

# 2023 ЖЫЛДЫҢ II ТОҚСАНЫНА АРНАЛҒАН СТРАТЕГИЯ



**FREEDOM  
BROKER**

# Мазмұны

Негізгі тезистер.....	2
Үздік секторлар мен үздік акциялар .....	3
Үлгі портфелі .....	7
2023 жылдың II тоқсанына болжамдар .....	12
<b>Шексіз нарыққа шолу .....</b>	<b>14</b>
a. Макросценарийлер .....	14
b. Макротрендтер .....	15
c. ФРЖ әрекеттері .....	21
d. АҚШ акциялар нарығына шолу. 2023 жылдың I тоқсанының қорытындысы.....	22
e. АҚШ акциялар нарығы бойынша II тоқсанда және 2023 жылдағы күтілімдер.....	29
<b>Секторлар бойынша талдау.....</b>	<b>35</b>
a. Технологиялық сектор .....	35
b. Коммуникациялық сектор.....	37
c. Денсаулық сақтау.....	38
d. Қаржы секторы .....	39
e. Автокөлік өндірісі .....	40
f. Жаңартылған энергия.....	41
g. Өнеркәсіп секторы.....	42
h. Энергетикалық сектор .....	44
i. Екінші қажеттілік тауарлары .....	45
j. Қажетті тауарлар .....	45
k. Шикізат өнеркәсібі.....	46
l. Қытай нарығы.....	47
<b>Опциялық шолу .....</b>	<b>49</b>
<b>Smart Money талдау .....</b>	<b>49</b>
<b>Облигациялар .....</b>	<b>51</b>

## Негізгі тезистер

Жыл басынан бері макроэкономикалық фон біздің және жалпы нарықтық болжамдарымыздан едәуір күшті болды: жұмыспен қамту және жаңа жұмыс орындарының өсуі жоғары деңгейде қалып отыр, бөлшек саудадан тұтынушылық белсенділіктің нашарлауы байқалмады. PMI индекстері қалпына келе бастады: композиттік PMI (Markit-тен) нарық қатысушыларындағы оптимизмінің өсуін көрсете отырып, 50 пункт (50,1 пункт) деңгейінен өтті.

Инфляция келесі тоқсанда және жалпы 2023 жылы нарық үшін негізгі тәуекелдер мен белгісіздіктердің бірі болып қала береді. Инфляцияға қатысты белгісіздікке қарамастан, көптеген проинфляциялық драйверлер ағымдағы жылы күшін жояды немесе жоғалтады деп ойлаймыз (уақыттың артта қалуы аясында). Біз инфляция динамикасы ағымдағы жылы еңбек нарығының жағдайымен тығыз байланысты болады деп күтеміз. Негізгі сценарий орташа және қысқа рецессия болып қала береді, бірақ ол біз бұрын ойлағаннан кешірек, яғни 2023 жылдың екінші жартысында болуы мүмкін. Біздің ойымызша, АҚШ-тың ЖІӨ нақты тұтырудың одан әрі баяулауы және оның ықтимал төмендеуі аясында, сондай-ақ инвестициялар құрамдас бөлігінің әлсіздігіне байланысты III тоқсанда шамамен 1% т/т (жылдық мәнде) төмендейді. Сонымен қатар, жылдың бірінші жартыжылдығындағы экономика бастапқы болжамдардан күшті болуы мүмкін: біз I және II тоқсанның қорытындылары бойынша ЖІӨ-нің тиісінше 2% - ға және 1% - ға өсуін күтеміз. Орташа жылдық жұмыссыздық деңгейі бұрын күтілген 4,6% орнына 4% құрауы мүмкін. Біз, сондай-ақ, 2023 жылы инфляцияның тұрақты сипатына сенеміз, бірақ оның жалпы болжамы күшінде қалады. Біз АҚШ-тың банк секторындағы макроэкономикалық факторлар мен жағдайдың үйлесімі нәтижесінде ФРЖ-ның терминалдық мөлшерлемесіне қатысты көзқарасымызды өзгертпейміз және әлі де 5,25% деңгейіне назар аударамыз.

Біздің ойымызша, нарық наурыз айында болған нарықтық бағалаудың біршама қалыпқа келуі аясында II тоқсандағы баға белгілеулерінің нөлге жуық өзгерісін көрсетеді, бұл тұтынудың әлі де қолайлы жағдайы және I тоқсандағы есеп беру маусымындағы күтулер

ге қатысты төмен базаның әсері. Бұл ретте тәуекелдер балансы, біздің ойымызша, нарық қатысушыларының пайдасына емес. Ол туралы:

- макроэкономикалық фон нашарлаған жағдайда бағалаудың әлеуетті даунсайды
- төмен ERP көрсеткіші (акцияларға инвестициялау тәуекелі үшін сыйлықақы)
- мемлекеттік қарыз шегі, инфляция және ФРЖ агрессивті әрекеттерімен байланысты тәуекелдер

Позициялардың бекітілуіне байланысты нарық белгіленген тәуекелдердің бірі шиеленіскен кезде 2022 жылдың желтоқсан айындағы ең төменгі деңгейге дейін және одан төмен деңгейге дейін түзетілуі мүмкін. Техникалық тұрғыдан алғанда, жағдай белгісіз: 2022 жылдың басынан бері жалғасып келе жатқан төмендеу үрдісі 2023 жылдың қаңтар-наурыз айларында бұзылды. Сонымен қатар, 2022 жылдың қазан айынан бастап байқалған қысқа мерзімді өсу тенденциясы позициялардың соңғы фиксациясымен де бұзылды. Сонымен қатар, қазіргі уақытта 200 күндік жылжымалы орташа сызық қарсылық деңгейі ретінде әрекет етеді. Осы жағдайларда акциялар портфелін орналастыруды тұрақты кірісі бар құралдардың елеулі үлесімен (35%), акциялар портфелінің циклдік емес секторларға ортақ фокусымен, құн факторларына, төмен құбылмалылыққа үлкен назар аудара отырып, қорғауды қалдырамыз. АҚШ-тың ЖІӨ болжамының жақсаруын, бағалар мен күтулердің біршама түзетілуін ескере отырып, I тоқсанның қорытындысы бойынша біз акцияларға экспозицияны 45% - ға дейін арттырамыз және портфельдегі кэш үлесін 6% - ға дейін қысқартамыз.



Ақша-несие саясатын өзгертудің әсері кейінге қалдырылды. Инфляцияның біртіндеп төмендеу сценарийінде де АҚШ-тағы ақша-несие шарттарын қатаңдату күшіне енетін кезең жақындап келеді. АҚШ экономикасының жұмсақ және қатаң қонуы "ұзақ" корпоративтік облигациялардың өсу әлеуетін құра отырып, ұзақ мерзімді US Treasuries бойынша кірістіліктің төмендеу перспективаларын қалыптастырады. 2023-24 жылдарға арналған портфолионың мақсатты құрылымы - "қысқа" және "ұзын" облигацияларда үлкен салмақты білдіретін «штанга».

## Үздік секторлар мен үздік акциялар

### Нарыққа тактикалық шолу (2023 жылдың II тоқсаны)

	Қысқартылған	Бейтарап	Үлкейтілген
<b>АҚШ акциялар нарығы</b>			
АТ-сектор			
Коммуникациялар			
Денсаулық сақтау			←
Қаржы секторы		←	
Автокөлік кәсіпорны			
Жаңартылған энергия			←
Өндірістік сектор			
Жылжымайтын мүлік секторы		←	
Энергетикалық сектор			
Коммуналдық сервистер			
Екінші қажеттілік товарлары			
Қажетті тауарлар			←
Шикізат өнеркәсібі			
<b>Облигациялар</b>			
«Өте ұзақ»	→		
«Ұзақ»	→		
«Орташа»		←	
«Қысқа»			
«Өте қысқа»			←
<b>Товарлар</b>			

## Нарыққа стратегиялық шолу (2023 жылға)

	Қысқартылған	Бейтарап	Үлкейтілген
<b>АҚШ акциялар нарығы</b>			
АТ-сектор			
Коммуникациялар			
Денсаулық сақтау			
Қаржы секторы			
Автокөлік кәсіпорны			
Жаңартылған энергия			
Өндірістік сектор			
Жылжымайтын мүлік секторы			
Энергетикалық сектор			
Коммуналдық сервистер			
Екінші қажеттілік товарлары			
Қажетті тауарлар			
Шикізат өнеркәсібі			
<b>Облигациялар</b>			
«Өте ұзақ»			
«Ұзақ»			
«Орташа»			
«Қысқа»			
«Өте қысқа»			
<b>Товарлар</b>			



## Технологиялық сектор (негативті болжам)

### Salesforce (CRM), акция бойынша мақсатты баға – \$220

Технологиялық компаниялардың ішінде біз CRM платформалары нарығының көшбасшысы Salesforce (CRM) туралы мұқият қарауды ұсынамыз. Бизнесінің көлеміне және қиын макро жағдайларға қарамастан, компания инвесторлардың барлық үміттерінен асып түсетін екі таңбалы өсу қарқынын көрсетеді. Salesforce заманауи трендтер мен тұтынушылардың сұраныстарына жауап береді және жақында барлық бұлттық өнімдерге, соның ішінде Tableau, MuleSoft және Slack – ке біріктіретін CRM-EinsteinGPT үшін әлемдегі алғашқы генеративті AI технологиясын енгізді. Белсенді инвесторлардың әсерінен ДК-нің жаңа мүшелерінің және стратегиялық кеңесшінің қолдауының арқасында Bain Salesforce бизнесті оңтайландыруды едәуір жеделдетті және өсу қарқынын жоғалтпай кірістілікті арттырды. Компания акционерлерге қаражатты американдық нарықтағы ең ірі 20 миллиард долларлық акцияларды сатып алу бағдарламаларының бірі арқылы қайтарады және опциондарды басқару бағдарламаларына байланысты бұлыңғырлықты азайтады. Мұның бәрі алдағы жылдары компанияға операциялық маржа 30% - ға жуық және EPS 20+% - ға өскен кезде кірістің 10+% - ға өсуін қамтамасыз етеді. "Сатып алуды" ұсынамыз.

## Коммуникациялық сектор (болжам нейтралды)

### Take-Two (TTWO), акция бойынша мақсатты бағасы – \$157

Take-Two (TWO) тәуекел мен кірістің тартымды балансымен сипатталады, өйткені бизнес жоғары операциялық тиімділік пен әртараптандырылған ойын портфолиосының арқасында күшті рецессия болмаған жағдайда салыстырмалы тұрақтылықты көрсетеді. Сонымен қатар, акцияларға қолдау көрсету инвесторлардың қысқа мерзімді нәтижелерге емес, келесі үш жыл ішінде GTA VI-ны қоса алғанда, коммерциялық тұрғыдан табысты бірқатар ойындардың шығу перспективаларына көбірек көңіл бөлетіндігін көрсетеді. Шығарылым кестесі компания тарихындағы ең күшті болып табылады.

## Денсаулық сақтау (болжам нейтралды)

### Medtronic (MDT), акция бойынша мақсатты бағасы – \$90

Medtronic - медициналық жабдықтар нарығындағы ірі ойыншы. Компания роботтық шешімдерді әзірлеуге және жасанды интеллект технологияларына – ме-

дициналық жабдықтар секторы үшін перспективалы бағыттарға назар аудара отырып, бизнестің баяу дамып келе жатқан екі сегментін сатуға дайындалуда. Макро-экономикалық қысымның шарықтау шегі артта қалуы мүмкін. Инфляцияның төмендеуін күту және ставканың шекті мәніне жету, сондай - ақ Қытай экономикасының ашылуы және жеткізу тізбегінің қалыпқа келуі MDT үшін оң факторлар болып табылады. Компанияда борыштық жүктеменің қолайлы деңгейі бар, акциялар бәсекелестермен салыстырғанда тартымды бағалаулар бойынша саудаланады.

## Қаржы секторы (болжам негативті)

### Visa (V), акция бойынша мақсатты бағасы – \$254

АҚШ-тағы тұтыну шығындарының өсуінің баяулауына байланысты, біз Азия-Тынық мұхиты аймағындағы экономикалық белсенділіктің жандануы және Еуропалық Одақ экономикасының тұрақтылығы Visa табысының оң динамикасын қолдауға мүмкіндік береді деп санаймыз. Компания несиелік тәуекелдерге ұшырамайды. Төлем алыбының табысының өсу қарқыны 2022 жылғы жоғары базаға байланысты 9% және 12% - ға дейін баяулайды деп есептейміз, бұл ретте компания табыстылықтың жоғары көрсеткіштерін, оның ішінде таза пайда бойынша орташа бес жылдық мәнінің 49% деңгейінде сақтай алады. Visa үнемі өз акцияларын сатып алады және ағымдағы бағдарлама бойынша қалдық, біздің бағалауымыз бойынша, \$11 млрд, осы жыл ішінде buy back-ті жалғастыруға және EPS-ті қолдауға мүмкіндік береді.

## Автоөнеркәсіп (болжам нейтралды)

### Copart (CPRT), акция бойынша мақсатты бағасы – \$80

Copart, Inc. бизнес моделі сақтандыру компаниялары есептен шығарылған деп танылған көлік құралдарынан табыс табуды көздейді, өйткені оларды қалпына келтіру құны ағымдағы нарықтық құннан асып түседі. Компанияның акцияларын ағымдағы бағалау компанияның нарықтағы жетекші үлесімен негізделген ең жақын бәсекелестерге сыйлықақы ұсынады. Соған қарамастан, ағымдағы жылдың қорытындысы бойынша болжамды пайда 7,2% - ға, ал 2024-2025 жылдары жыл сайын 18% - ға ұлғаюы мүмкін екенін ескере отырып, 2022 қаржы жылындағы 30 жылдық пайданың ағымдағы бағасы қолайлы болып көрінеді. Сонымен қатар, компания бизнесінің автомобиль секторының циклділігіне тәуелділігі мен қарыздың жоқтығын атап өткен жөн.

## **Транспорт секторы (болжам нейтралды)**

**Southwest Airlines Co (LUV)**, акция бойынша мақсатты бағасы – \$42

Southwest Airlines акциялары 2022 жылдың желтоқсанында ауа-райының қолайсыздығына байланысты рейстердің көп бөлігі тоқтатылған кезде жаппай сатылымға шықты. Дегенмен, гайденс ағымдағы жылға жеткілікті сенімді көрінеді. Компания жыл қорытындысы бойынша 843 ұшақты (ағымдағы мәннен+9%) құрайтын флотты кеңейту есебінен өткізу қабілетін 16-17% - ға арттыруды жоспарлап отыр. Әуе тасымалдаушыларының қызметтеріне сұраныс артып келеді, бұл осы қызметтерге тарифтердің тұрақтылығына ықпал етеді. 2023 жылы масштабты үнемдеу есебінен нақты шығындар 6-8%-ға қысқаруы керек. Сонымен қатар, компания көбірек кадрларды тарту үшін алғашқы ұшқыштарға үміткерлердің ұшу уақытын қысқартуға жүгінді. Қазір форвардтық мультипликаторлар, P / S және EV/EBITDA, қалыпты диапазон деңгейлеріне оралды және әуе тасымалына тұрақты сұранысты ескере отырып, тартымды көрінеді (p/s 0,7 X және медиана 1,3 x; EV / EBITDA 4,1 X және медиана бес жыл ішінде 6,7 x).

## **Қажеттілік товарлары (болжам позитивті)**

**Dollar General (DG)**, акция бойынша мақсатты бағасы – \$270

Ақпан айының соңында Discounter сауда желісінің менеджменті болжамды 2022 қаржы жылының IV тоқсанына және 2023 жылдың I тоқсанына төмендетті, өйткені сатылымдар күткеннен төмен болды және Эллиот дауылының салдары ықпал етті. Осыған қарамастан, біз Dollar General операциялық қызметіне әлі де оң баға береміз. Біздің ойымызша, оның қазіргі қиындықтары уақытша. Бөлшек сатушының тиімді бәсекелестік артықшылықтары бар. Олардың қатарында дүкендер желісінің қарқынды кеңеюі, соның ішінде жоғары баға санатындағы сауда нүктелерінің ашылуы, сондай-ақ логистикаға инвестициялар бар. Мұның бәрі компанияның сәтті өсуіне мүмкіндік береді.

## **Шикізат өнеркәсібі (болжам нейтралды)**

**Albermarle (ALB)**, акция бойынша мақсатты бағасы – \$300

Географиялық қатысу аумағы арқылы елдік тәуекелді шектейтін әртарапандырылған кіріс ағындары бар американдық литий өндірушісі. Albermarle нарықта алдыңғы қатарлардан орын алатын литий батареяларында, тұрмыстық электроникада және электромобельдерде қолданылатын арнайы химиялық заттар

ды шығарады. Компанияның алдағы бес жылда жаңадан шығарылған гайденсі литий өндіру қуатын жылына 20% қарқынмен кеңейту арқылы 2027 жылға дейін EBITDA кірісінің бес есе артуын және жеті есе өсуін болжайды. Жыл бойы ALB акцияларының өсу әлеуеті 30% - дан асады.

## **Қытай нарығы (болжам позитивті)**

**Chindata Group (CD)**, акция бойынша мақсатты бағасы – \$10

Chinadata Group АТР дамушы елдерінде, сондай-ақ үй қытай нарығында деректер орталығының қызметтерін белсенді түрде таратуда. Компанияның оң қайта бағалауының негізгі драйверлері бұлтты серверлердің есептеу қуаттылығына сұраныстың артуы, интернет-пайдаланушылар санының өсуі және ҚХР-да 5G форматындағы байланыстың және жасанды интеллект технологияларының дамуы болады. Компанияның артықшылығы - оның кеңеюі бойынша ең ірі американдық бәсекелестер артта қалған аймақтарда кеңеюі, сондай-ақ Chindata Group-тың жаңа деректер орталықтарына алдағы жылдарға сұранысты қамтамасыз ететін тез дамып келе жатқан азиялық техникалық алыптарымен келісімшарттар болып табылады.

## **Энергетика (болжам негативті)**

**Kinder Morgan (KMI)**, акция бойынша мақсатты бағасы – \$22,4

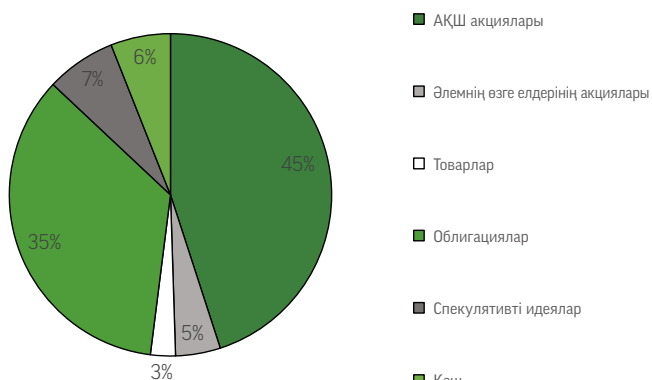
II тоқсанда мұнай мен газға деген сұраныс маусымдық түрде төмендейді. Біз мұнай нарығында оның бағасына қысым жасайтын профицит күтеміз. Осыған сүйеніп отырып, инвестор үшін мұнай-газ компанияларының ең жақсы таңдауы инфрақұрылымдық сектор болады. Біздің қол астымыздағы компаниялардың ішінде табиғи газды жинау, қайта өңдеу және сақтау жүйелерінің, сондай-ақ сұйық көмірсутектерді тасымалдау және сақтау инфрақұрылымының ірі иесі Kinder Morgan (KMI) компаниясының болашағы зор. Kinder Morgan АҚШ-тағы СТГ қуатымен газ жеткізілімінің шамамен 50% қамтамасыз етеді. Мұнай мен газ өндіруді ұлғайту, мұнай өнімдерін шығару көлемін ұлғайту және 2023 жылы СТГ экспортының өсуі компанияға тоқсандық дивидендтік төлемдерді жылдық 6,7% кірістілікпен 3% - ға, \$0,285-ке дейін арттыруға мүмкіндік береді. Сонымен қатар, қаңтарда менеджмент \$1 миллиард долларлық акцияларды сатып алу бағдарламасын мақұлдады.

## Үлгі портфелі

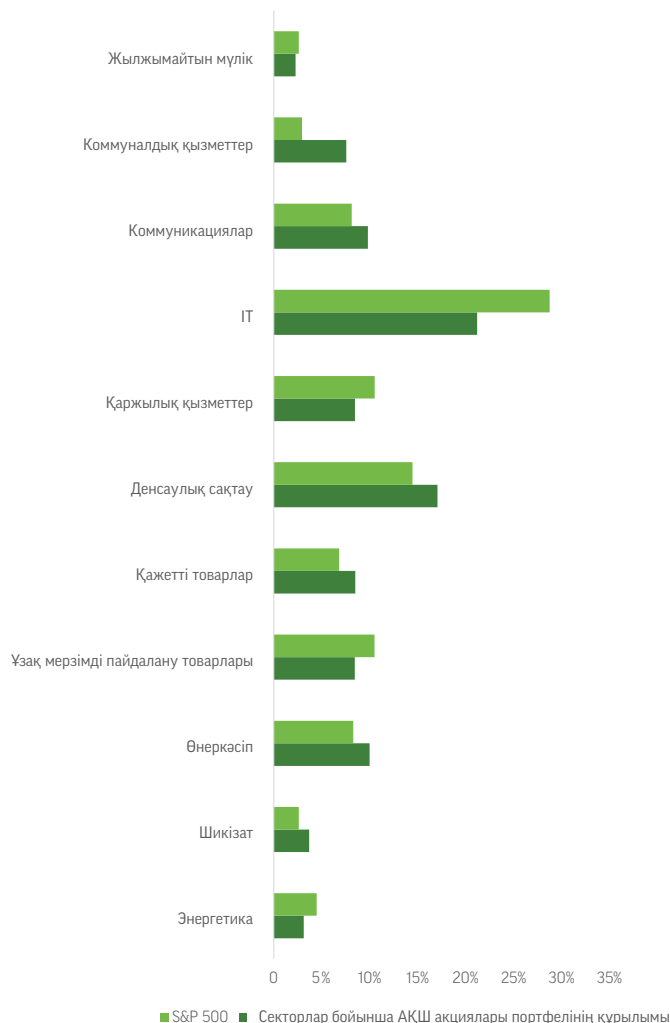
Аймақ	Болжам	Түсініктеме
<b>Дамыған нарықтар</b>		Жыл басынан бері іскерлік белсенділік пен макро болжамдар жақсарды, рецессия/орташа рецессия ықтималдығы төмендеді, бірақ инфляциялық қысым күткенмен салыстырғанда тұрақты. Рецессиялық тәуекелдер жойылмай, жақын арада шектеулі ДКП сақталуы мүмкін.
АҚШ		ЖІӨ өсу болжамдары жыл басынан бері жақсарып келеді, базалық инфляция тұрақтылықты көрсетеді. Мультипликаторлардың төмендеуі тәуекелдер тепе-теңдігін біршама жақсартты, өйткені біз бейтарап динамикаға сенеміз, EPS-ке қысым жасай алатын кідіріспен рецессияның басталуын күтеміз. Төмен ERP-мен, сондай-ақ мемлекеттік қарыз шегіне байланысты тәуекелдермен бірге бұл қорғаныс позициясының орындылығын сақтайды.
Еуропа		Макроэкономикалық жағдайдың жақсаруына және инфляцияның баяулауына қарамастан, біз экономикалық өсу сенімсіз болып қалуы мүмкін деп санаймыз. Энергия импортына жоғары тәуелділік Еуропаны АҚШ-қа қарағанда жаңа баға өсіміне қатысты осал етпек. Базалық инфляцияның өсуінің тұрақты трендінің сақталуын ескере отырып, ЖКП одан әрі қатаңдатылады деп күтуге болады. Бұл 2023 жылдың II жартыжылдығының басында үстіртте ФРЖ ставкасының шығуын күтуге байланысты нарықтарда жағымсыз сентимент тудырады. Белгіленген факторлар рецессия қаупі жоғары аймақтың төмен бағалары түріндегі артықшылықты жояды.
Жапония		Ел экономикасы төмен инфляциямен ерекшеленеді, Жапония Орталық Банкі өте жұмсақ ДКП сақтайды. Сонымен бірге доллардың нығаюы инвестициялық нәтижелерге қысым жасайды. Әлемдік және американдық ЖІӨ-нің әлсіз өсуі Жапония экономикасына да қысым көрсетуі мүмкін. Қытай экономикасының өсуін жеделдету оған қолдау көрсете алады. Инфляцияны жеделдету кезінде жапондық реттеуші ДКП қатаңдатуға баруы мүмкін.
<b>Дамушы нарықтар</b>		2023 жылдың басынан бастап макроэкономикалық жағдай болжамдарға қарағанда жақсы дамуда. АҚШ-тың MSCI Emerging Markets-ке салыстырмалы түрде жоғары рейтингтік спрэдтерімен бірге бұл оларды инвесторлар үшін тартымды етеді. Сонымен қатар, АҚШ-тағы ставкалар динамикасы мен рецессия тәуекелдеріне қатысты белгісіздіктің жоғарылауы ұлттық валюта баға-мына қысым жасай алады, бұл жергілікті активтердің тартымдылығын шектейді.
Қытай		Тәуекел әлі де белгісіздіктің жоғары деңгейімен байланысты. Сонымен қатар, бірқатар салалар үшін оң фактор болып табылатын тұрғын үй жылжымайтын мүлік индустриясын қолдау жөніндегі мемлекеттің соңғы кешенді шаралары, сондай-ақ ковидтік шектеулерді алып тастау 2023 жылы ҚХР экономикасының өсуін жеделдетуге мүмкіндік береді.
Үндістан		Ел Оңтүстік-Шығыс Азия экономикасының екінші маңызды локомотиві болып табылады. Елдің қор нарығының өсуінің орта мерзімді драйверлерінің қатарында артаптандырылған экономика және инвестициялар ағынын ынталандыратын қолайлы инвестициялық орта бар. 2023 жылы ЖІӨ сенімді өсуді көрсетеді деп күтілуде (+6%), EPS екі таңбалы қарқынмен өсуі мүмкін және бағалаулар премиум деңгейлерде сақталады, бұл жыл басынан бері нарық нәтижелеріне қысым жасайды.
Индонезия		Жергілікті нарық АҚШ биржаларында құлдырау кезеңінде тұрақты болып көрінеді. Сонымен қатар, Индонезияның соңғы 10 және 15 жылдағы жетекші қор индексі S&P 500 және басқа эталондардың, соның ішінде Үндістанның динамикасы бойынша артта қалды.
Бразилия		Аймақтағы жетекші позицияларға қарамастан, ел экономиканың баяу өсуімен және қор нарығының әлсіз динамикасымен сипатталады (CAGR 2010 жылдан 2022 жылға дейін -5%, 2015 жылдан бастап +1%). Алайда, Бразилия биржасы АҚШ нарықтарының құлдырау кезеңінде жақсы нәтиже көрсетті, сонымен қатар 15 жылдық орташа көрсеткіштерге қатысты төмен бағаларға ие.
Оңтүстік Корея		Бірқатар технологиялық секторлардағы көшбасшылық позицияларға қарамастан, корей нарығы 2015 жылдан бастап тұрақты теріс динамиканы (USD – де) және 2007 жылдан бастап нөлді көрсетеді. АҚШ қор нарығының төмендеуі және құбылмалылықтың жоғарылауы жағдайында әлсіз сипаттамалармен бірге бұл корей индексінің қазіргі жағдайда тартымсыз етеді.
БАӘ		Энергетика секторында сақталатын саяси тәуекелдерді, ОПЕК+ үйлестірілген іс-қимылдарын және ел үшін қолайлы орта мерзімді факторларды, сондай-ақ қор нарығының ең жақсы нәтижелерін (CAGR баға белгілеулері 2007 жылдан бастап 10%, 2017 жылдан бастап-14% құрайды) ескере отырып, БАӘ нарығын мықты деп бағалаймыз. Сонымен қатар, әлемдік экономиканың өсу қарқынының баяулауы 2023 жылы мұнай мен БАӘ нарығы үшін тежегіш фактор болып табылады.



