group Incorporated	Здравоохранение	538,4	594,1	1,2%	12%	0,96	1,10%
AZN-US	Astrazeneca PLC Sponsored ADR	Здравоохранение	70,4	75,6	2,0%	9%	0,94	1,20%
ILMN-US	Illumina, Inc.	Здравоохранение	210,0	249,0	0,0%	19%	1,07	1,10%
MRK-US	Merck & Co., Inc.	Здравоохранение	111,6	112,0	2,6%	3%	0,29	0,74%
JNJ-US	Johnson & Johnson	Здравоохранение	179,8	185,4	2,5%	6%	0,57	1,60%
XBI-US	SPDR S&P BIOTECH ETF	Здравоохранение	83,1	136,4	0,0%	64%	0,21	0,80%
CRM-US	Salesforce, Inc.	IT	134,8	195,7	0,0%	45%	1,10	0,79%
MSFT-US	Microsoft Corporation	IT	257,2	293,1	1,1%	15%	0,88	0,75%
ADBE-US	Adobe Incorporated	IT	339,9	365,4	0,0%	7%	1,11	0,40%
AAPL-US	Apple Inc.	IT	143,2	173,7	0,6%	22%	1,35	1,70%
QCOM-US	QUALCOMM Incorporated	IT	121,7	150,3	2,5%	26%	1,52	0,60%
CDW-US	CDW Corp.	IT	192,0	210,2	1,2%	11%	1,49	0,50%
INTC-US	Intel Corporation	IT	28,3	30,1	5,2%	12%	1,21	0,38%
FN-US	Fabrinet	IT	130,2	130,9	0,0%	1%	1,53	0,20%
UAE	iShares MSCI UAE ETF	Международные акции (ОАЭ)	14,8	16,6	2,7%	15%	0,24	0,50%
MCHI	iShares MSCI China ETF	Международные акции (Китай)	48,4	60,7	1,7%	27%	0,67	2,50%
EWJ	iShares MSCI Japan ETF	Международные акции (Япония)	55,9	64,3	1,2%	16%	0,78	1,25%
IAU	iShares Gold Trust	Товары	34,3	36,2	0,0%	5%	0,49	2,50%
	Диверсифицированный портфель облигаций	Облигации				7%		38,00%
	Спекулятивные идеи*					10%		7,00%
	Кэш (D-счет)					3%		12,74%

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

Мы предпочитаем защитное позиционирование в неблагоприятной для USD евробондов среде. Треть портфеля приходится на ультра-короткие 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 - короткая.

Диверсифицированный портфель облигаций

Название компании	ISIN	Купон (%)	Доходность к погашению (%)	Погашение	Лет до погашения	Мин лот	Валюта	Кредитный рейтинг (средн)	Страна	Объем в обращении
Bayer US Finance II LLC	USU07265AC20	3,9	5,29	12/15/2023	1,02	200 000	USD	BBB	DE	2250
Volkswagen Group of America	USU9273ACG86	4,3	5,36	11/13/2023	0,94	200 000	USD	BBB+	DE	1250
United States Treasury	US9128284L18	2,8	4,31	4/30/2023	0,38	100	USD	AAA	US	39466
Commerzbank AG	US20259DAA54	8,1	6,68	9/19/2023	0,79	200 000	USD	BB+	DE	1000
Credit Suisse AG	XS0957135212	6,5	12,16	8/8/2023	0,67	200 000	USD	BB+	CH	2500
Petroleos Mexicanos	US71654QCD25	4,6	6,43	9/21/2023	0,79	10 000	USD	BB	MX	895,444
Glencore Funding LLC	USU37818AU27	4,1	5,40	3/12/2024	1,26	2 000	USD	BBB+	AU	1000
BAT Capital Corp	US05526DBG97	2,8	5,44	9/6/2024	1,75	2 000	USD	BBB	GB	1000
SURA Asset Management SA	USN8370TAA45	4,9	5,83	4/17/2024	1,36	100 000	USD	BBB	CO	500
Inversiones CMPC SA	USP58072AK83	4,8	5,31	9/15/2024	1,78	200 000	USD	BBB-	CL	500
Gruma SAB de CV	US400131AG30	4,9	5,21	12/1/2024	1,99	200 000	USD	BBB	MX	400
Indika Energy Capital III Pte	USY39694AA51	5,9	6,60	11/9/2024	1,93	200 000	USD	BB-	ID	333,377
Adaro Indonesia PT	USY70902AB04	4,3	6,03	10/31/2024	1,90	250 000	USD	BB+	ID	750
SoftBank Group Corp	XS1684384511	4,8	7,26	9/19/2024	1,79	200 000	USD	BB-	JP	783,014
Fibria Overseas Finance Ltd	US31572UAG13	4,0	5,44	1/14/2025	2,11	2 000	USD	BBB-	BR	339,652
Banco Bilbao Vizcaya	USP1024TAN92	4,9	6,66	4/21/2025	2,37	150 000	USD	BB+	CO	400
Grupo Televisa SAB	US40049JAV98	6,6	5,30	3/18/2025	2,28	100 000	USD	BBB	MX	266,42
Citigroup Inc	US172967JT97	4,4	5,07	6/10/2025	2,51	1 000	USD	BBB+	US	2500
Icahn Enterprises LP / Icahn	US451102BQ92	6,4	6,69	12/15/2025	3,03	2 000	USD	BB-	US	746,335
AerCap Ireland Capital DAC /	US00774MAN56	6,5	6,03	7/15/2025	2,61	150 000	USD	BBB-	IE	1250
Среднее значение		5,0	6,1		1,7					

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.

Прогнозы на 2023 год

Рецессия на пороге

Неопределенность относительно 2023г. остается крайне высокой: часть участников рынка полагают, что худшее уже позади и фондовый рынок завершит 2023г. ростом, другие опасаются более устойчивой инфляции и повышенных рисков рецессии. Неопределенность относительно 2023 года, может быть охарактеризованы недавней фразой главы ФРС: «Я просто не думаю, что кто-то знает, будет ли у нас рецессия или нет. И даже если бы кто-то знал это, неизвестно на сколько рецессия будет глубокой», – сказал Пауэлл.

Декабрьский опрос мировых управляющих активами, проведенный Deutsche Bank, указывает на то, что 78% респондентов ожидает рецессии в 2023г. Таким образом, можно говорить о том, что рецессия в экономике США в следующем году фактически уже является консенсусом для рынка, при этом, ключевыми точками неопределенности являются: длительность рецессии, темпы сокращения занятости и темпы сокращения инвестиционных программ, давление на маржинальность, длительность удержания процентных ставок. В качестве базового сценария на 2023 год мы рассматриваем умеренную рецессию в экономике в течение I-II кварталов (негативную динамику ВВП кв/кв ожи-

даем во II квартале), которая будет сопровождаться ухудшением оценок роста EPS, давлением на оценочные мультипликаторы, уходом инвесторов от риска в течение 1П 2023 года. В рамках базового сценария мы ожидаем, что снижение экономической активности, сохранение повышенной инфляции, рост безработицы будут оказывать сдерживающий эффект на потребительские настроения, что приведет к снижению EPS на 3,3% по итогам 2023 года. При этом, в рамках базового сценария мы предполагаем, что базовый ценовой индекс расходов на личное потребление (Core PCE) будет продолжать замедляться и к концу 2023 года составит 3,4%, что позволит регулятору снизить ключевую ставку в конце 2023 года на 50 б.п. Восстановление экономической активности в III–IV кварталах и ожидания смягчения ДКП ФРС в течение 2024 года будут стимулировать рост спроса на риск во 2П 2023 г. На фоне эффекта низкой базы и замедления инфляционного давления в 2024 году мы ожидаем восстановления маржинальности, что будет поддерживать рост EPS в 2024 году на уровне 9%. В условиях обозначенных вводных мы полагаем, что справедливым значением форвардного мультипликатора P/E (P/E NTM) на конец 2023 года является значение на уровне 16 (сравнение сценариев и целевое значение S&P 500 ниже).



Сценарии развития ситуации на фондовом рынке в 2023 году

	Мягкая посадка	Умеренная рецессия	Стагфляция
Ставка ФРС (2023 г.)	4,6%	5,1%	5,6%
Ставка ФРС (2024 г.)	3,1%	3,5%	4,3%
U.S. 10 Year Treasury (2023 г.)	3,9%	4,4%	4,8%
U.S. 10 Year Treasury (2024 г.)	3,4%	3,6%	4,1%
EPS (2023 г.)	218,5	211,2	203,2
Изменение EPS (2023 г.)	0,0%	-3,3%	-7,0%
EPS (2024 г.)	240,4	230,2	217,4
Изменение EPS (2024 г.)	10%	9%	7%
P/E NTM (2023 г.)	17,4	16,0	14,5
Вероятность	30%	55%	15%
S&P 500	4182,1	3676,0	3152,7

Допущения

Динамика экономики замедляется в 1П 2023 г., но, в поквартальном выражении, в минус ВВП не уходит. Динамика инфляции (Core PCE) замедляется ускоренными темпами (до 2,9% по итогам 2023 г.), что делает возможным снижение ставки ФРС на 50 б.п. до 4,25%, по итогам 2023 г., а также позволяет рассчитывать на более быстрое замедление инфляции в 2024 году. Во второй половине 2023 года темпы роста ВВП демонстрируют восстановление, что стимулирует улучшение оценок динамики ВВП, EPS и маржинальности компаний на 2024 г. Данные предпосылки позволяют рассчитывать на более высокий уровень P/E NTM на отметке 17,3 в конце 2023 года.

Рецессия в экономике наблюдается в течение 1П 2023 года, что стимулирует замедление инфляции. Во второй половине 2023 г. экономическая активность восстанавливается, ФРС снижает ставку на 50 б.п. в конце года, до 4,75% и сигнализирует о дальнейшем смягчении ДКП при сохранении понижающего тренда по инфляции. Замедление инфляции и постепенное восстановление спроса оказывает поддержку маржинальности компаний в конце 2023 года. Улучшение перспектив экономики в совокупности с ожидаемым трендом на снижение ставки в 2024-2025 гг. делает оправданным ожидание мультипликатора P/E NTM на уровне 16 по итогам 2023 г.

В основе данного сценария лежит более устойчивая динамика инфляции в 2023 году, что стимулирует ФРС делать более агрессивные шаги по контролю за инфляцией и позволяет снизить ставки в конце 2023 г. лишь на 25 б.п., до 5,5%. На фоне жесткой ДКП, повышенной инфляции и сдержанной потребительской активности, компании сталкиваются с большим давлением маржу, что приводит к сокращению EPS на 7% по итогам года. Полагаем, что смешанные ожидания относительно инфляции в 2024 г. и вялое восстановление экономики в течение 2П 2023-2024 гг. делают оправданным оценочный мультипликатор P/E NTM на уровне 14,5 в конце 2023 г.

Взвешенная оценка S&P 500 на конец 2023 г. составляет 3750.

Обзор широкого рынка

Макротренды

Американская экономика может вырасти примерно на 0,3% в 2022 году, но процесс адаптации к высокой стоимости заимствований неизбежно продолжится в 2023 году, что почти наверняка вновь приведет к темпам роста ВВП ниже долгосрочного тренда, который оценивается регулятором на уровне 1,8%.

Текущая макроэкономическая неопределенность примечательна тем, что в ее условиях экономисты совершенно обоснованно могут предполагать практически противоположные варианты развития событий – от «мягкого приземления» до стагфляции. С одной стороны, мы видим лагерь экспертов, которые уверены в том, что ФРС сможет побороть инфляцию с минимальными негативными последствиями. С другой стороны, в инвестсообществе начинают громко звучать голоса, предупреждающие о риске стагфляции, когда регулятор ошибается и оказывается неспособным быстро восстановить ценовую стабильность. Мы думаем, что наиболее вероятная «истина», как всегда, лежит посередине – мы считаем базовым сценарием «умеренную рецессию».

Перед описанием конкретных сценариев мы хотели бы перечислить топ-5 макроэкономических тем, которые, на наш взгляд, будут в центре внимания в 2023 году.

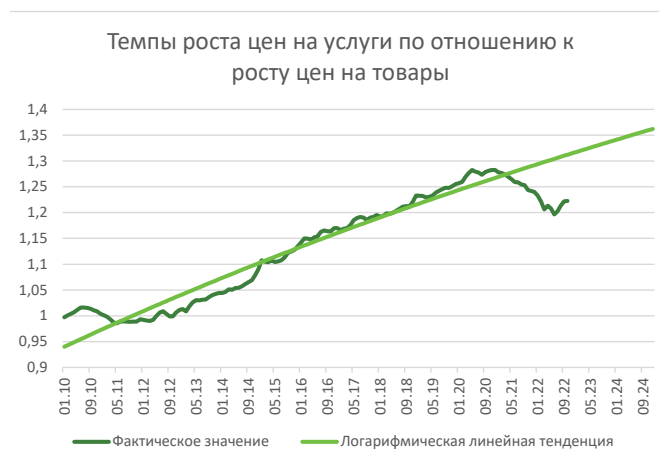
Смещение структуры потребления в сторону услуг

В 2020–2021 гг. наблюдалось резкое отклонение модели потребления от долгосрочного тренда из-за эффекта пандемии, что выражается в сдвиге реального спроса с услуг на товары. Эта динамика, в свою очередь, привела к крайне неблагоприятным последствиям – резкому росту цен на товары. Многолетний тренд на опережение темпов роста цен на услуги над темпами роста цен на товары временно сломался, но мы полагаем, что в следующие два года темпы роста цен на услуги будут «догонять» свое долгосрочное течение (т.е. темпы роста цен на услуги будут выше, чем на товары) благодаря хотя бы частичному восстановлению модели потребления, существовавшей до пандемии. Уже сейчас наблюдается большой дифференциал между опережающими инфляционными индикаторами. К примеру, ценовой компонент индекса деловой

активности в производственной сфере от ISM опустился значительно ниже 50 пунктов, указывая на дефляционные процессы, в то время как тот же ценовой компонент для сферы услуг все еще держится около 70 пунктов. Процесс возврата к трендам по реальному и номинальному объему потребления товаров и услуг – это то, что будет определять динамику большинства макроэкономических показателей и возможные диспропорции внутри их компонентов.



Источник: FactSet, анализ Freedom Finance Global

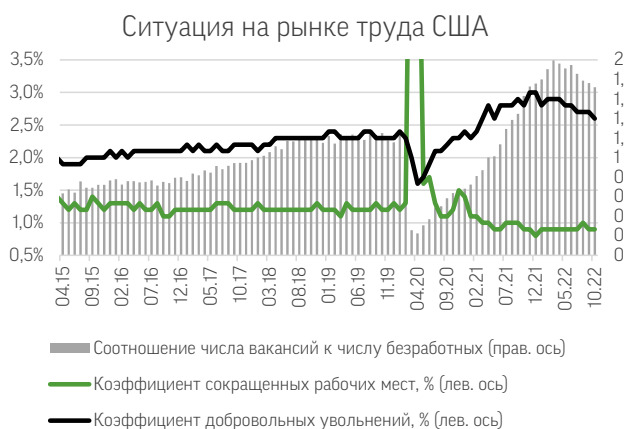


Источник: FactSet, анализ Freedom Finance Global

Охлаждение рынка труда

Недоукомплектованный штат компаний в некоторых отраслях (например, горнодобывающая промышленность, развлечения и гостиничный бизнес) все еще является проблемой, приводящей к активному росту

зарплата с темпом около 5% г/г. Глава ФРС Джером Пауэлл отмечает, что зарплаты растут с темпом, который не соотносится с целью ФРС по достижению ценовой стабильности. Темпы найма в 2022 году оказались гораздо сильнее, чем мы могли себе представить: с начала года средний ежемесячный прирост числа рабочих мест в несельскохозяйственном секторе составил 391 тыс. – это в два раза выше, чем среднее значение за 2018–2019 гг. И, тем не менее, на рынке труда все еще гораздо больше вакансий, чем безработных – соотношение составляет 1,7. Это значение является очень высоким по историческим меркам. Для сравнения, в 2019 году оно в среднем составляло 1,15. Следствием обилия вакансий на рынке труда стала повышенная текучесть кадров, стимулирующая рост средних зарплат. Мы полагаем, что напряженность на рынке труда будет постепенно снижаться в 2023 году, а уровень безработицы вырастет до 4,9% к третьему кварталу, но большую неопределенность вызывает степень конечного влияния этого процесса на динамику зарплат.



Источник: FactSet, анализ Freedom Finance Global

Нормализация инфляционных ожиданий потребителей

Динамика зарплат и успех ФРС в борьбе с инфляцией в 2023 году во многом будет зависеть от того, как быстро произойдет нормализация инфляционных ожиданий потребителей. Этот процесс уже активно идет, в немалой степени благодаря снижению цен на бензин. Дело в том, что этот товар имеет особое влияние на формирование ожиданий потребителей по росту цен в экономике, потому что США – автомобильная страна.

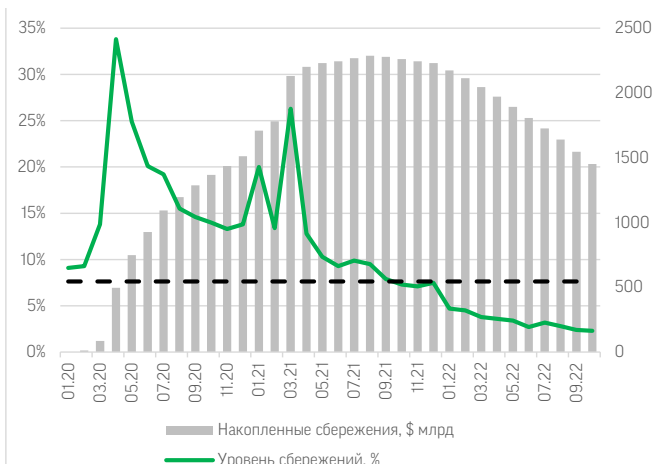
Тем не менее инфляционные ожидания все еще остаются на крайне некомфортных отметках для регулятора. Чем дольше инфляционные ожидания остаются повышенными, тем сложнее бороться с инфляцией: некоторые американцы уже требуют включения условия о ежегодной индексации зарплаты на размер инфляции в контракты при приеме на работу, и это то, чего больше всего опасается Федрезерв. В этой связи следует подчеркнуть, что новый заметный скачок инфляционных ожиданий может повлечь за собой агрессивную реакцию ФРС в виде изменения траектории движения ставки. Впрочем, в базовом сценарии мы ждем продолжение тенденции к снижению однолетних инфляционных ожиданий в 2023 году.



Источник: FactSet

Истощение накопленных сбережений

Потребители по-прежнему имеют большой запас сбережений, накопленных за период пандемии с помощью государственных стимулов. Несмотря на то, что ежемесячный уровень личных сбережений опустился до 2,3%, минимума с 2005 года, текущий объем избыточных накоплений домохозяйств, по нашим оценкам, составляет \$1,45 трлн, что может поддержать спрос в следующем году и уберечь экономику от глубокой коррекции. Большой объем накоплений является проблемой для ФРС, задача которой – охладить совокупный спрос для снижения инфляции. Впрочем, неопределенность состоит в том, что реальный объем оставшихся от пандемии избыточных сбережений может быть меньше, потому что их частично могли использовать потребители для погашения ипотечных займов и инвестирования в ценные бумаги.



Источник: FactSet, анализ Freedom Finance Global

Сокращение инвестиций в строительном секторе

Уверенность строительных компаний по индексу NABV уже упала до минимальных уровней пандемийного кризиса 2020 года (до 31 пункта, где значение ниже 50 означает сокращение активности), что может указывать на потенциально серьезное падение числа разрешений на строительство в 2023 году. Снижение инвестиций в секторе уже ощутимо бьет по росту реального ВВП. Например, в третьем квартале 2022 года сокращение частных инвестиций в строительство жилых помещений отняло от показателя ВВП около 1,4 п.п. Для сравнения, за тот же период весь прирост реального потребления добавил к ВВП лишь 1,2 п.п. Пик негативного эффекта от роста ипотечных ставок мы будем ждать в первом полугодии 2023 года. Падение доступности жилья уже с середины лета при-

водит к планомерной коррекции цен на рынке недвижимости. Впрочем, низкое по историческим меркам количество доступных на рынке объектов сдерживает цены от «свободного падения». Неопределенность заключается в том, как сокращение строительства повлияет на темпы роста средней арендной платы, ключевого компонента инфляции, принимая во внимание ожидаемое повышение спроса на аренду со стороны тех домохозяйств, которые не могут себе позволить собственное жилье из-за роста средних ежемесячных затрат по обслуживанию ипотеки в два раза с 2019 года. В частности, из-за этого явления активность по строительству многоквартирных домов пока выглядит достаточно устойчивой, а строительство небольших частных домов упало. На наш взгляд, из-за этого темпы роста арендной платы в 2023 году будут превышать темп роста стоимости жилья, который будет близок к нулевым отметкам.

