



# 2023 ЖЫЛҒА АРНАЛҒАН СТРАТЕГИЯЛЫҚ ШОЛУ

# МАЗМҰНЫ

Джон Роджерстің алғы сөзі .....	2
Негізгі қорытындылары .....	3
Үздік секторлар мен үздік акциялар .....	4
Үлгілік портфель .....	8
2023 жылға арналған болжамдар .....	13
Кең нарыққа шолу .....	15
a. Макротрендтер .....	15
b. Макроэкономикалық сценарийлер .....	17
c. ФРЖ әрекеттері .....	21
d. АҚШ-тың акциялар нарығына шолу. 2022 жылдың қорытындысы .....	22
e. АҚШ-тың акциялар нарығы бойынша 2023 жылға арналған болжаулары .....	27
Секторлар бойынша талдау .....	32
a. Технологиялық сектор .....	33
b. Коммуникациялық сектор .....	34
c. Денсаулық сақтау .....	35
d. Қаржы секторы .....	36
e. Автомобиль өнеркәсібі .....	37
f. Қалпына келетін энергия .....	37
g. Өнеркәсіп секторы .....	38
h. Жылжымайтын мүлік секторы .....	39
i. Энергетикалық сектор .....	40
j. Қайталама қажеттілікті тауарлар .....	42
k. Бірінші қажеттілікті тауарлар .....	43
l. Шикізат өнеркәсібі .....	44
m. Қытай нарығы .....	45
Опционды шолу .....	47
Smart Money талдауы .....	49
Облигациялар .....	51

## Джон Роджерстің алғы сөзі

Джон Роджерс,  
Freedom Capital Markets  
Атқарушы вице-президенті



2023 жылғы арналған базалық сценарий ретінде біз I-II тоқсандардың ішінде экономикадағы біркелкі рецессияны қарастырамыз. Қв/қв ІЖӨ-нің теріс серпінін II тоқсанда күтеміз, аталған серпін EPS өсу бағаларының нашарлауымен, бағалау мультипликаторларына қысыммен, сондай-ақ 2023 жылғы 1-жарты жылдық ішінде тәуекелге төмен бейімділігімен ілеседі.

Экономикалық белсенділіктің төмендеуі, жоғары инфляцияның сақталуы және жұмыссыздықтың өсуі тұтынушылық көңіл-күйге тежегіш әсер етеді деп болжаймыз, бұл 2023 жылғы қорытынды бойынша EPS-тің 3,3%-ға төмендеуіне әкеледі. Бұл ретте, базалық сценарий шеңберінде біз жеке тұтыну шығыстарының негізгі индексі (Core PCE) баяулауы тиіс және 2023 жылдың соңына қарай 3,4 %-ті құрайды деп болжаймыз, реттеушіге жылдың соңында негізгі мөлшерлемені 25 б.п.

азайтуға бастамашылық етеді. Экономикалық белсенділікті III-IV тоқсандарда қалпына келтіру және 2024 жыл ішінде ФРЖ АКС-ның жұмсартылуын күту 2023 ж. 2-жарты жылдықта тәуекелге деген сұраныстың өсуін ынталандырады. Төмен базалық әсердің және 2024 жылы инфляциялық қысымның баяулауы аясында біз маржиналдылықтың қалпына келуін күтеміз, бұл 2024 жылы EPS өсімін 9% деңгейінде сақтайды. Күрделі макроэкономикалық жағдайға қарамастан, біздің болжам бойынша біздің талдаушылар 2023 жылы үздік нәтиже көрсететін АҚШ акцияларының сапалы әртараптандырылған тобына конструктивті түрде таңдамалы болып қала береді. Төменде келтірілген негізгі идеялар біздің клиенттерімізге өсу акциялары үшін де, сондай-ақ құн акциялары үшін де сааларалық қамтуды қамтамасыз етеді.

Тикер	Компанияның атауы	Сектор	Нысаналы бағасы	Күтілетін кірістілік	Пайда (EPS NTM)	Баға (P/E NTM)
SBSW	Sibanye Stillwater Limited Sponsored ADR	Шикізат	13,13	20.0%	2.08	5.27
DLTR	Dollar Tree, Inc.	Қажетті тауарлар	165	14.1%	7.78	18.57
CME	CME Group Inc. Class A	Қаржы	200	12.3%	8.31	21.44
GM	General Motors Company	Автоөнеркәсіп	46	18.6%	5.91	6.56
SGEN	Seagen, Inc.	Денсаулық сақтау	173	29.0%	-2.38	-
LI	Li Auto, Inc. Sponsored ADR Class A	Қытай	34	67.2%	0.19	104.87
KMI	Kinder Morgan Inc Class P	Энергетика	22.4	23.0%	1.13	16.14
TTWO	Take-Two Interactive Software, Inc.	Коммуникациялар	148	41.6%	5.72	18.27
DAL	Delta Air Lines, Inc.	Өнеркәсіп	42	25.8%	4.68	7.13
DLR	Digital Realty Trust, Inc.	Жылжымайтын мүлік	123	10.7%	1.22	91.13
PANW	Palo Alto Networks, Inc.	АТ	170	5.8%	3.64	44.18

## Негізгі қорытынды

Макроэкономикалық жағдай нашарлай түсуде - әлемнің ФРЖ және жетекші банктері 2023 жылға арналған макро-болжамдарды қайта қарауда. Біздің базалық болжамымызға сәйкес, американың экономикасы 2022 жылы шамамен 0,3%-ға өсуі мүмкін, бірақ қарыз алудың жоғары құнына бейімделу процесі 2023 жылы сөзсіз жалғасады, ал реттеуші 1,8% деңгейінде бағалайтын ұзақ мерзімді трендтен төмен ІЖӨ-нің өсу қарқынына қайта әкелуі мүмкін. Нақты тұтынудың өсу қарқыны нөлге дейін баяулауды жалғастырады, бұл ретте үшінші тоқсанға қарай жұмыссыздық деңгейінің 4,9%-ға дейін өсуі оларға қысым факторы, ал пандемия кезеңінен қалған артық жинақ, сондай-ақ базалық инфляция деңгейіндегі қарқынмен жалақының өсуі қолдау факторлары болады. Жылдың екінші жартысында экономикалық белсенділік біртіндеп қалпына келе бастайды, себебі экономика жоғары мөлшерлемелер режиміне бейімделу процесін аяқтайды. Еңбек нарығындағы сұраныс пен ұсыныстың балансы теңестірілуі мүмкін, бұл 2023 жылдың соңына қарай жалақының номиналды өсуінің 3,8%-ға дейін одан әрі баяулауына әкеледі. Біз 2023 жылы EPS пен нарықтың өсу перспективаларына қатысты сау скептицизмді сақтаймыз. Біз АҚШ-ғы экономикалық белсенділіктің айтарлықтай баяулауы I-II тоқсан ішінде экономикада қалыпты рецессияға әкеледі, нәтижесінде тұтыну қысымға ұшырайды, бұл компаниялардың кірісі мен маржасының өсуіне қысым жасайды деп ойлаймыз, бұл 2023 жылғы қорытынды бойынша EPS-тің 3,3%-ға төмендеуіне әкеледі. Біз нарық 2023 жылы EPS серпінінің одан әрі нашарлауын толық есепке алмайды деп күтеміз, бұл ФРЖ мөлшерлемелерінің өсу серпінін сақтаумен және рецессия әсеріне қатысты белгісіздіктің өсуімен бірге алдағы тоқсандардағы инвесторлардың көңіл-күйіне қысым жасайды. III-IV тоқсандардағы экономикалық белсенділікті қалпына келтіру және 2024 жыл ішінде ФРЖ АКС-ның жұмсартылуын күту 2023 ж. 2-жарты жылдықта тәуекелге деген сұраныстың өсуін ынталандыратын болады. 2024 жылы төмен базаның әсері және 2024 жылы инфляциялық қысымның баяулауы аясында біз 2024 жылы маржиналдылық қалпына келеді деп күтеміз, ал бұл 2024 жылы EPS-тің 9%-ға өсу деңгейінде қолдайды. Белгіленген кіріспе жағдайларында біз 16-деңгейдегі мән 2023 жылдың соңындағы P/E (P/E NTM) форвардтық мультипликаторының әділ мәні деп санаймыз (сценарийлерді салыстыру және S&P 500 нысаналы мәні

төмен). 2023 жылдың соңындағы S&P 500 индексінің нысаналы мәні – 3750.

Акциялар портфелінің құрылымында алдағы тоқсандардың болашағында біз қорғаныс салаларына (Денсаулық сақтау, күнделікті сұранысқа ие тауарлар, коммуналдық қызметтер), сондай-ақ жоғары саяси тәуекелдер аясында энергетика секторына басымдық беруді жалғастырамыз. Бізде автомобиль секторы (қалпына келтіру сатысында), сондай-ақ байланыс секторы бойынша бейтарап көрініс бар (2022 жыл ішінде ең үлкен қысымға ұшырады).

2023 ж. 2-жарты жылдықта біз 2022 жылы ең көп зардап шеккен секторлардың, соның ішінде коммуникациялар, АТ, ұзақ мерзімді тауарлар серпінінің айтарлықтай жақсаруын күтеміз, сонымен бірге қорғаныс секторларының болашағы нашарлайды. Инфляцияның баяулау белгілеріне қарамастан, біз стагфляция сценарийінің тәуекелі нақты деп санаймыз. Бұл жағдайда ФРЖ-нің түпкілікті пайыздық мөлшерлемесі мен инфляция деңгейіне қатысты белгісіздіктен қорғау портфелінің икемді құрылымымен қамтамасыз етілуі тиіс. Қысқа (1-2 жыл) салмағы үлкен және бір жыл ұзақ мерзімді облигациялардың (7+ жыл) өсіп келе жатқан салмағы бар «штанга» деп аталатын портфельдің құрылымын қазіргі жағдайда ең қолайлы деп санаймыз.

Аралас активтердің базалық портфелінің құрылымында қорғаныс құралдарының үлесі өсті: облигациялардың үлесі 37%-дан 38%-ға дейін өсті (қысқа мерзімді және орта мерзімді құралдарға назар аудару), кәштің үлесі 7%-дан 12,74%-ға дейін өсті. Бұл ретте АҚШ акцияларының үлесі 41%-дан 35,5%-ға дейін қысқарды, халықаралық акциялардың үлесі 5,5%-дан 4,25%-ға дейін азайды.



## Үздік секторлар мен үздік акциялар

	Қысқартылған Сокращен	Бейтарап	Біркелкі ұлғайтылған
<b>АҚШ акцияларының нарығы</b>			
АТ-сектор			
Коммуникациялар			
Денсаулық сақтау			
Қаржы секторы			
Автомобиль өнеркәсібі			
Қалпына келтірілетін энергия			
Өнеркәсіп секторы			
Жылжымайтын мүлік секторы			
Энергетика секторы			
Коммуналдық сервистер			
Қайталама қажеттіліктегі тауарлар			
Бірінші қажеттілікті тауарлар			
Шикізат өнеркәсіб			
<b>Облигациялар</b>			
«Ұзын»			
«Орташа»			
«Қысқа»			
<b>Тауарлар</b>			

## Технологиялық сектор (вью – теріс)

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

нысаналы бағасы – \$170

Технологиялық компаниялардың арасында біз Palo Alto Networks (PANW)-ке қарауды ұсынамыз. Компания гибриді бұлтқа назар аударатын киберқауіпсіздік нарығының көшбасшысы болып табылады. PANW өзінің өнім платформасын жылдам кеңейтеді және Firewall клиент сегментін кросс-сату арқылы SASE сегментінде айтарлықтай өсу әлеуетіне ие. Менеджмент болашағы неғұрлым зор бағыттар бойынша нүктелік M&A мәмілелерінің тиімді саясатын жүргізеді, бұл орта мерзімді уақытта айтарлықтай өсу болашағын жасайды. Компания бизнестің жыл сайынғы 20+% өсу әлеуетіне ие, FCF маржасы 30+% деңгейінде. Palo Alto Networks маржиналдылықты тұрақты түрде арттырып келеді және 2023 жылы S&P 500 құрамына кіру үшін барлық мүмкіндігі бар.

## Коммуникациялық сектор (вью – бейтарап)

### **Take-Two (TTWO)**, нысаналы бағасы – \$148

### **Electronic Arts (EA)**, нысаналы бағасы – \$156

Тәуекел мен кірістіліктің тартымды балансын бейне ойын индустриясынан табуға болады, Take - Two (ttwo) және Electronic Arts (EA) бизнесі жоғары операциялық тиімділік пен жаңа ойындарды шығарудың сенімді орта мерзімді жоспарларының көмегімен күшті рецессия болмаған жағдайда салыстырмалы орнықтылықты көрсетеді, ал олардың акциялары бағаланбаған болып көрінеді. TTWO акциялары бойынша нысаналы бағасы – \$148, EA қағаздары бойынша – \$156. TTWO акциялары 2025 жылы күтілетін GTA VI ойынының ықтимал шығуы арқылы неғұрлым жоғары өсу болашағын ұсынады, ал EA акциялары мобильді сегменттің жоғары емес үлесі және тұрақты спорттық симулятордың портфолиосы арқылы консервативті инвесторларға неғұрлым көбірек сәйкес келеді.

## Денсаулық сақтау (вью – оң)

### **Seagen (SGEN)**, нысаналы бағасы – \$173

Seagen - өзін-өзі басқаратын және жылдам дамып келе жатқан биотехнологиялық бизнес. Компания болашағы зор препараттардың портфелін сәтті коммерцияландыруда. Компанияның өнімдеріне деген сұраныс күшеюде, ал қосымша мақсаттар түсімнің ұзақ мерзімді өсу

мүмкіндігін қалыптастырады. Компания 2024 жылы табысты болуы мүмкін, ал акциялар түбегейлі тартымды бағалаулар бойынша саудаланады. Merck-тің тарапынан ықтимал сіңіру өзектілігін сақтауы мүмкін.

## Қаржы секторы (вью – бейтарап)

### **CME (CME)**, нысаналы бағасы – \$200

Ең ірі деривативтер биржасының операторы ретінде CME Group әлемдік орталық банктердің саясатын қатаңдату және капитал нарықтарындағы құбылмалылықты күшейту циклінің бенефициарларының біріне айналды. Жыл басынан бері сауда-саттықтың көлемі орта мерзімді болашақта 26%-ға өсті, экономикалық жағдайлар қалпына келгенге дейін компанияның туынды қаржы құралдарына жоғары қызығушылық пен нарықтық деректерге деген сұраныстың есебінен табысы артып келеді. CME шығындарды азайту арқылы маржиналдылықтың жоғары деңгейін (таза пайыз бойынша 53%) сақтайды, FactSet консенсусы 2023 жылы EPS өсімін 12%-ға арттырады.

## Автоөнеркәсіп (вью – бейтарап)

### **General Motors Company (GM)**, нысаналы бағасы – \$46.

Жарияланған стратегия шеңберінде General Motors Company (GM) 2025 жылға қарай электромобильдердің бүкіл әлем бойынша кем дегенде 30 жаңа үлгісін шығаруды жоспарлап отыр. 2025 жылға қарай электромобильдердің сегментінен түсетін түсім бір жылда осы санаттағы 1 миллион көлікті шығарған кезде \$50 млрд-тан асуы тиіс, ал жалпы сатылым \$225 млрд-тан асады (орташа жылдық өсу қарқыны шамамен 12%). Компания сондай-ақ жаңа цифрлық бөлшек платформаны іске қосуды жоспарлап отыр, ол GM шығындарын бір автомобиль үшін 2 мың долларға төмендетуі тиіс. 7 пайданың ағымдағы бағасы компанияның электромобиль сегментінің даму болашағын тиісті түрде көрсетпеуі мүмкін.

## Өнеркәсіп секторы (вью – бейтарап)

### **Delta Air Lines (DAL)**, нысаналы бағасы – \$42.

Delta Air Lines (DAL) жолаушылар ағынын қалпына келтіру сатысында, дегенмен, компания әлі де жолаушылар ағынының айтарлықтай артта қалуымен кіріс көлемін қалпына келтіре алды. Халықаралық сапарлар айтарлықтай сұранысқа ие болып қала береді және азия өңіріндегі шектеулерді ықтимал алып тастау сұра-

нысқа қосымша серпін бере алады. Сондай-ақ, экономикалық құлдыраудың күтілетініне қарамастан, 2023 жылы көлемде қалпына келеді деп күтілетін бизнес-туризм үрдісін атап өтеміз. Экономика сегментінде клиенттер үшін қызу күрес жүріп жатқанда, премиум сегмент компанияның түсім құрылымының тарихи серпінін ескере отырып сұранысқа ие болып қала береді. 14 желтоқсанда менеджмент алдағы жылға қатысты шабыт беретін гайденті жариялайды деп күтеміз. Акциялардың бағасы бойынша біздің ағымдағы мақсатымыз - \$42.

## **Жылжымайтын мүлік секторы (вью – теріс)**

**Digital Realty Trust Inc (DLR)**, нысаналы бағасы – \$123

Digital Realty Trust Inc (DLR) – корпорациялардың серверлік қуаттылығын қамтамасыз ету және жабдығын орналастыру үшін жылжымайтын мүлік қоры. АКС-ын одан әрі қатайтуды ескере отырып, акция таза активтердің түзетілген құнына жеңілдікпен саудаланады, ал консенсус-таргет \$123 деңгейінде әділ құнды білдіреді. Серверлік нарыққа қатысты кейбір қорқыныштарға қарамастан, 2023 жылға арналған консенсус болжамы 2022 жылдың қорытындысы бойынша 16,2%-дан 15,5%-ға дейін азайтуды білдіреді. Таза операциялық кірістің өсуі 9% деңгейінде болады деп күтілуде.

## **Бірінші қажеттілікті тауарлар (вью – оң)**

**Dollar Tree (DLTR)**, нысаналы бағасы – \$165

Дискаунтер инфляцияның жалғасып жатқан қысымына және тасымалдауға шығындардың жоғары болуына байланысты таза пайда туралы болжамдарын төмендетті. Компания бағаны неғұрлым кеңірек төмендетуге жүгінуге мәжбүр. Дегенмен, салыстырмалы сатылымдар жоғары, бір таңбалы қарқынмен өсуде, бұл жаңа клиенттердің келіп жатқанын көрсетеді. Рецессияның күшеюі кірісі \$100 мыңнан асатын отбасылардан жаңа клиенттердің ағылуына және ритейлердің үлесін арттыруға әкелуі мүмкін. Сонымен қатар, компанияда әлі жұмсалмаған \$1,85 млрд кері сатып

## **Шикізат өнеркәсібі (вью – бейтарап)**

**Sibanye Stillwater (SBSW)**, нысаналы бағасы – \$13

алу лимиті бар. Sibanye-Stillwater-дің бес континентте тау-кен және өңдеу кәсіпорындарының, сондай-ақ жобалардың кең портфелі бар. Платина тобындағы металл

нарықтарында (ПТМ) біз автомобиль платинасына деген сұраныстың айтарлықтай өсуіне байланысты платина профициті біртіндеп тапшылыққа айналады деп болжаймыз. ПТМ себетінің неғұрлым жоғары бағасы және сату көлемінің ұлғаюы 2021 жылы түсімнің 35%-ға \$11,6 млрд-қа дейін өсуіне әкелді. Платина түсімнің 12%-ын, палладийдің 31%-ын, родийдің 35%-ын және алтынның 17%-ын құрайды. Пайыздарды жабу коэффициенті 29,78х-ты құрайды, бұл компанияның балансының сенімділігін көрсетеді. Sibanye сонымен қатар жоғары дивидендтік компаниялардың санатына жатады, болжамды дивидендтік кірістілігі 9,15%, бұл біздің талдауымызға сәйкес, 12%-ға өсу әлеуетіне сәйкес бір жыл уақытында 21% мөлшерінде күтілетін кірістілік береді.

## **Энергетика (вью – оң)**

**Киндер Морган (KMI)**, нысаналы бағасы – \$22,4

2023 жыл циклдік компаниялар, оның ішінде мұнай-газ компаниялары үшін қиын жыл болмақ. Осыны ескере отырып, инвестор үшін мұнай-газ компанияларының арасынан инфрақұрылым секторын таңдау үздік таңдау болатын еді. Біздің шолуға енгізілген компаниялардың ішінде Kinder Morgan (KMI) компаниясының болашағы зор. Компания табиғи газды жинау, өңдеу және сақтау активтерінің, сондай-ақ сұйық көмірсутектерді тасымалдау және сақтау инфрақұрылымының ірі иесі болып табылады. Компания Америка Құрама Штаттарындағы СТГ өндіру объектілеріне табиғи газды жеткізудің шамамен 50%-ын қамтамасыз етеді. Біз 2023 жылы мұнай мен табиғи газ өндірісінің ұлғаюы, мұнай өнімдерін шығарудың ұлғаюы және СТГ экспортының ұлғаюы компанияға тоқсан сайынғы дивидендтерді төлеуді жылдық 6,3% кірістілікпен 3%-ға \$0,285-ке дейін ұлғайтуға мүмкіндік береді деп есептейміз. Біздің KMI акцияларының нысаналы бағасы 23%-ға өсу әлеуетімен 22,4 долларды құрайды.

## **Қытай (вью – оң)**

**Li Auto (LI)**, нысаналы бағасы – \$34

Біз ұзақ мерзімді пайдаланылатын тауарларға кейінге қалдырылған сұранысқа назар аударамыз және қытай үкіметі оң көзқараспен қарайтын компанияларға инвестицияларды ұстанамыз - Li Auto (LI) компаниясына назар аударуды ұсынамыз. Li Auto гибридіті электромобильдерді сатудың бұған дейінгі рекордтарын жаңартуда, ал коронавирустық шектеулерді алып тастағаннан кейін компанияның өнімдеріне деген сұранысты арт-

тырып қана қоймайды, сонымен қатар жеткізу тізбегіне оң әсер етеді. Мемлекеттік қолдау бәсекелестерден жоғары маржиналдылықпен бірге Li Auto компаниясына электромобильдер бағасының төмендеуіне ойдағыдай төтеп беруге және сектордағы басқа жас компаниялар-

дан бұған дейін шығынсыздық шыңына шығуға мүмкіндік береді. Сонымен қатар, Li Auto өнімінің ұлғайтылған жүріс қоры олардың өсуінің басында-ақ әлсіз дамыған инфрақұрылымы бар жаңа өткізу нарықтарында үстем жағдайға ие болуға мүмкіндік береді.





## Үлгілік портфель

ІЖӨ	Вью	Пікірлер
<b>Дамыған нарықтар</b>		Іскерлік белсенділік пен макро болжамдар нашарлауда, өңірдегі рецессия/орташа рецессия ықтималдығы өсіп келеді, инфляциялық қысым күтулермен салыстырғанда неғұрлым орнықты, жақын болашақта шектеулі АКС сақталуы мүмкін.
АҚШ		АҚШ-ғы ІЖӨ өсу серпіні бойынша болжамдар нашарлауда, базалық инфляция әділ деңгейге жақын мультипликаторлардың төмендеуіне қарамастан орнықтылықты көрсетуде, консенсус болжамына сәйкес 2023 жылы EPS 8%-ға өседі деп күтіледі, бұл қазіргі жағдайда шындыққа жанаспайды.
Еуропа		Еуропалық өңірдегі инфляцияның индекстері тарихи ең жоғары мәндерді жаңартуды жалғастыруда, іскерлік белсенділіктің индекстері 50 тармақ деңгейінен төмен тұрақталды, өнеркәсіптік өндіріс төмендеуде. Өңір іс жүзінде рецессия шегінде, сонымен қатар еуропалық өңірде энергия тапшылығының тәуекелі бар, бұл іскерлік белсенділік пен тұтынушылық көңіл-күйге қысым жасайды.
Жапония		Жапония дамыған елдердің арасында инфляциядан шығудың тиімді жолын қолданатынымен ерекшеленеді, Жапонияның ОБ аса жұмсақ АКС-ын сақтайды, бұл ретте доллардың нығаюы инвестициялық нәтижелерге қысым жасайды, сонымен қатар әлемдік ІЖӨ серпінінің әлсіздігі, сондай-ақ АҚШ пен ҚХР ІЖӨ Жапонияға қысым жасайды.
<b>Дамушы нарықтар</b>		Дамушы нарықтарда ұқсас проблемаларға кездесіп жатады: инфляция өсуде, болашақта 2023 жылы жаһандық ІЖӨ-нің нашарлауы аясында қысыммен іскерлік белсенділік, АҚШ долларының нығаюы аясында жергілікті валюталар да қысымға ұшырайды.
Қытай		Қытай нарығы қауіпті болып қала береді, белгісіздік деңгейі жоғары. Сонымен бірге тұрғын үй нарығын қолдаудың таяудағы кешенді шаралары (бұл бірқатар салалар үшін оң фактор болып табылады), сондай-ақ мемлекеттің COVID-19 шектеулеріне қатысты ұстанымын жұмсарту белгілері 2023 жылы экономикалық өсуді жеделдетеді деп сенуге мүмкіндік береді.
Үндістан		Үндістан іс жүзінде өңірдің екінші экономикалық драйвері болып табылады. Қор нарығының өсуінің орташа мерзімді факторлары сақталады: әртараптандырылған экономика, инвестициялардың ағынын ынталандыратын қолайлы инвестициялық орта. Бұл ретте АҚШ нарығының құлдырау кезеңінде үнді нарығы АҚШ нарығына қарағанда әлсіз нәтижелерді көрсетеді (бірақ ЕМ-нан жоғары), сонымен қатар жоғары құбылмалылығымен сипатталады.
Индонезия		Индонезия нарығының тезистері жалпы алғанда Үндістан нарығына ұқсас келеді, бұл ретте АҚШ нарығының құлдырау кезеңінде Индонезия нарығы неғұрлым орнықты болып көрінеді, сонымен қатар Индонезияның қор индексі соңғы 10 және 15 жылдағы нарықтың әлсіз нәтижелерімен сипатталады.
Бразилия		Өңірдегі жетекші орындарға қарамастан, Бразилия экономиканың әлсіз өсуімен, баға белгілеудің әлсіз серпінімен сипатталады (CAGR 2010 жылдан 2022 жылға дейін -5%, 2015 жылдан бастап - +1%-ды құрады), бұл ретте өңірлік индекс АҚШ нарықтарының төмендеу кезеңінде жақсы нәтижелермен ерекшеленеді, сондай-ақ 15 жылдық орташа көрсеткіштерден салыстырмалы түрде төмен бағаларға ие.
Корея		Бірқатар технологиялық секторлардағы көшбасшылық жайғасымдарға қарамастан, корей нарығы 2015 жылдан бері орнықты теріс серпінді (USD-де) және 2007 жылдан бері нөлді көрсетіп келеді, бұл АҚШ қор нарығы төмендегенде және құбылмалылық жоғары болған жағдайда әлсіз сипаттамалармен бірге корей индексінің қазіргі жағдайда қолайсыз етеді.
БАӘ		Энергетика секторында сақталатын саяси тәуекелдерді, ОПЕК+ үйлестірілген іс-қимылдарын және ел үшін қолайлы орташа мерзімді факторларды, сондай-ақ қор нарығының үздік нәтижелерін (CAGR баға белгілеулері 2007 жылдан бері 10%-ды, 2017 жылдан бері 14%-ды құрайды) ескере отырып, біз БАӘ нарығын күшті деп санаймыз. Сонымен қатар әлемдік экономиканың өсу қарқынының баяулауы 2023 жылы БАӘ-нің мұнайы мен нарығы үшін тежегіш фактор болмақ.

Базалық портфель АҚШ-тың жария акцияларын, сыртқы нарықтардағы акцияларға ETF қорын, алыпсатарлық идеяларды, облигацияларды, депозиттік шотты және ақша қаражатын қамтитын әртараптандырылған активтер портфелінен тұрады. Бұл портфель біркелкі тәуекел профилі бар инвесторларға арналған.

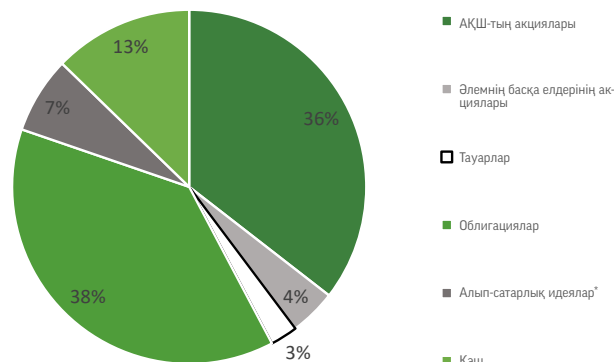
Базалық алғышарттар, оның негізінде портфель құрылды:

- 2023 жылға арналған базалық сценарий ретінде біз I-II тоқсан ішінде экономикадағы біркелкі рецессияны (II тоқсанда кв/кв ІЖӨ-нің теріс серпінін күтеміз) қарастырамыз, ол EPS өсу бағаларының нашарлауымен, бағалау мультипликаторларына қысыммен, инвесторлардың 2023 жылғы 1-жарты жылдық ішінде тәуекелден кетуімен қатар жүреді.
- 2023 жылдың қорытындысы бойынша EPS-тің 3,3%-ға төмендеуі. Бұл ретте, базалық сценарий шеңберінде біз жеке тұтыну шығыстарының базалық баға индексі (Core PCE) баяулауды жалғастырады және 2023 жылдың соңына қарай 3,4%-ды құрайды деп болжаймыз, бұл реттеушіге 2023 жылдың соңында негізгі мөлшерлемені 50 б.п.-ға төмендетуге мүмкіндік береді.
- III-IV тоқсандарда экономикалық белсенділікті қалпына келтіру және 2024 жыл ішінде ФРЖ АКС-нің жұмсартылуын күту 2023 ж. 2-жарты жылдықта тәуекелге деген сұраныстың өсуін ынталандыратын болады.
- Төмен база әсерінің және 2024 жылы инфляциялық қысымның баяулауы аясында біз маржиналдылықтың қалпына келуін күтеміз, бұл 2024 жылы EPS-тің өсуін 9% деңгейінде сақтайды.
- 2023 жылдың соңында 16-деңгейдегі мән P/E (P/E NTM) форвардтық мультипликаторының әділ мәні деп санаймыз.