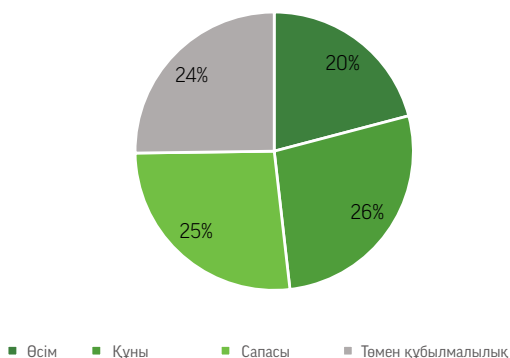
### Портфельдің жалпы құрылымы



### Сектор бойынша портфель құрылымы



### Секторлар бойынша портфель құрылымы



### Портфельдің негізгі сипаттамасы

Тикер	Компания	Сектор	Ағым-дағы бағасы	Таргет, USD	Күтілетін див. кірістілігі	Күтілетін кірістілігі	Бета (B)	Салмағы
PSX-US	Phillips 66	Энергетика	94,7	108,8	4,5%	19%	0,81	0,3%
KMI-US	Kinder Morgan Inc Class P	Энергетика	16,3	22,4	6,8%	44%	1,03	0,5%
EOG-US	EOG Resources, Inc.	Энергетика	102,8	133,0	3,2%	33%	1,12	0,6%
SCHW-US	Charles Schwab Corp	Қаржы қызметі	59,5	84,3	1,7%	43%	0,82	1,8%
V-US	Visa Inc. Class A	Қаржы қызметі	217,4	254,0	0,8%	18%	1,05	1,4%
CBOE-US	Cboe Global Markets Inc	Қаржы қызметі	125,6	140,0	1,6%	13%	0,58	0,6%
PG-US	Procter & Gamble Company	Қажетті тауарлар	142,9	160,0	2,6%	15%	0,39	1,1%

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

PEP-US	PepsiCo, Inc.	Қажетті тауарлар ості	175,1	185,0	2,6%	8%	0,41	0,8%
KO-US	Coca-Cola Company	Қажетті тауарлар	60,0	68,3	3,1%	17%	0,58	1,2%
MDLZ-US	Mondelez International, Inc. Class A	Қажетті тауарлар	66,4	74,0	2,3%	14%	0,50	0,7%
TGT-US	Target Corporation	Ұзақ тұтыну тауарла-ры	159,4	200,0	2,7%	28%	0,66	1,2%
DG-US	Dollar General Corporation	Ұзақ тұтыну тауарла-ры	208,8	270,0	1,1%	30%	0,14	1,1%
MCD-US	McDonald's Corporation	Ұзақ тұтыну тауарла-ры	274,5	288,7	2,2%	7%	0,54	0,8%
CPRT-US	Copart, Inc.	Ұзақ тұтыну тауарла-ры	69,7	79,4	0,0%	14%	1,07	0,6%
CTVA-US	Corteva Inc	Шикізат	56,6	78,0	1,1%	39%	0,97	0,6%
VALE	Vale S.A. Sponsored ADR	Шикізат	15,8	22,0	6,6%	46%	0,52	1,1%
DAL-US	Delta Air Lines, Inc.	Өнеркәсіп	33,0	45,2	0,0%	37%	1,16	1,4%
LUV-US	Southwest Airlines Co.	Өнеркәсіп	30,0	40,0	2,4%	36%	0,99	1,4%
LMT-US	Lockheed Martin Corporation	Өнеркәсіп	465,9	487,0	2,6%	7%	0,41	0,5%
BA-US	Boeing Company	Өнеркәсіп	201,1	235,4	0,0%	17%	1,27	1,2%
VNQ-US	Vanguard Real Estate ETF	Жылжымайтын мүлік	80,6	96,9	3,6%	24%	0,86	1,0%
TMUS-US	T-Mobile US, Inc.	Коммуникациялық қызметтер	142,5	179,0	0,0%	26%	0,54	1,0%
WBD-US	Warner Bros. Discovery, Inc. Series A	Коммуникациялық қызметтер	14,3	21,0	0,0%	46%	1,30	1,5%
DIS-US	Walt Disney Company	Коммуникациялық қызметтер	93,2	137,0	0,0%	47%	1,16	1,9%
VPU-US	Vanguard Utilities ETF	Коммуникациялық қызметтер	146,0	167,1	2,9%	17%	0,60	1,4%
NEE-US	NextEra Energy, Inc.	Коммуникациялық қызметтер	75,7	93,3	2,5%	26%	0,69	2,0%
PFE-US	Pfizer Inc.	Денсаулық сақтау	40,1	49,0	3,0%	25%	-0,08	1,5%
UNH-US	UnitedHealth Group Incorporated	Денсаулық сақтау	469,5	535,0	1,2%	15%	0,65	1,3%
AZN-US	Astrazeneca PLC Sponsored ADR	Денсаулық сақтау	65,6	78,0	2,0%	21%	0,34	1,1%
MDT-US	Medtronic Plc	Денсаулық сақтау	78,3	90,5	3,5%	19%	0,77	1,1%
JNJ-US	Johnson & Johnson	Денсаулық сақтау	152,4	187,0	2,5%	25%	0,30	1,5%
XBI-US	SPDR S&P BIOTECH ETF	Денсаулық сақтау	76,5	138,5	0,0%	81%	1,12	1,0%
CRM-US	Salesforce, Inc.	IT	184,9	217,7	0,0%	18%	1,71	1,1%
MSFT-US	Microsoft Corporation	IT	279,4	285,0	1,1%	3%	1,39	0,9%
MSFT-US	Microsoft Corporation	IT	279,4	285,0	1,1%	3%	1,39	0,9%
ADBE-US	Adobe Incorporated	IT	358,1	391,9	0,0%	9%	1,76	0,9%
AAPL-US	Apple Inc.	IT	155,0	169,0	0,6%	10%	1,25	1,8%
QCOM-US	QUALCOMM Incorporated	IT	120,7	149,9	2,5%	27%	1,61	1,4%
RUN-US	Sunrun Inc.	IT	17,3	40,9	0,0%	136%	2,72	1,5%
ORCL-US	Oracle Corporation	IT	85,3	97,4	1,9%	16%	1,23	1,0%

ADP-US	Automatic Data Processing, Inc.	IT	213,2	247,6	2,3%	18%	1,13	1,0%
UAE	iShares MSCI UAE ETF	Халықаралық акциялар (БАЭ)	13,7	16,6	2,7%	24%	0,40	0,5%
MCHI	iShares MSCI China ETF	Халықаралық акциялар (Қытай)	47,0	60,7	1,7%	31%	0,73	2,5%
EEM	iShares MSCI Emerging Markets ETF	Халықаралық акциялар (ЕМ)	37,6	46,9	2,5%	27%	0,61	0,5%
EWJ	iShares MSCI Japan ETF	Халықаралық акциялар (Жапония)	55,7	64,3	1,2%	17%	0,61	1,0%
IAU	iShares Gold Trust	Товарлар	37,5	39,6	0,0%	5%	0,22	2,5%
	Әртараптандырылған облигациялар портфелі	Облигациялар				7%		35,0%
	Спекулятивтік идеялар*					10%		7,0%
	Кэш (D-счет)					3%		6,00%
<b>Барлығы</b>								<b>100%</b>

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

## Әртараптандырылған облигациялар портфелі

Название компании	ISIN	Купон (%)	Доходность к погашению (%)	Погашение	Лет до погашения	Валюта	Кредитный рейтинг (средний)
Ecopetrol SA	US279158AC30	5,875	6,2	9/18/2023	0,5	USD	BB+
Commerzbank AG	US20259DAA54	8,125	9,6	9/19/2023	0,5	USD	BB+
Petroleos Mexicanos	US71654QCD25	4,625	6,4	9/21/2023	0,5	USD	BB
Volkswagen Group of America	USU9273ACG86	4,25	5,8	11/13/2023	0,7	USD	BBB+
Bayer US Finance II LLC	USU07265AC20	3,875	5,5	12/15/2023	0,7	USD	BBB
SURA Asset Management SA	USN8370TAA45	4,875	6,3	4/17/2024	1,1	USD	BBB
BPCE SA	US05578UAC80	4,625	6,0	7/11/2024	1,3	USD	BBB
BAT Capital Corp	US05526DBG97	2,789	5,7	9/6/2024	1,5	USD	BBB
Adaro Indonesia PT	USY70902AB04	4,25	7,3	10/31/2024	1,6	USD	BBB
Indika Energy Capital III Pte	USY39694AA51	5,875	8,0	11/9/2024	1,7	USD	BB-
Gruma SAB de CV	US400131AG30	4,875	5,7	12/1/2024	1,7	USD	BBB
Grupo Televisa SAB	US40049JAV98	6,625	5,2	3/18/2025	2,0	USD	BBB
KazMunayGas National Co JSC	XS1807299174	4,75	6,3	4/24/2025	2,1	USD	BBB-
Citigroup Inc	US172967JT97	4,4	5,5	6/10/2025	2,2	USD	BBB+
AerCap Ireland Capital DAC /	US00774MAN56	6,5	5,9	7/15/2025	2,3	USD	BBB
Western Union Co/The	US959802AZ22	1,35	6,0	3/15/2026	3,0	USD	BBB
Celanese US Holdings LLC	US15089QAM69	6,165	6,2	7/15/2027	4,3	USD	BBB-
ArcelorMittal SA	US03938LBE39	6,55	5,8	11/29/2027	4,7	USD	BBB-
General Motors Financial Co	US37045XEB82	6	5,8	1/9/2028	4,8	USD	BBB-
Air Lease Corp	US00914AAU60	5,3	6,1	2/1/2028	4,9	USD	BBB
Портфель		5,1	6,3		2,1		

## II тоқсанға және 2023 жылға арналған нарықтық күтілімдер

Қараша айындағы VofA сауалнамасының нәтижелері бойынша АҚШ-та рецессияның басталу ықтималдығы кәсіби нарық қатысушылары арасында шамамен 80% бағаланды. Алайда, бұл болжам бастапқыда күткеннен гөрі күшті экономикалық белсенділік пен тұрақты еңбек нарығына байланысты орындалмады. ФРЖ-ның ставкаларды көтеру циклінің аяқталуға жақын болуы, еуропалық және қытай экономикасына қатысты болжамдардың жақсаруы және АҚШ-тың PMI индекстері үшін оң тенденциялардың арқасында нарыққа қатысушылардың саны өте жұмсақ рецессияны күтуде немесе құлдырауды болдырмауға болады деп санайды. Conference Board ақпан айындағы бас директорлар сауалнамасы респонденттердің 86% 2023 жылы "жылдам және таяз" рецессияны күтетінін көрсетеді.

Біздің ойымызша, наурыз айында болған нарықтық бағалаудың біршама қалыпқа келуі аясында нарық II тоқсандағы баға белгілеулерінің өзгерісі төмен екендігін көрсетеді, бұл тұтынудың әлі де қолайлы жағдайы және I тоқсандағы есеп беру маусымындағы күтулерге қатысты төмен базаның әсері. Бұл ретте тәуекелдер балансы, біздің ойымызша, нарық қатысушыларының пайдасына емес. Ол туралы:

- макроэкономикалық фон нашарлаған жағдайда бағалаудың әлеуетті даунсайды
- төмен ERP көрсеткіші
- мемлекеттік қарыз шегі, инфляция және ФРЖ агрессивті әрекеттерімен байланысты тәуекелдер

Позициялардың бекітілуіне байланысты нарық белгіленген тәуекелдердің бірі шиеленіскен кезде 2022 жылдың желтоқсан айындағы ең төменгі деңгейге дейін және одан төмен деңгейге дейін түзетілуі мүмкін. Техникалық тұрғыдан алғанда, жағдай белгісіз: 2022 жылдың басынан бері жалғасып келе жатқан төмендеу үрдісі 2023 жылдың қаңтар-наурыз айларында бұзылды. Сонымен қатар, 2022 жылдың қазан айынан бастап байқалған қысқа мерзімді өсу тенденциясы позициялардың соңғы фиксациясымен де бұзылды. Сонымен қатар, қазіргі уақытта 200 күндік жылжымалы орташа сызық қарсылық деңгейі ретінде әрекет етеді. Осы жағдайларда акциялар портфелін орналастыруды тұрақты кірісі бар құралдардың елеулі үлесімен (35%), акциялар портфелінің циклдік емес секторларға ортақ фокусымен, құн факторларына, төмен құбылмалылыққа үлкен назар аудара отырып, қорғауды қалдырамыз. АҚШ-тың ЖІӨ болжамының жақсаруын, бағалар мен күтулердің

біршама түзетілуін ескере отырып, I тоқсанның қорытындысы бойынша біз акцияларға экспозицияны 45% -ға дейін арттырамыз және портфельдегі кэш үлесін 6% -ға дейін қысқартамыз.

Біз рецессиялық сценарийді іске асыруды әлі де ықтимал деп санаймыз, бірақ 2023 жылдың II жартыжылдығында. Бұл үшін қазіргі уақытта тұрақты іскерлік белсенділіктің белгілері негіз болады. Егер айтарлықтай сатылымдар болмаса және S&P 500 индексі бойынша P/E форвардтық мультипликаторы 16 және одан төмен түспесе, тәуекелдер балансы III және IV тоқсандарда нашарлауы мүмкін деп санаймыз. Қысымның негізгі триггерлері мемлекеттік қарыздың шекті тәуекелі, рецессияның дамуына қатысты алаңдаушылықтың күшеюі, нарықтың салыстырмалы оптимистік бағалауы кезінде маржаның және басқа қаржылық көрсеткіштердің өсуін бәсеңдету үрдісін сақтау болып қала береді. Күшті макро айнымалылар, азаматтардың артық жинақтары түріндегі қосымша қауіпсіздік жастығы, нарықтың жекелеген секторларындағы қалпына келтіру трендтері есебінен рецессия, біздің ойымызша, таяз болады. Осыны ескере отырып, S&P 500 экономикалық құлдырау фактісі болғаннан кейін, ағымдағы жылдың аяғында – келесі жылдың басында салыстырмалы түрде тез қалпына келтіруге қабілетті болады деп ойлаймыз. Осы болжамдардың негізінде біз ағымдағы жылдың соңына дейін акциялар нарығына бейтарап болжам жасаймыз.

Біздің негізгі инвестициялық тұжырымдамамызды Джон Маркс Темплтонның сөздері көрсетеді: «Нарықтардағы "аю" трендтері орта есеппен 10 жылда екі рет дамиды, сонымен қатар рецессиялар 10 немесе 12 жылда екі рет болады. Бірақ бұл қашан болатынын ешкім болжай алмайды. Осылайша, бұл жағдайда ең жақсы нәрсе – акциялардың бағасы төмен болған кезде сатып алу: бұл басқалардың оларды дәл сататынын білдіреді».

Тұтастай алғанда, біз нарыққа мұқият қараймыз және белгілі бір "бұқа" болжамын қалыптастыру үшін оның бағалары жақсарады деп күтеміз. Біз бағалауды және/немесе қаржылық көрсеткіштерді жақсартумен бірге жүрмейтін эмоционалды раллиден аулақ болуға тырысамыз. Қазіргі уақытта біз облигацияларға, қорғаныс активтеріне, құн факторына және жоғары дивидендтерге артықшылық беруді жалғастырамыз. Бұл құралдар әлі де белгісіздік жағдайында инвесторлар үшін ең тартымды болып көрінеді.



## 2023 жылы қор нарығындағы жағдайды дамыту сценарийі

	Рецессияның болмауы	Орташа рецессия	Тұрақты инфляция
ФРЖ мөлшерлемесі (2023 ж.)	5,38%	5,19%	5,50%
ФРЖ мөлшерлемесі (2024 г.)	4,88%	4,63%	4,94%
U.S. 10 Year Treasury (2023 г.)	4,09%	3,78%	4,48%
U.S. 10 Year Treasury (2024 г.)	3,80%	3,40%	4,30%
EPS (2023 г.)	224,3	212,4	201,5
EPS өзгеруі (2023 ж.)	3,50%	-2,00%	-7,00%
EPS (2024 ж.)	249,0	231,5	216,6
EPS өзгеруі (2024 ж.)	11%	9%	8%
P/E NTM (2023 ж.)	17,5	16,3	14,5
Ықтималдығы	30%	55%	15%
S&P 500	4356,7	3773,1	3141,4

### Болжамдар

Экономиканың өсуі I жартыжылдықта баяулап, III тоқсанда нөлдік мәндерге жетеді. Инфляция (Core PCE) төмендеу үрдісін сақтайды, бірақ ФРЖ таргетінен жоғары болып қалады және 2023 жылдың қорытындысы бойынша 3,5% құрайды.

Бұл үрдіс Федрезервтің жыл ортасына қарай ставканы 5,5% - ға дейін көтеруіне негіз болады. Бұл ретте экономикалық белсенділік пен жұмыспен қамту базалық сценарийде көзделгеннен жоғары болып қалады. Бұл 3-4% ж/ж болуы мүмкін EPS маржасы мен өсу қарқынын қолдайды. бұл жағдайда P/E NTM 2023 жылдың соңында 17,5-ке жетуі мүмкін

Рецессия 2023 жылдың II жартыжылдығында дамып, инфляцияның баяулауын ынталандырады, бұл ФРЖ-ға 2024 жылдың басынан бастап мөлшерлемені төмендетуге мүмкіндік береді. ЖІӨ-нің тез және қысқа төмендеуі жағдайында біз 2023 жылдың соңына қарай іскерлік белсенділіктің қалпына келуін күтеміз. 2024-2025 жылдары мөлшерлемені төмендетуге күтілетін трендпен бірге экономика перспективаларын жақсарту P/E NTM мультипликаторын 2023 жылдың қорытындысы бойынша 16,3 деңгейінде болжауға негіз береді

Тұрақты инфляция ФРЖ-ны 2023 жылдың ортасына қарай ставканы 5,75% - ға дейін көтеруге мәжбүр етеді. Қатаң ДҚП, инфляцияның жоғарылауы және тұтынушылық белсенділік жағдайында корпорациялар маржаға жоғары қысымды белгілейді, бұл жыл қорытындысы бойынша EPS 7% - ға қысқаруына әкеледі. 2024 жылы инфляцияға қатысты аралас үміттер және экономиканың баяу қалпына келуі P/E NTM бағалау мультипликаторын 2023 жылдың соңында 14,5 деңгейінде ақтайды

## 2023 жылдың соңында S&P 500 сараланған бағасы – 3853,4 пункт

## Кеңейтілген нарыққа шолу

### Макросценарийлер

Қаңтар мен ақпандағы макроэкономикалық деректер 2023 жылы АҚШ экономикасы жүруі мүмкін сценарийлерді қайта қарауға негіз болады.

Негізгі сценарий орташа және қысқа рецессия болып қала береді, бірақ жоғарыда айтылғандай, ол 2023 жылдың бірінші жартысында емес, екінші жартысында болуы мүмкін. Біздің ойымызша, III тоқсанда АҚШ ЖІӨ нақты тұтынудың әлсіреуі, сондай-ақ инвестициялар компонентінің әлсіздігі аясында шамамен 0,6% т/т (жылдық мәнде) төмендейді. Сонымен қатар, ЖІӨ алғашқы екі тоқсанда 2% және 1% - ға өсуге қабілетті, ал жұмыссыздықтың орташа жылдық деңгейі бұрын күтілген 4,6% орнына 4% құрауы мүмкін. Сонымен қатар, біз инфляция биыл тұрақты болады деп санаймыз, дегенмен оны бәсеңдету үрдісі жалғасады. Біз АҚШ-тың банк секторындағы макроэкономикалық факторлар мен қиындықтардың үйлесімін ескере отырып, ФРЖ-ның терминалдық мөлшерлемесін 5,25% деңгейінде сақтаймыз.

Оптимистік сценарийдің параметрлері айтарлықтай қайта қаралды. Әр түрлі түсіндірулерден аулақ болу үшін біз оның тұжырымдамасын "жұмсақ қонудан" "рецес-

сияның болмауына" дейін өзгерттік. Сценарийді қайта қарауға сәйкес ЖІӨ минусқа кетпейді, дегенмен ол 2023 жылдың III тоқсанында теріс аумаққа жақындады. Экономикалық белсенділіктің төмендеуінсіз және жұмыссыздықтың айтарлықтай өсуінсіз инфляция негізгі сценарий ұсынғаннан гөрі тұрақты болады деп санаймыз. Бұл ФРЖ-ға қатаң шаралар қабылдауға негіз береді. Естеріңізге сала кетейік, желтоқсан айында біз РСЕ баға индексінің өсуі баяулаған жағдайда ФРЖ-ның төмен мөлшерлемесін оптимистік сценарийге қойдық. Бүгінгі таңда біз мұндай оқиғалардың даму мүмкіндігі азайып бара жатқанын көріп отырмыз.

Пессимистік сценарий біршама күрт төмендеді (2023 жылғы инфляциялық және дефляциялық драйверлерді қараңыз). Инфляция бағдары (РСЕ базалық баға индексі) жыл қорытындысы бойынша желтоқсан айындағы бағамен салыстырғанда 4,4% - дан 4,3% - ға дейін төмендеді. Осы сценарийге сәйкес инфляция жаңартылған базалық болжаммен салыстырғанда біршама тұрақты болады, ал ағымдағы және келесі жылы ЖІӨ тек 0,1% және 1,3% - ға өседі. Айтуынша, біз бұл сценарийді стагфляциялық деп анықтаудан бас тартамыз (бұл термин өткен стратегиялық шолуда қолданылған), өйткені жалпы қабылданған түсінікте толық стагфляция қаупі шамалы болып көрінеді.

Базалық сценарий: орташа рецессия	Ағымд	Q1 23	Q2 23	Q3 23	Q4 23	2023	2024
Нақты ЖІӨ өсімі, % (т/т)	2,7	2,0	0,6	-1,0	0,25	0,5	1,6
Базалық РСЕ, % (ж/ж)	4,7	4,5	4,2	3,9	3,6	4,1	2,9
Жұмыссыздық деңгейі, %	3,6	3,6	3,8	4,1	4,5	4,0	4,7
Орташа сағаттық жалақының өсу қарқыны, %	4,6	4,5	4,4	4,2	3,9	4,3	3,4
ФРЖ ставкасы (жоғарғы шегі), %	4,75	5,00	5,25	5,25	5,25	5,2	4,6
10 жасар трежеристің кірістілігі	3,5	3,6	3,6	3,5	3,5	3,6	3,3

Оптимистік сценарий: рецессия болмауы	Ағымд	Q1 23	Q2 23	Q3 23	Q4 23	2023	2024
Нақты ЖІӨ өсімі, % (т/т)	2,7	2,5	1,2	0,0	0,5	1,1	1,9
Базалық РСЕ, % (ж/ж)	4,7	4,5	4,4	4,2	3,8	4,2	3,0
Жұмыссыздық деңгейі, %	3,6	3,5	3,7	3,9	4,3	3,8	4,6
Орташа сағаттық жалақының өсу қарқыны, %	4,6	4,6	4,6	4,4	4,1	4,4	3,6
ФРЖ мөлшерлемесі (жоғарғы шекара), %	4,75	5,00	5,50	5,50	5,50	5,4	4,9
10 жылдық трежеристің кірістілігі	3,5	4,0	4,5	4,4	4,2	4,3	3,8

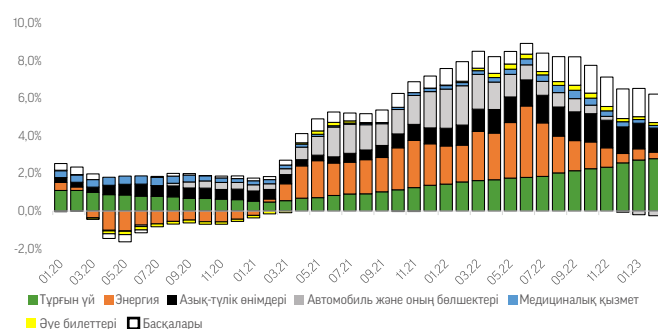
Пессимистік сценарий: неғұрлым тұрақты инфляция	ағымд.	Q1 23	Q2 23	Q3 23	Q4 23	2023	2024
Нақты ІЖӨ өсімі, % (т/т)	2,7	1,5	0,3	-1,0	-0,5	0,1	1,3
Базалық PCE, % (г/г)	4,7	4,6	4,5	4,2	3,9	4,3	3,2
Жұмыссыздық деңгейі, %	3,6	3,6	4,0	4,3	4,7	4,1	4,9
Орташа сағаттық жалақының өсу қарқыны, %	4,6	4,4	4,3	4,1	3,8	4,1	3,3
ФРЖ мөлшерлемесі (жоғарғы шекара), %	4,75	5,00	5,75	5,75	5,75	5,6	5,1
10 жылдық трежерис кірістілігі	3,5	4,0	4,7	4,7	4,5	4,5	4,0

## Макротрендтер 2023 жылдың инфляциялық және дефляциялық драйверлері

СЖыл басынан бері тұтынушылық инфляция динамикасы (CPI) туралы екі есеп жарияланды. Қаңтар айындағы деректер негізінен 0,6% а/а құрайтын негізгі қызметтер бағасының белсенді өсуіне байланысты жалпы нарықтық күтулерден асып түсті. Бұл ретте қаңтардан бастап CPI есебі 2021 жылға қатысты тұтынудың жаңа құрылымына негізделген: тұрғын үй шығындарының үлесі ұлғайды, ал азық-түлік пен автомобильдерге қызмет көрсету үлесі қысқарды. Қаңтар айында тұтыну бағаларының индексі 6,4% ж/а-ға көтерілді, ақпан айында жалпы нарықтық күтулерге сәйкес оның өсуі 6% ж/ж-ға дейін баяулады. Инвестициялық қоғамдастықта бұл нәтиже оң қабылданды, бірақ монетарлық билік үшін бұл инфляцияның тым жоғары қарқыны болып қала береді. Әрі қарай, біз инфляция мен дефляцияның өзекті драйверлерін қарастырамыз және инфляциялық қысымның 2023 жылы неліктен төмендейтінін түсіндіреміз, бірақ инфляцияның 2% ФРЖ нысанасына өту процесі сызықтық емес болады және кем дегенде тағы екі жылға созылады.

CPI индексінің компоненттерін талдау энергия көздерінің жалпы нәтижеге қосқан үлесі 2022 жылғы маусымдағы 3,8 п.п.-дан 2023 жылғы ақпандағы 0,4 п.п.-ға дейін төмендегенін көрсетеді. WTI мұнайының орташа жылдық бағасы 2023 жылы барреліне \$70 деңгейінде болады деп күтілуде. Бұл 2022 жылғы орташа көрсеткіштен 26% - ға аз \$94,2. Басқаша айтқанда, энергия компоненті көп ұзамай газ бағасының төмендеуін ескере отырып, көптен күткен дефляциялық әсерге ие бола бастайды.

## Компоненттер бойынша CPI индексінің ыдырауы, ж/ж



Дереккөз: U.S. Bureau of Labor Statistics

Бензин бағасының дефляциясы ерекше маңызға ие болады, өйткені автомобиль отыны бағасының ауытқуы тұтынушылардың қысқа мерзімді инфляциялық күтулеріне қатты әсер етеді. ФРЖ-ның инфляцияға қарсы күрестегі міндеттерінің бірі - бұл үміттердің қайта күшеюіне жол бермеу және олардың 2018-2019 жылғы нормаға біркелкі оралуын қамтамасыз ету.

