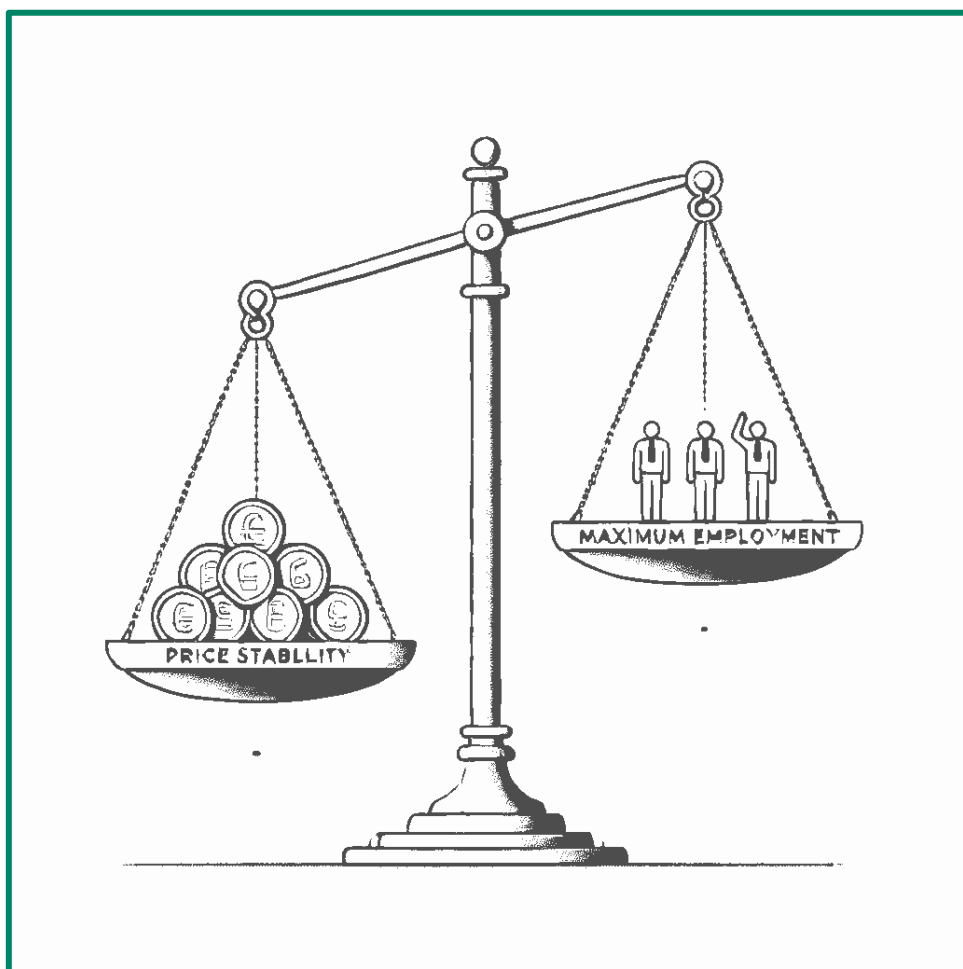


Стратегия инвестирования в рынок акций и облигаций США

Тенденции, тренды и перспективы



Александр Шмыров
Заместитель Директора Департамента Торговых Идей
Взгляд на экономику и рынок акций

Данил Бондарец
Старший Аналитик Департамента Торговых Идей
Взгляд на рынок облигаций

Ноябрь 2024 года

Уважаемые клиенты,

Представляем вашему вниманию наш новый отчет «Стратегия инвестирования в рынок акций и облигаций США», который охватывает актуальные макроэкономические тенденции, прогнозы по денежно-кредитной политике, а также перспективы для фондового и облигационного рынков США на ближайшие кварталы.

В рамках отчета мы рассматриваем ключевые экономические тенденции, включая прогнозы по действиям Федеральной Резервной Системы и возможное влияние результатов президентских выборов на инфляционную динамику и экономический рост. Особое внимание уделено анализу макроэкономических факторов, что позволит более точно оценить перспективы различных секторов экономики. Также в отчете представлены рекомендации по стратегии инвестирования в акции и облигации США в условиях текущей макроэкономической конъюнктуры.

Надеемся, что наш отчет будет для вас ценным инструментом в принятии инвестиционных решений. Мы всегда рады обсудить детали и ответить на ваши вопросы.

Оглавление

Экономические сценарии и их влияние на рынок облигаций и акций	4
Ключевые выводы	6
Макроэкономическая конъюнктура: наш взгляд	6
Акции США: наш взгляд.....	6
Облигации США: наш взгляд.....	8
Наш взгляд на экономику США	9
ВВП: замедление экономического роста.....	9
Корпоративный сектор: общий взгляд.....	10
Анализ инфляции: текущая понижательная тенденция и инфляционные риски.....	14
Рынок труда и противоречивые данные в статистике.....	17
Концентрация рынка в «Великолепной семерке»	21
Нужно ли поддаваться соблазну инвестировать только в данные компании?	21
Расширение тренда роста прибыли «Великолепной семерки»	23
Наш взгляд на акции США.....	25
«Великолепная семерка».....	25
Large, Mid, Small	25
Value vs Growth.....	26
Выделяемые сектора в случае реализации нашего базового сценария.....	27
Наш взгляд на облигации США	30
US Treasuries: от страха до жадности всего один шаг	30
Влияние QT на доходности US Treasuries	32
Корпоративные облигации.....	33
Приложение к отчету	36

Экономические сценарии и их влияние на рынок облигаций и акций

Представленная ниже таблица иллюстрирует возможные экономические сценарии и их предполагаемое влияние на рынок акций и облигаций. Для каждого из сценариев мы анализируем соответствующие изменения в денежно-кредитной политике, а также влияние этих факторов на рынок облигаций и акций. В каждом сценарии мы учитываем потенциальные изменения в экономике и прогнозируем, как они могут отразиться на различных сегментах рынка, включая облигации разных типов и акции. Это поможет вам лучше понять, какие активы могут продемонстрировать наибольший потенциал в условиях различных экономических реалий и выработать соответствующую инвестиционную стратегию.

Таб. 1. Возможные экономические сценарии и их влияние на рынок облигаций и акций

Экономический сценарий	Денежно-кредитная политика	Стратегия на рынке облигаций	Стратегия на рынке акций
Ускорение	Умеренное смягчение с контролем инфляции	Долгосрочные UST ¹ и US IG ² облигации выиграют от падающих ставок. Привлекательность HY ³ облигаций в США также увеличится, так как вероятность расширения спредов будет снижаться благодаря благоприятной экономической ситуации. EM ⁴ IG и EM HY облигации останутся привлекательными за счёт более широких спредов по сравнению с американскими аналогами.	Акции с высокой бетой, компании малой капитализации, а также циклические сектора, чувствительные к экономическому росту. В целом, рост будет наблюдаться в рискованных секторах, которые выигрывают от ускорения экономической активности.
Мягкая посадка	Постепенное смягчение, нейтральная ставка	Среднесрочные UST и US IG облигации будут наиболее привлекательными за счёт баланса доходности и процентного риска. Также данные экономические условия способствуют увеличению экспозиции в EM IG для получения более высокой доходности в сравнении с США и развитыми рынками.	Акции защитных секторов, таких как здравоохранение, потребительские товары первой необходимости, коммунальные услуги и крупные технологические компании. В условиях мягкой посадки предпочтение будет отдаваться стабильным и дивидендным акциям, а также компаниям с сильным балансом, демонстрирующим устойчивые финансовые результаты.
Стагфляция ⁵	Сценарий «выше-дольше», сохранение жесткой монетарной политики	Увеличение экспозиции на TIPS для хеджирования инфляционных рисков. Сокращение дюрации для минимизации процентных рисков. В корпоративном секторе следует отдавать предпочтение высококачественным эмитентам в таких секторах как недвижимость или сырьевые товары.	Акции, обладающие высокой защитой от инфляции (энергетический сектор, здравоохранение, сырьевые товары и компании, работающие в области потребительских товаров вторичного спроса). В условиях стагфляции привлекательными будут защитные сектора, устойчивые к росту цен, а также компании, способные переносить повышенные издержки на потребителей или сохраняющие стабильный спрос.

¹UST (US Treasuries) – Казначейские облигации США

²IG – облигации эмитентов с инвестиционным кредитным рейтингом (BBB- и выше)

³HY – облигации эмитентов с кредитным рейтингом BB- и ниже

⁴EM – развивающиеся рынки

⁵Под термином стагфляция в данном контексте мы подразумеваем: замедляющиеся, но всё-ещё положительные темпы роста экономики на фоне устойчивой или растущей инфляции.

<p>Жесткая посадка</p>	<p>Резкое снижение ставок, вероятен экономический спад</p>	<p>Снижение ставок способствует увеличению дюрации и фокусу на UST и высококачественных эмитентах в защитных секторах экономики. Уменьшение экспозиции в US HY из-за возросших рисков дефолта и расширения спредов. EM IG облигации останутся интересными за счёт более высоких доходностей, однако долю EM HY облигаций следует значительно сократить для минимизации кредитных рисков.</p>	<p>Защитные сектора, такие как потребительские товары первой необходимости, здравоохранение, коммунальные услуги, а также компании с высокой дивидендной доходностью. В условиях резкого замедления экономического роста предпочтение будет отдаваться компаниям с сильными балансами, стабильными денежными потоками и низкой чувствительностью к циклическим колебаниям, что обеспечит им защиту от экономической нестабильности.</p>
----------------------------	--	--	---

Ключевые выводы

Экономика США: наш взгляд

Прогнозы по действиям Федеральной Резервной Системы

Исходя из текущей риторики Федеральной Резервной Системы, мы полагаем, что с наибольшей вероятностью регулятор может снизить процентную ставку до конца года еще на 25 базисных пунктов. Также существует вероятность второго снижения на 25 б.п. в первом квартале 2025 года. Однако в свете текущей экономической конъюнктуры мы не видим четких предпосылок для столь агрессивной политики, которая началась еще в сентябре текущего года.

Влияние результатов президентских выборов в США

Особое внимание стоит уделить результатам президентских выборов в США, поскольку победа Дональда Трампа имеет важные последствия для инфляционной динамики. Ожидается, что политика новой администрации будет включать повышение тарифов, ужесточение иммиграционной политики и ослабление регуляторных барьеров. Эти меры могут создать проинфляционные риски, увеличивая издержки для бизнеса и потребителей. Тем не менее, скорость и масштабы реализации этих инициатив будут во многом зависеть от результатов выборов в Конгресс.

Прогноз экономического роста и инфляции в США

В отношении текущей экономической ситуации в США, мы прогнозируем умеренное замедление темпов роста ВВП в первом квартале 2024 года, что подтверждается текущими данными. Наш базовый сценарий предполагает замедление экономического роста вблизи долгосрочного тренда (~2% квартал к кварталу)⁶. Мы видим признаки замедления активности в промышленности, что может быть ранним индикатором дальнейшего охлаждения экономики.

Что касается инфляции, мы не ожидаем, что ФРС достигнет своей целевой отметки в 2% в течение последнего квартала 2024 года и первого квартала 2025 года. Несмотря на замедление темпов роста индекса потребительских цен (CPI) и дефлятора потребительских расходов (PCE), текущие данные не свидетельствуют о достаточной динамике для быстрого снижения инфляции до целевого уровня в ближайшее время. В качестве дополнительных проинфляционных рисков мы выделяем стоимость фрахта, которая, несмотря на недавнюю стабилизацию, остается на высоких уровнях. Дополнительным фактором, способствующим инфляции, является политика новой администрации президента США, которая может способствовать росту тарифов, усилению протекционизма и ограничению иммиграции. Эти меры, наряду с ужесточением регулирования, могут усилить инфляционное давление, даже если экономический рост останется вяло положительным или замедлится.

Более подробно вы можете ознакомиться с нашим мнением в соответствующих главах.

Акции США: наш взгляд

До конца текущего года, несмотря на стагфляционные риски, мы ожидаем положительную динамику на фондовом рынке США. Прежде всего полная или частичная победа республиканцев на выборах в 2024 году может оказать стимулирующее воздействие. Республиканцы традиционно поддерживают экономическую политику, ориентированную на стимулирование роста через налоговые льготы и дерегуляцию. В частности, мы можем ожидать снижения корпоративного налога для компаний, занимающихся производственной деятельностью в США, а также ослабления регуляторных ограничений, что создаст более благоприятные условия для бизнеса. Эти инициативы, скорее всего, окажут позитивное влияние на фондовый рынок, и рост будет особенно заметен в секторах, которые выигрывают от налоговых льгот и дерегуляции.

Учитывая текущую макроэкономическую ситуацию и возможную политику новой администрации США, мы выделяем несколько секторов, которые представляют наибольший интерес на прогнозируемый период (4 квартал 2024 года и 1 квартал 2025 года). Однако, мы подчеркиваем важность делать акцент на отборе компаний с сильными и устойчивыми балансами.

Во-первых, в условиях повышенной инфляции и умеренного экономического замедления, наилучшей исторической динамикой, по оценкам Halyk Finance, обладают следующие секторы:

- **Энергетика.** Мы ожидаем стабильные результаты благодаря продолжению политики увеличения добычи нефти и газа и ослаблению экологических регуляций. Это создаст благоприятные условия для роста традиционных энергетических компаний (преимущественно *midstream*⁷). Также возможен рост поставок сжиженного природного газа (LNG), что откроет дополнительные возможности для сектора.

⁶ Указаны аннуализированные темпы роста ВВП, которые рассчитываются для преобразования квартальных темпов роста в годовые. Это позволяет оценить, как бы выглядел годовой рост при постоянном квартальном темпе.

⁷ **Midstream** — это сегмент энергетической отрасли, который включает в себя транспортировку, хранение и обработку энергетических ресурсов, таких как нефть, природный газ и продукты нефтехимической переработки. Этот сектор находится между *upstream* (добыча сырья) и *downstream* (переработка и распределение готовой продукции). Примеры деятельности в секторе *midstream* включают эксплуатацию трубопроводов, терминалов для перевалки нефти и газа, а также хранение и переработку углеводородов на пути от мест добычи до конечных потребителей или перерабатывающих заводов.

- **Информационные технологии и коммуникации.** Спрос на технологические решения, как мы ожидаем, включая облачные услуги и кибербезопасность, продолжит расти, даже в условиях экономического замедления. Предполагаемое ослабление антимонопольного регулирования поддержит крупные технологические компании.

Во-вторых, в условиях возможного полного контроля республиканцев над обеими палатами Конгресса, также стоит ожидать улучшения ситуации для финансового сектора и индустриального сектора, что связано с возможными реформами, ориентированными на стимулирование экономического роста:

- **Финансовые компании, в особенности региональные банки.** Региональные банки могут выиграть от налоговых льгот и смягчения банковских регуляций, что улучшит их финансовые результаты и повысит доступность кредитов. Также дерегуляция поможет активизации сделок слияний и поглощений, что должно позитивно сказаться на крупных представителях сектора.
- **Индустриальный сектор.** Компании, работающие в сфере инфраструктуры, могут извлечь выгоду от увеличения государственных расходов на проекты по обновлению инфраструктуры. Это создаст возможности для роста в строительстве и энергетической инфраструктуре.

В целом, мы ожидаем, что описанные выше сектора будут демонстрировать сильные результаты в условиях описанной макроэкономической конъюнктуры, а также в случае реализации политических инициатив новой администрации, направленных на стимулирование экономического роста и дерегуляцию бизнеса.

Сравнение компаний с различной капитализацией: Large Cap, Mid Cap и Small Cap⁸

В условиях замедления экономического роста и инфляции мы отдаем предпочтение компаниям средней и крупной капитализации, которые демонстрируют более стабильные финансовые показатели и меньший уровень риска.

- **Финансовая устойчивость.** Только 4% компаний крупной капитализации и 15% средней остаются убыточными, в отличие от 41% у компаний малой капитализации.
- **Прогноз прибыли.** Компании крупной и средней капитализации ожидают рост прибыли на 9% и 6% соответственно, в то время как малые, как ожидает Goldman Sachs, могут столкнуться с падением EPS на 4%.
- **Коэффициент покрытия процентов.** Крупные компании имеют высокий коэффициент покрытия процентов 8x, что свидетельствует об их финансовой надежности, в то время как компании малой капитализации показывают лишь 1,8x.
- **Премия за риск.** Компании малой капитализации, по нашим расчетам, имеют отрицательную Премию за риск, что делает их менее привлекательными для инвестиций.

Таб. 2. Сравнение компаний с различной капитализацией

	Уменьшение экспозиции	Нейтральный взгляд	Увеличение экспозиции
US large-cap			●
US mid-cap			●
US small-cap		○	

Сравнение компаний стоимости и роста: Value против Growth⁹

Учитывая текущую макроэкономическую конъюнктуру, мы рекомендуем соблюдать баланс между акциями роста и акциями стоимости, придерживаясь нейтрального взгляда на обе группы.

- **Неопределенность макроэкономической ситуации.** Текущая макроэкономическая конъюнктура требует осторожности, поэтому необходимо балансировать между акциями роста и стоимости.
- **Инвесторы ищут баланс между акциями роста и стоимости.** Несмотря на то, что текущая макроэкономическая конъюнктура, включая высокие процентные ставки, делает акции стоимости более устойчивыми, акции роста продолжают привлекать внимание инвесторов благодаря долгосрочному потенциалу, особенно в свете энтузиазма вокруг искусственного интеллекта и сильного роста прибыли крупных технологических компаний.

⁸ Large Cap (крупная капитализация) — компании с рыночной капитализацией свыше \$10 миллиардов. Mid Cap (средняя капитализация) — компании с рыночной капитализацией от \$2 до \$10 миллиардов. Small Cap (малая капитализация) — компании с рыночной капитализацией менее \$2 миллиардов.

⁹ Value-компании — это компании, акции которых, по мнению инвесторов, недооценены на рынке. Они обычно имеют низкие коэффициенты цены к прибыли (P/E), дивидендные доходности выше среднего и относительно стабильные потоки прибыли. Growth-компании — это компании, которые характеризуются высоким темпом роста прибыли и выручки. Они обычно имеют высокие перспективы расширения, но могут быть дорогими с точки зрения текущих цен на акции. Эти компании часто инвестируют всю свою прибыль в расширение бизнеса, инновации, исследования и разработки, а не в выплату дивидендов.

Таб. 3. Сравнение компаний стоимости и роста

	Уменьшение экспозиции	Нейтральный взгляд	Увеличение экспозиции
US Value Stock		○	
US Growth Stock		○	

Более подробно вы можете ознакомиться с нашим мнением в соответствующих главах.

Облигации США: наш взгляд

С начала года рынок U.S. Treasuries (UST) пережил значительную волатильность, вызванную неожиданными шагами ФРС по ставке и изменениями в политической и экономической обстановке. Федеральный Резерв начал цикл снижения ставок, стремясь поддерживать стабильный уровень безработицы и сдерживать инфляцию, что привело к нормализации доходной кривой после периода инверсии¹⁰. Однако, победа Республиканской партии во главе с Дональдом Трампом на выборах в президенты и в сенат США усилила опасения инвесторов по поводу ускорения инфляции и увеличения бюджетного дефицита, что может привести к пересмотру политики ФРС в сторону удержания или повышения ставки.

На рынке корпоративных облигаций наблюдается значительное сужение спредов среди всех основных классов активов. Спреды по US Investment Grade (IG) и High Yield (HY) облигациям приблизились к историческим минимумам, ограничивая потенциал для дальнейшего сужения. В то же время, кредитное качество эмитентов с рейтингом BB- и выше остаётся относительно стабильным.

Взгляд на дюрацию

- **Длинные (10 и более лет):** Увеличение экспозиции на долгосрочные облигации на среднем и дальнем горизонте инвестирования оправдано, поскольку текущие уровни доходности привлекательны для принятия процентного риска. Однако в краткосрочной перспективе наш взгляд на данный сегмент нейтрален из-за сохранения проинфляционных рисков.
- **Средние (2 года–10 лет):** Среднесрочные облигации (3–5 и 5–7 лет) стали привлекательнее после распродажи в октябре, с ожиданием снижения доходностей на 30–50 бп до конца 2025 года, поэтому мы рекомендуем увеличение экспозиции на данный сегмент облигаций.
- **Короткие (0–2 года):** Мы рекомендуем уменьшение экспозиции поскольку покупка краткосрочных облигаций несет риск реинвестирования по более низким ставкам, поскольку доходности продолжают снижаться по мере дальнейшего уменьшения ставки ФРС.