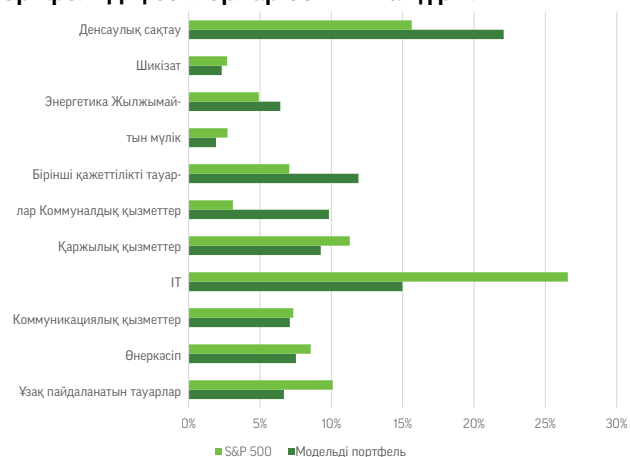
Біз 2023 жылы нарықтан жоғары серпінді күтетін секторлардың ішінде біз мыналарды атап өтеміз: денсаулық сақтау, коммуналдық сервистер, бірінші қажеттілікті тауарлар, энергетика. Бізде мынадай секторлар бойынша бейтарап вью бар: қалпына келтірілетін энергетика, өнеркәсіп, шикізат өнеркәсібі. S&P 500 индексімен салыстырғанда әлсіздеу серпінді біз мына-

дай секторлардан күтеміз: АТ-сектор, қаржы, жылжымайтын мүлік.

### Портфельдің жалпы құрылымы:



### Портфельдің секторлар бойынша құрылымы



### Портфельдің негізгі сипаттамалары

Күтілетін кірістілік	10,71%
Дивидендті кірістілік	0,78%
1 жылдық нақты кірістілік	2,96%
Стандартты ауытқу (1 жыл)	9,81%
КШарп коэффициенті 2 жыл	0,38
Бета 1 жыл	0,4



## Портфельдің құрамы және акциялар портфелінің сипаттамалары

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



Тикер	Компания	Сектор	Ағымдағы бағасы	Таргет, USD	Күтілетін див. кірістілік	Күтілетін кірістілік	Бета (В)	Салмағы
VNQ-US	Vanguard Real Estate ETF	Жылжымайтын мүлік	87,5	99,6	3,6%	17%	1,09	0,34%
MAA-US	Mid-America Apartment Communities, Inc.	Жылжымайтын мүлік	164,5	181,9	3,4%	14%	0,79	0,34%
TMUS-US	T-Mobile US, Inc.	Коммуникациялық қызметтер	142,4	178,6	0,0%	25%	0,61	1,40%
WBD-US	Warner Bros. Discovery, Inc. Series A	Коммуникациялық қызметтер	11,0	19,8	0,0%	81%	1,15	0,90%
DIS-US	Walt Disney Company	Коммуникациялық қызметтер	94,2	119,6	0,0%	27%	0,94	0,22%
VPU-US	Vanguard Utilities ETF	Коммунальные қызметтер	158,0	161,0	2,9%	5%	0,73	3,49%
PFE-US	Pfizer Inc.	Денсаулық сақтау	54,5	55,2	3,0%	4%	0,00	1,30%
UNH-US	UnitedHealth Group Incorporated	Денсаулық сақтау	538,4	594,1	1,2%	12%	0,96	1,10%
AZN-US	Astrazeneca PLC Sponsored ADR	Денсаулық сақтау	70,4	75,6	2,0%	9%	0,94	1,20%
ILMN-US	Illumina, Inc.	Денсаулық сақтау	210,0	249,0	0,0%	19%	1,07	1,10%
MRK-US	Merck & Co., Inc.	Денсаулық сақтау	111,6	112,0	2,6%	3%	0,29	0,74%
JNJ-US	Johnson & Johnson	Денсаулық сақтау	179,8	185,4	2,5%	6%	0,57	1,60%
XBI-US	SPDR S&P BIOTECH ETF	Денсаулық сақтау	83,1	136,4	0,0%	64%	0,21	0,80%
CRM-US	Salesforce, Inc.	IT	134,8	195,7	0,0%	45%	1,10	0,79%
MSFT-US	Microsoft Corporation	IT	257,2	293,1	1,1%	15%	0,88	0,75%
ADBE-US	Adobe Incorporated	IT	339,9	365,4	0,0%	7%	1,11	0,40%
AAPL-US	Apple Inc.	IT	143,2	173,7	0,6%	22%	1,35	1,70%
QCOM-US	QUALCOMM Incorporated	IT	121,7	150,3	2,5%	26%	1,52	0,60%
CDW-US	CDW Corp.	IT	192,0	210,2	1,2%	11%	1,49	0,50%
INTC-US	Intel Corporation	IT	28,3	30,1	5,2%	12%	1,21	0,38%
FN-US	Fabrinet	IT	130,2	130,9	0,0%	1%	1,53	0,20%
UAE	iShares MSCI UAE ETF	Халықаралық акциялар (БАӘ)	14,8	16,6	2,7%	15%	0,24	0,50%
MCHI	iShares MSCI China ETF	Халықаралық акциялар (Қытай)	48,4	60,7	1,7%	27%	0,67	2,50%
EWJ	iShares MSCI Japan ETF	Халықаралық акциялар (Жапония)	55,9	64,3	1,2%	16%	0,78	1,25%
IAU	iShares Gold Trust	Тауарлар	34,3	36,2	0,0%	5%	0,49	2,50%
	Облигациялардың әртарап-тандырылған портфелі	Облигациялар				7%		38,00%
	Алып-сатарлық идеялар*					10%		7,00%
	Кэш (D-шот)					3%		12,74%

\*алыпсатарлық идеялар бойынша тәуекелді есептеу үшін VGT ETF негіз ретінде алынды

Біз еуробондтардың USD үшін қолайсыз ортада қорғаныс позициясын таңдаймыз. Портфельдің үштен бір бөлігі дамыған елдердің ультра қысқа investment grade бондтарына тиесілі. Портфельдің кірістілігі біркелкі борыш

жүктемесі және өтімділіктің жайлы қоры және қолайлы өтімділік қорлары бар дамушы елдердің компанияларының high yield таңдаған еуробондтары есебінен жақсарды. Портфельдің дюрациясы - қысқа.

## Облигациялардың әртараптандырылған портфелі

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

Біз сондай-ақ инвесторларға қысқа мерзімді, алыпсатарлық инвестициялық идеялар үшін капиталдың 7%-ын бөлуге кеңес береміз. Нарықтардың құбылмалылығының жоғарылауы жағдайында мұндай стратегия негізгі капиталға қауіп төндірместен портфельдің кірістілігін арттыра алады.

## 2023 жылға арналған болжамдар

### Бастапқы рецессия

2023 жылға қатысты белгісіздік аса жоғары болып қала береді: нарыққа қатысушылардың бір бөлігі бар қиындық артта қалды және қор нарығы 2023 жылды өсіммен аяқтайды деп санайды, ал басқалары үшін орнықты инфляция мен рецессияның жоғары тәуекелі қорқыныш тудырады. 2023 жылға қатысты белгісіздік ФРЖ басшысының таяудағы сөзімен сипатталуы мүмкін: «Мен бізде рецессияның болатынын немесе болмайтынын ешкім білмейді деп ойламаймын. Егер біреулер тіпті мұны білсе де, рецессияның қаншалықты терең болатыны белгісіз», - деді Пауэлл.

Deutsche Bank жүргізген активтерді әлемдік басқарушылардың желтоқсандағы сауалнамасы респонденттердің 78%-ы 2023 жылы болатын рецессияны күтетінін көрсетеді. Осылайша, келесі жылы АҚШ экономикасындағы рецессия іс жүзінде нарық үшін консенсус болып табылады деп айтуға болады, бұл ретте белгісіздіктің негізгі нүктелері: рецессияның ұзақтығы, жұмыспен қамтудың қысқару қарқыны және инвестициялық бағдарламалардың қысқару қарқыны, маржиналдылық қысымы, пайыздық мөлшерлемелерді ұстап қалу ұзақтығы. 2023 жылға арналған базалық сценарий ретінде біз экономикадағы I-II тоқсан ішіндегі біркелкі рецессияны (II тоқсанда ІЖӨ-нің теріс серпінін күтеміз) қарасты-

рамыз, ол EPS өсу бағаларының нашарлауымен, бағалау мультипликаторларына қысыммен, инвесторлардың 2023 жылғы 1-жарты жылдық ішінде тәуекелден кетуімен қатар жүреді. Базалық сценарий шеңберінде біз экономикалық белсенділіктің төмендеуі, инфляцияның жоғарылауы, жұмыссыздықтың өсуі тұтынушылардың көңіл-күйіне тежегіш әсер етеді деп күтеміз, бұл 2023 жылдың қорытындысы бойынша EPS-тің 3,3%-ға төмендеуіне әкеледі. Бұл ретте, базалық сценарий шеңберінде біз жеке тұтыну шығыстарының базалық баға индексі (Core PCE) баяулауды жалғастырады және 2023 жылдың соңына қарай 3,4%-ды құрайды деп болжаймыз, бұл реттеушіге 2023 жылдың соңында негізгі мөлшерлемені 50 б.п. төмендетуге мүмкіндік береді. III-IV тоқсандардағы экономикалық белсенділіктің қалпына келуі және 2024 жыл ішінде ФРЖ АКС-нің жұмсартылуын күту 2023 ж. 2-жарты жылдықта тәуекелге деген сұраныстың өсуін ынталандырады. Төмен базалық әсер және 2024 жылы инфляциялық қысымның баяулауы аясында біз маржиналдылық қалпына келеді деп күтеміз, бұл 2024 жылы EPS өсімін 9% деңгейінде сақтайды. Белгіленген кіріспе жағдайларында біз 16-деңгейдегі мән 2023 жылдың соңындағы P/E (P/E NTM) форвардтық мультипликаторының әділ мәні деп есептейміз (сценарийлерді салыстыру және S&P 500 нысаналы мәні төмен).



## 2023 жылы қор нарығындағы ахуалдың даму сценарийлері

	Жұмсақ төмендеу	Біркелкі рецессия	Стагфляция
ФРЖ мөлшерлемесі (2023 г.)	4,6%	5,1%	5,6%
ФРЖ мөлшерлемесі (2024 ж.)	3,1%	3,5%	4,3%
U.S. 10 Year Treasury (2023 ж.)	3,9%	4,4%	4,8%
U.S. 10 Year Treasury (2024 ж.)	3,4%	3,6%	4,1%
EPS (2023 ж.)	218,5	211,2	203,2
EPS өзгеруі (2023 ж.)	0,0%	-3,3%	-7,0%
EPS (2024 ж.)	240,4	230,2	217,4
EPS өзгеруі (2024 ж.)	10%	9%	7%
P/E NTM (2023 ж.)	17,4	16,0	14,5
Ықтималдылығы	30%	55%	15%
S&P 500	4182,1	3676,0	3152,7

### Жол беру

Экономика серпіні 2023 жылғы 1-жарты жылдықта баяулайды, бірақ тоқсан сайын ІЖӨ кемімейді. Инфляция серпіні (Core PCE) жеделдетілген қарқынмен баяулайды (2023 жылдың қорытындысы бойынша 2,9%-ға дейін), бұл 2023 ж. қорытындысы бойынша ФРЖ мөлшерлемесін 50 б.п.-ға 4,25%-ға дейін азайтуға мүмкіндік береді, сондай-ақ 2024 жылы инфляцияның жылдам баяулауына сенуге мүмкіндік береді. 2023 жылдың екінші жартысында ІЖӨ-нің өсу қарқыны қалпына келуді көрсетеді, бұл 2024 жылға арналған ІЖӨ-нің серпінін, EPS және компания маржиналдылығы бағалауларының жақсаруына ықпал етеді. Бұл алғышарттар 2023 жылдың соңында 17,3 белгісінде жоғары P/E NTM деңгейіне сенуге мүмкіндік береді.

Экономикадағы рецессия 2023 жылғы 1-жарты жылдық-да байқалады, бұл инфляцияның баяулауын ынталандырады. 2023 жылдың екінші жартысында экономикалық белсенділік қалпына келеді, ФРЖ мөлшерлемені жыл соңында 50 б.п.-ға, 4,75% - ға дейін азайтады және инфляцияның төмендеу үрдісін сақтай отырып, АКС-ын одан әрі жеңілдету туралы белгі береді. Инфляцияның баяулауы және сұраныстың біртіндеп қалпына келуі 2023 жылдың соңында компаниялардың маржиналдылығына қолдау көрсетеді. 2024-2025 жылдары мөлшерлемені азайтуға күтілетін трендпен бірге экономиканың болашағын жақсарту 2023 жылдың қорытындысы бойынша 16-деңгейде P/E NTM мультипликаторын күтуді дұрыс деп санайды.

Бұл сценарий 2023 жылы инфляцияның неғұрлым орнықты серпініне негізделген, бұл ФРЖ-ны инфляцияны бақылау бойынша неғұрлым агрессивті қадамдар жасауға ынталандырады және 2023 жылдың соңында мөлшерлемені тек 25 б.п.-ға, 5,5%-ға дейін азайтуға мүмкіндік береді. Қатты АКС, инфляцияның жоғарылауы және тұтынушылық белсенділіктің төмендеуі аясында компаниялар маржаның үлкен қысымына тап болады, жыл қорытындысы бойынша EPS 7%-ға азайды. 2024 жылғы инфляцияға қатысты аралас күту және 2023-2024 жылдары 2П ішінде экономиканың баяу қалпына келуі 2023 жылдың соңында P/E NTM бағалау мультипликаторын 14,5 деңгейде ақтайды деп санаймыз.

## 2023 жылдың соңында S&P 500 өлшенген бағасы 3750-ді құрайды.

## Кең нарыққа шолу

### Макротрендтер

Америка экономикасы 2022 жылы шамамен 0,3%-ға өсуі мүмкін, бірақ қарыз алудың жоғары құнына бейімделу процесі 2023 жылы сөзсіз жалғасады, бұл реттеуші ІЖӨ-нің өсу қарқынын 1,8% деңгейінде бағалайтын ұзақ мерзімді трендтен төмен етуі мүмкін.

Ағымдағы макроэкономикалық белгісіздік оның жағдайында экономистер оқиғалардың «жұмсақ төмендеудің» стагфляцияға дейінгі көрінісінің қарама-қарсы нұсқаларын болжай алатынымен ерекшеленеді. Бір жағынан, біз ФРЖ инфляцияны ең аз жағымсыз салдармен жеңе алатынына сенімді сарапшылардың тобын көреміз. Екінші жағынан, инвестициялық қоғамдастықта реттеуші қателесіп, баға тұрақтылығын жылдам қалпына келтіре алмаған кезде стагфляция қаупі туралы ескертетін дауыстар қатты естіле бастайды. Біз, ең ықтимал «ақиқат», әдеттегідей, ортасында жатыр деп есептейміз, біз «біркелкі рецессияны» базалық сценарий деп санаймыз.

Нақты сценарийлерді сипаттамас бұрын, біз 2023 жылы басты назарда болатын үздік 5 макроэкономикалық тақырыпты атап өткіміз келеді.

### Тұтыну құрылымын көрсетілетін қызметтерге қарай жылжыту

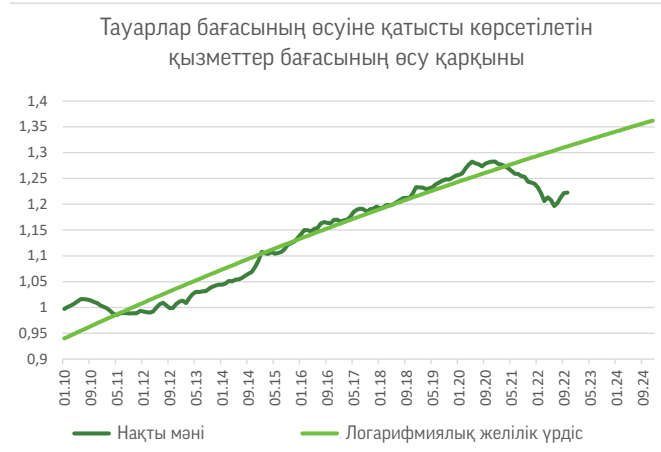
2020-2021 жылдары пандемияның әсерінен тұтыну моделінің ұзақ мерзімді трендтен күрт ауытқуы байқалды, бұл көрсетілетін қызметтерден тауарларға деген нақты сұраныстың ауысуымен көрінеді. Бұл серпін, өз кезегінде, өте жағымсыз салдар – тауарлар бағасының күрт өсуіне әкелді. Тауарлар бағасының өсу қарқынынан жоғары қызмет бағасының өсу қарқынынан озып кетудің көпжылдық тренд уақытша бұзылды, бірақ пандемияға дейін болған тұтыну моделінің тым болмағанда ішінара қалпына келуінің көмегімен біз келесі екі жылда көрсетілетін қызмет бағасының өсу қарқыны өзінің ұзақ мерзімді ағымы (яғни, көрсетілетін қызмет бағасының өсу қарқыны

тауарларға қарағанда жоғары болады) «қуып жетеді» деп санаймыз. Қазірдің өзінде озық инфляциялық индикаторлардың арасында үлкен дифференциал байқалады. Мысалы, ISM-нен өндірістік саладағы белсенділік индексінің баға компоненті дефляциялық процестерді көрсете отырып, 50 тармақтан едәуір төмен

деді, ал қызмет көрсету саласы үшін бірдей баға компоненті әлі де 70 тармаққа жуық. Тауарлар мен көрсетілетін қызметтерді тұтынудың нақты және номиналды көлемі бойынша трендтерге оралу процесі – бұл көптеген макроэкономикалық көрсеткіштердің серпінін және олардың құрамдас бөліктеріндегі ықтимал сәйкессіздіктерді анықтайды.



Дереккөз: FactSet, анализ Freedom Finance Global



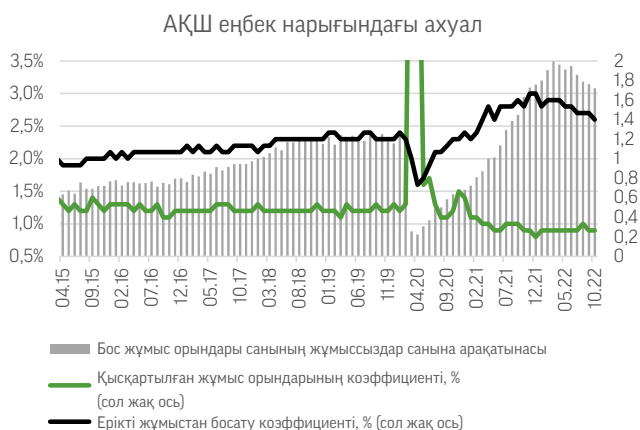
Дереккөз: FactSet, анализ Freedom Finance Global

### Еңбек нарығын салқындату

Кейбір салаларда (мысалы, тау-кен өнеркәсібі, ойын-сауық және қонақүй бизнесі) аз қамтылған компания штаты әлі де шамамен 5% г/г қарқынмен жалақының белсенді өсуіне әкелетін мәселе болып табылады. ФРЖ басшысы Джером Пауэлл жалақы баға тұрақтылығына қол жеткізу үшін ФРЖ мақсатына сәйкес келмейтін қарқынмен өсетінін атап өтті. 2022 жылы жалдау



қарқыны біз ойлағаннан әлдеқайда күшті болды: жыл басынан бері ауылшаруашылық емес секторындағы жұмыс орындарының орташа айлық өсімі 391 мыңды құрады – бұл 2018-2019 жылдардағы орташа мәннен екі есе жоғары. Дегенмен еңбек нарығында жұмыссыздарға қарағанда жұмыс орындары әлі де көп – арақатынас 1,7-ні құрайды. Бұл мән тарихи өлшемдер бойынша өте жоғары. Салыстыру үшін, 2019 жылы ол орташа есеппен 1,15-ті құрады. Еңбек нарығындағы бос жұмыс орындарының көптігінің салдары орташа жалақының өсуін ынталандыратын кадрлар айналымының жоғарылауы болды. Біз еңбек нарығындағы шиеленіс 2023 жылы біртіндеп азаятын болды, ал жұмыссыздық деңгейі үшінші тоқсанға қарай 4,9%-ға дейін өседі, бірақ бұл процестің жалақы серпініне түпкілікті әсер ету дәрежесі үлкен белгісіздікке әкеледі.



Дереккөз: FactSet, анализ Freedom Finance Global

## Тұтынушылардың инфляциялық болжауларын қалыпқа келтіру

ФРЖ-нің жалақы серпіні және 2023 жылғы инфляциямен күрестегі жетістігі көбінесе тұтынушылардың инфляциялық болжауларының қалыпқа келуіне байланысты болады. Бұл процесс қазірдің өзінде белсенді жүріп жатыр, бұл бензин бағасының төмендеуіне байланысты. Оның себебі бұл тауар тұтынушылардың экономикадағы бағаның өсуіне деген үмітін қалыптастыруға ерекше әсер етеді, себебі АҚШ автомобиль елі болып табылады. Дегенмен, инфляциялық күтулер реттеуші үшін әлі де тым ыңғайсыз белгілерде қалады. Инфля-

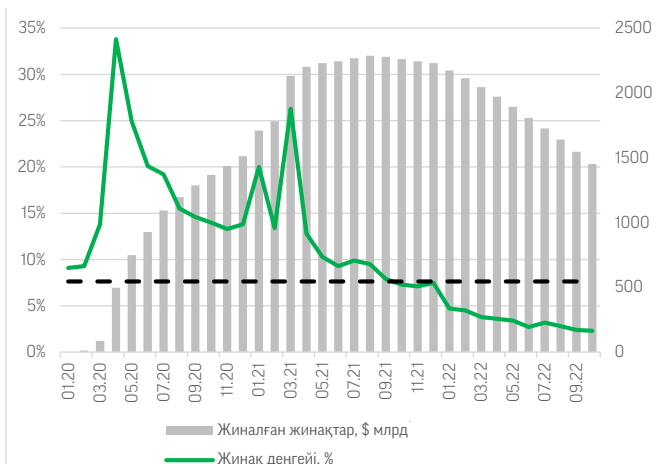
циялық күтулер неғұрлым ұзағырақ болса, инфляциямен күресу соғұрлым қиын болады: кейбір америкалықтар жұмысқа қабылдану кезінде инфляция мөлшеріне жалақыны жыл сайынғы индекскеу туралы талапты келісімшарттарға енгізуді талап етіп жатыр және бұл Федрезервтің ең үлкен қорқынышы. Осыған байланысты инфляциялық күтулердің жаңа елеулі секірісі ФРЖ-нің мөлшерлеме қозғалысы траекториясының өзгеруі түріндегі агрессивті реакциясына әкелуі мүмкін екенін атап өткен жөн. Алайда базалық сценарийде біз 2023 жылы бір жылдық инфляциялық күтулердің төмендеу үрдісінің жалғасын күтеміз.



Дереккөз: FactSet

## Жинақталған салымдардың азаюы

Тұтынушылар пандемия кезеңінде мемлекеттік ынталандырудың көмегімен жинақталған жинақтардың үлкен қорына ие. Жеке жинақтардың ай сайынғы деңгейі 2,3%-ға дейін төмендегеніне қарамастан, 2005 жылдан бергі ең төменгі көрсеткіш біздің бағалауымыз бойынша, үй шаруашылықтарының артық жинақтарының ағымдағы көлемі келесі жылы \$1,45 трлн-ді құрайды, бұл келесі жылы сұранысты қолдап, экономиканы терең түзетуден сақтай алады. Жинақтардың үлкен көлемі ФРЖ үшін қиындық болып табылады, оның міндеті инфляцияны азайту үшін жиынтық сұранысты салқындату болып табылады. Алайда белгісіздік пандемиядан қалған артық жинақтардың нақты көлемі аз болуы мүмкін, себебі тұтынушылар оларды ішінара ипотекалық қарыздарды өтеу және бағалы қағаздарға инвестициялау үшін пайдалана алады.

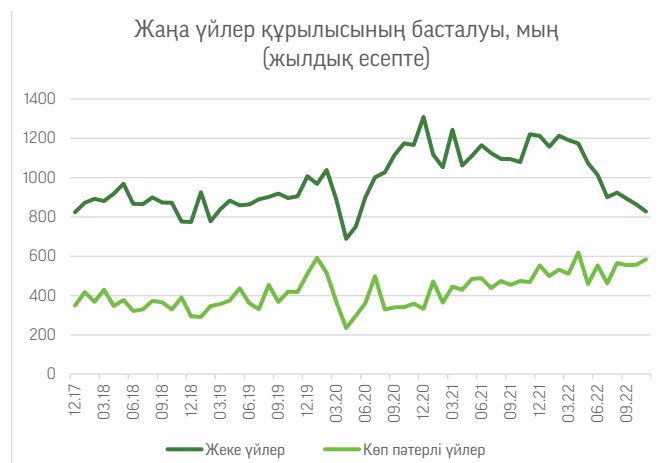


Дереккөз: FactSet, анализ Freedom Finance Global

## Құрылыс секторындағы инвестицияларды қысқарту

НАНВ индексі бойынша құрылыс компанияларының сенімділігі 2020 жылғы пандемия дағдарысының ең төменгі деңгейіне дейін төмендеді (31-тармаққа дейін, 50-ден төмен мән белсенділіктің қысқарғанын білдіреді), бұл 2023 жылы құрылыс рұқсаттар санының ықтимал қатты төмендеуін көрсетуі мүмкін. Сектордағы инвестициялардың төмендеуі нақты ІЖӨ-нің өсуіне айтарлықтай әсер етеді. Мысалы, 2022 жылдың үшінші тоқсанында тұрғын үй жайларының құрылысына жеке инвестициялардың қысқаруы ІЖӨ көрсеткішінен шамамен 1,4 п.п. алды. Салыстыру үшін, сол кезеңде нақты тұтынудың барлық өсуі ІЖӨ-ге тек 1,2 п. п. қосылды. Біз ипотекалық мөлшерлемелердің өсуінен теріс әсердің шыңын 2023 жылдың бірінші жартыжылдығында күтеміз. Жаздың ортасынан бастап

тұрғын үйге қол жетімділіктің төмендеуі жылжымайтын мүлік нарығындағы бағаны жоспарлы түзетуге әкеледі. Алайда тарихи өлшемдер бойынша нарықта қол жетімді объектілердің саны бағаны «еркін құлдыраудан» ұстап тұрады. 2019 жылдан бері орташа айлық ипотекалық қызмет көрсету шығындарының екі есеге өсуіне байланысты өз үйін сатып алуға мүмкіндігі жоқ үй шаруашылықтарының жалдау сұранысының күтілетін өсуін ескере отырып, белгісіздік құрылыстың қысқаруы орташа жалдау ақысының өсу, инфляцияның негізгі құрамдас бөлігінің қарқынына қалай әсер ететінінен тұрады. Атап айтқанда, осы құбылыстан көп пәтерлі үйлерді салу белсенділігі әзірге тұрақты болып көрінеді, ал шағын жеке үйлердің құрылысы төмендеді. Біздің ойымызша, осының салдарынан 2023 жылы жалдау ақысының өсу қарқыны нөлдік белгілерге жақын болатын тұрғын үй құнының өсу қарқынынан асып түседі.

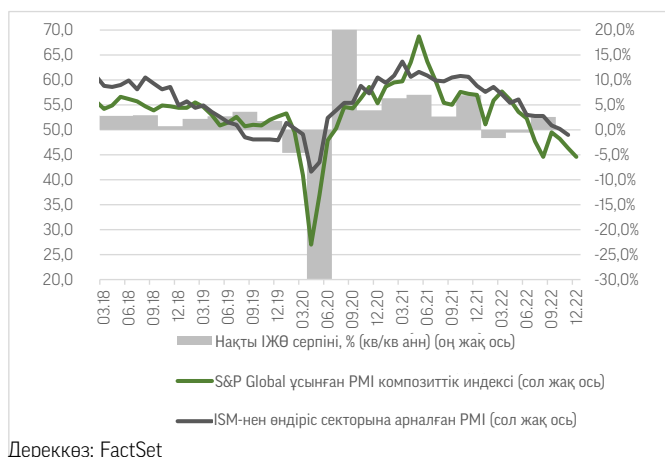


Дереккөз: FactSet

## Макроэкономикалық сценарийлер

### Базалық сценарий: біркелкі рецессия

Жылдың бірінші жартыжылдығында экономика біркелкі қысқа рецессияға ұшырауы әбден ықтимал, себебі қазіргі уақытта жекелеген озық көрсеткіштер бойынша экономикалық белсенділік экономикадағы құлдырауға тән қарқынмен төмендеуде. Мысалы, S&P Global-дан іскерлік белсенділіктің композиттік индексі теріс мәнді көрсетті (50 тармақтан төмен), бұл тарихи деректер бойынша рецессияға сәйкес келеді. Қызмет көрсету және өндіріс секторы бойынша ISM-нің ұқсас іскерлік белсенділік индекстері сәл жағымды көріністі көрсетеді, бірақ төмендеуге де бейім.