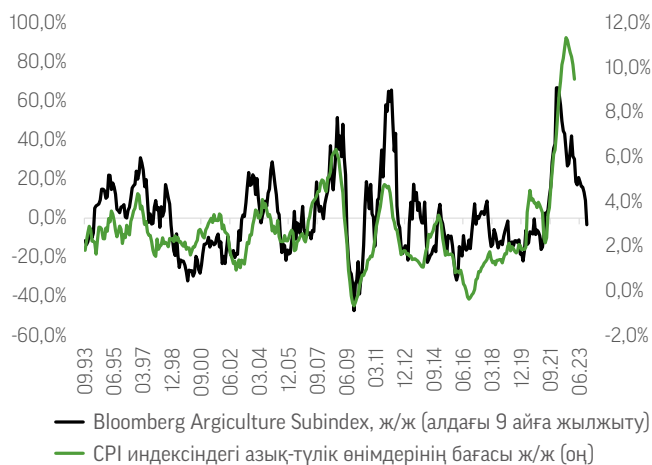
## Келесі 12 айдағы тұтынушылардың инфляциялық күтулері, %



Дереккөз: University of Michigan, NY Fed

Азық-түлік компоненті бағаның жиынтық өсуінің маңызды драйвері болып қала береді. Өткен жылдың тамызында инфляциясының жалпы нәтижесіндегі үлесі 1,5 п. п. болды, ал бұл тауарларға бағаның өсуі бірнеше онжылдықта ең жоғары деңгейге жетті 11,3% ж/ж. Баға жағдайына пандемия мен шиеленісті геосаяси жағдай қатты әсер етті, соңғы фактордың әсерінен тыңайтқыштар күрт қымбаттады. Алайда, азық-түлік инфляциясы максимумнан шегінді, оның CPI-ге қосқан үлесі шамамен 1,3 п.п. - ға дейін төмендеді. Бірқатар негізгі ауылшаруашылық тауарларының фьючерстері максимумнан айтарлықтай төмендеді, бұл Bloomberg Agriculture композиттік индексімен көрінеді, ол қазірдің өзінде жыл сайынғы өзгеру қарқыны бойынша теріс аймаққа кетті. Біздің талдауымыз азық-түлікке жауапты CPI компоненті өткен қыркүйекте басталған белсенді құлдырауды жалғастыра алатынын көрсетеді, өйткені бөлшек сауда бағасының өзгеруі ауылшаруашылық тауарларының нарықтық құны өзгергеннен кейін шамамен тоғыз айға кешіктіріледі. Жыл соңына дейін ұсыныс жағында қосымша сыртқы күйзелістер болмаса, біз азық-түлік бағасының өсу қарқынының қолайлы 3% ж/ж-ға қайтарылуын күтеміз.

### Азық-түлік бағасының динамикасы



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

Енді азық-түлік пен энергияның құбылмалы бағасын (Core CPI) ескермейтін негізгі CPI драйверлерін қарастырайық. Қазіргі уақытта ерекше дефляциялық фактор автомобильдер мен қосалқы бөлшектер бағасының құрамдас бөлігі болып табылады. Бұл компоненттің теріс аумаққа ауысуы орта мерзімді инфляциялық көріністегі маңызды оң өзгеріс болып табылады. Сұраныс пен ұсыныс балансының өзгеруі 2020-2021 жылдардағы күрт өсуден кейін пайдаланылған автомобильдердің

бағасын (-13,6% ж/ж) түзетуге мүмкіндік берді. Бастапқы нарықта бағалар баяу қарқынмен болса да өсе береді. Қайталама нарық биылғы жылы тұтынушылық сұраныстың әлсіреуіне байланысты қысымға ұшырайды деп санаймыз, бұл бастапқы нарықтағы бағаның өсуін өтейді. Осыған қарамастан, біз екі-үш айлық перспективада пайдаланылған автомобильдер бағасының қайта өсу қаупін атап өтеміз, өйткені тиісті Manheim баға индексі 2022 жылдың қарашасынан 2023 жылдың ақпанына дейін 7,8% - ға өсті, ал CPI индексі сол уақыт аралығында осы тауарға бағаның 6,5% - ға төмендеуін тіркеді. Біздің талдауымыз ресми деректер мен Manheim индексі арасындағы кідіріс екі ай екенін көрсетеді, сондықтан қаңтар-ақпан айларында қайталама нарықтағы бағаның күрт өсуі наурыз-сәуір айларындағы CPI-ге әсер етуі керек.

### Автомобильдердің баға динамикасы



Дереккөз: U.S. Bureau of Labor Statistics

Қытайдағы ковидке қарсы шектеулерін біртіндеп алып тастау, порттарды түсіру және кемелерді тасымалдау құнын төмендету шынында да жақсы жаңалық болып табылады. Осы факторлардың барлығы жеткізілім жағдайын жақсартуға ықпал етеді. Нью-Йорк ФРБ-ның Global Supply Chain pressure индексі өткен жылы күрт құлдырауды көрсетті және өзінің орташа тарихи мәндеріне нөлге жақын оралды. Біздің талдауымыз көрсеткендей, алдағы екі айдың ішінде жоғары базаның әсеріне байланысты бұл тауарларды тасымалдау және сақтау құнының өндірушілердің баға индексіне (PPI) өзгеруінің теріс жылдық қарқынында көрініс табады. АҚШ - тағы өндіріс құны шикізаттың, компоненттердің және жұмыс күшінің құнына байланысты болады.

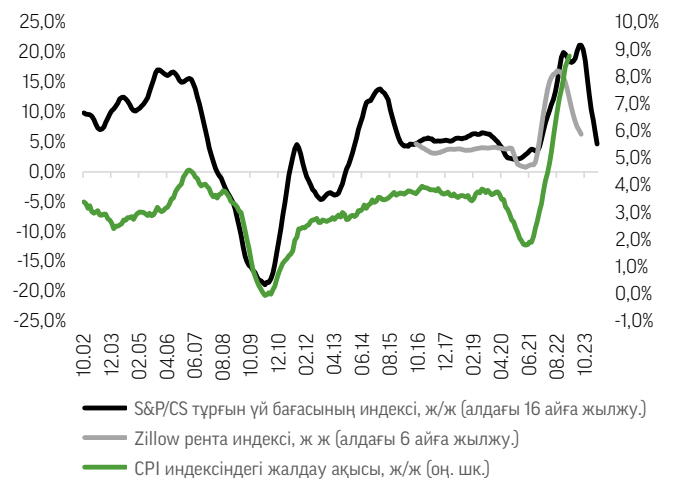
## Жеткізу жағдайы және тасымалдау құны



Дереккөз: ФРБ Нью-Йорк, U.S. Bureau of Labor Statistics

CPI-дегі ең үлкен үлесті (34,4%) тұрғын үй құнының құрамдас бөлігі алды. Ақпан айында тұрғын үй бағасы белсенді түрде көтеріле берді: өсім 8,1% ж/ж құрады, бұл CPI-нің айтарлықтай 2,8 п.п. өсуін қамтамасыз етті. Бір қарағанда, бұл инфляциялық драйверді жою мүмкін емес сияқты, бірақ іс жүзінде ФРЖ мұны іс жүзінде жасады. Бір қарағанда, бұл инфляциялық драйверді жою мүмкін емес сияқты, бірақ іс жүзінде ФРЖ мұны іс жүзінде жасады. Жалдау ақысының өсуі, ең алдымен, жылжымайтын мүлік бағасының өсуіне байланысты. Сонымен қатар, 30 жылдық ипотекалық несие мөлшерлемесінің өсуіне байланысты тұрғын үйге қол жетімділіктің күрт төмендеуі жылжымайтын мүлік бағасының жылдық өсу қарқынының айтарлықтай баяулауына әкелді. Тиісті S&P/Case-Shiller индексі өткен жылдың наурыз айында ФРЖ мөлшерлемесінің ағымдағы циклінде бірінші рет көтерілгеннен кейін 21,2% - ға өсті, желтоқсанда 4,7% ғана өсім көрсетті. CPI индексіде жалдау ақысы өсе түсуі үшін ұзақ мерзімді жалға алу келісімшарттарын жасау тәжірибесіне байланысты тағы 5-6 ай қажет болады. Zillow деректері жалпы дезинфляциялық үрдісті растайды: жаңа шарттар бойынша бағаның өсуі 2022 жылғы ең жоғары деңгейден 17,7% ж/ж деңгейінде 6% ж/ж дейін баяулады. Оның қарқыны 2024 жылдың соңына қарай қалыпқа келуі мүмкін. 2023 жылдың III тоқсанында инфляцияның тұрғын үй компонентінің жылдық өсу деңгейінің жоғарыда қалыптасуын күтеміз. ФРЖ ставка бойынша шешім қабылдау кезінде тұрғын үй инфляциясын есептеудің әдіснамалық ерекшеліктеріне байланысты уақыт аралықтарын ескеретініне күмән жоқ.

## Жалдау ақысы инфляциялық фактор ретінде



Дереккөз: Zillow, U.S. Bureau of Labor Statistics

Дефляциялық және дезинфляциялық процестерге ықпал ететін барлық факторларға қарамастан, инфляциямен күресті әлі тоқтату мүмкін емес, өйткені PCE индексідегі тұрғын үй компоненттерін қоспағанда, негізгі қызметтердің бағалары әлі де өсудің баяулау белгілерін көрсетпейді, бұл қаңтарда 4,6% ж/ж құрады. Бұл көрсеткіш ФРЖ басшысы Джером Пауэлл бірнеше рет қазіргі макроэкономикалық жағдайда ең маңызды деп атап өтті. Біз бұл пікірмен келісеміз және оның маңыздылығының екі себебін атап өтеміз. Біріншіден, пандемия аяқталғаннан кейін ұзақ мерзімді трендтерге оралу жолында тауарлардан қызметтерге тұтынудың ауысуы жалғасуда. Мысалы, рейстерге деген сұраныстың күштілігі соншалық, әуе билеттерінің бағасы екі таңбалы қарқынмен өсуде (+29% ж/ж).

## PCE баға индексі



Дереккөз: U.S. Bureau of Economic Analysis, Bloomberg

Екіншіден, негізгі қызметтер бағасының динамикасы сұранысқа ғана емес, сонымен қатар экономикадағы



жалақының орташа өсу қарқынына да байланысты. Сағаттық жалақының өсу қарқыны 4,6% ж/ж құрайды, бұл құрылымдық жұмыс күшінің жетіспеушілігінен және жекелеген салалардағы білікті мамандарға деген жоғары сұраныстан туындайды.

Қаңтар айында бос жұмыс орындары мен жұмыссыздар арасындағы арақатынас 1,96-дан 1,9-ға дейін түзетілді, өйткені бос жұмыс орындарының саны 11,23 миллионнан 10,82 миллионға дейін қысқарды. Алдағы бірнеше айда біз жұмыссыздар санының өсуімен бірге осы тенденцияның дамуын күтеміз, өйткені компаниялар макроэкономикалық белгісіздік жағдайында штаттар мен жалдауды қысқарта бастады.

### Еңбек нарығының негізгі көрсеткіштері



Дереккөз: U.S. Bureau of Labor Statistics

Еңбек нарығындағы сұраныс пен ұсыныс арасындағы тепе-теңдікке дәйекті қозғалыс ФРЖ үшін маңызды бо-

лады, өйткені бұл жалақының өсу қарқынының төмендеуіне және сайып келгенде, көп уақытты қажет ететін қызмет көрсету секторындағы инфляция мәселесін шешуге әкеледі. Еңбек нарығында жалақының өсуінің жеткілікті баяулауын қамтамасыз ету үшін қандай өзгерістер болуы керек және оларға қол жеткізуге бола ма? Біздің ойымызша, жалақының белсенді өсуі жұмыс орындарының бір мезгілде артық болуымен және олардың салыстырмалы тартымдылығымен байланысты, бұл қызметкерлерді бір жұмыс берушіден екіншісіне ауысуға ынталандырады. Біз бос жұмыс орындары мен жұмыссыздар арасындағы арақатынас пен ерікті жұмыстан босату коэффициенті арқылы жалақының жылдық өсу қарқынын түсіндіретін екі факторлы регрессиялық модель құрдық. Осы модельдің көмегімен біз жалақының өсуін 2018-2019 жылдардағы орташа 3,2% ж/ж қарқынына қайтару үшін бос жұмыс орындары мен жұмыссыздар арасындағы арақатынас біреуден төмен түспеуі керек екенін анықтадық. Бұл маңызды қорытынды, өйткені ағымдағы жылы орташа рецессияны болжайтын негізгі сценарийді іске асырған кезде бұл көрсеткіш біреуден едәуір жоғары болып қалуы мүмкін. Жақсы жаңалық - жалақының өсуін 3% ж/ж дейін баяулату үшін жұмыссыздар санының жұмыссыздар санына қатынасын 1,2-ге дейін жеткізу және ерікті жұмыстан босату коэффициентін ағымдағы 2,5% - дан 2,1% - ға дейін азайту жеткілікті. Біз мұны іскерлік белсенділіктің төмендеуі, корпорациялар мен тұтынушылар тарапынан шығындарды бақылауды күшейту жағдайында жүзеге асырылады деп санаймыз.

		Ерікті жұмыстан босату коэффициенті, %				
		1,9	2	2,1	2,2	2,3
Бос жұмыс орындары мен жұмыссыздар арасындағы байланыс	1,1	2,5%	2,7%	2,9%	3,1%	3,3%
	1,2	2,6%	2,8%	3,0%	3,2%	3,4%
	1,3	2,8%	3,0%	3,1%	3,3%	3,5%
	1,4	2,9%	3,1%	3,3%	3,5%	3,7%
	1,5	3,0%	3,2%	3,4%	3,6%	3,8%

Дереккөз: анализ Freedom Finance Global

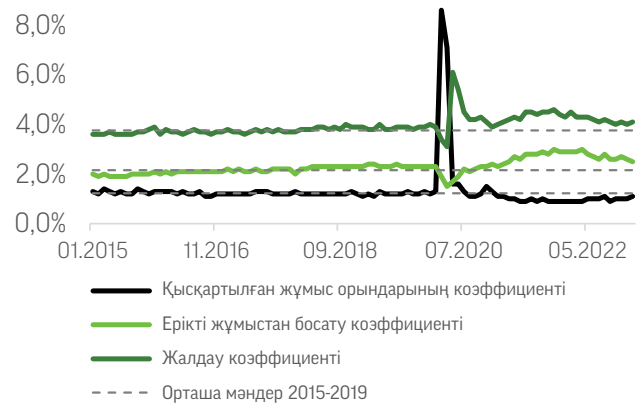
Осылайша, инфляция қозғалысының траекториясы әлі де белгісіз болып көрінгенімен, көптеген инфляциялық драйверлер қазірдің өзінде ойнатылып жатыр немесе ағымдағы жылы өз ықпалын жоғалтады деп айтуға болады. Енді ФРЖ еңбек нарығындағы жағдайды тудыратын инфляцияны тежеуі керек болғандықтан, оның бәсеңдеуін мұқият қадағалап отыру керек. Біздің ойымызша, реттеуші 2023 жылы осы бағытта жетістікке жете алады. Бұл біздің стагфляцияның даму қаупінің төмендігіне деген сенімімізді күшейтеді.

### Еңбек нарығының негізгі көрсеткіштері

2022 жылы, 2023 жылдың басындағыдай, АҚШ экономикасында айына орта есеппен 400 мың жұмыс орны пайда болды. Бұл, ең алдымен, қызмет көрсету, атап айтқанда мейрамхана және қонақ үй бизнесі, денсаулық сақтау, білім беру, бөлшек сауда және кәсіби қызметтер саласындағы жұмыс берушілер қамтамасыз ететін еңбек нарығының тұрақтылығын білдіреді. Пандемия кезінде қызметтерге тұтынушылық шығындар төмендегеннен кейін кейінге қалдырылған сұранысты іске асырудың әсері сектордағы бизнес белсенділігінің тұрақтылығына ықпал етеді. Бұл жұмыс берушілерде жұмыс күшінің жетіспеушілігін толтыру үшін қызметкерлерді белсенді жалдауға мүмкіндік береді. Сонымен қатар, пайыздық мөлшерлемелердің өзгеруіне сезімтал циклдік секторлардағы компаниялар (құрылыс, қаржы, IT) жалдау көлемін шектейді немесе жұмыс орындарын қысқартады.

Қаңтар айында, JOLTS мәліметтері бойынша, жұмыстан босату саны 17% – ға өсті м/м-с 1,47 млн дейін 1,72 млн. алайда, бұл көрсеткіш те, қысқартылған жұмыс орындарының коэффициенті де пандемияға дейінгі соңғы жылдардағы орташа деңгейден төмен болып қала береді. Ұзақ уақыт жұмыс күші тапшылығынан кейін және экономикалық белгісіздік жағдайында компаниялар қызметкерлерді ұстап қалуға бейім. Сонымен қатар, қызмет көрсету саласындағы қызметкерлерге деген жоғары сұраныс кадрлар айналымын күшейтуде. Нәтижесінде жұмыстан босату коэффициенті өз қалауы бойынша 2020 жылға дейін байқалған орташа мәннен жоғары болып қалады. Дегенмен, көрсеткіштер біртіндеп қалыпқа келуді көрсетеді. Жылдың бірінші жартысында АҚШ экономикасында еңбек ресурстарының жинақталуы жалғасады деп санаймыз, бұл жалпы белгісіздік кәсіпорындардың кадрлық саясатына әсер ететін құлдырау кезеңінің басталуына тән. Экономикалық өсу одан әрі баяулаған сайын, жалдау көлемі азаяды және жұмыссыздық біз бұрын ойлағаннан баяу болса да өседі.

### Еңбек нарығының негізгі көрсеткіштері



Дереккөз: Bureau of Labor Statistics

Еңбек нарығының қолайлы жағдайы тұтынушыларды қысқа мерзімді қолдау факторы болып табылады. Conference Board сауалнамасына сәйкес, жұмыспен қамту деңгейінің жоғарылауы соңғы бес айдағы ағымдағы жағдайларды бағалауды жақсартуға ықпал етті. Сонымен, жұмыс орындарының жеткіліктілігі мен жұмыс іздеудің күрделілік дәрежесін бағалауға негізделген еңбек нарығындағы жағдайлардың дифференциалы өткен жылдағы ең жоғары деңгейге дейін өсті. Дегенмен, пайыздық мөлшерлемелердің жоғарылауы және ықтимал рецессияға қатысты алаңдаушылық бизнес пен жұмыспен қамтудың болашақ жағдайларына қатысты пессимизмді күшейтеді және күту индексі 80 ұпайдан төмен болып қалады, бұл тарихи рецессия болды. Респонденттер қымбат сатып алу жоспарларын жүзеге асыруды кейінге қалдырады, бұл несие-леуге тәуелділіктің артуына және жинақтарды толтыруға деген ұмтылысқа байланысты.

### Conference Board тұтынушылардың сенім индексінің компоненттері



Дереккөз: Conference Board

Біздің бағалауымыз бойынша, 2022 жылдың қаңтарынан бастап пандемия кезеңінде қалыптасқан американдық үй шаруашылықтарының артық жинақтары 39% - ға, \$1,32 трлн-ға дейін қысқарды. Орташа алғанда, айына шамамен 4% пайдаланылды. Тұтынушылар қолда бар буферге сүйенуді жалғастырады және оны айына 4-5% - ға қысқартуды жалғастырған жағдайда, артық жинақ жыл соңына қарай 40-50% - ға азаяды. Табысы төмен жеке тұлғалардың артық жинақтары толығымен пайдаланылуы мүмкін. Сонымен қатар, маусымның ең төменгі деңгейінен 2,7% - дан 4,7% - ға дейін жинақ мөлшерлемесін жақында қалпына келтіру үй шаруашылықтарының номиналды кірістерді пайдалану және шығындарды үнемдеу арқылы жинақтарды қалпына келтіруге деген ұмтылысын көрсетуі мүмкін.

### Conference Board тұтынушыларының сенім индексі компоненттері



Дереккөз: Bureau of Economic Analysis, Freedom Finance Global талдауы

Жалақының өсуі және баға қысымының төмендеуі жыл басында жеке табыстың өсуіне ықпал етті. Сонымен қатар, жыл басында бұл динамикаға қолдау көрсетілді:

- жыл сайынғы әлеуметтік қамсыздандыруды индексстеу немесе Cola (cost of living adjustment) 8,7% - ға, шамамен 70 миллион адамға әсер етті
- бірқатар штаттарда ең төменгі жалақыны көтеру, сондай-ақ салық кронштейндерін немесе салық салынатын кірістер ауқымын қайта қарау, бұл кейбір жағдайларда салық шегерімін арттыруға мүмкіндік береді

Қаңтар айында бұл нақты қолда бар кірістің 1,4% а/а

өсуіне әкелді, бұл алдағы айларда тұтынушыларға қолдау көрсетеді деп сенеміз

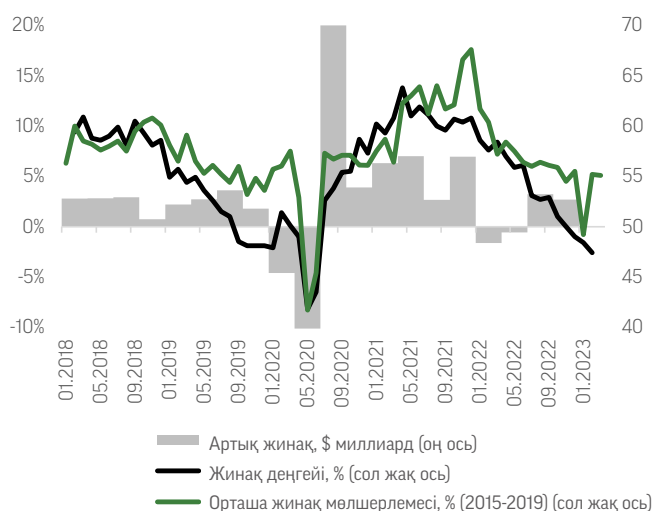
### Бизнес-белсенділік

Жыл басында АҚШ әзірлеушілерінің көңіл-күйі жақсарды. Ақпан айында NABV-ден тиісті индекс 7 п. - ға өсіп, 42-ге жетті. Негізгі фактор қараша айынан бастап ипотекалық мөлшерлемелердің төмендеуі және тұрғын үйдің қолжетімділігі мен сатылымына қатысты күтілімдердің жақсаруы болды. Алайда, ағымдағы мән 50 пункттен төмен болып қалады, өсу үрдісі туралы дабыл береді, ол 2020 жылғы мәндермен салыстырылады және нарықтың сенімсіз көңіл-күйін көрсетеді. NABV бағалауы бойынша, егер тұрғын үй несиелерінің мөлшерлемесі шарықтау шегін еңсерсе, оның құбылмалылығы жыл бойына сақталады және сату белсенділігін тежейді. Сұраныстың төмендеуіне қарамастан, сектор компаниялары тапшылық азайып, логистика қалыпқа келгеннен кейін жұмыс орындарын қысқартуды жоспарламайды. Сонымен қатар, шектеулі тұрғын үй қоры бағаны күрт құлдыраудан сақтайды. Жалпы, тұрғын үй нарығының трендік деңгейге оралуы ағымдағы жылдың аяғы мен келер жылдың басында болуы мүмкін. Тиісінше, тұрғын үйге салынған инвестициялардың динамикасы ЖІӨ өсуін тежеуді жалғастырады.

Соңғы төрт айда өндірістік сектордағы іскерлік белсенділік төмендеді. S&P Global және ISM сауалнамаларының деректері жаңа өндірістік тапсырыстардың, соның ішінде экспорттық тапсырыстардың қысқарғанын көрсетеді, ал шығарылымның өсуі артта қалушылықты орындау арқылы қамтамасыз етіледі. Бұл жағдайда IV тоқсанда күрделі жабдыққа нақты инвестициялар 3,2% т/т-ға қысқарды, дегенмен жыл басында біршама қалпына келді. Компаниялар еңбек өнімділігін арттыруға ұмтылғандықтан, күрделі шығындар тұрақты болып қалады деп санаймыз. Бизнес сұраныстың тұрақтылығына және жеткізілімдерді қалыпқа келтіру арқылы баға қысымының төмендеуіне мұқият оптимизм көрсетеді. Алайда, қаржыландырудың қымбаттауы мен экономикалық белгісіздікті ескере отырып, компаниялар инвестициялар бөлігінде консервативті саясатты ұстанатын болады. Өндіріс секторы тарапынан экономика үшін серпіннің әлсіреуі қызмет көрсету саласының үлкен тұрақтылығымен өтеледі, оның өкілдері тұтынушылардың қалауын ретейлден сервистерге ауыстыру есебінен ұтады. Алдағы айларда бұл бизнестің белсенділігін және көп еңбекті қажет ететін қызмет көрсету секторындағы жұмыспен қамтуды қолдауға мүмкіндік береді.

Осылайша, еңбек нарығындағы күткеннен де тұрақты сұраныс және нақты қолда бар кірістерді нығайту жақын болашақта тұтынушыларды қолдау факторлары болады. Бұл АҚШ экономикасы үшін қысқа мерзімді тәуекелдерді азайтады және тіпті I-II тоқсандағы орташа рецессия дамымайды деп күтуге мүмкіндік береді. Сонымен қатар, экономикаға ақша-кредит саясатын қатаңдатудың кейінге қалдырылған әсерін ескере отырып, оның құлдырауы III тоқсанда тіркеледі деп есептейміз. Экономикалық өсу жылжымайтын мүлік нарығындағы сұраныстың төмендеуіне, бизнес-инвестициялар белсенділігінің баяулауына және жұмыс күшін жалдауға байланысты баяулауды жалғастырады. Бұл ретте базалық сценарий әлі де жұмыс күшінің жинақталуы жағдайында жұмыссыздықтың шектеулі өсуі есебінен экономикалық құлдыраудың қалыпты сипатын болжайды.

### Іскерлік белсенділік және нақты ІЖӨ динамикасы



Дереккөз: ISM, Bureau of Economic Analysis

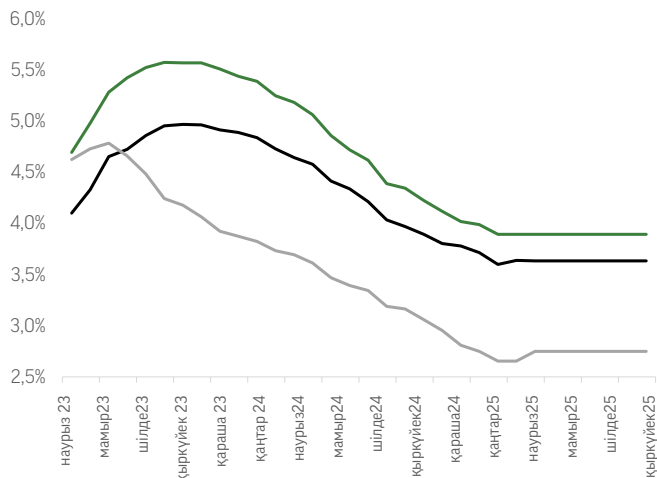
## ФРЖ әрекеті

2022 жылдың қазан айынан бастап нарық Федералдық резервтің мөлшерлемесін баяулатудың жақындығына және оның шекті мәндерге жетуінің жақындығына назар аударды. Бұл үміттер ішінара орындалды. Қаңтар отырысының қорытындысы бойынша реттеуші түйінді мөлшерлемені 25 б.п. - ға, 4,75% - ға дейін көтерді. Сонымен қатар, болжамнан жоғары болған қаңтар инфляциясы ағымдағы жылы мөлшерлеменің ең жоғары мәніне қатысты бағдарды қайта қарауға әкелді. Бұған реттеуші басшысының ФРЖ-ның 2023-ші бірінші отырысының қорытындылары бойынша түсінікте-

мелері де ықпал етті. Джером Пауэлл ДКП қатаңдату циклі шеңберіндегі әрі қарайғы іс-қимылдарға қатысты тәуекелдер мен белгісіздіктерді, сондай-ақ Федералдық резервтің жеткіліксіз белсенді шараларымен туындауы мүмкін инфляцияны жеделдетудің жаңа кезеңінің қаупін атап өтті. Сонымен қатар, Пауэлл тұрғын үй секторын қоспағанда, экономиканың сервистік сегментінде инфляцияның баяулауының жоқтығын атап өтті, бұл инфляцияның базалық индексінің 56% құрайды және реттеуші басшының айтуынша, бұл еңбек нарығының жағдайына байланысты.