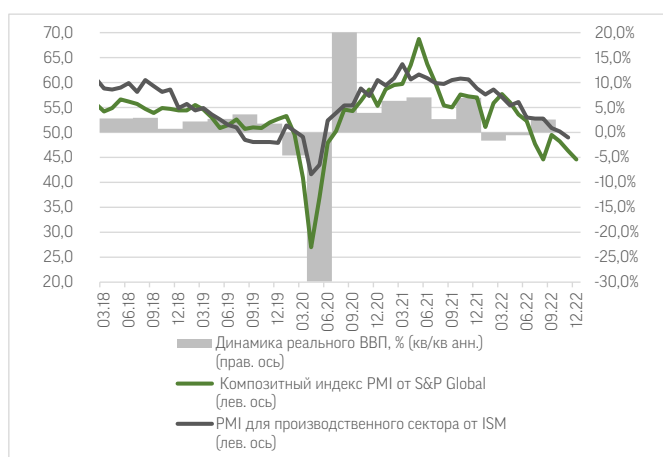


Источник: FactSet

Макроэкономические сценарии

Базовый сценарий: умеренная рецессия

В первой половине года экономика с наибольшей вероятностью столкнется с умеренной непродолжительной рецессией, так как уже в настоящее время экономическая активность по отдельным опережающим показателям сокращается с темпом, характерным для спада в экономике. К примеру, композитный индекс деловой активности от S&P Global уже ушел в отрицательную зону (ниже 50 пунктов), что по историческим данным соответствует рецессии. Аналогичные индексы деловой активности от ISM по сектору услуг и по производству показывают чуть более позитивную картину, но также склонны к снижению.



Умеренная рецессия будет характеризоваться следующими параметрами:

- Темпы роста реального потребления продолжат замедляться до околонулевой зоны, при этом фактором давления на них выступит рост уровня безработицы до 4,9% к третьему кварталу, а факторами поддержки окажутся избыточные сбережения, оставшиеся от периода пандемии, а также рост зарплат с темпами на уровне базовой инфляции.
- Во второй половине года экономическая активность начнет плавно восстанавливаться, так как экономика закончит процесс адаптации к режиму высоких ставок. Баланс спроса и предложения на рынке труда скорее всего выровняется, что приведет к дальнейшему замедлению номинального роста зарплат до 3,8% к концу 2023 года, но они перейдут к устойчивому росту в реальном выражении за счет заметного снижения инфляции в течение первого полугодия.
- Базовая инфляция РСЕ останется заметно выше цели ФРС в 2023–2024 гг., но постепенно будет двигаться к ней. Динамика цен по товарам и услугам будет очень неоднородной: по товарам зафиксируется дефляция, тогда как инфляция в услугах будет более устойчивой из-за роста зарплат.

Полагаем, что ФРС придется повысить ставку до 5,25% к марту 2023 года, и мы ждем, что регулятор перейдет к систематическому и планомерному снижению ставки в конце 2023 года, когда базовая инфляция РСЕ опустится ниже ставки более чем на 1,5 п.п.

	Текущ.	Q1 23	Q2 23	Q3 23	Q4 23	2023	2024
Рост реального ВВП, % (кв/кв)	2,9	0,0	0,2	0,3	1,1	0,3	1,4
Базовый РСЕ, % (г/г)	5,0	4,4	4,0	3,5	3,3	3,8	2,6
Уровень безработицы, %	3,7	3,9	4,5	4,9	4,9	4,6	4,7
Темп роста средней почасовой заработной платы, %	5,1	4,6	4,5	4,2	3,8	4,3	3,6
Ставка ФРС (верхняя граница), %	4,00	5,25	5,25	5,25	4,75	5,1	3,5
Доходность 10-летних трежерис	3,5	4,50	4,50	4,35	4,15	4,4	3,6

Оптимистичный сценарий: «мягкое приземление»

Мы полагаем, что наиболее благоприятный сценарий развития событий все еще вполне возможен, но для него потребуется комбинация из следующих факторов:

- Рынок труда должен показать заметное охлаждение в плане снижения числа вакансий, но при этом работодатели должны проявить стойкость и воздержаться от массовых сокращений.
- Инфляционные ожидания потребителей на следующий год должны упасть, чтобы это оказало влияние на требуемые повышения зарплат.
- Для снижения краткосрочных инфляционных ожиданий может потребоваться устойчивое падение котировок нефти и газа, так как это позволит ожидать

снижения цен на нефтепродукты, электроэнергию и продукты нефтехимии. В свою очередь, снижение котировок нефти и газа должно быть обусловлено сокращением геополитической премии, либо слабым экономическим ростом в Китае.

- Самым важным слагаемым в сценарии «мягкого приземления» является достаточно уверенный внутренний спрос в США.

В этом сценарии рост ВВП может составить 0,6%, что не является выдающимся результатом, но самым главным достижением будет считаться падение базовой инфляции PCE ниже 3% к концу 2023 года при росте уровня безработицы менее чем на 1 п.п. за год. ФРС может поднять ставку до 4,75% в самом начале года и удерживать ее на этом уровне до конца третьего квартала, прежде чем перейти к планомерному ее снижению.

	Текущ.	Q1 23	Q2 23	Q3 23	Q4 23	2023	2024
Рост реального ВВП, % (кв/кв)	2,9	0,1	0,1	0,8	1,4	0,6	1,7
Базовый PCE, % (г/г)	5,0	4,3	3,8	3,3	2,9	3,6	2,3
Уровень безработицы, %	3,7	3,8	4,3	4,5	4,6	4,3	4,5
Темп роста средней почасовой заработной платы, %	5,1	4,5	4,1	3,8	3,7	4,0	3,5
Ставка ФРС (верхняя граница), %	4,00	4,75	4,75	4,75	4,25	4,6	3,1
Доходность 10-летних трежерис	3,5	4,00	4,00	3,90	3,80	3,9	3,4

Пессимистичный сценарий: стагфляция

Стагфляция воспринимается нами как худший потенциальный сценарий, потому что выйти из состояния с высокой инфляцией и слабым или почти отсутствующим реальным экономическим ростом будет очень трудно – путь к нормализации может в этом случае занять несколько лет. Для того, чтобы риск стагфляции реализовался, должна произойти комбинация из следующих факторов:

- Рост зарплат должен оказаться гораздо более устойчивым, чем ожидается на текущий момент. В свою очередь, это может быть связано с менее активными темпами увольнений, более устойчивым потребительским спросом, а также с сохранением повышенных инфляционных ожиданий.
- В вопросе роста потребительских инфляционных ожиданий большую роль может сыграть реализация риска повышения цен на нефть, что способно

произойти из-за геополитических факторов или на фоне выхода Китая из политики «нулевой терпимости» к коронавирусу.

- ВВП должен показать сокращение, но не из-за слабого потребительского спроса, а из-за отрицательных компонентов чистого экспорта и инвестиций.

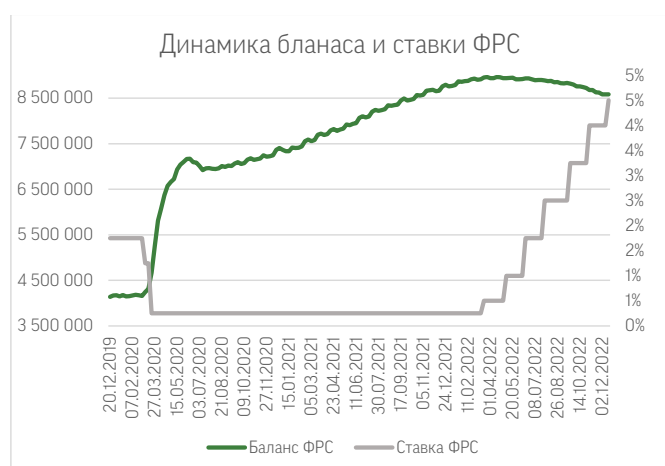
Рост безработицы в этом сценарии будет выглядеть более медленным, чем в сценарии умеренной рецессии, но окажется более долгосрочным. В сценарии стагфляции пик уровня безработицы мы ждем лишь в 2024 году на уровне медианы с 1960 года – около 5,6%. Такой взгляд на рынок труда обуславливает высокие и устойчивые темпы роста зарплат, что приводит к риску появления еще более тесной взаимосвязи между зарплатами и ценами. Федрезерв будет реагировать ростом ставки до 5,75% во втором квартале, а также будет вынужден держать ставку на среднем уровне 4,3% в 2024 году. Снижение ставки может начаться в декабре 2023 года, либо в начале 2024 года.

	Текущ.	Q1 23	Q2 23	Q3 23	Q4 23	2023	2024
Рост реального ВВП, % (кв/кв)	2,9	0,1	0,5	0,2	0,8	0,0	1,0
Базовый PCE, % (г/г)	5,0	4,9	4,6	4,3	3,9	4,4	3,0
Уровень безработицы, %	3,7	3,9	4,4	4,6	4,8	4,4	5,4
Темп роста средней почасовой заработной платы, %	5,1	4,8	4,8	4,6	4,3	4,6	3,7
Ставка ФРС (верхняя граница), %	4,00	5,25	5,75	5,75	5,50	5,6	4,3
Доходность 10-летних трежерис	3,5	4,50	5,00	5,00	4,75	4,8	4,1

Действия ФРС

В течение всего 2022г. позиция ФРС ужесточалась, – регулятор постепенно ускорил темпы повышения ставок с 25 б.п. в марте 2022 года, до 75 б.п. в июне 2022г. Повышения ставок, сопровождалось сокращением баланса активов регулятора начиная с июня 2022 года, что является дополнительным фактором ужесточения финансовых условий.

За 2022 год, ФРС повысил ставку с 00,25%, до 4,25-4,5%, по итогам семи заседаний регулятора. Баланс ФРС, по сравнению с пиковыми уровнями 2022г., сократился на настоящий момент на \$382 млрд.



Источник: FactSet

Ужесточение монетарной политики ФРС было обусловлено более устойчивой динамикой инфляции, по сравнению с оценками регулятора и сопровождалось ухудшением прогнозов на 2023г.

Динамика основных прогнозных переменных на 2023г.:

	Ставка ФРС	ВВП	Безработица	Базовый PCE индекс
дек.21	1,1% - 2,1%	1,8% - 2,8%	2,8% - 4,0%	2,0% - 3,5%
мар.22	2,1%-3,6%	2,0% - 2,9%	3,1% - 4,0%	2,1% - 3,5%
июн.22	2,9%-4,4%	0,8% - 2,5%	3,2% - 4,5%	2,5% - 3,5%
сен.22	3,9%-4,9%	0,3% - 1,9%	3,7% - 5,0%	2,4% - 4,1%
дек.22	4,9%-5,6%	0,5% - 1,0%	4,0% - 5,3%	2,6% - 4,1%

Источник: federalreserve.gov

На фоне частичного прогресса в замедлении динамики инфляции, а также фактического значительного прироста ставок, чиновники ФРС сигнализировали в октябре сигнализировали о замедлении динамики повышения ставок, что рынок интерпретировал как сигнал о близком развороте политики регулятора. При этом, в течение года, члены комитета по операциям на открытом рынке, неоднократно сигнализировали о том, что регулятор будет воздерживаться от быстрой смены курса. По итогам последнего в этом году заседания ФРС можно отметить следующие ключевые вещи:

- Ставка, как и ожидалось, была повышена на 50 б.п.
- Согласно точечной диаграмме, ставка ФРС по итогам 2023 года составит 5,1%, – таким образом, вероятно, можно ожидать, либо 3 повышения по ~25 б.п., либо повышение на 50 б.п. + 25 б.п., и соответственно, ноль снижений.
- Пауэлл охарактеризовал текущие условия, как недостаточно ограничительные, потому он указал на необходимость дальнейшего повышения ставок.
- Среди положительных моментов, можно отметить, что Пауэлл все еще не исключает возможности «мягкой посадки» экономики в 2023 году.
- Также Пауэлл отметил, что проблемы в цепочках поставок разрешены.
- Кроме того, был повторен нарратив относительно того, что ФРС не пойдет на «преждевременное» смягчение ДКП.
- ФРС сохраняет осторожный взгляд на инфляцию и на базовый PCE индекс (55% всего индекса – согласно данным ФРС), так как данный индекс, по словам Пауэлла, является функцией от состояния рынка труда, который является очень сильным, что будет оказывать сдерживающий эффект на замедление динамики инфляции.

В рамках базового сценария, мы ожидаем, что средняя ставка ФРС по итогам 2023г. составит 5,1%. При этом, на фоне того, что мы ожидаем умеренной рецессии в экономике США и роста безработицы, мы полагаем, что давление на динамику з/п будет постепенно ослабевать, что будет приводить к устойчивому замедлению базового индекса PCE, что создаст условия снижения процентной ставки ФРС на 50 б.п. по итогам 2023г., до 4,75%.

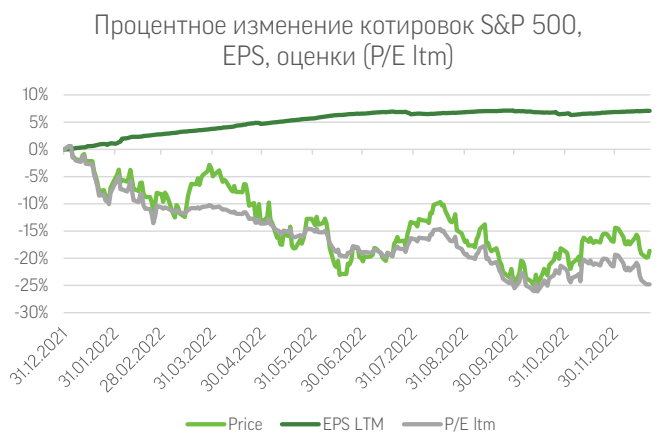
Обзор рынка акций США. Итоги 2022 года.

С начала года индексы США находятся под давлением ряда переменных, ключевой из которых стала переоценка рыночных мультипликаторов, на фоне ускорения ФРС ужесточения ДКП США с начала 2022 года. Ужесточение ДКП регулятор реализовывал в виде повышения ставки и сокращения баланса ФРС. В течение 1П 2022г., ФРС последовательно ускорял динамику повышения ставок и смещал оценки предельной целевой ставки в течение года вверх.



Источник: Factset

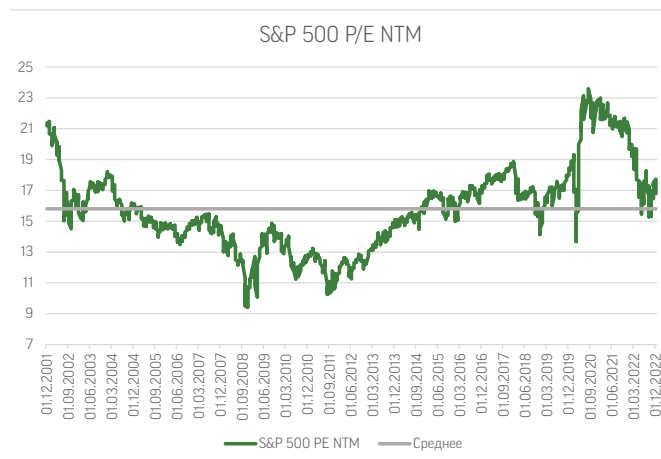
Результатом сдерживающей политики ФРС стал рост безрискованной ставки на всем протяжении кривой, что стимулировало рост коэффициента доходности (Earnings Yield) и как следствие, оказывало обратный эффект на величину мультипликатора P/E ltm, что можно проследить на графике ниже.



Источник: Factset, анализ Freedom Finance Global

Амплитуда отклонения оценок рынка в течение 2020-

2021гг., от среднеисторических уровней, визуализирована на следующем графике:



Источник: Factset, анализ Freedom Finance Global

Повышенные оценки рынка в начале 2022г., были функцией от нескольких переменных, среди которых можно отметить низкие доходности гособлигаций США, а также высокие темпы роста EPS которые рынок продемонстрировал в 2021 году, и ожидания сохранения двузначной динамики EPS в 2022-м.

Эффект высокой базы 2021 года, и повышенные оценочные мультипликаторы оказывали давление на настроения инвесторов в начале 2022г., но с наиболее сильным давлением рынок столкнулся во II квартале, на фоне роста страхов инвесторов, относительно потенциальной рецессии в 2023г. Страхи были обусловлены темпами повышения, а также исторической и фундаментальной зависимостью между амплитудой изменения ставки ФРС и динамикой ВВП.



Источник: Factset, анализ Freedom Finance Global

Страхи потенциальной рецессии в 2023г. усилились на фоне пересмотров прогнозов на III квартал 2022г.

(при этом, фактические результаты оказались лучше, на фоне эффекта низкой базы) и ухудшения прогнозов на

IV квартал 2022г., что можно видеть в таблицах ниже:

Динамика консесус-прогноза изменения EPS в 3 кв 2022г. на дату

Индекс	30.07.2022	15.08.2022	31.08.2022	15.09.2022	30.09.2022	15.10.2022	24.10.2022
S&P 500	6%	5%	4%	4%	3%	2%	2%
Энергетика	119%	117%	118%	119%	116%	121%	120%
Сырье	5%	3%	3%	0%	-5%	-11%	-11%
Промышленность	28%	28%	28%	28%	26%	26%	27%
Потреб. Тов. Длит. Польз	21%	19%	17%	16%	12%	10%	10%
Повседневные тов.	-2%	-2%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%
Здравоохранение	-4%	-6%	-6%	-6%	-6%	-7%	-6%
Финансы	-9%	-10%	-9%	-9%	-10%	-15%	-16%
ИТ	0%	-2%	-3%	-3%	-3%	-4%	-4%
Услуги связи	-13%	-16%	-16%	-16%	-17%	-19%	-17%
Коммунальные услуги	-4%	-6%	-6%	-6%	-7%	-7%	-8%
Недвижимость	12%	12%	12%	12%	11%	11%	11%

Источник: Factset, анализ Freedom Finance Global

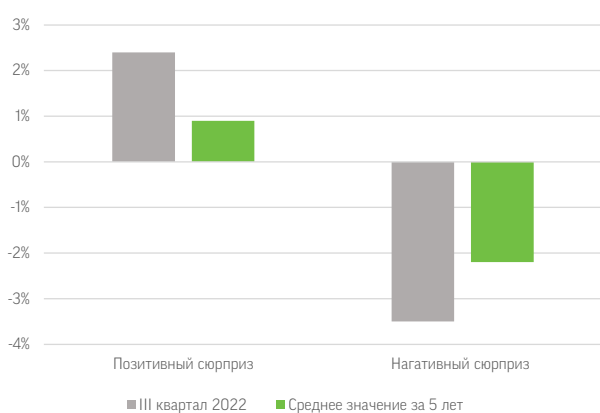
Динамика консесус-прогноза изменения EPS в 4 кв 2022г. на дату

Индекс	30.09.2022	15.10.2022	30.10.2022	15.11.2022	30.11.2022	15.12.2022	20.12.2022
S&P 500	5%	4%	1%	-1%	-1%	-2%	-2%
Энергетика	63%	65%	69%	73%	72%	67%	67%
Сырье	-2%	-8%	-15%	-22%	-23%	-23%	-23%
Промышленность	43%	43%	42%	41%	41%	42%	42%
Потреб. Тов. Длит. Польз	-4%	-5%	-11%	-14%	-16%	-17%	-17%
Повседневные тов.	0%	-1%	-2%	-4%	-4%	-3%	-3%
Здравоохранение	-2%	-2%	-3%	-9%	-9%	-9%	-9%
Финансы	-3%	-3%	-4%	-5%	-5%	-6%	-6%
ИТ	0%	-1%	-6%	-8%	-8%	-9%	-9%
Услуги связи	-8%	-8%	-16%	-19%	-19%	-20%	-20%
Коммунальные услуги	7%	7%	10%	8%	7%	7%	7%
Недвижимость	9%	9%	6%	5%	5%	5%	5%

Источник: Factset, анализ Freedom Finance Global

Ухудшение квартальных результатов стимулировало рост осторожности инвесторов, которые агрессивно фиксировали позиции по компаниям, не дотянувших до прогнозов. При этом, по эмитентам, результаты которых превзошли оценки рынка, наблюдались активные покупки, что отражает сохранение умеренных финансовых условий и наличие значительных запасов ликвидности.