### Біркелкі рецессия мынадай параметрлермен сипатталады:

- Нақты тұтынудың өсу қарқыны шамамен нөлге дейін баяулауды жалғастырады, бұл ретте оларға қысым факторы үшінші тоқсанға қарай жұмыссыздық деңгейінің 4,9%-ға дейін өсуі, ал пандемия кезеңінен қалған артық жинақ, сондай-ақ базалық инфляция деңгейіндегі қарқынмен жалақының өсуі қолдау факторлары болады.
- Жылдың екінші жартысында экономикалық белсенділік біртіндеп қалпына келе бастайды, себебі экономика жоғары мөлшерлемелер режиміне бейімделу процесін аяқтайды. Еңбек нарығындағы сұраныспен ұсыныстың балансы теңестірілуі мүмкін, бұл 2023 жылдың соңына қарай жалақының номиналды өсуінің 3,8%-ға дейін одан әрі баяулауына әкеледі, бірақ олар бірінші жартыжылдық ішінде инфляцияның айтарлықтай төмендеуі арқылы нақты мәнде тұрақты өсуге көшеді.
- РСЕ базалық инфляциясы 2023-2024 жж. ФРЖ мақсатынан айтарлықтай жоғары болып қалады, бірақ біртіндеп оған қарай жылжиды. Тауарлар мен көрсетілетін қызметтер бойынша баға серпіні біртекті емес болады: тауарлар үшін дефляция тіркеледі, ал көрсетілетін қызметтердегі инфляция жалақының өсуіне байланысты тұрақты болады.

ФРЖ мөлшерлемені 2023 жылдың наурызына қарай 5,25%-ға дейін көтеруіне тура келеді деп есептейміз және РСЕ базалық инфляциясы мөлшерлемеден 1,5 п.п. көбірек төмендеген кезде, біз реттеуші 2023 жылдың соңында мөлшерлемені жүйелі және жоспарлы түрде азайтуға көшеді деп күтеміз.

	Ағымдағы	Q1 23	Q2 23	Q3 23	Q4 23	2023	2024
Нақты ІЖӨ-нің өсуі, % (қв/қв)	2,9	0,0	0,2	0,3	1,1	0,3	1,4
Базалық РСЕ, % (r/r)	5,0	4,4	4,0	3,5	3,3	3,8	2,6
Жұмыссыздық деңгейі, %	3,7	3,9	4,5	4,9	4,9	4,6	4,7
Орташа сағаттық жалақының өсу қарқыны, %	5,1	4,6	4,5	4,2	3,8	4,3	3,6
ФРЖ мөлшерлемесі (жоғарғы шек), %	4,00	5,25	5,25	5,25	4,75	5,1	3,5
10 жылдық трежеристің кірістілігі	3,5	4,50	4,50	4,35	4,15	4,4	3,6

## Оптимистік сценарий: «жұмсақ төмендеу»

Біз оқиғалардың ең қолайлы сценарийі әлі де болуы мүмкін деп санаймыз, бірақ ол мынадай факторлардың жиынтығын қажет етеді:

- Еңбек нарығы бос жұмыс орындарының санын азайту тұрғысынан айтарлықтай салқындатуды көрсетуі тиіс, бірақ бұл ретте жұмыс берушілер табандылық танытып, жаппай қысқартулардан бас тартуы тиіс.
- Келесі жылы тұтынушылардың инфляциялық күтулері төмендеуі тиіс, бұл жалақының қажет етілетін өсуіне әсер етеді.
- Қысқа мерзімді инфляциялық күтулерді төмендету үшін мұнай мен газ бағасының орнықты төмендеуі талап етілуі мүмкін, себебі бұл мұнай өнімдеріне,

электр энергиясына және мұнай-химия өнімдеріне бағаның төмендеуін күтуге мүмкіндік береді. Өз кезегінде, мұнай мен газ бағасының төмендеуі геосаяси сыйлықақының қысқаруына не Қытайдағы әлсіз экономикалық өсуге байланысты болуы тиіс.

- «Жұмсақ төмендеу» сценарийіндегі ең маңыздысы - АҚШ-ғы жеткілікті сенімді ішкі сұраныс.

Бұл сценарийде ІЖӨ-нің өсуі 0,6%-ды құрауы мүмкін, бұл жоғары нәтиже емес, бірақ ең маңызды жетістік жұмыссыздық деңгейі бір жыл ішінде 1 п.п.-дан аз болғанда, 2023 жылдың соңына қарай РСЕ базалық инфляциясының 3%-дан төмен төмендеуі болып саналады. ФРЖ мөлшерлемені жылдың басында 4,75%-ға дейін көтере алады және оны жоспарлы төмендетуге көшпес бұрын үшінші тоқсанның соңына дейін осы деңгейде сақтап тұрады.

	Ағымдағы	Q1 23	Q2 23	Q3 23	Q4 23	2023	2024
Нақты ІЖӨ-нің өсуі, % (кв/кв)	2,9	0,1	0,1	0,8	1,4	0,6	1,7
Базалық РСЕ, % (r/r)	5,0	4,3	3,8	3,3	2,9	3,6	2,3
Жұмыссыздық деңгейі, %	3,7	3,8	4,3	4,5	4,6	4,3	4,5
Орташа сағаттық жалақының өсу қарқыны, %	5,1	4,5	4,1	3,8	3,7	4,0	3,5
ФРЖ мөлшерлемесі (жоғарғы шек), %	4,00	4,75	4,75	4,75	4,25	4,6	3,1
10 жылдық трежеристің кірістілігі	3,5	4,00	4,00	3,90	3,80	3,9	3,4

## Пессимистік сценарий: стагфляция

Стагфляцияны біз ең нашар ықтимал сценарий ретінде қабылдаймыз, себебі инфляциясы жоғары және нақты экономикалық өсу әлсіз немесе мүлдем жоқ күйден шығу өте қиын болады, мұндай жағдайда қалыпқа келу жолы бірнеше жылға созылуы мүмкін. Стагфляция қаупін жүзеге асыру үшін мынадай факторлардың жиынтығы болуы тиіс:

- Жалақының өсуі қазіргі уақытта күткеннен әлдеқайда орнықты болуы тиіс. Бұл өз кезегінде жұмыстан босатудың белсенді емес қарқынына, тұтынушылардың орнықты сұранысына және инфляциялық болжаулардың жоғарылауына байланысты болуы мүмкін.
- Тұтынушылық инфляциялық болжаулардың өсуі мәселесінде мұнай бағасының көтерілу қаупін іске асыру үлкен рөл атқаруы мүмкін,

бұл геосаяси факторларға байланысты немесе Қытайдың коронавирусқа «нөлдік төзімділік» саясатынан шығуы аясында пайда болуға қабілетті.

- ІЖӨ тұтынушылық сұраныстың төмендеуіне емес, таза экспорт пен инвестицияның теріс компоненттеріне байланысты азаюды көрсетуі тиіс.

Стагфляция сценарийінде біз жұмыссыздық деңгейінің шыңын 2024 жылы 1960 жылдан бастап медианалық шамамен 5,6% деңгейінде күтеміз.

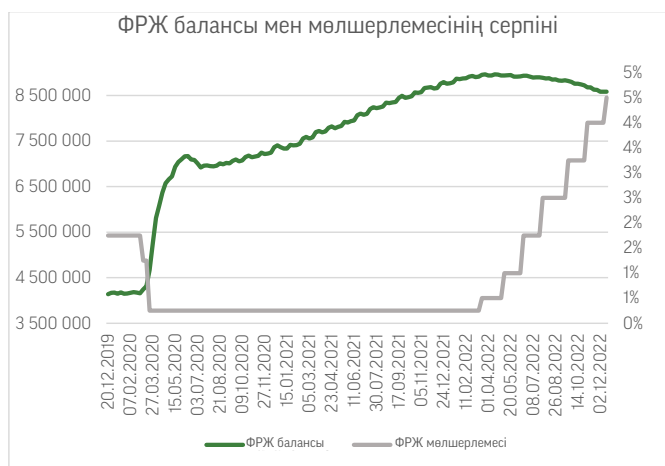
Еңбек нарығына мұндай көзқарас жалақының өсуінің жоғары және орнықты қарқынын анықтайды, бұл жалақы мен бағалар арасындағы одан да тығыз байланыстың пайда болу қаупіне әкеледі. Федрезерв екінші тоқсанда ставканың 5,75% - ға дейін өсуіне жауап береді, сонымен қатар 2024 жылы мөлшерлемені орташа 4,3% деңгейінде ұстауға мәжбүр болады. Мөлшерлеменің төмендеуі 2023 жылғы желтоқсанда немесе 2024 жылдың басында басталуы мүмкін.

	Ағымдағы	Q1 23	Q2 23	Q3 23	Q4 23	2023	2024
Нақты ІЖӨ-нің өсуі, % (қв/қв)	2,9	0,1	0,5	0,2	0,8	0,0	1,0
Базалық PCE, % (г/г)	5,0	4,9	4,6	4,3	3,9	4,4	3,0
Жұмыссыздық деңгейі, %	3,7	3,9	4,4	4,6	4,8	4,4	5,4
Орташа сағаттық жалақының өсу қарқыны, %	5,1	4,8	4,8	4,6	4,3	4,6	3,7
ФРЖ мөлшерлемесі (жоғарғы шек), %	4,00	5,25	5,75	5,75	5,50	5,6	4,3
10 жылдық трежеристің кірістілігі	3,5	4,50	5,00	5,00	4,75	4,8	4,1

## ФРЖ әрекеттері

2022 жыл ішінде ФРЖ жайғасымы қатаңдатылды, - реттеуші 2022 жылғы наурыздағы 25 б.п-дан 2022 жылғы маусымдағы 75 б.п-ға дейін мөлшерлемелердің өсу қарқынын біртіндеп жеделдетті. Мөлшерлемелердің өсуі 2022 жылғы маусымнан бастап реттеушінің активтері балансының қысқаруымен қатар жүрді, бұл қаржылық жағдайларды қатаңдатудың қосымша факторы болып табылады.

2022 жыл ішінде ФРЖ реттеушінің жеті отырысының қорытындысы бойынша мөлшерлемені 00,25%-дан 4,25-4,5%-ға дейін көтерді. ФРЖ балансы 2022 жылдың ең жоғары деңгейімен салыстырғанда қазіргі уақытта \$382 млрд-қа қысқарды.



Дереккөз: FactSet

ФРЖ-нің монетарлық саясатын қатаңдату реттеушінің бағалауларымен салыстырғанда инфляцияның неғұрлым орнықты серпініне байланысты болды және 2023 жылға арналған болжамдардың нашарлауымен қатар жүрді.

### 2023 жылға арналған негізгі болжамды айнымалылардың серпіні:

	ФРЖ мөлшер-лемесі	ІЖӨ	Жұмыссыздық	Базалық PCE индекс
дек.21	1,1% - 2,1%	1,8% - 2,8%	2,8% - 4,0%	2,0% - 3,5%
мар.22	2,1%-3,6%	2,0% - 2,9%	3,1% - 4,0%	2,1% - 3,5%
июн.22	2,9%-4,4%	0,8% - 2,5%	3,2% - 4,5%	2,5% - 3,5%
сен.22	3,9%-4,9%	0,3% - 1,9%	3,7% - 5,0%	2,4% - 4,1%
дек.22	4,9%-5,6%	0,5% - 1,0%	4,0% - 5,3%	2,6% - 4,1%

Дереккөз: federalreserve.gov

Инфляция серпінінің баяулауындағы ішінара озықтық, сондай-ақ мөлшерлемелердің нақты айтарлықтай аясында ФРЖ шенеуніктері қазан айында мөлшерлемелердің өсу серпінінің баяулағаны туралы белгі берді, бұл нарық реттеуші саясатының жақын арада өзгергені туралы белгі ретінде түсіндірілді. Бұл ретте, бір жыл ішінде ашық нарықтағы операциялар жөніндегі комитет мүшелері реттеушінің курсты жылдам өзгертуден бас тартатыны туралы бірнеше рет белгі берді. Биылғы соңғы ФРЖ отырысының қорытындысы бойынша мынадай негізгі заттарды атап өтуге болады:

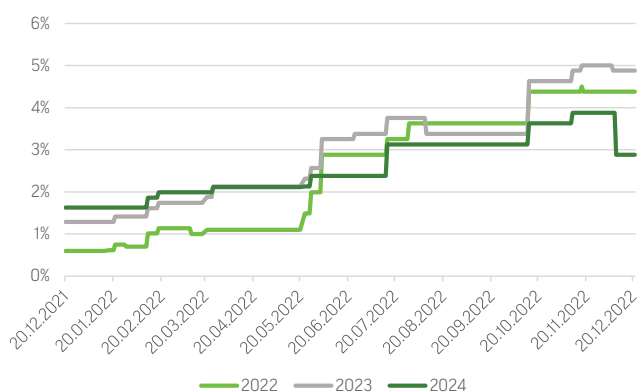
- Мөлшерлеме күткендей, 50 б.п-ға көтерілді.
- Нүктелік диаграммаға сәйкес, 2023 жылдың қорытындысы бойынша ФРЖ мөлшерлемесі 5,1%-ды құрайды, осылайша ~25 - б.п. бойынша 3 рет өсу немесе 50 б.п. + 25 б.п-ға жоғарылау және сәйкесінше нөлдік төмендеу күтілуі мүмкін.
- Пауэлл қазіргі жағдайларды жеткілікті шектеулі емес деп сипаттады, себебі ол мөлшерлемелерді одан әрі көтеру қажеттілігін көрсетті.
- Оң сәттердің ішінде Пауэллдің 2023 жылы экономиканың "жұмсақ қондырма" мүмкіндігін әлі де жоққа шығармайтыны атап өтуге болады.
- Сондай-ақ, Пауэлл жеткізу тізбектеріндегі мәселелердің шешілгенін атап өтті.
- Сонымен қатар, ФРЖ АКС-ын «алдын ала» жұмсартуға бармайды деген нарратив қайталанды.
- ФРЖ инфляцияға және базалық PCE индексіне (бүкіл индекстің 55%-ы ФРЖ деректеріне сәйкес) мұқият қарайды, себебі бұл индекс, Пауэллдің айтуынша, өте күшті болып табылатын еңбек нарығының жай-күйінің функциясы болып табылады, бұл инфляция серпінінің баяулауына тежегіш әсер етеді.

Базалық сценарий аясында 2023 жылдың қорытындысы бойынша ФРЖ орташа мөлшерлемесі 5,1%-ды құрайды деп күтеміз. Бұл ретте, біз АҚШ экономикасында біркелкі рецессия мен жұмыссыздық өседі күтеміз деп санаймыз, біз жалақы серпініне қысым біртіндеп күшейеді, бұл PCE базалық индексінің орнықты баяулауына әкеледі деп болжаймыз, бұл ФРЖ пайыздық мөлшерлемесінің 2023 жылдың қорытындысы бойынша 4,75% дейін 50 б-а төмендеуіне жағдай жасайды.

## АҚШ-тың акциялар нарығына шолу. 2022 жылдың қорытындысы.

Жыл басынан бері АҚШ-тың индекстері бірқатар айнымалылардың қысымына ұшырады, олардың ішінде негізгісі 2022 жылдың басынан бастап АҚШ-тың АКС қатаңдатуын ФРЖ жеделдету аясында нарықтық мультипликаторларды қайта бағалау болды. Реттеуші мөлшерлемені көтеру және ФРЖ балансын қысқарту түрінде АКС-ын қатаңдатуы

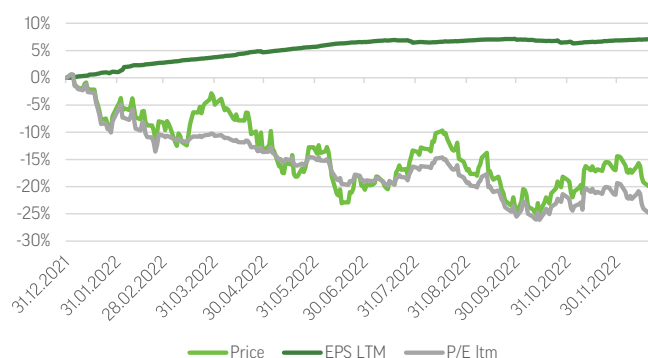
ФРЖ балансы мен мөлшерлемесінің серпіні



Дереккөз: Factset

ФРЖ-нің тежеу саясатының нәтижесі қисық бойында тәуекелсіз мөлшерлеменің өсуі болды, бұл кірістілік коэффициентінің (Earnings Yield) өсуіне түрткі болды және нәтижесінде P/E LTM мультипликаторының шамасына кері әсер етті, оны төмендегі графикте байқауға болады.

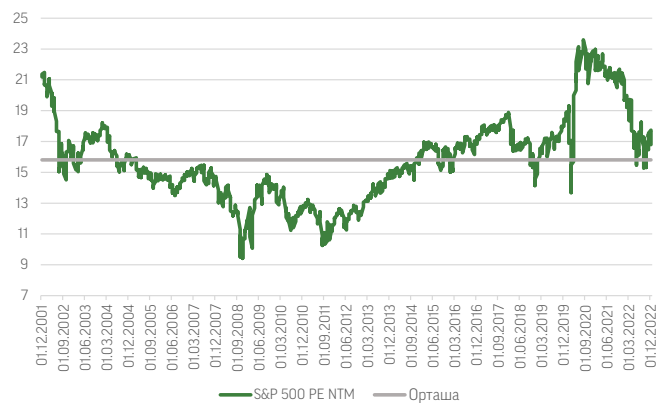
S&P 500 баға белгілеулерінің пайыздық өзгеруі, EPS, бағалау (P / E ltm)



Дереккөз: Factset, Freedom Finance Global талдауы

Нарықтық бағалаудың ауытқу амплитудасы 2020-2021 жж ішінде орта тарихи деңгейлерден бастап, келесі кестеде көрсетілген:

S&P 500 P/E NTM

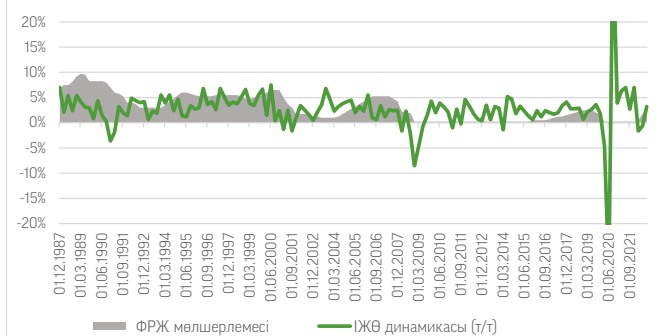


Источник: Factset, анализ Freedom Finance Global

2022 жылдың басында нарықтық бағалаудың жоғарылауы бірнеше айнымалылардың функциясы болды, олардың арасында АҚШ мемлекеттік облигацияларының төмен кірістілігін, сондай-ақ нарық 2021 жылы көрсеткен EPS жоғары өсу қарқынын және 2022 жылы екі таңбалы EPS серпінінің сақталуын күтуді атап өтуге болады.

2021 жылғы жоғары базаның әсері және жоғары бағалау мультипликаторлары 2022 жылдың басында инвесторлардың көңіл-күйіне қысым жасады, бірақ нарық ең күшті қысымға, инвесторлар қорқынышының өсуі аясында 2023 жылғы ықтимал рецессияға қатысты қорқыныш өсу қарқыны аясында II тоқсанда тап болды. Қорқыныш арту қарқынына, сондай-ақ ФРЖ мөлшерлемесінің өзгеру амплитудасы және ІЖӨ серпінінің арасындағы тарихи және іргелі тәуелділікке байланысты болды.

ІЖӨ серпіні мен ФРЖ мөлшерлемесінің арақатынасы



Дереккөз: Factset, Freedom Finance Global талдауы

2023 жылы ықтимал рецессия қорқынышы 2022 жылдың III тоқсанына арналған болжамдарды қайта қарау аясында күшейе түсті. (бұл ретте, нақты нәтиже-

лер төмен базаның әсері үздік көрсеткіштер көрсетті) және 2022 жылдың IV тоқсанындағы болжамдардың

нашарлауы, оны төмендегі кестелерден көруге болады:

## 2022 жылғы 3-тоқсандағы EPS өзгерісінің консенсус-болжамының серпіні

Индексі	30.07.2022	15.08.2022	31.08.2022	15.09.2022	30.09.2022	15.10.2022	24.10.2022
S&P 500	6%	5%	4%	4%	3%	2%	2%
Энергетика	119%	117%	118%	119%	116%	121%	120%
Шикізат	5%	3%	3%	0%	-5%	-11%	-11%
Өнеркәсіп	28%	28%	28%	28%	26%	26%	27%
Ұзақ пайд. тұтын. тауарлар	21%	19%	17%	16%	12%	10%	10%
Күнделікті пайд. тауарлар	-2%	-2%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%
Денсаулық сақтау	-4%	-6%	-6%	-6%	-6%	-7%	-6%
Қаржы	-9%	-10%	-9%	-9%	-10%	-15%	-16%
АТ	0%	-2%	-3%	-3%	-3%	-4%	-4%
Байланыс қызметтері	-13%	-16%	-16%	-16%	-17%	-19%	-17%
Коммуналдық қызметтер	-4%	-6%	-6%	-6%	-7%	-7%	-8%
Жылжымайтын мүлік	12%	12%	12%	12%	11%	11%	11%

Дереккөз: Factset, анализ Freedom Finance Global

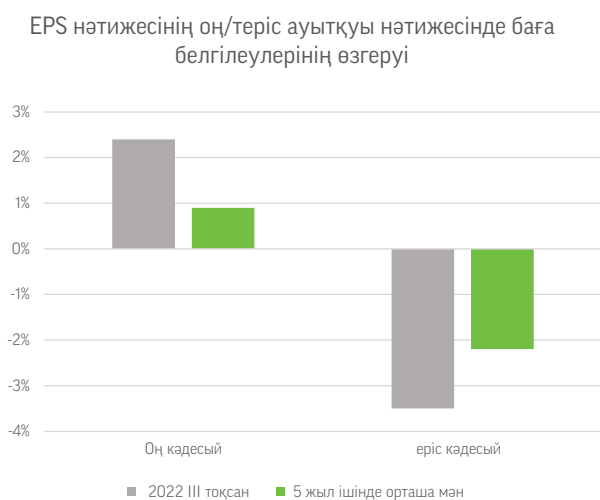
## 2022 жылғы 4-тоқсандағы EPS өзгерісінің консенсус-болжамының серпіні

Индексі	30.09.2022	15.10.2022	30.10.2022	15.11.2022	30.11.2022	15.12.2022	20.12.2022
S&P 500	5%	4%	1%	-1%	-1%	-2%	-2%
Энергетика	63%	65%	69%	73%	72%	67%	67%
Шикізат	-2%	-8%	-15%	-22%	-23%	-23%	-23%
Өнеркәсіп	43%	43%	42%	41%	41%	42%	42%
Ұзақ пайд. тұтын. тауарлар	-4%	-5%	-11%	-14%	-16%	-17%	-17%
Күнделікті пайд. тауарлар	0%	-1%	-2%	-4%	-4%	-3%	-3%
Денсаулық сақтау	-2%	-2%	-3%	-9%	-9%	-9%	-9%
Қаржы	-3%	-3%	-4%	-5%	-5%	-6%	-6%
АТ	0%	-1%	-6%	-8%	-8%	-9%	-9%
Байланыс қызметтері	-8%	-8%	-16%	-19%	-19%	-20%	-20%
Коммуналдық қызметтер	7%	7%	10%	8%	7%	7%	7%
Жылжымайтын мүлік	9%	9%	6%	5%	5%	5%	5%

Дереккөз: Factset, анализ Freedom Finance Global



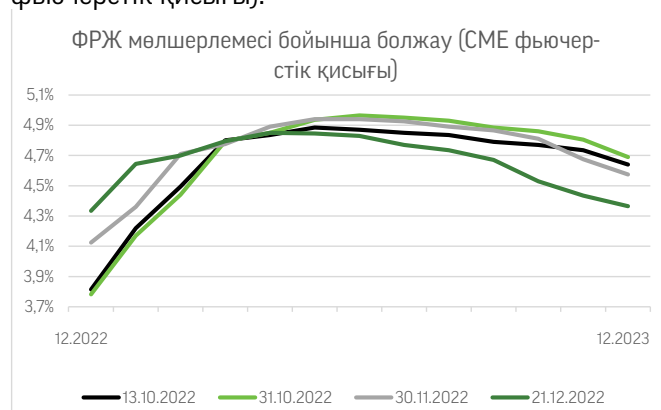
Тоқсандық нәтижелердің нашарлауы болжамдарға жетпеген компаниялар бойынша ұстанымдаоды агрессивті түрде тіркеген инвесторлардың сақ болуының өсуіне түрткі болды. Бұл ретте, нәтижелері нарықтық бағалаудан асып түскен эмитенттер бойынша белсенді сатып алу байқалды, бұл біркелкі қаржы жағдайларының сақталуын және өтімділіктің айтарлықтай қорларының болуын көрсетеді.



Дереккөз: Factset

Бұл ретте, IV тоқсанда нарық дамыды, бұл мынадай айнымалылардың үйлесуімен ықтимал болды: нарықтағы бірқатар жағымсыз факторларды есепке алу, нарықтағы төмендеген көңіл-күйдің айтарлықтай деңгейі, 2023 жылы АҚШ-тағы ықтимал рецессия жағдайында ФРЖ жайғасымының жұмсартылуын күту, сондай-ақ ФРЖ өкілдерінің пайыздық мөлшерлемелердің өсу қарқынының баяулауы және терминалдық мөлшерлемелердің жақындығы туралы пікірлері.

Бұл факторлар келесі жылға арналған ФРЖ болжамды мөлшерлемесінің күтілетін түрінің өзгеруіне түрткі болды (СМЕ деректеріне сәйкес ФРЖ мөлшерлемесінің фьючерстік қисығы):



Дереккөз: Factset

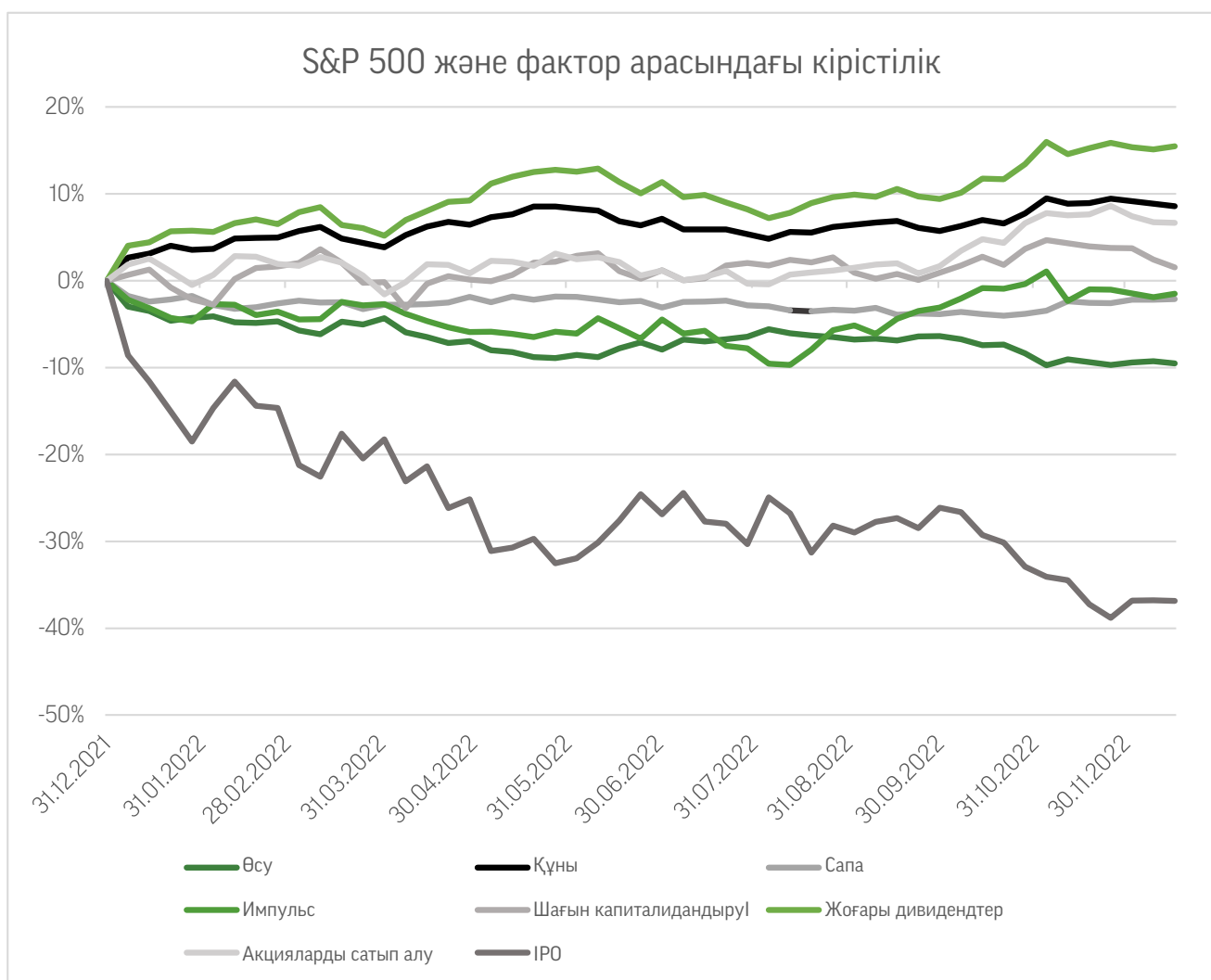
## 2022 жылғы 22 желтоқсандағы жағдай бойынша S&P500 индексінің секторлары бойынша нарық серпіні мынадай болды:

	IV кв.	III кв.	II кв.	I кв.	Жыл басынан бері
S&P 500	8,2%	-5,3%	-16,4%	-4,9%	-18,6%
Энергетика	20,0%	-5,0%	-6,1%	37,7%	56,9%
Шикізат	16,1%	-2,8%	-16,3%	-2,8%	-12,8%
Өнеркәсіп	19,7%	-4,2%	-15,2%	-2,7%	-6,3%
Ұзақ пайдаланатын тауарлар	-8,4%	-4,6%	-26,3%	-9,2%	-36,2%
Күнделікті сұраныстағы тауарлар	12,7%	-5,6%	-5,2%	-1,6%	-2,6%
Денсаулық сақтау	12,6%	-1,9%	-6,3%	-3,0%	-3,3%
Қарды	12,6%	-3,9%	-17,9%	-1,9%	-12,6%
Ақпараттық технологиялар	7,2%	-5,5%	-20,4%	-8,6%	-27,0%
Коммуникациялық сервистер	-1,5%	-4,8%	-20,9%	-12,1%	-40,3%
Коммуналдық қызметтер	8,1%	-9,9%	-5,7%	4,0%	-1,2%
Жылжымайтын мүлік	3,0%	-5,2%	-15,4%	-6,9%	-28,3%

Дереккөз: Factset, анализ Freedom Finance Global

Жыл басынан бері және IV тоқсанда энергетика секторы көмірсутек шикізатының баға белгілеулерінің көтерілуі, мұнай өңдеу маржасының өсуі, ОПЕК+келісілген іс-қимылдары аясында үздік нәтиже көрсетіп отыр. Дәстүрлі қорғаныс секторлары, соның ішінде: коммуналдық қызметтер, күнделікті сұраныстағы тауарлар және денсаулық сақтау салалары нарықта жақсы нәтиже көрсетті. Жыл қорытындысы бойынша ең нашар нәтижелерді мынадай секторлар тіркеді: коммуникациялық сервистер (2021 жылы маржиналдылықтың төмендеуі, жарнамалық бизнестің келешегінің нашарлауы, жарнамалық және стримингтік индустриядағы бәсекелестіктің өсуі), ұзақ мерзімді тауарлар (чиптердің тапшылығы, Tesla-ның жоғары бағалары, электрондық коммерцияның баяулауы, тауар-материалдық қорлардың ұлғаюы аясында), жылжымайтын мүлік (күрт өсуді көрсеткен сектордың пайыздық мөлшерлемелер деңгейіне жоғары тәуелділігі аясында).