Джером Пауэлл 7-8 наурызда өткен конгрессте сөйлеген сөзінде де "сұңқар" риторикасын сақтап қалды. Ол соңғы макродеректер күткеннен де күшті екенін атап өтті, бұл ФРЖ ставкасының ең жоғары мәнін қайта қараудың орындылығын көрсетеді. Нарық қатысушылары үшін ФРЖ басшысының ставкаларды көтеруді жандандыруға дайын екендігі туралы мәлімдемесі күтпеген жағдай болды. Нарықтың бұл мәлімдемеге реакциясы наурыздың бірінші онкүндігінің соңына қарай ставканың 50 б.п. - ға көтерілу ықтималдығының айтарлықтай артуы болды. Ставка 25 б.п.-ға, 4,75-5% - ға дейін көтерілді және 2007 жылдың қыркүйегінен бастап ең жоғары деңгейге жетті. Оның шекті мәніне қатысты бағдар бұрынғы 5,1% деңгейінде сақталды. Бұл ағымдағы жылы тағы 25 б.п. өсуді білдіреді. 2023 жылға арналған ЖІӨ болжамы аздап нашарлап, жұмыссыздыққа қатысты жағдай жақсарды. Жақында Silicon Valley Bank (SIVB) және Signature Bank (SBNY) банктерінің жабылуы жеке және заңды тұлғаларға несие беру шарттарын одан әрі қатаңдатуға әкеледі (ФРЖ ақпан айындағы басылымда несие беру стандарттарын қайта қарауды және леввереджге сұраныстың төмендеуін тіркеді). Реттеушінің пікірінше, бұл экономикалық белсенділікке де, инфляцияға да қысым жасайды. Аймақтық банктердің проблемалары сұранысты әлсіретуді жалғастырады, осылайша ФРЖ пайыздық мөлшерлемені көтерудің бір немесе бірнеше қадамдарын ауыстырады. Қаржы жүйесінің тұрақтылығын көрсетіп, депозиттер ағынының қалыпқа келу белгілерін көрсете отырып, ФРЖ басшысы әлі де "белгісіздік" сөзін жиі қайталап отырды. Сонымен қатар, Пауэлл АҚШ-тағы рецессияның ықтималдығы туралы сұраққа сенімді жауап бермеді. Инвестициялық қауымдастық ФРЖ төрағасы терминалдық мөлшерлемені ұстап қалу мерзіміне қатысты "көгершін" позициясын алады деп сенді, бірақ ол биылғы жылы ставкалардың төмендеуі негізгі сценарий емес екенін тағы да растады.

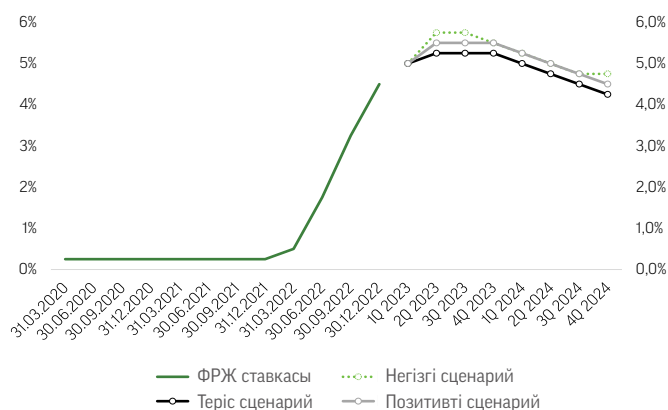
### ФРЖ мөлшерлемесі бойынша болжам динамикасы (CME Group сәйкес)



Дереккөз: Factset, расчёты Freedom Broker

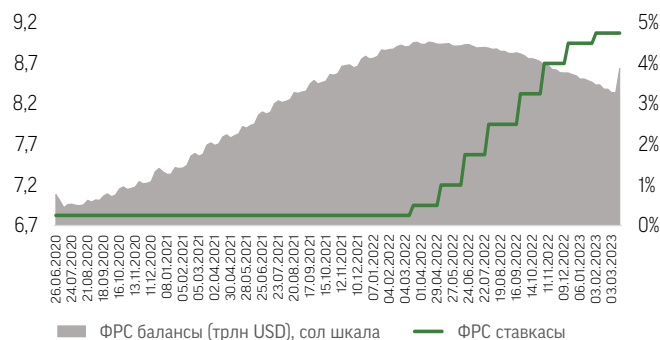
Жоғарыда талқыланған АҚШ-тың бірнеше проблемалық банктерінің жабылуы реттеуші үшін тәуекел балансын өзгертеді деп санаймыз. Осыған байланысты ФРЖ сақтықпен әрекет етуі мүмкін. Егер реттеуші мен АҚШ үкіметі өңірлік банктер сегментіндегі жағдайды тұрақтандыру үшін қабылдаған шұғыл шаралар пәрменді және жаңа салыстырмалы ірі банкроттықтарды немесе тиісті тәуекелдерді болдырмауға болатын болса, ФРЖ жақын болашақта ЖКП қатаңдату үрдісін сақтайды. Тұрақты баға динамикасының белгілерін (CPI және PCE индекстеріне сәйкес) және іскерлік белсенділіктің тұрақты күйін ескере отырып, біз 2024 жылдың басына дейін ФРЖ ставкаларының төмендеуін күтпейміз. Біз ставканың ең жоғары мәнінің болжамын 5,25% деңгейінде сақтаймыз.

### ФРЖ ставкасының динамикасы және күтілім



Дереккөз: Factset, Freedom Broker талдауы

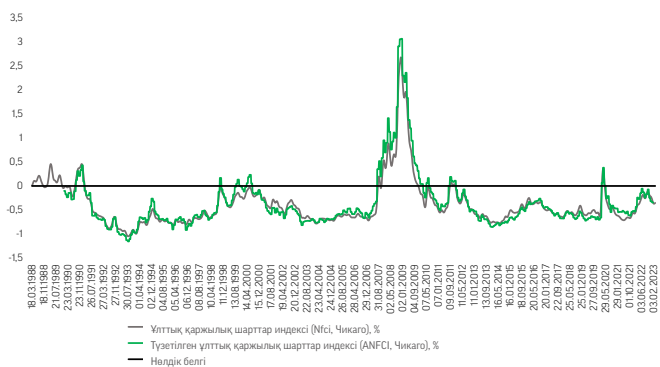
### Ставка динамикасы және ФРЖ активтерінің балансы



Дереккөз: Factset, расчёты Freedom Broker

ФРЖ балансты тазарту бағдарламасын жалғастыруда, ол қазынашылық облигацияларды 60 миллиард долларға және ипотеканы 35 долларға сату арқылы айына 95 миллиард долларға қысқартуды көздейді. Бұл шаралардың әсері шамамен ФРЖ мөлшерлемесінің 0,5–0,75 п. п. өзгеру деңгейінде бағаланады. Бұл ретте іс жүзінде аймақтық банктерді қолдау үшін өтімділікті шұғыл қамтамасыз ету қажеттілігіне байланысты реттеушінің балансы наурыз айында өсті. Алайда, болашақта ФРЖ QT бағдарламасын жүзеге асыруды жалғастырады деп болжаймыз.

### Қаржы шарттарының ұлттық индексі



Дереккөз: Factset, Freedom Broker талдауы

## АҚШ акциялар нарығынашоу. 2023 жылдың I тоқсанының қорытындысы

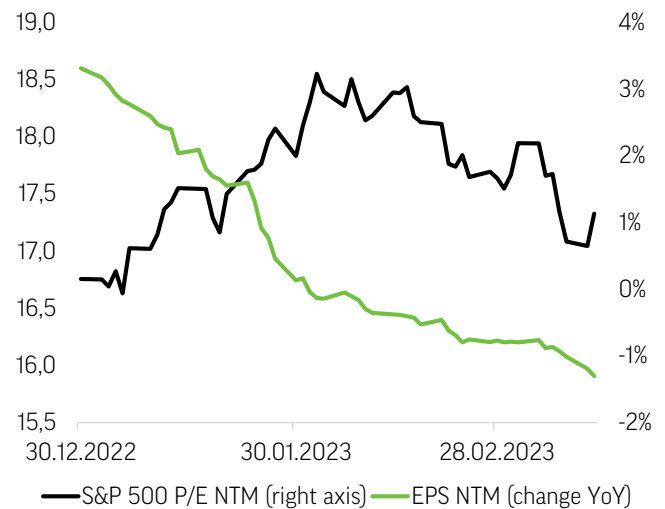
2023 жылдың басынан 17 наурызға дейін S&P 500 индексі 2022 жылдың жабылу деңгейімен салыстырғанда 2% өсті. Бұл динамиканың негізгі драйверлері, атап айтқанда:



- ФРЖ қатаңдату циклінің жақын арада аяқталуын күту (2022 жылдың аяғында ставканы көтеру курсы 2023 жылдың ортасында аяқталады деп күтілген, содан кейін реттеуші ДКП-ны біртіндеп жеңілдетте бастайды). Ақпан айының ортасынан бастап кең нарық индексін түзету осы үміттерді керісінше қайта қарауға байланысты болды
- Инфляцияның баяулау тенденцияларының тұрақтылығына үміт арту (қаңтар айындағы мәліметтер жарияланғанға дейін CPI және PCE индекстері бірнеше ай қатарынан болжамдардан жақсы болды)
- 2022 жылдың соңында жасалған болжамдарға қарағанда экономика тұрақты. Мәселен, 2022 жылғы ақпанда жұмыспен қамтылғандар санының өсуі 311 мыңды құрады, консенсус кезінде 205 мың жұмыссыздық 0,2 п. т. а/а, 3,6% - ға дейін өсті, бірақ жұмыс күшіне қатысу коэффициентін ұлғайту есебінен бөлшек сауда 0,1 п. т. болжамға жетпей, қаңтар статистикасына бір реттік факторлар әсер еткенін дәлелдеді. 2022 жылдың соңындағы деңгеймен салыстырғанда корпоративтік бизнес белсенділігінің жақсарғаны байқалады. PMI композиттік индексі, S&P Global мәліметтері бойынша, екінші ай қатарынан өсуде, ақпан айындағы көрсеткіштің алдын ала мәні 50 ұпайдан (50,2 Б.) жоғары болды, ал ақпан айындағы "сұр кітап" деректері 2023 жылдың қаңтарынан ақпанының аяғына дейін АҚШ - тағы экономикалық белсенділіктің өсуін көрсетеді
- ЕО мен ҚХР ЖІӨ динамикасының 2023 жылға арналған болжамдарының артуы, неғұрлым тұрақты тұтынушылық сұраныс пен еңбек нарығы нарықтың "жақын және сөзсіз рецессияға" қатысты сентиментінің жақсаруына әкелді. Bank of America ақпан айындағы сауалнамаға сәйкес, респонденттердің тек 24% рецессияны күтеді, ал 77% 2022 жылдың қарашасында 2023 жылдың I тоқсанының ортасына дейін нарықтық сентименттің жақсаруы P/E мультипликаторының өсуіне түрткі болды және ең жаманы артта қалды деген үміт 2023 жылы EPS бағалау дина-

микасының жақсаруымен расталмады. Бұл ретте екі өңірлік банктің бұрын атап өткен проблемалары нарықтағы жалпы оң көзқарасты айтарлықтай әлсіретті.

### P/E NTM динамикасы және S&P 500 индексінің EPS NTM өзгерістері



Дереккөз: Factset, Freedom Broker талдауы

I тоқсанның екінші жартысынан бастап бірқатар "бұқа" триггерлері өзектілігін жоғалта бастады, бұл ақпан айының ортасынан бастап S&P 500 индексінің бағасына қысым жасады. Сонымен, CPI және PCE, еңбек нарығының күшті деректері және жоғары іскерлік белсенділік Джером Пауэллдің Конгресстегі сөзінде риторикасының қатаңдауына әкелді: ФРЖ басшысы ставканың 50 б.п. дейін көтерілуін жаңа жеделдетуге мүмкіндік берді. Credit Suisse (CS) нарық қатысушыларының көңіл-күйін өзгертті. 2023 жылғы 17 наурыздағы жағдай бойынша біз АҚШ-тың банк жүйесі үшін жүйелік тәуекелдерді көрмейміз және ҚДП-ны одан әрі қатайту үшін жағдайлардың сақталуын атап өтеміз.

Наурыз айының ортасында нарық ФРЖ-ның одан әрі әрекеттерінің белгісіздігінің жоғарылауымен бетпе-бет келеді, бұл ставкалардың көтерілу қадамына қатысты күтулердің өзгеруінің жоғары құбылмалылығынан көрінеді. Төмендегі кестеде ставканың 0 б.п., 25 б.п. және 50 б.п. жоғарылау ықтималдығының таралуы келтірілген:

	15 наурыз 2023	14 наурыз 2023	1 наурыз 2023	8 ақпан 2023
0 б.п. (4,50-4,75%)	43,2%	30,6%	0,0%	0,0%
25 б.п. (4,75-5,00%)	56,8%	69,4%	70,10%	90,80%
50 б.п. (5,00-5,25%)	0,0%	0,0%	29,90%	9,20%

Дереккөз: Factset, Freedom Broker талдауы

### P/E NTM динамикасы және S&P 500 индексінің EPS NTM өзгерістері

Тоқсандық есеп беру маусымының факторы нарық қатысушыларының көңіл-күйіне аралас әсер етті. Төмендегі кестеден көрініп тұрғандай, IV тоқсанның қорытындысы бойынша EPS-тің нақты динамикасы теріс болды (-4,6%), ал 2022 жылдың 30 қыркүйегіндегі жағдай бойынша оның 3,3% өсуі болжанған. Сонымен қатар,

Factset мәліметтері бойынша, EPS консенсусты тек 1,4%-дан асып түсті, орташа есеппен бес жыл ішінде 8,6% болды және бұл 2020 жылдан бергі ең төменгі нәтиже. 2023 жылға арналған EPS өсу болжамдары төмендеу бағытында қайта қаралуда. Factset мәліметтері бойынша, бірінші тоқсандағы корпорациялардың жеке гайдестері 84 жағдайда акцияға шаққандағы пайданың қысқаруын болжайды және тек 24-те болжамдар оң.

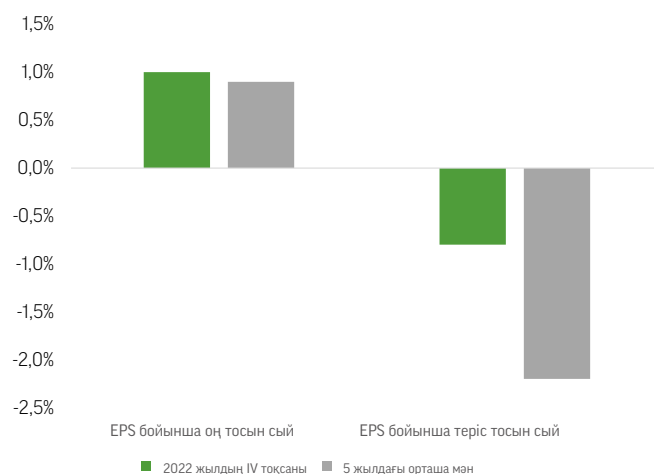
	2022 жылдың IV тоқсаны				2022 жыл		
	EPS өзгеру	Индекс динамикасына сектордың үлесі	2022 жылдың 30 қыркүйектегі жағдайы бойынша EPS-тің күтілетін өсуі	Нақты және болжамды мән арасындағы айырмашылық	EPS күткеннен жақсы	2022 жылдың 30 қыркүйектегі жағдайы бойынша EPS-тің күтілетін өсуі	2023 жылдың 9 наурыздағы жағдайы бойынша EPS-тің күтілетін өсуі
S&P 500	-4,6%	-4,6%	3,3%	1,4%	69,5%	6,4%	3,9%
Байланыс қызметі	-24,9%	-2,5%	-7,5%	-5,3%	48,0%	-10,9%	-19,7%
Ұзақ мерзімдік тұтыну товарлары	-21,3%	-1,7%	-6,6%	1,9%	72,2%	-9,8%	-14,9%
Күнделікті пайдаланатын товарлар	0,1%	0,0%	-0,9%	4,5%	69,7%	0,9%	2,8%
Энергетика	57,1%	3,5%	59,0%	1,4%	60,9%	141,9%	148,5%
Қаржы	-14,5%	-2,3%	-4,1%	0,1%	63,6%	-13,7%	-18,0%
Денсаулық сақтау	-6,7%	-1,0%	-3,1%	4,6%	76,2%	3,0%	3,7%
Өнеркәсіп	38,2%	2,2%	40,2%	-0,1%	67,1%	29,0%	26,3%
IT	-9,2%	-2,2%	-1,2%	1,7%	84,2%	5,6%	3,2%
Шикізат	-24,7%	-0,9%	-7,9%	2,7%	55,2%	9,5%	2,6%
Жылжымайтын мүлік	13,8%	0,3%	14,6%	3,4%	76,7%	16,1%	17,5%
Коммуналдық қызмет	2,8%	0,1%	3,3%	1,5%	63,3%	4,3%	2,6%

Дереккөз: Factset (8 наурыздағы жағдай бойынша)

Сонымен қатар, 2022 жылдың IV тоқсанындағы есеп беру маусымының нәтижелері бойынша инвесторлар алдағы тоқсандарда рецессияның басталуының ең үлкен алаңдаушылық белгілерін көрмеді. Қажетті тауарларды сатып алуға үй шаруашылықтарының назарын күшейтуге қарамастан (ірі сатушылардың есептерінің нәтижелеріне сәйкес), пандемиядан зардап шеккен секторларда сұраныстың қалпына келуі сақталды (қоғамдық тамақтану, турбизнес, қонақ үй қызметтері, әуе саяхаты). Сондай-ақ, әртүрлі салаларда ұзақ мерзімді тауарларға сұраныстың қалпына келуі тіркеледі. Сонымен қатар, S&P500 индексіне кіретін компаниялардың EPS оң динамикасын тоқсан қорытындысы бойынша энергетикалық сектордың нәтижелері 2022 жыл ішінде энергия бағасының 2021 жылдың мәндеріне көтерілуіне байланысты қолдады.

IV тоқсандағы нәтижелерді жариялау барысында S&P 500 акцияларының бағалары болжамды деңгейлердің EPS асып кетуіне де, күтілгеннен де нашар көрсеткіштерге де жауап бере отырып, жақсы нәтиже көрсетті. Бұл компаниялардың салыстырмалы түрде сәтті қаржылық статистикасы, жылдам құлдырау қорқынышы тұрғысынан және жеткілікті сенімді болжамдар рецессиялық тәуекелдерді ішінара алып тастауға әкелді.

### EPS нәтижесінің оң/теріс ауытқуы нәтижесінде баға белгілеулерінің өзгеруі



Дереккөз: Factset

Бұл ретте, бұрын атап өтілгендей, 2023-ші жылдың II жартыжылдығындағы рецессия тәуекелдері де, нарықты бағалаудың жоғарылауы да, EPS-ке қатысты бағдарлардың теріс динамикасы да орта мерзімді өрлемелі трендті дамыту үшін тежеуші фактор болды.

### 2023 жылға арналған EPS консенсус болжамының динамикасы

	30.10.2022	30.11.2022	30.12.2022	31.01.2023	15.02.2023	28.02.2023	15.03.2023
S&P 500	6,3%	5,6%	5,0%	2,7%	2,3%	2,2%	2,3%
Энергетика	-13,1%	-10,5%	-13,4%	-16,5%	-16,9%	-17,7%	-17,4%
Шикізат	-9,7%	-10,9%	-11,6%	-13,5%	-14,8%	-16,8%	-16,4%
Өнеркәсіп	15,4%	14,5%	15,0%	11,7%	11,5%	11,8%	12,1%
Ұзақ мерзімдік тұтыну товарлары	41,5%	39,5%	37,6%	31,9%	28,9%	27,0%	26,9%
Күнделікті пайдаланатын товарлар	3,2%	2,8%	3,0%	3,0%	3,2%	2,5%	2,9%
Денсаулық сақтау	-2,9%	-4,3%	-4,9%	-8,1%	-9,0%	-9,3%	-9,5%
Қаржы	18,2%	17,4%	17,1%	13,5%	13,4%	13,3%	13,3%
IT	6,6%	5,1%	4,1%	1,9%	0,8%	1,0%	1,4%
Байланыс қызметі	17,3%	15,8%	15,2%	13,5%	15,2%	14,8%	14,9%
Коммуналдық қызметтер	8,1%	7,5%	7,6%	7,8%	7,5%	7,4%	7,1%
Жылжымайтын мүлік	2,9%	2,2%	1,7%	1,1%	0,6%	0,4%	0,2%

Дереккөз: Factset

**2023 жылға түсім бойынша консесус-болжам динамикасы**

	30.10.2022	30.11.2022	30.12.2022	31.01.2023	15.02.2023	28.02.2023	15.03.2023
S&P 500	3,5%	2,9%	2,8%	2,1%	1,96%	1,83%	1,85%
Энергетика	-8,1%	-9,1%	-10,2%	-11,4%	-11,4%	-11,4%	-11,2%
Шикізат	-3,0%	-2,9%	-3,3%	-3,4%	-3,6%	-3,9%	-3,8%
Өнеркәсіп	4,8%	4,4%	4,3%	3,3%	3,5%	3,7%	3,7%
Ұзақ мерзімдік тұтыну товарлары	6,8%	6,3%	5,8%	4,9%	5,3%	5,3%	5,3%
Күнделікті пайдаланатын товарлар	2,2%	2,8%	2,8%	3,2%	3,8%	4,1%	4,0%
Денсаулық сақтау	1,6%	1,7%	2,3%	2,1%	2,5%	2,6%	2,6%
Қаржы	5,3%	5,4%	5,3%	5,5%	5,6%	6,5%	6,4%
IT	5,4%	4,4%	4,2%	3,0%	1,8%	1,9%	1,9%
Байланыс қызметі	4,8%	4,1%	4,1%	3,8%	3,1%	3,2%	3,2%
Коммуналдық қызметтер	-5,3%	-5,2%	-5,1%	-5,5%	-5,0%	-3,5%	-3,0%
Жылжымайтын мүлік	5,1%	4,2%	4,2%	4,5%	4,5%	5,7%	5,6%

Дереккөз: Factset

**Алдымен 2023 жылғы секторлар бойынша баға белгілеулерінің динамикасы**

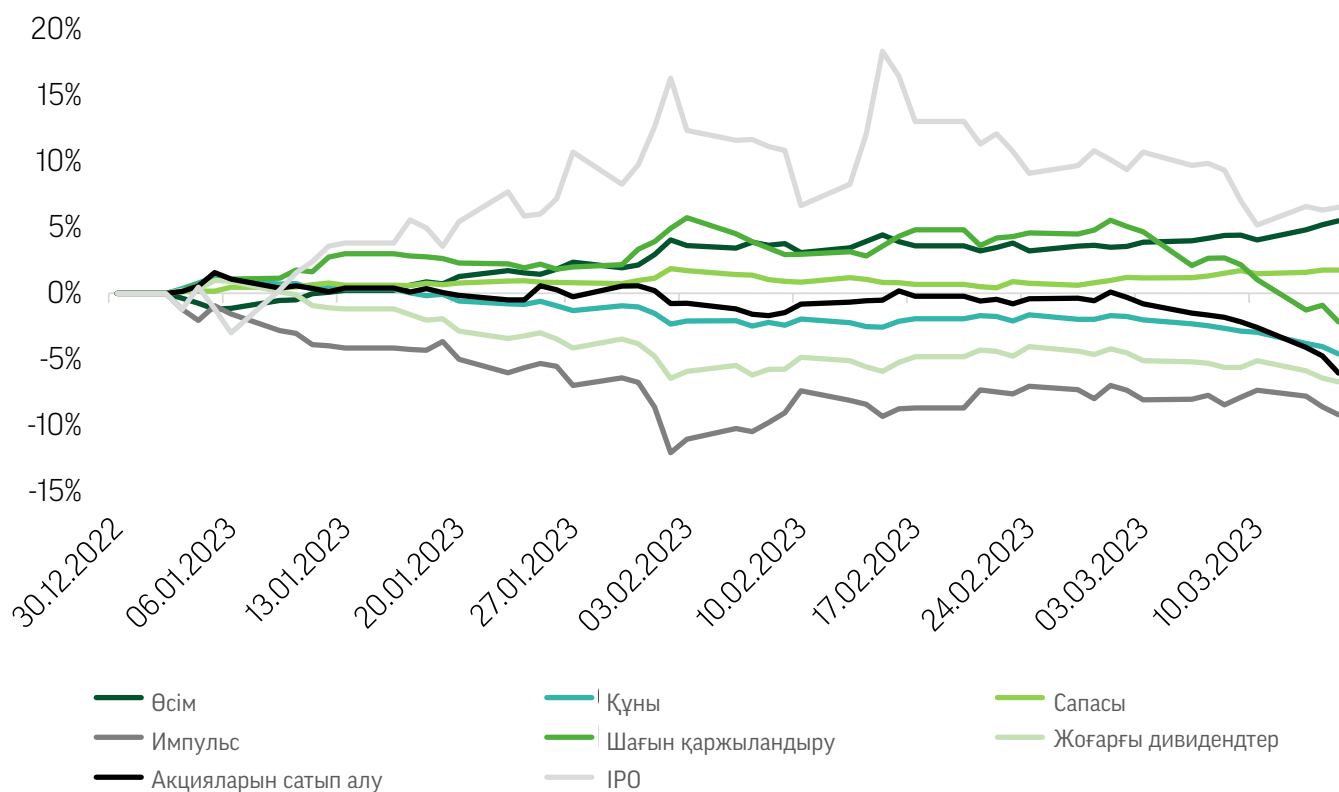
Жыл басынан бері ең жақсы динамиканы 2022 жылы ең жоғары қысымға ұшыраған секторлар көрсетті: IT, коммуникациялар, ұзақ мерзімді тауарлар. Белгіленген секторларға тоқсандық есептер маусымы да қолдау көрсетті, бұл менеджменттің шығындарды бақылауға, қызметкерлердің қысқаруына бағытталғанын және жалпы алғанда ең пессимистік үміттерден жақсырақ екенін көрсетті. Сұраныстың біршама баяулауының және келісімшарт мерзімдерінің ұлғаюының белгілеріне қарамастан, жергілікті жерде күрделі та-

уарларға тұрақты сұраныс сақталады, бұл нарық қатысушыларының рецессияның жақындығына қатысты қорқынышын ішінара сейілтті. Қаржы секторы Silicon Valley Bank (SVB) және Signature Bank (SBNY) банктерінің жабылуына, Credit Suisse (CS) айналасындағы жағдайға байланысты қысымға ұшырады. Денсаулық сақтау секторына ковид өнімдерін сатудың төмендеуі және рецепт бойынша дәрі-дәрмек бағасына қысым, сондай-ақ белсенді дамып келе жатқан секторлардың пайдасына портфельді қайта теңгерімдеу теріс әсер етеді. Энергия бағасының төмендеуі энергетика секторына кері әсерін тигізді.