Взгляд на кредитный риск

- **US IG:** Мы рекомендуем уменьшение экспозиции, так как спреды находятся на исторических минимумах и потенциал для их сужения ограничен.
- **US HY:** Мы также рекомендуем уменьшение экспозиции, так как исторически низкие спреды ограничивают потенциал роста, и в случае резкого ухудшения экономических условий данный класс активов может пострадать больше остальных.
- **EM IG:** Мы считаем целесообразным увеличить экспозицию на корпоративные облигации отдельных стран (например, Бразилии и Индонезии), так как они предлагают относительно широкие спреды, что делает их привлекательными для точечных инвестиций без валютных рисков.
- **EM HY:** Мы имеем нейтральный взгляд на облигации эмитентов данного класса. Несмотря на хорошую премию к US HY, вероятность рыночных шоков остается высокой, что ограничивает привлекательность данных активов.

Более подробно вы можете ознакомиться с нашим мнением в соответствующих главах.

¹⁰Под термином инверсия подразумевается ситуация, когда доходность по краткосрочным облигациям (2 года) выше доходности по долгосрочным облигациям (10 лет)

Наш взгляд на экономику США

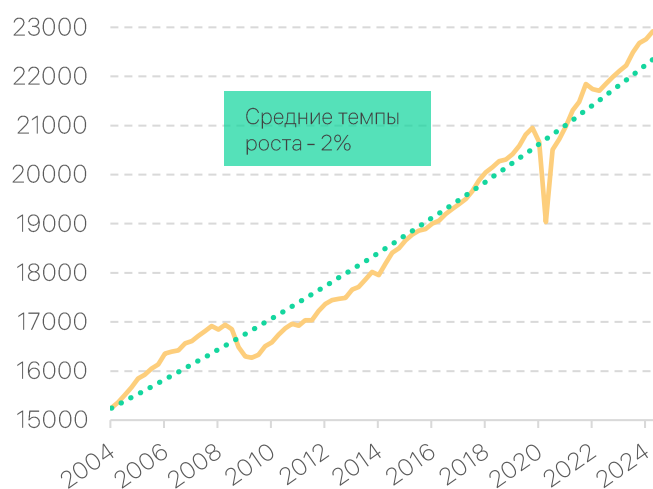
ВВП: замедление экономического роста

Наше мнение

На текущий момент мы все еще отмечаем признаки дальнейшего замедления экономики США. В нашем базовом сценарии предполагается замедление темпов роста экономики США по результатам 4 кв 2024 года и 1 кв 2025 года около долгосрочного тренда (~2% кв/кв)¹¹.

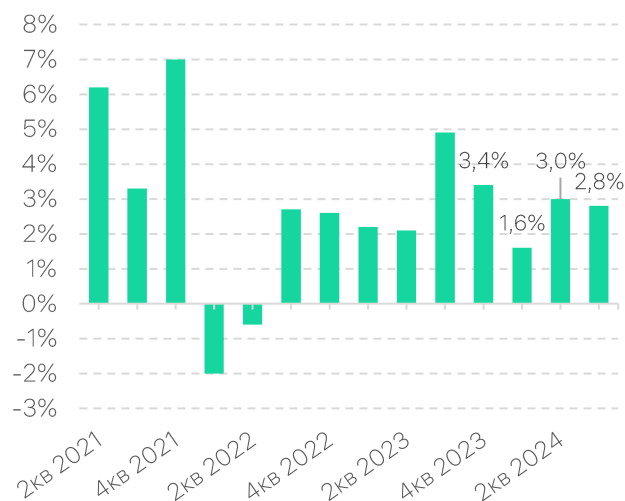
Наш прогноз о том, что произойдет замедление темпов роста ВВП США с момента нашей прошлой публикации реализовался. Его ускорение за 3 кв и 4 кв 2023 года выступало в качестве краткосрочного отклонения от долгосрочного тренда. На текущий момент в соответствии с итоговой оценкой ВВП темпы роста за третий квартал достигли 2.8%. Основными драйверами этого роста стали увеличение потребительских расходов и государственные расходы (достаточно ожидаемо в преддверии выборов). По сравнению с прошлым кварталом наблюдается значительное снижение инвестиций, как составляющей ВВП. Чистый экспорт замедлил темпы снижения, но они все еще находятся в отрицательной зоне. Несмотря на рост процентных ставок, экономика США все еще демонстрирует устойчивость. Если обращаться к консенсус-прогнозу на остаток текущего года, то в нем тоже отмечается замедление. На момент публикации среднее значение на 4 кв 2024 года составляет 1.7% кв/кв (медиана – 1.6% кв/кв) и на 1 кв 2025 года – 1.7% кв/кв (медиана – 1.7% кв/кв). На текущий момент мы все еще отмечаем признаки дальнейшего замедления экономики США. В нашем базовом сценарии предполагается замедление темпов роста экономики США по результатам 4 кв 2024 года и 1 кв 2025 года около долгосрочного тренда (~2% кв/кв).

Рис. 1. ВВП США, млрд \$ (в ценах 2017 года)



Источник: Bloomberg

Рис. 2. Темпы роста ВВП США (кв/кв) (SAAR)



Если говорить о темпах роста экономики в четвертом квартале текущего года, то исходя из текущих оценок модели ФРБ Атланты «GDPNow», она на момент публикации демонстрирует экспансию на уровне 2.7% кв/кв. Однако для себя мы отмечаем, что, учитывая ее особенности (nowcast model), модель очень сильно зависит от публикуемых данных. По мере поступления новых «GDPNow» может быть пересмотрена в ту или иную сторону. К примеру, еще в середине мая (речь про оценку темпов роста экономики США во втором квартале) она указывала на рост в 4.2 – 4.3% кв/кв, а конечная оценка сложилась на уровне 2.6%.

¹¹ Указана аннуализированные темпы роста ВВП, которые рассчитываются для преобразования квартальных темпов роста в годовые. Это позволяет оценить, как бы выглядел годовой рост при постоянном квартальном темпе.

Корпоративный сектор: общий взгляд

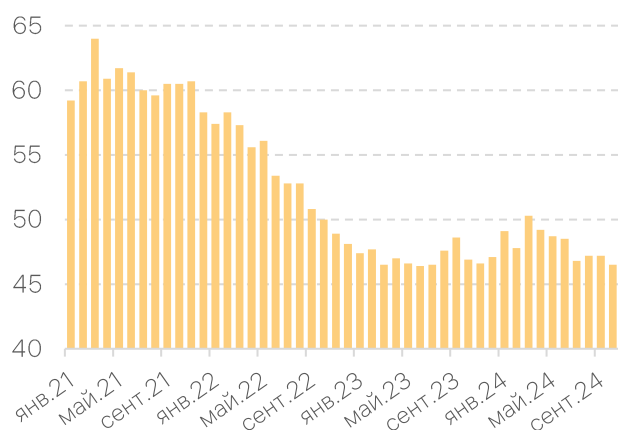
Наше мнение

На текущий момент исходя из результатов за 3 кв 2024 года компании S&P500 продемонстрировали смешанные результаты, но при этом многие компании превзошли ожидания аналитиков по прибыли и выручке. Рост прибыли составил 5,1% в годовом исчислении, отмечая пятый квартал подряд с увеличением. Ужесточение денежно-кредитной политики со стороны ФРС, как ожидалось, должно было оказать влияние на стабильность компаний, хотя индекс финансовых условий от Федерального резервного банка Чикаго с марта 2023 года говорит только об их улучшении. Текущая динамика банкротств остается стабильной и в рамках исторически нормальных значений. Мы считаем важным отслеживать текущую ситуацию в секторе малого бизнеса, который на текущий момент сталкивается с трудностями на рынке труда, а также в нем набирают обороты банкротства, что критически важно учитывать, так как в нем сконцентрировано около половины трудоспособного населения.

Опрос менеджеров по закупкам: лидирующий индикатор экономической активности

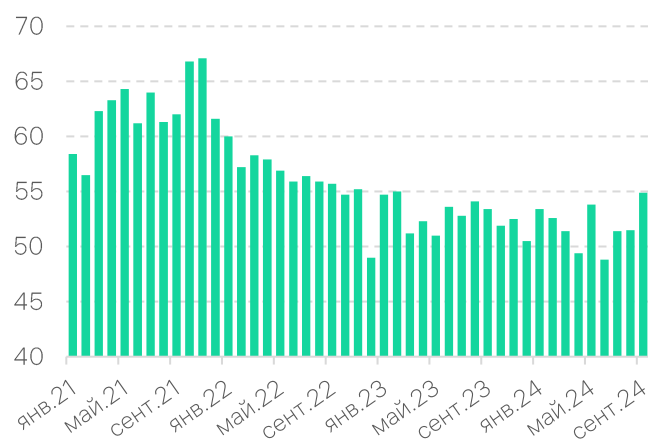
Если обращать внимание на «лидирующие» индикаторы, то ситуация в промышленном секторе остается напряженной и пока не указывает на восстановление. Именно данный сектор экономики часто служит ранним индикатором общего экономического состояния. Несмотря на то, что сектор услуг хоть и составляет большую ее часть (~75% ВВП), промпроизводство часто является более волатильным и чувствительным к экономическим изменениям. На текущий момент индекс PMI от ISM в производственном секторе США находится ниже уровня экспансии (50 пунктов). В октябре 2024 года он снизился до самого низкого значения с июня 2023 года – 46.5 пункта, указывая на продолжающуюся тенденцию сокращения. Если говорить о динамике с начала года, то только в марте ему удалось зайти в зону экспансии и достигнуть значения в 50.3 пункта. С того момента публикуемые данные почти каждый раз оказываются ниже предыдущего значения. Рассматривая его по компонентам, стоит обратить внимание на такой опережающий показатель, как «новые заказы», который тоже продемонстрировал снижение и достиг 47.1 пунктов, указывая на продолжающееся ослабление спроса. Помимо прочего, мы отмечаем низкие показатели по «субиндексу запасов» (42.6 пунктов), что может говорить об осторожности компаний в их пополнении. Все это вкуче говорит о том, что предприятия не ожидают значительного увеличения спроса в ближайшем будущем и не наращивают запасы. Сокращение новых заказов подчеркивает неопределенность и возможное снижение производственной активности. Эти тенденции могут указывать на замедление экономического роста и осторожность в деловой среде. С другой стороны, отношение новых заказов к запасам в описываемом секторе на текущий момент все еще находится на равновесном уровне. Подобная негативная динамика в промышленности, как мы ожидаем, будет и дальше сказываться на темпах экономического роста по результатам 4 кв 2024 года и 1 кв 2025 года.

Рис. 3. Индексы деловой активности США: промышленный



Источник: Bloomberg

Рис. 4. Индексы деловой активности США: услуги



На всем этом фоне ситуация в секторе услуг кажется гораздо более стабильной. Начиная с января 2022 года было только два месяца, когда индекс деловой активности (Non-Manufacturing PMI от ISM) находился не в зоне экспансии. Однако для себя мы отмечаем, что они были опубликованы как раз в последние 4 месяца (апрель и июнь).

Результаты компаний S&P 500 3 квартала 2024 года¹²

Обратим внимание на последний сезон отчетности компаний из индекса S&P 500, так как он отражает текущую динамику экономики. В третьем квартале 2024 года компании S&P 500 продемонстрировали смешанные результаты, но при этом многие превзошли ожидания аналитиков по прибыли и выручке. По данным FactSet, 75% компаний превзошли прогнозы по прибыли на акцию (EPS), что совпадает с 10-летним средним значением, но ниже среднего за 5 лет (77%). Совокупно прибыль компаний оказалась на 4.6% выше ожиданий, что также ниже средних показателей за пятилетний период (8.5%) и десятилетний период (6.8%). Рост прибыли составил 5,1% в годовом исчислении, отмечая пятый квартал подряд с увеличением. Несмотря на положительный сентимент в целом, количество компаний, превысивших ожидания по выручке, составило 60%, что также ниже исторических средних показателей за пять и десять лет. Тем не менее, рост выручки достиг 5.2% по сравнению с прошлым годом, что является 16-м кварталом подряд положительной динамики.

Прогнозы на четвертый квартал отражают осторожный оптимизм. Согласно данным FactSet, на 4 квартал 67% компаний дали негативный прогноз по EPS, что выше среднего значения за 5 лет (58%) и за 10 лет (62%). Темпы роста прибыли, по прогнозам, составят 12.7% в 4 квартале и 9,3% за весь 2024 год. Прогнозное соотношение цены к прибыли (P/E) на следующие 12 месяцев составило 21,3, что выше средних за пять и десять лет, хотя и ниже уровня, зафиксированного в конце третьего квартала (21.6). Однако, мы хотели бы подчеркнуть, что в условиях роста опасений по поводу возможного экономического спада, компании S&P 500 не снизили оценки прибыли на акцию (EPS) сильнее, чем обычно. В октябре 2024 года прогноз EPS на четвертый квартал был уменьшен на 1.8%, что соответствует средним значениям за последние 5, 10 и 20 лет.

Из интересного мы отмечаем снижение EPS на годовой основе. Несмотря на стабильные квартальные результаты, прогнозы по EPS на весь 2024 год указывают на общее замедление темпов роста. Это снижение связано с ожиданиями более сложных макроэкономических условий, возможного замедления спроса и роста затрат, что говорит о необходимости наблюдать за изменениями прогнозов в ближайшие месяцы. Таким образом, текущая отчетность демонстрирует уверенные результаты, однако есть признаки осторожности в прогнозах компаний на четвертый квартал и на 2024 год в целом, особенно в секторах, чувствительных к изменению потребительского спроса и затрат.

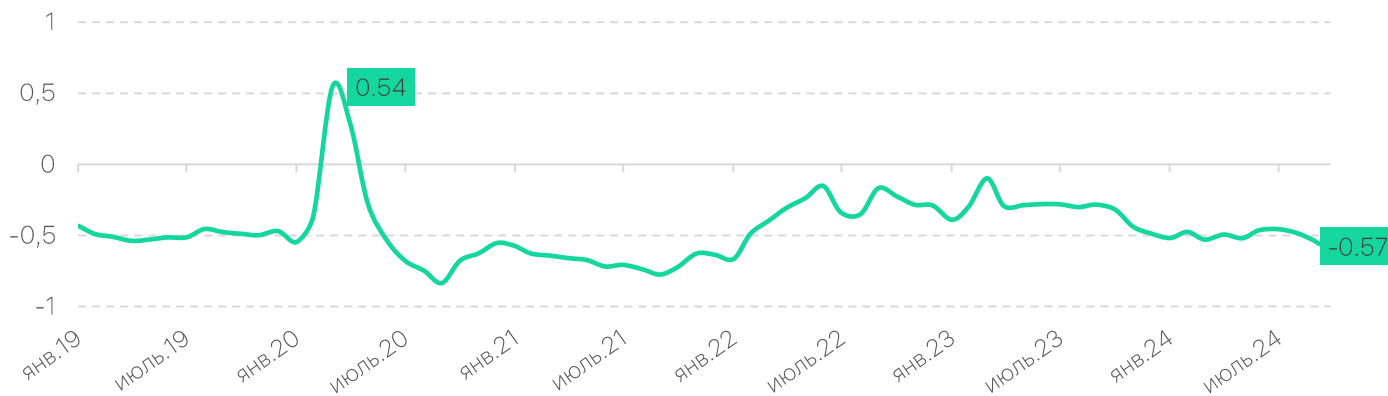
Влияние ужесточения денежно-кредитной политики на корпоративный сектор США: Оценка текущих финансовых условий и динамика банкротств

Ужесточение ДКП и, как следствие, ужесточение условий выдачи кредитов исторически приводили к кредитным кризисам. Последствия подобных кризисов обычно включают экономический спад, рост дефолтов и долговых нагрузок. В начале весны 2023 года произошло банкротство ряда региональных банков в США, что успело вызвать сильные опасения инвестиционного сообщества. Однако вмешательство регулятора позволило стабилизировать ситуацию и предотвратить дальнейшее распространение кризиса и корпоративный сегмент впоследствии не испытал волны банкротств.

Анализируя текущие финансовые условия в экономике США, стоит отметить, что повышение процентной ставки Федеральной резервной системой, которое было начато в марте 2022 года и ставшее по итогу одним из самых интенсивных за историю, могло оказать значительное влияние на них. Однако исходя из динамики индекса условий на финансовых рынках от ФРБ Чикаго, то можно отметить, что с момента начала периода повышения ставки со стороны ФРС, он так и не вышел в положительную зону. В свою очередь, отрицательные значения по нему указывают на более мягкие условия по сравнению с историческими нормами. Более того, с марта 2023 года он принял нисходящую динамику. Так как это композитный индекс, то помимо кредитных условий он включает также и рыночные, а также оценивает риск и уровень стресса на финансовых рынках. Однако, его динамика представляется крайне интересной для оценки текущей ситуации в корпоративном секторе.

¹² На момент написания отчета ~70% компаний индекса S&P 500 отчитались.

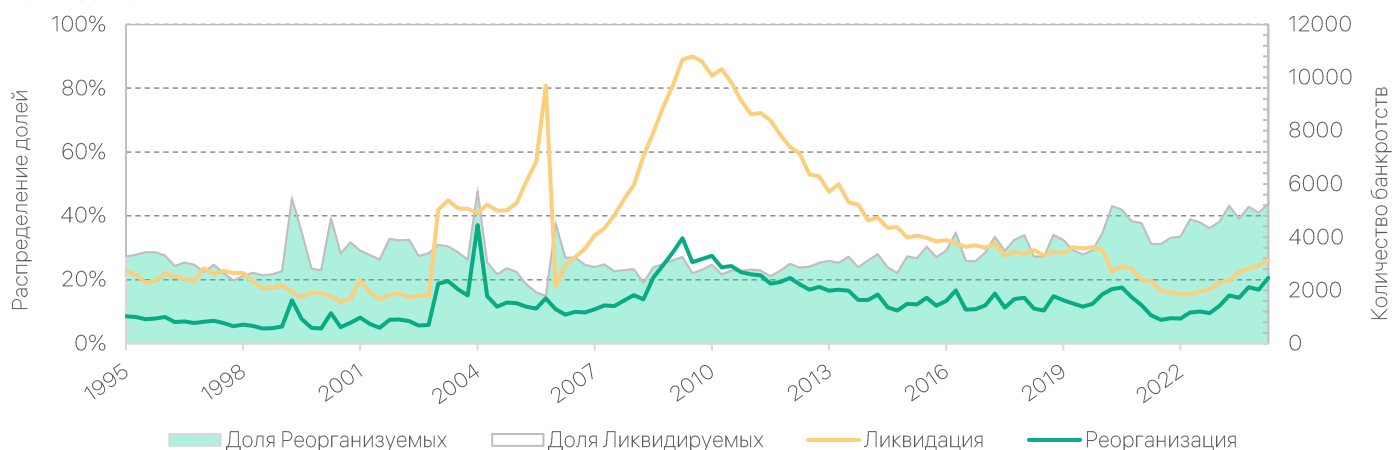
Рис. 5. Индекс финансовых условий (ANFCI)



Источник: Bloomberg

Улучшение финансовых условий также находит отражение и в динамике количества банкротств в США. На текущий момент, как и ранее, мы не отмечаем какого-либо сильного ухудшения и по этим данным. На протяжении всего 2023 года мы находились в ожидании негативного влияния резкого ужесточения ДКП на корпоративный сектор. На текущий момент мы не отмечаем значимого ускорения числа банкротств в США. По последним данным их число увеличилось до 3151 компания во втором квартале 2024 года с 2824 компаний в первом квартале 2024 года. Однако важно отметить тот факт, что текущий уровень даже не является сколько-либо значимым на длинном историческом горизонте. Начиная с 2015 года число банкротств не достигало значения в 4000, и вплоть до текущего момента их количество не превышало это значение. Это является сильным отклонением от того, что мы наблюдали последние 30 лет. Однако стоит отметить, что динамика последних кварталов отличается ростом. При более подробном погружении в данный вопрос мы отмечаем, что с момента повышения ставки доля именно ликвидируемых компаний, которые подаются на банкротство (Chapter 7¹³) начала значительно снижаться. Если среднеисторическое значение находилось с 2010 года до момента повышения ставки ФРС в районе 40%, то на текущий момент она составляет около 30%. Компании, которые столкнулись с финансовыми трудностями, предпочитают реорганизовываться. Их доля достигла около 70 % с начала текущего года.