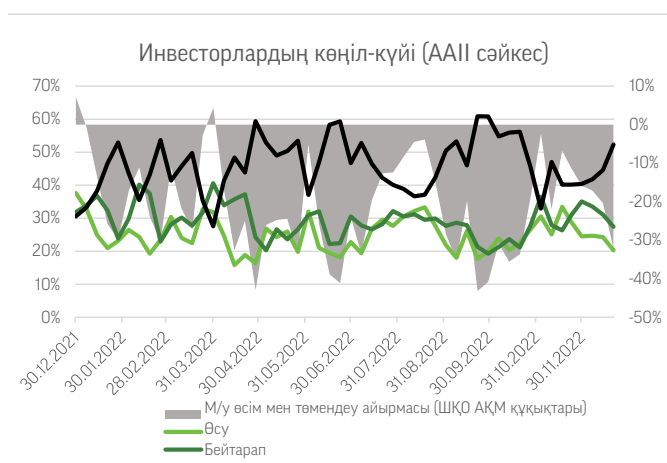
Факторлық талдау тұрғысынан S&P 500 индексімен салыстырғанда жақсы нәтижелер жоғары дивиденд факторларын (S&P 500 индексінің серпінінен 15%-ға жақсы) және құн факторын (S&P 500 индексінің серпінінен 9%-ға жақсы) көрсетті. Оның үстіне, екі фактор да 2022 жылдың көп бөлігінде үздік нәтиже көрсетті. Сондай-ақ, 2022 жылғы IV тоқсанда S&P 500 индексінің ішінара қалпына келуі аясында жыл көшбасшылары факторларының сепіні жақсарды, ал аутсайдерлер факторларының серпіні көбіне нашарлады. 2022 жыл ішінде өсу факторлары (S&P 500 индексінің серпінінен 10%-ға нашар), IPO (S&P 500 индексінің серпінінен 37%-ға әлсіз) көрінді. Өсу факторлары мен IPO-ға қысым салыстырмалы түрде жоғары бағалауларға, үлкен осалдыққа, 2023 жылы ықтимал рецессия жағдайларнда, екі фактордың да нарықтық мөлшерлемелердің өзгеруіне жоғары сезімталдығына байланысты.



Дереккөз: Factset, Freedom Finance Global талдауы

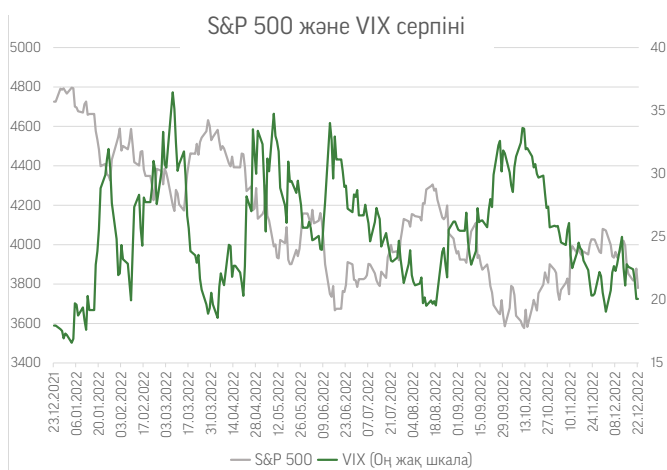
Инвесторлардың көңіл-күйі 2022 жылдың соңында S&P 500 индексінің бағаларын одан әрі түзету пайдасына үлкен бейімділікпен аралас сипатқа ие.

Мәселен, инвесторлардың сауалнамаларының нәтижелері, AAII деректеріне сәйкес, тұрақтылықты болжаулары азайып бара жатқанын көрсетеді, тұрақтылықпен әлсіз болжаулар арасындағы спред соңғы апталарда кеңейіп келеді, бұл болжаулардың нашарлағанын көрсетеді.



Дереккөз: AAII, Freedom Finance Global талдауы

VIX индексі басқа көріністі көрсетеді – жергілікті ең төмен деңгейлерге жеткеннен кейін индекс тұрақтанды, бірақ S&P 500 индексінің айқын түзету аясында VIX индексінің айтарлықтай өсуі байқалмайды. Бұл факт нарықтағы уақытша әсерлерге байланысты болуы мүмкін және S&P 500 индексінің баға белгілеулерінің теріс серпінін сақтай отырып, опциондар бойынша сыйлықақылардың өсуін және VIX индексінің өсуінің нәтижесінде күтуге болады.



Дереккөз: Factset, Freedom Finance Global талдауы

Бұдан басқа, төмендегі кестеге сәйкес, нарықтағы көңіл-күй төмен деңгейге жеткен жоқ және кең нарық индексіне одан әрі қысым жасау мүмкіндігі сақталады, бұл S&P 500 индексі бойынша жергілікті төмен белгілерге қол жеткізу бұрын тоқсан сайынғы негізде ETF-тен қаражаттың таза ағынымен қатар жүретініне байланысты. Бұл ретте, 2022 жылдың басынан бастап 1-жарты жылдық 2022ж 1-жарты жылдық-да ай сайынғы негізде қаражаттың тек нүктелік таза ағыны байқалды.



Дереккөз: Factset, Freedom Finance Global талдауы (келесі қаражаттардың түсуі/жұмсалуды мәліметтеріне сәйкес ETF: SPY, IVV, VOO, VTI, QQQ, VTV, VEA, VUG, IJR, IJH, VIG, IWF, IWM, IWD, VO, VYM, SCHD, VB, ITOT, RSP, DIA, SCHX, IVW).



## 2023 жылға арналған АҚШ акцияларының нарығы бойынша болжаулар.

### 2023 жылы нарық үшін тәуекелдер

**Инфляция.** Қараша айындағы VofA сауалнамасына сәйкес, актив басқарушылардың пікірінше, инфляция нарық үшін ең маңызды тәуекел болып қала береді. Бұл тәуекел кешенді сипатқа ие.

Мәселен, 2023 жыл ішінде неғұрлым орнықты инфляция ФРЖ-ны агрессивті әрекет етуге ынталандырады, нәтижесінде терминалдық мөлшерлеме 6% және одан жоғары деңгейде болуы мүмкін, ал шекті мөлшерлемені ұстап қалу кезеңі ұзағырақ болуы мүмкін, бұл нарықтағы бағалау мультипликаторына айқын теріс әсер етеді.

Белгіленген тәуекелді жүзеге асырудың тағы бір маңызды салдары бұл қатаң АКС-ның 2023 жылғы экономиканың жағдайына ықтимал теріс әсері, бұл біз келтірген сценарийлермен салыстырғанда EPS-тің айтарлықтай төмендеуіне әкелуі мүмкін.

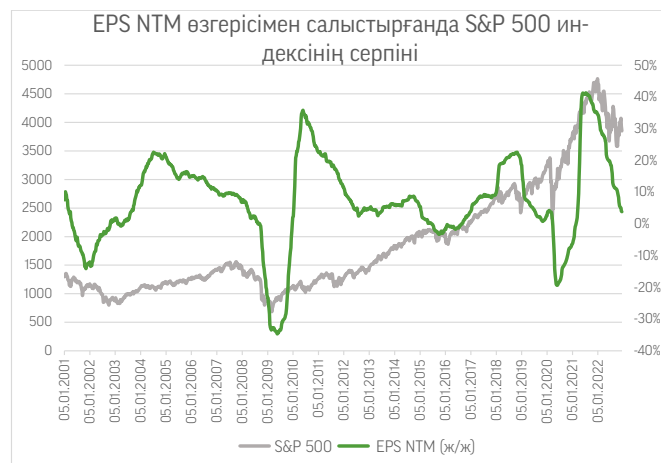
**Рецессияның ұзақтығы.** Базалық сценарий ретінде біз I тоқсандағы ІЖӨ-нің (кв/кв) нөлдік серпінін және 2023 жылдың II тоқсанындағы теріс серпінді қарастырамыз. Біз күшті еңбек нарығына және халықтың шоттарындағы айтарлықтай артық ақша қаражатына байланысты (2020-2021 жылдар кезеңінде халықты белсенді қолдау аясында) бір жылға қорытынды бойынша АҚШ ІЖӨ айтарлықтай төмендеуі мүмкін деп санамаймыз, оның үстіне экономиканың бірқатар сегменттерінде, сондай-ақ өндірістік циклдері ұзағырақ экономиканың бірқатар сегменттерінің ағымдағы уақытта іскерлік көңіл-күй нашарлағандықтан қозғалмаған күйінде қалу фактісіне байланысты ІЖӨ-нің әлсіз теріс серпінінің тәуекелдері бар.

**ФРЖ саясаты.** Базалық вью шеңберінде біз 2023 жылдың аяғында инфляция бойынша оң трек пен экономикадағы әлсіздік белгілері аясында ФРЖ мөлшерлемесі азаяды деп сенеміз. Бұл ретте ФРЖ өкілдері мөлшерлемелерді жоғары деңгейде сақтаудың неғұрлым ұзақ кезеңінің пайдасына бірнеше рет сөз сөйледі. Бұдан басқа, соңғы онжылдықтарда статистикалық тұрғыдан ФРЖ мөлшерлемелерді алты айдан астам уақыт бойы ең жоғары деңгейде ұстады. ФРЖ іс жүзінде бір рет (2017 жылдан 2019 жылға дейін) активтер балан-

сын қысқартқан жағдайда, қазіргі уақытта экономика мен нарыққа ықтимал әсер етудің әртүрлі бағалары бар. Жалпы алғанда, QT әсері белгісіз және жүйеде өтімділік көлеміне қысым жасауы мүмкін деп айтуға болады.

**2023 жылға арналған EPS бойынша консенсус-болжамдардың төмендеуі аясында нарықтық сентименттің нашарлауы.** Біз нарық 2023 жылы EPS серпінінің нашарлағын елеулі түрде күтті, себебі бірқатар ашық көздер, соның ішінде spglobal.com және жетекші инвестициялық банктердің жаңартылған болжамдарының жарияланымдары 2023 жылға арналған EPS бағаларының төмендегін көрсетеді.

Бұл ретте Bloomberg және Factset консенсус-болжамдары желтоқсан айының басында S&P 500 индексінің EPS сәйкесінше 6,9% және 5,6% деңгейінде өсуін болжайды, бұл макроэкономикалық аясының болжалды нашарлауы жағдайында төмендеу үшін әлеуеттің сақталуын көрсетеді. Алдағы айларда нарық осы фактордың қысымына тап болуы мүмкін, 2022 жылдың IV тоқсанындағы есептілік барысында компания менеджменттерінің болжамдарының нашарлауы триггер болуы мүмкін.



Дереккөз: Factset, Freedom Finance Global талдауы

**Маржиналдылық.** 2022 жылдың III тоқсанының қорытындысы бойынша Factset деректеріне сәйкес, S&P 500 индексінің операциялық маржа деңгейі 15,5%-ды құрады, бұл 2005 жылдан бері ең жоғары деңгей болып табылады. Жыл қорытындысы бойынша EBIT-маржаның көрсеткіші 18 жылдағы орташа көрсеткіштен 13,5% деңгейінде шамамен 15,3%-ды құрауы мүмкін, бұл рецессияның жоғары тәуекелдері жағдайында тәуекел факторы.



Дереккөз: Factset

Маржаның қысқаруының ықтимал тәуекелдері, EPS өсу компоненттерінің келесі кестесін елестетеді.



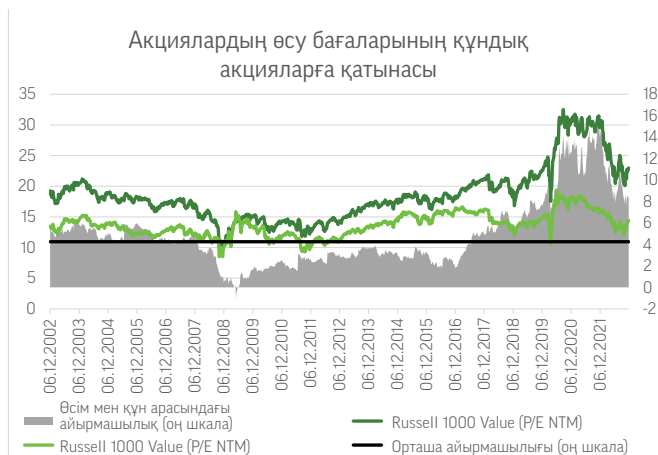
Дереккөз: Factset, Freedom Finance Global талдауы

**Капиталдандыру концентрациясы.** Желтоқсан айының басында капиталдандыру бойынша үздік 5 технологиялық компанияның (Apple, Microsoft, Alphabet, Amazon, Meta) салмағы бүкіл S&P 500 индексінің капиталдандырылуының 20%-ын құрады, бұл 2020 жылғы ең жоғары деңгейден 25%-ға төмен, бірақ 2012-2019 жылдардағы орташа. Бұл факт жоғары концентрацияны сақтау тұрақсыз болуы мүмкін екенін көрсетеді, бұл пассивті басқарудағы активтер үлесінің өсуімен бірге бірнеше тоқсан болашағында нарықты бағалауға қысым.



Дереккөз: Factset, Freedom Finance Global талдауы

**Акциялардың өсуі мен құнын бағалау айырмашылығы.** 2023 жылы күтілетін рецессия жағдайында, сондай-ақ ФРЖ мөлшерлемесінің жоғарылауына және 2023 жылы АҚШ-тың онжылдық мемлекеттік облигацияларына байланысты, орташа тарихи мәндермен салыстырғанда, біз өсу мен құн акциялары арасындағы бағалау алшақтығы келесі жылы қысқарады деп ойлаймыз. Бұл пікір тарихи деректерге де, өсу қорлары санатына жататын секторлардың дәстүрлі түрде осал екеніне де негізделген рецессия кезеңі. 2023 жылға арналған EPS бойынша болжамдардың нашарлауы аясында тәуекелді іске асыру орын алуы мүмкін деп санаймыз.



Дереккөз: Factset, Freedom Finance Global талдауы

## Нарықты қолдаудың әлеуетті нүктелері

**Сохраняющийся тренд на снижение компонентов инфляции.** Біз құбылмалы компоненттердің есебінен жалпы инфляцияның серпіні 2023 жылы айтарлықтай баяулауы мүмкін деп сенеміз. Мәселен, ағымдағы жыл-

дың шыңынан WTI мұнай мен табиғи газдың бағасы тиісінше 40%-ға және 43%-ға төмендеді, АҚШ-ғы бензин бағасы ең жоғары мәндермен салыстырғанда 31,3%-ға төмендеді. Әлемдік азық-түлік бағаларының индексі (FAO Food Price Index) 2022 жылғы наурызда 159,7-ге (-15%) қарағанда қараша айында 135,7-ге дейін төмендеді. Ең ірі бөлшек ритейлерде тауар-материалдық құндылықтардың жоғарылауын сақтау (бірнеше жыл ішінде Walmart және Target қорларының айналымы, Amazon тауар-материалдық құндылықтардың айналымы тарихи минимумда) жеткізу тізбегін біртіндеп қалыпқа келтірумен бірге тауар бағасының төмендеуіне ықпал етеді.

**Еңбек нарығының орнықтылығы.** Еңбек нарығының орнықтылығы тәуекелді де (экономикадағы неғұрлым орнықты сұраныс инфляцияны қолдай алады), сондай-ақ рецессия сценарийін іске асыру жағдайларында оң факторды білдіреді. Еңбек нарығындағы ашық бос жұмыс орындарының рекордтық деңгейі экономикалық жағдайлардың болжалды нашарлауы аясында жұмыссыздықтың өсуін бәсеңдететін жеңілдетуші фактор ретінде әрекет етеді деп сенеміз. Біз жұмыссыздық 2023 жылдың қорытындысы бойынша 1,2 п.п. (қараша айымен салыстырғанда) 4,9%-ға дейін өседі деп күтеміз, бұл соңғы 20 жылдағы орташа деңгейден (6,02%) төмен.

**«Халықтың артық жинақтары».** Біздің бағалауымыз бойынша, «халықтың артық жинақтары» (2020-2021 жж. аралығындағы халыққа мемлекеттік трансферттер) ағымдағы сәтте 2021 жылдың соңында \$2,3 трлн-ға қарағанда \$1,45 трлн-ды құрайды. Біз, бұл жинақтау инфляцияның жоғарылауы, жұмыспен қамтудың болжалды төмендеуі және 2005 жылдан бері

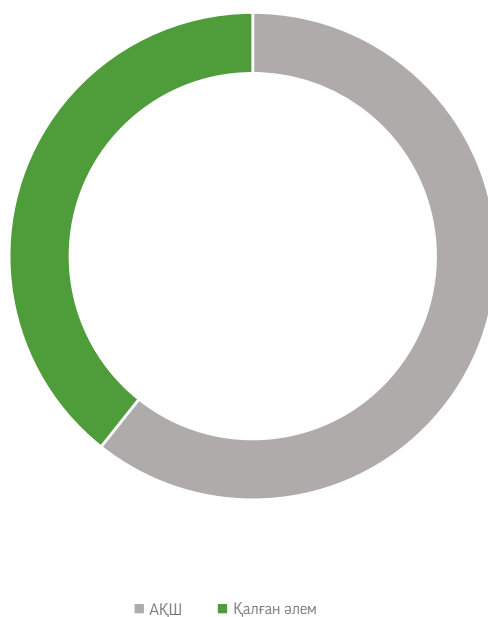
**ҚХР экономикасы жағдайының болжамдарын жақсарту.** ҚХР-ның нөлдік төзімділік саясатынан бас тартуы туралы бірқатар алыпсатарлықтардан кейін желтоқсан айының басында Аспан асты билігі Covid-19-мен күресу қағидаттарын өзгерту бойынша белгілі бір қдамдарды көрсетті, олар бұдан басқа карантинге байланысты қаланың бір бөлігін немесе барлығын жабудан, орталықтандырылған карантиндік үй-жайдан және жаппай тестілеуден бас тартуды болжайды. Біз ҚХР 2023 жылы ковидке қарсы тәжірибелерді біртіндеп ырықтандыру жолымен біртіндеп жүре алады деп сенеміз, бұл ІЖӨ өсімі бойынша 5%-ға жетуге мүмкіндік береді. ҚХР, ХВҚ бағалауы бойынша, әлемдік ІЖӨ

серпініне шамамен 30% үлесті қамтамасыз ете алатын жағдайда, қытай экономикасының өсу болашағын жақсарту оң көрсеткіш болып табылады.

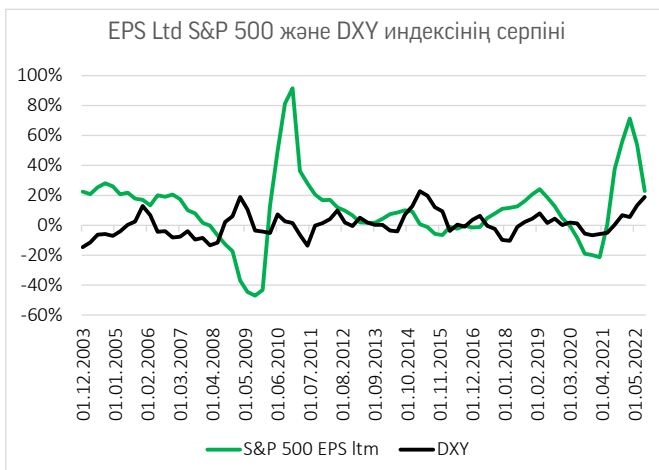
**Геосаяси тәуекелдерді жұмсарту.** Таяуда өткен Үлкен жиырмамық форумы шеңберінде АҚШ пен ҚХР көшбасшылары тараптар арасында диалог орнатуға деген талпынысын көрсетті, бұл Тайваньдағы қытайды қолдайтын партияның жеңісімен бірге планетаның ең ірі экономикалары арасындағы өзарақатынастардағы геосаяси және саяси тәуекелдерді азайтуы мүмкін.

**АҚШ долларының әлсіздену үрдісі.** АҚШ долларына қарағанда валюта қоржынын нығайту нарықты қолдау факторы болуы мүмкін. ФРЖ мөлшерлемесі бойынша шыңға сәл жету ФРЖ және әлемнің басқа елдерінің реттеушілері арасындағы кідіріс жағдайында долларға қысым факторы болып табылады деп есептейміз. Бұл ретте, доллардың орнықтылығының пайдасына жаһандық ІЖӨ-нің өсуіне байланысты тәуекелдер, сондай-ақ ФРЖ-нің қатаң жайғасысының тәуекелдері, АҚШ долларының әлсіреуі халықаралық нарықтарға түсетін түсімдердің жоғары үлесі жағдайларында, сондай-ақ доллардың нығаюы мен EPS өсуінің баяулауы арасындағы тарихи кері байланыс жағдайларында АҚШ нарығына қолдау көрсете алады.

Географиялық тұрғыдан S&P 500 түсімінің құрылымы



Дереккөз: Factset



Дереккөз: Factset, Freedom Finance Global талдауы

Бұл ретте алдағы тоқсандарда доллар бағамы әлсіреген жағдайда да, валюта бағамының (BK) EPS-ке теріс әсері тек г/г баяулайтынын ескеру қажет. Сондықтан BK серпінінің өзгеруі сентименталдылыққа оң әсер етуі мүмкін.



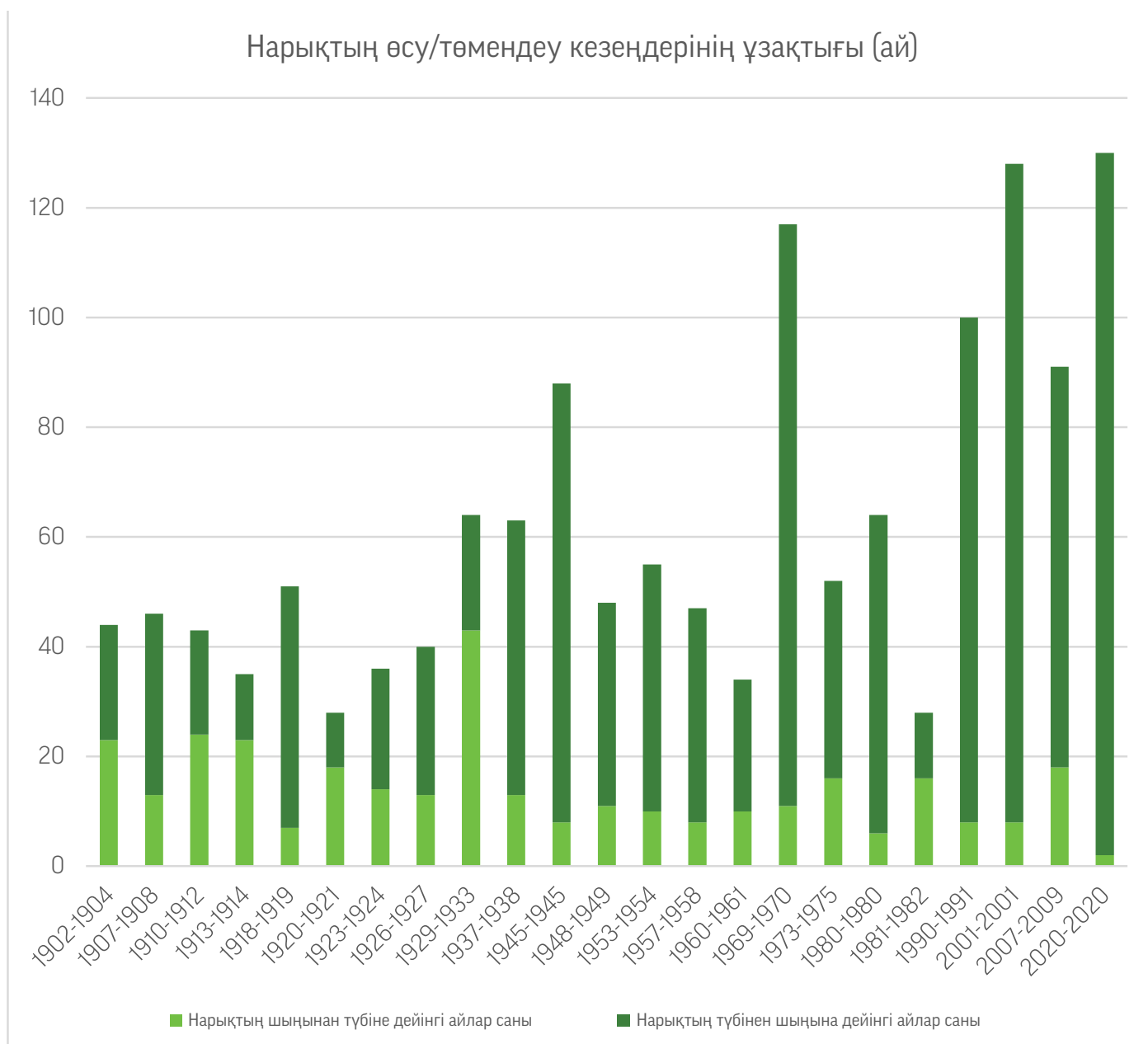
### Фактор мен S & P 500 индексінің серпіні арасындағы айырмашылығы

	Өсу	Құны	Сапа	Импульс	Шағын капиталдандыру	Жоғары дивидендтер	Акцияларды шығару	IPO
1-тоқ 2015	шығару	IPO	2%	3%	3%	-1%	2%	7%
2-тоқ 2015	0%	0%	0%	2%	0%	-1%	-1%	-1%
3-тоқ 2015	1%	-3%	3%	2%	-3%	0%	-3%	-11%
4-тоқ 2015	1%	-2%	0%	1%	-3%	0%	-3%	-1%
1-тоқ 2016	0%	0%	1%	-1%	1%	3%	-1%	-8%
2-тоқ 2016	-1%	3%	-1%	3%	1%	2%	-2%	-2%
3-тоқ 2016	0%	-1%	-1%	-2%	4%	-2%	2%	7%
4-тоқ 2016	-3%	3%	-1%	-5%	8%	2%	3%	-6%
1-тоқ 2017	3%	-3%	0%	3%	-5%	-3%	-3%	6%
2-тоқ 2017	2%	-1%	0%	5%	-1%	-2%	1%	6%
3-тоқ 2017	1%	-2%	0%	4%	2%	0%	0%	2%
4-тоқ 2017	2%	-1%	1%	2%	-3%	0%	0%	0%
1-тоқ 2018	2%	-2%	1%	4%	1%	-2%	-2%	3%
2-тоқ 2018	3%	-2%	-2%	1%	5%	-2%	-3%	1%
3-тоқ 2018	1%	-3%	1%	1%	-3%	-2%	0%	-5%
4-тоқ 2018	-2%	2%	-1%	-2%	-7%	4%	0%	-9%
1-тоқ 2019	3%	-2%	2%	-1%	-2%	-3%	1%	18%
2-тоқ 2019	0%	-1%	0%	2%	-2%	-2%	1%	0%
3-тоқ 2019	0%	0%	0%	-1%	-2%	0%	-1%	-12%
4-тоқ 2019	2%	-2%	1%	-3%	-1%	-3%	2%	2%
1-тоқ 2020	6%	-7%	0%	5%	-13%	-5%	-10%	5%
2-тоқ 2020	7%	-6%	-2%	3%	2%	-9%	-2%	34%
3-тоқ 2020	5%	-4%	0%	4%	-6%	-6%	-4%	21%
4-тоқ 2020	-1%	4%	0%	-2%	19%	1%	10%	12%
1-тоқ 2021	-5%	5%	-1%	-6%	12%	5%	9%	-9%
2-тоқ 2021	4%	-4%	1%	0%	-4%	-5%	-1%	-2%
3-тоқ 2021	1%	-2%	-1%	1%	-4%	-2%	0%	-3%
4-тоқ 2021	1%	-3%	0%	-7%	-6%	-2%	-4%	-21%
1-тоқ 2022	-4%	4%	-3%	-3%	-1%	5%	-1%	-19%
2-тоқ 2022	-5%	4%	-1%	-3%	2%	7%	2%	-15%
3-тоқ 2022	1%	-1%	-2%	1%	0%	-1%	1%	0%

СЖоғарыдағы кестеге сәйкес, мынадай қорытынды жасауға болады: жоғары дивидендтер мен құн факторлары S&P 500 индексіне қатысты әлсіз нәтижелерді көрсетеді, нарықтағы орнықты жағдай және экономикадағы рецессияның болмауы, бұл ретте мөлшерлемелердің өсуі мен экономикадағы белгісіздіктің өсуі жағдайларында бұл факторлар жақсы нәтиже көрсетеді. Біз қысқа мерзімді болашақта жоғары дивидендтер мен құн факторлары үздіктердің қатарында қалады деп есептейміз, бұл ретте 2023 ж. 2-жарты жылдықта экономикадағы сенімділіктің өсуі және ФРЖ іс-әрекеттеріне қатысты айқындықтың өсуі, өсу факторлары мен IPO-лар тағы да үздік көшбасшылар қатарына шығуы мүмкін.