	Апта	Ай	3 ай	ҮТД
S&P 500	-3,6%	-7,2%	-1,2%	0,3%
Энергетика	-10,0%	-13,9%	-10,3%	-13,4%
Шикізат	-8,7%	-10,1%	-5,6%	-3,9%
Өнеркәсіп	-6,4%	-7,5%	-2,6%	-2,7%
Ұзақ мерзімдік тұтыну товарлары	-2,8%	-9,8%	1,8%	7,3%
Күнделікті қажетті товарлар	-0,4%	-2,3%	-4,3%	-3,9%
Денсаулық сақтау	-1,0%	-5,4%	-9,0%	-8,2%
Қаржы	-11,0%	-15,5%	-8,2%	-9,4%
Ақпараттық технологиялар	-1,7%	-4,4%	6,8%	10,6%
Коммуникациялық қызметтер	-0,5%	-4,2%	10,0%	10,7%
Коммуналдық қызметтер	1,2%	-2,6%	-6,8%	-5,9%
Жылжымайтын мүлік	-4,0%	-9,0%	-4,7%	-1,2%

Дереккөз: Factset (15 наурыздағы жағдай бойынша)

### Факторлар бойынша динамика



Дереккөз: Factset, Freedom Broker есептеулері

Фактор динамикасы S&P 500 индексінің динамикасы мен келесі ETF бағасының өзгеруі арқылы бақыланатын фактор динамикасы арасындағы айырмашылықты білдіреді: IWF, IWD, QUAL, MTUM, IJR, VYM, PKW, IPO



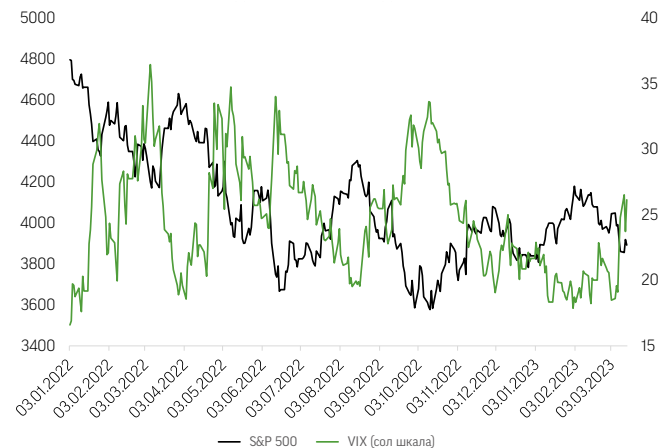
Жыл басынан бері факторлар бойынша динамика 2022 жылдың IV тоқсанында байқалғанға қарама-қарсы болып өзгерді. Жыл басынан бері ең жақсы динамиканы IPO (+6,5%) және "өсу" (+5,5%) факторлары белгілейді, сондай-ақ шағын капиталдандыру компанияларының факторы (+2,1%) өте күшті нәтиже көрсетті. Индекс пен салыстырғанда белгіленген секторлардың жақсы динамикасының триггерлері тоқсанның басында нарықтағы жағымды көңіл-күйдің жалпы драйверлеріне ұқсас, соның ішінде сентимент пен бағалаудың жақсаруы, экономиканың "жұмсақ қону" ықтималдығының өсуі және нәтижесінде ұзақ уақытқа созылатын құралдарға деген сұраныс пен қызығушылықтың артуы. Наурыз айындағы банк секторындағы оқиға ағымдағы жылғы көшбасшылардың пайдасына факторлар арасындағы алшақтықты күшейтті (қаржы секторы – "құн" факторының ауыр салмағының бірі). Өткен тоқсанның көшбасшы факторлары аутсайдерлерге айналды: "құн", импульс, жоғары дивидендтер және акцияларды сатып алу факторлары кең нарыққа сәйкесінше 4,6%, 9,2%, 6,7% және 6% болды. Бұл негізінен рецессия тәуекелдерінің әлсіреуі, қорғаныс секторларының бағалауларының тартымдылығының төмендеуі, сондай-ақ банк секторындағы сатылымдар аясында қорғаныс активтеріне қызығушылықтың төмендеуіне байланысты болды.

## Инвесторлардың көңіл-күйі

СЖыл басынан бері жеткілікті сенімді "бұқалық" көңіл-күйдің сақталуы аясында (соның ішінде 2022 жылғы төмен базалық әсерге байланысты), сондай-ақ, негізінен, жедел рецессия сценарийі іске асырылмағандықтан, Vix индексі ұзақ уақыт бойы инвесторлардың қысқа мерзімді хеджирлеу құралдарына сұранысының өсуін көрсетпеді, 18,5–22 пункт диапазонында қалу. АҚШ-тың екі аймақтық Банкі жабылғаннан кейін VIX хеджирлеуге сұраныстың айтарлықтай артуы тіркелді. Инфляциялық тәуекелдердің жоғарылауы, ЖКП қатаңдату үрдісінің сақталуы және ағымдағы жылдың соңына дейін орташа рецессия тәуекелдерінің сақталуы жағдайында құбылмалылықтың жоғарылауын күтуге болады. Белгіленген факторларды ескере оты-

рып, қысқа мерзімді перспективада VIX индексі бойынша жоғары импульс сақталуы мүмкін және оның жергілікті шыңдарға жақындауы қор нарығындағы "аюлы" кері қайтарулардың триггері болуы мүмкін.

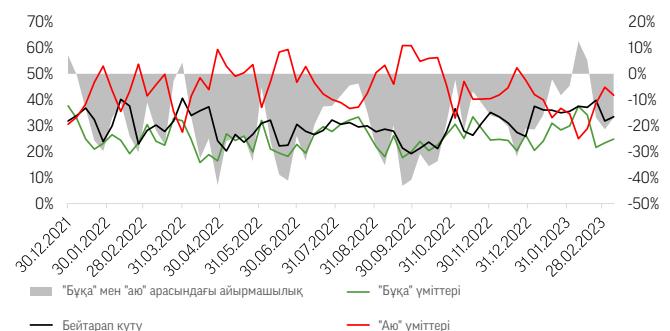
## S&P 500 және VIX индексі динамикасы



Дереккөз: Factset, Freedom Broker есептеулері

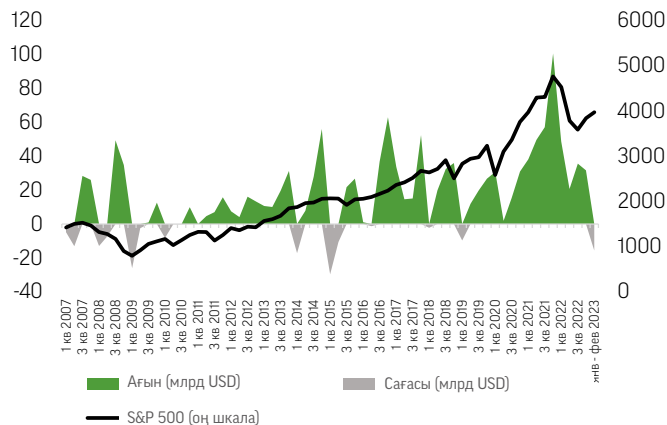
Американдық жеке инвесторлар қауымдастығының (AAII) сауалнамаларының нәтижелері көңіл-күйдің көрінісін толықтырады. Осы мәліметтерге сәйкес, 2022 жылдың соңындағы S&P500 индексі бойынша жергілікті төменгі деңгейлер инвесторлардың көңіл-күйінің жергілікті минимумдарына сәйкес келді және бұл 2023 жылдың қаңтар-ақпан айларында жоғары динамиканы ынталандырды.

## Бөлшек инвесторлардың көңіл-күйінің динамикасы



Дереккөз: aaii.com

## АҚШ акцияларына ETF-ке қаражаттың түсу/кету динамикасы



Дереккөз: Factset, Freedom Broker есептеулері (келесі ETF қаражаттарының түсуі/шығуы туралы мәліметтерге сәйкес: SPY, IVV, VOO, VTI, QQQ, VTV, VEA, VUG, IJR, IJH, VIG, IWF, IWM, IWD, VO, VYM, SCHD, VB, ITOT, RSP, DIA, SCHX, IVW)

Соңғы 12 айда қаңтарда ең жоғары деңгейге жеткен жеке тұлғалардың орташа тәуліктік ағыны бойынша VandaTrack мәліметтері бойынша, сондай-ақ JPMorgan-ға сілтеме жасай отырып, Forbes мәліметтері бойынша, 25 қаңтардан 1 ақпанға дейін бөлшек инвесторлардың үлесі шамамен 23% құрады (пандемия кезіндегі ең жоғары мәндерге қарсы 22%), қорытынды жасауға болады, бөлшек инвесторлар жыл басынан бері нарықтағы "бұқа" көңіл-күйінің негізгі драйверлерінің бірі болып шықты.

Жоғарыдағы кестеден, бәлкім, негізінен институционалдық инвесторлар нарыққа мұқият қарады және АҚШ акцияларына бағытталған ETF-тен қаражат алды.

## II тоқсан мен 2023 жылға арналған АҚШ акциялар нарығының күтулері

### 2023 жылы нарық үшін тәуекелдер

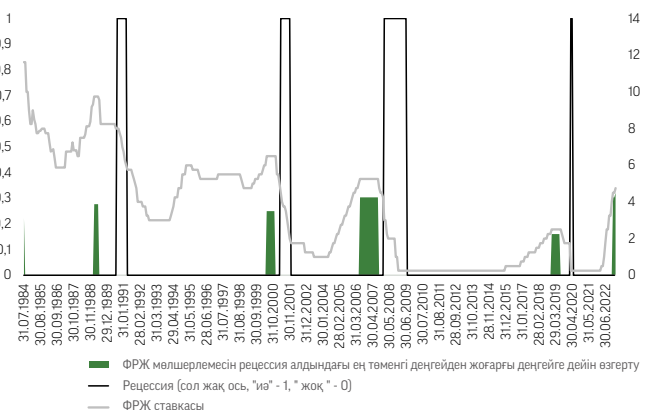
#### Рецессия

АҚШ-тағы іскерлік белсенділіктің тереңірек және ұзаққа созылған құлдырауын қоса алғанда, рецессияның дамуы 2023 жылғы тәуекелдер нарығы үшін ең маңызды болып табылады. Біз бұл мәлімдемені бірнеше айнымалыларға негіздейміз. Сонымен, нарық экономиканың жұмсақ немесе өте жұмсақ қонуының негізгі

сценарийін қарастырады, оны P/E NTM салыстырмалы түрде жоғары деңгейлері, ERP төмен мәні (акцияларға инвестициялау тәуекелі үшін сыйлықақы) көрсетеді. Жыл басынан бері оптимизм АҚШ-тың ЖІӨ болжамдарын қайта қараумен, келесі тоқсандағы компаниялардың ақылды оптимистік гидтерімен, сондай-ақ ФРЖ-ның АҚШ-тағы рецессияны болдырмау мүмкіндігі туралы мәлімдемелерін мерзімді растаумен қолдау тапты. Жыл басындағы күшті макродеректер де жақын арада экономикалық белсенділіктің тұрақтылығын көрсетті. Жыл басындағы экономиканың гүлденген жағдайына қарамастан, біз жалпы рецессия қаупін уақыттың артта қалуымен жүзеге асыруға болады деп санаймыз: мұны бірқатар тарихи заңдылықтар көрсетеді.

- ДСР қатайту циклі мен рецессия арасында тарихи байланыс бар. Біз қорландыру құнының айтарлықтай өсуі жағдайында, тұтыну шығындарына қысым жасайтын инфляцияның жоғарылауымен бірге, біз 2023 жылы (2024 жылдың басында) ұқсас үлгіні жүзеге асыруды көре аламыз деп санаймыз

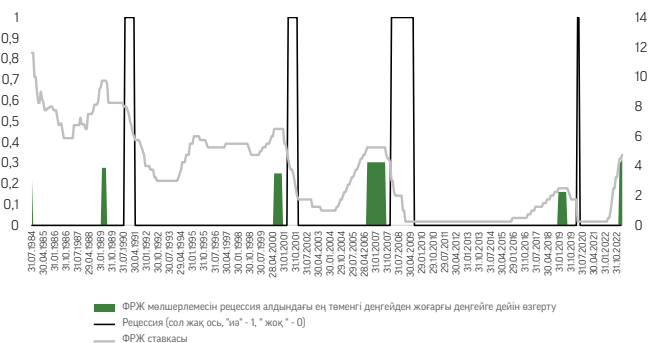
### ФРЖ ставкаларының құлдырауы және өзгеруі



Дереккөз: Factset, Freedom Broker есептеулері

- 2022 жылдан бастап біз соңғы бес онжылдыққа (1980-1981 жылдардан басқа) ставкалардың өсуінің максималды аннуализацияланған қарқынын көріп отырмыз, бұл фактордың тұтынушылар мен корпорацияларға теріс әсер етуінің ықтимал айтарлықтай деңгейін көрсетеді. Алдыңғы кестеден, сондай-ақ, ДКП-ны қатаңдатудың қазіргі циклі барысында реттеуші 1984 жылдан бастап мөлшерлемені максимумға өзгертті деп қорытынды жасауға болады.

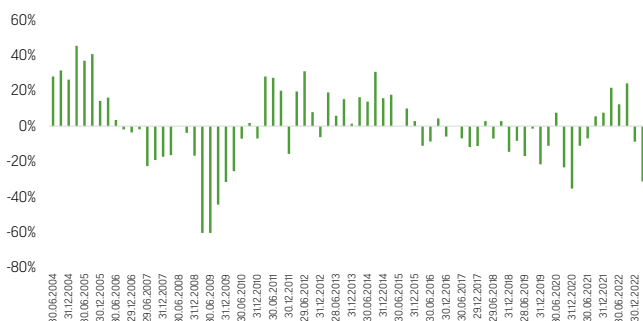
## Ағымдағы және тарихи қатайту циклдары АҚШ-тың ақша-несие саясаты



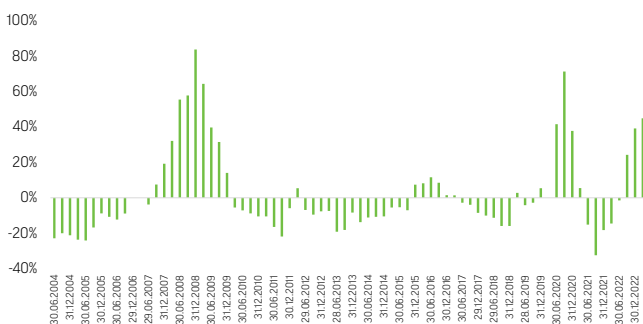
Дереккөз: Factset, Freedom Broker есептеулері

Ставкиның өзгеруі қазірдің өзінде белгілі бір әсер етеді деп санаймыз. Атап айтқанда, несиеге сұраныстың төмендеуі белгілері пайда болды, АҚШ-тың аймақтық банкінің жергілікті проблемалары аясында біршама күшеюі мүмкін несиелеу стандарттары қатаңдатылды.

## Ірі және орта компаниялар тарапынан коммерциялық және өнеркәсіптік кредиттерге сұраныстың артуын тіркейтін банкінің үлесі



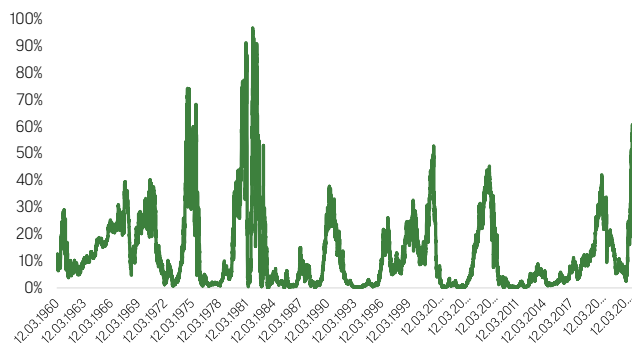
## Коммерциялық және өнеркәсіптік несиелеу стандарттарын күшейтетін банкінің таза пайызы



Дереккөз: Factset, Freedom Broker есептеулері

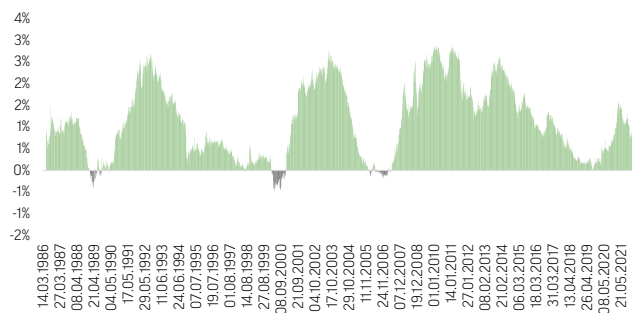
Сондай-ақ, жеке жетекші индикаторлар рецессия қаупін көрсетеді деп қорқады.

## Спрэдке негізделген АҚШ-тағы рецессия ықтималдығы 3 айлық және 10 жылдық мемлекеттік облигациялар



Дереккөз: Factset, FRB параметрлеріне негізделген Freedom Broker есептеулері Нью-Йорк (B=-0,5333, a=-0,6330)

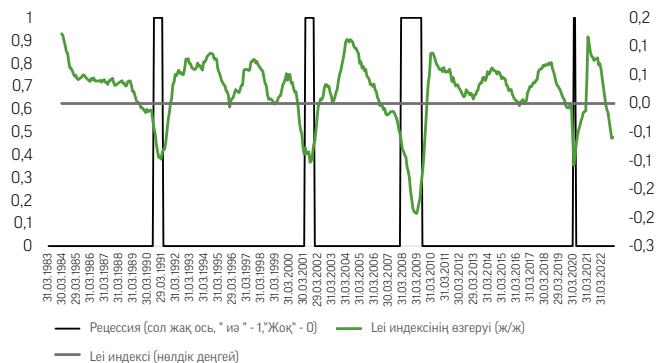
## АҚШ-тың он және екі жылдық қазынашылық облигацияларының кірістілігі спреді



Дереккөз: Factset, Freedom Broker есептеулері

АҚШ - тың он және екі жылдық қазынашылық кірістілігінің таралуы рецессияның классикалық жалпы көрсеткіштерінің бірі болып табылады: бұл спрэд неғұрлым көп болса, рецессия ықтималдығы соғұрлым жоғары болады.

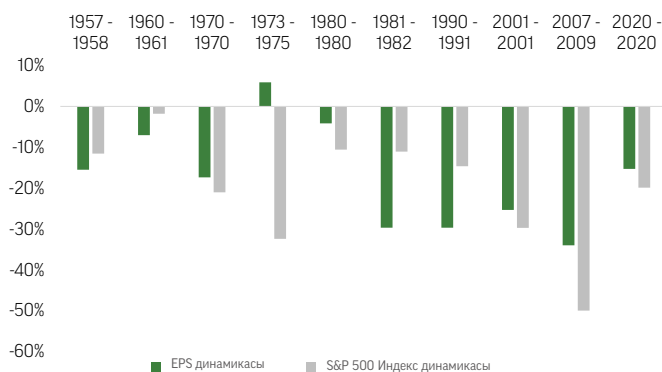
## Рецессиямен салыстырғанда LEI индексінің жылдық өзгеруі



Дереккөз: Factset, Freedom Broker есептеулері

Келесі екі кесте рецессияның негізгі айқын тәуекелдерін көрсетеді. Мұндай кезеңдер тарихи тұрғыдан пайда динамикасына айтарлықтай қысым жасады, бұл нарықтың салыстырмалы түрде жоғары "тыныштық" параметрлерімен және бағалау еселіктерімен бірге баға белгілеулеріне ықтимал қысым факторы болып табылады.

### Рецессия кезеңдеріндегі EPS және S&P 500 индексінің динамикасы



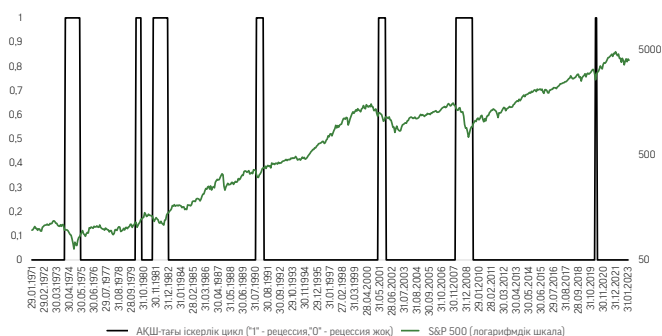
Дереккөз: Bloomberg, Freedom Broker есептеулері

EPS динамикасы (Bloomberg деректеріне негізделген EPS LTM) рецессия басталғанға дейінгі айдан бастап аяқталғаннан кейін екі жылға дейін оның басталу көрсеткішінің минималды мәніне дейін есептеледі.

S & P 500 индексінің динамикасы рецессия басталғанға дейінгі айдан бастап басталғаннан кейінгі ең төменгі мәнге дейін есептеледі.

Нарықта бұрынғы заңдылықтарды іске асырған жағдайда, келесі кесте нарық экономикалық құлдырау ықтималдығын ескерді ме деген сұраққа теріс жауап беруге мүмкіндік береді, өйткені құлдырау рецессияның нақты басталуына дейін жалғасты.

### S&P 500 рецессия кезеңіндегі динамикасы

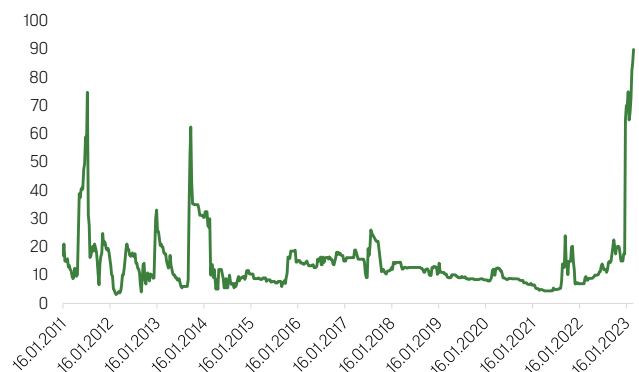


Дереккөз: Bloomberg, Freedom Broker есептеулері

## Мемлекеттік қарыздың төбесі

АҚШ нарығы үшін тәуекелдердің бірі - демократтар мен республикашылар арасындағы мемлекеттік қарыз шегі туралы келісімнің болмауы. Қаржы министрлігі қаңтар айынан бастап төтенше шараларды қолдану арқылы Үкіметтің борыштық және өзге де міндеттемелерін орындауды жалғастыруда. Конгресстің бюджеттік кеңсесінің соңғы есептеулеріне сәйкес, қолда бар қаражат 2023 жылдың шілдесі мен қыркүйегі аралығында таусылады. Қазіргі уақытта қор нарығы АҚШ Қазынашылығының қолда бар қаражаттың сарқылу қаупін елемейді, бір жылдық CDS 2011 жылдың ең жоғары деңгейлерін жеңіп, 2007 жылдың максимумына сәйкес келетін 89,9 пункт деңгейінде саудаланады. Алдағы екі-үш айда мемлекеттік қарыздың шегі бойынша уағдаластық болмаған жағдайда, қор және борыш нарықтарында (бірінші кезекте кірістілік қисығының жақын соңында) алаңдаушылықтың күшеюін болжауға болады. II жартыжылдықта бұл мәселенің сыни болуына байланысты нарықтың құбылмалылығының жоғарылауын күтуге болады деп санаймыз.

### АҚШ міндеттемелеріне арналған жылдық CDS



Дереккөз: Bloomberg, Freedom Broker есептеулері

## Бюджет тапшылығын қысқарту жөніндегі шаралар

Мемлекеттік қарыздың шегі бар белгісіздік өз салдары ретінде табысы \$400 мың доллардан асатын жеке тұлғаларға салық жүктемесін ұлғайту қаупіне ие. Олар үшін Medicare жарналары 3,8% - дан 5% - ға дейін көтерілуі мүмкін. Сонымен қатар, президент Байден миллиардерлер үшін ең төменгі салықты 20% деңгейінде белгілеуді ұсынады. Заңды тұлғалар үшін 2023 жылдың қаңтарында енгізілген және 1% құрайтын акцияларды сатып алу салығы көтерілуі мүмкін. Сондай-ақ

энергетика секторы үшін салық ауыртпалығын күшейту, жылжымайтын мүлікке инвестициялар, активтерді басқару саласындағы салық жеңілдіктерін қысқарту қарастырылуда. Сондай-ақ энергетика секторы үшін салық ауыртпалығын күшейту, жылжымайтын мүлікке инвестициялар, активтерді басқару саласындағы салық жеңілдіктерін қысқарту қарастырылуда. Республикалық партия өкілдері салықтың өсуін қолдамайды және жақында қабылданған инфляцияны төмендету туралы заңға (Inflation Reduction Act, IRA) айтарлықтай әсер ететін шығындарды қысқартуды ұсынады. Республикашылардың пікірінше, бюджет шығыстарын 2024 жылға жоспарланған деңгейден \$131 млрд қысқарту қажет (немесе шамамен 0,7%). Пайыздық жағынан салыстырмалы түрде аз мөлшерге қарамастан, ЖІӨ үшін мультипликативті әсер жоғары болуы мүмкін, сонымен қатар жекелеген салаларға әсер бюджеттік қысқарту бағыттарына байланысты айқынырақ болуы мүмкін.

## Инфляция

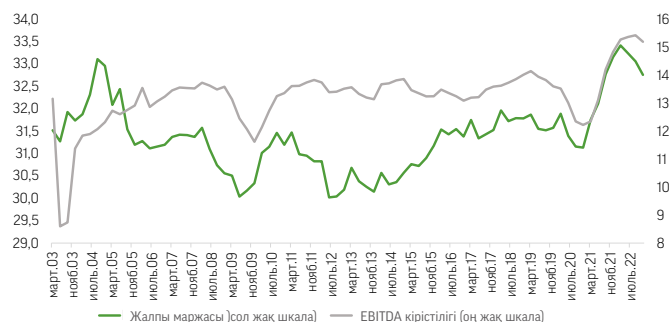
Ақпан айында ең ірі активтерді басқарушылар арасында жүргізілген VofA сауалнамасына сәйкес, инфляция нарық үшін басты "құйрық" тәуекелі болып қала береді. Бағаның өсуінің белсенді баяулауы ФРЖ-ны оны ұстап тұру үшін қатаң шаралар қабылдауға мәжбүр етеді, бұған, атап айтқанда, реттеуші басшысының соңғы мәлімдемелері дәлел бола алады. Инфляцияның тұрақтылығы ставкаларды ұзақ уақыт бойы ең жоғары деңгейге жақын ұстауға себеп болады. Бұл нарық қатысушыларының көңіл-күйіне теріс әсер етеді және бағалау еселіктеріне тежегіш әсер етуі мүмкін. Сонымен қатар, ставкаларды шектеу деңгейінде ұзақ уақыт сақтау рецессия ықтималдығын арттырады.

## Маржа

IV тоқсанның қорытындылары бойынша маржа көрсеткіштерін біршама түзетуге қарамастан, базалық сценарий шеңберінде біз экономикалық белсенділіктің ықтимал баяулауы аясында маржаға қысым болады деп күтеміз, бұл EPS өсуіне теріс әсер етеді. Тежеу факторларының қатарында маржа көрсеткіштерінің жоғары базасының әсері (жалпы және операциялық маржа соңғы 20 жылдағы ең жоғары мәндерге жақын) және 2022 жылы түпкілікті өнім бағасының айтарлықтай өсуі бар. Мұның бәрі тұтынушылардың күнделікті тауарларға, айтарлықтай тауарлы-материалдық құндылықтарға және тұрақты еңбек нарығына қайта бағытталуымен бірге жыл бойына табыстылыққа қысым жасауы мүмкін. Қолдау фактор-

ларының ішінде энергия мен жүк бағасының төмендеуін, сондай-ақ соңғы айларда өндірушілердің баға индексінің айтарлықтай баяулауын атап өтуге болады.