Рис. 6. Количество компаний, которые запустили процедуру банкротства, их доля от общего количества



Источник: Bloomberg

Малый бизнес США: оптимизм растет, но трудности с наймом остаются

Если касаться ситуации с малым бизнесом в США, то, к примеру, индекс оптимизма малого бизнеса (NFIB – ассоциация малого бизнеса США) начиная с января 2024 года демонстрирует небольшое ускорение до 91.5 пунктов по последним опубликованным данным. Однако он все еще ниже исторического среднего (98 пунктов). С точки зрения планов по повышению компенсации, то на текущий момент он находится на самом низком уровне

¹³ Chapter 7 — это раздел Кодекса о банкротстве США, который регулирует процесс ликвидации компании. В рамках Chapter 7 компания прекращает свою деятельность, ее активы продаются, а вырученные средства используются для выплаты кредиторам. После завершения процесса компания официально прекращает существование.

с марта 2021 года. Также мы отмечаем, что 34% всех владельцев малого бизнеса в сентябре текущего года заявляют о том, что они не смогли заполнить вакансии. В исторической ретроспективе с 1974 года текущие сложности с наймом в секторе являются одними из наиболее высоких. Выше они были только в период кризиса COVID-19, когда индекс достигал значений близких к 50%. Напомним, что именно в данном секторе занята большая часть рабочей силы в США (~50%), а также он занимает около 40% ВВП. Существенные вызовы, с которыми сталкивается сектор малого бизнеса в США, является негативным фактором, который может потенциально повлиять на общие темпы роста экономики в стране. Однако изменения ожиданий относительно снижения ставки со стороны ФРС позитивно сказываются на настроениях данного сектора экономики.

Рис. 7. Индекс оптимизма малых предприятий США



Источник: Bloomberg

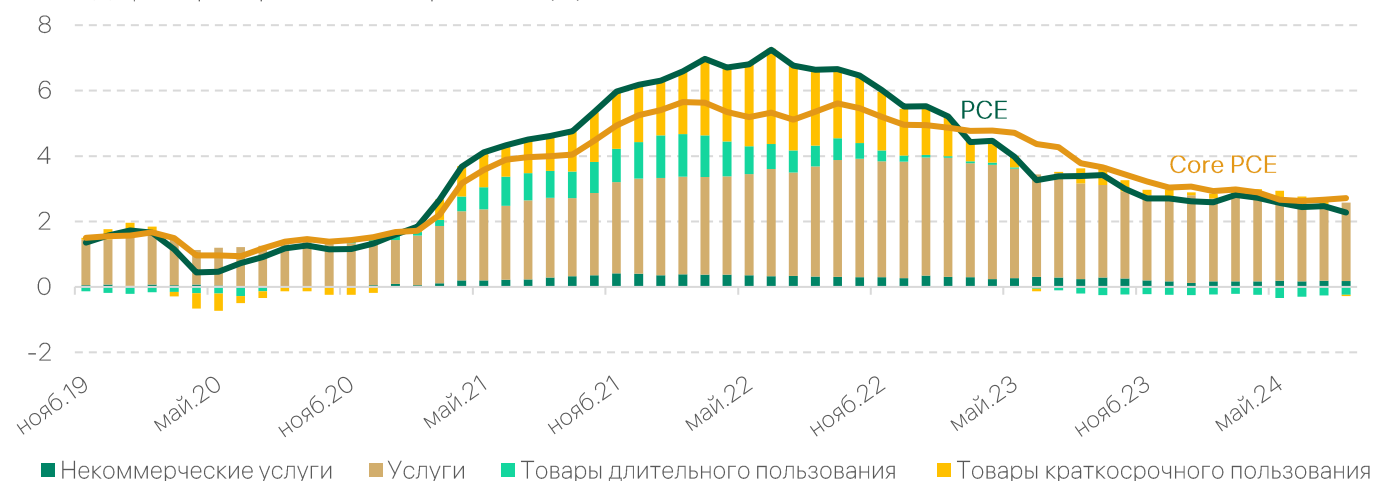
Анализ инфляции: текущая понижающая тенденция и инфляционные риски

Наше мнение

Мы не предполагаем возможность снижения темпов роста инфляции к 2% (цель регулятора) в течение текущего года. На данный момент мы отмечаем тенденцию замедления инфляции в экономике США, которая характеризуется снижением как темпов роста индекса потребительских цен (CPI), так и дефлятора потребительских расходов (PCE). Потребительская активность и настроение потребителей демонстрируют снижение, что также должно ограничивать темпы роста данных показателей. В качестве проинфляционного риска мы все еще выделяем рост стоимости фрахта, который только в последнее время начал нормализовываться. Дополнительно мы отмечаем, что иммиграционная политика в США имеет значительное влияние на рынок труда и экономическую ситуацию в стране, особенно в контексте роста иммиграционных потоков и возможных последствий ужесточения политики, что может служить в качестве еще одного проинфляционного фактора в среднесрочной перспективе.

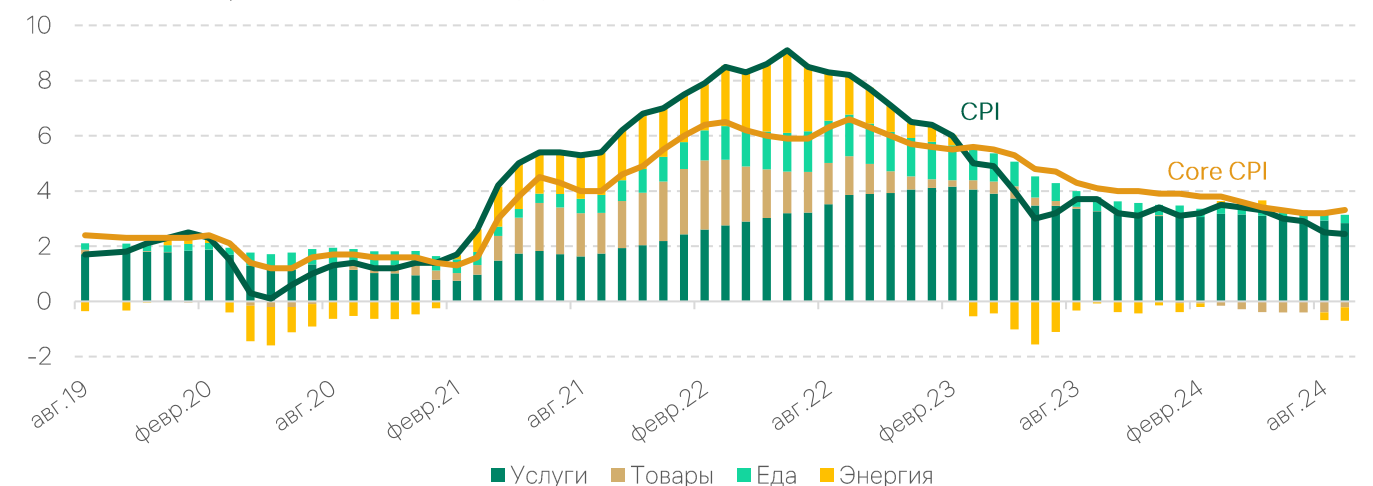
Один из главных вопросов, который стоит сейчас перед экономистами – насколько текущая тенденция снижения устойчива. Если обратиться к динамике дефлятора потребительских расходов (PCE) и его базовой версии (Core PCE) от BEA (Bureau of Economic Analysis), то по данным показателям наблюдается замедление. В соответствии с последними опубликованными данными дефлятор потребительских расходов продолжает понижающую динамику: 2.1% г/г и 0.2% м/м. Базовая версия тоже продолжает демонстрировать понижающую динамику – 2.7% г/г и 0.3% м/м. При этом данный показатель все еще остается выше целевого значения в 2%, но замедление динамики роста может указывать на некоторый успех в борьбе ФРС. Дополнительно отметим, что ФРС США предпочитает ориентироваться именно на данные показатели в качестве своего основного инструмента для измерения инфляции, начиная с 2000 года, из-за их более широкой охватывающей способности.

Рис. 8. Дефлятор потребительских расходов (%)



Источник: Bloomberg

Рис. 9. Индекс потребительских цен США (%)



Источник: Bloomberg

Роль жилой недвижимости в динамике инфляции: анализ компонента аренды

Нашей базовой гипотезой в начале года (которая пока еще не подтвердилась) выступало замедление темпов роста инфляции за счет такого «устойчивого» («sticky») компонента, как «расходы на жилье», который имеет наибольший вес в Core CPI (~44%). Данный прогноз оказался верным, но стоит признать, что мы ожидали гораздо более сильного замедления показателя. Подобную характеристику он получил в связи с тем, что в отличие от других товаров и услуг, цены на жилье меняются медленно и даже в условиях изменения экономической ситуации они могут оставаться относительно стабильными на краткосрочном горизонте. Ранее мы наблюдали раскручивание «спирали роста стоимости жилья» («shelter cost spiral»)¹⁴. К этому привели совокупность следующих событий: падение спроса на вторичное жилье в связи с рефинансированием домохозяйствами ипотеки на ранней стадии во время COVID-19 и дальнейшее резкое повышение ставок, рост спроса на аренду жилья и, как следствие, рост стоимости аренды, а также дефицит предложения жилья.

Рис. 10. Распределение веса компонентов индекса потребительских цен

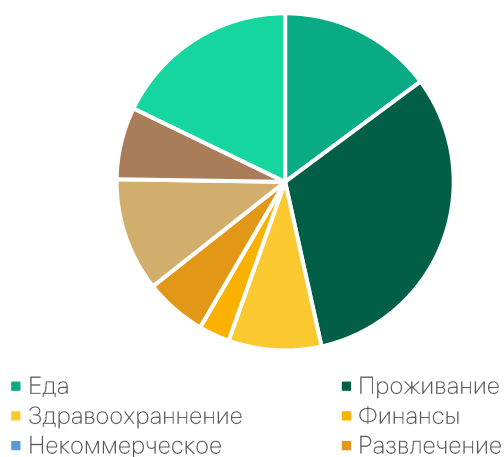
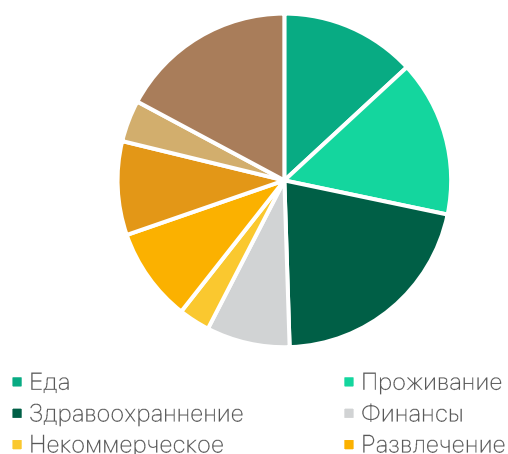


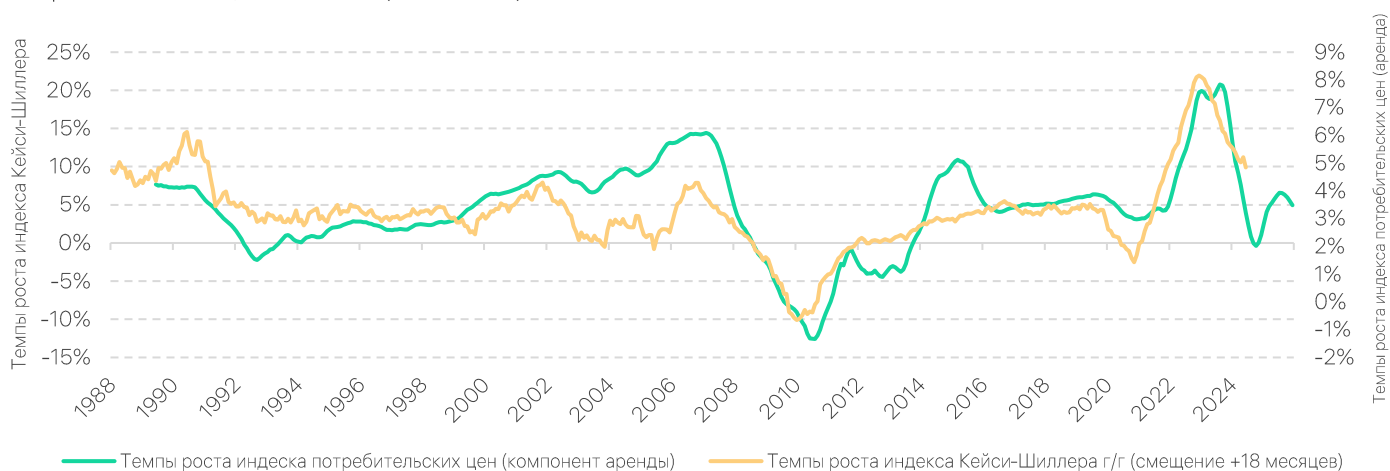
Рис. 11. Распределение веса компонентов дефлятора потребительских расходов



Источник: Bloomberg

Исследования показывают, что изменения в ценах на жилье могут влиять на компонент «расходы на жилье» с временным лагом от 12 до 24 месяцев (в среднем 18 месяцев). Более наглядно это можно отметить, если наложить темпы роста Индекса Кейси-Шиллера на динамику CPI «Shelter»¹⁵ с лагом в 18 месяцев. К текущему моменту цены на недвижимость уже значительно скорректировались, что способствовало понижательной тенденции. Однако стоит отметить, что с июля 2023 года они возобновили рост. Темпы роста «Shelter» закрепились в районе 0.4% исходя из месячной динамики на протяжении последних шести месяцев. «Разворот» по данному компоненту может усилить снижение инфляции, но пока мы этого не наблюдаем. Вполне вероятно, что снижение по данному компоненту инфляции уже произошло и в дальнейшем мы будем наблюдать его разворот.

Рис. 12. Темпы роста индекса Кейси-Шиллера г/г (смещение +18 месяцев) и индекс потребительских цен на жилье (CPI Shelter)



¹⁴ Инфляционная спираль — концепция в экономике, в соответствии с которой повышение инфляции приводит в результате определенных процессов к повышению ее же. Данный цикл может продолжаться, создавая «самоподдерживающуюся» систему.

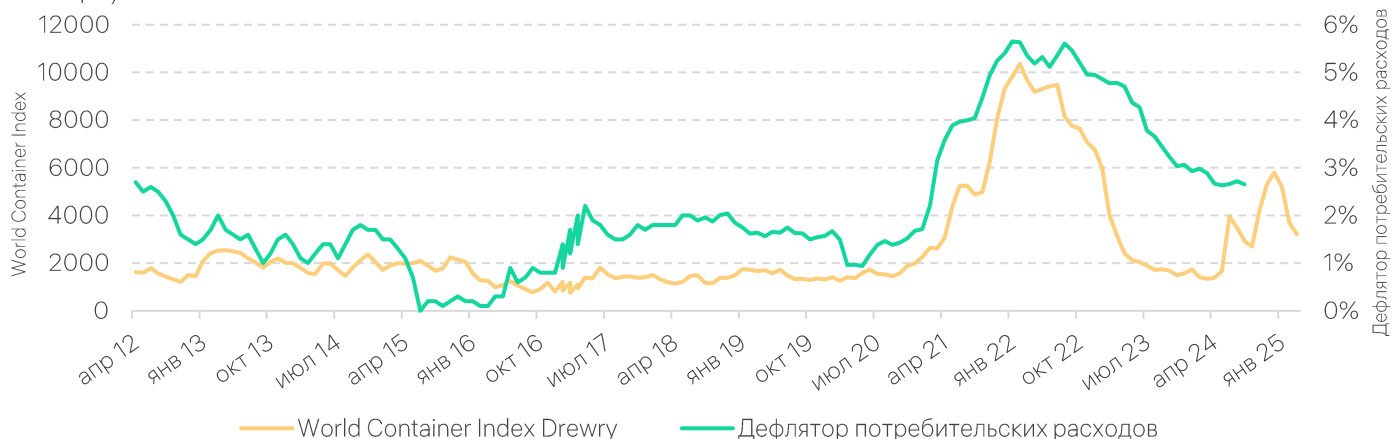
¹⁵ Индекс Кейси-Шиллера — композитный индекс, который отслеживает изменение стоимости жилой недвижимости в США.

Анализ проинфляционных факторов в экономике США

В качестве проинфляционных рисков ранее мы выделяли рост цен на фрахт по разные стороны Атлантического океана. В Панамском канале, который составляет около 5% морской мировой торговли, в июле прошлого года общая проходимость судов из-за падения уровня воды в канале значительно снизилась, что привело к нарушениям в судоходстве и образованию задержек в доставке многих логистических компаний. С апреля текущего года мы отмечаем рост количества проходящих судов (на дату написания отчета они восстановились до 90% от динамики периода засухи). Однако, ситуация в другой «артерии мирового судоходства», а именно в Суэцком канале, через который проходит около 12% морской мировой торговли остается напряженной. Это происходит на фоне обострения ситуации на Ближнем Востоке, в связи с продолжающимися атаками группировки Хуситов на проходящие через Баб-эль-Мандебский пролив суда. В этой связи произошло удлинение маршрутов, которые ранее шли через данный канал (в среднем +12 дней). На дату написания отчета транзит через Суэцкий канал упал на 70% г/г по результатам третьего квартала, а транзит через мыс Доброй Надежды вырос за тот же период на 50%.

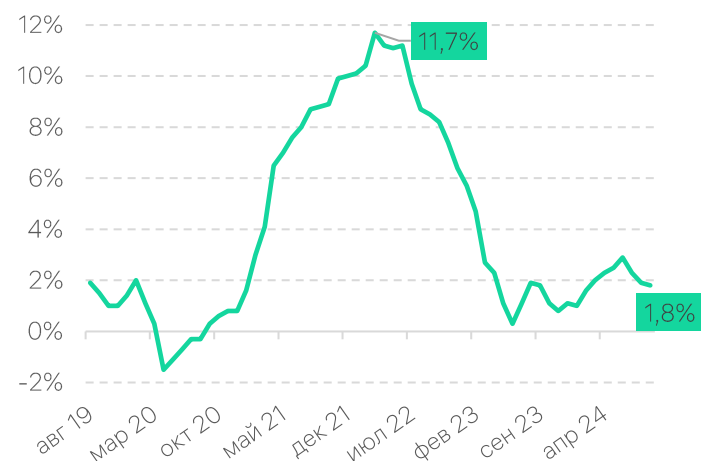
Если обращаться к динамике индекса контейнерных перевозок, то после начала эскалации ситуации в Суэцком канале он продемонстрировал рост к моменту публикации на 80%. Однако, сейчас мы наблюдаем коррекцию в стоимости контейнерных перевозок в мире с пиков начала лета текущего года. Стоит признать, что пока что мировая экономика все еще не наблюдает дополнительного инфляционного импульса со стороны данного фактора.

Рис. 13. Дефлятор потребительских расходов (PCE) и World Container Index (смещение + 5 месяцев)



Источник: Bloomberg

Рис. 14. Индекс цен промышленного производства



Источник: Bloomberg

Дополнительно можно отметить на ранних этапах растущее давление на цепочки поставок, поскольку присутствует устойчивость темпов роста индекса цен производителей (PPI). Помимо прочего, на текущий момент нарастают данные затраты в развивающихся экономиках мира, что, как правило, является лидирующим индикатором для инфляции в развитых странах. Однако с точки зрения инфляции мы не видим каких-либо признаков, которые могли бы указывать на ее потенциально значимое ускорение. В нашем базовом сценарии мы предполагаем ее стабилизацию на текущих уровнях либо небольшое замедление в связи с возвращением темпов роста экономики к средним историческим значениям.