Жалпы алғанда, біз рецессия кезеңінің ұзақтығына және АҚШ-тың қор индекстерінің төмендеу кезеңіне қатысты оң көзқарасты ұстанамыз. Нарықтағы тұрақты және әлсіз циклдерінің тарихына сәйкес (nber.org деректерінің негізінде), онда XX ғасырдың басынан бастап нарықтың өсу кезеңдерінің ұзақтығы тұрақты түрде артып келеді, ал нарықтың құлдырау кезеңдерінің ұзақтығы төмендейді деген қорытынды жасауға болады. 1980 жылдан 2019 жылға дейін әлсіз цикл бойынша нарықтың төмендеу айларының орташа саны 12 айды құрады; нарықтың оныншы айда төмендегенін ескере отырып, бірнеше тоқсанның келешегінде біз түбіне жетіп, баға белгілеулерінің өзгеруін көре аламыз.

Нарықтың өсу/төмендеу кезеңдерінің ұзақтығы (ай)



Дереккөз: nber.org



## Секторлар бойынша талдау

Төмендегі кесте S&P 500 индексі секторларының сипаттамалары, бағалары және тәуекелдері туралы жалпы түсінік береді

	S&P 500	Энергетика	Шикізат	Өнеркәсіп	Потреб. Тов. Длит. Польз	Повседневн. Тов.	Здраво-охранение	Финансы	ИТ	Услуги связи	Коммуналь-ные услуги	Недвижи-мость
Түсімнің CAGR (2012-2022)	5,3%	0,7%	4,9%	3,1%	7,6%	3,5%	9,3%	3,60%	6,60%	9,60%	2,80%	9,00%
CAGR EPS (2012-2022)	7,6%	5,1%	7,7%	5,4%	4,9%	4,8%	9,9%	8,20%	10,80%	2,40%	3,00%	6,50%
Орташа дивидендті кірістілік (10 жыл)	1,8%	3,6%	2,1%	1,9%	1,2%	2,7%	1,7%	1,90%	1,40%	1,40%	3,40%	3,20%
Ағымдағы дивидендті кірістілік	1,7%	3,1%	2,1%	1,6%	0,9%	2,4%	1,5%	2,20%	1,10%	1,10%	3,00%	3,20%
Орташа кірістілік Buyback (7 жыл)	2,4%	3,7%	2,6%	2,5%	2,7%	1,2%	1,5%	2,50%	2,70%	4,10%	0,50%	0,70%
Ағымдағы кірістілік Buyback	2,4%	1,5%	1,8%	2,5%	2,7%	1,7%	2,1%	4,00%	2,90%	1,90%	0,30%	0,60%
S&P 500 секторының салмағы	100%	5%	3%	9%	10%	7%	16%	11%	26%	7%	3%	3%
Бета (соңғы 12 айлар)	1,00	0,59	0,88	0,82	1,33	0,48	0,64	0,91	1,34	1,2	0,47	0,8
20 жыл ішіндегі CAGR баға ұсыныстары (дивидендтерді қосқанда)	10%	7%	7%	8%	9%	7%	9%	3%	12%	2%	7%	5%
Жылдың басынан кірілістілік (дивидендтерді қосқанда)	-17%	57%	-13%	-6%	-36%	-3%	-3%	-13%	-27%	-40%	-1%	-28%
P/E NTM (ағымдық мәні)	16,7	9,4	16,0	18,1	21,4	20,9	17,4	11,6	20,2	14,2	18,5	16,2
P/E NTM (15 жылдық орта)	15,8	16,2	15,1	16,1	21,0	17,6	14,5	12,3	16,6	17,2	15,7	18,4

Дереккөз: Factset, Freedom Broker талдауы

Мынадай кесте секторлардың макроэкономикалық және басқа нарықтық айнымалыларға қарағанда тоқсандық кірістілігінің сезімталдығын көрсетеді (20 жылдық кезең):

	S&P 500	Энергетика	Шикізат	Өнеркәсіп	Потреб. Тов. Длит. Польз	Повседневн. Тов.	Здраво-охранение	Финансы	ИТ	Услуги связи	Коммуналь-ные услуги	Недвижи-мость
Изменение ВВП (кв/кв)	0,2	-0,2	0,3	0,3	0,1	0,2	0,1	0,3	0,1	0,1	0,3	0,3
Изменение безработицы (кв/кв)	0,6	1,7	0,8	0	1,5	-0,2	0,3	-0,4	1,4	0,7	-0,6	0
Инфляция (г/г)	-1,43	0,37	-1,73	-1,58	-1,87	-0,6	-0,77	-1,78	-1,95	-1,89	-0,44	-1,32
ISM Manufacturing PMI	0,39	0,73	0,42	0,58	0,29	0,27	0,3	0,68	0,13	0,09	0,3	0,79
ISM Services PMI	0,31	0,63	0,5	0,67	0,4	0,35	0,33	0,91	0,26	0,25	0,5	0,92
Жеке сатылымды өзгерту	4,1	8,3	5,6	4,8	4,4	2	2,3	5,9	4,2	3,1	2,1	5,1
10 жылды өзгерту Treasury Rate т/т)	6,14	14,07	9,62	7,99	6,03	1,64	3,81	10,75	6,51	0,15	-0,07	3,45
Жаңа тапсырыстар	2,7	4,5	3,7	3,5	2,5	1,5	1,6	4,2	2,5	1,1	1,5	4,1
Бета (20-шы кезең)	1	1,15	1,17	1,14	1,19	0,59	0,75	1,27	1,11	0,82	0,64	1,16

Дереккөз: Factset, Freedom Broker талдауы

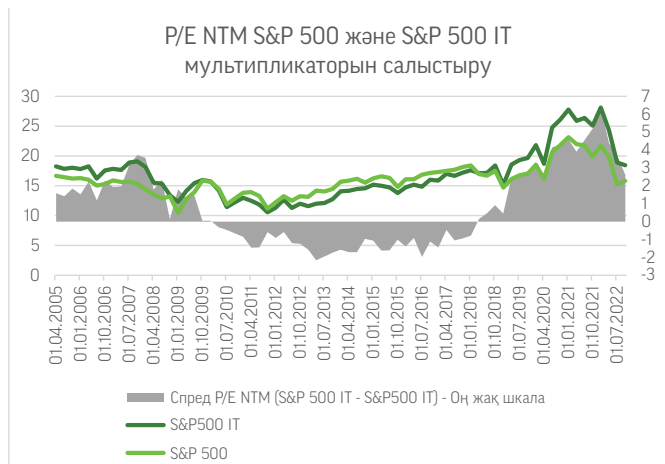
Жоғарыдағы кестелерге сәйкес күнделікті сұраныстағы тауарлар, денсаулық сақтау, коммуналдық сервистер секторларының іскерлік цикл фазасына, макроэкономикалық айналымы серпініне сезімталдығы төмен, бұл оларды ықтимал рецессия аясында неғұрлым орнықты етеді деген қорытынды жасауға болады. Қорғау секторларының артықшылықтары инвесторлардың ағымдағы уақытта оларға жоғары қызығушылығы аясында секторларды бағалаудың жоғарылау фактісімен ішінара жойылады.

## Технологиялық сектор (вью – теріс)

Жыл қорытындысы бойынша АТ секторы S&P 500 сегменттерінің арасында ең нашар нәтижелердің бірін көрсетті, кең нарық 19,8%-ға төмендеген кезде 28,2%-ды жоғалтты. Сегментке қысымның негізгі факторлары қатаң АКС, жеткізу тізбегіндегі қиындықтар және Қытайдағы пандемия, смартфондар мен ДК-ға тұтынушылық сұраныстың төмендеуі, жартылай өткізгіш өнімнің қорларының өсуі болды. S&P 500-ге қатысты АТ секторының мультипликаторлық сыйлықақысы 2020-2021 жж. рекордтық деңгейлерден кейін төмендеуін жалғастыруда. Қазір сегмент пен нарықтың P/E NTM олардың орташа тарихи деңгейлерінен жоғары және біз 2023 жылғы 1-жарты жылдық-де АТ секторындағы компаниялардың бағалауына қысым болады деп болжаймыз, кейіннен бейтарап серпінді және соңына қарай S&P 500-ге қатысты серпінді жақсарту. Инвесторлар нарықтық тәуекелдерді жүзеге асырғаннан және саладағы болашақтарды кристалдандырғаннан кейін 2023 жылдың II тоқсанында сегментке кіру нүктелерін іздей бастайды. Сектор компаниялары орташа есеппен кең нарыққа қарағанда орнықты қаржылық жағдайға ие және бұл үрдіс 2023 жылы жалғасады. S&P 500 IT бойынша соңғы 10 жылдағы орташа операциялық маржа жалпы алғанда, нарық бойынша 15,6%-ға қарағанда 26,3%-ды құрады, 2023 жылға арналған болжамды деңгейлер сәйкесінше 29,7%-ды және 17,1%-ды құрайды. 2023 ж. АТ-сегменті кірісінің өсу қарқыны S&P 500 өсу қарқынынан асып түсуі мүмкін, ал 2024 жылы 8-9% г/г орташа тарихи деңгейлеріне оралуды күтуге болады. Біз 2023 жылы сектор компанияларының EPS өсу қарқыны теріс болады деп күтеміз (1-3% деңгейінде), бірақ S&P 500 индексінің EPS серпінмен салыстырғанда жақсырақ, бұл АТ-секторының бұған дейінгі маржа қысымына тап болғанына байланысты. Нарықтың негізгі сегменттерінде мынадай тенденцияларды атап өткен жөн:

- **Software.** АТ-саласының болашағы зор және күтілетін рецессияға орнықты кіші сегменттерінің ішінде біз бағдарламалық өнімдердің секторын атап өтеміз. Бұл сегментті қолдау бизнестің цифрлық өзгеруге, оның ішіндешығындар орталығы ретінде емес, тиімділік құралы ретінде бейілділігін арттырады. Бұдан басқа: бұлтты өнімдер мен есептеулер ұсынысының өсуі, көптеген санаттардағы бағдарламалық өнімдердің әлі де әлсіз нарықтық өнуі және т.б. 2023 жылы біз кіші сегменттің түсімінің өткен жылғы 13% -дан 9-10%-ға өсуін күтеміз. EPS өсімі 2022 жылы +8%-ға қарағанда шамамен 10-11% болуы мүмкін, бұл эмитенттердің күрделі макро жағдайларда бизнестің тиімділігін арттыруға бағытталғанын көрсетеді.
- **Semiconductors & Semiconductor Equipment.** Алдағы жылы ең әлсіз нәтижелерді жартылай өткізгіш өнеркәсіп компаниялары көрсетеді. Негізгі нарықтардағы (ДК, смартфондар) сұраныстың төмендеуі, CAPEX-бағдарламалардың төмендеуі, сондай-ақ геосаяси жағдайдың күрделенуі және өндірістік қуаттылықтардың тиімсіз бөлінуіне әкелетін реттеудің күшеюі қысымның негізгі факторлары болады. Компаниялардың соңғы тоқсандық есептерін ескере отырып, әлсіздік серверлер мен бұлтты шешімдерге арналған өнім сегментін де көрсетеді. Позитив әлі күнге дейін өнеркәсіптік секторларда, соның ішінде автомобиль жасауда сақталады. Біздің бағалауымыз бойынша, EPS 6-8% төмендеген кезде кіші сектордағы кіріс 2-3%-ға төмендеуі мүмкін.
- **Technology Hardware Storage & Peripherals.** Сегменттің компаниялары ДК мен смартфондарға деген сұраныстың әлсіздігі аясында өткен жылдың деңгейімен салыстырылатын қаржылық көрсеткіштерді көрсетеді. Кіші сегмент үшін қосымша тәуекелдер негізгі эмитенттің (AAPL) қиындықтарын тудырады, ол Қытаймен қиындықтарға байланысты жеткізу тізбегін оңтайландыруға мәжбүр болады, сондай-ақ негізгі қатысу нарықтарындағы реттеуші қысымның жоғарылауына байланысты кірістің бір бөлігін жоғалтуы мүмкін. Біз 2023 жылы аппараттық өнімдерді сату табыстың 1-2%-ға шамалы өсуімен нөлге жуық өсуді көрсетеді деп күтеміз.
- **Communications Equipment.** Кіші сегмент желілік жабдықты жаңартуға орнықты сұраныстың көмегімен макро ортаның нашарлауына салыстырмалы түрде орнықты болады. Дегенмен, ұзақ және терең экономикалық құлдырау, ірі технологиялық компаниялардың күрделі шығындарының қысқаруы, сондай-ақ Қытайдағы жеткізу тізбегіндегі жаңа проблемалар тәуекелдерді сақтайды. EPS ағымдағы өсу қарқыны

- ның 5-7%-ға сақталған кезде, сектор түсімінің 2018-2019 жж. деңгейінде өсуін шамамен 3-4%-ға өсуін күтуге болады



Дереккөз: FactSet, Freedom Finance Global талдауы

## Коммуникациялық сектор (вью – бейтарап)

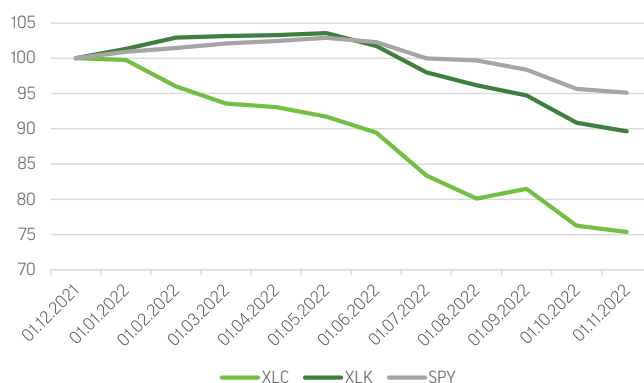
Біз 2022 жылдың бас аутсайдері болған коммуникациялық қызметтер секторының (XLS ETF) акцияларының өсу болашағын біркелкі оң бағалаймыз. Құнды секторлы бағалау қазірдің өзінде инвесторларға біз болжаған біркелкі рецессия сценарийінде жеткілікті «беріктік қоры» ұсынады деп санаймыз. Басқаша айтқанда, форвардты P/E-ді одан әрі "қысу" екіталай көрінеді. P/E мультипликаторын 2023 жылдың соңына қарай 14,2-ден 16,5-ке дейін қалпына келтіруді күтеміз, бұл сектор S&P 500-ге қатысты 2019 жылдың соңындағыдай 0,5-ке жуық шағын сыйлықақымен саудаланады дегенді білдіреді. Қазіргі уақытта сектор -2,5 x деңгейінде айтарлықтай жеңілдікпен саудаланады. 2023 жылдың бірінші жартысы сектор үшін ең қиын



Дереккөз: FactSet, Freedom Finance Global талдауы

болуы мүмкін, себебі кең жарнамалық нарыққа (интернет, ТД) экспозиция рецессия жағдайларында осалдықты тудырады. Алайда, біз инвесторлардың назарын 2022 жылы консенсус болжамдардың жеткілікті түрде қайта қаралғанына аудартамыз, бұл кең нарыққа (SPY ETF) және IT секторына (XLK ETF) қарағанда әлдеқайда күшті. Шын мәнінде, 2022 жылдың басынан бастап сектор бойынша EPS-тің 2023 жылға күтілетін мәні 25%-ға төмендеді, бұл негізінен шығындардың өсуі жағдайларында рецессияға дайындалып жатқан жарнама берушілердің бюджеттерді қайта қарауына байланысты. Болжамдардың одан әрі төмендеу қаупі бар, бірақ шектеулі көрінеді. 2023 жылы EPS өсімі 12% г/г құрауы мүмкін, бұл 2022 жылы болған шығындардың бір бөлігін қалпына келтіруге мүмкіндік береді – жыл қорытындысы бойынша секторлық EPS құлдырауы 20%-дан асуы мүмкін.

2023 жылға арналған EPS консенсус болжамдарын қайта қарау (салыстыру үшін индекстелген, 2021 ж. желтоқсан= 100).



Дереккөз: FactSet, Freedom Finance Global талдауы

Жылдың екінші жартысында онлайн-жарнама нарығы өсудің қарқынын қайтадан көрсете бастайды деп күтеміз, себебі жарнама берушілер Apple-дің Конфиденциалдылық саясатының өзгеруіне үйреніп, макроэкономикалық белгісіздік төмендеген жағдайларда брендтерді жылжыту шығындарын қайтадан арттырады. Бұл ең ірі ойыншылардың акцияларын қолдайды (GOOGLE, META\*). Сонымен қатар, жарнама нарығының ең осал бөлігі ТД сегменті болып табылады, мұнда стриминг индустриясындағы бәсекелестіктің қатаюымен бірге Warner Bros. акцияларынан басқа көптеген бейне контент жасаушылардың (DIS, NFLX, PARA) акцияларының болашағына бейтарап - сақтықпен қарау үшін жағдай жасайды. Тәуекелдер балансы тартымды болатын Discovery (WBD)

Телекоммуникация секторы рецессияға орнықты ақша ағындары және байбэк бағдарламаларымен жоғары

дивидендтердің әсері арқылы «тыныш айлақ» болып саналады. Олардың акциялары салыстырмалы түрде тұрақты болады, бірақ бағаның айтарлықтай өсуін көрсетуі екіталай. Кабельдік және ұялы байланыс операторлары арасындағы бәсекелестік конвергентті тарифтердің (әртүрлі байланыс қызметтерін бір тарифке біріктіру) танымалдылығының артуы есебінен күшейе береді.

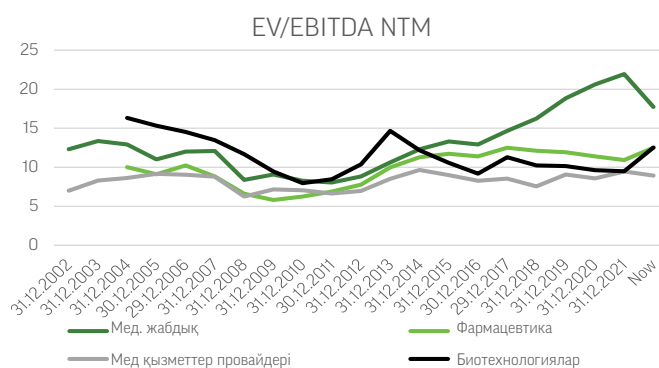
## Денсаулық сақтау (вью - оң)

### Фармацевтика және биотехнологиялар

Фармацевтика және биотехнология сегменттеріндегі сұраныс осы сегменттердегі сұраныстың төмен икемділігінің көмегімен рецессия қаупі (JNJ, BMI) жағдайларында да күшті болып қала береді. Алайда, COVID нарығындағы түсім қысқаруы мүмкін (PFE, MRK). Бұл ретте, COVID емес бизнес орташа жылдық кірістің өсуін 2-3%-ға жақын ұстай алады, бірақ жоғары маржиналды өнімдерінің түсімінің төмендеуі сегменттік кірістілікке теріс әсер етуі мүмкін (2-кесте). Биотехника patent cliff (SGEN, SRPT) алдын алу мақсатында үлкен пішінді жұтудың қалаған нысаны болып қала береді. Фармацевтика мен ірі биотехнологиялар өткен жылы акциялардың өсуіне түрткі болған қорғаныс активі ретінде қарастырылады. Тек осы екі сегмент 2022 жылы EV/EBITDA форвардтық мультипликаторларының өсуін көрсетті (1-кесте). Жыл басында фармацевтикадағы және ірі биотехникадағы жайғасымдарды қысқартуды ұсынамыз, алайда шағын және орта капиталдағы биотехникалық компаниялар M&A белсенділігі арқылы тартымдылығын сақтай алады.

### Ауруханалар және денсаулық сақтау қызметтері

2023 жылдың басында денсаулық сақтау провайдерлері шығындарды оңтайландыруға назар аударады деп күтуге болады. Түсімнің өсу қарқыны шамамен 6%-дық



Дереккөз: FactSet

деңгейге дейін баяулауы мүмкін, ал компаниялардың медициналық шығындар коэффициенті тарихи мәндерге дейін қалпына келеді. Медициналық көмекке деген сұраныс COVID (JNH) айтарлықтай әсер етпестен күшті болып қала береді. Денсаулық сақтау қызметтері 2023 жылы түсім мен EPS өсуінің көшбасшыларында болуы мүмкін. Оң болжаулар қазірдің өзінде бағаға енгізілген, бірақ тарихи мәндермен салыстырғанда бағалау қолайлы болып қала береді. Жыл басында сегментте жайғасымдарды ұстауды ұсынамыз.

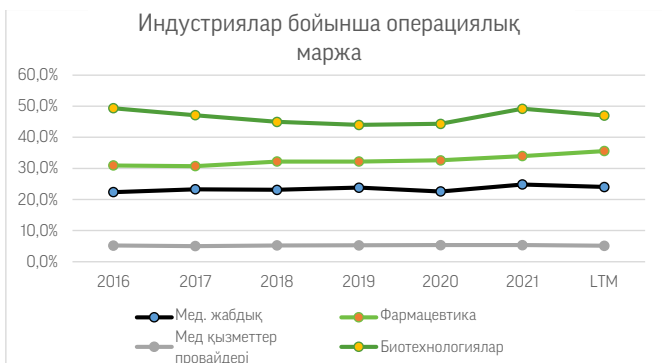
### Медициналық жабдық

Медициналық жабдық сегментінде жоспарлы операциялар мен рәсімдердің көлемі қалпына келтіріле береді, алайда COVID-ке байланысты түсімнің төмендеуіне және ауруханалардың жабдықты жаңарту бюджеттерінің ықтимал қысқаруына байланысты кірістің орташа жылдық өсуі шамалы болуы мүмкін (шамамен 1%). 2022 жылы сегмент инфляция қысымына ұшырады және жеткізу тізбегіндегі проблемалар болды, бірақ бұл факторлардың әсер ету шығын артта қалуы мүмкін. Қытайдың COVID-ке деген көзқарасын ықтимал жеңілдету халықаралық кірістер мен жеткізілім тізбегіне (ABT, MDT, ISRG) байланысты тәуекелдерді азайтады, бұл табыстылыққа жағымды әсер етуі мүмкін. Сыртқы экономикалық қысым факторлары қазірдің өзінде бағада көрінеді. Біз мультипликативті бағалаулар тарихи орташа мәндерге қарай төмендеуді жалғастыра алады деп күтеміз, бірақ бұл әсер негізінен мультипликатордың бөлігін қайта қарауға байланысты болуы мүмкін, кірістің өсуіне деген үміттерді біртіндеп қалпына келтіру. 2023 жылдың басында сегменттегі жайғасымды арттыруды бастауды ұсынамыз.

### Қаржы секторы

#### (вью - бейтарап)

Қазан айының басынан бастап XLF (financial Select sector SPDR) индексі 7,6% қалпына келді. Америкалық тұтынушылардың шығындарының орнықтылығының жеке тұлғаларға да, сондай-ақ бизнеске де кредит беру және пайыздық мөлшерлемелер конъюнктурасын қалыпқа келтіру есебінен баға белгіленімдерін қолдауға күткеннен де неғұрлым жоғары тоқсан сайынғы нәтижелер көрсетті. Соңғысы депозиттік мөлшерлемелерді баяу қайта қараумен бірге таза пайыздық маржаны 2020 жылдың басына дейін қалпына келтіруге ықпал етті.



Дереккөз: FactSet, Freedom Finance Global талдауы

Дегенмен, индустрия ипотекаға деген сұраныстың күрт қысқаруына және IPO белсенділігінің салқындауына және басқарудағы активтердің төмендеуіне байланысты 2021 жылғы жоғары базаға инвестбанк бизнесінің пайдасының төмендеуіне тап болды. Біздің бағалауымызға сәйкес, IV тоқсанның қорытындысы бойынша сектордың компаниялары EPS-тің жылдық 16%-ға қысқарғанын көрсетеді.

Келесі жылы XLF өсу болашағы рецессия қаупінің қысымына байланысты теріс бағаланады.

P/E NTM XLF форвардтық мультипликаторы 14,6 x орташа онжылдықпен салыстырғанда 12,3 x құрайды, өткен жылдың қорытындысы бойынша EPS 14,9%-ға төмендегеннен кейін жылдық кіріс 9%-ға дейін өсуі күтілуде. Әртүрлі бағытты факторларға байланысты банк секторы көрсеткіштерінің бейтарап серпінін күтеміз. Біріншіден, ақша-кредит талаптарын қатаңдату тұтынушылық және корпоративтік сегменттердегі қарыз алудың өсуін бәсеңдете отырып, кредит беру белсенділігіне тежегіш әсер етеді. Дегенмен, неғұрлым жоғары пайыздық мөлшерлемелер пайыздық кірістердің өсуін қолдауға мүмкіндік береді. Екіншіден, қарыз ауыртпалығының артуы мерзімі өткен және есептен шығарылған қарыздар үлесінің ағымдағы минимумдардан пандемияға дейінгі кезеңге тән орташа мәндерге дейін өсуіне әсер етеді. Бұл ықтимал кредиттік шығындарды жабу үшін резервтерді көбейтуді талап етеді, бірақ 2020 жылға қарағанда баяу қарқынмен. \$1,45 трлн артық жинақтың болуы келесі жылы тұтынушылардың кредит қабілеттілігін қолдау факторы болады. Үшіншіден, депозиттер бойынша мөлшерлеулердің қалпына келуі және оларға қызмет көрсету құнының өсуі жинақтаудың қысқаруына және ақша нарығы қорларына қаражаттың бөлінуіне байланысты салымдар көлемінің өсуінің баяулауымен өтелетін болады.

Нәтижесінде пайыздық пайданың өсу қарқыны 2022 жылғы 15-20%-дан келесі жылы 7-8%-ға дейін төмендей-

ді, таза пайыздық маржаның біркелкі өсуі және оның 2019 жылғы деңгейге дейін қалпына келуі. Банк секторының беріктігі ықтимал шығындарды сіңіруге мүмкіндік беретін алдыңғы дағдарыстармен салыстырғанда кредитті тәуекелдерді көбірек жабу арқылы сақталды. Капитал жеткіліктілігінің ағымдағы көрсеткіштері сала бойынша орташа есеппен 12% және нормативтік талаптардан жоғары деңгейде сақталады деп күтеміз. Бұл дивидендтерді төлеуді жалғастыруға мүмкіндік береді, алайда акцияларды сатып алудың біркелкі қарқыны кезінде бағытталатын соманы ұлғайтпайды.

Сонымен қатар, біз бір жыл бойы ипотекалық және инвестициялық банк сегменттеріндегі комиссиялық кірістерге қысым сақталады деп болжаймыз. Күтілетін жоғары нарықтық құбылмалылық келесі жылы банктердің сауда бөлімшелерінің (GS, MS) және жекелеген биржалық индустрияның (CME, CBOE) кірістерін қолдайды. Алайда, 2022 жылдың жоғары базасын ескере отырып, кірістің біркелкі өсу қарқындылығын болжайды. Тұтынушылық сұраныстың әлсіреуі тұтынушылық қаржы және төлем жүйелері (V, MA) саласындағы компаниялардың кірістерінің өсуінің баяулауынан көрінеді. Біздің бағалауымыз бойынша, жылдық өсу қарқыны 2022 жылғы 19%-бен салыстырғанда 10%-ға дейін баяулайды. Сонымен қатар, біз транзакциялық шығындар басым болатын және борыш жүктемесінің төмен деңгейі бар шығыстардың икемді құрылымы есебінен орташа бес жылдық 41% деңгейінде таза пайда бойынша табыстылықты сақтауды күтеміз. Тауарларды тұтынудың қысқаруы келесі жылы онлайн-төлемдер белсенділігінің әлсіз өсуінен көрінетіндіктен, қаржылық қызметтерді цифрландыру есебінен ұзақ мерзімді өсу үрдісін сақтай отырып, электрондық коммерция сегментіне бағдарланған финтех-компаниялардың (PYPL, SQ) қысқа мерзімді болашағын теріс бағалаймыз.