## Маржиналдылық динамикасы



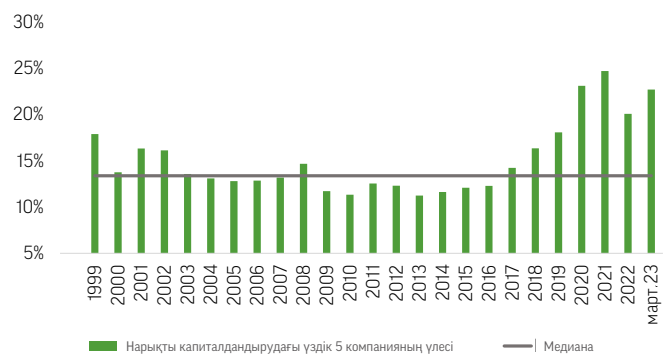
Дереккөз: Factset

Деректер тоқсан соңындағы жағдай бойынша LTM-сандар форматында ұсынылған

## Нарықты шоғырландыру

2023 жылғы 16 наурызға қарай инвесторлардың технологиялық секторға шоғырлануының күшеюі және рецессиялық тәуекелдерге қатысты сентименттің жақсаруы аясында S&P 500 индексінің жалпы капиталдандыруындағы компаниялардың бірінші бестігінің үлесі 22,7%-ға дейін 20,1% - дан 2022 жылдың аяғына дейін 13,4% деңгейінде соңғы 24 жылдағы медианалық мәнмен өсті. Бәлкім, бір-екі тоқсанның келешегінде неғұрлым тұрақты ірі компаниялардың акцияларына деген қызығушылықтың артуы экономикадағы тәуекелдер мен белгісіздіктердің жоғарылауына байланысты сақталуы мүмкін. Бұл жағдайда келесі 12-18 ай ішінде капиталдандыру шоғырлануы қысқаруы мүмкін, бұл бүкіл нарық динамикасына тежегіш әсер ететін болады.

## Нарықты капиталдандырудағы топ-5 компанияның үлесі

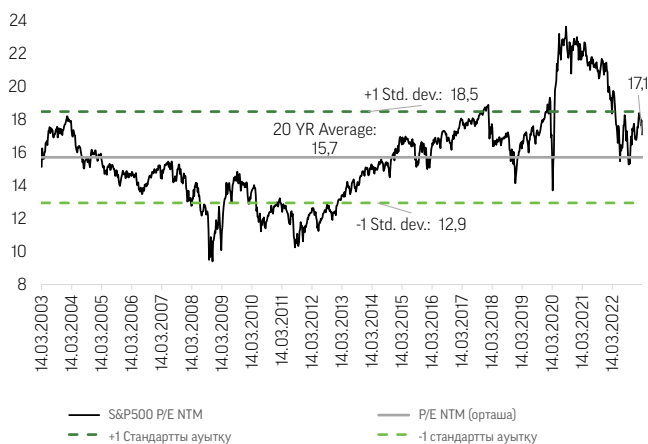


Дереккөз: Factset, Freedom Broker есептеулер

## Нарықты бағалау

Біздің ойымызша, S&P 500-дің қазіргі бағалары рецессиямен, мемлекеттік қарыз шектерімен және инфляцияның тұрақты және гетерогенді динамикасымен байланысты ықтимал тәуекелдерді толық есепке алмайды, бұл ФРЖ-ны қатаң ДҚП жүргізуге мәжбүр етеді. Осылайша, P/E форвардтық мультипликаторын бір-екі тоқсанда 16-16,5 дейін реттеуге болады деп есептейміз. Ағымдағы жылдың қорытындысы бойынша базалық сценарий шеңберінде біз мультипликатордың әділ мәні 16,3 деп санаймыз. Біз бұл бағалауды нарықтың алдағы тоқсандардағы динамикаға емес, АҚШ-тың 10 жылдық мемлекеттік облигацияларының кірістілік деңгейінің орта мерзімді күтулеріне назар аударуға бейімділігін ескере отырып, қайта қарадық.

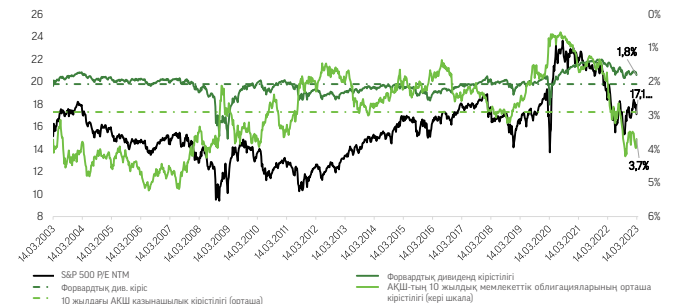
### S&P 500 P/E NTM



Дереккөз: Factset, Freedom Broker есептеулер

Төмендегі кестеден жоғары форвардтық P/E мультипликаторы аясында он жылдық мемлекеттік облигациялардың кірістілігі орташа деңгейден едәуір жоғары, ал дивидендтердің кірістілігі соңғы 20 жылдағы орташа деңгейден төмен. Бұл келесі бірнеше тоқсанда нарықты теріс қайта бағалау ықтималдығының сақталуын көрсетеді.

## S & P500 P/E NTM көп. форвардтық кірістілік дивизиясы және АҚШ-тың 10 жылдық мемлекеттік облигацияларын салыстыру



Дереккөз: Factset, Freedom Broker есептеулері

Орта мерзімді сатып алуларға ықпал етпейді және тәуекел үшін акционерлер сыйлықақысының (ERP) төмен мәні рецессия қаупінің жоғарылауы ERP жоғарылауын ынталандыруы мүмкін, бұл нарықты бағалауға қысым жасайды.

### Тәуекел үшін берілетін сыйақы динамикасы

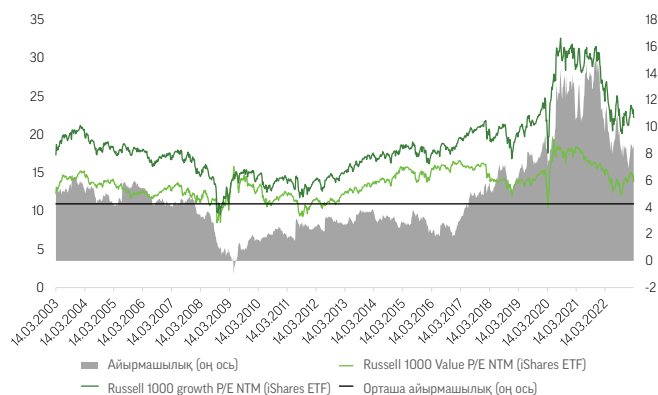


Дереккөз: Factset, Freedom Broker есептеулер

Жалпы нарықты бағалау тәуекелінің тағы бір құрамдас бөлігі "өсу" факторының "құн" факторынан асып түсуі болып табылады. Бұл теңгерімсіздік көбінесе ірі компаниялардағы нарықтық капиталдандырудың жоғары шоғырлануына байланысты.



## "Өсу" және "құн" факторларының P/E NTM мультипликаторының динамикасы



Дереккөз: Factset, Freedom Broker есептеулер

## II квартал 2023 жылдың II тоқсанына нарықтық күтулер

Ағымдағы жылға арналған EPS болжамдарының нашарлауының жалғасып жатқан үрдісіне қарамастан ("АҚШ акциялар нарығына шолу" бөліміндегі кесте. 2023 жылдың I тоқсанының қорытындылары") және келесі тоқсанда біз қаңтар-наурыз айларындағы есептерді жариялауға нарықтық реакция қазан-желтоқсан айларындағы шығарылымдарға реакциямен бірдей болады деп санаймыз. Төмен базаның әсері және нашар нәтижеден қорқу, егер нақты көрсеткіштер болжамға жақын болса, инвесторлардың көңіл-күйін көтере алады. Макроэкономикалық фон салыстырмалы түрде сәтті болып қала береді. IT-компаниялардың

## Нарық үшін тағы бір маңызды триггер I тоқсандағы есеп беру маусымының басталуы болады.

### Динамика 2023 жылғы I тоқсанға арналған EPS бойынша консенсус-болжам (%ж/ж), күні бойынша

	30.11.2022	30.12.2022	31.01.2023	15.02.2023	28.02.2023	05.03.2023	16.03.2023
S&P 500	2,1%	0,8%	-2,6%	-4,6%	-5,2%	-5,1%	-5,3%
Энергетика	33,1%	25,3%	16,8%	16,9%	15,2%	15,7%	15,1%
Шикізат	-25,0%	-25,0%	-28,5%	-31,6%	-34,5%	-34,4%	-34,2%
Өнеркәсіп	26,0%	27,1%	18,6%	16,8%	16,9%	16,8%	15,1%
Ұзақ пайдалану товарлары	52,4%	46,1%	38,7%	33,8%	31,3%	30,2%	31,0%
Күнделікті қажетті товарлар	-1,6%	-1,6%	-2,4%	-3,8%	-4,5%	-4,6%	-4,5%
Денсаулық сақтау	-10,0%	-11,1%	-14,2%	-18,3%	-19,1%	-19,4%	-19,6%
Қаржы	7,9%	7,2%	5,6%	5,4%	5,3%	5,4%	5,0%
IT	-6,2%	-6,9%	-10,4%	-11,6%	-11,4%	-11,0%	-10,9%
Байланыс қызметі	-11,5%	-12,0%	-13,5%	-16,0%	-16,5%	-16,4%	-16,5%
Коммуналдық қызметтерус-луги	-9,2%	-10,3%	-8,3%	-8,6%	-7,5%	-7,8%	-7,7%
Жылжымайтын мүлік	3,2%	2,7%	1,5%	-3,1%	-3,5%	-3,5%	-3,6%

Дереккөз: Factset, Freedom Broker есептеулер

(Salesforce, Adobe, Broadcom, Facle) және Fedex-тің салыстырмалы түрде соңғы нәтижелерімен және байланыс секторында жинақталған негативпен ұштастырғанда алдағы есеп беру маусымындағы кең нарық индексінің оң динамикасының мүмкіндігін арттырады. Белгісіздік өте жоғары болып қала береді, бұл келесі тоқсанға және жалпы жылға арналған пессимистік басқару болжамдарының ықтималдығын арттырады. Осы фонда позицияларды бекіту мүмкін. Сонымен қатар, нарықтың жоғары концентрациясы инвесторлар үшін де қолайсыз. Егер бірнеше ірі компаниялар әлсіз нәтиже көрсетсе, бұл жалпы қор алаңдарына қысым жасайды.

## 2023 жылдың II тоқсанындағы нарықты қолдау факторлары

- **Күшті макродеректер.** Инфляцияның үздіксіз баяулауы кезінде еңбек нарығы мен іскерлік белсенділіктің тұрақтылығын сақтау (соңғы бірнеше айдағы тренд) нарық үшін ең қолайлы сценарий болып табылады. Бұл үрдіс қысқа мерзімді перспективада күшті қаржылық нәтижелерге ықпал етеді, ал ФРЖ бұл жағдайда қажетсіз қатаң шаралар қабылдауға мәжбүр болмайды. Біз оқиғалардың дамуын осыған ұқсас жолмен жоққа шығармаймыз, бірақ негізгі сценарийге қалыпты рецессия саламыз.
- **Халықтың артық жинақтары.** Біз олардың мөлшерін \$1,3 трлн деп бағалаймыз. Еңбек нарығының тұрақтылығымен және жалақының қарқынды өсуімен үйлескенде, бұл қалыпты рецессия жағдайында да тұтынушылық белсенділікке аз қысым жасауы керек.
- **Инфляция.** Бұл фактор жыл соңына дейін нарық үшін шешуші болып қала береді. Біз баға өсуінің біркелкі емес баяулауын болжаймыз. Баяулаудың ең тұрақты тенденциясын PCE индексі көрсетеді. Инфляцияның бірқатар компоненттері, жоғарыда айтылғандай, жыл бойына одан әрі төмендеудің алғышарттары бар. Болжамдарға сәйкес немесе одан жоғары бағалардың өсу қарқынының баяулауы ФРЖ мөлшерлемесіне және оны ұстап қалу ұзақтығына қатысты бағдарларды қайта бағалауға байланысты нарықтың оң динамикасын қолдауға қабілетті.
- **Қытай экономикасын қалпына келтіру.** Қытай ковидтік шектеулер жойылғаннан кейін макроэкономикалық көрсеткіштердің жақсарғанын көрсетеді және әлемдік экономиканың өсуінің негізгі драй-

верлерінің бірі болып қала береді. Бұл бірқатар американдық эмитенттердің сатылымына оң әсер етуі мүмкін және үй нарығындағы жеткіліксіз сұранысты ішінара өтей алады. АҚШ пен ҚХР арасындағы шиеленістің күшеюі американдық бизнес үшін қауіп факторы болып табылады (жетекші жартылай өткізгіш өндірушілер өз өнімдерін Қытайға жеткізуде шектеулерге тап болады).

## Секторлар бойынша талдау

### Технологиялық сектор (болжам негативті)

Жыл басынан бері IT-сектор S&P 500 бойынша ең үздік нәтижені көрсетті. 13 наурыздағы жағдай бойынша секторлық индекс 9,6% қосты, ал кеңейтілген нарық тек 0,4%-ға өсті. Сегменттің акцияларының өсуінің негізгі драйверлері рецессия ықтималдығы мен DCP-ді азайту мүмкіндігі туралы сигнал беретін сәтті макродеректер жарияланғаннан кейінгі инвесторлардың risk-on көңіл-күйі, сондай-ақ AI технологияларын кеңінен енгізу фонындағы толқулар болды. Жыл басында S&P 500-ге қатысты IT-сектор мультипликаторлары бойынша сыйлықақы айтарлықтай өсім көрсетті және 2021-2022 жылдардағы орташа деңгейден асып, 4,5-4,8 x-ға жетті. ФРЖ ставкасы ағымдағы 4,75% - дан 5,25% - ға дейін және одан жоғары болуы мүмкін. Мұндай мәндер 2007 жылдан бері байқалмады, сол кезде технологиялық сектордың P/E NTM шамамен 18,5 x болды, бұл қазіргі деңгейден 19% төмен. Сыйлықақылар мұндай деңгейлерде ұзақ уақыт сақталмайды және біз II-III тоқсанда сегменттің айтарлықтай түзетілуін күтеміз, бұл жылдың соңына қарай 19,0-19,5 x деңгейіне дейін қалпына келуі мүмкін. Дегенмен, динамика алдағы айларда кең нарықтық ралли тудыруы мүмкін бірқатар факторларға байланысты болады. Негізгі факторлардың қатарында инфляция мен еңбек нарығының жаңа деректерін, ФРЖ-ның ставка бойынша наурыздағы шешімін және ДКП-ның одан әрі бағытына қатысты риторикасын, сондай-ақ АҚШ мемлекеттік қарызының жағдайын атап өтеміз. Инвесторлар экономика мен саланы, сондай-ақ ФРЖ саясатын қалпына келтіру перспективаларын нақтылағаннан кейін III-IV тоқсандарда сегментке кіру нүктелерін іздей бастауы мүмкін. Есеп берудің соңғы маусымы жалпы нарықпен салыстырғанда it-сегменттің кірісінің өсу перспективаларын нарықтың едәуір қайта бағалауын тудырды: 2023 жылғы осы көрсеткішке қатысты бағдар сектор бойынша 2,0 п. п. – ға, ал S&P 500 бойынша жалпы алғанда 1,0 п. п.

-ға қысқарды. Соған қарамастан, EPS болжамдары шамамен 3,1 PP және OT-Индустрия үшін де, жалпы нарық үшін де қайта қаралды. Бұл соңғы жылдары бақылаусыз өсіп келе жатқан IT-секторда шығындарды оңтайландыру бағдарламаларының іске асырылуын көрсетеді. Біз AT сегментінің кірісі 2023 жылы кең нарық сияқты қарқынмен өседі деп күтеміз: + 2% ж/ж, ал EPS 1% -дан аспайды. Нарықтың негізгі ішкі сегменттерінде келесі тенденцияларды атап өткен жөн:

- **Communications Equipment.** Сегменттің циклдік табиғаты II жартыжылдықта күтілетін рецессия жағдайында олардың тұрақты қаржылық жағдайына қарамастан, ішкі сектор компаниялары үшін негізгі қауіп факторы болып табылады. Қытаймен қарым-қатынастың шиеленісуіне байланысты тәуекелдер де сақталады. Дегенмен, ішкі сектордың бағалауы тиісті деңгейде, бұл жақын тоқсандағы құлдырау әлеуетін шектейді. Орта мерзімді көкжиекте ішкі индекс кең нарыққа ұқсас динамиканы көрсете алады. Жыл соңына дейін EPS-тің ағымдағы өсу қарқынын 8-10% сақтай отырып, сектор кірісінің 6-7% -ға өсуін күтуге болады.
- **Software.** Кіші сегмент кіріс пен маржаның өсу перспективаларын сақтайды, бірақ экономиканың баяулауына төзімділік салыстырмалы түрде әлсіз. Бұл кіші сегментке қолдау Бизнесінің цифрлық трансформацияға деген ұмтылысының артуы, сондай-ақ компаниялардың операциялық тиімділік пен киберқауіпсіздікті арттыруға бағытталуы болады. Кең нарыққа мультипликатор сыйлықақыларының қазіргі деңгейі әлі де жоғары, бұл бірнеше тоқсанның көкжиегінде түзету мүмкіндігін көрсетеді. Жыл соңына қарай 2024 жылы күтілетін күшті кірістер мен EPS өсу қарқыны аясында біз секторды бағалауды 23x P/E NTM дейін көтереміз деп күтеміз. 2023 жылы

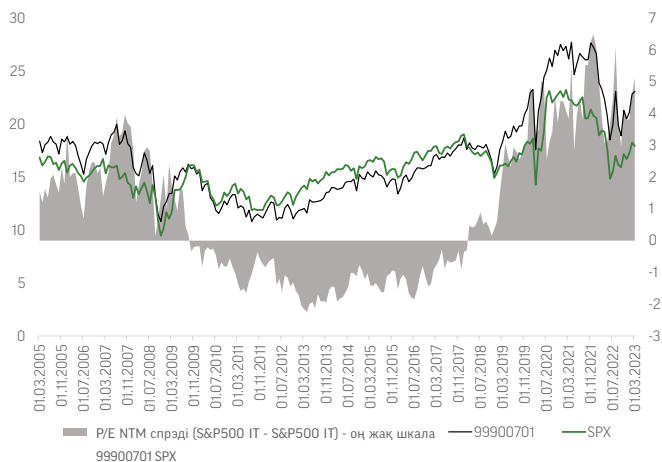
біз EPS-тің 10-11% өсуімен ішкі сегменттің кірісінің 9-10% -ға өсуін болжаймыз, бұл эмитенттердің күрделі макро жағдайлардағы бизнес тиімділігін арттыруға бағытталғанын көрсетеді.

- **Semiconductors & Semiconductor Equipment.** AI трендтері аясында жыл басындағы сегменттегі раллиге қарамастан, сегмент көптеген тәуекелдерге ұшырайды: негізгі нарықтардағы (ДК, смартфондар) сұраныстың күшеюі және геосаяси жағдайдың күрделенуі. Ішкі сегментте қаржылық болжамдардың айтарлықтай төмендеуін көрсетпейтін мультипликаторлар бойынша бағаларды артық көрсетуде. Мүмкін, осы сегменттегі баға белгілеулер алдағы тоқсанда айтарлықтай түзетуді күтеді. Өсудің негізгі драйверлері AI технологиялары мен автоөнеркәсіп сияқты бірқатар өнеркәсіптік секторларға жартылай өткізгіштерге күшті сұраныс болады. Біздің бағалауымыз бойынша, EPS 14-15% төмендеген кезде ішкі сектордағы кіріс 6-7% төмендеуі мүмкін.
- **Technology Hardware Storage & Peripherals.** Сегмент экономиканың жалпы баяулауына және компьютерлерге, смартфондарға және басқа электроникаға сұраныстың төмендеуіне қатты ұшырайды. Apple ішкі индексінің негізгі компаниясы басқа мүшелердің фонында өте күшті көрінеді, бірақ ол тіпті макро жағдайлардың нашарлауын сезінеді. Сектор үшін қосымша тәуекелдер Қытаймен қайшылықтардың шиеленісуіне алып келеді. Ағымдағы деңгейлер сонымен қатар ішкі сегменттің бағалауын қайта қарауды білдіреді, сектор компанияларының бағалауына қысым жыл соңына дейін сақталады. Біз 2023 жылы аппараттық өнімдер сегменті кірістер мен EPS 1% -дан 2% -ға дейін төмендейді деп күтеміз.

#### IT-сектор сегменттері бойынша тактикалық және стратегиялық позициялау

Кіші сектор	Тикер	Жыл басынан бергі динамика	Тактикалық көзқарас	Стратегиялық көзқарас
S&P 500	SP50	0,4%	-	-
S&P 500 Information Technology	99900701	9,6%	-1	0
Communications Equipment	99900741	3,2%	1	0
Technology Hardware, Storage & Peripherals	99900753	15,2%	-2	-1
Semiconductors & Semiconductor Equipment	99900778	20,7%	-1	0
Software	99900725	6,6%	-1	1

## P/E NTM S&P 500 және S&P 500 IT мультипликаторын салыстыру



Дереккөз: Factset, Freedom Broker есептеулері

## Коммуникациялық сектор (болжам нейтралды)

Байланыс қызметтері секторы (XLC ETF) 2022 жылғы аутсайдерлердің қатарында болды, 38,2% жоғалты, бірақ 2023 жылдың қаңтар және ақпан айларында шығындардың бір бөлігі 11% өсіммен қайтарылды. Алайда, ақпан айындағы сауда-саттықтың құбылмалы барысы қалпына келтірудің одан әрі жолы оңай болмайтынын көрсетті.

Компаниялардың 2022 жылдың IV тоқсанындағы нәтижелері кеңейтілген жарнама нарығы макроэкономикалық қиындықтар жағдайында осал болып қалатынын растады, бірақ ойын-сауық пен байланыс қызметтеріне сұраныс жеткілікті түрде сенімді болып қала береді. Жыл қорытындысы бойынша секторлық EPS 24,9% -ға төмендеді, бұл нәтиже барлық басқа S&P 500 секторлары арасында ең нашар болды, негізінен Meta Platforms\* (-38% г/г), Alphabet (-19%) және Warner Bros. Discovery (-248%, біріктіру процесіне байланысты). Осы үшеуін есепке алмағанда компаниялар секторлық EPS 1,8% -ға өсті ж ж тізімделген эмитенттер жасаған өте төмен базалық эффект 2023 жылы секторлық EPS динамикасы өткен жылмен салыстырғанда, тіпті орташа рецессия жағдайында да жақсы болатынын білдіреді. Есеп беру маусымы негізінен минорлық нотада өткенімен (сектордағы компаниялардың тек 44%-ы EPS

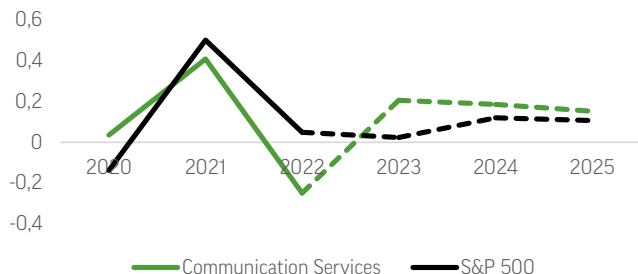
бойынша консенсус болжамдарынан асып түсті), инвесторлар 2023 жылға арналған үміттерді сәл ғана қайта қарағанын атап өтеміз. Сектордың 2023 жылға арналған EPS болжамы S&P500 үшін 3,4% түзету кезінде 0,7% -ға ғана төмендеді. Бұл XLC консенсус болжамдары 2022 жылы жеткілікті түрде қайта қаралды (және кең нарық пен IT секторына қарағанда айтарлықтай күшті) деген желтоқсандағы тезисті растайды. Шығындарды азайтуға бағытталған ауқымды шаралар EPS-ке үлкен қолдау көрсетеді. Meta штатты кем дегенде 13% оңтайландырады, Alphabet қызметкерлердің шамамен 6%, Disney шамамен 4% қысқартады. Сондай-ақ, компаниялар күрделі шығындарды бақылауды күшейтеді және кеңсе бөлмелері мен деректер орталықтары сияқты күрделі активтерді пайдалануды оңтайландырады

## 2023 жылдың негізгі индустриалдық трендтері

- Теледидар жарнамасы телеарналар аудиториясының төмендеуіне байланысты құрылымдық қысымға ұшырайды, ал макроэкономикалық сипаттағы проблемалар бюджеттердің ықтимал жоғары ROI (ағындық платформалар, әлеуметтік желілер және т. б.) тарту диджитал арналарына ағынын жеделдетуі мүмкін. Бейне ағыны нарығының жетекші ойыншылары жазылымдар мен шығындарды бақылау құнын арттыру арқылы рентабельділікке қол жеткізу үшін абоненттік базаны кеңейту стратегиясын түзетеді
- IOS жүйесіндегі өзгертілген құпиялылық саясатының теріс әсері жарнама берушілердің жаңа тиімділікті өлшеу және мақсатты құралдарға бейімделуіне қарай жоғалады
- Телекоммуникация операторлары Fixed Wireless Access технологиясының мүмкіндіктерін ашып, IoT құрылғыларын қосу қызметтерін ұсына отырып, 5G байланысын таратудан айтарлықтай пайда көре бастайды

XLC ETF форвардтық мультипликаторлары тартымды көрінеді: P/E секторы 15,4 x деңгейінде саудаланады, S & P 500-ге қатысты 13% жеңілдік бар, ал 2023 жылы EPS секторының күтілетін өсуі кең нарықтың ұқсас көрсеткішінен асып түседі (20% қарсы 2%). Артықшылық 2024-2025 жылдары да сақталуы мүмкін.

### EPS нақты өсу қарқыны және 2023-2025 жылдарға арналған консенсус болжамдары (үзік нүкте)



Дереккөз: FactSet

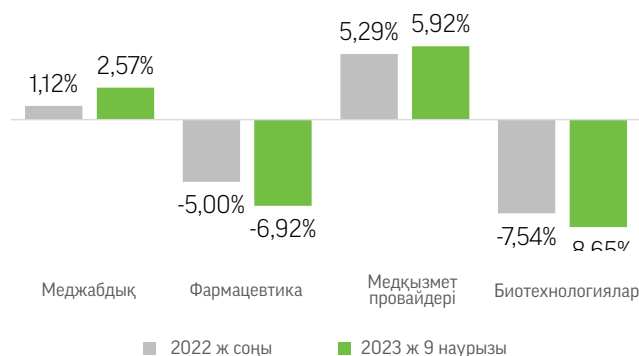
Осылайша, күтілетін негатив өткен жылы баға ұсыныстарына айтарлықтай әсер етіп, P/E-ге қысым жасады. Көпжылдық EPS өсу перспективаларымен бірге бұл инвесторлар үшін тартымды мүмкіндіктер жасайды. Алайда, тактикалық тұрғыдан алғанда, инвесторлар күту позициясын ұстануы керек деп санаймыз, өйткені дисконттау мөлшерлемесін қайта бағалау II тоқсанда жалғасуы мүмкін, ал сектордың негізгі өкілдерінің кірістерінің өсу траекториясы экономиканың баяулауы аясында I тоқсан үшін есептілікті жариялау нәтижесінде қосымша қайта қарауға ұшырауы мүмкін.