Рынок труда и противоречивые данные в статистике

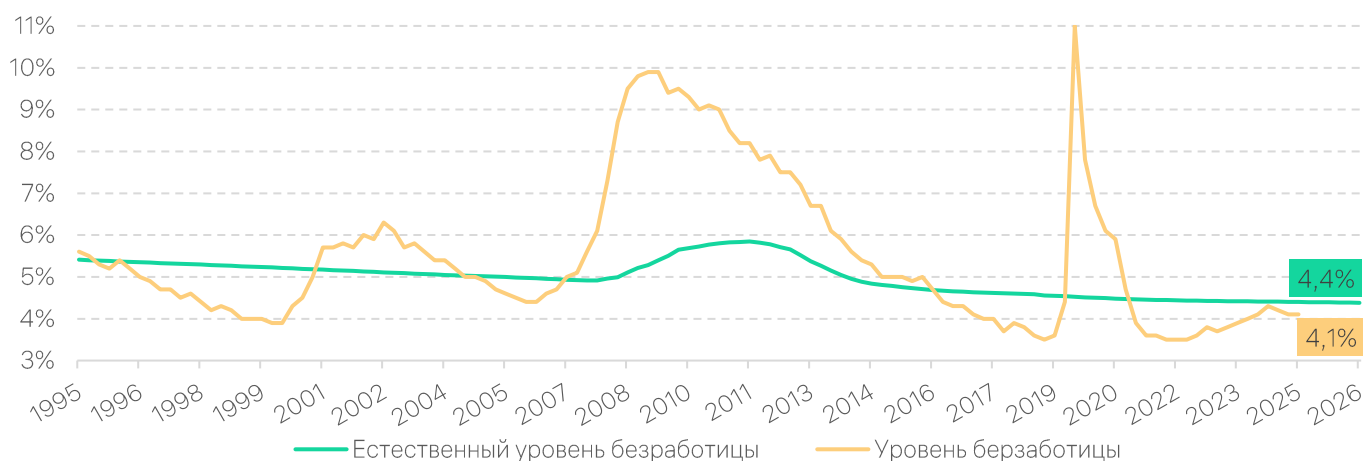
Наше мнение

В контексте анализа рынка труда в США, стоит отметить, что подобное ослабление рынка труда до 4.3% по данным за июль 2024 года было мало ожидаемым. Данная динамика вызвала опасения в инвестиционном сообществе и привела к пересмотру прогнозов финансовых институтов относительно возможной рецессии. После этого последние опубликованные данные продемонстрировали возвращение к 4.1%. Несмотря на всплеск в июле, уровень безработицы находился/находится ниже «естественного уровня»¹⁶ (~4.4%). С нашей точки зрения противоречивые данные по изменению числа занятых, полученные из опросов домохозяйств и предприятий, все равно свидетельствуют о сжатии рынка труда и ослаблении экономической активности. Однако его текущее состояние остается в рамках «здорового» диапазона. Наш базовый сценарий предполагает стабилизацию данного показателя на уровне 4.2 – 4.3%.

В последние месяцы инфляционные риски в США начали ослабевать, что позволило ФРС сосредоточить внимание на состоянии рынка труда. Напомним, что Федеральная резервная система США, в рамках своего двойного мандата, должна балансировать между целями максимальной занятости и стабильности цен. Напомним, что еще в июле 2024 года безработица достигла 4.3%, что вызвало сильную обеспокоенность в инвестиционном сообществе, так как подобный уровень последние раз мы наблюдали только в ноябре 2021 года. Это даже имело отражение в пересмотре прогнозов со стороны инвестиционных банков относительно рецессии. Так, к примеру, Goldman Sachs повысил свой прогноз до 25%¹⁷.

Данные опубликованные за сентябрь со стороны Бюро статистики США продемонстрировали возвращение безработицы к 4.1%, что снова изменило нарратив на финансовых рынках. Последующая публикация за октябрь в 4.1% подтвердила ранее достигнутый темп. Прирост рабочих мест последних двух месяцев прервал опасения о том, что рынок начал свое ослабление. Более того, опросы предприятий и домохозяйств вновь продемонстрировали сильное расхождение в данных¹⁸. Дополнительно отметим, что мы в большей степени ориентируемся на опросы домохозяйств (не смотря на их большую волатильность), так как считаем их более репрезентативными. Однако даже если считать, что «правда где-то посередине», то в любом случае имеет место ослабление рынка труда и данный тренд, как мы ожидаем, будет продолжен.¹⁹

Рис. 15. Уровень безработицы (г/г) и естественный уровень безработицы



Источник: Bloomberg

¹⁶ **Естественный уровень безработицы** — это экономический концепт, который предполагает, что экономика находится в состоянии полной занятости, то есть, когда рабочий рынок сбалансирован и нет значительных экономических отклонений. Это не нулевая безработица, а минимальный уровень безработицы, который неизбежен и обусловлен различными структурными и фрикционными факторами. В данном случае мы ориентировались на данные управления Конгресса США.

¹⁷ Инвестиционный банк пересмотрел свою оценку вероятности рецессии после публикации безработицы за сентябрь до 15%.

¹⁸ В случае с опросами предприятий мы наблюдаем значительное «сжатие» рынка, так как по сравнению с прошлым годом в среднем ежемесячное изменение общего числа занятых лиц в США (опросы домохозяйств) упало на 52% по сравнению с прошлым годом (157 тыс. против 31 тыс.). Опросы предприятий демонстрируют изменение всего на 20% (251 тыс. против 181 тыс.). Мы не отрицаем того факта, что данные по рынку труда в достаточной мере волатильны, но подобные расхождения показателей в постковидное время стали усиливаться. Главное отличие данных опросов заключается в методе сбора информации: если в первом случае (NPE) данные собираются с предприятий и организаций, то во втором (EL) они берутся на основе опросов домохозяйств. Таким образом, в NPE могут учитываться одни и те же люди несколько раз, если они работают на нескольких работах, а в EL это исключается, так как опрос отражает количество отдельных людей, имеющих рабочее место.

¹⁹ 21 августа 2024 года, Бюро трудовой статистики США (BLS) опубликовало предварительные результаты пересмотра данных по занятости в несельскохозяйственном секторе за последние 12 месяцев, закончившееся в марте 2024 года. Этот пересмотр показал, что количество созданных рабочих мест было снижено на 818 тыс. по сравнению с первоначальными оценками. В результате общее число рабочих мест за этот период составило 2.1 млн вместо ранее заявленных 2.9 млн. человек. Данный пересмотр на является самым значительным с 2009 года. Подобные данные указывают, что рынок труда оказался слабее, чем это считалось ранее, что может дополнительно усилить давление на ФРС США.

С другой стороны, рост безработицы мы можем наблюдать как по первичным заявкам на безработицу, так и по количеству лиц, получающих пособие по безработице. Стоит отметить, что еще с апреля текущего года мы наблюдаем постепенный рост первичных заявок по безработице, который только в последние месяцы несколько начал стабилизироваться. С другой стороны, мы отмечаем снижение количества открытых вакансий в США с пиков марта 2022 года, когда показатель опустился с 12 182 тыс. до 7 443 за сентябрь. Можно было бы предположить, что должен происходить рост увольнений, инициированный работодателями, но еще с 2022 года мы наблюдаем устойчивое падение и по этим данным. Таким образом, и по этим данным мы наблюдаем постепенное охлаждение рынка труда.

Рис. 16. Общее количество занятых (опросы домохозяйств и предприятий)

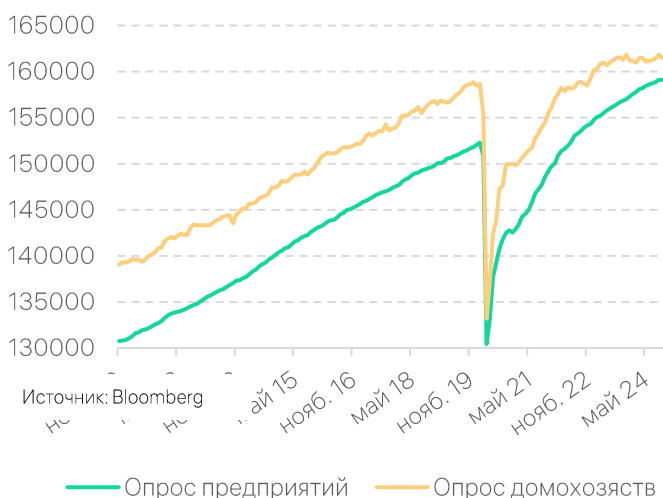


Рис. 17. Ежемесячное изменение числа занятых в несельскохозяйственном секторе, тыс человек, (опросы предприятий)

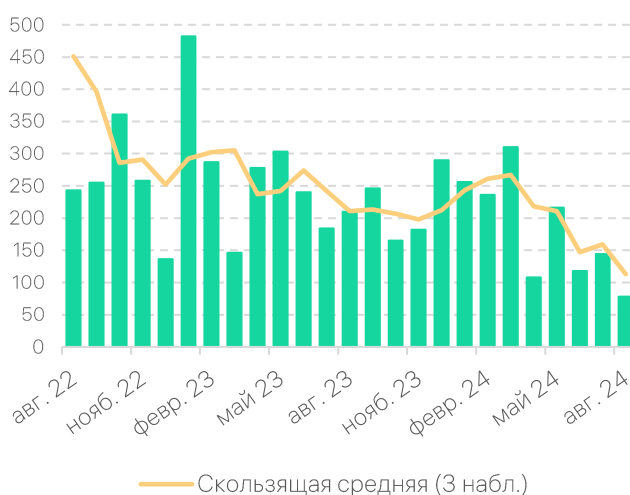


Рис. 19. Изменение в занятости США, тыс

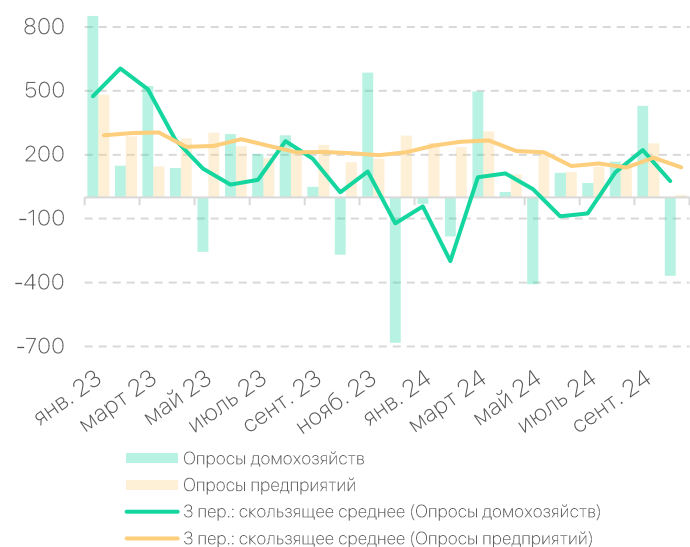
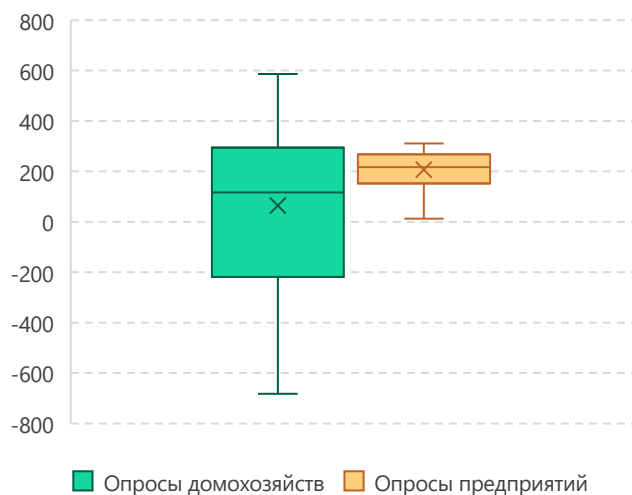


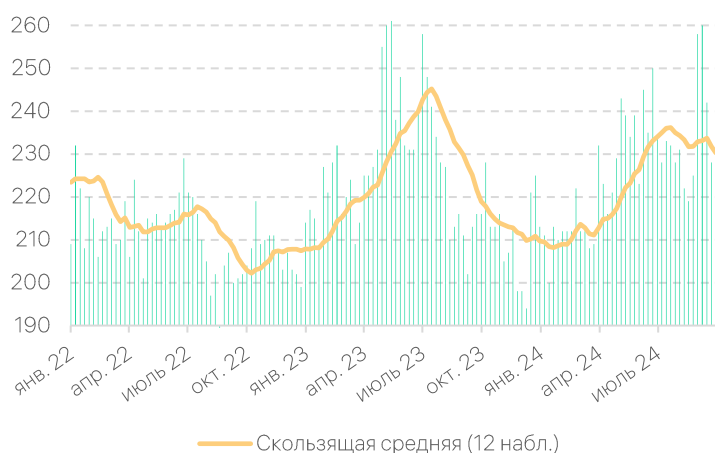
Рис. 19. Распределение изменений в занятости в США (2023 - 2024), тыс



Если же дополнительно касаться всплеска уровня безработицы в середине лета текущего года, то мы в данном вопросе мы присоединяемся к точке зрения Goldman Sachs. Инвестиционный банк связывает это с ростом иммиграционного потока, который способствовал росту уровня безработицы. По данным Goldman Sachs, в США наибольший прирост рабочей силы происходит за счет иммиграционного потока, что вкупе с более высоким уровнем безработицы среди данной части населения, повысило его уровень. Исходя из того, что в 2024 году были введены новые иммиграционные ограничения, включая ужесточение условий для получения убежища и другие меры, направленные на снижение нелегальной иммиграции (напр. Указ от 4 июня 2024 года «Об ограничении возможности получения убежища для мигрантов, незаконно пересекших границу США») мы можем начать наблюдать уменьшение влияния данного фактора, что должно привести к постепенному снижению влияния в

ближайшей перспективе. Исходя из вышеописанного, мы предполагаем, что уровень безработицы может стабилизироваться на уровне 4.2 – 4.3%. Рост выше данных значений не является нашим базовым сценарием, но

Рис. 20. Первичные заявки на пособие по безработице в США



Источник: Bloomberg

Рис. 21. Количество открытых вакансий в США, тыс

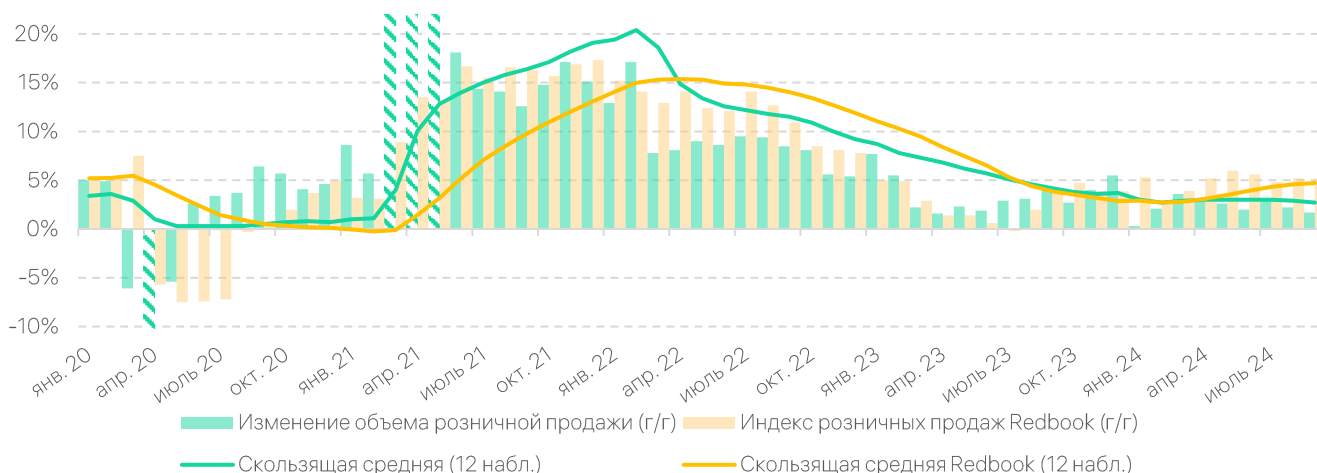


будет свидетельствовать о значительном замедлении темпов экономического роста, что может внести коррективы в наш взгляд на дальнейшую динамику различных активов.

Динамика потребительской активности: Сигналы к возможному замедлению экономического роста

Относительно потребительской активности на текущий момент мы получаем смешанные данные. Начиная с марта текущего года по июнь показатель розничных продаж на месячной динамике демонстрировал значительное замедление по сравнению со среднеисторическими значениями. Однако не так давно были опубликованы сильные результаты по итогам июля, когда рост составил 1% (м/м), что оказалось гораздо выше прогноза в 0.3%. Однако уже в следующем месяце темпы роста розничных продаж упали до 0.1%. Мы видим необходимость в отслеживании данной статистики, так как она может быть хорошим предиктором экспансии экономики, но считаем важным подчеркнуть, что эти данные не отличаются точностью, так как, к примеру, по месячной динамике за август 90-процентный доверительный интервал составляет $\pm 0.5\%$. Дополнительно отметим, что стабилизацию уровня продаж мы можем наблюдать исходя из динамики индекса розничных продаж (Redbook)²⁰. С середины прошлого года начался рост, который не демонстрирует какого-либо замедления в последние месяцы. Данные за август указывают на рост в 4.8% г/г.

Рис. 22. Изменение объема розничной продажи и индекс розничных продаж Redbook (г/г)

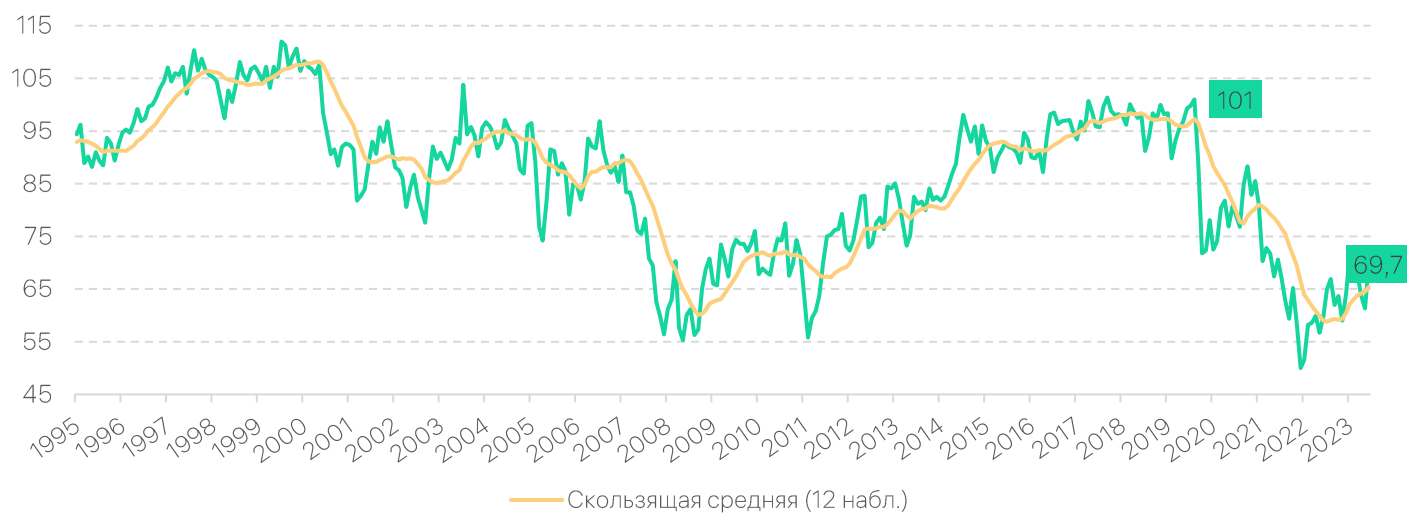


Источник: Bloomberg

²⁰ Индекс Redbook (Redbook Index) представляет собой еженедельный экономический индикатор, отражающий процентное изменение объема продаж в одних и тех же крупных розничных сетях на территории США по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года. Публикуемый компанией Redbook Research, данный индекс служит важным показателем потребительских расходов, позволяя оценивать изменения в уровне покупательской активности, исключая влияние открытия или закрытия новых торговых точек.