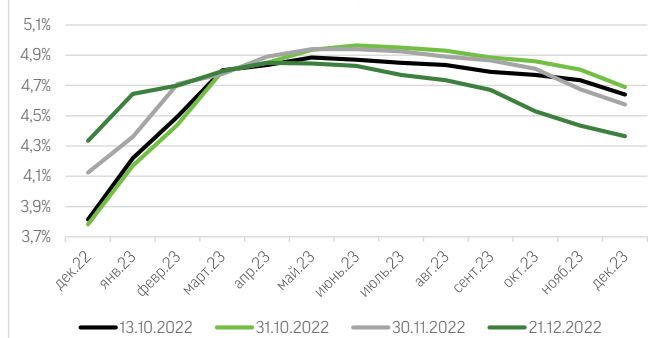
Изменение котировок в результате положительного/отрицательного отклонения результата по EPS



Источник: Factset

При этом, в IV квартале рынок развернулся, что стало возможным, благодаря сочетанию следующих переменных: учет рынком ряда негативных факторов, существенный уровень медвежьих настроений на рынке, ожидания смягчения позиции ФРС, в условиях возможной рецессии в США в 2023 году, а также комментарии представителей ФРС о замедлении темпов повышения процентных ставок и близости терминальной ставки. Данные факторы стимулировали изменение ожидаемой формы прогнозной ставки ФРС на следующий год (фьючерсная кривая на ставку ФРС, согласно данным CME):

Ожидания по ставке ФРС (фьючерсная кривая CME)



Источник: Factset

Динамика рынка, в разрезе секторов индекса S&P 500 по состоянию на 22 декабря 2022г., была следующей:

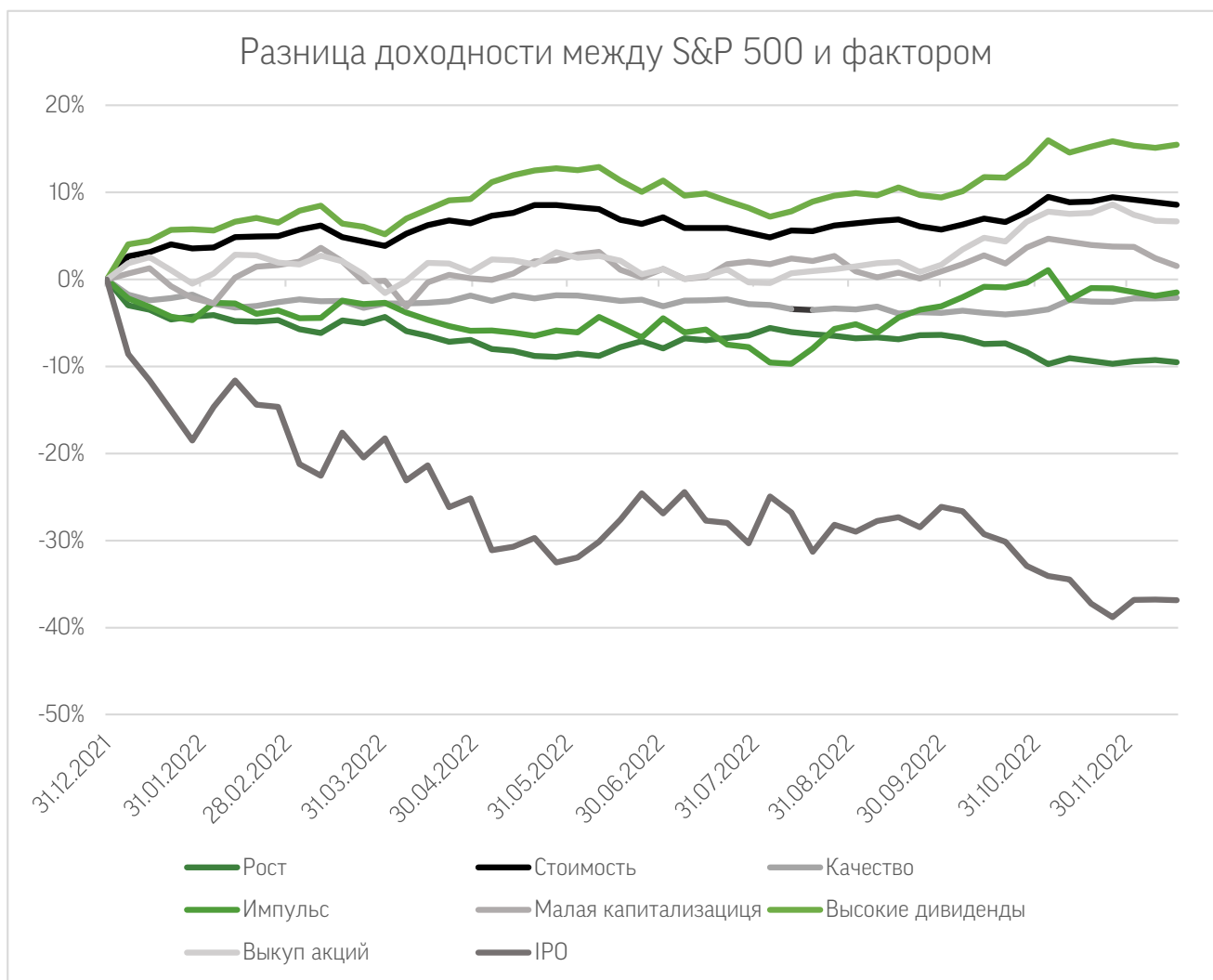
	IV кв.	III кв.	II кв.	I кв.	С начала года
S&P 500	8,2%	-5,3%	-16,4%	-4,9%	-18,6%
Энергетика	20,0%	-5,0%	-6,1%	37,7%	56,9%
Сырье	16,1%	-2,8%	-16,3%	-2,8%	-12,8%
Промышленность	19,7%	-4,2%	-15,2%	-2,7%	-6,3%
Товары длительного пользования	-8,4%	-4,6%	-26,3%	-9,2%	-36,2%
Товары повседневного спроса	12,7%	-5,6%	-5,2%	-1,6%	-2,6%
Здравоохранение	12,6%	-1,9%	-6,3%	-3,0%	-3,3%
Финансы	12,6%	-3,9%	-17,9%	-1,9%	-12,6%
Информационные технологии	7,2%	-5,5%	-20,4%	-8,6%	-27,0%
Коммуникационные сервисы	-1,5%	-4,8%	-20,9%	-12,1%	-40,3%
Коммунальные услуги	8,1%	-9,9%	-5,7%	4,0%	-1,2%
Недвижимость	3,0%	-5,2%	-15,4%	-6,9%	-28,3%

Источник: Factset, анализ Freedom Finance Global

Лучший результат с начала года и в IV квартале демонстрирует сектор энергетики, на фоне взлета котировок углеводородного сырья, роста маржи нефтепереработки, сглаженных действий ОПЕК+. Результаты лучше рынка продемонстрировали традиционно-защитные сектора, включая: коммунальные сервисы, товары повседневного спроса и здравоохранение. Худшие результаты по итогам года зафиксировали следующие сектора: коммуникационные сервисы (на фоне снижения маржинальности в 2021г., ухудшение перспектив рекламного бизнеса, роста конкуренции как в рекламной, так и в стриминговой индустрии), товары длительного пользования (на фоне дефицита чипов, высоких оценок Tesla, замедления электронной коммерции, раздутых товарных запасов), недвижимость (на фоне высокой зависимости сектора от уровня процентных ставок, которые продемонстрировали резкий рост).

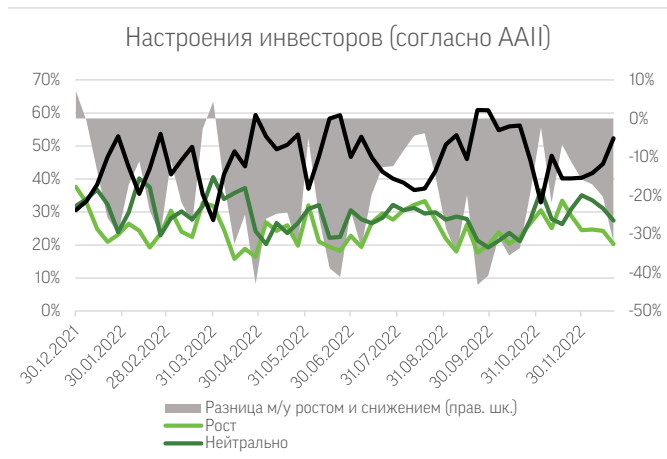
С точки зрения факторного анализа, лучшие результа-

ты, по сравнению с индексом S&P 500 продемонстрировали факторы высоких дивидендов (на 15% лучше динамики индекса S&P 500) и фактор стоимости (на 9% лучше динамики индекса S&P 500). Причем оба фактора устойчиво демонстрировали опережающий результат на протяжении большей части 2022 года. Также важно отметить, что на фоне частичного восстановления индекса S&P 500 в IV квартале 2022г., динамика факторов-лидеров года улучшилась, в то время как динамика факторов-аутсайдеров, преимущественно ухудшилась. Существенно хуже рынка, в течение 2022г. выглядели факторы роста (на 10% хуже динамики индекса S&P 500), IPO (на 37% слабее динамики индекса S&P 500). Давление на факторы роста и IPO обусловлено сравнительно более высокими оценками, большей уязвимостью, в условиях потенциальной рецессии в 2023 году, более высокой чувствительностью обоих факторов к изменению рыночных ставок.



Источник: Factset, анализ Freedom Finance Global

Настроения инвесторов, на конец 2022 года носят смешанный характер, с большим уклоном в пользу дальнейшей коррекции котировок индекса S&P 500. Так, результаты опросов инвесторов, согласно данным AAI, указывают на то, что бычьи ожидания сокращаются, спред между бычьими и медвежьими ожиданиями расширяется в течение последних недель, что указывает на ухудшение ожиданий.



Источник: AAI, анализ Freedom Finance Global

Индекс VIX, демонстрирует иную картину, – после достижения локальных минимальных уровней, индекс стабилизировался, но на фоне выраженной коррекции индекса S&P 500, заметного прироста индекса VIX не наблюдается. Данный факт, вероятно, обусловлен временными эффектами на рынке и, при сохранении негативной динамики котировок индекса S&P 500, можно ожидать рост премий по опционам, и как следствие роста индекса VIX.



Источник: Factset, анализ Freedom Finance Global

Кроме того, согласно графику ниже можно сделать вывод о том, что настроения на рынке не достигли нижних отметок и сохраняется потенциал для дальнейшего давления на индекс широкого рынка, что обусловлено тем фактом, что достижение локальных нижних отметок по индексу S&P 500, ранее сопровождалось чистыми оттоками средств из ETF, на поквартальной основе. При этом, с начала 2022г. наблюдались лишь точечные чистые оттоки средств на месячной основе, в 1П 2022г.



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



Ожидания по рынку акций США на 2023 год.

Риски для рынка в 2023 году

Инфляция. Согласно данным ноябрьского опроса VofA, по мнению управляющих активами, инфляция остается наиболее значимым хвостовым риском для рынка. Данный риск имеет комплексную природу. Так, более устойчивая инфляция в течение 2023 года будет стимулировать ФРС действовать более агрессивно, в результате чего терминальная ставка может оказаться на уровне 6% и выше, а период удержания предельной ставки может оказаться дольше, что будет оказывать выраженный негативный эффект на оценочный мультипликатор на рынке. Другим важным последствием реализации обозначенного риска является вероятное более негативное влияние жесткой ДКП на состояние экономики в 2023 году, что может вылиться в более существенное снижение EPS по сравнению с приведенными нами сценариями.

Длительность рецессии. В качестве базового сценария мы рассматриваем нулевую динамику ВВП (кв/кв) в I квартале и отрицательную во II квартале 2023 г. При этом вероятным также является сценарий более длительной рецессии в экономике. Мы не считаем вероятным существенное снижение ВВП США по итогам всего года ввиду сильного рынка труда и значительных избыточных запасов денежных средств на счетах населения (на фоне активной поддержки населения в период 2020–2021 гг.), причем есть риски более продолжительного периода слабонегативной динамики ВВП, что обусловлено сохраняющимся восстановительным импульсом в ряде сегментов экономики, а также тем фактом, что отдельные сектора с более длинными производственными циклами и вовсе остались не затронутыми ухудшением деловых настроений на текущий момент.

Политика ФРС. В рамках базового сценария мы рассчитываем на снижение ставки ФРС в конце 2023 г. на фоне положительного трека по инфляции и признаков слабости в экономике. При этом представители ФРС неоднократно высказывались в пользу более длительного периода сохранения ставок на повышенном уровне. Кроме того, в течение последних десятилетий ста-

тистически ФРС удерживает ставки на пиковом уровне в течение более чем полугода. В условиях того, что ФРС фактически единожды (с 2017 по 2019 г.) сократила баланс активов, на текущий момент есть различные оценки потенциального влияния на экономику и рынок. В целом можно говорить о том, что эффект QT является неопределенным и, вероятно, будет давить на объемы ликвидности в системе.

Ухудшение рыночного сентимента, на фоне снижения консенсуса-прогнозов по EPS на 2023 год. Мы полагаем, что рынок уже в существенной степени заложил ожидания ухудшения динамики EPS в 2023 году, так как ряд открытых источников, включая spglobal.com и публикации обновленных прогнозов ведущих инвестибанков, отражают понижение оценок EPS на 2023 год. При этом консенсус-прогнозы Bloomberg и Factset, на начало декабря предполагают рост EPS индекса S&P 500 на уровне 6,9% и 5,6% соответственно, что указывает на сохранение потенциала для снижения в условиях ожидаемого ухудшения макроэкономического фона. Вероятно, что рынок столкнется с давлением данного фактора в ближайшие месяцы, – триггером может стать ухудшение прогнозов менеджментов компаний, в ходе отчетности за IV квартал 2022г.



Источник: Factset, анализ Freedom Finance Global

Маржинальность. По итогам III квартала 2022 г. уровень операционной маржи индекса S&P 500, согласно данным Factset, составил 15,5%, что является наиболее высоким уровнем с 2005 г. Показатель Ebit-маржи по итогам года может составить около 15,3% против среднего за 18 лет на уровне 13,5%, что в условиях высоких рисков рецессии является фактором риска.



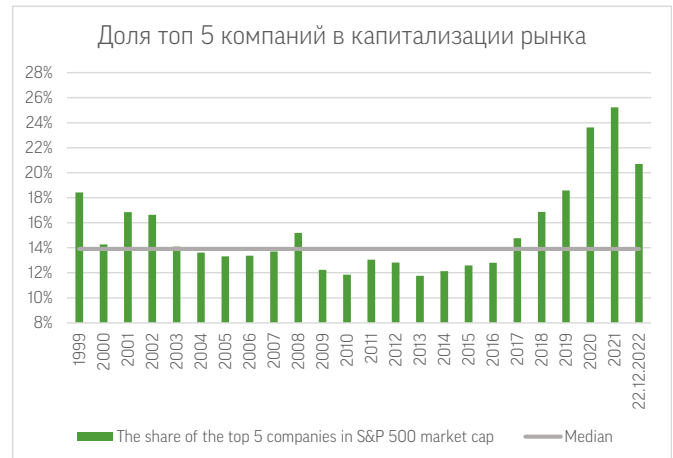
Источник: Factset

Потенциальные риски сокращения маржи, визуализирует следующий график компонентов роста EPS.



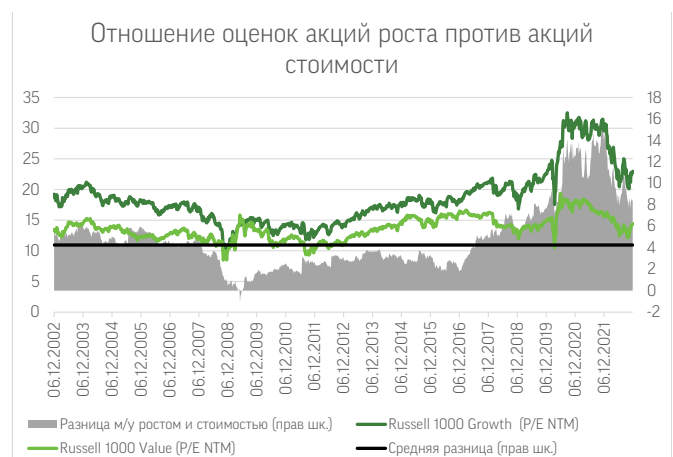
Источник: Factset, анализ Freedom Finance Global

Концентрация капитализации. Вес топ-5 технологических компаний по капитализации (Apple, Microsoft, Alphabet, Amazon, Meta) на начало декабря составил 20% от капитализации всего индекса S&P 500, что ниже пиковых значений на уровне 25% в течение 2020 г., но существенно выше средних значений в течение 2012–2019 гг. (12%). Данный факт указывает на то, что сохранение высокой концентрации может быть неустойчивым, что в купе с ростом доли активов, находящихся в пассивном управлении, может оказать давление на оценки рынка, в перспективе нескольких кварталов.



Источник: Factset, анализ Freedom Finance Global

Разница оценок акций роста и стоимости. В условиях ожидаемой рецессии в 2023 году, а также ввиду более высоких уровней ставки ФРС и десятилетних гособлигаций США в 2023 году по сравнению со среднеисторическими значениями мы полагаем, что разрыв оценок между акциями роста и стоимостью будет сокращаться в течение следующего года. Данное мнение основывается как на исторических данных, так и на том факте, что сектора, относящиеся к категории акций роста, традиционно более уязвимы период рецессии. Полагаем, что реализация риска может произойти, на фоне ухудшения прогнозов по EPS на 2023г.



Источник: Factset, анализ Freedom Finance Global

Потенциальные точки поддержки рынка

Сохраняющийся тренд на снижение компонентов инфляции. Мы полагаем, что за счет волатильных компонентов динамика общей инфляции может существенно замедлиться в 2023 году. Так, от пиков текущего года цены на нефть WTI и природный газ снизились на 40% и 43% соответственно, цены на бензин в

США снизились по сравнению с пиковыми значениями на 31,3%. Индекс мировых цен на продовольствие (FAO Food Price Index) снизился до 135,7 в ноябре против 159,7 в марте 2022 г. (-15%). Сохранение повышенного уровня товарных запасов у крупнейших ритейлеров (оборотимость запасов Walmart и Target на минимумах за несколько лет, показатель оборачиваемости запасов Amazon на историческом минимуме) вкупе с постепенной нормализацией цепочек поставок также будет способствовать снижению цен на товары.

Устойчивость рынка труда. Устойчивость рынка труда представляет собой как риск (более устойчивый спрос в экономике может поддерживать инфляцию), так и положительный фактор в условиях реализации сценария рецессии. Мы полагаем, что рекордный уровень открытых вакансий на рынке труда будет выступать в качестве смягчающего фактора, который позволит замедлить рост безработицы на фоне ожидаемого ухудшения экономических условий. Мы ожидаем, что безработица вырастет по итогам 2023 года на 1,2 п.п. (по сравнению с ноябрьскими значениями) до 4,9%, что ниже средних уровней за последние 20 лет (6,02%).

«Избыточные сбережения населения». Согласно нашим оценкам, «избыточные сбережения населения» (государственные трансферты населению в период 2020–2021 гг.) на текущий момент составляют \$1,45 трлн против \$2,3 трлн на конец 2021 г. Мы полагаем, что данные накопления также позволят произвести сглаживающий эффект на состояние спроса домохозяйств в условиях повышенной инфляции, ожидаемого снижения занятости и рекордно низких уровней сбережений с 2005 года.

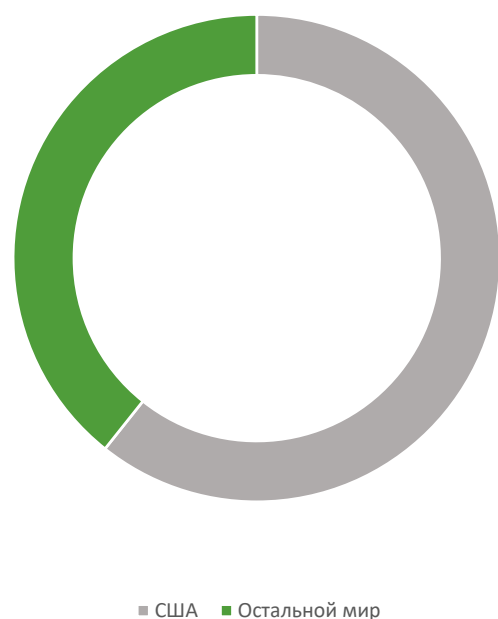
Улучшение прогнозов состояния экономики КНР. После череды спекуляций относительно возможного отказа КНР от политики нулевой терпимости власти Поднебесной в начале декабря продемонстрировали определенные шаги по изменению принципов борьбы с Covid-19, которые, кроме прочего, предполагают отказ от закрытия части или целого города на карантин, централизованного помещения на карантин и массового тестирования. Мы полагаем, что КНР и далее в течение 2023 года может постепенно идти по пути либерализации антиковидных практик, что делает вероятным достижение 5%-ного уровня по росту ВВП. В условиях того, что КНР, по оценкам МВФ, может обеспечить около 30% вклада в динамику мирового ВВП, улучше-

ние перспектив роста китайской экономики является положительным индикатором.

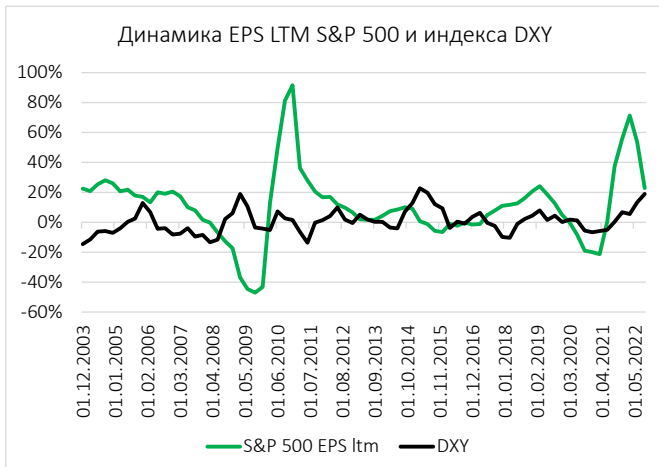
Смягчение геополитических рисков. Лидеры США и КНР в рамках недавнего форума Большой двадцатки продемонстрировали стремление к налаживанию диалога между сторонами, что вкупе с победой прокитайской партии в Тайване может снизить геополитические политические риски во взаимоотношениях между крупнейшими экономиками планеты.

Тренд на ослабление доллара США. Фактором поддержки для рынка может быть укрепление корзины валют против доллара США. Полагаем, что близость достижения пиков по ставке ФРС является фактором давления на доллар, в условиях лага между действиями ФРС и регуляторами других стран мира. При этом, в пользу устойчивости доллара, риски, связанные с ростом глобального ВВП, а также риски более жесткой позиции ФРС. Ослабление доллара США может оказать поддержку рынку США, в условиях высокой доли поступлений, которые приходятся на международные рынки, а также на фоне исторически обратной зависимости между укреплением доллара и замедлением роста EPS.

Структура выручки S&P 500 в географическом разрезе



Источник: Factset



Источник: Factset, анализ Freedom Finance Global

При этом нужно учитывать, что даже при условии ослабления курса доллара в ближайшие кварталы негативный эффект от валютного курса (ВК) на EPS лишь замедлится г/г. Поэтому изменение динамики ВК может оказать положительный эффект на сентимент.