Дереккөз: Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC)

## Автоөнеркәсіп (вью – бейтарап)

АҚШ-ғы автоөндірушілер 2022 жылдың екінші жартыжылдығында автомобиль өндірісінің деңгейін біртіндеп қалпына келтіруде. Компаниялар қараша айының соңына қарай дилерлерде өз қорларын 70%-дан астам г/г-ға күрт арттыра алды, бірақ АҚШ-та сатылмаған жаңа автомобильдердің жалпы көлемі 2020 жылға дейінгі орташа тарихи мәндерден (2,5-3 млн авто) әлі де төмен. Біз келесі жылы тауарлық-материалдық құндылықтар жағдайының жақсаруын күтеміз, бірақ пандемиядан кейінгі ұсыныс тапшылығынан кейін пайыздық мөлшерлемелердің өсуіне байланысты шығындардың өсуі мен автомобильдерге сұраныстың төмендеуі 2023 жылы бірінші орынға шығады.

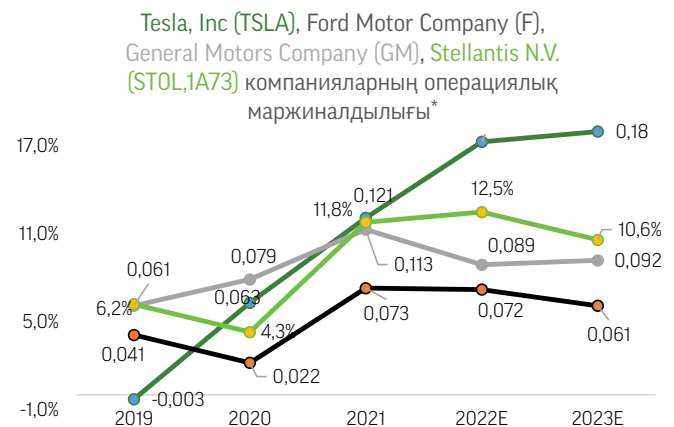
Биыл көліктерге деген сұраныс бағалар сияқты жоғары болып қала береді. Дегенмен, біз қара бидай көліктерінің бағасының төмендегенін көріп отырмыз, бұл автомобильдердің бастапқы ұсынысы нарығының жетекші көрсеткіші болып табылады. Индекс АҚШ-ғы пайдаланылған автомобильдер құнының индексі (the Manheim Used Vehicle Value Index) желтоқсанның ортасына қарай қаңтардағы рекордтық 236,3 тармаққа қарағанда 202,6 тармақ деңгейінде болды. АҚШ-ғы ақша-кредиттік қатайту жалғасуда, бұл автокөлік кредиттеріне қызмет көрсету құнын арттыру тұрғысынан автомобильдердің қолжетімділігін нашарлатады, бұл АҚШ-тың орташа мөлшерлемесі үшінші тоқсанда 7%-дан асты, дегенмен бір жыл бұрын бірнеше пайыздық тармаққа төмен болды.

Неғұрлым жоғары мөлшерлемелер кірісі төмен тұтынушылардың тұтынушылық қатарынан шығарылады. Сондай-ақ, ФРЖ-дан ақша-кредиттік қатаңдату саясаты еңбек нарығының күрт әлсіреуіне әкелуі мүмкін, бұл әдетте автомобиль секторына сезімтал.

Автокөліктердің жоғары бағасы автомобиль өндірушілерді маржиналдылықтың төмендеуінен құтқарады, бірақ жеткізу тізбектеріндегі қиындықтар әлі де бар. 2023 жылы біз сектор бойынша түсімнің орташа өсуін 3-5% г/г деңгейінде күтеміз. 2022 жылдың соңындағы күрт оң серпінді ескере отырып, автомобиль жеткізілімдері өсуді жалғастырады, бірақ мөлшерлемелердің өсуіне байланысты автомобильге деген сұраныстың төмендеуі бағаның төмендеуіне әкеледі.

Автокөлік өндірушілерінің таза пайдасы келесі жылдың қорытындысы бойынша бүкіл әлем бойынша қайта құрылатын жеткізу тізбектері аясында шығындардың қысымының жалғасуына байланысты орташа нөлдік серпінді көрсете алады. Инфляцияны азайту туралы заңның енгізілуіне байланысты салықтық артықшылықтар алатын

электромобиль өндірушілері неғұрлым жоғары маржиналдылықты көрсете алады. Автокөлік өндірушілерінің акцияларының ағымдағы төмен бағаларын ескере отырып (медианалық бағалау 2023 жылдың жеті болжамды жылдық пайдасынқұрайды), General Motors company (GM) акциялары неғұрлым қызықты болып көрінеді. Компания электромобильдер өндірісінен түсетін түсімді жылдам өсіруге және өзінің технологиялық базасының болуына негізделген маржаны сақтауға назар аударады.



\* - түзетілген операциялық пайда бойынша  
Дереккөздер: FactSet, Cox Automotive

## Қалыпқа келтірілетін энергия (вью – оң)

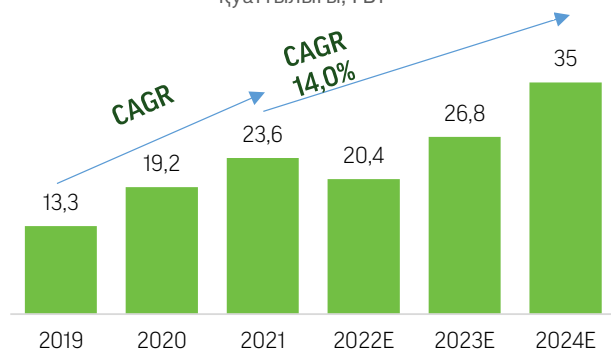
Инфляцияны төмендету туралы қабылданған заң 2023 жылы баламалы энергетикаға деген сұранысты қолдайды. Заң жобасының маңызды шарасы күн батареялары мен электр энергиясын сақтау құрылғыларын орнату арқылы өз үйлерінің энергия тиімділігін арттыратын азаматтарға 10 жылдық салық жеңілдіктерін беру болып табылады. Қабылданған бағдарламалар, Solar Energy Industries Association (SEIA) есептеулері бойынша, заң қабылданғанға дейін болжанған көлеммен салыстырғанда келесі 10 жыл ішінде АҚШ-ғы күн қондырғыларының санын 69%-ға арттырады.

Екінші жағынан, жеткізу тізбектеріндегі қиындықтар жаңартылатын энергия көздерінің белсенді өсуіне кедергі келтіреді. Кремний мен литий сияқты панельдер мен батареяларды өндіруге қажетті металдар серпінді емес ұсынысқа ие, компанияларды ресурстар үшін күресуге мәжбүр етеді, бұл жеткізушілер маржасының қысқаруына және жобаларды іске асыруды ауыстырудың өсуіне әкеледі. АҚШ-ғы Қытайға шикізатқа тәуелділікті азайтуға бағытталған шектеулер қосымша қысым жасайды, бұл 2023 жылы логистика-

лық қиындықтардың сақталуына себеп болуы мүмкін. Оңтүстік-Шығыс Азияда өндірілген күн панельдеріндегі демпингке қарсы баждардың екі жылға жойылуы америкалық компанияларға АҚШ-та жеткілікті қуат пайда болғанша бейімделуге мүмкіндік береді, бірақ жаңа шектеулерді енгізу қаупі сақталады. АҚШ-ғы кремнийлі кристалды модульдерінің 70%-дан астамы Азиядан келеді. Біз баламалы энергетика секторы компанияларының сатылымы келесі жылы 30%-дан астам г/г өсімін, оның ішінде АҚШ-тың ең ірі компаниялары тарапынан өздерінің климаттық мақсаттарын іске асыру үшін сұранысты дамыту есебінен көрсетеді деп күтеміз. Ағымдағы жылғы маусымға қарай корпоративтік күн қондырғылары 19 ГВт құрады, бұл 2019 жылы орнатылған 9,4 ГВт-тан екі есе көп. Тұтынушылардың бұл сегменті панельдерді сатуды қолдауды жалғастырады деп ойлаймыз, алайда биыл жеткізу тізбегінің проблемаларына байланысты алдағы жылдары күн қуаттылықтарын орнатудың орташа жылдық өсу қарқыны біршама төмен болады. Дегенмен, EBITDA сектор бойынша орташа өсімі 60% г/г болуы мүмкін.

Жаңа жеткізу тізбектері қалыптасқан кезде баламалы энергетика компанияларының жалпы маржиналдылығы 2023 жылы қалпына келтіруді бастауы мүмкін, бірақ 2021 жылғы мәндерден асып түсуі екіталай. Бұл сценарийде Canadian Solar Inc. (CSIQ) және JinkoSolar Holding Co., Ltd. (JKS) сияқты АҚШ-тан тыс жерлерде жұмыс істейтін жаһандық компаниялардың акциялары қызықты.

АҚШ-та күн генерациясының орнатылған қуаттылығы, ГВт



Дереккөз: SEIA, FactSet

## Өнеркәсіп секторы (вью – бейтарап)

### Қорғаныс кіші сектор

Қорғаныс компанияларының акциялары биыл геосая-

си көңіл-күйдің күшеюі есебінен серпін алды, алайда бұл ретте нақты өндіріс өткен жылмен салыстырғанда төмен болды. Бұл тоқырауды жалғастырған нақты мәндегі ІЖӨ компонентінің статистикасымен расталады. Дегенмен, алдағы жылы нақты өндірістің өсуі күтілуде. Қарудың кейбір түрлерінің қорларының сарқылуы 2023 ФГ-ға әскери бюджеттің ұлғаюының себептерінің бірі болды, ол DoD шығыстары бөлігінде өткен жылдан 8,1%-ға жоғары болды, бұл ретте сатып алу бөлімінде өткен жылға қарағанда едәуір ұлғайды. Желтоқсан айының басында салалық компаниялардың акциялары әділ белгілердің жанында саудаланатынын ескере отырып, біз алдағы жылы баға серпіні нарықтан жақсырақ болады деп күтпейміз, алайда дивидендтер мен байбәктер мұның бір бөлігін өтейді.

### Машина құрылысы

Қорғаныс компанияларының акциялары биыл геосаяси көңіл-күйдің күшеюі есебінен серпін алды, алайда нақты өндіріс өткен жылмен салыстырғанда төмен болды. Бұл тоқырауды жалғастырған нақты мәндегі ІЖӨ компонентінің статистикасымен расталады. Дегенмен, алдағы жылы нақты өндірістің өсуі күтілуде. Қару-жарақтың кейбір түрлерінің қорларының сарқылуы 2023 ФГ-ға әскери бюджеттің ұлғаюының себептерінің бірі болып табылады, ол DoD шығыстары бөлігінде өткен жылдан 8,1% - ға жоғары болды, бұл ретте сатып алу бөлімінде өткен жылға қарағанда едәуір ұлғаю орын алды. Желтоқсан айының басында салалық компаниялардың акциялары әділ белгілерге жуық саудаланатынын ескере отырып, біз алдағы жылы баға серпінін нарықтан жақсы болады деп күтпейміз, алайда дивидендтер мен байбәктер ішінара бұл соманы өтейді. Жолаушылар әуе көлігі.

Сектордың көліктік құрамдас бөлігі жыл қорытындысы бойынша біртекті емес болып көрінеді. Жалпы алғанда, жолаушылар әуе тасымалы ковидке дейінгі деңгейге жетті, кейбір компаниялар жолаушылар трафигін арттырды. Біз жоғары сұранысқа ие тенденция жалғасады деп күтеміз, себебі кешіктірілген сұраныстың әсері әлі таусылған жоқ (бұл халықаралық рейстердің баға деңгейінде байқалады) және азия нарықтары (атап айтқанда Қытай) COVID-19 себебінен әлі толық ашылмаған. AAL, DAL, UAL бұл жағдайдан пайда көре алатын өкілдер болып табылады. Біз келесі жылы саланың табысты компаниялары көбірек болады деп күтеміз және америкалық жолаушылар әуе тасымалдаушылары үшін EPS жиынтық өсімі (Factset Industry деректеріне сәйкес) 2,5x болады.

Авиацияны қалпына келтіру аясында біз SPR-ді бөліп көрсетеміз, ол ВА сатылымын қалпына келтіру арқылы операциялар көлемінің ұлғаюын сезінеді.

## Жолаушылар әуе көлігі

Сектордың көліктік құрамдас бөлігі жыл қорытындысы бойынша біртекті болып көрінеді. Жалпы алғанда жолаушылар әуе тасымалы іс жүзінде ковидке дейінгі деңгейге жетті, кейбір компаниялар жолаушылар трафигін арттырды. Біз жоғары сұранысқа ие үрдісі жалғасады деп күтеміз, себебі кешіктірілген сұраныстың әсері әлі де таусылған жоқ (бұл халықаралық ұшу баға деңгейінде байқалады), ал азия нарықтары (атап айтқанда Қытай) COVID-19 себебінен әлі толық ашылмаған. AAL, AL, UAL бұл жағдайдан пайда көре алатын өкілдер болып табылады. Біз келесі жылы саланың табысты компаниялары көбірек болады деп күтеміз және америкалық жолаушылар әуе тасымалдаушылары үшін EPS жиынтық өсуі (Factset Industry деректеріне сәйкес) 2,5 x болады. Авиацияны қалпына келтіру аясында біз сондай-ақ ВА сатылымын қалпына келтіру арқылы операциялар көлемінің ұлғаюын сезінетін SPR-ді атап өтеміз.

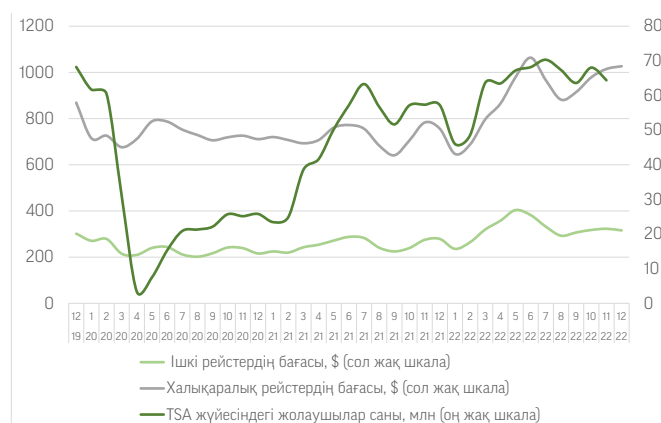
## Жүк көлігі

Жүк тасымалымен айналысатын тасымалдаушылардың жағдайы аса оң емес. Соңғы статистикалық деректерге сәйкес, әуе тасымалдарында нақты трафиктің біршама төмендеуі байқалады. Сәлемдемелер жөнелтілімдерінің төмендеуі жыл бойы ең ірі ойыншыларда байқалды. ДСҰ-ның халықаралық сауда көлемінің 1%-ға дейін өсуін бәсеңдету және өндірістегі іскерлік белсенділікті көрсету туралы болжамы аясында компаниялардың артық мүмкіндіктері тасымалдау мөлшерлемелеріне қысым жасауды жалғастырады. Жартылай өткізгіштер мен микроэлектроника нарығына әсер етуі мүмкін белгісіздік салаға оң әсер етпейді, себебі BTS деректеріне бойынша тұтынушылық электроника тасымалдаудың жалпы құны бойынша негізгі тауар тобы болып табылады. Әлемдік саудаға қатысты жігерлендірмейтін болжам соңғы уақытта барлық қосалқы салалық топтардағы теңіз жалдау мөлшерлемелеріне айтарлықтай қысым жасады. 2023 жылы мөлшерлеме біршама қалпына келеді деп күтеміз, бірақ 2021 деңгейлері жақын болашақта қол жетімсіз болып саналады. Бұл ретте тасымалдау көлемінің өсуі кейбір шикізат топтарының есебінен орташа ынталандырылатын болады. Біз теңіздегі көлік компаниялары акцияларының 2023 жылдың екінші жартысында айтарлықтай әлеу-

еті бар деп санаймыз. Теміржол тасымалдарында да жағымсыз үрдіс бар: кейбір тауар топтарында трафиктің орнықты төмендеуі байқалады. Алайда, теміржолшылардың акциялары Factset деректеріне сәйкес сектор индексіндегі салалық қағаздар көлемін 3,8% - ға қысқартатын алдағы сатып алу бағдарламаларын қолдай алады. Бұдан басқа, жалпы көлік саласы үшін біз бөлшек ритейлердің көптігі сияқты жағымсыз факторды бөліп көрсетеміз.

**Біз индустриал секторына бейтарап қараймыз, себебі сатылымның орташа өлшенген нақты өсуі нөлге жақын болуы мүмкін. Бұл ретте алдағы жылы акциялар сатып алу бағдарламаларын қолдайды.**

Әуе саласының жағдайы:



Источник: TSA, Hopper Price Tracker

## Жылжымайтын мүлік секторы (вью – теріс)

Жылжымайтын мүлік нарығына ФРЖ риторикасы 2023 ж. 1 П жылдың соңына дейін әсер етеді. Соңғы алты айда Green Green Street Commercial Property Price Index индексі пандемияға дейінгі кезеңге дейін 13%-ға төмендеді. Алайда, сектор шеңберіндегі жағдай біртекі емес. Мысалы, аутсайдерлердің бірі - офистік жылжымайтын мүлік нарығы: таза сатып алу, жаңа объектілердің құрылысының пайпланы сияқты, төмендеу үрдісін жалғастыруда және үй-жайлардың бос орны өсуде. Біз жұмыссыздықтың өсуіне әкелетін алдағы экономикалық құлдырауға байланысты сегменттегі тенденциялардың айтарлықтай өзгеруін күтпейміз. Сауда жылжымайтын мүлік сегменті аясында орнықты көрініс байқалады: 2022 жылдың III тоқсанының қорытындысы бойынша 2019 жылға қатысты таза сатып



алудың өсуі және бос орынның төмендеуі байқалады. Көптеген қосалқы сегменттерде бейтарап инвестициялық көрініс бар. Бәрінен де "көршілес" шағын сауда орталықтарының жағдайы жақсы, бұл ретте оларға қатысты 2023 жылғы сурет өзгермейді деп күтілуде: кәсіби респонденттердің көпшілігі олардың ағымдағы құнын әділ деп бағалайды. Жалақының өсуі ойын-сауық орталықтарын да қолдайды, оларға сұраныс соңғы уақытта туристік ағындардың өсуіне байланысты айтарлықтай өсті. Алайда, тұтынушылық сентименттің нашарлауына байланысты 2023 жылдың бірінші жартысында нақты тұтыну азаяды деп күтілуде, бұл сауда объектілеріндегі жағдайды нашарлатуы мүмкін: бұл бірінші кезекте үлкен сауда орталықтарына әсер етеді. Қойма сегментінде тұрақты көрініс байқалады. Дегенмен, сұранысты одан әрі салқындату бос орынның шамалы өсуіне және таза сіңірудің баяулауына әкелуі мүмкін. Бұл жанама түрде газ тасымалдау саласындағы белгісіздіктермен расталады. Бұл ретте біз жалдау мөлшерлемелері ұзақ өсуден кейін тұрақтанады деп күтеміз. Жылжымайтын тұрғын үй нарығы ФРЖ әрекеттерінің қысымына ұшырайды: АКС-ын қатаңдату сөзсіз 2006-2008 жылдар аралығында желтоқсан айында болған ипотекалық мөлшерлеменің өсуіне әкеледі. Бұл жалдау бағасының өсуіне драйвер болған жалдау сұранысының өзгеруіне әкелді. Дегенмен, соңғы уақытта оның өсу қарқынының төмендеуі және негізгі орындарда кейбір түзетулер байқалды, бірақ ұзақ мерзімді аралықта жалдау мөлшерлемесі сату бағасына қарағанда орнықты сипатқа ие. Ипотекалық мөлшерлеме 6%-дан жоғары болғанша, біз сұраныстың сатып алуға айтарлықтай кері ауысуын күтпейміз, себебі бұрын жүргізілген сауалнамаларға сәйкес, тұтынушылардың көпшілігі осы кезеңде үй сатып алудан бас тартуды жөн көреді. Сонымен қатар, нақты тұтыну шығындары біртіндеп азаяды, бұл кем дегенде бірінші жартыжылдықта жалдау нарығын қолдайды. Қазір жылжымайтын мүлік нарығы үшін негізгі тәуекел - АКС қатаңдату. Бұл капиталдандыру мөлшерлемесінің жоғарылауына әкеледі. Тарихи үрдістерді ескере отырып, біз бұл орташа нарықтық көрсеткіш шамамен 1 п.п.-ға өсуі мүмкін деп күтеміз, бұл өз кезегінде мүлікті қайта бағалауға алып келеді және таза активтердің түзетілген құнынан нарықтық сыйлықақы жасайды. XLE секторлық ETF бірінші жартыжылдықта 10%-ға дейін реттелуі мүмкін деп күтеміз.

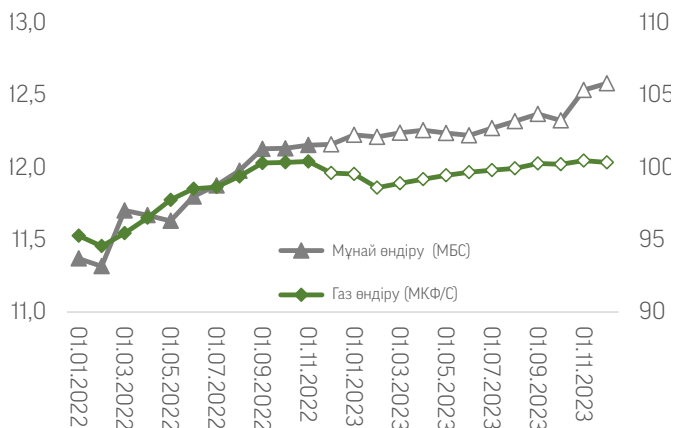


Дереккөздер: NAREIT, Green Street, Factset, Freedom Finance Global талдауы

## Энергетикалық сектор (вью – оң)

### 2022 жылы ахуал

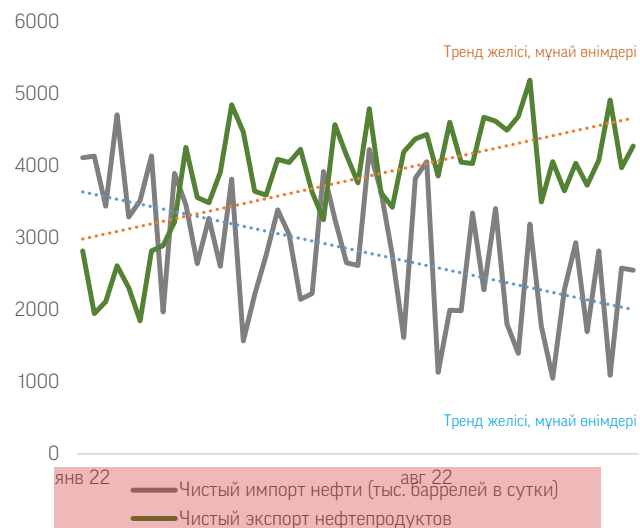
2022 жыл америкалық мұнай-газ секторы үшін ерекше жыл болды. WTI мұнайының орташа бағасы 39%-ға (20 желтоқсандағы жағдай бойынша 94,7 долларға дейін) г/г көтеріліп, 2008 жылдан бері ең жоғары деңгейге жетті. Газдың бағалары 77%-ға көтерілді және ең көп дегенде 14 жыл ішінде көрсетті. Баға ұсыныстарын қолдаудың негізгі факторлары Украинадағы әскери қақтығыс және Ресейдің мұнай газ саласына қатысты санкциялар және ОПЕК + өндірісті тежеу саясаты болды. Ағымдағы жыл да бағаның жоғары құбылмалылығымен ерекшеленді. Мұнай бағасының ең төмен нүктеден ең жоғары нүктеге дейін таралуы \$53 болды. Осындай жағдай газ нарығында да қалыптасты (жылына орташа бағасы \$6,6 кезінде бір млн британдық территориялық бірлік (BTU) үшін \$6). АҚШ Энергетика министрлігінің болжамы бойынша Штаттардағы орташа жылдық мұнай өндіру 2022 жылы 5,2% - ға, тәулігіне 11,8 млн баррельге (МБС) дейін өседі және 2023 жылы тағы 4,1% - ға ( 12,3 МБС-қа дейін) өседі. 2022 жылы газ өндіру көлемі г/г 3,8% қосып, тәулігіне 98 млрд текше фут (МКФ/тәулік) тарихи максимумға жетеді. 2023 жылы Г/ж 1,7% - ға өседі деп күтілуде.



Дереккөздер: АҚШ Энергия министрлігі

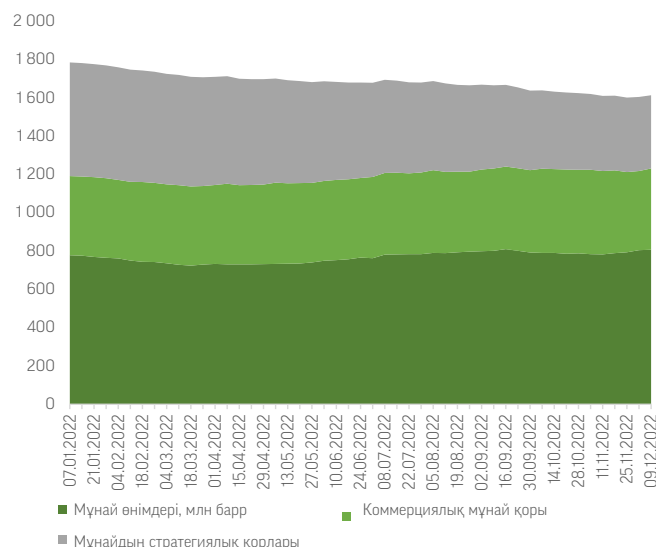
2022 жылы әлемдегі белсенді бұрғылау қондырғыларының орташа саны 1750 (АҚШ-та 721) болуы мүмкін, бұл г/г-ны 28,6% - ға (АҚШ-та+51,8%) арттырды. Мұнай өнімдерінің өндірісі 2022 жылы 5,4% г/г-ға, 15,94 Мб с-қа дейін ұлғаяд. 2023 жылы өсім 0,6%-ды құрауы мүмкін.

Ағымдағы жылы АҚШ әлемдік нарықты теңестіріп, Ресейден экспорттың қысқаруын өтейді. Мұнай өнімдерінің таза экспорты 40% г/г-ға, 3,8 МБ С-қа дейін өсті, бұл ретте АҚШ-қа мұнай импорты 13%-ға, 2,8 МБ С-қа дейін төмендеді.



Дереккөздер: АҚШ Энергетика министрлігі, Freedom Finance Global талдауы

Жыл басынан бері АҚШ-тан сұйық көмірсутектердің (Мұнай және мұнай өнімдері) таза экспорты, оның ішінде 211 млн баррель көлемінде стратегиялық қорлардан мұнай сатудың көмегімен 356 млн баррельді (20.12.2022 ж.) құрады.



Дереккөздер: АҚШ Энергия министрлігі

Дегенмен, қорлардың жалпы деңгейі (мұнай + мұнай өнімдері) жыл басынан бері небәрі 9,8%-ға (175 миллион баррель) қысқарды.

### 2023 ж. арналған болжам

Біздің ойымызша, мұнай мен газ бағасының жоғары құбылмалылығы 2023 жылы сақталады. Жылдың басында баға ұсыныстарын қолдаудың негізгі факторлары: жылыту кезеңінде мұнай өнімдеріне сұраныстың артуы (желтоқсан-ақпан айларында+0,5-1 МБС), себебі газ бен көмірдің жоғары бағасына байланысты мұнай өнімдері баламалы отын ретінде пайдаланылады; АҚШ-тың стратегиялық резервтерінен сатудың аяқталуы (орташа есеппен 2022 жылы олар 0,6 МБС) және резервтерді толықтыруды бастау; ЕО-ның теңіз жеткізілімдеріне эмбарго енгізуіне және 5 желтоқсаннан бастап (5 ақпаннан бастап ЕО - ның ресейлік мұнай өнімдеріне эмбаргосы күшіне енеді) және Қытайдағы кодивке қарсы шектеулердің әлсіреуіне байланысты Ресейден мұнай экспортының төмендеуі (+1 МБС). Естеріңізге сала кетейік, 2022 жылдың қараша айынан бастап ОПЕК+ өндіру квоталарын 2 МБС-қа қысқартты. Қараша айында ОПЕК елдерінің өндірісі қазан айымен салыстырғанда 744 МБ-қа қысқарды. Бағалар 2023 жылдың басында бір баррель үшін \$100 жақындауы мүмкін. Маусымдық тұрғыдан мұнайға және әсіресе газға ең аз сұраныс мамыр айында байқалады. Бұдан басқа, көктемге қарай көмірсутектер бағасына қысым әлемдік экономиканың баяулауына әкеледі. 2008-2009 жылдардағы рецессия кезінде тұтыну 2 МБС-қа төмендеді (2007 жылы 86,3 МБС - тан 2009 жылы 84,3 МБС-қа дейін). Бағаның төменде-

уі ақпан-наурыз айларында басталуы мүмкін. Мамырдың ең төменгі белгілері WTI маркалы мұнай бойынша шамамен \$60 болуы мүмкін (ағымдағы бағаларға -21%). Газ бағалары миллион БТУ үшін \$3-ке дейін төмендеуі мүмкін (ағымдағы бағаларға -44%).