Если касаться оценок потребительских настроений в США от университета Мичигана, то он уже несколько месяцев подряд демонстрирует снижение начиная с мая текущего года. Данные за октябрь продемонстрировали незначительное падение с 70.1 до 68.9 пунктов. Подобные данные могут быть сигналом к замедлению экономического роста в ближайшие месяцы. Для читателей мы хотели бы подчеркнуть, что исторически сложилось так, что уровни выше 90 считаются признаком экспансии настроений, когда потребители уверены в экономическом будущем и готовы тратить больше. В свою очередь, данные ниже 70 указывают на потенциальное сокращение потребительской активности и экономические трудности, когда потребители более осторожны в своих расходах. Дополнительно отметим, что инфляционные ожидания остались практически неизменными: сроком на пять лет вперед, если годовые находятся на уровне 2.9%, а пятилетние остаются на уровне 3%.

Рис. 23. Индекс потребительских настроений (Мичиган)



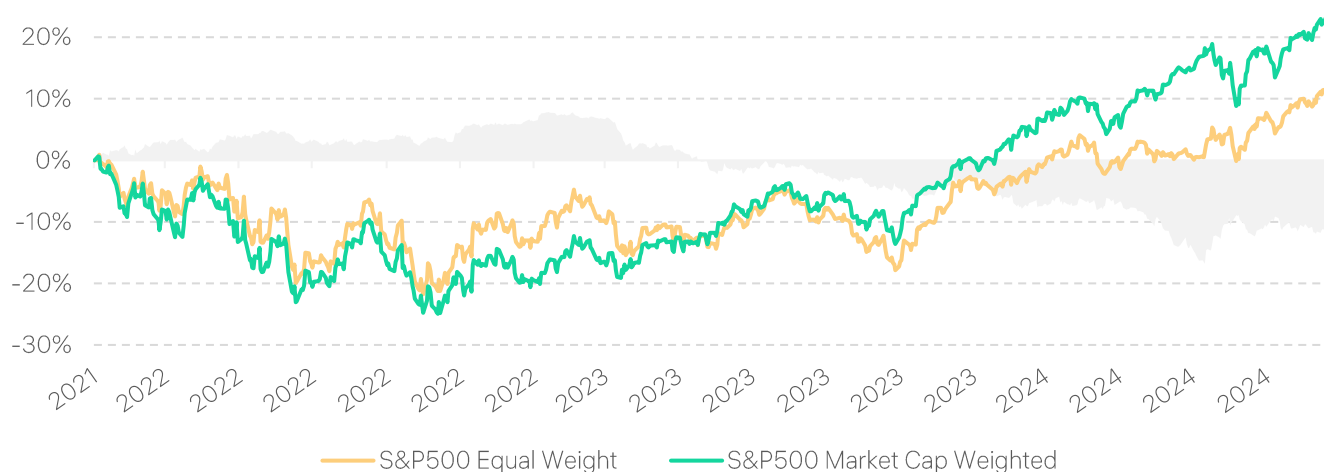
Источник: Bloomberg

Концентрация рынка в «Великолепной семерке»

Нужно ли поддаваться соблазну инвестировать только в данные компании?

На текущий момент мы наблюдаем высокую концентрацию рынка, которая по разным оценкам сравнима с тем, что мы могли наблюдать в далеких 1970-х годах. Однако с подобными высокими темпами ее роста мы сталкиваемся впервые. По итогам 2023 года «Великолепная семерка» опередила с точки зрения динамики акций остальную часть рынка на 63%. Таким образом, на долю 10 крупнейших компаний индекса S&P пришлось около 38% рыночной капитализации на момент публикации. Это самый высокий показатель за последнее десятилетие по сравнению с 17% на его начало. Сравнение динамики индекса S&P с динамикой S&P Equal Weight представляет интерес для оценки концентрации рынка. В контексте доминирования «Великолепной семерки»²¹ в индексе S&P, наблюдается значительное расхождение между их динамикой. Индекс S&P, учитывающий капитализацию компаний, выделяет влияние крупных компаний, в то время как S&P Equal Weight, присваивающий одинаковый вес каждой компании, показывает гораздо более сдержанную динамику. Однако стоит отметить, что в июле текущего года спред стал быстрыми темпами сокращаться, что означает «разрастание» тренда роста с небольшой группы компаний на более широкий рынок.

Рис. 24. Динамика изменения S&P500 Equal Weighted и Market Cap Weighted (кумулятивные спреды)

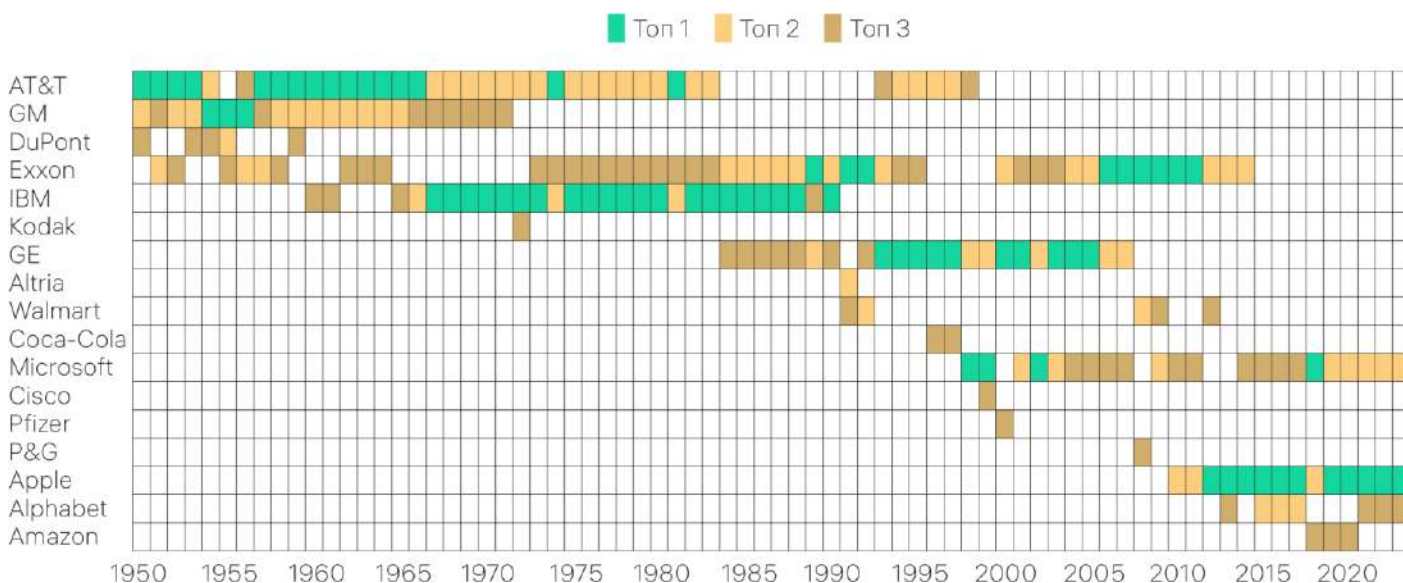


Источник: Bloomberg

В этой связи мы выделяем крайне интересный факт, который Morgan Stanley отмечает в одной из своих работ – за период с 1950 по 2023 год (оценка проводилась на конец каждого года) было всего 17 компаний, которые входили в тройку лидеров по рыночной капитализации. И только 12 из них удерживали место в тройке лидеров более двух лет. Исходя из этого можно сделать вывод о том, что в долгосрочной перспективе лидеры по рыночной капитализации, входящие в топ-3, меняются довольно редко. Дополнительно отметим внимание на том, что анализ проводился на выборке из 28 000 акций, которые котировались начиная с 1950 года. К примеру, такие компании как ExxonMobil (47 лет), AT&T (39), IBM (28), General Electric (23) и Microsoft (22) удерживали лидирующие позиции на протяжении длительного времени. Среднее количество появлений составило 13, а медианное – 5. Конечно, история знает и такие отдельные имена, как Kodak, Cisco, Pfizer и P&G, которым лишь по результатам одного года за весь период удавалось попасть в топ-3. Однако это не отменяет озвученный ранее тезис о редком изменении списка крупнейших компаний по рыночной капитализации. Напомним, что Nvidia, ведущий разработчик графических процессоров и решений для искусственного интеллекта, вошел в тройку лидеров в начале текущего года.

²¹ В «великолепную семерку» входят Apple, Microsoft, Amazon, Alphabet, Nvidia, Tesla и Meta.

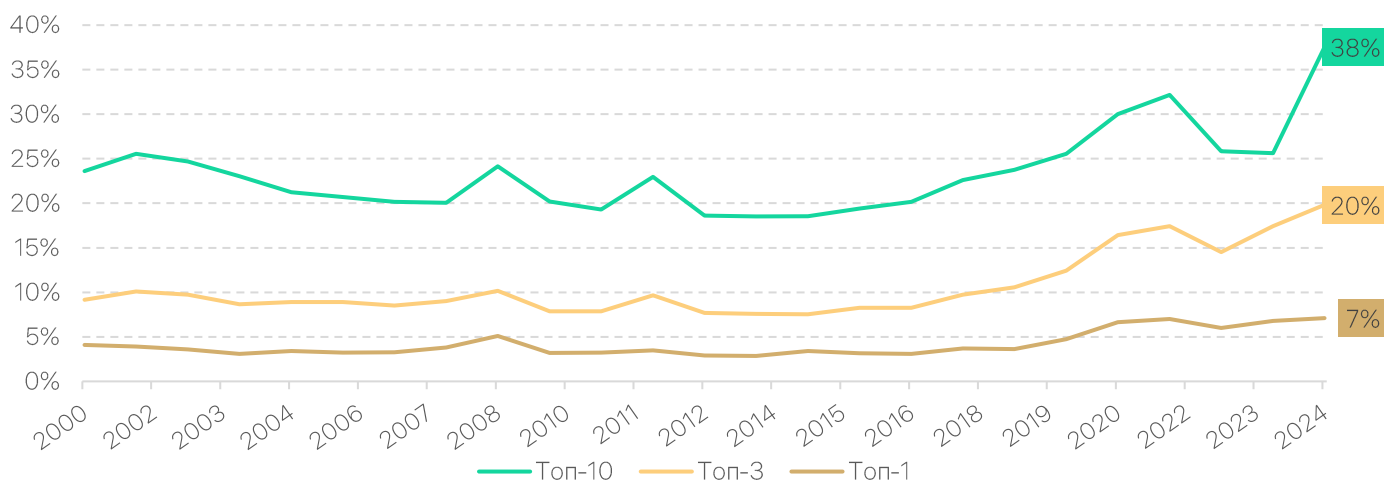
Рис. 25. Акции с наибольшей рыночной капитализацией в США, 1950 - 2023



Источник: JP Morgan

С учетом вышесказанного, важно понять, насколько оправдана подобная концентрация. Само по себе доминирование в индексе нескольких имен еще ни о чем не говорит. Наблюдаемая тенденция сопровождается так же и ростом доходов, который поддерживает текущие высокие оценки. По результатам прошлого сезона отчетности, по данным последних 12 месяцев (на 30 июня 2024 года), он достиг 26.8%. Рост доходов оказывает поддержку высоким оценкам компаний, но он не так высок, если обращаться к историческим данным. Это может указывать на менее устойчивый фундамент для текущих рыночных оценок. Можно было оправдать подобную сильную динамику топ-10 именно ожидаемыми в будущем периоде доходами, но и тут мы не наблюдаем настолько опережающей динамики. Текущий Forward P/E для топ-10 акций составляет 30.5x²², что значительно выше среднего значения за период с 1996 года (20.5x), но ниже пиков (~44x), достигнутых во время «Пузыря доткомов» в 2000 годах.

Рис. 26. Концентрация S&P 500



Источник: Bloomberg, расчеты Haly Finance

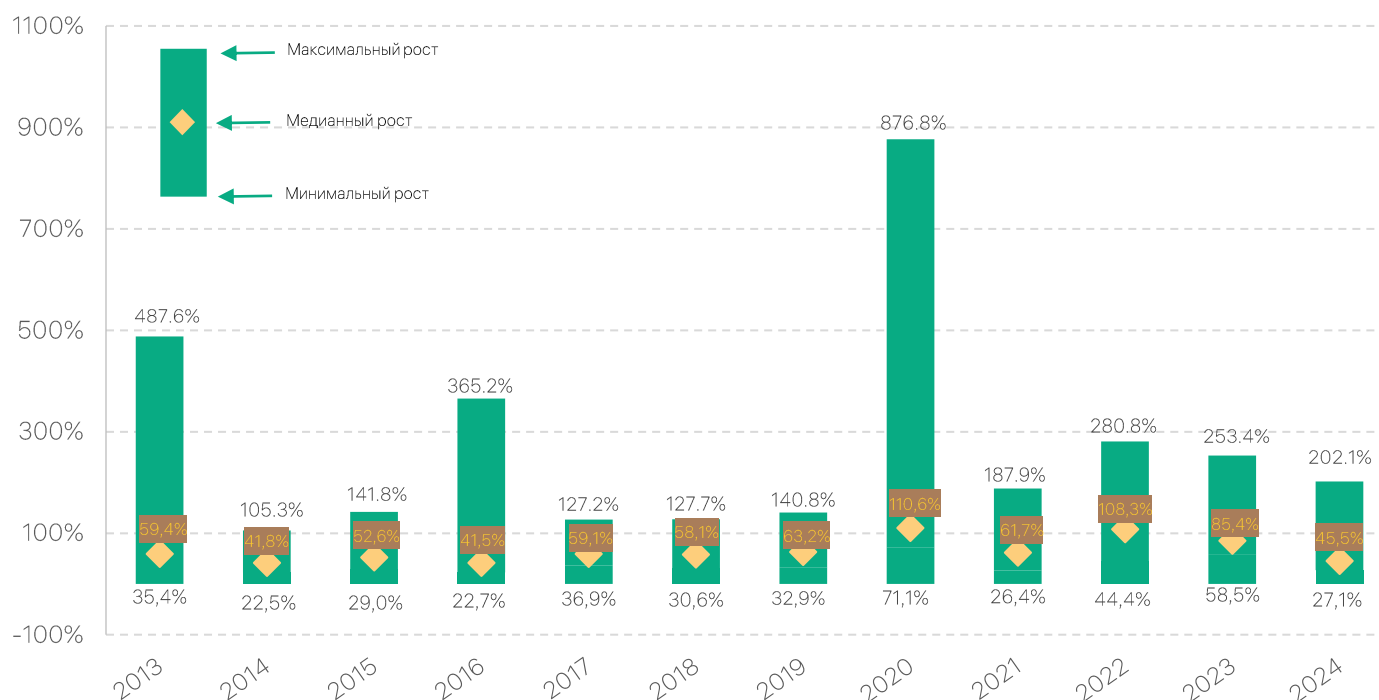
Исходя из вышесказанного, несмотря на высокие оценки дохода в будущем и роста «вклада» данных компаний в общий объем прибыли, текущая значительная концентрация может быть не столь оправдана. Помимо прочего, настолько высокая концентрация фондового рынка в США, по данным Morgan Stanley Investment Management,

²² Дополнительно отметим, предиктивная способность Forward P/E для широкого индекса является крайне низкой на горизонте 1 года. По расчетам JP Morgan Asset Management, коэффициент детерминации (R²) достиг всего 7% при анализе зависимости Forward P/E и последующим годовой динамикой S&P 500. Прим. Halyk Finance – R² = 7% говорит о том, что лишь 7% вариации последующих годовых доходностей можно объяснить изменения в коэффициенте Forward P/E.

наблюдалась только один раз с 1962 по 1965 годы²³. В соответствии с нашими расчетам, исторически высокие уровни были достигнуты как для топ-1 (7%), топ-3 (20%), так и топ-10 компаний (38%) на дату написания отчета.

Подводя итог, мы отмечаем, что инвесторам стоит учитывать вышеуказанные факторы при принятии решений о формировании портфеля, осознавая потенциал для дальнейшего роста, но также и риски, связанные с текущими высокими оценками данных компаний. Также мы отмечаем большой разброс доходности компаний «Великолепной семерки». Мы считаем, что диверсификация является одним из ключевых аспектов инвестирования. Если обратить внимание на темпы роста S&P Equal Weight, то можно отметить, что наблюдаемые «перекосы» в доходности между равновесным индексом и индексом с использованием рыночной капитализации имеют тенденцию к нормализации.

Рис. 27. Годовой рост акций «Великолепной семерки»



Источник: Bloomberg, расчеты Halyk Finance

Расширение тренда роста прибыли «Великолепной семерки»

По результатам отчетности компаний за второй квартал 2024 года мы наблюдаем расширение тренда на увеличение прибыли для компаний разной капитализации. По итогам 4 квартала 2023 года, по данным FactSet, темп роста EPS для широкого рынка акций (S&P 500) составил около 5%, тогда как для того же индекса за исключением «Magnificent 7»²⁴ он, наоборот, снизился на ту же величину. По результатам второго квартала мы отмечаем улучшение темпов роста прибыли на акцию для последних. По данным агентства, данный тренд должен продолжиться и рост EPS для компаний всего индекса как с «Великолепной семеркой», так и без будет в положительной зоне. Дополнительно мы отмечаем, что исходя из расчетов JP Morgan Asset Management, компании, включенные в индекс S&P 500 за исключением «Великолепной семерки», в этом году продолжат восходящую динамику роста доходов. Причем к четвертому кварталу текущего года темпы роста прибыли будут планомерно снижаться по отношению к прошлому году для «Великолепной семерки», а для оставшейся части индекса данный показатель, наоборот, вырастет. Подобная динамика подтверждает наш взгляд на «разрастание» тренда роста прибыли, который будет наблюдаться у более широкого круга компаний. Однако стоит признать, что темпы «Великолепной семерки» все еще будут выше по сравнению с оставшейся частью индекса.

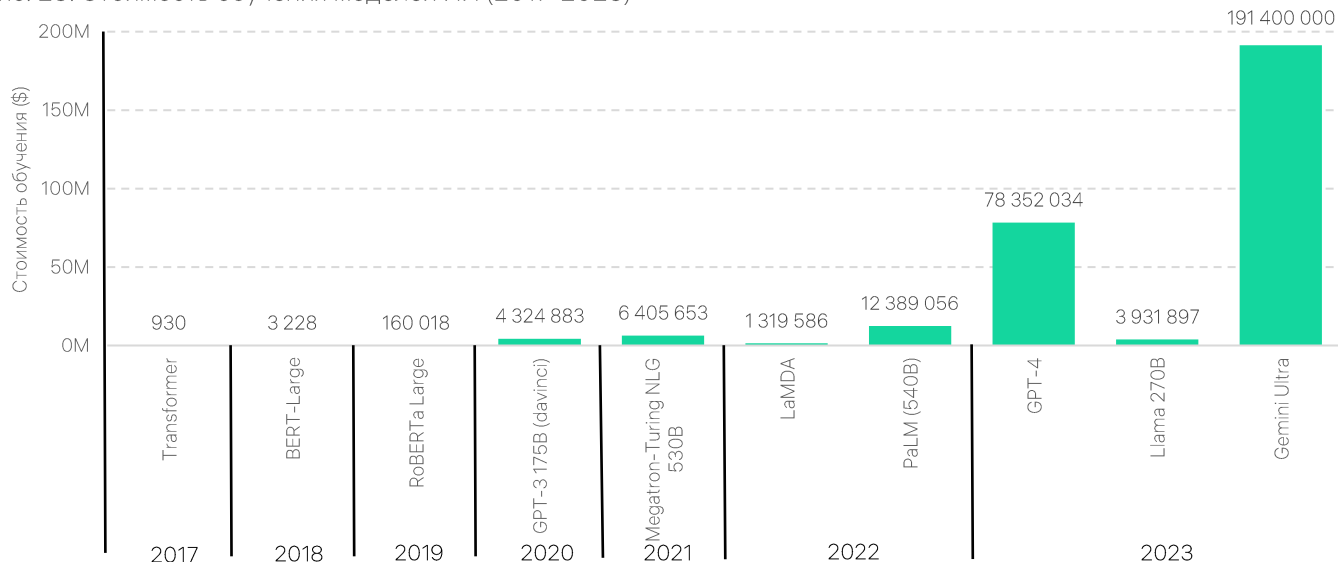
Также хотелось бы отметить, что нельзя игнорировать тренд на широкое применение Искусственного Интеллекта (ИИ). Безусловно, мы можем столкнуться в какой-то момент с замедлением темпов роста его развития, так как, по разным источникам, на обучение каждой последующей модели ChatGPT требуется все больше вложений. К

²³ Для анализа использовались данные за период с 1950 по 2023 годы. Использовались данные по компаниям, котирующимся на Нью-Йоркской фондовой бирже, NASDAQ и NYSE. Были исключены акции американских депозитарных расписок.