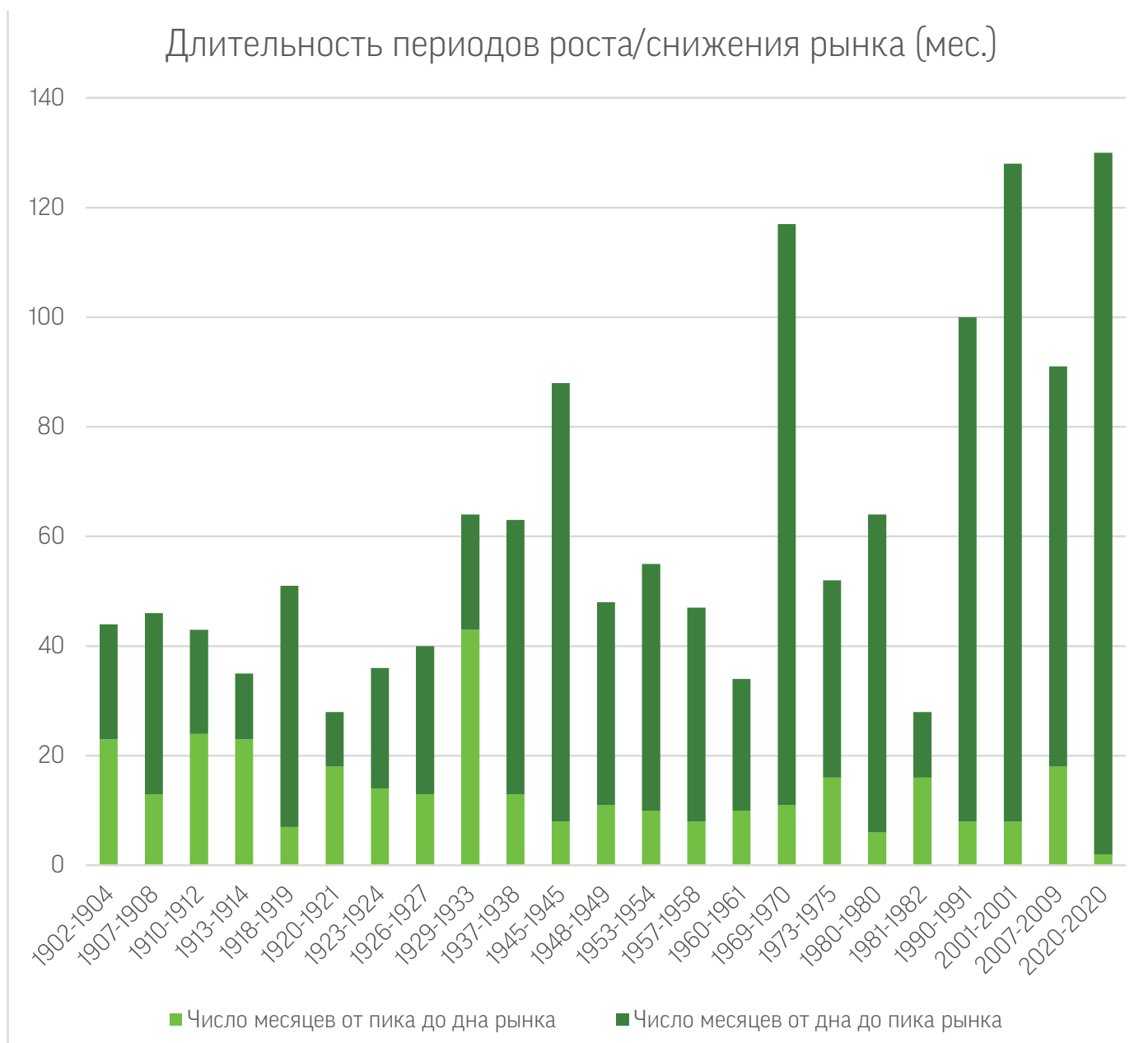
Разница между динамикой фактора и индекса S&P 500

	Рост	Стоимость	Качество	Импульс	Малая капитализация	Высокие дивиденды	Выкуп акций	IPO
1 кв 2015	3%	-2%	2%	3%	3%	-1%	2%	7%
2 кв 2015	0%	0%	0%	2%	0%	-1%	-1%	-1%
3 кв 2015	1%	-3%	3%	2%	-3%	0%	-3%	-11%
4 кв 2015	1%	-2%	0%	1%	-3%	0%	-3%	-1%
1 кв 2016	0%	0%	1%	-1%	1%	3%	-1%	-8%
2 кв 2016	-1%	3%	-1%	3%	1%	2%	-2%	-2%
3 кв 2016	0%	-1%	-1%	-2%	4%	-2%	2%	7%
4 кв 2016	-3%	3%	-1%	-5%	8%	2%	3%	-6%
1 кв 2017	3%	-3%	0%	3%	-5%	-3%	-3%	6%
2 кв 2017	2%	-1%	0%	5%	-1%	-2%	1%	6%
3 кв 2017	1%	-2%	0%	4%	2%	0%	0%	2%
4 кв 2017	2%	-1%	1%	2%	-3%	0%	0%	0%
1 кв 2018	2%	-2%	1%	4%	1%	-2%	-2%	3%
2 кв 2018	3%	-2%	-2%	1%	5%	-2%	-3%	1%
3 кв 2018	1%	-3%	1%	1%	-3%	-2%	0%	-5%
4 кв 2018	-2%	2%	-1%	-2%	-7%	4%	0%	-9%
1 кв 2019	3%	-2%	2%	-1%	-2%	-3%	1%	18%
2 кв 2019	0%	-1%	0%	2%	-2%	-2%	1%	0%
3 кв 2019	0%	0%	0%	-1%	-2%	0%	-1%	-12%
4 кв 2019	2%	-2%	1%	-3%	-1%	-3%	2%	2%
1 кв 2020	6%	-7%	0%	5%	-13%	-5%	-10%	5%
2 кв 2020	7%	-6%	-2%	3%	2%	-9%	-2%	34%
3 кв 2020	5%	-4%	0%	4%	-6%	-6%	-4%	21%
4 кв 2020	-1%	4%	0%	-2%	19%	1%	10%	12%
1 кв 2021	-5%	5%	-1%	-6%	12%	5%	9%	-9%
2 кв 2021	4%	-4%	1%	0%	-4%	-5%	-1%	-2%
3 кв 2021	1%	-2%	-1%	1%	-4%	-2%	0%	-3%
4 кв 2021	1%	-3%	0%	-7%	-6%	-2%	-4%	-21%
1 кв 2022	-4%	4%	-3%	-3%	-1%	5%	-1%	-19%
2 кв 2022	-5%	4%	-1%	-3%	2%	7%	2%	-15%
3 кв 2022	1%	-1%	-2%	1%	0%	-1%	1%	0%

Согласно таблице выше, можно сделать следующие выводы: факторы высоких дивидендов и стоимости демонстрируют более слабые результаты относительно индекса S&P 500, в течение устойчивой ситуации на рынке и отсутствия рецессии в экономике, при этом, в условиях роста ставок и роста неопределенности в экономике, данные факторы демонстрируют лучшие результаты. Мы полагаем, что в краткосрочной перспективе, факторы высоких дивидендов и стоимости будут оставаться в числе лучших, при этом, уже во 2П 2023г., на фоне роста определенности в экономике и роста ясности относительно действий ФРС, факторы роста и IPO, вновь могут выйти в топ лидеров.

В целом, мы придерживаемся позитивного вью, относительно длительности периода рецессии и периода снижения фондовых индексов США. Согласно истории бычьих и медвежьих циклов на рынке (на основе данных [nber.org](https://www.nber.org)), то можно сделать вывод о том, что с начала XX века длительность периодов роста рынка неуклонно повышается, при этом длительность периодов спада рынка снижается. С 1980 до 2019 года среднее число месяцев снижения рынка в рамках медвежьего цикла составляло 12 месяцев; принимая во внимание тот факт, что рынок снижается уже десятый месяц, в перспективе нескольких кварталов мы можем достигнуть дна и увидеть разворот котировок.

Длительность периодов роста/снижения рынка (мес.)



Источник: [nber.org](https://www.nber.org)

Анализ по секторам

Таблица ниже дает общее представление о характеристиках, оценках и рисках секторов индекса S&P 500

	S&P 500	Энергетика	Сырье	Промышленность	Потреб. Тов. Длит. Польз	Повседневн. Тов.	Здравоохранение	Финансы	ИТ	Услуги связи	Коммунальные услуги	Недвижимость
CAGR выручки (2012-2022)	5,3%	0,7%	4,9%	3,1%	7,6%	3,5%	9,3%	3,60%	6,60%	9,60%	2,80%	9,00%
CAGR EPS (2012-2022)	7,6%	5,1%	7,7%	5,4%	4,9%	4,8%	9,9%	8,20%	10,80%	2,40%	3,00%	6,50%
Средняя дивидендная доходность (10 лет)	1,8%	3,6%	2,1%	1,9%	1,2%	2,7%	1,7%	1,90%	1,40%	1,40%	3,40%	3,20%
Текущая дивидендная доходность	1,7%	3,1%	2,1%	1,6%	0,9%	2,4%	1,5%	2,20%	1,10%	1,10%	3,00%	3,20%
Средняя доходность Buyback (7 лет)	2,4%	3,7%	2,6%	2,5%	2,7%	1,2%	1,5%	2,50%	2,70%	4,10%	0,50%	0,70%
Текущая доходность Buyback	2,4%	1,5%	1,8%	2,5%	2,7%	1,7%	2,1%	4,00%	2,90%	1,90%	0,30%	0,60%
Вес сектора в S&P 500	100%	5%	3%	9%	10%	7%	16%	11%	26%	7%	3%	3%
Бета (последние 12 месяцев)	1,00	0,59	0,88	0,82	1,33	0,48	0,64	0,91	1,34	1,2	0,47	0,8
CAGR котировок за 20 лет (с учетом дивидендов)	10%	7%	7%	8%	9%	7%	9%	3%	12%	2%	7%	5%
Доходность с начала года (с учетом дивидендов)	-17%	57%	-13%	-6%	-36%	-3%	-3%	-13%	-27%	-40%	-1%	-28%
P/E NTM (текущее значение)	16,7	9,4	16,0	18,1	21,4	20,9	17,4	11,6	20,2	14,2	18,5	16,2
P/E NTM (15 летнее среднее)	15,8	16,2	15,1	16,1	21,0	17,6	14,5	12,3	16,6	17,2	15,7	18,4

Источник: Factset, расчеты Freedom Broker

Следующая таблица отражает чувствительность квартальной доходности секторов против макроэкономических и других рыночных переменных (за 20-летний период):

	S&P 500	Энергетика	Сырье	Промышленность	Потреб. Тов. Длит. Польз	Повседневн. Тов.	Здравоохранение	Финансы	ИТ	Услуги связи	Коммунальные услуги	Недвижимость
Изменение ВВП (кв/кв)	0,2	-0,2	0,3	0,3	0,1	0,2	0,1	0,3	0,1	0,1	0,3	0,3
Изменение безработицы (кв/кв)	0,6	1,7	0,8	0	1,5	-0,2	0,3	-0,4	1,4	0,7	-0,6	0
Инфляция (г/г)	-1,43	0,37	-1,73	-1,58	-1,87	-0,6	-0,77	-1,78	-1,95	-1,89	-0,44	-1,32
ISM Manufacturing PMI	0,39	0,73	0,42	0,58	0,29	0,27	0,3	0,68	0,13	0,09	0,3	0,79
ISM Services PMI	0,31	0,63	0,5	0,67	0,4	0,35	0,33	0,91	0,26	0,25	0,5	0,92
Изменение розничных продаж	4,1	8,3	5,6	4,8	4,4	2	2,3	5,9	4,2	3,1	2,1	5,1
Изменение 10 Year Treasury Rate (кв/кв)	6,14	14,07	9,62	7,99	6,03	1,64	3,81	10,75	6,51	0,15	-0,07	3,45
Новые заказы	2,7	4,5	3,7	3,5	2,5	1,5	1,6	4,2	2,5	1,1	1,5	4,1
Бета (20-й период)	1	1,15	1,17	1,14	1,19	0,59	0,75	1,27	1,11	0,82	0,64	1,16

Источник: Factset, расчеты Freedom Broker

Из таблиц выше можно сделать вывод о том, что сектора товаров повседневного спроса, здравоохранения, коммунальных сервисов имеют меньшую чувствительность к фазе делового цикла, динамике макроэкономических переменных, что делает их более устойчивыми на фоне возможной рецессии. Выгоды защитных секторов частично нивелируются фактом повышенных оценок секторов, на фоне высокого интереса инвесторов к ним в текущее время.

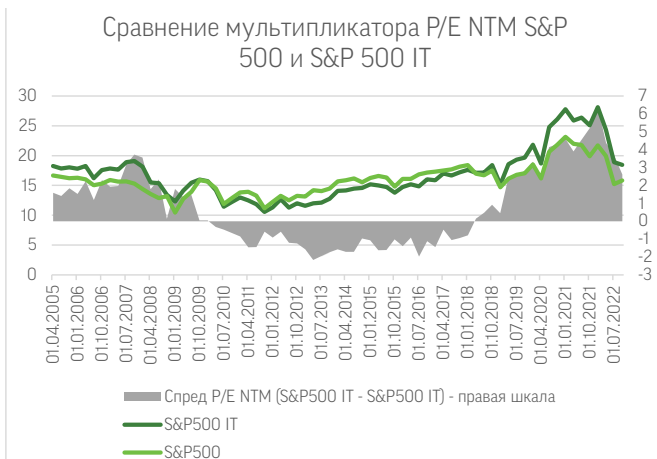
Технологический сектор (вью – негативное)

По итогам года ИТ-сектор показал один из худших результатов среди сегментов S&P 500 потеряв 28,2% при падении широкого рынка на 19,8%. Основными факторами давления на сегмент были жесткая ДКП, трудности в цепочках поставок и пандемия в Китае, сокращение потребительского спроса на смартфоны и ПК, рост запасов полупроводниковой продукции. Премия по мультипликаторам ИТ-сектора относительно S&P 500 продолжает снижаться после рекордных уровней 2020–2021 гг. Сейчас P/E NTM сегмента и рынка находятся выше своих среднеисторических уровней, и мы ожидаем давление на оценки компаний ИТ-сектора в 1П 2023 г. с последующей нейтральной динамикой и улучшением динамики относительно S&P 500 к концу года. Инвесторы могут начать искать точки входа в сегмент во II кв. 2023 г. после реализации рыночных рисков и кристаллизации перспектив отрасли. Компании сектора в среднем имеют более устойчивое финансовое положение, чем широкий рынок и эта тенденция сохранится в 2023 г. Средняя операционная маржа за последние 10 лет по S&P 500 ИТ составляла 26,3% против 15,6% по рынку в целом, прогнозные уровни на 2023 г. составляют 29,7% и 17,1% соответственно. Темпы роста выручки ИТ-сегмента в 2023 г. могут превысить темпы роста S&P 500, а в 2024 г. можно ожидать возвращения к среднеисторическим уровням 8–9% г/г. Мы ожидаем, что темпы роста EPS компаний сектора в 2023 г. будут отрицательными (на уровне 1-3%), но лучше по сравнению с динамикой EPS индекса S&P 500, что обусловлено тем фактом, что ИТ-сектор столкнулся с давлением на маржу ранее. В ключевых подсегментах рынка стоит отметить следующие тенденции:

- **Software.** Среди наиболее перспективных и устойчивых к ожидаемой рецессии подсегментов ИТ-отрасли мы выделяем сектор программных продуктов. Поддержку этому подсегменту окажет рост привержен-

ность бизнеса к цифровой трансформации, в том числе как к инструменту повышения эффективности, а не как к центру затрат. Среди прочего: рост предложения облачных продуктов и вычислений, все еще слабое рыночное проникновение программных продуктов в большинстве категорий, и другое. В 2023 году мы ожидаем рост выручки подсегмента на 9-10% против 13% в прошедшем году. Рост EPS может составить около 10-11%, против +8% в 2022 г., что отражает фокус эмитентов на повышение эффективности бизнеса в сложных макроусловиях.

- **Semiconductors & Semiconductor Equipment.** Наиболее слабые результаты в наступающем году покажут компании полупроводниковой промышленности. Основными факторами давления окажутся снижение спроса на ключевых рынках (ПК, смартфоны), снижение CAPEX-программ, а также осложнение геополитической обстановки и усиление регулирования, которое приведет к неэффективному распределению производственных мощностей. Исходя из последних квартальных отчетов компаний слабость также покажет сегмент продуктов для серверов и облачных решений. Позитив пока что сохраняется в промышленных секторах, в том числе в автомобилестроении. По нашим оценкам, выручка в подсекторе может упасть на 2-3% при снижении EPS на 6-8%.
- **Technology Hardware Storage & Peripherals.** Компании сегмента покажут финансовые показатели сопоставимые с уровнями прошедшего года на фоне слабого спроса на ПК и смартфоны. Дополнительные риски для подсегмента несут трудности ключевого эмитента (AAPL), который вынужден будет оптимизировать свои цепочки поставок из-за трудностей с Китаем, а также может потерять часть доходов из-за усиления регуляторного давления на основных рынках присутствия. Мы ожидаем, что продажи аппаратных продуктов в 2023 году покажут околонулевой рост при незначительном росте прибыли на 1-2%.
- **Communications Equipment.** Подсегмент будет относительно устойчив к ухудшению макросреды благодаря устойчивому спросу на обновление сетевого оборудования. Тем не менее сохраняются риски в более продолжительном и глубоком экономическом спаде, сокращении капитальных затрат крупнейших технологических компаний, а также в новых проблемах с цепочками поставок в Китае. Можно ожидать роста выручки сектора на уровне 2018-2019 гг. около 3-4% при росте сохранении текущих темпов роста EPS на 5-7%.



Источник: Factset, анализ Freedom Finance Global

Коммуникационный сектор (вью – нейтральное)

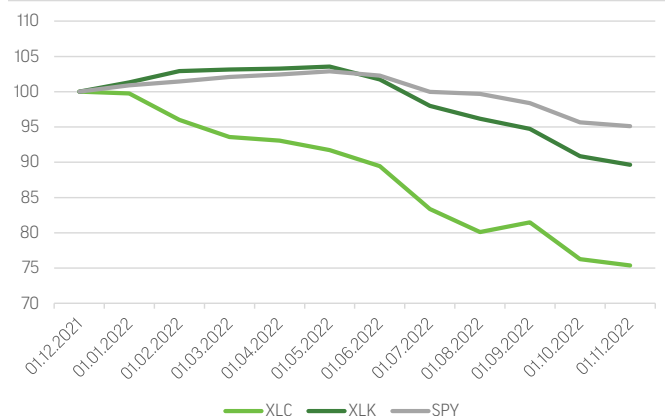
Мы умеренно позитивно оцениваем перспективы роста акций сектора коммуникационных услуг (XLC ETF), который стал главным аутсайдером 2022 года. Полагаем, что секторальные оценки стоимости уже предоставляют инвесторам достаточный «запас прочности» в сценарии предполагаемой нами умеренной рецессии. Другими словами, дальнейшее «сжатие» форвардного P/E выглядит маловероятным. Ожидаем восстановление мультипликатора P/E с 14,2x до 16,5x к концу 2023 года – это означает, что сектор будет торговаться с такой же небольшой премией по отношению к S&P 500, как в конце 2019 года около 0,5x. В настоящее время сектор торгуется с существенным дисконтом на уровне -2,5x.



Источник: FactSet, анализ Freedom Finance Global

Первая половина 2023 года может оказаться наиболее трудной для сектора, потому что экспозиция на широкий рекламный рынок (интернет, ТВ) создает уязвимость в условиях рецессии. Впрочем, мы фокусируем внимание инвесторов на том, консенсус-прогнозы уже были в достаточной мере пересмотрены в течение 2022 года – значительно сильнее, чем по широкому рынку (SPY ETF) и по IT сектору (XLK ETF). Фактически с начала 2022 года ожидаемое значение EPS по сектору на 2023 год рухнуло на 25% – преимущественно из-за пересмотра бюджетов рекламодателями, готовящихся к рецессии в условиях роста расходов. Риск дальнейшего падения прогнозов присутствует, но выглядит ограниченным. Рост EPS в 2023 году может составить 12% г/г, что позволит восстановить часть потерь, понесенных в 2022 году – по итогам года падение секторального EPS может превысить 20%.

Пересмотр консенсус-прогнозов по EPS на 2023 год (индексировано для сопоставимости, дек. 2021 г. = 100).



Источник: FactSet, анализ Freedom Finance Global

Ожидаем, что во второй половине года рынок онлайн-рекламы вновь начнет показывать ускоряющиеся темпы роста, так как рекламодатели привыкнут к измененной политике конфиденциальности Apple и вновь увеличат расходы на продвижение брендов при условии снижения макроэкономической неопределенности. Это поддержит акции крупнейших игроков (GOOGL, META*). В то же время наиболее уязвимой частью рынка рекламы является ТВ-сегмент, где рейтинги просмотров снижаются, что вкупе с ужесточением конкуренции в стриминг-индустрии создает условия для нейтрально-осторожного взгляда на перспективы акций большинства создателей видеоконтента (DIS, NFLX, PARA), кроме акций Warner Bros. Discovery (WBD), по которым баланс рисков привлекательный.

Сектор телекоммуникаций будет считаться «тихой гаванью» за счет устойчивых к рецессии денежных по-

токов и эффекта высоких дивидендов с программами байбэк. Их акции будут отличаться относительной стабильностью, но вряд ли покажут заметный прирост в цене. Конкуренция между кабельными и мобильными операторами продолжит усиливаться за счет роста популярности конвергентных тарифов (объединение разных услуг связи в один тариф).