### Денсаулық сақтау (болжам нейтралды)

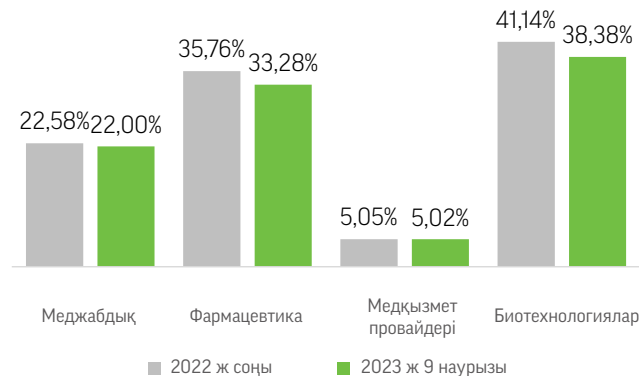
Өткен тоқсанда Денсаулық сақтау саласы өкілдерінің акциялары кеңейтілген нарықтан артта қалды. Жыл басынан 9 наурызға дейін S&P 500-дегі тиісті ішкі индекс 4% - ға өскен кезде 7,3% - ға төмендеді. Медициналық жабдықтарды өндірушілер (-0,5%) нөлдік динамиканы көрсетті: IV тоқсандағы медтехтердің EPS күткеннен де нашар болды (ISRG, MDT), бірақ сегменттің кірісі консенсустан (ABT) асып түсті. Қытай экономикасының ашылуын және алдын-ала нашарлаған бағалауды ескере отырып, бұл баға ұсыныстарына қолдау көрсетті. Коронавирустық инфекцияны (PFE, MRK, LLY) емдеуге және алдын алуға арналған өнімдерді сатуды төмендету және рецепт бойынша дәрі-дәрмектердің бағасына қысымды күшейту болжамдары аясында фармацевтикалық компаниялар (-10,7%) аутсайдерлерде болады деп күтілуде. Медициналық қызметтер сегментінің динамикасы жыл басында дәстүрлі түрде теріс (-9,8%). 2023 жылға арналған болжамдар жарияланғаннан кейін инвесторлар алдағы жылы сүйікті сегменттерді шешті және I тоқсандағы есептерде өз үміттерін растауды күтеді.

Табыстың өсу болжамдарының жақсаруы медициналық жабдықтар сегментінде байқалды. 2022 жылдың соңында индикатордың тоқырауы консенсусқа енгізілді, ал наурыз айына қарай бүкіл нарықтық күтулер COVID-19 тестілеуінен түскен кірістің төмендеуіне қарамастан, кірістің 2,57% - ға өсуін болжай бастады. EPS динамикасының болжамдары операциялық рентабельділікке қатысты консенсус нашарлаған кезде нөлдік деңгейге дейін көтеріледі. Менеджмент көбінесе операциялар мен процедуралардың ұлғаюына оптимистік көзқараспен қарайды, бұл компаниялардың болжамдарында (MDT) көрініс тапты. Бұл ретте доллар индексінің өсуі валюталық бағамдардың халықаралық түсімге қысымын көз алдына қайтарады. Сегмент проциклдік қасиеттерге ие, сондықтан біз II тоқсанда бейтарап динамиканы күтеміз. Жыл соңына дейін ол үшін рецессия қаупі түріндегі қысым факторы сақталады.

### 2023 жылы денсаулық сақтау сегменттерінің күтілетін кіріс динамикасының өзгеруі (ж/ж)



### 2023 жылы денсаулық сақтау сегменттерінде күтілетін операциялық табыстылықтың өзгеруі (ж/ж)



Фармацевтикалық және биотехнологиялық компаниялардың кірісі, EPS және кірістілігі туралы болжамдар ай-

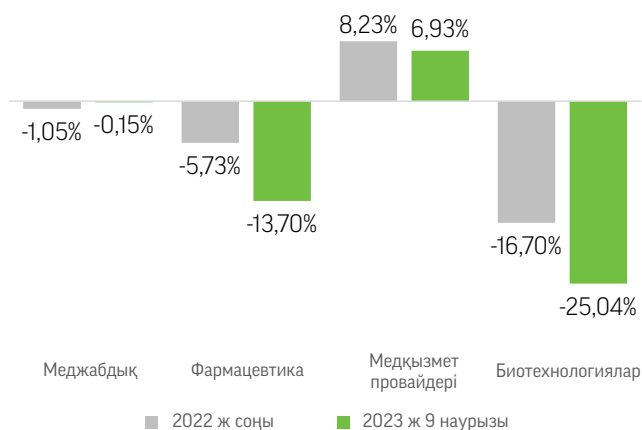


тарлықтай нашарлады. Жылдық болжамдар инвесторлардың үмітін ақтамады, алайда I жартыжылдықта ковид өнімдерін жеткізуге арналған келісімшарттар кірісті қолдау факторы болып қала береді, бұл қаңтар-наурыз айларындағы есептерде және сәуір-маусым айларындағы болжамдарда көрініс табады.

Ақ үй II жартыжылдықта (VMY, LLY) ірі фармацевтикалық компаниялардың баға белгілеулеріне қысым жасайтын факторға айналатын рецепт бойынша дәрі-дәрмектердің бағасын реттеуді қатаңдатуға ниетті. Фармацевтика сегментіндегі тәуекелдердің орта мерзімді балансы негативке ауысады. Биотехнология сегментін II тоқсанның соңына қарай қарауды ұсынамыз. Бұл конференция маусымының (XBI) басталуының арқасында сегмент үшін маусымдық оң кезең.

2023 жылы EPS арттыру медициналық қызмет сегментіне байланысты. Medicare Advantage қатысушылар саны жыл басынан бері 7,1% ж/ж өсіп, 29,1 млн құрады. Қатысушылар санының 2016 жылғы деңгейге дейін өсуінің баяулауына қарамастан, медициналық жоспарлардың ірі провайдерлері құндылыққа негізделген шарттардың үлесін кеңейтуде, бұл орташа чекке (UNH, CI) жағымды әсер етеді. Соңғы 10 жылда сегмент P/E NTM бойынша кең нарыққа жеңілдікпен жиі саудаланды, бірақ 2022 жылдың аяғында медициналық қызметтер сыйлықты көрсетті. Біз 2023 жылдың II тоқсанында сегмент I тоқсандағы дисконтқа оралғаннан кейін кең нарықтан төмен болады деп күтеміз. Алайда, бағалауды қалыпқа келтіргеннен кейін, бұл төмен тәуекелді сегмент рецессия қаупі күшейген жағдайда инвесторлардың көзқарасына оралуы мүмкін. Тәуекел балансы бейтарап.

### 2023 жылы денсаулық сақтау сегменттерінің күтілетін EPS динамикасын өзгерту (ж/ж)



### Қаржы секторы (болжам негативті)

2022 жылдың аяқталуы әртараптандырылған банктер мен төлем компаниялары үшін сәтті болды. Американдық үй шаруашылықтарының тұрақты шығындары пайыздық мөлшерлемелердің жоғарылауына қарамастан тұтынушылық, коммерциялық және өнеркәсіптік несиелеудің өсуіне ықпал етті. Пайыздық пайданың өсуін жеделдету депозиттердің жоғары құнын және қарыздар бойынша ықтимал шығындарға резервтердің өсуін өтеді. Несиелердің жоғары сапасымен бірге бұл банк секторы үшін орташа таза пайыздық маржаның (NIM) 82 BPG/G / G өсуіне және көрсеткішті 2020 жылдың басына дейін қалпына келтіруге ықпал етті. Өнеркәсіптің ең ірі ойыншылары (JPM, BAC) осы жылдың екінші жартысында орташа рецессияны белгілейді және сәйкесінше мерзімі өткен және жұмыс істемейтін несиелер үлесінің ағымдағы ең төменгі деңгейден орташа тарихи деңгейге дейін өсуін күтеді. Тұтастай алғанда, бұл несиелік көрсеткіштердің қалыпқа келуін көрсетеді, ал алдыңғы дағдарыс кезеңдерінен айырмашылығы, банк индустриясы ықтимал шығындарды өтеудің жоғары деңгейіне және несиелер бойынша ықтимал шығындарды сіңіру үшін жеткілікті өтімділікке ие.

Біз I-II тоқсандарда кредит берудің айқын баяулауын күтпейміз, алайда II жартыжылдықта қарыз алуға сұраныс әлсіреуі мүмкін. Сонымен қатар, макроэкономикалық белгісіздік банктерді андеррайтинг стандарттарын қатаңдатуға итермелейді, бұл несиелеудің өсуін тежейтін фактор болады. Сонымен қатар, депозиттер бойынша ставкалардың өсуі NIM-дің қалыпты қалпына келуімен пайыздық шығыстардың одан әрі өсуіне әкеледі. Пайданың өсуі 2022 жылғы 20%-дан 7-8%-ға дейін баяулайды деп есептейміз. Банк индустриясы компанияларының EPS-і 19,8% - ға төмендегеннен кейін өткен жылдың қорытындысы бойынша жылдық өсім 8-9% - ға дейін қайта басталады деп күтеміз. Біз саладағы негізгі капиталдың жеткіліктілік деңгейін 12% - дан жоғары ұстауды күтеміз, дегенмен эмитенттер акционерлерге ақшаны қайтаруға қатысты консервативті саясатты қабылдауы мүмкін. Бұл дивидендтерді ұлғайтусыз сақтауды, сондай-ақ акцияларды сатып алудың қалыпты қарқынын немесе II жартыжылдықта осы бағдарламаларды тоқтата тұруды білдіреді.



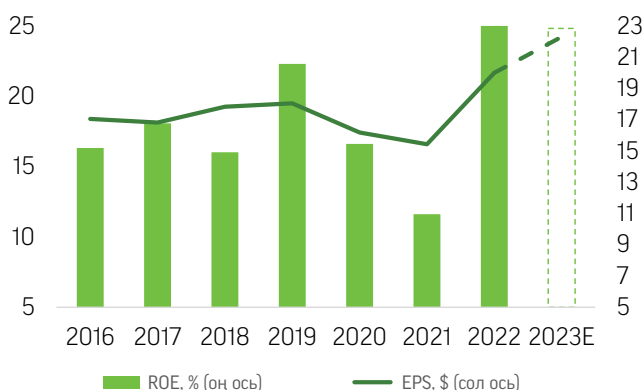
## Банктік индустрия



Дереккөз: Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC), Freedom Finance Global талдау

Тұтынудың тұрақтылығы және инфляция факторы төлем компанияларының (V, MA, PYPL) кірісінің одан әрі өсуіне ықпал етеді. Алайда, оның жылдық қарқыны, біздің бағалауымыз бойынша, АҚШ-тың негізгі нарығындағы тұтынушылық белсенділіктің әлсіреуіне байланысты 2022 жылғы 19% - дан 10% - ға дейін баяулайды, ал Азия-Тынық мұхиты аймағында шығындардың өсуін қалпына келтіру трансшекаралық төлемдер көлемінің өсуін қолдайды. Біз шығындарды қайта бөлу және қарыз жүктемесінің төмен деңгейі арқылы рентабельділікті сақтауға сенеміз, бұл EPS-ті 11% ж/ж-ға арттыруға мүмкіндік береді.

## Электрондық төлем индустриясы



Дереккөз: FactSet

ФРЖ монетарлық саясатын қатаңдатуудың ұзағырақ кезеңін және орташа рецессия қаупін ескере отырып, біз жыл соңына дейін IPO және M&A сегменттеріндегі капи-

тал нарығына қатысушылардың белсенділігін қалпына келтіруді күтпейміз. Бұл JPM, BAC бизнесінің бөлігі және GS және MS негізгі кіріс көзі болып табылатын инвестициялық банкінгтің кірістеріне қысым жасауды жалғастырады. Сонымен бірге, 2022 жыл көрсеткендей, банктер тұрақты кірістілік құралдарымен, валюталармен және тауар активтерімен жасалған мәмілелерден ақша табу арқылы нарықтық құбылмалылықты пайдаланады, дегенмен трейдингтік бағыттар бойынша кірістің өсуі өткен жылдың деңгейінде сақталуы ықтимал. Қаржы және тауар нарықтарының құбылмалылығы хеджирлеу құралдарына белсенді сұранысқа да ықпал етеді, бұл өткен жылы туынды құралдармен сауда-саттықтың рекордтық көлемінде көрініс тапты. Бұл биржалық индустрия компанияларының (CME, CBOE) табысының өсуінің драйвері болды, алайда біз биылғы жылы оң серпіннің әлсіреуін күтеміз, оның ішінде жоғары базаның әсері мен кірістің өсу қарқынының 4-5% - ға дейін төмендеуіне байланысты. Жалпы, біз макроэкономикалық жағдайлардың нашарлауына және бизнестің өсуінің баяулауына байланысты ағымдағы жылы XLF ETF өсу перспективаларын теріс бағалаймыз.

## Авто өндіріс (болжам нейтралды)

Өткен жылдың IV тоқсанындағы авто өнеркәсібі өндірушілерінің есептері өткен жылы АҚШ-та автомобильдерге сұраныстың артуы және олардың жоғары бағасы жыл қорытындысы бойынша кірістің сенімді өсуін қамтамасыз еткенін көрсетті (АҚШ-тың ірі өндірушілері арасында орта есеппен +25% ж/ж). Бұл өндіріс шығындарының өсуіне байланысты маржаның төмендеуін теңестіруге мүмкіндік берді. Нәтижесінде 2022 жылғы пайда 2021 жылмен салыстырғанда жоғары болды. 2023 жылдың басынан бастап автомобиль өндірушілерінің акциялары өткен жылдың аяғындағы жергілікті минимумдардан қалпына келе бастады, IV тоқсандағы нәтижелер жарияланғаннан кейін өсуді жалғастырды.

Ағымдағы жылдың бірінші жартыжылдығында автокредиттердің қымбаттауы кезінде автомобильдерге жоғары сұраныстың тұрақтылығы мәселелері бірінші орынға шығады.

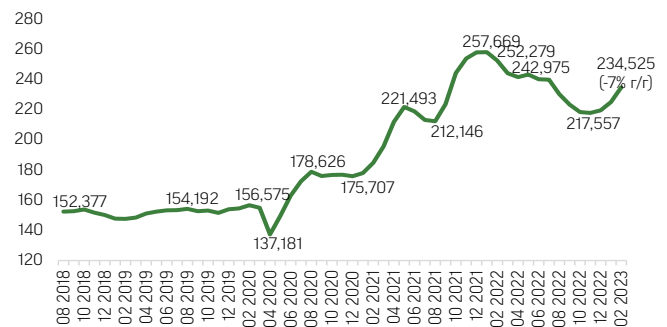
Автокөлік несиелері бойынша пайыздық мөлшерлемелер өсуді жалғастыруда. Өткен жылдың соңында жаңа автокөлікке несие бойынша орташа мөлшерлеме шамамен 6,5%, пайдаланылғандарға – 10% құрады. Бір жыл бұрын ставкалар сәйкесінше 4% және 7,5% деңгейінде болды. Автонесиелер бойынша төлемдердің ұлға-

юы дилерлердегі тауарлы-материалдық құндылықтар жағдайының көрінісі болып табылатын автомобильдердің бағасымен шиеленіске ұласады. Жаңа көліктердің қорлары қаңтарда қалпына келтіруді жалғастырды (Cox Automotive мәліметтері бойынша +62% ж/ж), ал пайдаланылған көліктердің қорлары 12% ж/ж төмендеді. Тұтынушылар қайталама нарықтағы сатып алуларға бейім болуы мүмкін, қайталама нарыққа қатысушылардың төмен қорлары ағымдағы тоқсанда пайдаланылған көліктердің бағасын көтеруі мүмкін, бұл CarMax (KMX) және Copart (CPRT) сияқты компаниялардың пайдасын көре алады. Соңғысының акциялары II тоқсанның соңына дейін секторда қолайлы таңдау болып көрінеді. Copart Көлік құралдарын негізінен агент ретінде сатады және аукциондардан және пайдаланылған автомобильдерді сатып алу-сату мәмілелері үшін байланысты комиссиялардан кіріс алады.

Автоөндірушілер де бірінші тоқсанда өткен жылдың соңғы есепті кезеңі деңгейінде жоғары кірісті сақтайды деп ойлаймыз, бірақ келесі тоқсаннан бастап жыл соңына дейін жаңа автомобильдерге сұраныстың төмендеу қаупі сақталады, оның алғашқы белгілері премиум-сегменттерде пайда бола бастайды. Біз электромобильдер бағасының айтарлықтай төмендегенін көріп отырмыз, әсіресе жыл басында Tesla (TESLA) жеңілдіктері, содан кейін Ford Motor Company (F). Бұл оқиғалар нарықтағы сұраныстың жойылу белгілерінің болуын көрсетуі мүмкін, бұл автомобиль өндірушілерді жыл соңына дейін бюджеттік автомобиль сегменттерінде сату бағаларын төмендетуге мәжбүр етуі мүмкін.

Ағымдағы тоқсанның қорытындысы бойынша біз автоөндірушілер секторы бойынша орташа табыстың 8% ж/ж деңгейінде өсуін күтеміз, бірақ жыл қорытындысы бойынша сатылымдар 2022 жылғы деңгейде қалуы мүмкін. Қаңтар-наурыз айларындағы таза пайда 14% -ға төмендеуі мүмкін. Автомобиль өндірушілері автомобиль бағасының төмендеуіне оралады деп ойлаймыз, бірақ бұл қаржыландырудың қатаңдатылған шарттарын ескере отырып, сұраныстың күрт өсуіне әкелмейді. Автокөлік өндірушілерінің акцияларының ағымдағы төмен бағаларын ескере отырып (медианалық бағалау 2023 жылғы 7 жылдық болжамды пайданы құрайды), біз негізінен II тоқсаннан бастап жыл соңына дейін қағаздардың бүйірлік динамикасын көруіміз мүмкін.

## АҚШ-тағы ұсталған автомобильдер бағасының индексі (Manheim Used Vehicle Value Index)\*



Дереккөз: FactSet, Cox Automotive. \*анықтамалық нүкте: қаңтар 1997 = 100 нүкте

## Жаңартылған энергия (болжам нейтралды)

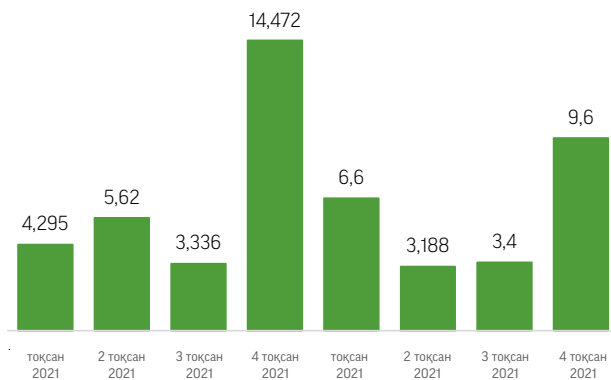
2022 жылдың IV тоқсанында АҚШ-та 9,5 ГВт коммуналдық таза энергия қуаты (күн панельдері, жел қондырғылары және энергияны сақтау дискілері) орнатылды, бұл III тоқсанда 3,4 ГВт-тан едәуір жоғары, бірақ көбінесе тарихи маусымдыққа байланысты. Соған қарамастан, қазан-желтоқсан айларында қондырғылардың көлемі жыл сайын төмендеді. Жеткізу тізбегіндегі проблемалар және заңнамалық бастамаларға байланысты кідірістер сектор компанияларының маржиналдылығына қысым жасауды жалғастыруда. Ағымдағы тоқсанда мемлекеттік субсидияларды пайдалана отырып, АҚШ-та жаңа жобаларды өрістетуі мүмкін баламалы энергетика секторы компанияларының акциялары өсуде. Байденнің инфляцияны төмендету туралы заңға (IRA) қол қойғанына алты айдан астам уақыт өтті, ол күн панельдеріне сұраныс берушілерге де, өндірушілерге де салық жеңілдіктерін ұсынады. АҚШ-та таза энергетикалық жобаларды орналастыру құны төмендейді. Wood Mackenzie бағалауы бойынша мемлекеттік ынталандыру жел турбинасы қалақтарын өндіру құнын 34% -ға, ал күн панельдерін өндіру құнын 29% -ға төмендетеді деп есептейді. IRA қабылданғаннан кейінгі үш айдың ішінде таза энергияға \$40 миллиард доллардан астам жаңа инвестициялар жарияланды, бұл 2021 жылға арналған инвестиция көлеміне сәйкес келеді. Сектордағы компаниялар, соның ішінде Трансұлттық компаниялар, АҚШ-та жаңа жобаларды жүзеге асырудың пайдасына шешім қабылдауда, бұл Қытайдың өз компанияларын орта мерзімді көкжиекте қорғау үшін жауап алу қаупін арттырады. Ағымдағы кезеңде АҚШ-та өндірістік қуаты шоғырланған американдық компаниялар, атап айтқанда First Solar (FSLR) ең қорғалған болып көрінеді, бірақ

көбінесе мұндай эмитенттердің акциялары тым қымбат. II тоқсанда күн жүйесін жеткізушілерде SunPower Corporation (SPWR) және SUNRUN (RUN) соңғы пайдаланушыларына оң қайта бағалау үшін көбірек мүмкіндіктер бар деп есептейміз.

Біз баламалы энергетика секторы компанияларының сатылымы I тоқсанда, оның ішінде экологиялық шараларды іске асыру үшін АҚШ-тың ірі компаниялары тарапынан сұранысты дамыту есебінен 30% - дан астам ж/ж-ға ұлғаяды деп күтеміз. EBITDA сектор бойынша орташа өсімі ж/ж 60% құрауы мүмкін.

Жаңа жеткізу тізбегі қалыптасқан кезде баламалы энергетикалық компаниялардың жалпы маржасы ағымдағы жылы қалпына келтіруді жалғастыруы мүмкін, бірақ 2021 жылғы мәндерден асып түсуі екіталай. Келесі тоқсанда жалпы сектор бойынша акциялардың бүйірлік динамикасын және мемлекеттік ынталандыру шаралары компаниялардың нәтижелеріне айтарлықтай әсер ететін жыл қорытындылары бойынша өсуді күтеміз, бұл оларға қондырғылар санының өсуіне қатысты неғұрлым оптимистік болжамдар жасауға мүмкіндік береді.

### Установленные коммунальные мощности чистой энергии в США, ГВт



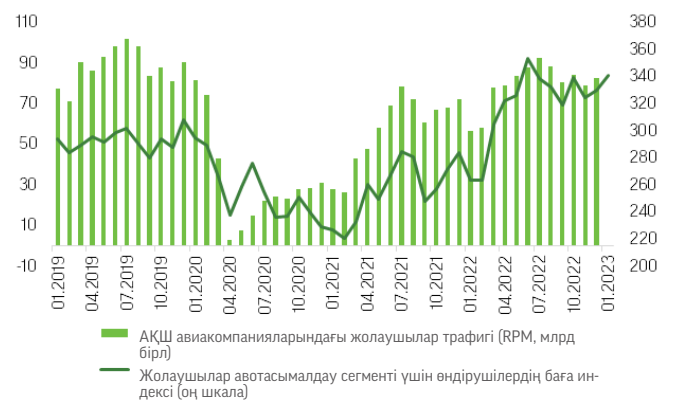
Дереккөз: Wood Mackenzie, American Clean Power

## Өндіріс секторы (болжам нейтралды)

### Транспорт

Көлік сегменті қазіргі уақытта поляризацияланған. I тоқсанда жолаушылар тасымалы секторы белгіленген траектория бойынша дамуда: ақпан айында АҚШ әуежайларында жолаушылар ағыны 58,2 млн құрады, бұл 2019 жылмен салыстырғанда 40 б.п. жоғары. қаңтар-наурыз айларында табылды және ағымдағы жылдың барлық кезеңінде 2022 жылдың IV тоқса-

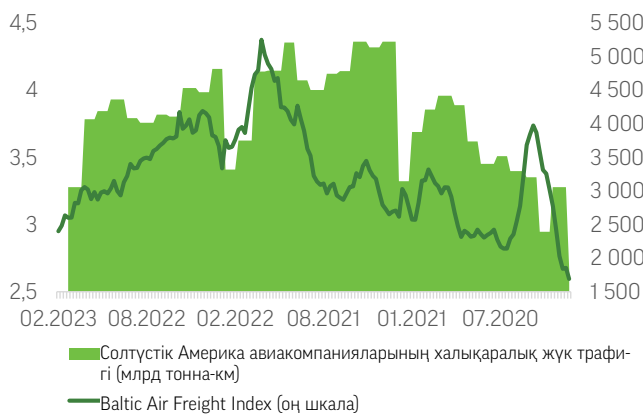
нының қорытындысы бойынша АҚШ-тың негізгі тасымалдаушыларынан оң нәтиже шықты. Геосаяси белгісіздікке қарамастан, мұнай бағасы тұрақтанды (біз алдағы тоқсанда баға төмендеу үрдісін одан әрі көрсетеді деп күтеміз), ал 2018 жылғы деңгейдегі операциялар көлемінің ағымдағы тренді мен тарифтер рентабельділікті арттыруға мүмкіндік береді. Тұтынушылардың назары қызметтерге бағытталған болса, біз жолаушылар тасымалы алдағы тоқсанда да, жылдың соңына дейін де пайда көреді деп күтеміз. 2023 жылдың қорытындысы бойынша Factset Airlines индексі бойынша біріктірілген EPS \$9,24 деңгейінде болжанады, бұл 2022 жылғы қорытынды нәтижеден 2,5 есе жоғары. EV/EBITDA форвардтық мультипликаторы 5,28 x құрайды, бұл EBITDA-ның 60% - ға дейін өсуін көрсетеді.



Дереккөз: BTS; BLS

Жүк тасымалдау сегменті үшін қиын кезеңдер жалғасуда. WTO TRADE BAROMETERS мәліметтері бойынша, әлемдік тауар саудасының өсуі 2022 жылдың соңында әлсіреді және 2023 жылдың I тоқсанында төмен болып қалуы мүмкін. Бұл ретте жүк мөлшерлемелері көліктің барлық бағыттары мен түрлері бойынша белсенді төмендеуді жалғастырды. Порт белсенділігі төмен болып қалады, Нью-Йорк ФРБ-дан жеткізілім тізбегіндегі жаһандық шиеленіс индексі пандемияға дейінгі көрсеткіштен жоғары. Біз II тоқсанда жүк тасымалдау жағдайы түбегейлі өзгереді деп күтпейміз (әсіресе тұтынушылардың назарын қызметтерге аудару және АҚШ-тың нақты ЖІӨ-нің таяз төмендеуін күту кезеңінде). Дегенмен, Caixin Manufacturing PMI мәліметтері бойынша, өндіріс секторында кейбір жақсартулар бар. Экспортқа тапсырыс көлемі ұлғая бастады, бұл Қытайдың экспорттық трафиінің өсуі есебінен жүк тасымалдау жағдайының біршама жақсаруына үміт береді. Алайда, таяу келешекте төмен көлемдермен бірге тасымалдаудың төмендеуі ставкасы компаниялардың маржасына,

әсіресе S&P Composite 1500 Marine шеңберінде EBITDA бойынша рентабельділіктің төмендеуі жыл қорытындысы бойынша 12,4 п. п. (14,6% дейін) құрауы мүмкін, ал біріктірілген EPS төмендеуі мүмкін халықаралық теңіз контейнерлік тасымалдарына экспозициямен одан әрі қысым көрсетуі мүмкін үш есе, \$30,5 дейін төмендеуі мүмкін. Factset - тен әуе және жерүсті тасымалына бағдарланған логистикалық компаниялардың индекстік топтарында айқын маусымдық жағдай аясында II тоқсанда таза пайданың біршама қалпына келуі күтілуде, алайда нәтиже 2023 жылы ұзақ мерзімді тауарларды нақты бөлшек саудада сатудың қысқаруын күту аясында өткен жылғы тоқсандық көрсеткіштен 25% - ға төмен болып қалады.