Жылдың екінші жартысында біз жазғы кезеңдегі сұраныстың жоғары деңгейінің (driving season) және үй-жайларды салқындату үшін электр энергиясына сұраныстың арқасында баға ұсыныстарын қалпына келтіруді күтеміз. 2023 жылы АҚШ-тағы WTI мұнайы мен газының орташа жылдық бағасы базалық сценарийде бір баррель үшін \$70 және млн БТУ үшін \$4,5 деңгейінде болады деп күтілуде. Алайда, нарықтық емес факторлар өз әсерін сақтайды: ОПЕК+ саясаты және Украинадағы әскери қақтығыс. ОПЕК+ (тау-кен квоталарын ұлғайту) және саяси шиеленісті жеңілдетудің жұмсақ саясаты кезінде орташа жылдық баға \$60 дейін төмендеуі мүмкін. Украинадағы қақтығыстың созылуы / кеңеюі және ОПЕК + қатаң саясаты орташа жылдық бағаның бір баррель үшін \$80 дейін өсуіне әкелуі мүмкін.

## Компаниялар

Мұнай мен газ өндірудің өсуіне байланысты операциялық нәтижелер артқандықтан инфрақұрылымдық сектор (газды, құбырларды, қоймаларды жинау және өңдеу жүйелерінің иелері) үздік нәтижелерді көрсетеді. Бес ірі тәуелсіз компанияның дивидендік кірістілігі 6,6%-ды құрайды. Секторға көзқарас оң.

Көмірсутек өндірісінің ұлғаюына байланысты мұнай қызмет көрсету секторынан да күшті нәтижелер күтуге болады. Әлемдегі бұрғылау қондырғыларының белсенді флоты 8,6% - ға, 1900 бірлікке дейін өсуі мүмкін. АҚШ-тағы өсім 11%-ды, 800 бірлікке дейін болуы мүмкін. Көзқарас бейтарап. Өндіруші компаниялар көмірсутек бағасының өсуіне, сондай-ақ дивидендтер мен акцияларды сатып алудың өсуіне байланысты өсу әлеуетін толығымен жүзеге асырды. 2023 жылы дивидендік төлемдер мен акцияларды сатып алу көлемінің төмендеуі қаупі бар. Теріс көзқарас.

Ең әлсіз серпінді мұнай өңдеушілер көрсете алады. 2022 жылы компаниялар бірегей жағдайлардың арқасында айтарлықтай өсуді көрсетті: АҚШ-ғы бензин мен дизельдің орташа бағасы мұнай құнының 39% - ға өскенде 41% - ға және 68% - ға өсті; Штаттардан мұнай өнімдерінің таза экспортының орташа деңгейі газдың төмен құнының арқасында 40% - ға өсті (газа 33 / 20 желтоқсандағы жағдай бойынша Штаттардағы \$5,3-пен салыстырғанда ең үлкен ТТФ хабында миллион БТУ) және Еуропамен салыстырғанда АҚШ-тағы электр энергиясы.

## Қайталама қажеттілікті тауарлар (вью – теріс)

### Сектор қазір:

- Тұтынушылардың үнемдеуі және артық тауар-материалдық құндылықтар көптеген компаниялардың пайдасына қатты әсер етті. Киім өндірушілері ең үлкен соққыға ұшырады. Алайда, бұл саладағы жағдай біркелкі емес. Мысалы, Nike (NIKE) және Lululemon (LULU) сияқты премиум брендтер өздерін сенімді сезінді, себебі олардың мақсатты клиенті неғұрлым төлемге қабілетті және тұтынушылық әдеттерін тым өзгертпеді.
- Керісінше, Gap (GPS) және Under Armour (UA) сияқты демократиялық брендтер шығындар мен артық қорлардың қысқаруына байланысты ауыр жағдайға тап болды. Бұдан басқа, екі компанияның да басшылықта үлкен проблемалары болды, бұл оларға кері әсерін тигізді.
- Қоғамдық тамақтанудың жағдайы сәл жақсырақ. Мысалы, Chipotle Mexican Grill (CMG) үшін іс жүзінде қиындықтар аса байқалған жоқ, негізінен төлем қабілетті клиенттік базаға байланысты. McDonald's (MCD) бірінші жартыжылдықта Ресей мен Украинадағы мейрамханалардың жабылуына байланысты қиындықтарға тап болды. Дегенмен ол Азия мен Солтүстік Америкадағы салыстырмалы сатылымдардың өсуімен өтей алды. Үнемдеуге ұмтылған неғұрлым қабілетті сегменттен клиенттердің көші-қоны компания үшін тиімді болды. Дегенмен, біз трафиктің төмендеуін және орташа чекті көріп отырмыз, бұл компанияның жоғары қарқынмен өсуіне кедергі келтіруі мүмкін.

## 2023 ж. арналған болжаулар

- Біз 2023 жылдың бірінші жартысында жағдай түбегейлі өзгермейді деп санаймыз. Бірақ инфляция төмендеп, тауар-материалдық құндылықтар мен логистикалық жағдай қалыпқа келген сайын, біз Gap (GPS) және Under Armour (UAA) сияқты брендтерде қаржылық нәтижелердің айтарлықтай жақсарғанын көреміз. Сондықтан біз осы қағаздарды сатып алуды мұқият қарастыруды ұсынамыз.
- Қоғамдық тамақтандыруда біз 2023 жылы айтарлықтай жақсаруды немесе нашарлауды күтпейміз.
- Біз 2021 жылы қатты құлдырағаннан кейін секторда EPS-тің айтарлықтай өсуін күтеміз. Біздің ойымызша, EPS 20% - дан 30% - ға дейін өсуі мүмкін.



Дереккөз: Factset

## Бірінші қажеттілікті тауарлар (вью – оң)

### Сектор қазір:

- 2022 жылды қажетті тауарлар компаниялары секторының жылы деп атауға болады. Алкогольсіз сусындар, азық-түлік, тұрмыстық тауарлар өндірушілері және шағын форматты дискаунтерлер инфляцияның жоғары пайдасына айналды және олардың қорғаныс мәртебесін ақтай алды. Орташа және кірісі төмен тұтынушылар қажетті емес тауарларға шығындарды қысқартты.
- Coca-Cola (KO) осындай компаниялардың бірі болды. Бұдан басқа, ол қоғамдық орындар мен спорттық іс-шаралардың ашылуы арқылы сатылымын арттыра алды. III қаржылық тоқсандағы органикалық сатылымдар 16% - ға өсті. Негізгі бәсекелес PepsiCo (PEP) бизнесі де жақсы жүрді. Алкогольсіз сусындар өндірушісі көбінесе үйде тамақтанудың пандемиялық әдеті мен азаматтардың азық-түлікке үнемдеуінің арқасында тағамдар сегментінің күшін сақтай алды.
- General Mills (GIS) үшін ұқсас жағдай, алайда компания кірістің өсуімен бірге тауар көлемінің тұрақты төмендеуін байқады. Соңғы тоқсанда тауар көлемі 16% - ға төмендеді.
- Сондай-ақ, күрделі экономикалық жағдайдың бенефициарлары Dollar General (DG) және Dollar Tree (DLTR)

сияқты шағын форматты дискаунтерлер болды. Дүкендердің үйге жақындығы оларды жанармай үнемдеуге байланысты артықшылықты етті, ал азық-түлік пен тұрмыстық тауарларға назар аудару шамадан тыс жүктемеден аулақ болуға және қосымша жеңілдіктерге жүгінбеуге мүмкіндік берді. Керісінше, ірі форматты ритейлер үшін негізінен жоғары қорларға байланысты соққы болды.

### 2023 ж. арналған болжаулар

- Біз 2023 жылы шағын форматты дискаунттар кірістер мен салыстырмалы сатылымдардың ағымдағы серпінін сақтай алады, ал ірі көлемді ритейлерлер өз қаржылық көрсеткіштерін жақсарып, жылдың 2П-на қарай айтарлықтай жақсарта алады. Біз Target (TGT) және Walmart (WMT) сияқты үлкен форматты желілерді 2023 жылдың 1-жарты жылдық-да сатып алуды ұсынамыз.
- Біз алкогольсіз сусындар мен азық-түлік өндірушілері бағаны одан әрі тиімді көтере алады деп күтпейміз, соның салдарынан олар маржаның қысқаруына тап болады. Дегенмен, ауыр нашарлауды да күтуге болмайды. Біздің ойымызша, KO, PEP және GIS өсу әлеуеті шектеулі.
- Біз 2% шамасында сектор бойынша EPS шамалы өсуін күтеміз.

## Шикізат өнеркәсібі (вью – бейтарап)

### Шикізат тауарлары

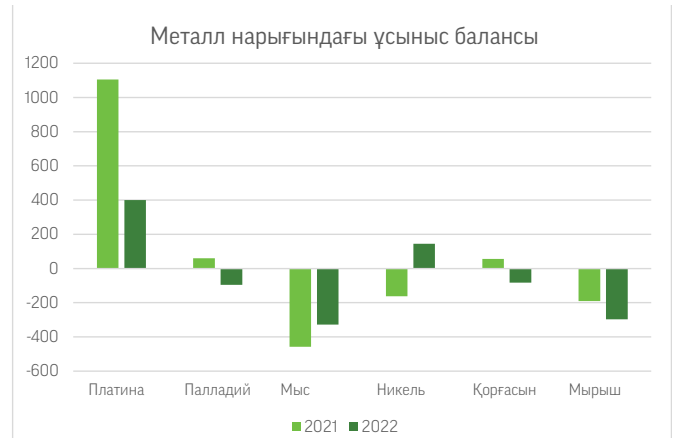
Еуроаймақтағы жағдайдың біршама жақсарғанына қарамастан, энергетикалық дағдарысқа байланысты әлі де әлсіз болып қала береді және АҚШ-та 2023 жылға дейін сақталуы мүмкін жоғары пайыздық мөлшерлемелер жағдайларында көптеген кәсіпорындар үшін шығындарға қысым күшейеді. Бұдан басқа, Қытайдағы инфекциялардың жаңа толқыны, доллардың нығаюы және металл қорларының ұлғаюы одан әрі өсуді тегістей алады. Жалпы алғанда біз 2023 жылға әлсіз көзқараспен қараймыз. Қатты шикізат тауарлар бағасының (мысалы, мыс, алюминий, болат) өсу мүмкіндігі іс жүзінде жоқ, бірақ кейбір маңызды минералдардың бағасының өсуіне әлі де мүмкіндік бар, себебі олар тапшы болуы мүмкін.

2023 жылы біз тау-кен компанияларының тарапынан ESG мәселелеріне көбірек назар аударуын күтеміз, себебі олар «көгалдандыру» инвестициялық жобаларына күрделі инвестицияларды арттырады.

Тау-кен алпауыттарының көпшілігі қандай да бір жолмен "жасыл" өткелге қатысады. Атап айтқанда, біз активтердің портфелін әртараптандыратын және жаңартылатын энергия көздерін пайдаланатын Vale, Barrick, BHP және Rio Tinto компанияларын бөліп көрсетеміз. Жалпы алғанда, M&A белсенділігі төмендеуі мүмкін, бірақ маңызды минералдарды қамтитын сауда-саттық өзгеріссіз қалуы мүмкін. Біз таңдауымызды Lithium Americas, MP Materials, Livent Corp жасыл өткеліне қатысатын компаниялардың арасында жасаймыз.

Біз өтпелі экономикаға қатысатын өнеркәсіптік металдар (соның ішінде никель, мыс және платина) нарығының бұған дейін белгілеген тапшылығын қайта қарауға мәжбүрміз, себебі ұсыныс сұраныстан қалмайды, "жасыл" өту аяқталуға жақын емес және әлем жаһандық өсудің баяулау шегінде жатыр.

Түсті металдарға келер болсақ, тапшылықтан кейін, 2021 жылы, 2022-23 жылдары нарық теңдестірілетін болады деп күтілуде, себебі ұсыныстың ұлғаюы сұраныстың өсуіне сәйкес келеді (егер жеткізу тізбегі 2023 жылы қалыпқа келе бастаса).

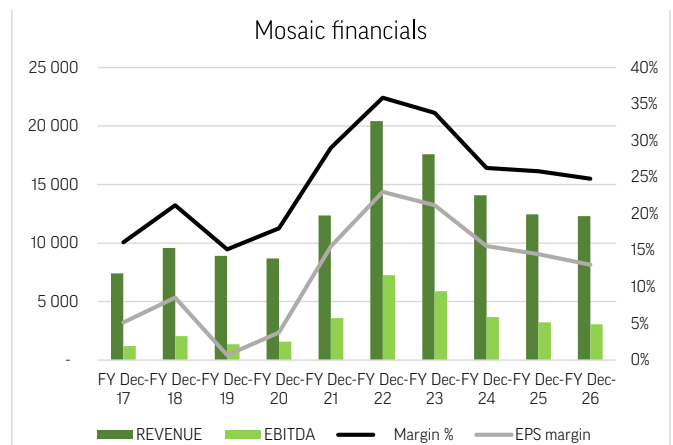


Дереккөз: ICSG, INSG, IZLSG

**Энергетикалық дағдарыс** байқалмай басталды және Ресей Федерациясына санкциялық қысымның өсуіне байланысты одан дп жақсы ашылды. Жеткізу тізбегі Ресей-Украина қақтығысының басталуымен айтарлықтай қайта құруға мәжбүр болды.

ХЭА энергетикалық көмірдің халықаралық саудасы 2030 жылға қарай 50%-ға қысқарады және ғасырдың ортасына қарай іс жүзінде жойылуы тиіс деп санайды. IEA-ның көмірге деген жеккөрушілігін ескере отырып, бұл болжамға таң қалудың қажеті жоқ. Бірақ болжамдарды ұстануға бірнеше себептер бар, себебі олардың көмір өндірудің шыңы туралы бұрынғы бағалаулары әрқашан қате болған.

Ұсыныс тапшылығы жағдайларында көптеген тыңайтқыш өндірушілердің кірістілігі инфляцияның жоғары қарқынына қарамастан екі есеге өсті. Мәселен, мысалы, АҚШ-ғы ең ірі фосфат және калий тыңайтқыштарын өндірушілердің бірі Mosaic (MOS) EBITDA маржасының көрсеткіші финкварталдың II қорытындысы бойынша соңғы үш жылдағы орташа мәнге қарсы 16% - ға дейін өсті.



Дереккөз: Refinitiv

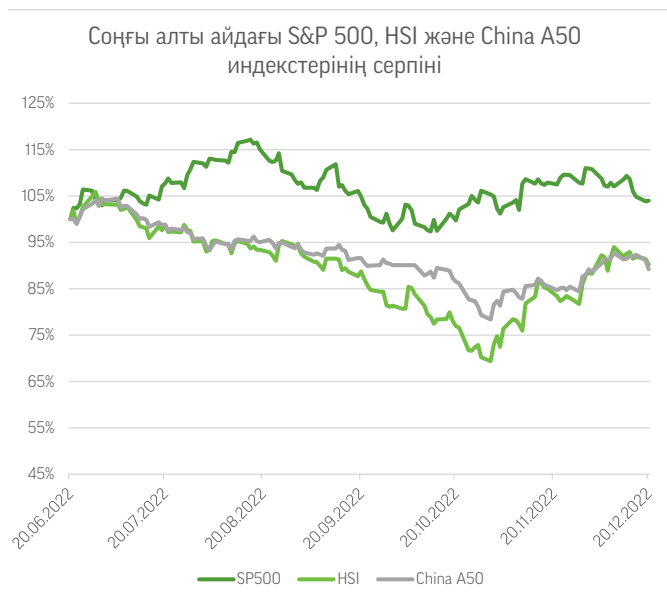
## Қытай нарығы (вью- оң)

### 2022 жылдың соңына қарай қытай нарығы

2022 жылы Қытайдағы әлеуметтік-экономикалық және геосаяси тәуекелдерге байланысты қытайлық акциялар құлдырады. Алайда, 2022 жылдың қараша айынан бастап жағдай күрт өзгерді, яғни үкімет халықтың наразылығына жауап ретінде коронавирустық шектеулерді ресми түрде жеңілдетуді бастағаннан кейін қытай экономикасының белсенді өсу ықтималдығы айтарлықтай өсті, бұл 2020 жылдан бастап елдің дамуына кедергі келтірді.

Экономиканы қолдау үшін құрылыс салушылардың өтімділігін қолдау ретінде девелопер секторды қаржыландырудың екінші топтамасы да жарияланды. Тайвань қақтығысының өршу қаупі де төмендеді, себебі Тайваньда өткен муниципалдық сайлауда қытайды қолдайтын партияның өкілдері сенімді жеңіске жетті.

Қараша айында өткен Қытай мен АҚШ басшыларының кездесуі тараптардың санкциялар мен экономикалық ынтымақтастық жөніндегі диалогына үміт берді. Бұдан басқа, соңғы кездері қытайлық техсекторды мемлекеттік реттеуді күшейту бойынша үлкен бастамалар болған жоқ, ал АҚШ нарығынан қытайлық акциялардың ықтимал делистингі туралы инвесторлардың алаңдаушылығы америкалық реттеуші қытайлық компаниялардың ішкі құжаттарына қол жеткізгеннен кейін төмендеді.



Source: FactSet, анализ Freedom Finance Global

### ҚХР нарығында ағымдағы тәуекелдер

Желтоқсан-қаңтар айларында пандемияның елде та-

ралуына және әлеуметтік қамсыздандыру ведомстволарының ауырып қалушылардың көп санына қызмет көрсетуге дайын болмауына байланысты түзету болуы мүмкін – Bloomberg талдаушылары жоғары сырқаттанушылық проблемаларын еңсеру (азаматтардың өзін-өзі оқшаулауы және экономиканың баяу қалпына келуі) 2023 жылдың I тоқсанының соңына дейін созылуы мүмкін деп санайды.

Талдаушылардың арасында инфекциялардың қытай экономикасына әсері туралы әлі консенсус жоқ, коронавирустың өршуі уақытша жұмыссыздықты күшейтеді, бірақ шектеулерді алып тастау өнімге деген сұранысты арттырады.

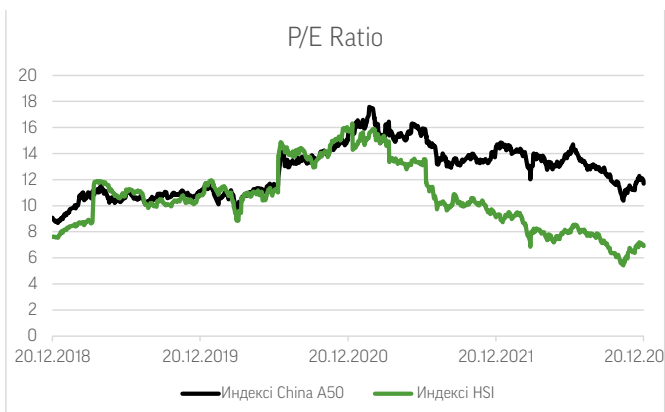
Әзірге біз аурулардың өсу проблемасына бейтарап қараймыз және қағаздардың қатты құлдырауын күтпейміз, инвесторлар карантиндер жойылғаннан кейін коронавирустың таралуын көптен күткен болатын. Қытай нарығының одан әрі серпіні көбінесе инфекциялар толқынының ауырлығымен және оны жеңу жылдамдығымен анықталады.

Қытай нарығының ұзақ мерзімді тәуекелдерінің арасында қытай-америкалық экономикалық қайшылықтар бірінші орынға шығады – олармен Қытайдың жоғары технологиялық секторына, соның ішінде америкалық одақтасстардың (ең алдымен ЕО және Жапония) ықтимал жаңа санкциялары байланысты. Екінші тәуекел – 2023 жылғы сәуір-мамыр айларында ҚХР жаңа үкіметін сайлаудан кейін Қытай басшылығының ішкі және сыртқы саясатына қатысты белгісіздік (соңғы екі жылда қытай билігінің әртүрлі әлеуметтік-экономикалық салалардағы даулы саясаты Қытай қор нарығының құлдырауының негізгі факторы болды).

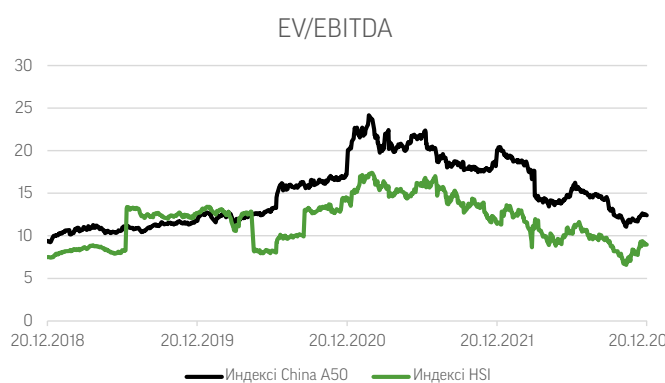
### 2023 жылға арналған болжаулар

2023 жылы қытай нарығы бойынша біздің негізгі болжамымыз "ұстаудан" "сатып алуға" қайта қаралды: біз коронавирустық шектеулер жойылған сайын ҚХР-ның бүкіл қор нарығының өсуін күтеміз-бұл ретте орта мерзімді болашақта бөлшек сауда, әуетасымалдар, туризм, қонақүйлер және қоғамдық тамақтану бізге ең тартымды секторлар болып көрінеді.

Мемлекеттік қолдауға ие қытайдың инновациялық секторларына жасанды интеллект, жартылай өткізгіштер, күн энергетикасы және электромобильдерге ұзақ мерзімді мөлшерлеме де өзекті болып қала береді. Алты ай ішінде HSI индексінің P/E 6,9 – дан 8-8,5-ке дейін, ал EV / EBITDA 8,9-дан 11-11,5-ке дейін өсуі мүмкін, ал China A50 индексі бойынша біз P/E 11,7 – ден 13-13,5-ке дейін және EV/EBITDA 12, 4-тен 14,5-15-ке дейін өседі деп күтеміз.



Source: FactSet, Freedom Finance Global талдауы



Source: FactSet, Freedom Finance Global талдауы

Біз қытай халқының ұзақ мерзімді тауарларға деген кешіктірілген сұранысына назарға аламыз және қытай үкіметі оң көзқараспен қарайтын компанияларға инвестицияларды ұстанамыз. Қазіргі уақытта қол жетімді секторлардың ішінен біз 2023 жылы ең жақсы серпінді көрсете алатын екі топты бөліп көрсетеміз:

Ритейлерлер және логистикалық компаниялар: Pinduoduo (PDD), JD.com (JD, немесе 9618.НҚ) және Meituan (3690.НҚ), сондай-ақ ANTA Sports Products (2020.НҚ) и Li-Ning (2331.НҚ); Ішкі нарыққа бағытталған инновациялық компаниялар: Li Auto (LI, немесе 2015.НҚ), NIO (NIO, или 9866.НҚ) және Baidu (BIDU, немесе 9888.НҚ). Біз девелоперлерге кредит беру жоғары, ҚХР-ғы тұрғын үй бағасы төмендегендіктен және мемлекеттің құрылыс салушыларға емес, меншік иелеріне басым көмек көрсету саясатына байланысты жылжымайтын мүлік секторына инвестицияларға әлі де сақтықпен қараймыз. Бұдан басқа, белгісіздік реттелген салаларда (білім беру, компьютерлік және мобильді ойындар, ағындық қызметтер, казино) қалады. Бұл бизнес-бағыттарға инвестициялар жоғары тәуекелді болып қала береді және қазіргі уақытта тек алыпсатарлық портфельдер үшін жарамды.



## Опциялық шолу

Циклдік емес тұтыну тауарларының секторында біршама түсініксіз көрініс қалыптасады. Бір жағынан, біз құбылмалылық сыйлықақысының арақатынасы бойынша жеткілікті тұрақты белгіні көреміз. Call опциондарындағы сыйлықақы Put опциондарындағы 1% құбылмалылық сыйлықақысына қарағанда 16%-ды құрайды. Екінші жағынан, Put/ Call ratio индикаторы соңғы бес аптада өсуде, ал соңғы аптада өсім 21%-ды құрады. Бұл сектордағы ұзақ мерзімді тәуекелдердің өскенін білдіреді. Екі фактор секторға кері әсер етуі мүмкін.

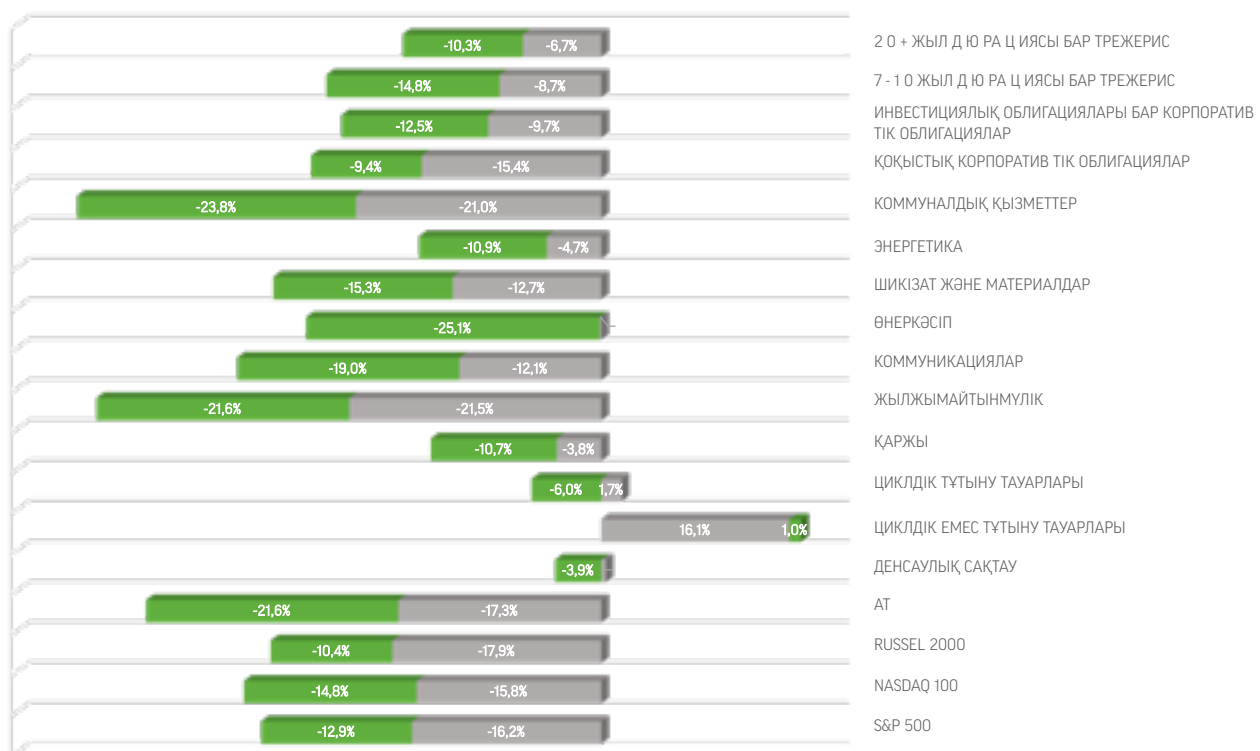
Бір жағынан, біз жеткізу тізбегіндегі қиындықтардың іс жүзінде шешілгенін және жоғары қорлардың азая бастағанын көреміз, екінші жағынан, сатып алушылар тарапынан сұраныстың айқын нашарлағаны байқалады. Егер тұтынушылық инфляция мен жанармайдың жоғары бағасына қатысты жағдай жақсаратын болса, онда біз сектордың өсуін көре аламыз. Басқалай жағдайда, сектордың жеткілікті қорғаныс қасиетіне қарамастан, оның түзету төмендеуі байқалады.

Жылжымайтын мүлік секторындағы өте алаңдатарлық жағдай. Құбылмалылық үшін дисконттың арақатынасы бойынша бізде тепе-теңдік бар: бір бағытта немесе басқа бағытта ерекше қисықтық жоқ. Алайда, біз Put/ Call ratio индикаторының 61%-ға өсуін көріп отырмыз, бұл сектор үшін өте алаңдатарлық белгі. Мұндай нәтиже, ең алдымен, ФРЖ-нің жалғасып жатқан сұңқар саясатының және үй шаруашылықтарынан жаңа үйлер сатып алуды қиындататын ипотекалық нарықтағы қиын жағдайдың салдары болуы мүмкін.

Циклдік емес тұтыну тауарлары секторына ұқсас жағдай өнеркәсіптік секторда қалыптасуда. Бір жағынан, құбылмалылық үшін дисконт арақатынасы бойынша тұрақтылыққа қарай жылжу, екінші жағынан, Put/Call ratio индикаторының өсуі бес апта бойы жалғасуда, ал ағымдағы аптада 24%-ға өсті.

Бұдан басқа, Put/Call ratio индикаторының мәні 2,96-ны құрайды, бұл жылжымайтын мүлік секторымен бірге барлық секторлар арасында ең жоғары. Мұндай жағымсыз үміттер экономиканың өсуіне қатысты жалпы жағымсыз сезімдермен байланысты деп санаймыз.