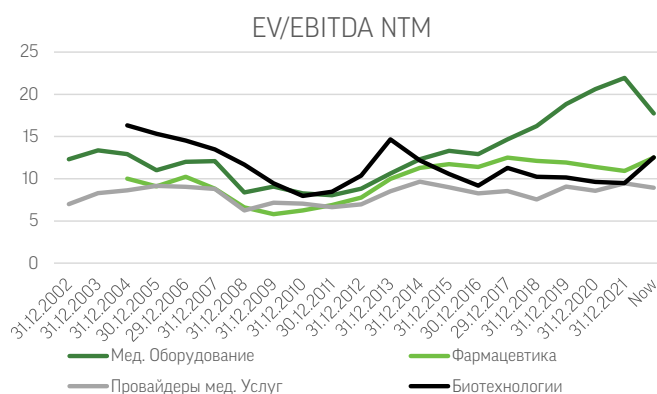
Здравоохранение (вью – позитивное)

Фармацевтика и биотехнологии

Спрос в сегментах фармацевтики и биотехнологий остается сильным даже при угрозе рецессии (JNJ, BMY) благодаря низкой эластичности спроса в этих сегментах. Однако выручка на рынке COVID может сокращаться (PFE, MRK). При этом бизнес, не связанный с COVID, может удерживать среднегодовой рост выручки вблизи 2–3%, но снижение выручки высокомаржинальных продуктов может негативно сказаться на рентабельности в сегменте (график 2). Биотехи продолжают быть желанной целью для поглощений со стороны большой фармы с целью предотвращения patent cliff (SGEN, SRPT). Фармацевтику и крупные биотехнологии рассматривают как защитный актив, что стимулировало рост акций в минувшем году. Только эти два сегмента продемонстрировали рост форвардных мультипликаторов EV/EBITDA в 2022 г. (График 1). Рекомендуем сократить позиции в фарме и крупных биотехах в начале года, однако биотех-компании малой и средней капитализации могут сохранять привлекательность за счет активности M&A.

Больницы и услуги в сфере здравоохранения

Можно ожидать, что в начале 2023 г. провайдеры услуг в сфере здравоохранения уделят внимание оптимизации расходов. Темп роста выручки может демонстри-



Источник: FactSet

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

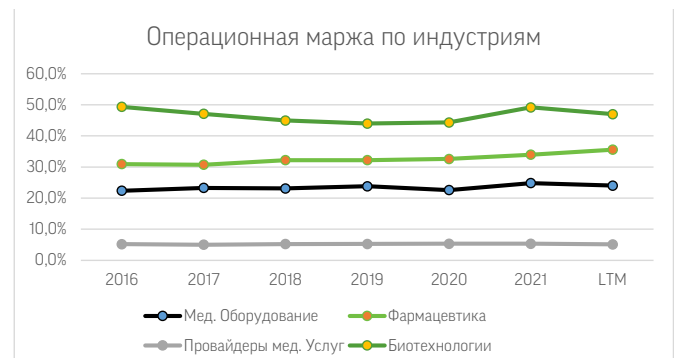
ровать замедление до доковидных уровней около 6%, а коэффициент медицинских затрат компаний будет восстанавливаться до исторических значений. Спрос на медицинское обслуживание остается сильным, не испытывая значимого влияния COVID (UNH). Услуги в здравоохранении могут оказаться в лидерах роста выручки и EPS в 2023 г. Позитивные ожидания уже заложены в цены, однако оценки, по сравнению с историческими значениями, остаются приемлемыми. Рекомендуем удерживать позиции в сегменте в начале года.

Медицинское оборудование

В сегменте медицинского оборудования продолжают восстанавливаться объемы плановых операций и процедур, однако среднегодовой рост выручки может оказаться незначительным (около 1%) из-за снижения доходов, связанных с COVID, и потенциального сокращения бюджетов больниц на обновление оборудования. В 2022 г. сегмент оказался под давлением инфляции и проблем в цепочках поставок, однако пик влияния этих факторов может быть позади. Возможное смягчение отношения Китая к COVID снижает риски, связанные с международной выручкой и цепочками поставок (ABT, MDT, ISRG), что может благоприятно отразиться на рентабельности. Факторы внешнеэкономического давления уже во многом отражены в цене. Мы ожидаем, что мультипликативные оценки могут продолжить снижение к историческим средним значениям, однако этот эффект может быть обусловлен преимущественно пересмотром знаменателя мультипликатора – постепенным восстановлением ожиданий к росту доходов. Рекомендуем начать увеличивать позиции в сегменте в начале 2023 г.

Финансовый сектор (вью – нейтральное)

С начала октября индекс XLF (Financial Select sector SPDR) восстановился на 7,6%. Поддержку котировкам оказали более высокие, чем ожидалось, квартальные



Источник: FactSet, анализ Freedom Finance Global

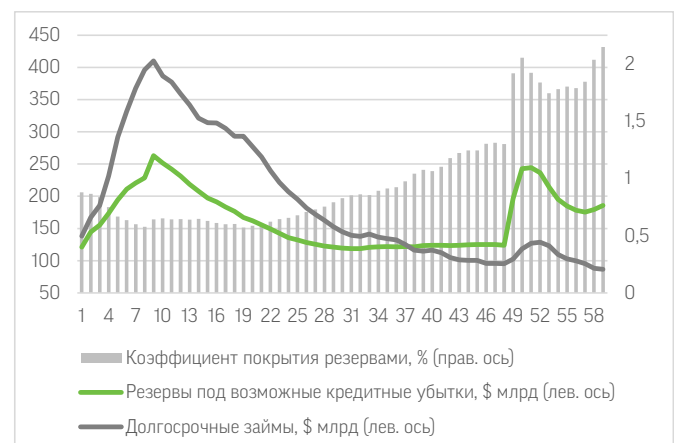
результаты за счет устойчивости расходов американских потребителей, кредитования как физических лиц, так и предприятий, а также нормализация конъюнктуры процентных ставок. Последнее вкупе с более медленным пересмотром ставок по депозитам способствовало восстановлению чистой процентной маржи до уровней начала 2020 года. Тем не менее, индустрия сталкивается с резким сжатием спроса на ипотеку и падением прибыли инвестбанковского бизнеса к высокой базе 2021 года из-за охлаждения активности IPO и уценки активов под управлением. Согласно нашим оценкам, по итогам IV квартала компании сектора продемонстрируют годовое сокращение EPS на 16%.

Перспективы роста XLF в следующем году оцениваем негативно ввиду давления рисков рецессии. Форвардный мультипликатор P/E NTM XLF составляет 12,3x в сравнении со средним десятилетним значением в 14,6x. После падения EPS на 14,9% по итогам минувшего года ожидается последующее восстановление годового роста прибыли до 9%. Ожидаем нейтральную динамику показателей банковского сектора ввиду разнонаправленных факторов. Во-первых, ужесточение денежно-кредитных условий окажет сдерживающее влияние на активность кредитования, замедлив рост заимствований в потребительском и корпоративном сегментах. Тем не менее, более высокие процентные ставки позволяют поддержать рост процентных доходов. Во-вторых, увеличение долгового бремени скажется на росте доли просроченных и списанных задолженностей с текущих минимумов до средних значений, характерных для периода до пандемии. Это потребует увеличения резервов на покрытие возможных кредитных убытков, однако более медленными темпами, чем в 2020 году. Наличие \$1,45 трлн избыточных накоплений послужит фактором поддержки кредитоспособности потребителей в течение следующего года. В-третьих, восстановление ставок по депозитам и рост стоимости их обслуживания будет компенсировано замедлением роста объемов вкладов ввиду сокращения накоплений и релоцирования средств в фонды денежного рынка. В результате темпы роста процентной прибыли сократятся с 15–20% в 2022 году до 7–8% в следующем при умеренном росте чистой процентной маржи и ее восстановлении до уровней 2019 года. Прочность банковского сектора поддерживается за счет более высокого покрытия кредитных рисков в сравнении с предыдущими кризисами, что позволит абсорбировать возможные убытки. Ожидаем, что текущие показатели достаточности капитала будут поддерживать

ся на уровне 12% в среднем по отрасли и выше нормативных требований. Это позволит продолжить выплаты дивидендов, однако без увеличения направляемых сумм при умеренных темпах выкупа акций.

В то же время ожидаем сохранения давления на комиссионные доходы в ипотечном и инвестиционно-банковском сегментах в течение года. Ожидаемая высокая рыночная волатильность в следующем году поддержит доходы трейдинговых подразделений банков (GS, MS) и отдельно – биржевой индустрии (CME, CBOE). Однако с учетом высокой базы 2022 года ожидаются однозначные темпы роста выручки.

Ослабление потребительского спроса уже отражается в замедлении роста доходов компаний в сфере потребительских финансов и платежных систем (V, MA). По нашим оценкам, годовые темпы роста замедлятся до 10% в сравнении с 19% в 2022 году. В то же время ожидаем поддержания рентабельности по чистой прибыли на уровне среднего пятилетнего значения в 41% за счет гибкой структуры расходов с преобладанием транзакционных издержек и низкого уровня долговой нагрузки. Поскольку сокращение потребления товаров отразится в слабом росте активности онлайн-платежей в следующем году, негативно оцениваем краткосрочные перспективы финтех-компаний (PYPL, SQ), ориентированных на сегмент электронной коммерции, при сохранении долгосрочной тенденции роста за счет цифровизации финансовых услуг.



Источник: Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC)

Автопром (вью – нейтральное)

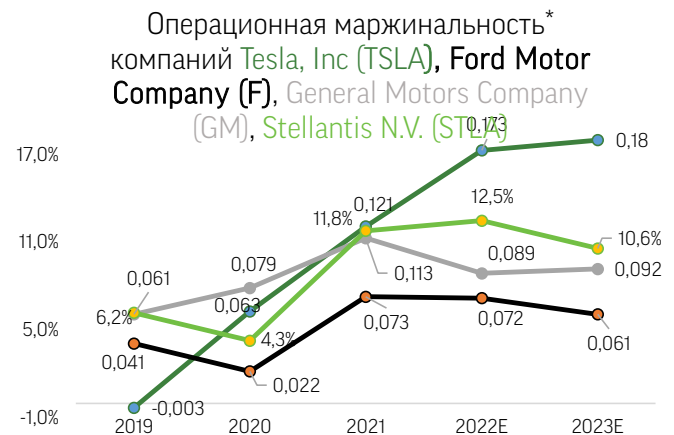
Автопроизводители в США постепенно восстанавливают уровень производства автомобилей во втором полугодии 2022 года. Компании смогли резко нарастить свои запасы у дилеров к концу ноября на более чем 70% г/г, но общий объем новых непроданных автомобилей в США всё ещё сильно ниже среднеисторических значений до 2020 года (2,5–3 млн авто). Мы ожидаем продолжения улучшения ситуации с запасами в следующем году, но после постпандемийного дефицита предложения на первый план в 2023 году выйдут проблемы роста затрат и снижения спроса на автомобили из-за растущих процентных ставок.

Спрос на автомобили остается высоким в этом году, как и цены. Тем не менее мы видим падение цен на подержанные автомобили, что является опережающим индикатором для рынка первичного предложения авто. Индекс стоимости подержанных автомобилей в США (The Manheim Used Vehicle Value Index) к середине декабря оказался на уровне 202,6 пункта против рекордных 236,3 пункта в январе. Денежно-кредитное ужесточение в США продолжается, что ухудшает доступность автомобилей с точки зрения увеличения стоимости обслуживания автокредитов, средняя ставка по которым в США превысила 7% в третьем квартале, хотя годом ранее была на пару процентных пунктов ниже. Более высокие ставки выбивают из потребительского ряда покупателей с меньшими доходами. Также продолжающаяся политика денежно-кредитного ужесточения от ФРС может привести к резкому ослаблению рынка труда, что обычно чувствительно для автомобильного сектора.

Высокие цены на автомобили спасают автопроизводителей от падения маржинальности, но проблемы с цепочками поставок остаются. В 2023 году мы ожидаем средний рост выручки по сектору на уровне 3–5% г/г. Поставки автомобилей продолжат рост, учитывая резкую позитивную динамику конца 2022 года, но падение спроса на авто из-за роста ставок спровоцирует падение цен.

Чистая прибыль автопроизводителей может показать по итогам следующего года в среднем околонулевую динамику из-за продолжающегося давления расходов на фоне перестраивающихся цепочек поставок по всему миру. Более высокую маржинальность могут показать производители электромобилей, которые получают налоговые преимущества из-за введения Закона о снижении инфляции. Учитывая текущие невысокие оценки акций автопроизводителей (медианная

оценка составляет семь прогнозных годовых прибылей 2023 года), наиболее интересно выглядят акции General Motors Company (GM). Компания собирается сосредоточиться на быстром наращивании выручки от производства электромобилей и сохранении маржинальности на основе наличия собственной технологической базы.



* - по скорректированной операционной прибыли
Источники: FactSet, Cox Automotive

Возобновляемая энергия (вью – позитивное)

Принятый Закон о снижении инфляции поддержит спрос на альтернативную энергетику в 2023 году. Заметной мерой законопроекта является предоставление 10-летних налоговых льгот для граждан, которые повышают энергоэффективность своих домов через установку солнечных панелей и устройств хранения электроэнергии. Принятые программы, по расчетам Solar Energy Industries Association (SEIA), приведут к увеличению числа солнечных установок в США на 69% в течение следующих 10 лет по сравнению с объемами, которые прогнозировались до принятия закона.

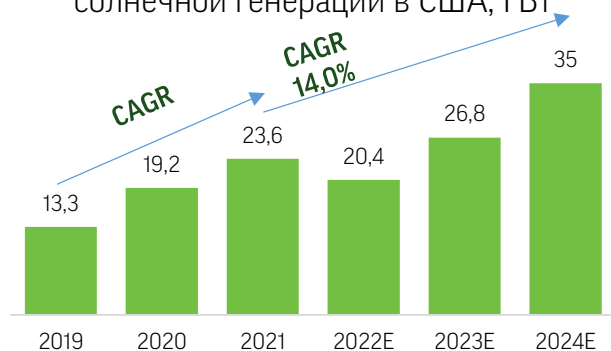
С другой стороны, проблемы в цепочках поставок мешают активному наращиванию возобновляемых источников энергии. Металлы, необходимые при производстве панелей и батарей, такие как кремний и литий, имеют неэластичное предложение, заставляя компании бороться за ресурсы, что выливается в сокращение маржи поставщиков и рост переносов реализаций проектов. Ограничения в США, направленные на уменьшение сырьевой зависимости от Китая, также оказывают дополнительное давление, которое, вероятно, спровоцирует сохранение логистических проблем в 2023 году. Отмена на два года антидемпинговых пошлин на сол-

нечные панели, произведенные в Юго-Восточной Азии, дает возможность американским компаниям адаптироваться, пока появятся достаточные мощности внутри США, но риски введения новых ограничений остаются. Более 70% кремниевых кристаллических модулей в США поставляются из Азии.

Мы ожидаем, что продажи компаний сектора альтернативной энергетики покажут рост более 30% г/г в следующем году, в том числе за счет развития спроса со стороны крупнейших компаний США для реализации своих климатических целей. К июню текущего года корпоративные установки солнечных мощностей составили 19 ГВт, что вдвое больше 9,4 ГВт, установленных в 2019 году. Полагаем, что данный сегмент потребителей продолжит поддерживать продажи панелей, однако среднегодовой темп роста установки солнечных мощностей в ближайшие годы будет несколько ниже из-за проблем цепочек поставок в этом году. Тем не менее, рост EBITDA в среднем по сектору может составить 60% г/г.

По мере формирования новых цепочек поставок валовая маржинальность компаний альтернативной энергетики может начать восстановление в 2023 году, но вряд ли превысит значения 2021 года. При данном сценарии интересны акции глобальных компаний, оперирующих по большей части за пределами США, таких как Canadian Solar Inc. (CSIQ) и JinkoSolar Holding Co., Ltd. (JKS).

Установленные мощности солнечной генерации в США, ГВт



Источники: SEIA, FactSet

Сектор промышленности (вью – нейтральное)

Оборонный подсектор

Акции оборонных компаний в этом году получили импульс за счет обострения геополитических настрое-

ний, однако при этом реальное производство оказалось ниже, чем в прошлом году. Это подтверждается статистикой компонента ВВП в реальном выражении, который продолжил стагнировать. Тем не менее, в предстоящем году ожидается рост реального производства. Истощение запасов некоторых видов вооружений стало одной из причин повышения военного бюджета на 2023 ФГ, который в части расходов DoD оказался на 8,1% выше предыдущего года, при этом в разделе закупок произошло более существенное увеличение относительно предыдущего года. С учетом того, что акции отраслевых компаний на начало декабря торгуются около справедливых отметок, мы не ожидаем, что ценовая динамика в предстоящем году будет лучше рынка, однако дивиденды и байбэки частично это компенсируют.

Машиностроение

Акции оборонных компаний в этом году получили импульс за счет обострения геополитических настроений, однако при этом реальное производство оказалось ниже, чем в прошлом году. Это подтверждается статистикой компонента ВВП в реальном выражении, который продолжил стагнировать. Тем не менее, в предстоящем году ожидается рост реального производства. Истощение запасов некоторых видов вооружений стало одной из причин повышения военного бюджета на 2023 ФГ, который в части расходов DoD оказался на 8,1% выше предыдущего года, при этом в разделе закупок произошло более существенное увеличение относительно предыдущего года. С учетом того, что акции отраслевых компаний на начало декабря торгуются около справедливых отметок, мы не ожидаем, что ценовая динамика в предстоящем году будет лучше рынка, однако дивиденды и байбэки частично это компенсируют. Пассажирский авиатранспорт.

Транспортная составляющая сектора выглядит неоднородно по итогам года. Пассажирские авиаперевозки в целом практически достигли доковидного уровня, некоторые компании уже нарастили пассажирский трафик. Мы ожидаем, что тенденция с высоким спросом продолжится, поскольку отложенный спрос все еще не исчерпал свой эффект (это заметно по уровню цен на международные перелеты), а азиатские рынки (в частности Китай) все еще не открылись до конца по причине COVID-19. AAL, DAL, UAL являются представителями, которые могут выиграть от данной ситуации. Мы ожидаем, что в следующем году станет больше прибыльных компаний из отрасли, а совокупный

рост EPS для американских пассажирских авиаперевозчиков (согласно данным Factset Industry) составит 2,5х. На фоне восстановления авиации мы также выделяем SPR, которая за счет восстановления продаж BA также почувствует увеличение объема операций.

Пассажирский авиатранспорт

Транспортная составляющая сектора выглядит неоднородно по итогам года. Пассажирские авиаперевозки в целом практически достигли доковидного уровня, некоторые компании уже нарастили пассажирский трафик. Мы ожидаем, что тенденция с высоким спросом продолжится, поскольку отложенный спрос все еще не исчерпал свой эффект (это заметно по уровню цен на международные перелеты), а азиатские рынки (в частности Китай) все еще не открылись до конца по причине COVID-19. AAL, DAL, UAL являются представителями, которые могут выиграть от данной ситуации. Мы ожидаем, что в следующем году станет больше прибыльных компаний из отрасли, а совокупный рост EPS для американских пассажирских авиаперевозчиков (согласно данным Factset Industry) составит 2,5х. На фоне восстановления авиации мы также выделяем SPR, которая за счет восстановления продаж BA также почувствует увеличение объема операций.

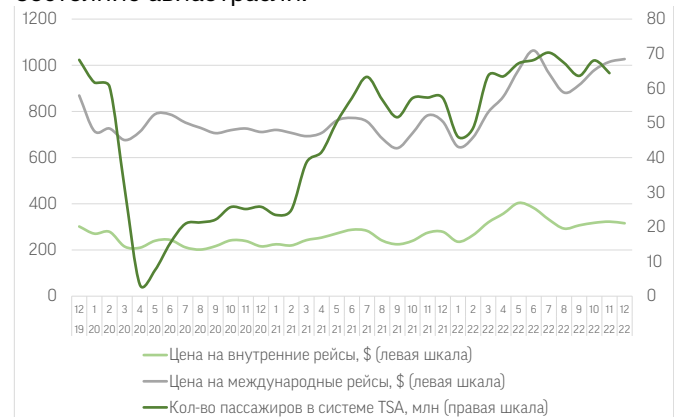
Грузовой транспорт

У перевозчиков, которые занимаются грузовыми перевозками, ситуация не такая оптимистичная. По последним статистическим данным, в авиаперевозках наблюдается некоторое снижение реального трафика. Снижение объема отправок посылок наблюдалось весь год у крупнейших игроков. Избыточные возможности компаний на фоне прогноза ВТО о замедлении роста объема международной торговли до 1% и показателей деловой активности в производстве продолжают давить на ставки перевозок. Неопределенность, которая, в частности, может повлиять на рынок полупроводников и микроэлектроники, также не придаст позитива для отрасли, поскольку, согласно данным BTS, потребительская электроника является основной товарной группой по общей стоимости перевозок. Невоодушевляющий прогноз касательно мировой торговли также достаточно сильно давил в последнее время на ставки морского фрахтования во всех суботраслевых группах. Ожидаем, что в 2023 г. ставка почувствует некоторое восстановление, однако уровни 2021 г. считаются недостижимыми в обозримой перспективе.

При этом рост объема перевозок будет умеренно стимулирован за счет некоторых сырьевых групп. Мы считаем, что акции морских транспортных компаний имеют существенный потенциал во второй половине 2023 г. В железнодорожных перевозках также наблюдается негативная тенденция: в некоторых товарных группах прослеживается устойчивое снижение трафика. Однако акции железнодорожников могут поддержать предстоящие программы выкупа, которые, согласно данным Factset, сократят объем отраслевых бумаг в составе секторального индекса на 3,8%. Помимо прочего для транспортной отрасли в целом выделяем также такой негативный фактор, как затоваривание ритейлеров.

Мы нейтрально смотрим на индустриал сектор, поскольку средневзвешенный реальный рост продаж, вероятно, будет около нуля. При этом в предстоящем году акции поддержат программы выкупа.