²⁴ Apple (NASDAQ: AAPL), Microsoft (NASDAQ: MSFT), Google (NASDAQ: GOOGL), Tesla (NASDAQ: TSLA), Nvidia (NASDAQ: NVDA), Amazon (NASDAQ: AMZN) и Meta (NASDAQ: META).

примеру, в одном из своих интервью Сэм Альтман упомянул, что стоимость обучения GPT-4 составила более \$100 млн. Подобное увеличение расходов на обучение фактически лишает университеты, традиционно являющиеся центрами исследования в области ИИ, возможности разрабатывать свои собственные передовые модели. Однако, в ответ на это президент США подписал исполнительный указ, направленный на предоставление непромышленным субъектам вычислительные ресурсы и данные, необходимые для проведения исследований в области ИИ, что может ускорить развитие данной технологии.

Рис. 28. Стоимость обучения моделей ИИ (2017-2023)



Источник: Stanford University

Наш взгляд на акции США

«Великолепная семерка»

«Великолепная семерка» технологических гигантов США захватила воображение инвесторов. Например, в 2023 году эта группа компаний опередила остальную часть индекса S&P 500 на 63%. К текущему моменту, по нашим расчетам, на долю десяти крупнейших участников S&P, включая «Великолепную семерку», приходится 38% рыночной капитализации индекса. Это один из самых высоких показателей за последние десятилетия. После предыдущих всплесков концентрации лидерство на рынке, как правило, вновь распределяется более равномерно.

Large, Mid, Small

Анализируя текущую долю убыточных компаний на основе разбивки на компании малой, средней и крупной капитализации, то, по оценкам JP Morgan, на конец июня 2024 года только 4% компаний крупной капитализации остаются убыточными, в то время как в сегментах средней и малой капитализации их доля составляет 15% и 41% соответственно. Исторический анализ показывает, что компании с малой капитализацией демонстрируют наибольшую уязвимость в периоды экономических кризисов, как это было во время «Краха доткомов» («Dot-com bubble»), финансового кризиса 2007–2008 годов и кризиса, вызванного COVID-19. Текущая доля неприбыльных компаний как в сегменте крупной, так и средней капитализации, при сравнении с указанными периодами, существенно лучше, что указывает на их устойчивость в текущих экономических условиях. Компании малой капитализации остаются наиболее уязвимыми. Текущая доля убыточных компаний среди них сравнима с периодом «Краха доткомов» или же Мирового финансового кризиса.

Дополнительно мы отмечаем, что по данным JP Morgan Asset Management, компании с малой капитализацией по результатам 2024 года продемонстрируют падение Pro-forma EPS (-4%). С другой стороны, компании крупной и средней капитализации продемонстрируют рост (9% и 6% соответственно). Кроме того, по данным середины лета, мы отмечаем крайне низкий коэффициент покрытия процентов для компаний малой капитализации, который находился ниже среднего значения на историческом горизонте за период с 1998 по указанный период (~1,8x при ср. знач. - ~2,1x). В свою очередь, компании средней и крупной капитализации чувствуют себя в этом плане гораздо лучше. У компаний крупной капитализации отношение EBIT/interest expense превышал среднее значение за тот же период (~8x при ср. знач. - ~7x), у компаний средней капитализации находился на аналогичном уровне (~3,9x при ср. знач. - ~3,9x).

Рис. 30. Процент неприбыльных компаний

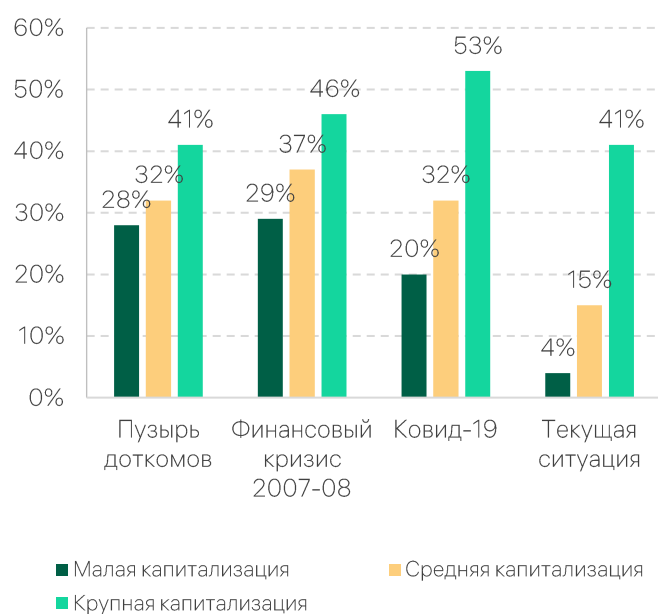
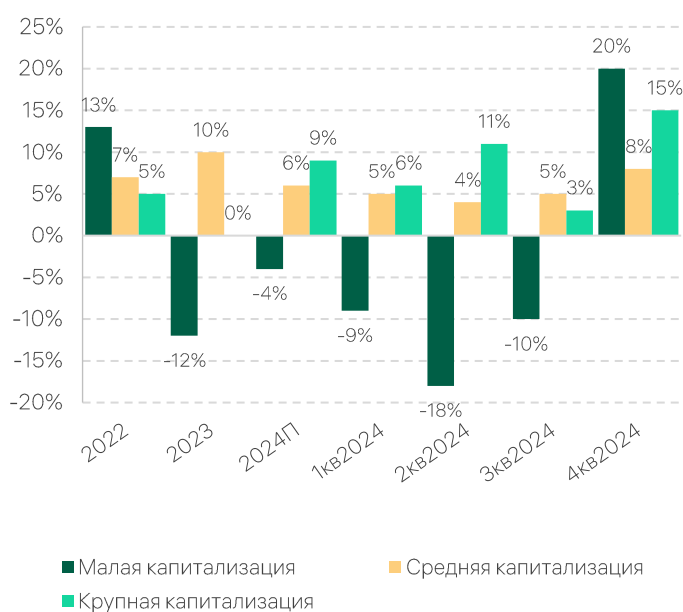


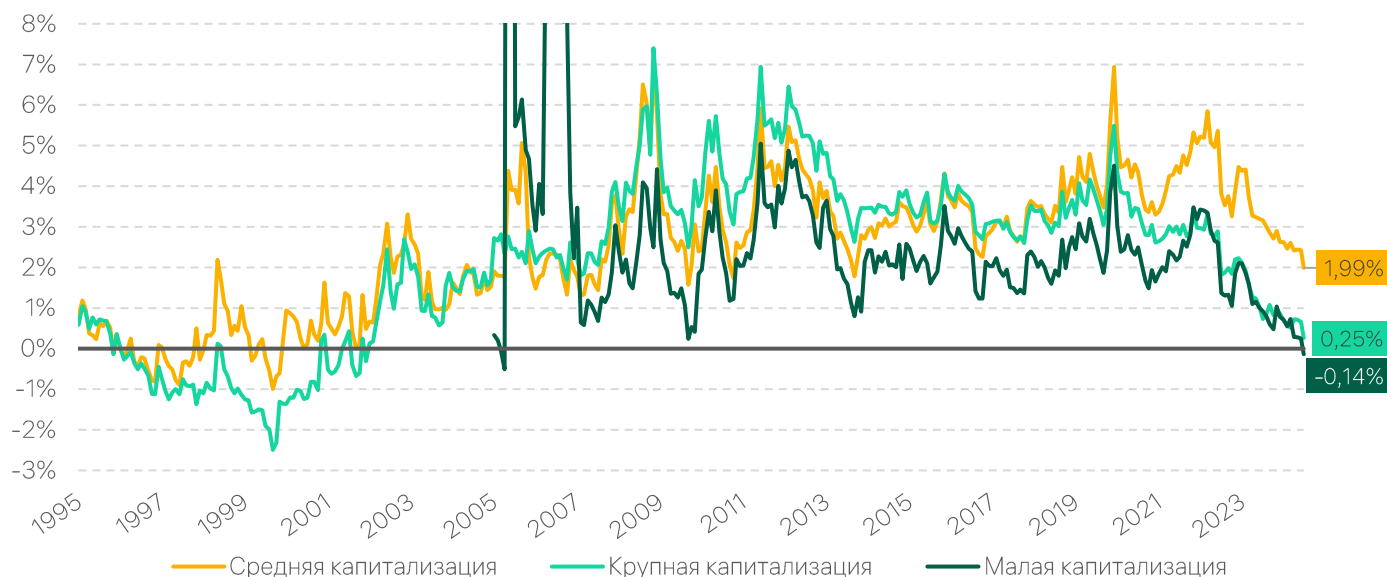
Рис. 31. Pro-forma EPS (г/г)



Источник: JP Morgan Asset Management

Компании средней капитализации также выгодно выделяются с точки зрения «Премии за риск» (Equity Risk Premium)²⁵. Исходя из наших расчетов²⁶, общий тренд с 2021 года показывает снижение ERP до значений близких к 0%, что указывает на минимальную или отрицательную дополнительную доходность по сравнению с безрисковыми активами. В данном случае наиболее интересным является тот факт, что компании малой капитализации имеют отрицательный ERP.

Рис. 32. Премия за риск (Equity Risk Premium)



Источник: Bloomberg, расчеты Halyk Finance

Таб. 4. Сравнение компаний с различной капитализацией

	Уменьшение экспозиции	Нейтральный взгляд	Увеличение экспозиции
US large-cap			●
US mid-cap			●
US small-cap		○	

Учитывая вышесказанное, мы отдаем предпочтение компаниям средней и крупной капитализации исходя из нашего базового сценария на ближайшие два квартала, который предполагает замедление темпов экономического роста на фоне замедления темпов роста инфляции. Однако мы акцентируем внимание на высокой важности получения дополнительных данных для оценки текущего состояния экономики. Дополнительно мы признаем, что компании малой капитализации характеризуются более высоким бета коэффициентом и крайне привлекательными оценками. Однако, учитывая потенциальные риски, связанные с инвестированием в них, мы предпочитаем уделить этим компаниям гораздо меньшее внимание при аллокации.

Value vs Growth

На протяжении последних 12 месяцев акции «роста» продемонстрировали опережающую динамику, поддерживаемую энтузиазмом вокруг потенциального положительного эффекта искусственного интеллекта и сильного роста прибыли крупных технологических компаний. Мы предполагаем, что данный интерес к искусственному интеллекту будет сохраняться и дальше. Однако, с учетом текущей макроэкономической конъюнктуры, которую мы описываем с соответствующем разделе, мы предполагаем, что необходимо соблюдать баланс между акциями «роста» и «стоимости». Поэтому мы придерживаемся нейтрального взгляда по обеим группам.

²⁵ Equity Risk Premium (ERP) — это показатель, который измеряет дополнительную доходность, которую инвесторы ожидают получить от акций по сравнению с безрисковыми активами, такими как казначейские облигации. Он отражает вознаграждение за принятие риска инвестирования в акции, которые обычно более волатильны и рискованны.

²⁶ Для расчетов мы использовали следующие индексы: крупная капитализация – S&P 500, средняя капитализация – S&P MidCap 400, малая капитализация – Russel 2000. Формула для расчета ERP: $ERP = BEY - YTM$, где BEY – Blended Earnings Yield (доходность, которую инвесторы ожидают получить от акций) или $1/(Forward P/E)$, YTM – Yield to Maturity (доходность 30-летних казначейских облигаций).

Дополнительно мы отмечаем, что согласно классической экономической теории, повышение процентных ставок в меньшей степени оказывает негативное влияние именно на акции стоимости. Низкие процентные ставки стимулируют экономический рост, способствуют увеличению инвестиций и поддерживают высокую доходность акций роста, так как доступ к дешевому капиталу поддерживает их экспансию. В случае увеличения стоимости заимствований противоположная когорта компаний демонстрирует лучшую динамику, так как они обычно отличаются более стабильным бизнесом. Подтверждение этому мы наблюдаем и по данным JP Morgan²⁷. Аннуализированная доходность акций «стоимости» в периоды высокой доходности по 10-летним казначейским облигациям США (>5%) опережает доходность акций «роста» (15% для акций роста против 16.2% для акций стоимости). Однако сейчас мы наблюдаем отклонение от исторического тренда. Крайне интересным является тот факт, что в период достижения доходности по 10-летним казначейским облигациям США от 0 до 3% расхождения в доходности становится значительным: 0–2% (15.4% для компаний роста и 11.2% для компаний стоимости), 2–3% (18.6% и 10.5% соответственно). На 30 сентября 2024 года соотношение forward P/E компаний роста и компаний стоимости достигло значения 0.55 при средне историческом в 0.71 (за период с 1997 года). Подобное отклонение указывает на значительное смещение предпочтений рынка в пользу акций роста.

Таб. 5. Сравнение компаний стоимости и роста

	Уменьшение экспозиции	Нейтральный взгляд	Увеличение экспозиции
US Value Stock		○	
US Growth Stock		○	

Подводя итог, мы отмечаем, что текущая динамика данных групп компаний может свидетельствовать о том, что инвесторы начинают оценивать компании и их потенциал на более длительный срок. Важно принимать во внимание, что данное расхождение может быть следствием текущей динамики рынка, где ожидания и перспективы играют значительную роль в формировании ценности активов. Это подчеркивает значимость адаптивности и гибкости в понимании экономических процессов и их влияния на финансовые рынки в условиях быстро меняющейся макроэкономической среды.

Выделяемые сектора в случае реализации нашего базового сценария²⁸

В связи с текущим макроэкономическим контекстом, который характеризуется умеренной инфляцией (с возможным ускорением) и замедлением экономического роста, мы выделяем несколько секторов, которые в наибольшей степени могут показать положительные результаты в условиях описанных экономических трендов в горизонте ближайших двух кварталов (4 квартал 2024 года и 1 квартал 2025 года). **Однако, на текущий момент особенно важно делать акцент на отборе компаний с сильными и устойчивыми балансами.**

Наш прогноз также учитывает возможные политические изменения в США, в частности, влияние полной победы республиканцев на выборах 2024 года, что может стимулировать экономику через налоговые льготы и дерегуляцию, а также усилить рост в определенных секторах. В частности, мы ожидаем, что возможное ослабление регуляторных ограничений и снижение корпоративного налога для производственных компаний создадут благоприятные условия для бизнеса и улучшат прогнозы для фондового рынка.

На основании этого, мы видим следующие сектора как наиболее привлекательные на прогнозируемый период.

Энергетический сектор

Энергетический сектор в США, по нашим ожиданиям, продолжит показывать стабильные результаты, несмотря на отсутствие значительного роста спроса на энергоресурсы в ближайшей перспективе. Одним из ключевых факторов, поддерживающих этот тренд, станет продолжение политики увеличения добычи нефти и газа, что окажет положительное влияние на традиционные энергетические компании. Республиканцы традиционно выступают за ослабление экологических регуляций, включая снятие ограничений на добычу ископаемых и выбросы углерода. Эти изменения создадут более благоприятные условия для расширения деятельности таких компаний и улучшат их финансовые результаты.

²⁷ Анализ проводился на временном горизонте за период с 1979 года по текущий момент.

²⁸ Крупнейшие компании США выделяемых нами секторов представлены в приложении 6.

Продолжение политики «drill baby drill»²⁹ (углубленной разработки нефтяных и газовых месторождений) также окажет поддержку для традиционных энергетических компаний. В среднесрочной перспективе увеличение добычи нефти и газа может привести к росту предложения на рынке, что, в свою очередь, снизит цены на энергоресурсы. Это может повлиять на инвестиционную привлекательность компаний, сильно зависящих от цен на нефть и газ. Однако для природного газа, наоборот, ослабление разрешительных правил и снятие ограничений на экспорт сжиженного природного газа (LNG) откроет дополнительные возможности для роста и увеличения прибыли.

Что касается рынка электромобилей и лития, то предполагаемая частичная отмена политики в отношении электромобилей (EV) может снизить стимулы для их массового внедрения. Это, в свою очередь, поддержит спрос на бензин.

Сектор коммуникаций и технологический сектор

В условиях снижения инфляции и замедления экономического роста, технологические компании с сильным балансом и низким уровнем долга могут продемонстрировать устойчивый рост. Кроме того, ослабление антимонопольного регулирования в случае победы республиканцев на выборах создаст возможности для крупных технологических компаний, позволяя им извлечь выгоду из налоговых льгот и меньших ограничений. Это, в свою очередь, может стать дополнительным стимулом для их роста.

В частности, компании, работающие в области искусственного интеллекта, облачных вычислений и полупроводников, будут продолжать расширять свои позиции на рынке. Это позволит им продемонстрировать сильные результаты в ближайшие кварталы. Однако стоит учитывать, что возможное повышение тарифов и снижение активности на китайском рынке могут создать риски для некоторых технологических компаний, особенно в сфере полупроводников. Политика, направленная на уменьшение зависимости от китайских поставок, может снизить доходность компаний, ориентированных на китайский рынок.

Тем не менее, налоговые льготы и ослабление антимонопольных ограничений окажут поддержку таким гигантам, как Microsoft, Apple, а также стартапам, работающим в области искусственного интеллекта и облачных технологий, что создаст дополнительные возможности для роста этих компаний в ближайшие годы.

Сектор финансов

Финансовые компании, в частности региональные банки, могут значительно извлечь выгоду из налоговых льгот и смягчения банковских регуляций, которые станут более вероятными в случае полной победы республиканской партии на выборах в США. Эти изменения, в свою очередь, окажут позитивное влияние на финансовые результаты банков, а также повысят доступность кредитов для бизнеса и потребителей.

Особенно положительный эффект будет наблюдаться благодаря дерегуляции, которая поспособствует активизации слияний и поглощений (M&A). Это улучшит условия для проведения сделок, снизит налоговую нагрузку и повысит эффективность операций, что создаст дополнительные стимулы для роста финансовых компаний.

Снижение корпоративных налогов и ослабление регулирования для банков принесут особую выгоду как крупным, так и региональным банкам. Крупные банки смогут извлечь выгоду от роста объема сделок M&A, а региональные банки, с другой стороны, получают дополнительные возможности для расширения своей клиентской базы и повышения прибыльности через более гибкие условия кредитования и сделок. В целом, такие изменения будут способствовать росту в финансовом секторе и улучшению его операционной эффективности.

Сектор промышленности

Индустриальный сектор, особенно отрасли, связанные с инфраструктурными проектами, строительством и транспортировкой, может выиграть от возможного увеличения инвестиций в инфраструктуру. Республиканцы, как

²⁹ Фраза «drill baby drill» («бури, детка, бури») стала популярной во время президентской кампании 2008 года в США и ассоциируется с политикой, направленной на активизацию добычи нефти и газа. Этот лозунг был использован сторонниками усиленной разработки природных ресурсов, в том числе на федеральных землях и в морских акваториях, с целью уменьшения зависимости от импортной энергии. В контексте республиканской политической повестки «drill baby drill» символизирует призыв к снятию экологических ограничений, что, по мнению сторонников, приведет к увеличению энергетической независимости и созданию рабочих мест в отрасли.