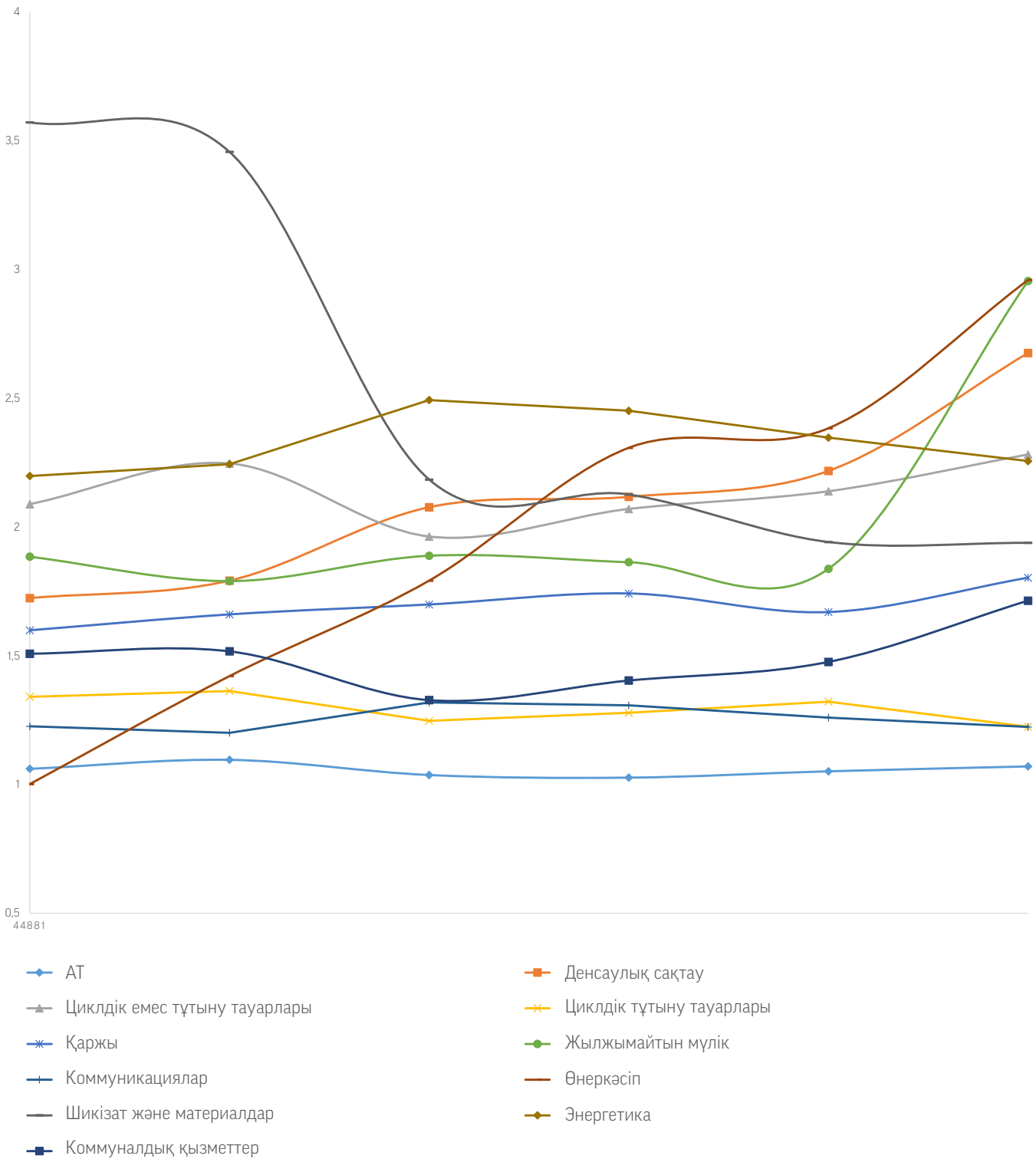
### ҚҰБЫЛМАЛЫЛЫҚ ҮШІН СЫЙЛЫҚАҚЫ/ДИСКОНТ





Секторлар бойынша put/call ratio пайыздық серпіні

### СЕКТОРЛАР БОЙЫНША PUT/CALL RATIO СЕРПІНІ



Дереккөз: FactSet

## Smart Money талдауы

Біз жетінші тоқсан қатарынан басқарылатын акциялардан шығуды байқап отырмыз, бұл кең акциялар нарығының құлдырауына сәйкес келеді. Жыл басынан бері S&P 500 индексі 19% жоғалтты, бұл 2008 жылдан бергі ең үлкен құлдырау. Алайда, егер 2008 жылы инвесторлар акцияларды емес, облигацияларды таңдаса, онда өткен жылы активтердің екі сыныбы да шығынды нақты кірісті көрсетті. Жыл қорытындысы бойынша 8,1%-ды құрайтын жоғары инфляцияға қарамастан, инвесторлар өз жинақтарын тыныш айлақтарға, атап айтқанда мемлекеттік қарыз бен банктік депозиттерге аударуды жөн көрді.



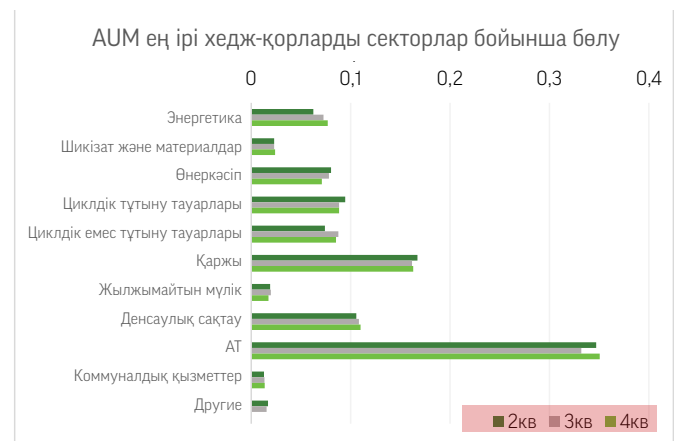
Дереккөз: Refinitiv, FactSet

Басқарудағы акциялардың шығуы 2022 жылы өсіп, IV тоқсанда шарықтау шегіне жетті. Жоғары мөлшерлемелер инвесторларды тәуекелділігі төмен активтерді қарастыруға мәжбүр етеді. Облигациялардың шығуы 2022 жылдың 1 тоқсанында басталды және 10 жылдық трейжерлер бойынша кірістілік айтарлықтай өскен 2 тоқсанда ең жоғары деңгейге жетті. Ұқсас әсер 2022 жылы 2P-де байқалды-трейдерлердің кірістілігінің өсуі аясында бондтардан әкету көбейді. Желтоқсан айындағы VofA қор менеджерлерінің сауалнамасына сәйкес, пессимистік көңіл-күй басым, рецессия ықтималдығы басқарушылардың бұған дейін 77% - ға қарағанда 68%-ды көрінеді, бұл Қытайдың экономикалық өсу болашағының жақсаруына байланысты. Бұл ретте тұтыну тауарлары мен денсаулық сақтау секторлары, сондай-ақ облигациялар сияқты тәуекелі төмен қорғаныс активтеріне артықшылық беріледі. Сауалнама деректеріне сәйкес, портфельдердегі облигациялардың акци-

яларға қатынасы 2009 жылдан бері ең жоғары деңгейге жетті. Басқарушылар портфельдердегі ақша үлесін бір ай бұрын 6.2%-ға қарағанда 5.9% - ға дейін қысқартты. Біз іргелі талдау стратегиялары негізінде инвестициялайтын 20 ең ірі қорды таңдадық және портфельдердің маңызды секторлық қайта теңгерімін байқамадық. Хедж-қорлар әлі де сәйкесінше 35%, 16% және 11%-ды алатын технологиялық секторға, денсаулық сақтау мен қаржыға басымдық береді.

4-тоқсанда хедж-қорлар энергетика секторына инвестицияларды ұлғайтуды жалғастырды. Бұл сектордағы активтердің үлесі 2022 жылы қалғандарына қарағанда едәуір өсті. 4-тоқсанда Citadel және Adage Southwestern Energy Co компаниясының 24 миллионнан астам акциясын сатып алды. Беркшир Occidental Petroleum Corp акцияларының ұзақ позициясын сақтап қалды және тағы 6 млн акция сатып алып, олардың портфеліндегі үлесін 4%-ға дейін арттырды.

Өнеркәсіп секторындағы активтердің үлесі 8% - дан 7% - ға дейін қысқарды. Мысалы, Parnassus қоры Southwest Airlines Co және Digital Realty Trust Inc қағаздарынан құтылды, ал Bridgewater қоры Ford Motors қағаздарын сатты.

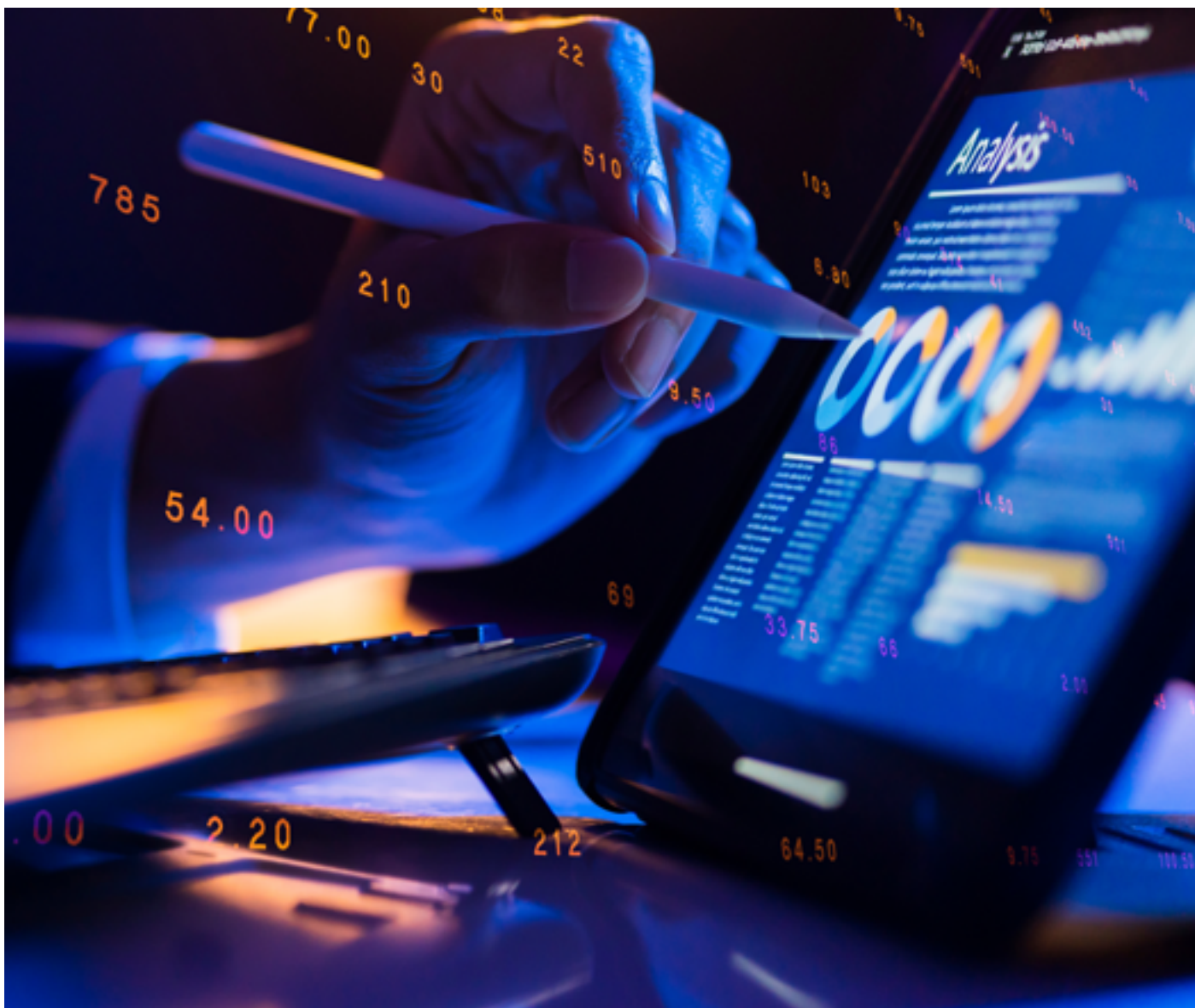


Дереккөз: Refinitiv , F-13 reports

Стратегиясы өзгертін іргелі жағдайларға бағытталған Bridgewater Associates қоры Alibaba-ның 7 миллионнан астам акциясын сатты, бұл бұған дейін бүкіл портфелінің 4,3%-ын құрады. Қазір қор қаражатының 25%-дан астамы циклдік емес тұтыну тауарлары секторының компанияларына салынған және олардың негізгі үлесін Procter & Gamble, PepsiCo, CocaCola, Costco, Walmart және басқалары алады. Соңғы тоқсанда қор

Mondelez-тің 2,3 млн-нан астам акциясын және Visa-ның 700 мың акциясын сатып алды, бұл меншік үлесін екі есеге арттырды. Berkshire Hathaway, ең танымал қорлардың бірі, ұзақ мерзімді құнды инвестициялау стратегиясын ұстанады, тоқсан ішінде іс жүзінде сауда жасамады, Apple, Bank of America, Coca Cola, American Express, Kraft Heinz инвестицияларын қозғамаған күйінде қалдырды. Қор Taiwan Semiconductor компаниясының 60 млн акциясын сатып алды (портфолионың 1,39%) AQR Capital өзінің іргелі талдауға негізделген инвестициялық стратегиясына адал болып қала береді. 4-тоқсандағы маңызды сатып алулардың ішінде Sibanye Stillwater 30 млн акциясын сатып алуды атап өтуге болады. Джордж Сорос қоры электромобиль өндірушісі rivian Automotive Inc-тегі позициясын қысқар-

туды жалғастырды, ол әлі күнге дейін қордың ең үлкен инвестициясы болып табылады. Қор RIVN акцияларын 2021 жылдың 4 тоқсанында бір акция үшін \$89-172 сатып алды. Қазіргі уақытта олардың акциялары бір акция үшін шамамен \$30 деңгейінде саудаланады. 4-тоқсанда ARK Investment Management Shopify компаниясының 13 млн акциясын сатып алды, сондай-ақ UiPath Inc және Ginkgo Bioworks Holdings Inc технологиялық компанияларына инвестицияларды белсенді түрде арттыруды жалғастырды. Қордың инвестициялары шоғырландырудың жоғары үлесіне ие. Қордың AUM 17%-дан астамы Tesla, Zoom және Roku акцияларына салынған. Бұл ретте 70%-дан астамы AT және денсаулық сақтау секторлары арасында бөлінген.

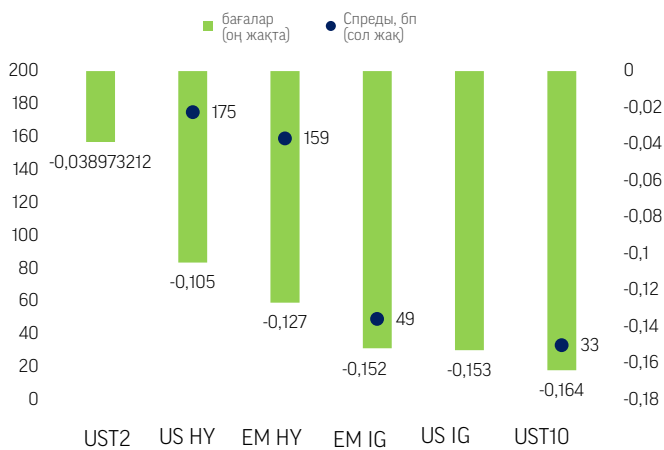


## Облигациялар

### Еуробондтар үшін нашар жыл

2022 жылы еурооблигациялар тарихтағы ең үлкен құлдырауды көрсетті. 20 жылдық пайыздық мөлшерлеменің төмендеу тенденциясының үзілуі және АҚШ-тағы 40 жылдағы ең жоғары инфляция облигациялар бағасының Тарихи түзетілуіне әкелді.

### 2022 жылы долларлық облигациялардың әртүрлі сыныптары бойынша бағалар мен спредтердің өзгеруі



Дереккөз: Bloomberg. 2022 жылдың 20 желтоқсанына мәліметтер

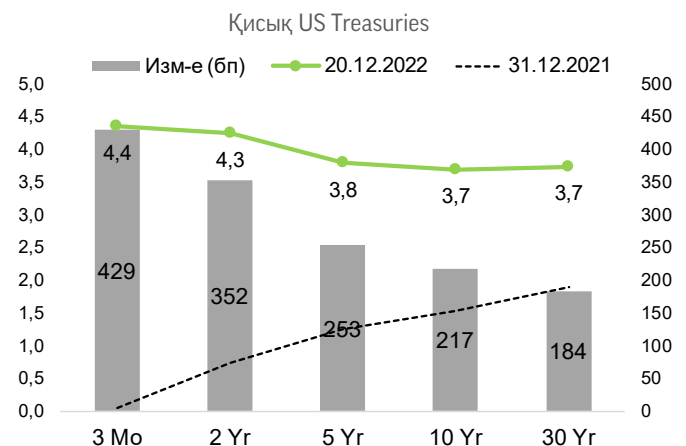
US HY - АҚШ эмитенттерінің корпоративтік жоғары кірісті USD еурооблигациялары; EM HY дамушы елдер эмитенттерінің жоғары кірісті USD еурооблигациялары; US IG - АҚШ - тан инвестициялық рейтинг эмитенттерінің корпоративтік USD BBB еурооблигациялары; em IG-USD BBB дамушы елдерден инвестициялық рейтинг эмитенттерінің еурооблигациялары. UST10-АҚШ-тың 10 жылдық қазынашылық облигациялары; UST2-АҚШ-тың 2 жылдық қазынашылық облигациялары Бағаның өзгеруіне жинақталған купондық кіріс (total return) кіреді. Дереккөз: Bloomberg, S & P. 2022 жылғы 20 желтоқсан

2023 жыл жақындаған сайын АҚШ инфляциясы жоғары болып қалады, бірақ баяулайды. АҚШ-тың қазынашылық кірістілік қисығының күшті инверсиясы нарық инфляцияның шарықтау шегіне жеткенін ғана емес, сонымен бірге оның тез төмендейтінін және ФРЖ мөлшерлемесінің төмендеуіне жол ашатынын көрсетеді. Алайда, биылғы жылы айтылғандай, инфляцияның төмендеу қарқынын болжау қиын. Инфляция орнықты бо-

луы мүмкін, яғни жоғары пайыздық мөлшерлемелер ұзағырақ сақталады, бұл 2023 жылдың бірінші жартыжылдығында АҚШ-тың қазынашылық қисығының жоғары қарай жылжуын тудыруы мүмкін, 2023 жылдың қалған бөлігінде ұзақ мерзімді кірістілік біртіндеп төмендейді.

### Жаңа мүмкіндіктер

Биыл долларлық еурооблигациялардың бағасын түзету ФРЖ-нің инфляцияны бақылауға алу туралы шешімімен бірге тұрақты кіріс құралдарын қалпына келтіруге негіз болды. Алайда бұл мүмкіндіктерді сау консерватизм объективі арқылы қарастырған жөн. Біз келесі жылы инфляцияның төмендеуін күтеміз. Бұл дегеніміз, пайыздық мөлшерлемелер де азайды, бұл еуробонд бағасының өсуіне әкеледі.

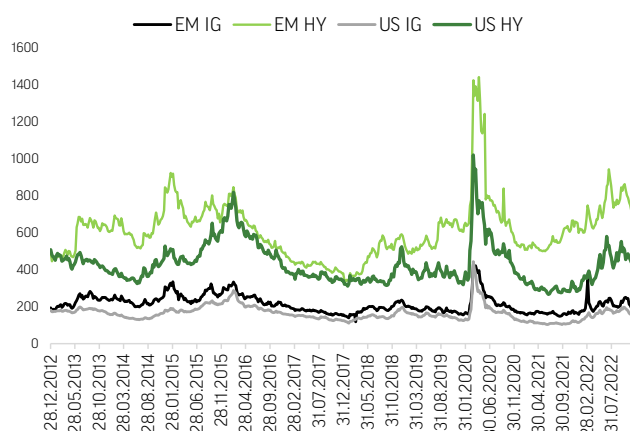


Дереккөз: US Treasury. 2022 жылдың 20 желтоқсанына мәліметтер

Алайда, стагфляция сценарийінің қаупі нақты және бұл келесі жылы облигациялар бағасының өсуін шектеуі мүмкін. Портфельдің құрылымы тиісті түрде дайындалуы тиіс. ФРЖ-нің соңғы пайыздық мөлшерлемесі мен инфляция деңгейіне қатысты белгісіздіктен қорғау портфельдің икемді құрылымымен қамтамасыз етілуі тиіс. Біз «штанга» деп аталатын портфельдің құрылымы қысқа (1-2 жыл) үлкен салмақпен және ұзақ мерзімді облигациялардың (7+ жыл) жыл бойына өсіп келе жатқан салмағымен қорғаныс позициясында қалуға мүмкіндік беретін, бірақ келесі жылы АҚШ қазынашылық облигациялары бойынша кірістіліктің төмендеуінен күтілетін өсуге қатысу мүмкіндігін сақтай отырып, ең қолайлы деп санаймыз. Біз «BBB» және одан жоғары рейтингі бар эмитенттерге артықшылық бере отырып, ұзақ мерзімді

американдық корпоративтік облигациялардың оң әлеуетін көреміз. Бұл облигациялар класы инфляция деңгейі мен АҚШ экономикасының өсу қарқыны бойынша әртүрлі нәтижелерге жақсы орналастырылған. Америкалық экономиканың жұмсақ және қатты төмендеу АҚШ-тың қазынашылық кірістілігін төмендету арқылы ұзақ мерзімді инвестициялық бағаның өсуіне ықпал етеді, ал стагфляция жағдайында біз корпоративті облигациялардың бейтарап серпінін күтеміз, кірістің негізгі бөлігі облигациялар бағасының өсуінен емес, купондардан келеді, бұл ретте кірістің негізгі бөлігі облигациялар бағасының өсуінен емес, купондардан алынады. Біздің негізгі сценарийімізде инвестициялық деңгейдегі америкалық бондтар бойынша спред базалық сценарийде 2023 жылдың соңына қарай аздап қысқарады және мақсатты жиынтық кірістілік 5,3%-ды құрайды. Портфельдің ұзақтығын ұлғайту үшін уақытты таңдау берілген мақсатты кіріске жету үшін өте маңызды. Ұзақ мерзімді корпоративтік облигацияларды сатып алу 10 жылдық US Treasuries кірістілігі 4,3% және одан жоғары болған кезде ғана мағынасы бар. Бұл тәуекелді азайтуды қамтамасыз етеді және егер тәуекелсіз мөлшерлемелер біздің негізгі болжамымызға қарағанда төмен немесе жоғары траектория бойынша өзгерсе, кірістілік бойынша қолайлы нәтижелерді қамтамасыз етеді. US Treasuries бойынша 10 жылдық кірістілік көрсетілген деңгейге жеткенше ұзақ мерзімді облигациялардан (7+ жыл) аулақ болған жөн. Әйтпесе, инвесторлар екі таңбалы шығынға ұшырауы мүмкін. Жоғары кірісті облигациялардың номиналды кірістілігі тартымды көрінеді, бірақ келесі жылы күтілетін негізгі тенденциялардың бірі АҚШ-тың экономикалық өсуінің баяулауы болып табылады. Бұл несиелік тәуекел бірінші орынға шығады дегенді білдіреді. 2022 жылы АҚШ-тың жоғары кірісті облигациялары арасындағы ағымдағы дефолт деңгейі небәрі 1,2-1,6% құрайды (рейтингтік агенттіктердің мәліметтері бойынша), ал ағымдағы спредтер терең экономикалық құлдырауды ғана ескермейді. Қараша айындағы жоғары кірісті еуробонд митингісінен кейін біз 2023 жылы АҚШ-тың жоғары кірісті облигацияларының спреді 60 BP-ге артады және болжамды жалпы кірістілік 2,2% құрайды деп күтеміз. EM облигациялары тартымды бағамен саудаланады, бірақ біз em hy-дегі аллокацияның өсуіне уақыт бөлуді және 2кв-3кв23 дейін күтуді жөн көреміз, сондықтан ФРЖ ставкалары шынымен де жұмсарту цикліне жақындап келе жатқандығы туралы жеткілікті

растау бар. Егер АҚШ-та стагфляция сценарийі кенеттен ұзақ мерзімге жоғары ставкалармен дами бастаса, бұл қауіпсіздік торы сияқты Содан кейін дамушы елдердің валюталық облигацияларын қалпына келтіру кейінге қалдырылуы мүмкін. Қарашадағы еуробонд бағасының өсуі өсу әлеуетін төмендетті және біздің негізгі сценарийімізде EM HY жиынтық кірістілікті 2,7% қамтамасыз етеді. Егер сіз HY еуробондтарды сатып алуды 2023 жылдың екінші жартысына жақын бастасаңыз, біздің стратегиямызда айтылғандай, жиынтық кірісті EM HY және US hy үшін сәйкесінше 8,2% және 6,1% дейін жақсартуға болады.



Дереккөз: Bloomberg

Қазіргі нарықтық жағдайлар тағы бір керемет мүмкіндікті қалыптастырды. ФРЖ мөлшерлемесінің өсуі қысқа облигациялар бойынша өте төмен кірістілік кезеңін тоқтатты. Келесі бірнеше тоқсанда пассивті инвесторлар өтелгенге дейін 1-2 жылдық облигациялар портфельдері бойынша онжылдықтағы ең жоғары номиналды кірісті тіркеуге мүмкіндік алады.

Жоғары сапалы қысқа мерзімді еуробондтар 4,5-6% кірісті ұсынады, ал рейтингтер спектрінің жоғары кірісті "BB" бондтары 6-7% ұсынады. 1-2 жылдан кейін өтелетін сапалы облигацияларды сатып алу – консервативті инвесторлар үшін ең жақсы нұсқа.

Бір қызығы, 2022 жылы номиналды облигациялар кірістілігінің өсуіне қарамастан, инфляцияның жоғары болуына байланысты нақты кірістілік (яғни инфляцияға түзетілген) алдыңғы түзету кезеңдеріне қатысты жақсарған жоқ. Бұл қате түсінік, 2022 түзетудің арқасында сіз төмен тәуекелді облигацияларды сатып ала аласыз және олар бойынша "қолайлы" кірісті алуға болады. Тек сандардың реті өзгерді: кірістілік те, сонымен бір-

ге инфляция да өсті. Байлықтың (жинақтың) сатып алу қабілетін сақтау және облигацияларда "қолайлы" кірісті қалыптастыру үшін тәуекелді қабылдау қажет болады. Нақты мәнде 4% алу үшін high yield бондтарын сатып алу керек. Қысқа investment grade бойынша нақты кірістілік 1% - дан сәл төмен (инфляция негізінде 4,3%). Ну арасында Біз emerging markets-ке артықшылық береміз: ем елдері жоғары қарқынмен өсе береді, ал АҚШ-қа қатысты айырмашылық 2023 жылы өседі. Келесі жылы валюталық стратегтер күткен доллардың әлсіреуі USD облигацияларын жеу үшін де оң. Қисық бойымен US hu-ге қатысты EM poi өтеу кірістілігінің айырмашылығы 1,5%-ды құрайды. Сенімді IG санатында кірістілік бойынша артықшылықтар жоқ. Ем еуробондтарының арасында тұрақты экономикалардың эмитенттерінің, атап айтқанда сыртқы күйзелістерге төзімді бондтарға артықшылық беріледі: жоғары Қос тапшылығы, орнықты валюталық сыртқы пози-

циясы және белсенді монетарлық саясаты жоқ елдер. Бұл ретте мемлекеттік бондтарға арналған сыйлықақылардың кең таңдауын беретін корпоративтік қарызға назар аударылады. Индонезия, Мексика, Қазақстан, Парсы шығанағы, Колумбия елдерінің эмитенттеріне артықшылық беріледі. Біз Бразилиядағы жағдайды Президент Лула да Силваның жаңа Әкімшілігінің фискалдық саясатының перспективалары тұрғысынан бақылап отырмыз, өйткені Бразилияда облигацияларды теріс қайта бағалау қаупі әлі де мүмкін. Біз түрік эмитенттерінің облигацияларынан аулақ боламыз. Түркия әзірге нарықтың сенімін сақтап, егеменді еуробондтарға сұранысты сақтай алғанымен, соңғы жылдары сыртқы позицияның тұрақтылығы төмендеді, монетарлық саясат стандартты емес болып қалды, ал 2023 жылы сайлау болады. Түрік облигациялары бойынша сыйлықтар тәуекелді ақтамайды.



\*BB рейтингі

## 2023 жылға арналған стратегиялық шолудың авторлары.



**Меркулов Вадим**  
Талдау департаментінің директоры



**Пигарев Сергей**  
Аға талдаушы



**Степанян Михаил**  
Стратег



**Глинянов Сергей**  
Талдаушы



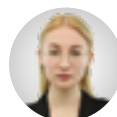
**Денисламов Михаил**  
Аға талдаушы



**Лукьянчиков Роман**  
Талдаушы



**Араратян Севак**  
Аға талдаушы



**Попцова Алина**  
Талдаушы



**Зубков Илья Олегович**  
Аға талдаушы



**Примашов Дмитрий**  
Талдаушы



**Толмачев Егор**  
Аға талдаушы



**Поздняков Дмитрий**  
Кіші талдаушы



**Лебедев Тимур**  
Аға талдаушы



**Кононов Виталий**  
Кіші талдаушы