Состояние авиаотрасли:



Источник: TSA, Hopper Price Tracker

Сектор недвижимости (вью – негативное)

Рынок недвижимости будет оставаться подверженным влиянию риторики ФРС до конца 1П 2023 г. За последние полгода индекс Green Street Commercial Property Price Index снизился на 13% до уровня предпандемийного периода. Однако ситуация в рамках сектора неоднородная. Например, одним из аутсайдеров является рынок офисной недвижимости: чистое поглощение, как и пайплайн стройки новых объектов, продолжает иметь нисходящий тренд, а вакантность помещений продолжает расти. Мы не ожидаем значительного изменения тенденций в сегменте в связи с предстоящим экономическим

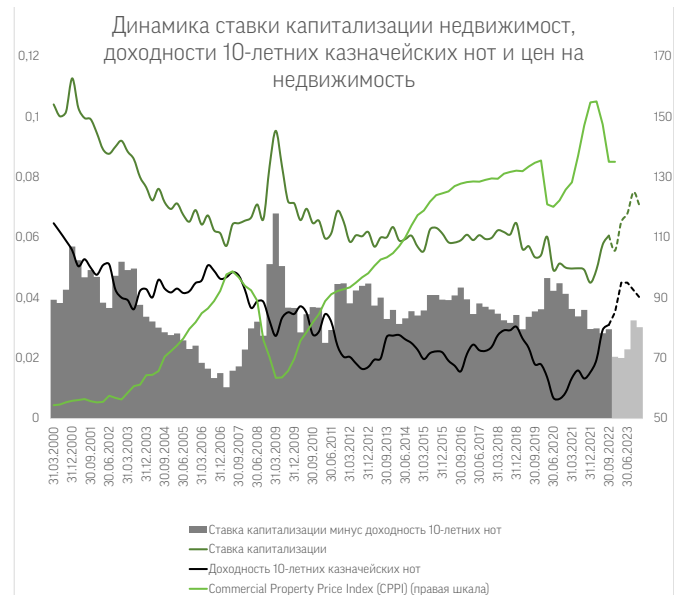
спадом, который повлечет за собой рост безработицы. В рамках сегмента торговой недвижимости наблюдается устойчивая картина: по итогам III кв. 2022 г. наблюдается рост чистого поглощения относительно 2019 г. и снижение вакантности. В большинстве субсегментов наблюдается нейтральная инвестиционная картина. Лучше всех чувствуют себя небольшие торговые центры «по соседству», при этом, как ожидается, в отношении них картина в 2023 г. не изменится: большинство профессиональных респондентов оценивают их текущую стоимость как справедливую. Рост заработных плат также поддержит центры развлечений, спрос на которые в связи с ростом туристических потоков за последнее время значительно вырос. Однако стоит учитывать, что в связи с ухудшением потребительского сентимента реальное потребление, как ожидается, сократится в первой половине 2023 г., что может ухудшить ситуацию в торговой недвижимости: в первую очередь это затронет крупные моллы.

Достаточно стабильная картина наблюдается в складском сегменте. Тем не менее, дальнейшее охлаждение спроса может привести к незначительному увеличению вакантности и замедлению чистого поглощения. Это косвенно подтверждается неопределенностями в грузотранспортной отрасли. При этом мы ожидаем, что ставки аренды стабилизируются после продолжительного роста.

Рынок жилой недвижимости находится под давлением действий ФРС: ужесточение ДКП неминуемо приводит к росту ипотечной ставки, которая в декабре находилась около уровней 2006–2008 гг. Это привело к смещению спроса на аренду, что стало драйвером роста арендной ставки. Тем не менее, в последнее время наблюдается снижение темпов ее роста и некоторая коррекция в основных локациях, однако на долгосрочном горизонте ставка аренды имеет более устойчивый характер, нежели цены продажи. Мы не ожидаем существенного обратного смещения спроса в сторону покупки, пока ипотечная ставка будет находиться выше 6%, поскольку, согласно ранее проведенным опросам, большинство потребителей предпочитают воздержаться от покупки жилья в данный период. К тому же реальные потребительские расходы постепенно будут сокращаться, что как минимум в первом полугодии поддержит рынок аренды.

Основным риском для рынка недвижимости сейчас выступает ужесточение ДКП. Это приводит к повышению ставки капитализации. С учетом исторических тенденций мы ожидаем, что данный среднерыночный показатель может вырасти еще примерно на 1 п.п., что в свою очередь приведет к переоценке имущества и соз-

даст рыночную премию над скорректированной стоимостью чистых активов. Мы ожидаем, что секторальный ETF XLRE может скорректироваться в первом полугодии до 10%.



Источники: NAREIT, Green Street, Factset, анализ Freedom Finance Global

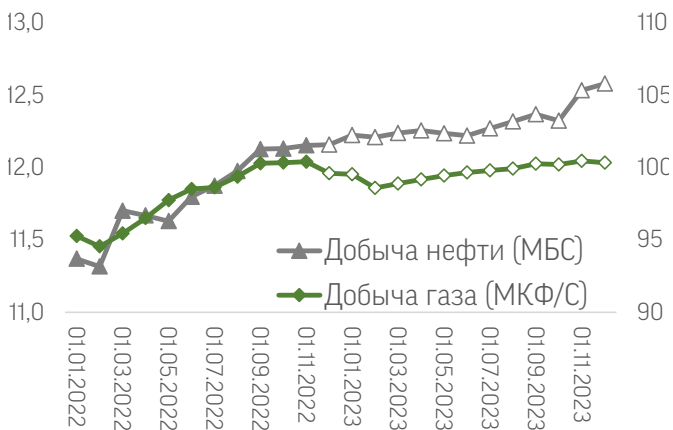
Энергетический сектор (вью – позитивное)

Ситуация в 2022 году

2022 год стал экстраординарным для американского нефтегазового сектора. Средние цены на нефть WTI подскочили г/г на 39% (до \$94,7 по состоянию на 20 декабря), в моменте достигнув максимальных отметок с 2008 года. Котировки газа взлетели г/г на 77% и также показали максимум за 14 лет. Основными факторами поддержки котировок выступили военный конфликт в Украине и последовавшие санкции в отношении нефтегазовой отрасли России и политика ОПЕК+ по сдерживанию добычи.

Текущий год также был отмечен высокой волатильностью цен. Разброс котировок нефти от минимума до максимальной точки составил \$53. Подобная ситуация сложилась и на рынке газа (\$6 за млн британских термальных единиц (БТЕ) при средней цене по году в \$6,6). Среднегодовая добыча нефти в Штатах, по прогнозу Минэнерго США, в 2022 году вырастет на 5,2%, до 11,8 млн баррелей в сутки (МБС), и прибавит еще 4,1% (до 12,3 МБС) в 2023 году. Объем добычи газа в 2022 году достигнет исторического максимума в 98 млрд куб. фу-

тов в сутки (МКФ/сут), прибавив г/г 3,8%. В 2023 году ожидается рост на 1,7% г/г.

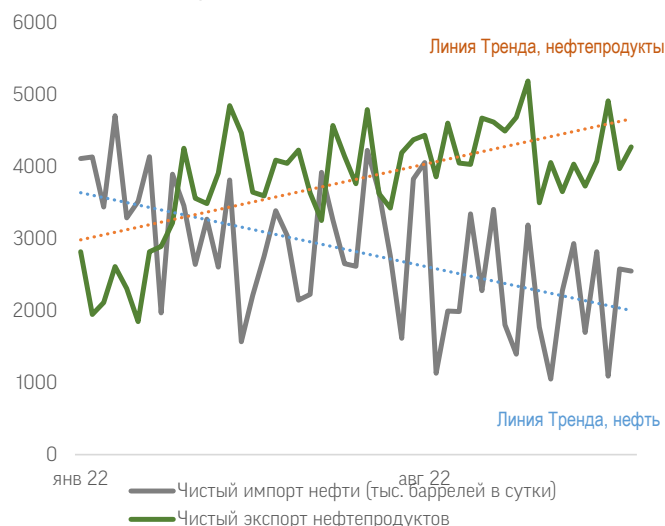


Источники: Минэнерго США

Среднее количество активных буровых установок в мире в 2022 году может составить 1750 (721 в США), увеличившись г/г на 28,6% (+51,8% в США).

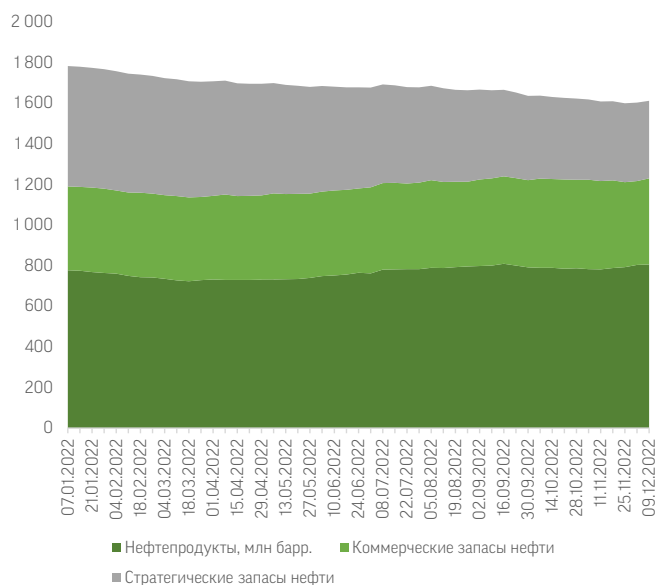
Производство нефтепродуктов увеличится в 2022 году на 5,4% г/г, до 15,94 МБС. В 2023 году рост может составить 0,6%.

В текущем году США балансируют мировой рынок, компенсируя сокращение экспорта из России. Чистый экспорт нефтепродуктов вырос на 40% г/г, до 3,8 МБС, при этом импорт нефти в США снизился на 13%, до 2,8 МБС.



Источники: Минэнерго США, анализ Freedom Finance Global

С начала года чистый экспорт жидких углеводородов (нефть и нефтепродукты) из США составил 356 млн баррелей (на 20.12.2022 г.), в том числе благодаря продаже нефти из стратегических запасов в объеме 211 млн баррелей.



Источники: Минэнерго США

Тем не менее, общий уровень запасов (нефть + нефтепродукты) сократился с начала года всего на 9,8% (175 млн баррелей).

Прогноз 2023

На наш взгляд, высокая волатильность котировок нефти и газа сохранится в 2023 году. Основными факторами поддержки котировок в начале года станут: повышенный спрос на нефтепродукты в отопительный период (+0,5–1 МБС в период декабря–февраля), так как из-за высоких цен на газ и уголь нефтепродукты используются как альтернативное топливо; окончание продаж из стратегических резервов США (в среднем в 2022 году они составляли 0,6 МБС) и начало пополнения резервов; сокращение экспорта нефти из России из-за введения эмбарго ЕС на морские поставки и введения потолка цен на российскую нефть с 5 декабря (с 5 февраля вступит в силу эмбарго ЕС на российские нефтепродукты) и ослабление антиковидных ограничений в Китае (+1 МБС). Напомним также, что с ноября 2022 года ОПЕК+ сократил квоты на добычу на 2 МБС. В ноябре добыча стран ОПЕК сократилась на 744 МБС по сравнению с уровнем октября. Цены могут вплотную подойти к \$100 за баррель в начале 2023 года. Сезонно минимальный спрос на нефть и в особенности на газ наблюдается в мае. Кроме того, к весне давление на котировки углеводородов окажет замедление мировой экономики. В период рецессии 2008–2009 гг. потребление упало на 2 МБС (с 86,3 МБС в 2007 году до 84,3 МБС в 2009-м). Снижение цен может начать-

ся в феврале–марте. Минимальные отметки мая могут составить около \$60 по нефти марки WTI (-21% к текущим ценам). Котировки газа могут опуститься к \$3 за млн БТЕ (-44% к текущим ценам).

Во второй половине года ожидаем восстановления котировок благодаря высокому уровню спроса в летний период (driving season) и спросу на электроэнергию для охлаждения помещений. Среднегодовые цены в 2023 году на нефть WTI и газ в США в базовом сценарии ожидаем на уровне \$70 за баррель и \$4,5 за млн БТЕ. Однако сохраняют свое влияние нерыночные факторы: политика ОПЕК+ и военный конфликт в Украине. При мягкой политике ОПЕК+ (увеличение квот на добычу) и снятии политической напряженности среднегодовая цена может опуститься до \$60. Затягивание/расширение конфликта в Украине и жесткая политика ОПЕК+ могут привести к росту среднегодовой цены до \$80 за баррель.

Компании

Наилучшие результаты продемонстрирует инфраструктурный сектор (владельцы систем сбора и переработки газа, трубопроводов, хранилищ) благодаря повышению операционных результатов вследствие роста добычи нефти и газа. Дивидендная доходность пяти крупнейших независимых компаний составляет 6,6%. Взгляд на сектор позитивный.

Сильных результатов можно ожидать и от нефтесервисного сектора также в связи с увеличением добычи углеводородов. Активный флот буровых установок в мире может вырасти на 8,6%, до 1900 единиц. Рост в США может составить 11%, до 800 единиц. Взгляд нейтральный. Добывающие компании полностью реализовали потенциал роста благодаря повышению цен на углеводороды, а также увеличению дивидендов и обратного выкупа акций. В 2023 году существуют значительные риски сокращения дивидендных выплат и объемов обратного выкупа акций. Взгляд негативный.

Наиболее слабую динамику могут показать нефтепереработчики. В 2022 году компании продемонстрировали существенный рост благодаря уникальным условиям: средние цены на бензин и дизель в США выросли г/г на 41% и 68% при увеличении стоимости нефти на 39%; средний уровень чистого экспорта нефтепродуктов из Штатов увеличился г/г на 40% благодаря более низкой стоимости газа (\$33 за млн БТЕ на крупнейшем хабе TTF по сравнению с \$5,3 в Штатах по состоянию на 20 декабря) и электроэнергии в США по сравнению с Европой.

Товары вторичной необходимости (вью – негативное)

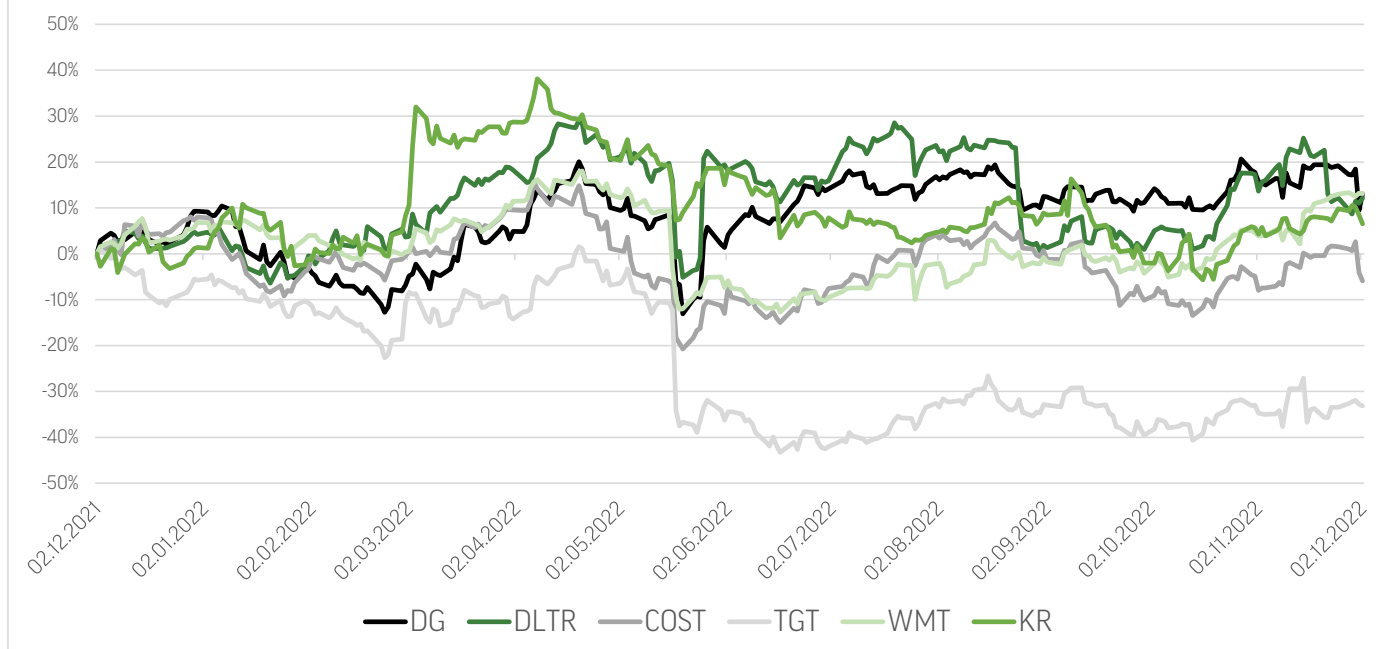
Сектор сейчас:

- Экономия потребителей и избыточные запасы сильно ударили по прибыли многих компаний. Под наибольшим ударом оказались производители одежды. Однако ситуация в индустрии неоднородная. К примеру, более премиальные бренды, такие как Nike (NKE) и Lululemon (LULU), чувствовали себя достаточно уверенно, так как их целевой клиент более платежеспособен и не слишком поменял свои потребительские привычки.
- Наоборот, демократичные бренды, такие как Gap (GPS) и Under Armour (UAA), оказались под ударом из-за урезания расходов и избыточных запасов. Кроме того, обе компании имели серьезные проблемы в руководстве, что также негативно отразилось на них.
- Общественное питание чувствовало себя немного лучше. К примеру, Chipotle Mexican Grill (CMG) практически не заметила трудностей, в основном из-за более платежеспособной клиентской базы. McDonald's (MCD) испытывала трудности в первой половине года из-за закрытия ресторанов в РФ и Украине, тем не менее ей удалось компенсировать это ростом сопоставимых продаж в Азии и Северной Америке. Компания также оказалась на руку миграция клиентов из более платежеспособного сегмента, которые тоже стремились сэкономить. Однако мы наблюдаем спад трафика и среднего чека, что может помешать компании расти более высокими темпами.

Ожидания на 2023 г.

- Мы полагаем, что в первой половине 2023 года ситуация кардинально не поменяется. Но по мере снижения инфляции и нормализации ситуации с запасами и логистикой мы увидим значительное улучшение финансовых результатов у таких брендов, как Gap (GPS) и Under Armour (UAA). Поэтому рекомендуем присмотреться к покупкам этих бумаг.
- В общественном питании мы не ожидаем существенных улучшений или ухудшений в 2023 г. Ждем устойчивого роста в течение всего года.
- Мы ожидаем значительного роста EPS у сектора после сильного падения в 2021 году. По нашему мнению, EPS может вырасти в диапазоне от 20% до 30%.

Динамика котировок ритейлеров



Источник: Factset

Товары первой необходимости (вью – позитивное)

Сектор сейчас:

- 2022 год вполне можно назвать годом сектора компаний товаров первой необходимости. Производители безалкогольных напитков, продуктов питания, бытовых товаров и малоформатные дискаунтеры стали выгодоприобретателями высокой инфляции и смогли оправдать свой защитный статус. Потребители со средним и низким доходом сокращали расходы на товары не первой необходимости.
- Coca-Cola (KO) была одной из таких компаний. Кроме того, она смогла увеличить свои продажи благодаря открытию общественных мест и спортивных мероприятий. Органические продажи за III финансовый квартал выросли на 16%. Бизнес основного конкурента PepsiCo (PEP) также шел хорошо. Производителю безалкогольных напитков удалось удержать силу сегмента снеков, во многом благодаря пандемической привычке есть дома и экономии граждан на продуктах питания.
- Аналогичная ситуация у General Mills (GIS), однако у компании наблюдается устойчивое сокращение товарных объемов при одновременном росте выручки. Товарные объемы в последнем квартале упали на 16%.

- Также бенефициарами сложной экономической ситуации стали малоформатные дискаунтеры, такие как Dollar General (DG) и Dollar Tree (DLTR). Близость магазинов к дому сделала их более предпочтительными из-за экономии топлива, а ориентированность на продуктовые и бытовые товары позволила избежать затоваривания и не прибегать к дополнительным уценкам. В противовес крупноформатные ритейлеры оказались под ударом, главным образом из-за высоких запасов.

Ожидания на 2023 г.

- Мы полагаем, что в 2023 году малоформатные дискаунтеры смогут сохранить текущую динамику выручки и сопоставимых продаж, в то время как крупноформатные ритейлеры смогут только к 2П года значительно улучшить свои финансовые показатели. Мы бы рекомендовали к покупке крупноформатные сети, такие как Target (TGT) и Walmart (WMT), уже в 1П 2023 года.
- Мы не ждем, что производители безалкогольных напитков и продуктов питания смогут и дальше эффективно поднимать цены, из-за чего столкнутся с сокращением маржи. Тем не менее, и серьезных ухудшений тоже не стоит ожидать. По нашему мнению, потенциал роста у KO, PEP и GIS ограничен.
- Мы ожидаем незначительного роста EPS по сектору в районе 2%.