правило, поддерживают расширение государственных расходов на проекты, связанные с обновлением инфраструктуры, что может создать возможности для роста в таких отраслях, как строительство дорог, мостов, энергетическая инфраструктура и другие крупные проекты. Индустриальные компании, которые участвуют в этих проектах, будут в числе основных бенефициаров. Также стоит отметить, что рост потребности в автоматизации и реиндустриализации, а также ослабление иммиграционных ограничений и возможное смягчение трудового законодательства, могут создать дополнительные возможности для компаний, ориентированных на автоматизацию и строительство. Тем не менее, компании, которые зависят от рабочей силы в таких отраслях, как сельское хозяйство и транспортировка, могут столкнуться с трудностями из-за возможного сокращения рабочей силы вследствие жесткой иммиграционной политики. Производители, имеющие высокий уровень зависимости от китайских поставок и глобальных цепочек поставок, могут столкнуться с рисками, связанными с возможными новыми ограничениями на импорт.

Наш взгляд на облигации США

Наше мнение

ФРС уже начал снижение ставок, и мы считаем, что инвестирование в ближний конец потеряло свою актуальность, поскольку несет в себе риск реинвестирования. Наш взгляд на среднесрочные бумаги – положительный, на фоне возросших доходностей по результатам октябрьской распродажи. Особенно привлекательными, по нашему мнению, являются сегменты 3–5 и 5–7 лет. Также мы считаем, что текущие доходности по долгосрочным бумагам достаточно привлекательны, чтобы принимать процентный риск, и поэтому больше всего нам нравится дальний конец кривой, и наш взгляд на него – положительный. Несмотря на исторически узкие спреды, мы сохраняем нейтральный взгляд на облигации US IG за счёт благоприятной экономической ситуации и сильных фундаментальных показателей. Мы отрицательно относимся к бумагам US HY, так как вероятность расширения исторически узких спредов выше вероятности их сужения. С другой стороны, мы положительно смотрим на EM IG бумаги, особенно в странах с высокими спредами, таких как Бразилия и Индонезия. Наконец, несмотря на высокие спреды, наш взгляд на EM HY нейтральный из-за возможных рыночных шоков.

US Treasuries: от страха до жадности всего один шаг

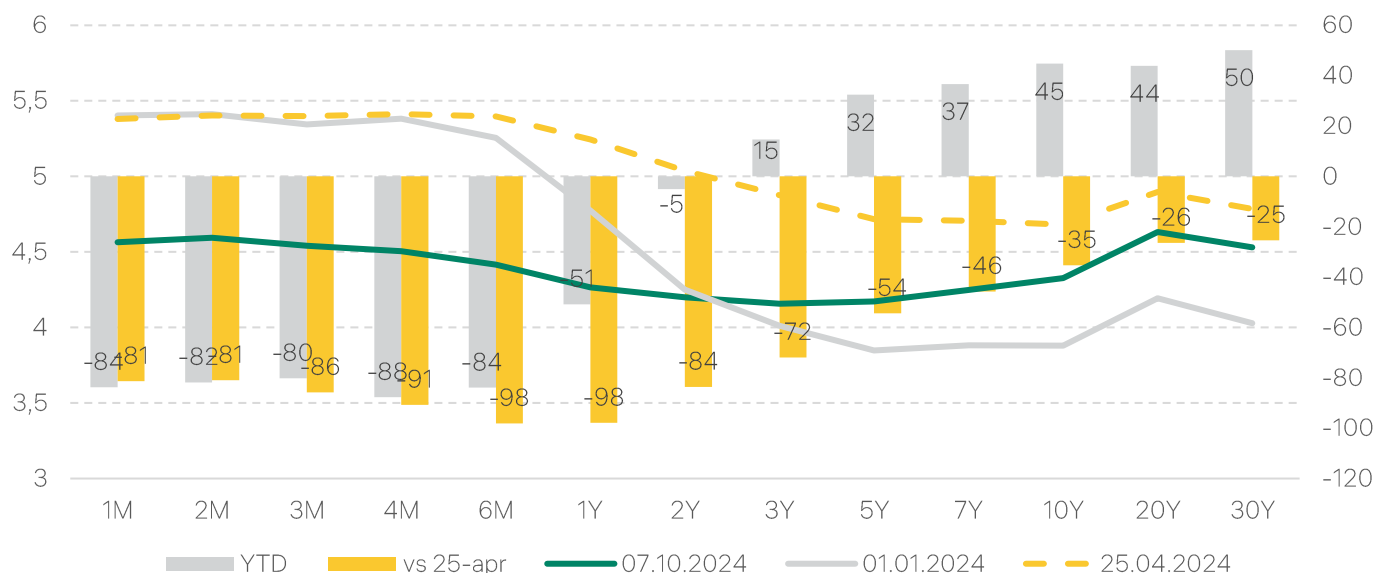
В сентябре этого года ФРС снизил ставку на 50 бп, удивив половину участников рынка (согласно данным CME Fedwatch tool, непосредственно перед снижением вероятности были разделены поровну между снижением на 25 бп и 50 бп). Повышение волатильности на рынках в июле, слабые данные по рынку труда в августе отправили доходности до минимальных значений с момента достижения пика ставки ФРС. Однако сильные данные по рынку труда в сентябре и октябре, а также победа на выборах Дональда Трампа и Республиканской партии, чьи политические предложения, как ожидается, приведут к увеличению инфляции и бюджетного дефицита, способствовали усилению медвежьих настроений на рынке UST. Доходности по 10-летним облигациям достигли 4.33%, вернувшись к уровню, который наблюдался в июле.

Тем не менее на заседании, которое состоялось сразу после выборов, ФРС продолжил постепенное снижение ставки, уменьшив её на 25 базисных пунктов, что совпало с ожиданиями участников рынка. Комментируя результаты выборов, Джером Пауэлл отметил, что они не окажут влияния на решения ФРС в краткосрочной перспективе. FOMC будет реагировать на политические изменения только тогда, когда появится больше ясности об их сроках и содержании.

Консенсус-прогноз предполагает снижение ставки ещё на 25 бп до конца года, и мы с ним согласны. Однако мы предполагаем, что в первом квартале 2024 года темпы снижения ставки замедлятся. Возможно, на мартовском заседании ставка будет сохранена после того, как станет известно о торговой и миграционной политике новой администрации. В то же время мы не ожидаем, что фискальная политика Республиканской партии окажет значительное влияние на решения ФРС в предстоящем году, в связи с тем, что большинство решений по данному вопросу (такие как продление TCJA) придутся на конец года, откладывая их влияние на экономику и ФРС до 2026 года. Риск-сценарием для нашего взгляда является резкое ухудшение экономики и резкие распродажи на рынке акций, что может сподвигнуть ФРС снижать ставку более агрессивными темпами или даже прибегнуть к внеплановому заседанию, однако это не является нашим базовым сценарием.

В целом, рынок UST был очень волатильным с начала года. Доходности с начала года скорректировались только по среднему и ближнему участкам (рисунок-33), однако относительно локальных максимумов, которые наблюдались в конце апреля, снизились по всей длине кривой. Самые большие изменения, в сравнении с максимумами, были на ближнем и среднем участках, где падение составило 46-98 бп на секторе от 1-года до 7-лет, а на секторе от 10-лет и выше 25-35 бп.

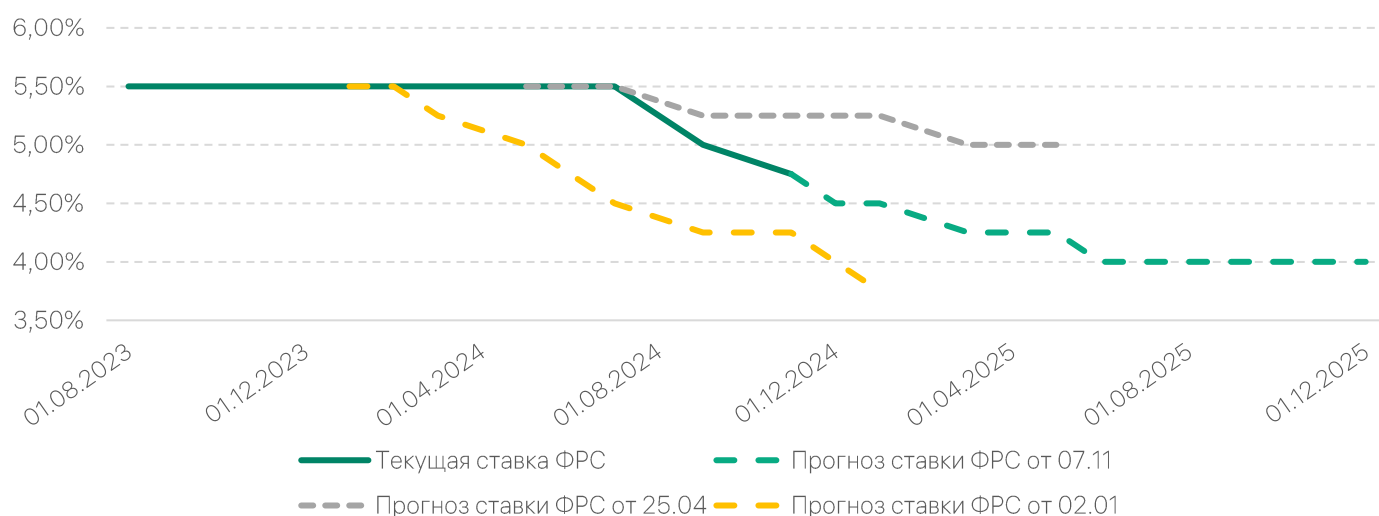
Рис. 33. Кривая доходности US Treasuries (левая ось, в %) и изменение в доходностях (бп)



Источник: Bloomberg

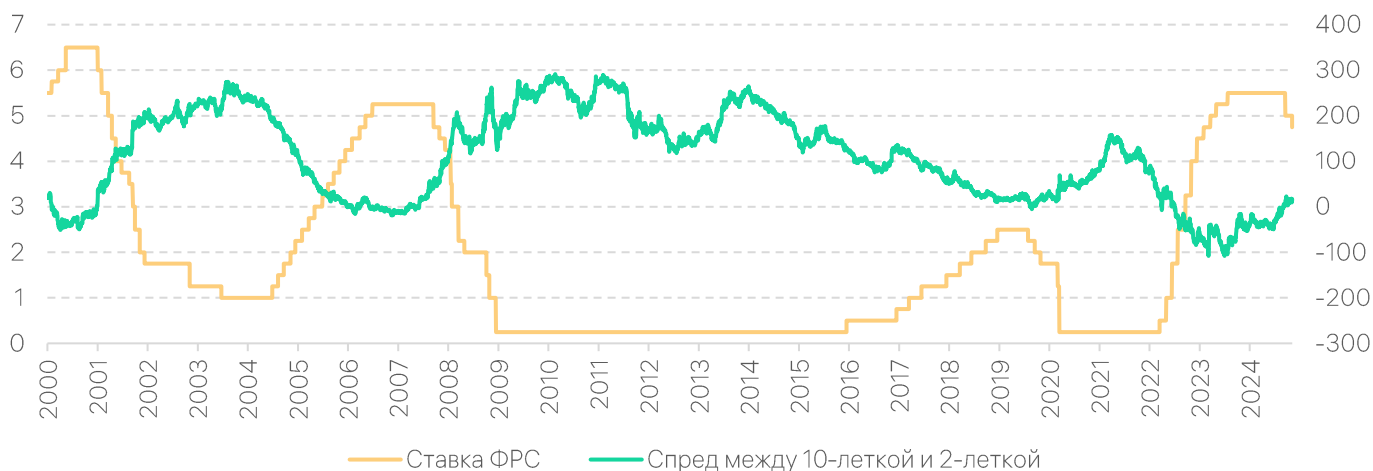
Кривая доходности была инвертированной и начала принимать нормальный вид, но в основном за счет снижения ближнего конца. Понятно, что по мере снижения ставки, ближний конец будет падать дальше, поскольку данный участок является производной от ставки. Перспективы среднего и дальнего концов не так однозначны и зависят от множества факторов (долгосрочные ожидания по инфляции, долгосрочная ставка ФРС и другие макроэкономические факторы). Спред между 10-летними и 2-летними нотами на данный момент вышел из отрицательной зоны, где находился последние 2 года (рисунок-35). Если апеллировать к историческим данным, то можно заметить, что инвертированная кривая принимает нормальный вид после окончания цикла снижения ставок. Инверсия всегда сокращалась во время цикла снижения ставок, но доходности по длинным бумагам не всегда падали во время этих циклов. Если предположить, что долгосрочная нейтральная ставка ФРС будет составлять 2.9% (прогноз FOMC от сентября), и сделать допущение о том, что 2-летние бумаги будут торговаться вблизи ставки ФРС, то мы выйдем на целевое значение по 10-летним нотам на уровне около 3.9%-4.0%. Данный сценарий предполагает нормализацию кривой без больших движений на дальнем конце кривой, то есть так называемый сценарий «bull steepening».

Рис. 34. Траектория снижения ставки, заложенная рынком фьючерсов



Источник: CME FedWatch Tool

Рис. 35. Инверсия и ставка ФРС, %



Источник: Bloomberg


Влияние QT на доходности US Treasuries

QT («Quantitative Tightening» или количественное ужесточение) – это процесс, который предполагает продажу ценных бумаг с баланса ФРС. По сути, это сокращение денежной массы и способ изъять ликвидности из системы. Последняя программа по количественному ужесточению была начата в июне 2022 года. С сентября того же года ФРС сокращал баланс на \$95 млрд в месяц. Из этого на \$60 млрд в месяц продавали US Treasuries, а на остальные \$35 млрд MBS («Mortgage-backed securities» или ипотечные ценные бумаги). В начале мая этого года было объявлено о том, что темп продажи UST с июня будет снижен на \$35 млрд и составит \$25 млрд в месяц, а продажи MBS останутся неизменными. Скорее всего, данная программа продлится до конца года и после окончания будет попутным ветром при снижении доходностей.

Наш взгляд на дюрацию

Таб. 6. Взгляд на дюрацию

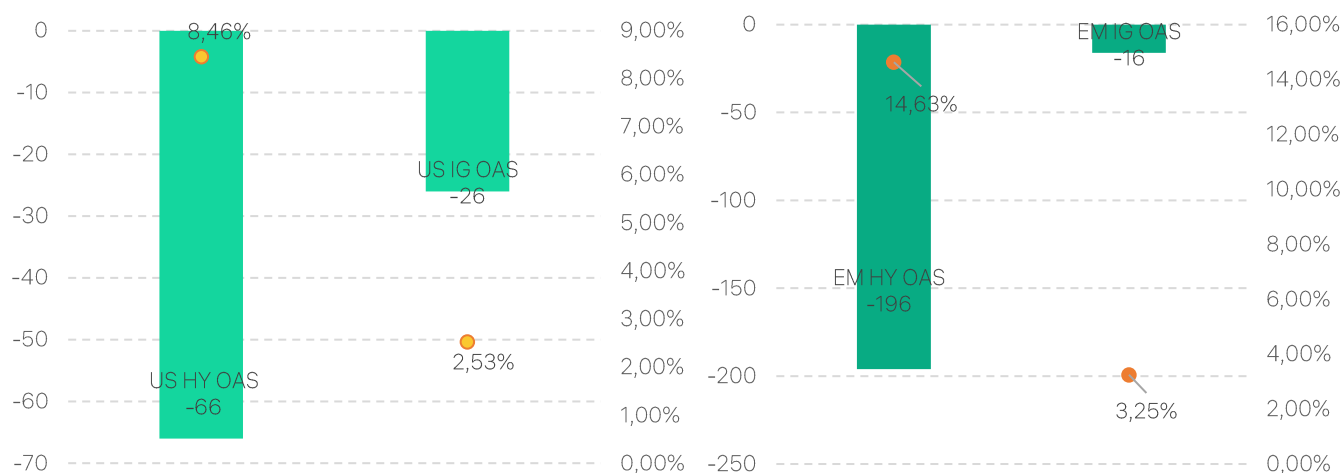
Дюрация	Уменьшение экспозиции	Нейтральный взгляд	Увеличение экспозиции	
Длинные			●	В нашем базовом сценарии мы не ожидаем ухудшения ситуации на рынке труда или каких-либо рыночных шоков, что могло бы привести к более агрессивному снижению ставок, чем предполагается рынком. По 10-летним UST до конца 2024 года мы ожидаем доходность на уровне 4.2% и на уровне 3.9% к концу 2025 года. Доходности по дальнему концу прилично выросли относительно локальных минимумов, и текущие уровни благоволят принимать процентный риск и поэтому наш взгляд на данный сегмент кривой в долгосрочной перспективе – положительный. Однако, в краткосрочной перспективе (горизонте в 3-4 месяца), наш взгляд на длинный конец нейтральный, из-за присутствия рисков ускорения инфляции, что может сподвигнуть ФРС пересмотреть свою политику в пользу замедления темпов снижения ставок в первой половине года.
Средние			●	Привлекательность среднего конца возросла по результатам октябрьской распродажи. Особенно привлекательным, по нашему мнению, являются сегменты 3-5 и 5-7 лет. Мы ожидаем, что до конца 2025 года доходности по данным участкам скорректируются на 40-50 и 30-40 бп. Пересмотр количества снижений ставок в меньшую сторону

				рыночными участниками будет иметь ограниченное влияние на данные бумаги, из-за относительно низкой дюрации. В связи с этим, мы имеем положительный взгляд на данный сегмент.
Короткие				Инвестирование в короткий участок исчерпало свою привлекательность и больше не является актуальным. ФРС уже начал цикл снижения ставки. Инвестирование в данный участок несет в себе большие риски реинвестирования. К моменту погашения 1-2 летних облигаций, доходность по ним уже будет ниже и инвестору придется реинвестировать денежные средства по более низким ставкам. С учетом вышеописанного, наш взгляд на данный сегмент негативный.

Корпоративные облигации

С начала года спреды по высокодоходным облигациям сократились больше, а совокупная доходность за эти же полгода была больше, чем у высоконадежных бумаг (рисунок-36). Основным драйвером движения в спредах были – доходности по безрисковым бумагам. Инвесторы в погоне за доходностью все больше рисковали и это привело к тому, что спред по EM HY сократился больше всего с начала года. IG бумаги сильно проиграли HY бумагам, с начала года, поскольку на начало года спреды по высококачественным бумагам уже и так были узкими и пространства для сужения было мало.

Рис. 36. Изменения в спредах и доходностях корпоративных облигаций

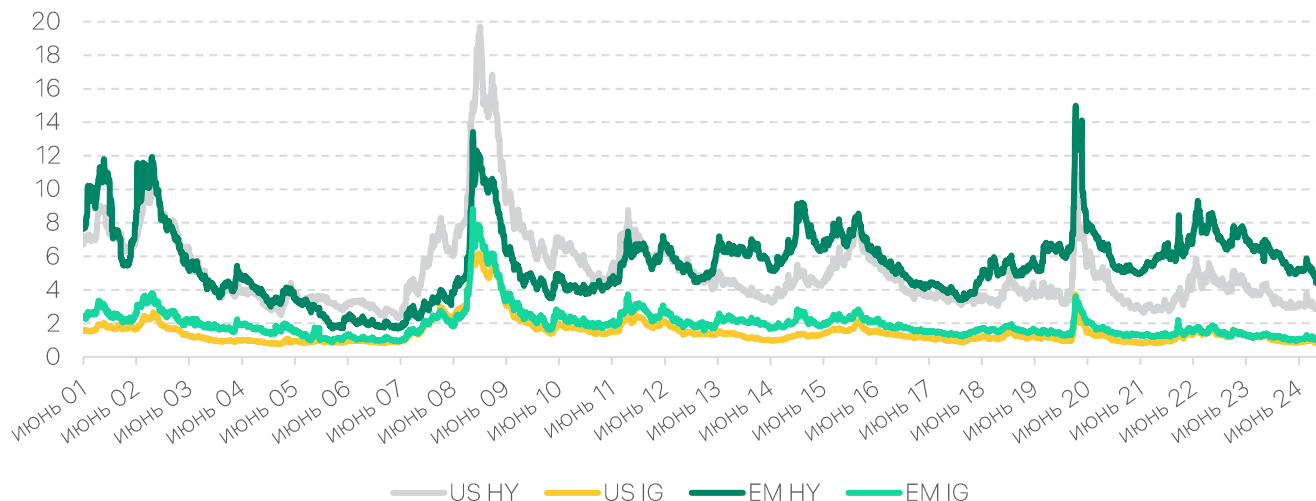


Источник: Bloomberg

Многие корпоративные долги на данный момент торгуются с крайне узким спредом даже по историческим меркам. OAS (Option-adjusted spread) по US IG (United States Investment Grade) находится в нулевом перцентиле с 2000 года, то есть на своих минимальных значениях. Аналогичную картину можно наблюдать по облигациям EM IG (Emerging Markets Investment Grade) – 2-й перцентиль и US HY (United States High Yield) – 2-й перцентиль. Единственный класс активов, отличающийся от остальных – это EM HY (Emerging Markets High Yield), который находится на 21-м перцентиле несмотря на то, что спреды по данному классу активов сократились с начала года.