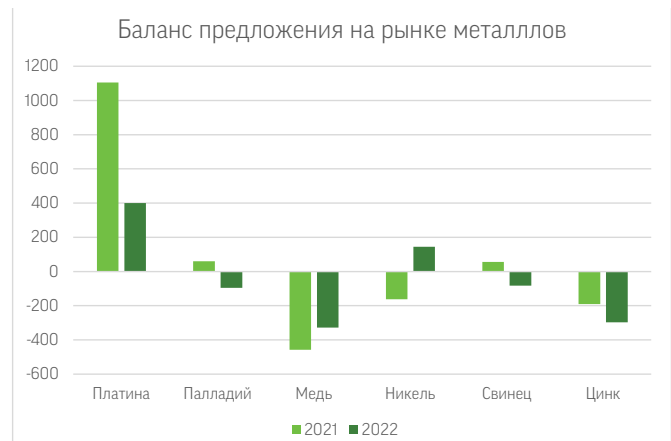
Сырьевая промышленность (вью – нейтральное)

Сырьевые товары

Несмотря на некоторое улучшение, ситуация в Еврозоне все еще остается довольно слабой из-за энергетического кризиса, а в США усиливается давление на затраты для многих предприятий в условиях высоких процентных ставок, которые, вероятно, сохранятся в течение 2023 года. Более того, новая волна заражений в Китае, укрепление доллара и увеличение запасов металлов могут сгладить дальнейший рост. В целом мы придерживаемся медвежьего взгляда на 2023 год. Возможность для роста цен на твердые сырьевые товары (напр, медь, алюминий, сталь) практически отсутствует, но все еще есть возможность для роста цен на некоторые критические минералы, поскольку они могут оказаться в дефиците. В 2023 году мы ожидаем еще большего внимания к вопросам ESG со стороны горнодобывающих компаний, поскольку они будут увеличивать капитальные вложения в инвестиционные проекты по «озеленению».

Большинство горнодобывающих гигантов так или иначе участвуют в «зеленом» переходе. В частности, мы выделяем компании Vale, Barrick, BHP и Rio Tinto, которые диверсифицируют портфель активов и используют возобновляемые источники энергии. В целом M&A-активность, скорее всего, уменьшится, но сделки, включающие критические минералы, могут остаться на прежнем уровне. Наши фавориты среди компаний участвующих в зеленом переходе Lithium Americas, MP Materials, Livent Corp

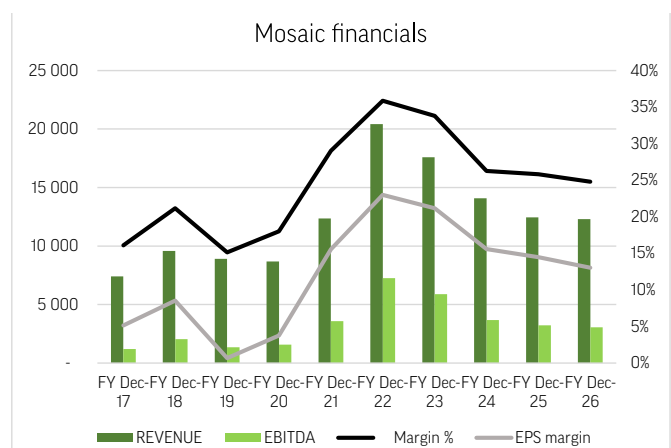
Мы вынуждены пересмотреть ранее отмеченный нами дефицит рынка промышленных металлов (в т. ч. никеля, меди и платины), участвующих в переходной экономике, поскольку предложение не отстает от спроса, «зеленый» переход далек от завершения, а мир находится на пороге глобального замедления роста. Что касается цветных металлов, то после дефицита, в 2021 году, ожидается, что в 2022–23 гг. рынок будет более сбалансированным, поскольку увеличение предложения будет соответствовать росту спроса (при условии, что цепочки поставок начнут нормализовываться в 2023 году).



Источники: ICSG, INSG, IZLSG

Энергетический кризис наступил незаметно и особенно хорошо раскрылся в связи с ростом санкционного давления на РФ. Цепочки поставок, с началом российско-украинского конфликта, были вынуждены в существенной степени перестроиться. МЭА считает, что международная торговля энергетическим углем сократится на 50% к 2030 году, а к середине века должна быть практически ликвидирована. Учитывая личную неприязнь МЭА к углю, нет причин удивляться этому прогнозу. Но есть мало причин следовать прогнозам, поскольку их предыдущие оценки пика добычи угля всегда были ошибочными.

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%.

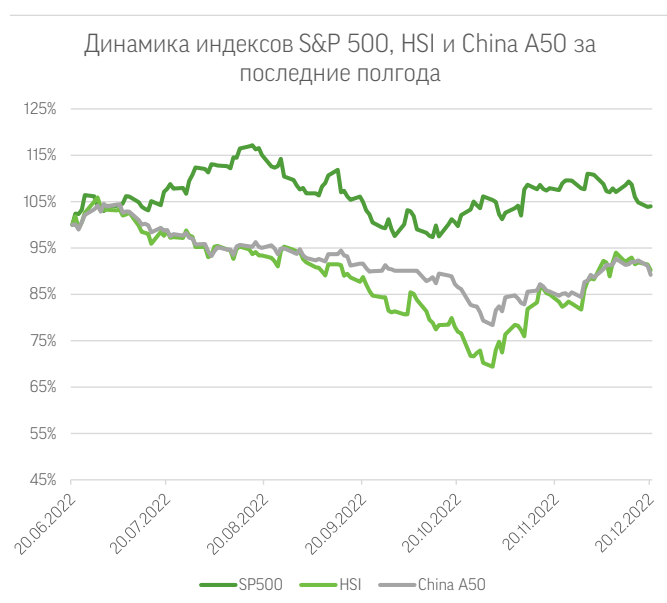


Source: Refinitiv

Китайский рынок (вью – позитивный)

Китайский рынок к концу 2022 года

В 2022 году китайские акции падали из-за социально-экономических и геополитических рисков в Китае. Однако с ноября 2022 года ситуация кардинально изменилась – вероятность активного роста китайской экономики сильно возросла после того, как правительство в ответ на протесты населения официально начало смягчение коронавирусных ограничений, которые еще с 2020 года тормозили развитие страны. В поддержку экономики также было объявлено о втором пакете финансирования девелоперского сектора для поддержания ликвидности застройщиков. Снизились и риски эскалации тайваньского конфликта, так как на прошедших на Тайване муниципальных выборах уверенную победу одержали представители прокитайской партии. Прошедшая в ноябре встреча глав Китая и США дала надежду на диалог сторон по санкционным вопросам и экономическому сотрудничеству. Кроме того, в последнее время не наблюдается громких инициатив по усилению госрегулирования китайского техсектора, а опасения инвесторов по поводу потенциального делистинга китайских акций с рынка США снизились после получения американским регулятором доступа к внутренним документам китайских компаний.



Source: FactSet, анализ Freedom Finance Global

Текущие риски на рынке КНР

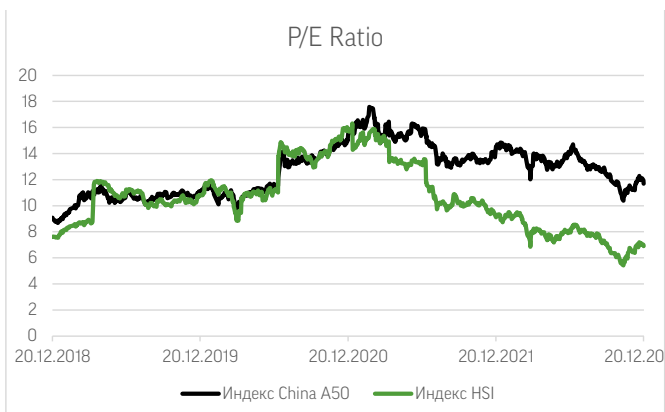
В декабре–январе, однако, возможна коррекция из-за распространения пандемии в стране и неподготовленности ведомств социального обеспечения к обслуживанию высокого числа заболевших – аналитики Bloomberg полагают, что преодоление проблем высокой заболеваемости (самоизоляция граждан и замедленное восстановление экономики) может затянуться до конца I квартала 2023 года.

Среди аналитиков пока нет единого мнения по влиянию заражений на китайскую экономику – вспышки коронавируса усиливают временную безработицу, однако снятие ограничений увеличивает спрос на продукцию. Пока мы относимся к проблеме роста заболеваний нейтрально и не ожидаем сильного падения бумаг – распространение коронавируса после отмены карантинных было давно ожидаемо инвесторами. Дальнейшая динамика китайского рынка во многом будет определяться тяжестью волны заражений и скоростью ее преодоления.

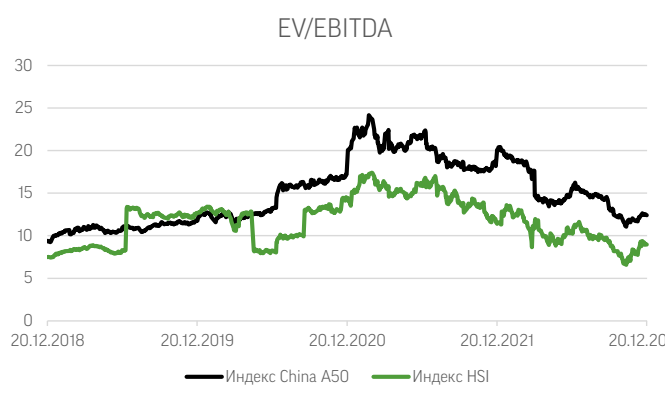
Среди долгосрочных рисков китайского рынка на первый план выходят китайско-американские экономические противоречия – с ними связаны возможные новые санкции в отношении китайского высокотехнологичного сектора, в том числе и со стороны американских союзников (в первую очередь ЕС и Япония). Второй риск – неопределенность по поводу внутренней и внешней политики китайского руководства после выборов нового правительства КНР в апреле–мае 2023 года (за последние два года противоречивая политика китайских властей в различных социально-экономических областях являлась основным фактором падения китайского фондового рынка).

Ожидания на 2023 год

Наш базовый прогноз по китайскому рынку в 2023 году пересмотрен с «держать» на «покупать»: мы ожидаем роста всего фондового рынка КНР по мере снятия коронавирусных ограничений – при этом в среднесрочной перспективе розничная торговля, авиаперевозки, туризм, отели и общественное питание кажутся нам наиболее привлекательными секторами. Долгосрочная ставка на китайские инновационные сектора, пользующиеся господдержкой, – искусственный интеллект, полупроводники, солнечная энергетика и электромобили – также остается актуальной. В течение полугодия P/E индекса HSI может вырасти с 6,9 до 8–8,5, а EV/EBITDA – с 8,9 до 11–11,5, в то время как по индексу China A50 мы рассчитываем на рост P/E с 11,7 до 13–13,5 и EV/EBITDA – с 12,4 до 14,5–15.



Source: FactSet, анализ Freedom Finance Global



Source: FactSet, анализ Freedom Finance Global

Мы делаем ставку на отложенный спрос китайского населения на товары длительного пользования и придерживаемся инвестиций в компании, к которым китайское правительство относится благосклонно. Из доступных на данный момент секторов мы выделяем две группы, которые могут показать наилучшую динамику в 2023 году:

Ритейлеры и логистические компании: Pinduoduo (PDD), JD.com (JD, или 9618.HK) и Meituan (3690.HK), а также ANTA Sports Products (2020.HK) и Li-Ning (2331.HK); Ориентированные на внутренний рынок инновационные компании: Li Auto (LI, или 2015.HK), NIO (NIO, или 9866.HK) и Baidu (BIDU, или 9888.HK).

Мы по-прежнему настороженно относимся к инвестициям в сектор недвижимости из-за высокой закредитованности девелоперов, падения цен на жилье в КНР и политики государства на приоритетную помощь собственникам, а не застройщикам. Кроме того, неопределенность остается в зарегулированных отраслях (образование, компьютерные и мобильные игры, стриминговые сервисы, казино). Инвестиции в эти бизнес-направления остаются высокорисковыми и в текущий момент подойдут только для спекулятивных портфелей.



Опционный обзор

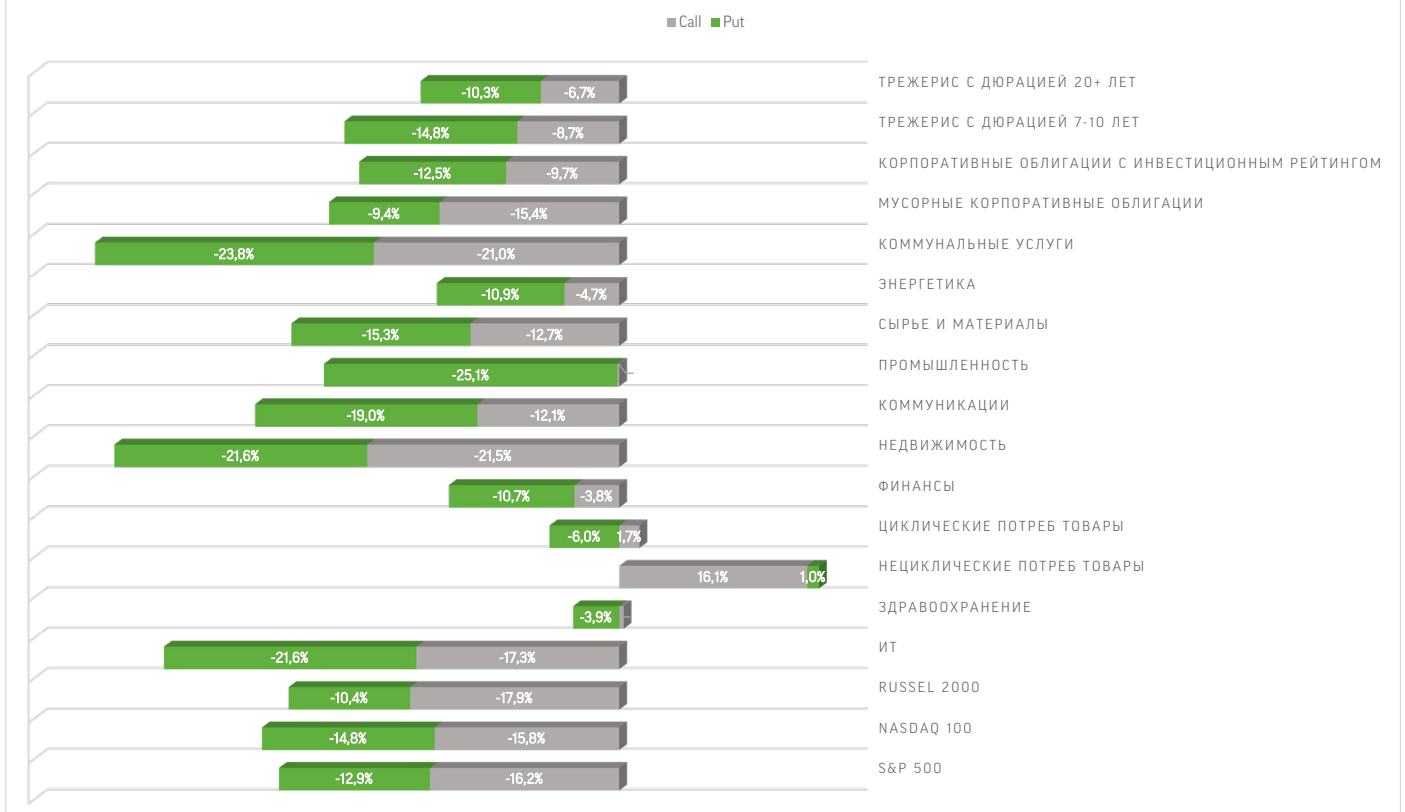
Довольно неоднозначная картина складывается в секторе нециклических потребительских товаров. С одной стороны, мы видим достаточно бычий сигнал по соотношению премии за волатильность. Премия в Call-опционах составляет 16% против премии за волатильность в 1% у Put-опционов. С другой стороны, индикатор Put/Call ratio растет на протяжении последних пяти недель, а в последнюю неделю рост составил 21%. Это сигнализирует о росте долгосрочных рисков в этом секторе. Вероятнее всего, на сектор оказывают противоположное воздействие два фактора. С одной стороны, мы видим, что проблемы с цепочками поставок практически решились и высокие запасы начинают сокращаться, с другой стороны, у нас наблюдается явное ухудшение спроса со стороны покупателей. Если ситуация с потребительской инфляцией и высокими ценами на топливо будет улучшаться, то мы можем увидеть рост в секторе. В ином случае, несмотря на достаточно защитное свойство сектора, будет наблюдаться его коррекционное снижение.

Достаточно тревожная ситуация в секторе недвижимо-

сти. По соотношению дисконта за волатильность у нас равновесие: не наблюдается особого перекоса в ту или иную сторону. Однако мы наблюдаем рост индикатора Put/Call ratio на 61%, что довольно настораживающий сигнал для сектора. Такой результат является, вероятнее всего, следствием продолжающейся ястребиной политики ФРС и сложной ситуации на ипотечном рынке, которые усложняют покупку новых домов со стороны домохозяйств.

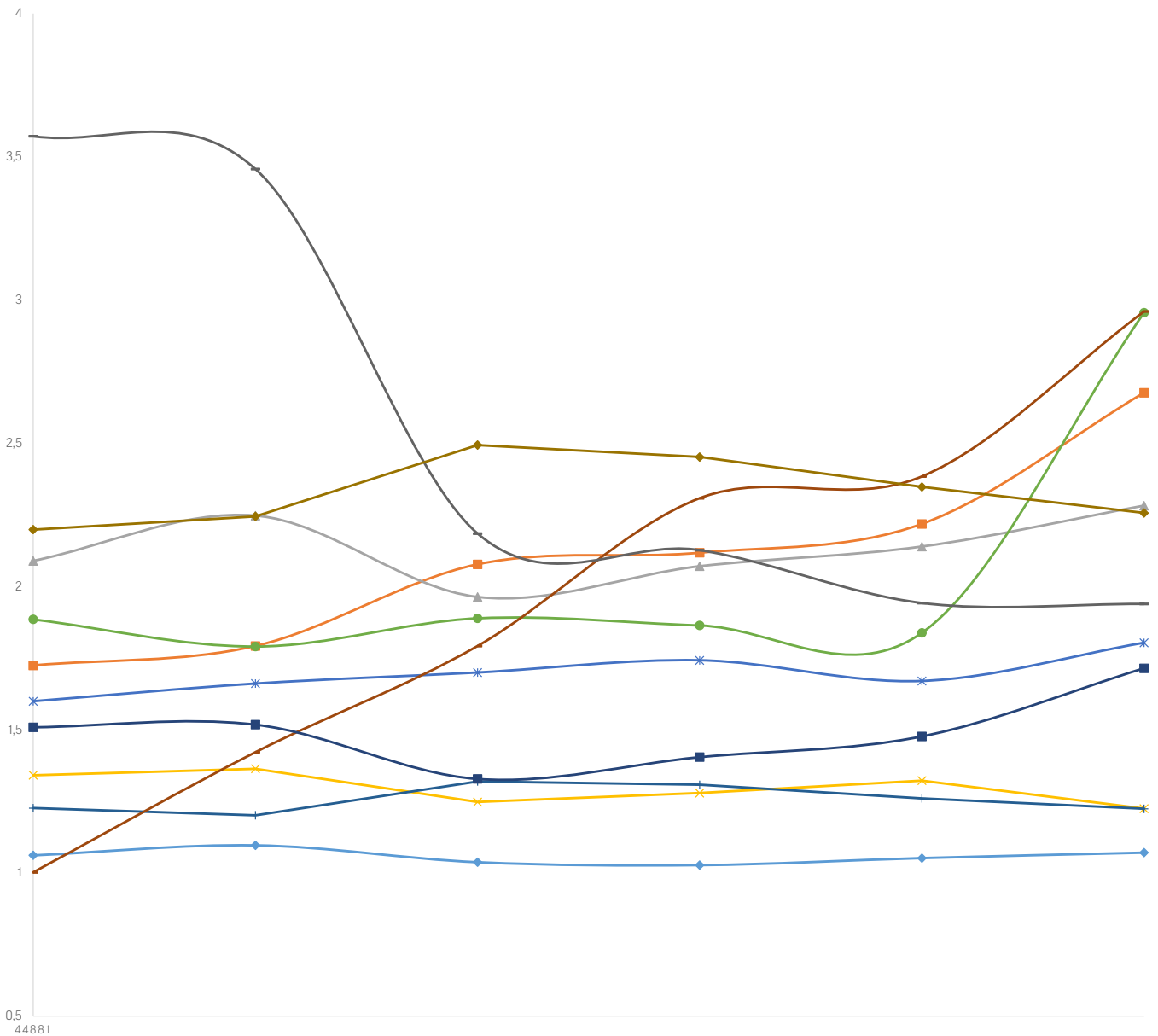
Схожая с сектором нециклических потребительских товаров ситуация складывается в промышленном секторе. С одной стороны – смещение в сторону быков по соотношению дисконта за волатильность, с другой стороны, рост индикатора Put/Call ratio продолжается на протяжении пяти недель, а на текущей неделе рост составил 24%. Кроме того, значение индикатора Put/Call ratio составляет 2,96, что наряду с сектором недвижимости является самым высоким среди всех секторов. Мы полагаем, что такие негативные ожидания связаны с общими отрицательными настроениями относительно роста экономики.

ПРЕМИЯ/ДИСКОНТ ЗА ВОЛАТИЛЬНОСТЬ



Процентная динамика put/call ratio по секторам

ДИНАМИКА PUT/CALL RATIO ПО СЕКТОРАМ

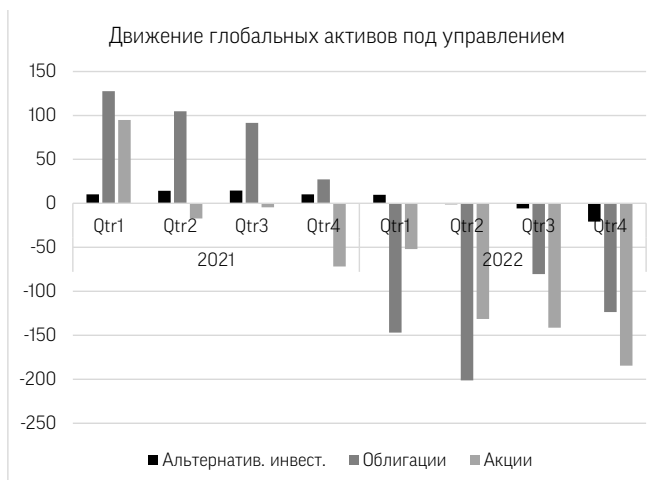


- ♦— ИТ
- ▲— Нециклические потреб товары
- *— Финансы
- +— Коммуникации
- Сырье и материалы
- Коммунальные услуги
- Здравоохранение
- *— Циклические потреб товары
- Недвижимость
- Промышленность
- ♦— Энергетика

Источник: FactSet

Анализ Smart Money

Мы наблюдаем отток из акций, под управлением, седьмой квартал подряд, что согласуется с падением широкого рынка акций. С начала года индекс S&P 500 потерял 19%, что является самым большим падением с 2008 года. Однако, если в 2008 году, инвесторы предпочитали облигации акциям, то в уходящем году оба класса активов показали убыточную реальную доходность. Несмотря на высокую инфляцию, которая по итогам года должна будет составить 8,1%, инвесторы предпочитали перекладывать свои сбережения в тихие гавани, а именно гос долг и банковские депозиты.



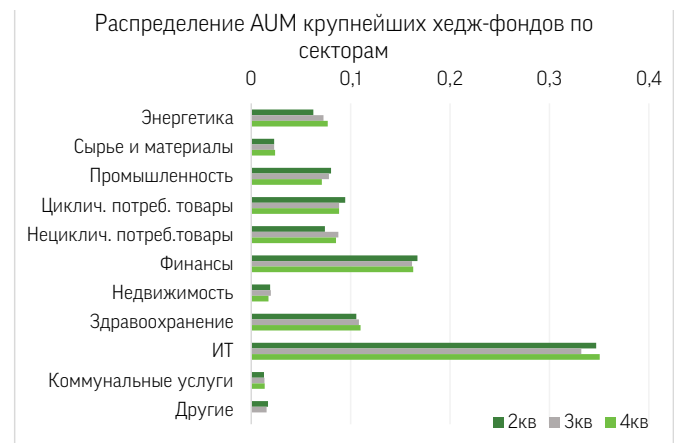
Источник: Refinitiv, FactSet

Оттоки из акций, под управлением, увеличивались в течение 2022 года и достигли своего пика в IV квартале. Вероятно, высокие ставки заставляют инвесторов рассматривать менее рискованные активы. Оттоки из облигаций начались в 1 квартале 2022 года, и достигли максимума во 2 квартале, когда доходность по 10-летним трежерям существенно выросла. Похожий эффект наблюдался и во 2П 2022 года – на фоне роста доходности трежерей оттоки из бондов увеличивались. Согласно декабрьскому опросу управляющих фондов VofA, пессимистичные настроения преобладают, вероятность рецессии видят 68% управляющих против 77% месяцем ранее, что обусловлено улучшением перспектив экономического роста Китая. При этом отдается предпочтение к защитным активам с низким уровнем риска, такие как сектора потребительских товаров и здравоохранения, а также облигации. Согласно данным опросов, отношение облигаций к акциям, в портфелях, достигло максимума с 2009 года. Управляющие

сое сократили долю денежных средств в портфелях до 5.9% против 6.2% месяцем ранее.

Мы выбрали 20 крупнейших фондов, которые инвестируют на основе стратегий фундаментального анализа и не заметили существенной секторальной ребалансировки портфелей. Хедж фонды по-прежнему отдают предпочтение технологическому сектору, здравоохранению и финансам, которые занимают 35%, 16% и 11%, соответственно. В 4 квартале хедж фонды продолжили наращивать инвестиции в сектор энергетики. Доля активов в этом секторе росла существенно остальных в 2022 году. В 4 квартале, Citadel и Adage приобрели совокупно более 24 млн акций Southwestern Energy Co. Berkshire сохранил длинные позиции в акциях Occidental Petroleum Corp и купил еще 6 млн акций, увеличив их долю в портфеле до 4%.

Доля активов в промышленном секторе сократилась с 8% до 7%. Так, например, фонд Parnassus избавился от бумаг Southwest Airlines Co и Digital Realty Trust Inc, а фонд Bridgewater продал бумаги Ford Motors.



Источник: Refinitiv, F-13 reports

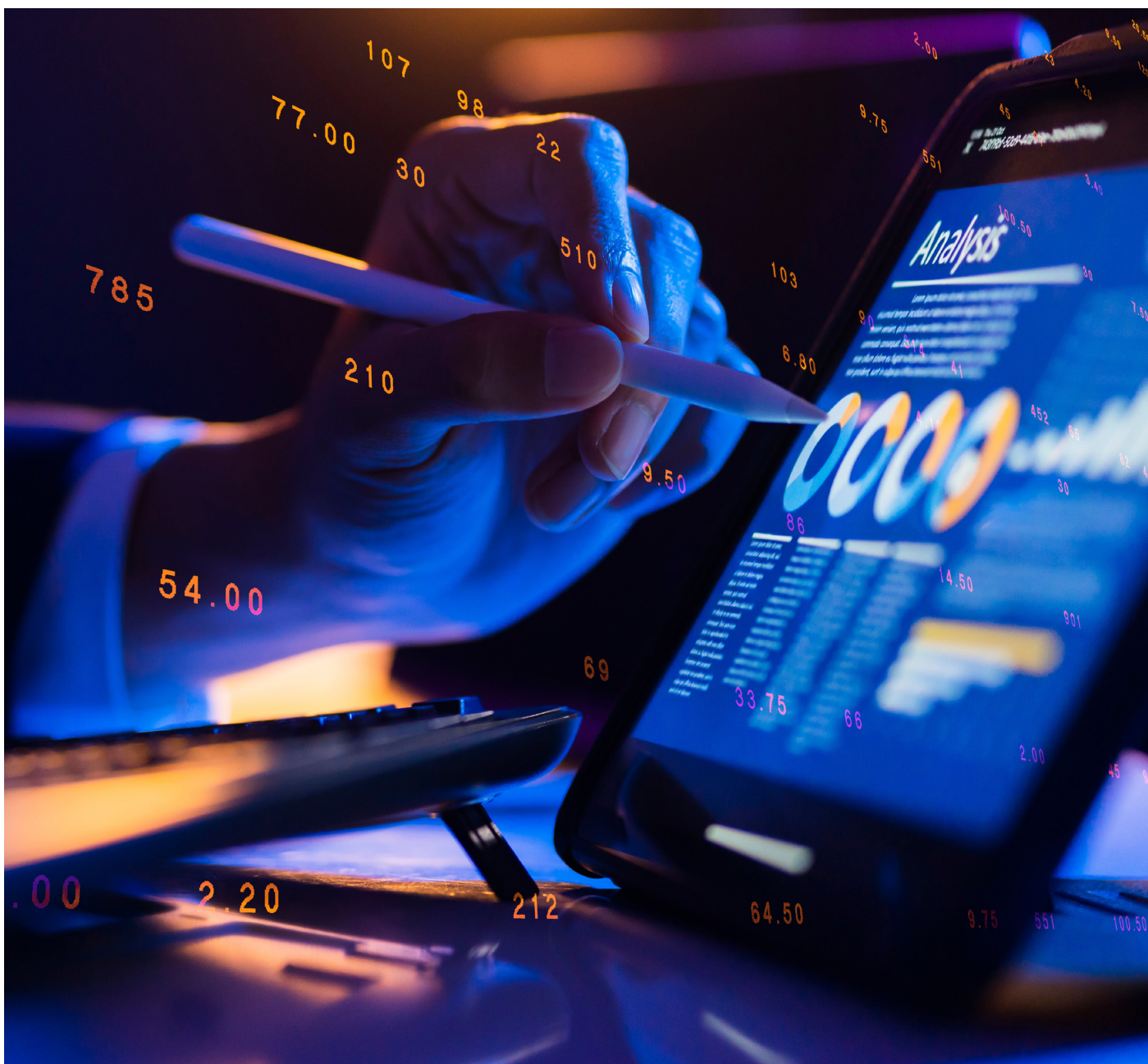
Bridgewater Associates, чья стратегия направлена на изменяющиеся фундаментальные условия, Фонд продал более 7 млн акций Alibaba, что ранее составляло 4,3% от всего портфеля. Сейчас более 25% средств фонда вложены в компании сектора нециклических потребительских товаров, и среди них основную долю занимают Procter & Gamble, PepsiCo, CocaCola, Costco, Walmart, и другие. За последний квартал фонд купил свыше 2,3 млн акций Mondelez и 700 тыс акций Visa, практически вдвое увеличив долю владения.

Berkshire Hathaway, один из самых знаменитых фон-

дов, придерживается стратегии стоимостного долгосрочного инвестирования, практически не торговал в течение квартала, оставив инвестиции в Apple, Bank of America, Coca Cola, American Express, Kraft Heinz не тронутыми. Фонд купил 60 млн акций Taiwan Semiconductor (1,39% портфеля)

AQR Capital остается приверженным своей стратегии инвестирования, основанного на фундаментальном анализе. Среди значимых покупок в 4 квартале можно выделить приобретение 30 млн акций Sibanye Stillwater. Фонд Джорджа Сороса продолжил сокращать свои позиции в производителе электромобилей, Rivian Automotive

Inc, по-прежнему являющийся самой крупной инвестицией фонда. Фонд купил акции RIVN в 4 квартале 2021 года по цене \$89-172 за акцию. В настоящее время их акции торгуются на уровне около \$30 за акцию. В 4 квартале ARK Investment Management приобрел 13 млн акций Shopify, а также продолжил активно наращивать инвестиции в технологические компании UiPath Inc и Ginkgo Bioworks Holdings Inc. Инвестиции фонда имеют высокую долю консолидации. Более 17% AUM фонда вложены в акции Tesla, Zoom и Roku. При этом более 70% распределены между секторами ИТ и здравоохранения.

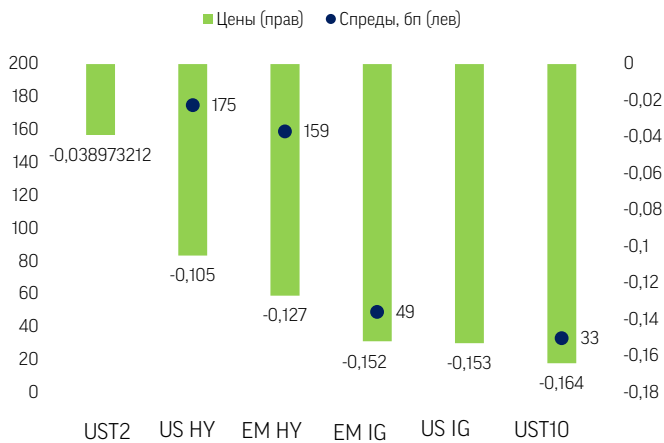


Облигации

Худший год для евробондов

В 2022 году еврооблигации продемонстрировали самое большое снижение за историю. Прерывание 20-летней тенденции снижения процентных ставок и самая высокая за 40 лет инфляция в США привели к исторической корректировке цен на облигации.

Изменение цен и спредов по различным классам долларовых облигаций в 2022г



Источник: Bloomberg. Данные на 20 декабря 2022.

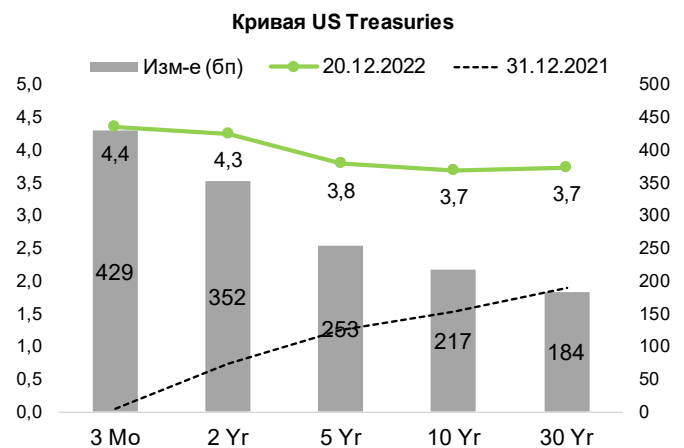
US HY - корпоративные высокодоходные USD еврооблигации эмитентов США; EM HY высокодоходные USD еврооблигации эмитентов развивающихся стран; US IG - корпоративные USD BBB еврооблигации эмитентов инвестиционного рейтинга из США; EM IG - USD BBB еврооблигации эмитентов инвестиционного рейтинга из развивающихся стран. UST10 - 10-летние казначейские облигации США; UST2 - 2-летние казначейские облигации США. Изменение цен включает накопленный купонный доход (total return). Источник: Bloomberg, S&P. Данные на 20 декабря 2022.

По мере того как приближается 2023 год, инфляция в США остается высокой, но замедляется. Сильная инверсия кривой доходности казначейских облигаций США указывает на то, что рынок с уверенностью считает не только то, что инфляция достигла пика, но и то, что она быстро снизится, открывая путь для снижения ставки ФРС. Однако, как наглядно показал этот год, темпы снижения инфляции трудно предсказать. Инфляция может оказаться более устойчивой, а это означает, что высокие процентные ставки будут сохра-

няться дольше, что может вызвать сдвиг вверх кривой казначейских облигаций США в первой половине 2023 года с постепенным снижением долгосрочных доходностей в оставшейся части 2023 года.

Новые перспективы

Корректировка цен на долларовые еврооблигации в этом году в сочетании с решимостью ФРС взять под контроль инфляцию создали основу для восстановления инструментов с фиксированным доходом. Однако рассматривать эти перспективы следует через призму здорового консерватизма. Мы ожидаем снижения инфляции в следующем году. Это означает, что процентные ставки в конечном итоге также будут снижаться, что приведет к росту цен на евробонды.



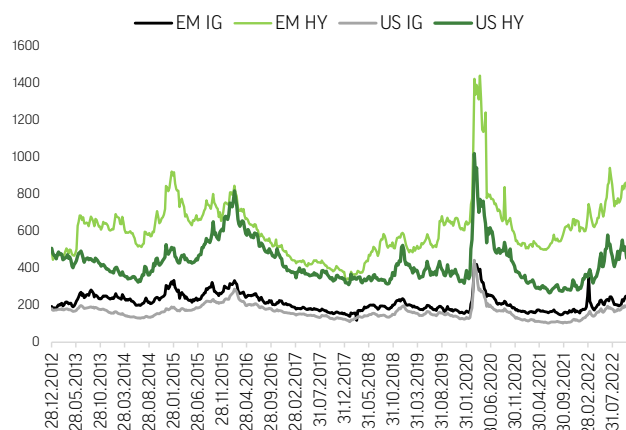
Источник: US Treasury. Данные на 20 декабря 2022.

Однако риск сценария стагфляции – реальный и это может ограничивать рост цен на облигации в следующем году. Структура портфеля должна быть соответствующим образом подготовлена. Защита от присутствующей неопределенности в отношении конечной процентной ставки ФРС и уровня инфляции должна обеспечиваться гибкой структурой портфеля. Мы считаем, что структура портфеля, которая называется “штанга”, с большим весом коротких (1-2 года) и растущим в течение года весом долгосрочных облигаций (7+ лет) является наиболее подходящей, позволяющей оставаться в защитной позиции, но при этом сохраняя возможность участвовать в росте, ожидаемом от снижения доходностей по казначейским облигациям США в следующем году. Мы видим положительный потенциал у длинных американских корпоративных бондов,

отдавая предпочтение эмитентам с рейтингом «ВВВ» и выше. Этот класс бондов лучше всего позиционирован для различных исходов по уровню инфляции и темпов роста экономики США. Как мягкая, так и жесткая посадка американской экономики будет способствовать росту долгосрочных investment grade бондов за счет снижения доходности казначейских облигаций США, в то время как в условиях стагфляции мы ожидаем в худшем случае нейтральную динамику корпоративных бондов, при этом основная часть дохода будет поступать от купонов, а не от прироста цен на облигации. В нашем базовом сценарии спред по американским бондам инвестиционного уровня немного сузится к концу 2023 года, а целевая совокупная доходность составит 5,3%. Выбор времени для увеличения дюрации портфеля имеет решающее значение для достижения данной целевой доходности. Покупка долгосрочных корпоративных облигаций имеет смысл только тогда, когда доходность 10-летних US Treasuries достигнет 4,3% и выше. Это обеспечит минимизацию риска и обеспечит благоприятные результаты по доходности если безрисковые ставки будут изменяться по более низкой или высокой траектории, чем в нашем базовом прогнозе. Предпочтительно избегать долгосрочных облигаций (7+ лет) до тех пор, пока 10-летняя доходность по US Treasuries не достигнет указанного уровня. В противном случае инвесторы могут получить двузначный убыток.

Номинальная доходность высокодоходных облигаций выглядит заманчиво, но одной из основных тенденций, ожидаемых в следующем году, является замедление экономического роста в США. Это означает, что кредитный риск выйдет на первый план. Текущий уровень дефолта среди высокодоходных облигаций США в 2022 году составляет всего 1,2-1,6% (по данным рейтинговых агентств), а текущие спреды учитывают только не глубокий экономический спад. После ноябрьского ралли в высокодоходных евробондах мы ожидаем, что в 2023 году спред высокодоходных облигаций США увеличится на 60 б.п., а прогнозируемая общая доходность составит 2,2%. Облигации EM торгуются по привлекательным ценам, но мы предпочитаем не торопиться с увеличением аллокации на EM HY и подождать до 2кв-3кв23, чтобы было достаточно подтверждений, что ставки ФРС действительно приближается к циклу смягчения. Это что-то вроде подстраховки на случай, если в США вдруг начнет развиваться сцена-

рий стагфляции с более высокими ставками на более длительный срок. Тогда восстановление валютных облигаций развивающихся стран может быть отложено. Ноябрьский рост цен на евробонды снизил потенциал роста и в нашем базовом сценарии EM HY обеспечат совокупную доходность 2,7%. Если начинать покупать HY евробонды ближе ко второй половине 2023 года, как советует в нашей стратегии, совокупная доходность может быть улучшена до 8,2% и 6,1% для EM HY и US HY соответственно.



Источник: Bloomberg

Текущие рыночные условия сформировали еще одну великолепную возможность. Повышение ставки ФРС наконец-то прервало период очень низкой доходности по коротким облигациям. В течение следующих нескольких кварталов у пассивных инвесторов будет возможность зафиксировать до погашения самую высокую за десятилетие номинальную доходность по 1-2-летним портфелям облигаций.

Краткосрочные евробонды высокого качества предлагают доходность 4,5-6%, тогда как высокодоходные бонды «ВВ» спектра рейтингов предлагают 6-7%. Покупка качественных бондов с погашением через 1-2 года – лучший вариант для консервативно настроенных инвесторов.

Интересно, что несмотря на рост номинальных доходностей по бондам в 2022 г., из-за высокой инфляции реальные доходности (т.е. скорректированные на инфляцию) не улучшились относительно предыдущих периодов коррекции. Это заблуждение, что благодаря коррекции 2022г можно купить низко рискованные бонды и получать по ним «приемлемую» доходность. Просто изменился порядок цифр: выросла и доходность, и од-

новременно, инфляция. Для сохранения покупательной способности благосостояния (сбережений) и генерации «приемлемой» доходности в бондах по-прежнему придется принимать риск. Чтобы получать 4% в реальном выражении нужно покупать бонды high yield. Реальная доходность по коротким investment grade немного ниже 1% (исходя из инфляции в 4,3%). Среди HY мы отдаем предпочтение emerging markets: страны EM продолжают расти высокими темпами, при этом разница относительно США вырастет в 2023г. Ожидаемое валютными стратегами ослабление доллара в следующем году также положительно для EM USD бондов. Разница в доходности к погашению по EM HYа относительно US HY вдоль кривой составляет 1,5%. В уверенной IG категории преимущества по доходности у EM почти нет. Среди EM евробондов предпочтение бондам эмитентов из стабильных экономик, в частности, которые устойчивы к внешним шокам: странам у которых

отсутствуют высокие двойные дефициты, устойчивая валютная внешняя позиция и про-активная монетарная политика. При этом фокус на корпоративном долге, который дает широкий выбор премий к государственным бондам. Предпочтение отдается эмитентам из Индонезии, Мексики, Казахстана, странам Персидского Залива, Колумбии. Пока наблюдаем за ситуацией в Бразилии в контексте перспектив фискальной политики новой Администрации Президента Лула да Силва, так как риск отрицательной переоценки бондов в Бразилии еще возможен. Воздерживаемся от бондов турецких эмитентов. Хотя Турции пока удастся поддерживать доверие рынка и сохранять спрос на суверенные евробонды, устойчивость внешней позиции снизилась за последние годы, монетарная политика остается нестандартной, при этом в 2023г предстоят выборы. Премии по турецким бондам не оправдывают риск.



*BB рейтинги

Авторы стратегического обзора на 2023 год.



Меркулов Вадим
Директор аналитического департамента



Пигарев Сергей
Старший аналитик



Степанян Михаил
Стратег



Глинянов Сергей
Аналитик



Денисламов Михаил
Старший аналитик



Лукьянчиков Роман
Аналитик



Араратян Севак
Старший аналитик



Попцова Алина
Аналитик



Зубков Илья Олегович
Старший аналитик



Примашов Дмитрий
Аналитик



Толмачев Егор
Старший аналитик



Поздняков Дмитрий
Младший аналитик



Лебедев Тимур
Старший аналитик



Кононов Виталий
Младший аналитик