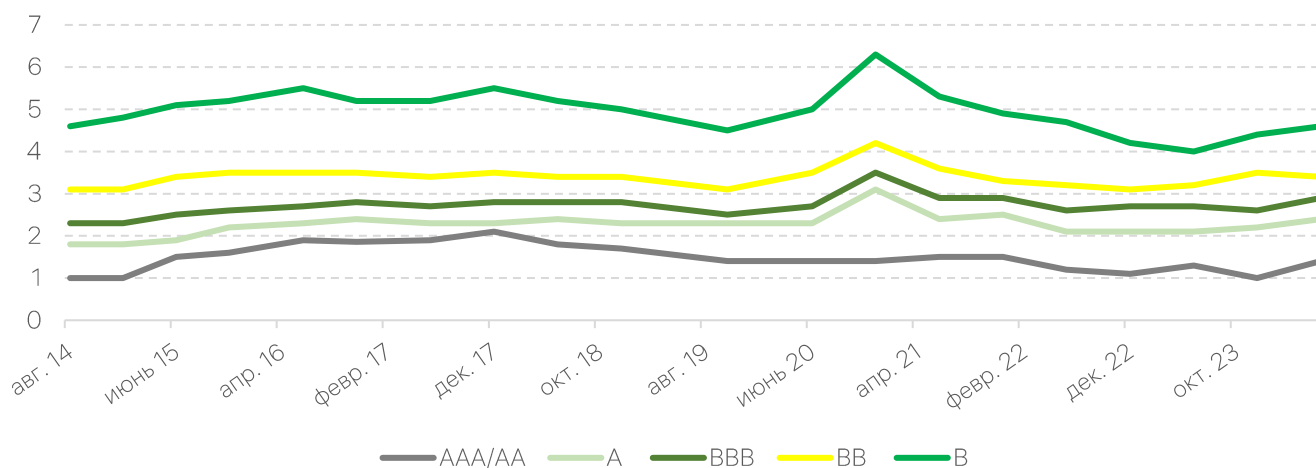
С начала цикла повышения ставок кредитное качество эмитентов в среднем не ухудшилось сильно и находится на среднеисторическом уровне почти по всем рейтинговым категориям. Есть заметное ухудшение леввериджа в нижних нотчах (B/CCC) высокодоходных облигаций, поэтому при инвестировании в HY мы отдаем предпочтение бумагам с более высокими кредитными рейтингами (выше BB-). Расходы на обслуживание долга прилично выросли, но вместе с этим растут и прибыли данных компаний, поэтому их способность обслуживать долг находится на среднеисторических уровнях и пока не вызывает беспокойства.

Рис. 37. Динамика кредитных спредов.



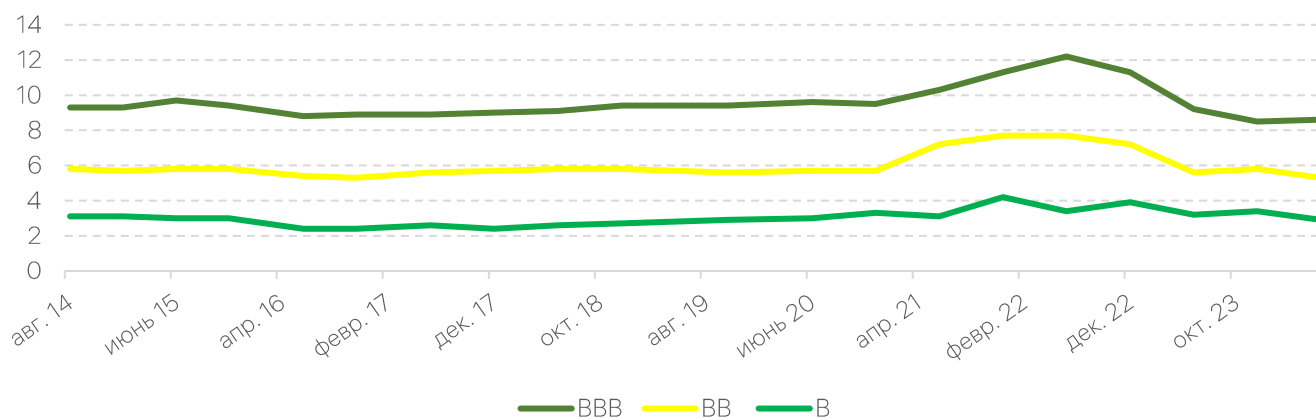
Источник: Bloomberg

Рис. 38. Соотношение Total Debt/EBITDA по глобальным корпоративным эмитентам в разных рейтинговых категориях.



Источник: Bloomberg

Рис. 39. Соотношение EBITDA/Interest expense по глобальным корпоративным эмитентам в разных рейтинговых категориях.



Источник: Bloomberg

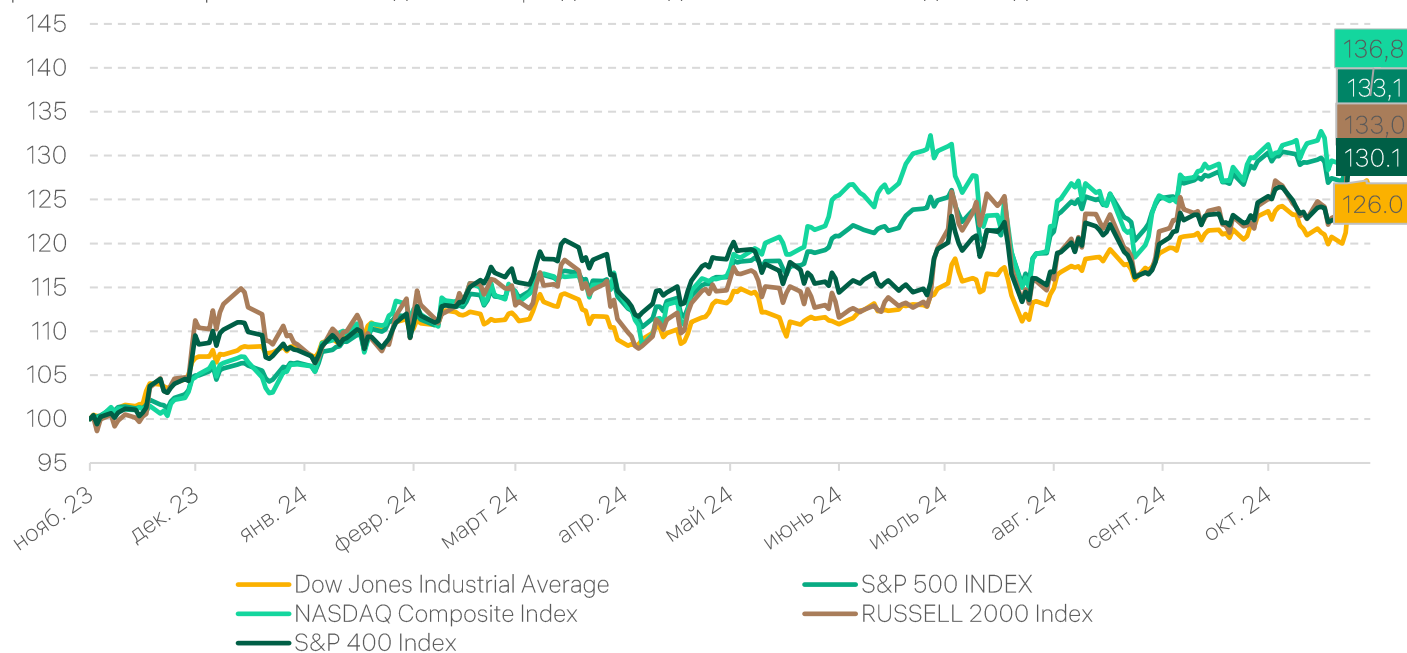
Наш взгляд на кредитный риск

Таб. 7. Взгляд на корпоративные облигации

Класс	Уменьшение экспозиции	Нейтральный взгляд	Увеличение экспозиции	
US IG	●			Данный класс облигаций для нас является наименее интересным в данный момент, поскольку не предлагает премий ни относительно других IG-облигаций, ни относительно своей истории. Спреды находятся на исторических минимумах и потенциал для их сужения остается ограниченным
US HY	●			Спред по высокодоходным облигациям эмитентов из США тоже находится на исторических минимумах и пространство для сужения остается ограниченным. При реализации риск-сценария, данный класс активов будет чувствовать себя хуже остальных, поэтому наш взгляд негативный.
EM IG			●	Наш позитивный взгляд на данный класс активов обусловлен тем, что хоть и в среднем EM IG не предлагает щедрых премий к US IG, но есть страны (как Бразилия и Индонезия), где корпоративные облигации торгуются с относительно широкими спредами. Покупку бумаг данного класса надо реализовывать через точечные идеи, покупая евробонды эмитентов с хорошим кредитным качеством, которые не имеют валютных рисков. Данный класс активов является хорошим хеджем против реализации риск-сценария.
EM HY		○		EM HY торгуется с хорошей премией к US HY. Нам нравятся высокодоходные облигации эмитентов из развивающихся стран, поскольку это единственный класс активов, который торгуется не так дорого и спред, по которым находится выше всех остальных в абсолютном выражении. EM HY может стать бенефициаром гонки за доходностью, если у инвесторов будет расти аппетит к риску. Однако, мы имеем нейтральный взгляд на данный класс активов из-за того, что вероятность рыночных шоков не является нулевой, а возможно сейчас выше, чем раньше. Можно покупать еврооблигации эмитентов с хорошим кредитным качеством при наличии соответствующей премии.

Приложение к отчету

Приложение 1. Нормализованная динамика фондовых индексов США за последний год



Источник: Bloomberg

Приложение 2. Рыночные данные, индексы

Отраслевые индексы	Цена закрытия	1М Δ	3М Δ	1Г Δ	YTD Δ	52Н Макс	52Н Мин
Communication Services Select Sector SPDR Fund	97.16	7.4%	13.3%	42.2%	33.7%	97.24	67.97
Consumer Discretionary Select Sector SPDR Fund	216.53	10.1%	21.6%	33.6%	21.1%	220.39	159.97
Consumer Staples Select Sector SPDR Fund	80.63	-1.2%	1.9%	16.6%	11.9%	84.53	68.84
Energy Select Sector SPDR Fund	93.78	1.0%	5.4%	11.6%	11.9%	98.97	78.98
Financial Select Sector SPDR Fund	49.74	6.9%	17.0%	46.9%	32.3%	50.14	33.74
Health Care Select Sector SPDR Fund	147.22	-4.3%	-2.6%	15.9%	7.9%	159.64	125.67
Industrial Select Sector SPDR Fund	141.96	2.6%	13.6%	38.3%	24.5%	143.72	102.13
Materials Select Sector SPDR Fund	92.46	-3.6%	3.8%	19.7%	8.1%	97.87	76.81
Real Estate Select Sector SPDR Fund	42.98	-1.0%	2.7%	26.0%	7.3%	45.58	33.90
Technology Select Sector SPDR Fund	236.15	2.3%	10.5%	32.3%	22.7%	238.14	177.72
Utilities Select Sector SPDR Fund	78.49	-1.0%	5.8%	31.7%	23.9%	82.50	59.14

Источник: Bloomberg

Приложение 3. Рыночные данные, облигации

Индексы облигаций	Цена закрытия	1М Δ	3М Δ	1Г Δ	YTD Δ	52Н Макс	52Н Мин
Bloomberg US Corporate High Yield Average OAS	2.53	-14.0%	-26.7%	-35.5%	-21.7%	3.93	2.53
Bloomberg US Corporate High Yield Total Return Index Value Unhedged USD	2681.96	0.6%	3.3%	14.8%	8.1%	2685.17	2337.02
Bloomberg US Agg Corporate Avg OAS	0.74	-8.6%	-28.2%	-39.3%	-25.3%	1.21	0.74
Bloomberg US Agg Total Return Value Unhedged USD	2193.85	-1.4%	-1.4%	7.9%	1.5%	2275.47	2032.80

Источник: Bloomberg

Приложение 4. Рыночные данные, валюты

Валюты (к USD)	Цена закрытия	1М Δ	3М Δ	1Г Δ	YTD Δ	52Н Макс	52Н Мин
US Dollar Index Spot Rate (DXY)	106.08	3.1%	3.4%	0.4%	4.7%	106.52	100.16
EURUSD Spot Exchange Rate - Price of 1 EUR in USD	1.06	-2.8%	-3.5%	-0.9%	-3.9%	1.12	1.06
GBPUSD Spot Exchange Rate - Price of 1 GBP in USD	1.27	-2.5%	-1.0%	3.7%	0.0%	1.34	1.23
USDCHF Spot Exchange Rate - Price of 1 USD in CHF	0.88	-2.3%	-2.1%	2.1%	-4.7%	0.92	0.83

Источник: Bloomberg

Приложение 5. Рыночные данные, доходности облигаций

Доходности облигаций	Цена закрытия	1М Δ	3М Δ	1Г Δ	YTD Δ	52Н Макс	52Н Мин
US Breakeven 5 Year	2.43	6.3%	23.8%	6.3%	12.7%	2.59	1.77
US Breakeven 10 Year	2.37	1.6%	13.2%	1.5%	9.0%	2.44	1.93
US Generic Govt 5 Yr	4.32	10.8%	17.7%	-7.3%	12.4%	4.75	3.38
US Generic Govt 10 Yr	4.43	8.1%	15.4%	-4.5%	14.3%	4.74	3.60
US Generic Govt 30 Yr	4.57	3.6%	9.9%	-3.9%	13.5%	4.85	3.89

Источник: Bloomberg

Приложение 6. Крупнейшие компании США выделяемых нами секторов

Группа	Тикер	Эмитент	Капитализация, \$ млрд	P/E (TTM)	Доходность с начала года ³⁰
MAG7	NVDA	NVIDIA CORP	3637.55	69.45	199.51
	AAPL	APPLE INC	3389.42	33.21	17.04
	MSFT	MICROSOFT CORP	3145.18	34.68	13.10
	GOOGL	ALPHABET INC-CL A	2233.35	23.51	30.34
	AMZN	AMAZON.COM INC	2196.69	43.20	37.50
	META	META PLATFORMS INC-CLASS A	1476.90	26.50	65.72
	TSLA	TESLA INC	1054.47	155.96	32.20
Сектор / Отрасль	Тикер	Эмитент	Капитализация, \$ млрд	P/E (TTM)	Доходность с начала года
Сектор финансов	BRK	BERKSHIRE HATHAWAY INC-CL A	1006.21	24.28	29.13
	JPM	JPMORGAN CHASE & CO	674.44	13.13	44.18
	V	VISA INC-CLASS A SHARES	627.96	31.58	19.93
	MA	MASTERCARD INC - A	485.74	37.91	24.78
	BAC	BANK OF AMERICA CORP	351.88	16.44	38.90
Сектор энергетики	XCOM	EXXON MOBIL CORP	528.95	13.99	23.46
	CVX	CHEVRON CORP	279.07	15.73	7.45
	COP	CONOCOPHILLIPS	127.34	13.47	-2.03
	EOG	EOG RESOURCES INC	74.88	11.04	13.30
	WMB	WILLIAMS COS INC	69.17	27.74	68.75
Сектор промышленности	GE	GENERAL ELECTRIC	197.67	43.30	80.34
	CAT	CATERPILLAR INC	189.75	17.57	35.05
	RTX	RTX CORP	164.21	22.02	49.28
	HON	HONEYWELL INTERNATIONAL INC	152.10	24.10	13.35
	UBER	UBER TECHNOLOGIES INC	150.28	52.96	15.92

³⁰ Без учета дивидендных выплат.

Сектор / Отрасль	Тикер	Эмитент	Капитализация, \$ млрд	P/E (TTM)	Доходность с начала года
Сектор коммуникаций	GOOGL	ALPHABET INC-CL A	2233.35	23.51	30.34
	META	META PLATFORMS INC-CLASS A	1476.90	26.50	65.72
	NFLX	NETFLIX INC	350.30	45.59	68.32
	TMUS	T-MOBILE US INC	277.36	26.09	50.71
	DIS	WALT DISNEY CO/THE	183.15	25.66	12.37
Сектор IT	NVDA	NVIDIA CORP	3637.55	69.45	199.51
	AAPL	APPLE INC	3389.42	33.21	17.04
	MSFT	MICROSOFT CORP	3145.18	34.68	13.10
	AVGO	BROADCOM INC	823.05	69.33	59.54
	ORCL	ORACLE CORP	525.34	46.85	82.02

Источник: Bloomberg

2024 АО «Halyk Finance» (далее – HF), дочерняя организация АО «Народный банк Казахстана».

Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением или попыткой со стороны HF купить, продать или вступить в иную сделку в отношении каких-либо ценных бумаг и иных финансовых инструментов, на которые в настоящей публикации может содержаться ссылка, предоставить какие-либо инвестиционные рекомендации или услуги. Указанные предложения могут быть направлены исключительно в соответствии с требованиями применимого законодательства. Настоящая публикация основана на информации, которую мы считаем надежной, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. При этом, отмечаем, что прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в настоящей публикации, а также за сделки и операции с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами, упоминающимися в ней. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящей публикации или исправлять возможные неточности. HF, его аффилированные и должностные лица, партнеры и сотрудники, в том числе лица, участвующие в подготовке и выпуске этого материала, оставляют за собой право участвовать в сделках в отношении упоминающихся в настоящей публикации ценных бумаг и иных финансовых инструментов. Также отмечаем, что на ценные бумаги и иные финансовые инструменты, рассматриваемые в настоящей публикации и номинированные в иностранной валюте, могут оказывать влияние обменные курсы валют. Изменение обменных курсов валют может вызвать снижение стоимости инвестиций в указанные активы. Следует иметь в виду, что инвестирование в Американские депозитарные расписки также подвержено риску изменения обменного курса валют, а инвестирование в казахстанские ценные бумаги и иные финансовые инструменты имеет значительный риск. В указанной связи, инвесторы до принятия решения об участии в сделках с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами, рассматриваемыми в настоящей публикации, должны проводить собственное исследование относительно надежности эмитентов данных ценных бумаг и иных финансовых инструментов.

Настоящая информация не предназначена для публичного распространения и не может быть воспроизведена, передана или опубликована, целиком или по частям, без предварительного письменного разрешения АО «Halyk Finance».

© 2024, все права защищены.

Департамент торговых идей

E-mail
dti@halykfinance.kz

Департамент продаж

E-mail
sales@halykfinance.kz

Адрес:
Halyk Finance
пр. Абая, 109 «В», 5 этаж
A05A1B4, Алматы, Республика Казахстан
Тел. +7 727 331 59 77
www.halykfinance.kz

Bloomberg
HLFN
Thomson Reuters
Halyk Finance
Factset
Halyk Finance
Capital IQ
Halyk Finance