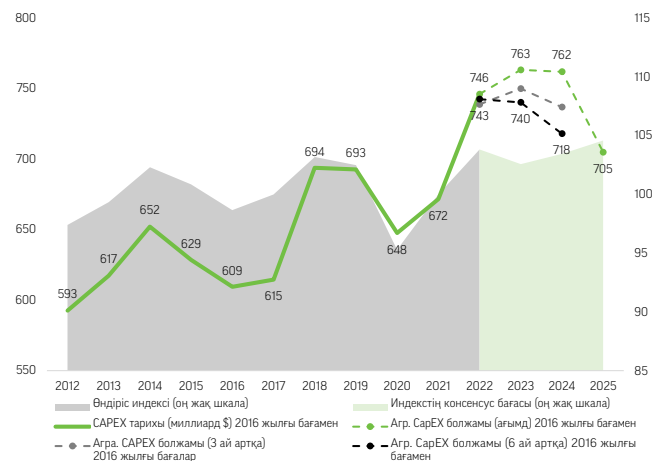
Дереккөз: IATA; Baltic Exchange

## Күрделі тауарлар

Бірінші тоқсанда қорғаныс компанияларының баға белгілеулері республикашылардың мемлекеттік қарыз мәселелерін және 2024 қаржы жылына арналған әскери бюджеттің ықтимал қысқаруын талқылауы аясында құбылмалылықтың жоғарылағанын көрсетті. Бұл ретте қазіргі уақытта баға белгілеулер іс жүзінде өзгеріссіз қалды (-1,6%). Наурыз айының басында бюджеттік ұсыныс жарияланды, бұл қорғаныс шығындары одақтастарға блок бойынша ауқымды әскери көмек көрсету және қорлардың (ең алдымен артиллериялық снарядтар) сарқылуына байланысты өсе береді. Орындалмаған тапсырыстар өсуді жалғастыруда және S&P Composite 1500 Aerospace & Defence аясында EBITDA - ға қатысты консенсус 2023-ші ағымдағы сәтте қайта қарауды ескере отырып, шығыстарға инфляциялық

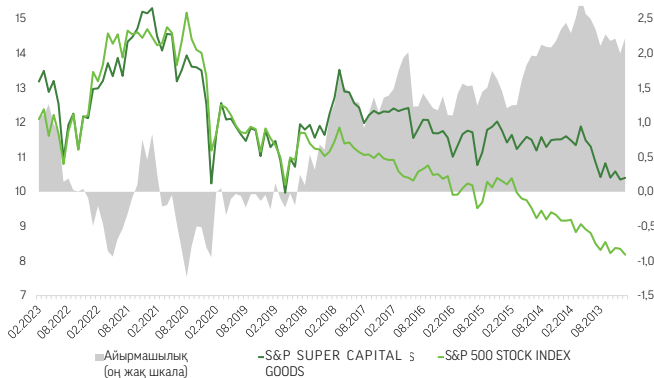
қысымның және келісімшартты орындаудың жеткілікті ұзақ орташа кезеңінің салдарынан 2022-ші жылы аздап төмендегеннен кейін оны 23,7%-ға ұлғайтуды көздейді. Дегенмен, қазіргі уақытта мультипликаторлар сәл жоғары болып көрінеді (forward EV/EBITDA бес жылдағы орташа 13,3 X-ке қарсы 15,2 x құрайды). Өнеркәсіптік қорғаныссыз сектордағы компаниялар жыл басынан бері нақты өндірістің төмендеуіне қарамастан жеткілікті сенімді көрінеді. ФРЖ мәліметтері бойынша, 2022 жылдың қазан айының шыңынан бастап ұзақ мерзімді тауарларды шығару көлемі 2% - ға қысқарды. Өндірушілер, тіпті тапсырыстардың нақты төмендеуі аясында, баға саясатында үстемдік етуді жалғастыруда, бұл Caterpillar (CAT) және Deere (DE) алыптарының есептерімен расталады. Мотор құрастыру сегментінде 2023 жылға арналған гайденстер 2022 деңгейінде расталды. S&P composite компаниялары үшін ағымдағы жылға арналған күрделі шығындар біртіндеп өсуде. Бұл сектор B2C-ге назар аударатын компанияларға қарағанда баға артықшылықтарын қоса алғанда, сенімдірек болады деп сенуге негіз береді, өйткені ағымдағы жылы ұзақ мерзімді тауарларға тұтынушылық шығындар қысқаруы мүмкін деп күтілуде. Дегенмен, EV / EBITDA форвардтық мультипликаторы (13,2 x) ұпайлары эталондық баллаға (12,1 x) қарсы сәл жоғары болып көрінеді, дегенмен олардың арасында бес жылға жуық күшті тікелей корреляция болды.

## S&P Composite CapEx компаниялары



Дереккөз: FRS; FactSet Economics; Factset Aggregate; Freedom Broker талдауы

### Ай сайынғы форвардтық EV/EBITDA

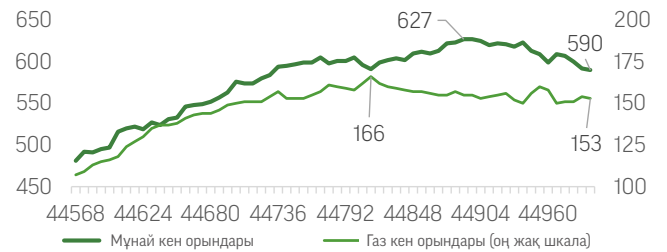


Дереккөз: FRS, FactSet Economics, Factset Aggregate, Freedom Broker талдауы

### Энергетика (болжам негативті)

Жыл басы американдық мұнай-газ секторы үшін қолайсыз болды. Әдеттен тыс жылы қыс газ бен мұнай өнімдеріне деген сұраныстың төмендеуіне әкелді. WTI мұнайының орташа бағасы 6,1% т/т төмендеді (10 наурыздағы жағдай бойынша 77,6 долларға дейін). 2022 жылғы орташа бағамен салыстырғанда баға ұсыныстары 17,6% - ға төмендеді. I тоқсанда АҚШ-тағы көгілдір отынның орташа бағасы 52,5% т/т төмендеді (Британдық термалдық қондырғылар үшін \$2,9 дейін, BTU). 2022 жылғы баға белгілеулерге қатысты құлдырау 55,7% құрады. 3 наурыздағы жағдай бойынша АҚШ-тағы газ қоры орташа бес жылдық көрсеткіштен 21,5% - ға асып, 2030 миллиард текше фут (МКФ) құрады. ЕО-дағы газ қоймаларының толықтығы (американдық СТГ экспортының негізгі бағыты) 10 наурыздағы жағдай бойынша бір жыл бұрынғы 26,4% - бен салыстырғанда 56,9% құрады. Ең ірі еуропалық TTF хабындағы көгілдір отынның бағасы миллион BTU үшін \$16,6 болды (бір жыл бұрын \$40,9). Мұнай мен газ құнының төмендеуі Штаттардағы бұрғылау белсенділігінің төмендеуіне әкелді. Жыл басынан бері (10 наурызға) мұнайға белсенді қондырғылар саны 4,8% - ға (-2022 жылғы максимумнан -5,7%) төмендеді, газға арналған қондырғылар саны 1,9% - ға (-7,8%) қысқарды.

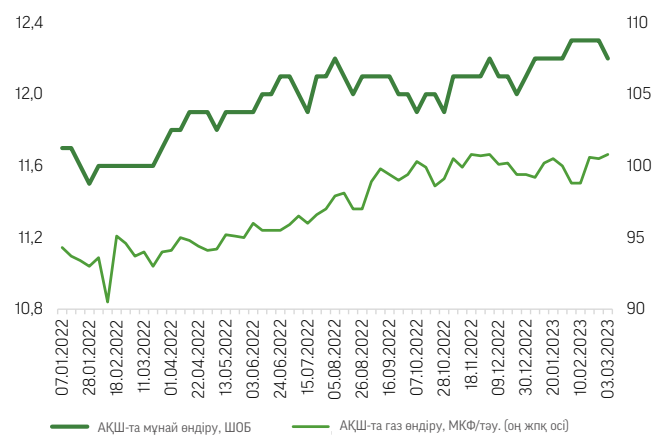
### АҚШ-та жұмыс істейтін бұрғылау қондырғыларының саны



Дереккөз: Baker Hughes, Freedom Broker талдау

АҚШ-та мұнай өндіру 1,6% т/т, тәулігіне (МБС) 12,2 млн барр дейін өсті. Газ өндіру тәулігіне 100 МКФ деңгейінде қалып, 0,01% кв/шаршы метрге қысқарды. Жыл басынан бері стратегиялық резервтерден мұнай сатуды тоқтатқанына қарамастан, шикізаттың коммерциялық қоры 58 млн баррельге (МБ) өсті. Бұл ретте сұйық көмірсутектердің (мұнай және мұнай өнімдері) таза экспорты жыл басынан бері 70 МБ құрады.

### АҚШ-тағы мұнай мен газды өндіру динамикасы



Дереккөз: Baker Hughes, талдауы Freedom Broker

Мұнай өнімдерін сатудың орташа көлемі (3 наурызға) 9,1% - ға төмендеді г / г. бұл ретте дистилляттарды сату 13,7% - ға төмендеді, бұл экономиканың баяулауын көрсетуі мүмкін, өйткені дизель отыны негізінен жүк көлігімен, құрылыс және

басқа техникамен. Ішінара құлдырау Мұнай өнімдерін сатудың орташа көлемі (3 наурызға) 9,1% ж/ж - ға төмендеді. Бұл ретте дистилляттарды сату 13,7% - ға төмендеді, бұл экономиканың баяулауын көрсетуі мүмкін, өйткені дизель отыны негізінен жүк көлігіне, құрылыс және басқа техникаға қолданады. Ішінара құлдырау жылы ауа-райына байланысты.



## АҚШ-тағы мұнай өнімдерін сату көлемі, МБС



Дереккөз: АҚШ Энергетика мин, Freedom Broker талдауы

Көмірсутектер нарығының көрсеткіштері XLE секторының ETF жыл басынан бері 5,5% - ға төмендеуіне әкелді (10 наурыздың жабылуы).

II тоқсанда мұнайға, мұнай өнімдеріне және әсіресе газға сұраныс маусымдық төмен болып табылады, өйткені шілде-тамыз айларының жоғары маусымына дейін МӨЗ-де жылыну және жөндеу жұмыстары (driving season). АҚШ Энергетика министрлігі сәуір және мамыр айларында тұтыну тәулігіне 70,5 МКФ ең төменгі деңгейге жеткенде АҚШ ішіндегі газ тұтынудың 15,8% а/а және 7,3% а/а төмендеуін күтуде.

Мұнайға деген сұраныстың төмендеуі әлемдік нарықта сәуір айында 1,1 МБ және мамырда 1 МБС көлемінде профициттің пайда болуына әкелуі мүмкін. 26 миллион баррель сату бағаға қосымша қысым жасайды. Сәуір-маусым айларында АҚШ-тың стратегиялық қорларынан алынған мұнай және әлемдік экономиканың баяулауы 2008-2009 жылдардағы рецессия кезінде тұтыну 2 МБС-қа төмендеді (2007 жылы 86,3 МБС-тан 2009 жылы 84,3 МБС-қа дейін).

Сұраныстың әлсіреуі көмірсутектер бағасының төмендеуіне де әкелуі мүмкін. Біз мамыр айында WTI маркалы мұнай бойынша \$60 (10 наурыздағы жабылу бағасына -22%) және BTE газы үшін \$2 миллион (-18%) деңгейінде ең төменгі белгілерді көреміз деп күтеміз.

Көмірсутектерге сұраныс пен бағаның төмендеуіне байланысты II тоқсандағы мұнай және газ өндіруші компаниялар акцияларының теріс динамикасын болжаймыз. Дивидендтік кірістілігі жоғары және мұнай мен газ бағасына аз тәуелді инфрақұрылымдық компаниялардың акциялары жақсы динамиканы көрсете алады. Инвесторлар АҚШ - тағы бұрғылау белсенділігінің төмендеуі аясында мұнай сервистік компанияларға қатысты бағаларды қайта қарауы мүмкін. Нарықтағы ең ірі ойыншылар (Baker Hughes, Halliburton, Schlumberger) p/E23 мультипликаторымен 15,6 x дең-

гейінде сауда жасайды, ал ең ірі мұнай өндірушілер үшін 10,1 x (ExxonMobil, Chevron, ConocoPhillips) және мұнай өңдеушілер үшін 6,4 (Marathon Petroleum, Valero Energy және phillips66). Шілде айынан бастап біз driving season-да жеке автокөлік иелерінің мұнай өнімдеріне деген жоғары сұранысының арқасында барреліне \$70 доллардан жоғары мұнай бағасын қалпына келтіруді күтеміз. Үй-жайларды салқындату үшін электр энергиясына сұранысқа байланысты газ бағасы миллион BTU үшін \$4 деңгейіне жақындауы мүмкін.

Күзгі кезеңде газ бағасы қоймаларды толтыру үшін сұраныстың артуына байланысты млн БТУ үшін \$5 долларға дейін өсуі мүмкін. Газдың қымбат бағасы үй-жайларды жылытуға арналған балама жанармай ретінде мұнай өнімдеріне сұранысты қолдайды, бұл WTI бағасын барреліне \$70 доллардан жоғары ұстауға мүмкіндік береді. 2023 жылы АҚШ-тағы WTI мұнайы мен газының орташа жылдық бағасы базалық сценарийде барреліне \$70 және миллион BTU үшін \$3,5 деңгейінде болжанады.

## Екінші қажеттілік тауарлары (болжам негативті)

Тұтынушыларды үнемдеу және артық тауарлық-материалдық құндылықтар сектордың көптеген компанияларының пайдасына қысым жасады. Киім өндірушілері ең үлкен соққыға ұшырады. Алайда, бұл саладағы жағдай біркелкі емес. Мысалы, Nike (NIKE) және Lululemon (LULU) сияқты премиум брендтер өздерін сенімді сезінді, өйткені олардың мақсатты клиенті төлем қабілеттілігін арттырды және тұтыну әдеттерін тым өзгертпеді. Дегенмен, I тоқсандағы сектор маржасы үшін теріс фактор логистикалық шығындардың артуы болды.

Gap (GPS) және Under Armour (UA) секторының неғұрлым демократиялық өкілдері шығындар мен артық қорлардың қысқаруына байланысты қысымға ұшырады. Сонымен қатар, екеуінде де басшылық құрамда үлкен проблемалар болды, бұл бизнеске де кері әсерін тигізді. Тамақтану саласындағы жағдай оң дамыды. Chipotle Mexican Grill (CMG) іс жүзінде ешқандай қиындықтарға тап болған жоқ, негізінен төлем қабілетті клиенттік базаға байланысты. McDonald's (MCD) Азиядағы сатылымының тез өсуімен, негізінен Қытайдағы ковидтік шектеулерді алып тастау арқылы еуропалық бизнес сегментіндегі негативті орнын толтыра алды.

Біз 2023 жылдың бірінші жартыжылдығында сектордағы түбегейлі өзгерістерді болжай алмаймыз. Инфляция бәсеңдеп, тауарлық-материалдық құндылықтар мен логистикалық жағдай қалыпқа келген сайын, GAP



(GPS) және Under Armour (UAA) қаржылық нәтижелердің айтарлықтай жақсаруын көрсете алады, сондықтан олардың қағаздарын сатып алуды мұқият қарастыруды ұсынамыз.

Тамақтану сегментінен біз жыл бойы тұрақты өсуді күтеміз.

Біз 2021 жылы Қатты құлдыраудан кейін сектордың EPS-тің айтарлықтай өсуін (10-20% диапазонында) болжап отырмыз.

## Қажетті тауарлар (болжам нейтралды)

Алкогольсіз сусындар, азық-түлік, тұрмыстық тауарлар өндірушілері және шағын форматты дисконттаушылар жоғары инфляцияны сатып алушыларға айналды, ал олардың қағаздары қорғаныс активтерінің мәртебесін растай алды. Орташа және төмен табысы бар тұтынушылар екінші қажеттіліктегі тауарларға шығындарды қысқартты. I тоқсанда үнемдеу үрдісі жалғасуда, жеңілдікті акциялар бойынша көбірек тауарлар сатылуда. Сонымен қатар, тұтынушылар арзан өнімдерді жақсы көреді.

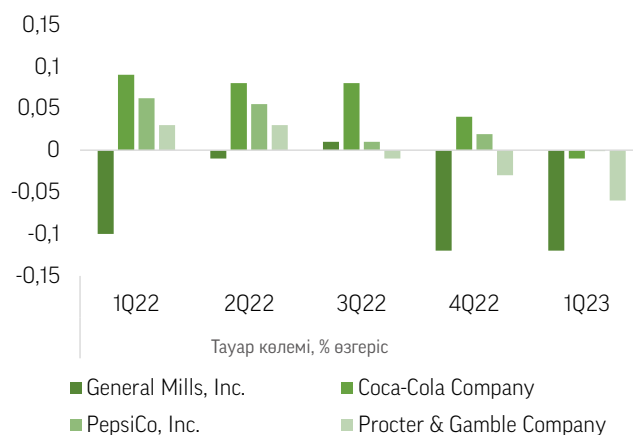
Өткен жылы сенімді нәтиже көрсеткен Coca-Cola (KO) және оның негізгі бәсекелесі PepsiCo (PEP) органикалық сатылымның баяулауын және тауар көлемінің төмендеуін көрсетеді. General Mills (GIS) үшін ұқсас жағдай, бірақ ол тауарлық-материалдық құндылықтарды тұрақты түрде азайта алады (соңғы тоқсанда -12%) және бір уақытта кірісті көбейтеді. Соңғы тоқсанда тауар көлемі 12% -ға төмендеді.

Күрделі экономикалық жағдайдың бенефициарлары Dollar General (DG) және Dollar Tree (DLTR) шағын форматты дисконттары болды. Бұл желілердің трафигі тұтынушыларға автокөлік отынын үнемдеуге мүмкіндік беретін "үй маңындағы" дүкендер арқылы артады. Дегенмен, соңғы тоқсандық есептер мен болжамдар тұтынушылардың ағынының әсері қазірдің өзінде азайып бара жатқанын және пайданың өсуі баяулай бастағанын көрсетеді.

2023 жылы шағын форматты дисконттар ағымдағы кіріспен салыстырмалы сату динамикасын сақтай алады деп ойлаймыз, ал үлкен форматты бөлшек сауда желілері 2023 жылдың екінші жартысында қаржылық көрсеткіштерін айтарлықтай жақсартуға мүмкіндік алады. Осыны ескере отырып, I жартыжылдықта біз Target (TGT) және Walmart (WMT) акцияларын сатып алуды ұсынамыз. Біздің ойымызша, алкогольсіз сусындар мен азық-түлік өндірушілері бағаны одан әрі тиімді көтере алмайды, бұл маржаның төмендеуіне әкеледі. Дегенмен, нашарлауды да күтуге болмайды. Біздің ойымызша, KO, PEP және GIS

өсу әлеуеті шектеулі. Сектор бойынша EPS өсімі ауданда 2% құрайды деп болжануда.

## Товарлық көлем динамикасы



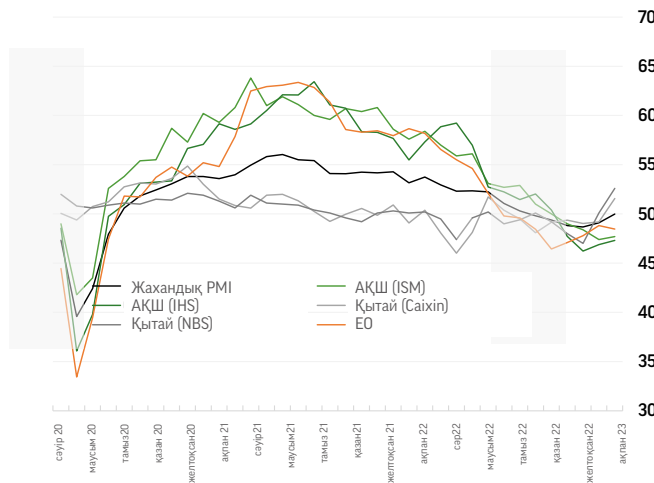
Дереккөз: АҚШ Энергетика мин, Freedom Broker талдау

## Шикізат өнеркәсібі (болжам нейтралды)

Өткен тоқсанда сектордың динамикасы Қытайдағы ковидтік шектеулер алынып тасталғаннан кейін оң нәтиже беріп, бірақ АҚШ-тың құлдырауынан қорқып, тоқсанның соңына қарай түзетіліп, кең нарықтың динамикасын қайталады. Өсім көшбасшылары Linda (LINE), Albemarle (ALB) және Dow (DOW) химия өнеркәсібінің өкілдері болды.

Сала эмитенттері IV тоқсандағы аралас нәтижелерді ұсынды. Әлемдегі ең ірі алтын өндіруші компания Newmont Corporation (NEM) кірістің 6%-ға және EBITDA-ның 27% -ға төмендеуімен есеп берді, бұл негізінен көптеген салаларға тән өндіріс шығындарының өсуімен алтын бағасының төмендеуіне байланысты. Әртараптандырылған Glencore тау-кен компаниясы кірісті 25% -ға арттыра алды, бұл көмір сегментінің нәтижелерімен түсіндіріледі. Көмір компанияларын өз өнімдерінің жоғары бағасы қолдады және сонымен бірге олар 2023 жылдың I жартыжылдығында жеткізу тізбегіндегі қиындықтарға және көмір өнеркәсібінің шектеулі перспективаларына тап болды. Қолайсыз жағдай дамыған экономикалардың энергия көзі ретінде көмірге тәуелділікті төмендетуге тырысуымен, сондай-ақ Қытайдағы және дамыған елдердегі өнеркәсіптік белсенділік пандемиясынан кейінгі қалпына келтіру арасындағы айтарлықтай артта қалумен түсіндіріледі. ҚХР-ның артта қалуына байланысты көмір өндірушілер өз өнімдерінің үлкен қорларын жинады.

## Жаһандық деңгейде PMI индексі I тоқсанда жақсарады



Дереккөз: IHS Markit, Institute of Supply Management, National Bureau of Statistics

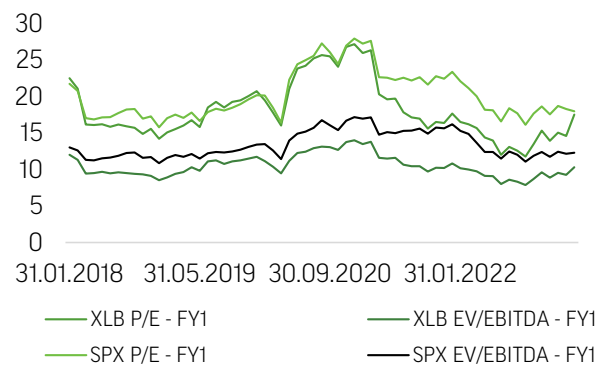
Сектордағы конъюнктураның күрделенуіне байланысты біз материалдар секторындағы көптеген компаниялар бойынша жыл көкжиегіндегі нысаналы бағаны орта есеппен 9% - ға төмендетуге тура келді. Nucor (NUE) және Freeport McMoRan (FCX) болат және мыс өндірушілерін бөлек атап өтеміз, өйткені олардың сатылымының көп бөлігі АҚШ-та, біз 2023 жылдың II жартыжылдығында өнеркәсіптік металдарға сұраныстың шектеулі әлеуетін көреміз.

- Freeport менеджментінің гайденсі 2023 жылдың II жартыжылдығында құлдырау қаупін ескере отырып, өте оптимистік болып көрінеді, бұл өнеркәсіптің индикаторы болып саналатын мыс бағасының өсу әлеуетін шектейді, өйткені металл дамыған елдердегі жалпы экономикалық өсіммен тығыз байланысты.
- Макроэкономикалық жағдай болаттың болашағына да қысым жасайды. Болат бағасы 2022 жылдың өсуіне дейін тоннасына \$600-800 доллар аралығында болған жағдайда, компанияның акциялары әлі де тарихи деңгейден жоғары сатылуда, бұл нарық қатысушыларының акцияларды дұрыс бағаламауын білдіреді. Бұл ретте Nucor үшін ең теріс болып зауыттардың жүктелу көрсеткіштерін 2008 жылдан бастап 70% деңгейінде

Инвестициялық қоғамдастық алдағы жылға сектордан күтуді айтарлықтай жақсартты. EV/EBITDA P/E FY1 көр-

сеткіші 2022 жылдың соңындағы 8,9-дан 10,3-ке дейін өсті, P/E F1 ұпайы желтоқсандағы 15-тен 17,6-ға дейін көтерілді. Нарықтық мультипликаторлардың ағымдағы деңгейі соңғы он жылдағы орташа деңгейге сәйкес келеді. Бұл ретте жыл соңындағы EPS болжамы \$4,6 мәнін болжайды, бұл 2021 жылы \$5,1 және 2022 жылы \$5,6-дан әлдеқайда төмен.

## S&P 500-бен салыстырғандағы материалдар секторының мультипликаторларының динамикасы (XLS)



Дереккөз: FactSet

Біз материалдар секторының акцияларындағы көп бағытты динамиканы болжаймыз, сондықтан қағаздарды таңдауға өте мұқият қарауды ұсынамыз. Алтын өндіруші компаниялардың үлесін қысқартуға, сондай-ақ мыс немесе темір рудасы өндірушілерінің акцияларын сақтықпен сатып алуға кеңес береміз. Бір жағынан, негізгі металдардың бағасын Қытайдағы өндірістік белсенділіктің артуы қолдайды, екінші жағынан, компаниялар рецессияның жалғасып келе жатқан белгілеріне байланысты АҚШ -қа жөнелтуде қиындықтарға тап болуы мүмкін. Біздің таңдаулыларымыз – технологиялық шешімдерді ұсынатын сервистік компаниялар (Corteva Agriscience (CTVA) және Lyondell Basel (LYB)), сондай-ақ CF Industries (CF) және Mosaic (MOS) тыңайтқыштарын өндірушілер. Азық-түлік қауіпсіздігі мәселелері дәнді дақылдардың жоғары бағасы 2023 жылға дейін сақталатынын көрсетеді. Нәтижесінде тыңайтқыштарға әлемдік сұраныс жоғары болады деп күтілуде, өйткені қорлар мен тұтыну арасындағы қатынас соңғы 25 жылдағы ең төменгі деңгейде.

## Шикізат товары үшін стратегиялық болжам

«Бұқаша»	Нейтралды	«Аюша»
Никель	Темір рудасы	Алтын
Алюминий	Мыс	Палладий
Мырыш	Көмір	
Алмаз	Күміс	
Болат	Сирек металдар	

## Қытай (болжам позитивті)

2022 жылдың желтоқсанында карантиндік шектеулерді алып тастау және одан кейінгі COVID-19 ауруының жаңа толқынын еңсеру ағымдағы жылдың қаңтарында қытай нарығында митингке әкелді. 2023 жылдың бірінші айында баға белгілеулерінің өсуіне Қытайдың АҚШ-пен қарым-қатынасының жылынуы және жоғары жиілікті экономикалық деректердің айтарлықтай жақсаруы (автожолдар жүктемесінің және ҚХР-дағы тамақтану және ойын-сауық саласындағы тұтынушылар санының 2019 жылғы деңгейге дейін өсуі), ауру азайған сайын ықпал етті.

Сонымен бірге нарықтағы позитив Үкіметтің ауызша араласуымен де қолдау тапты. Алайда, ақпан айына қарай жекелеген күтпеген саяси оқиғалар Бейжің мен Вашингтон арасындағы қақтығыстың қайта басталуына себеп болды, ал Қытайдың өзінде Коммунистік партияның жеке компанияларға да, Үкіметтің экономикалық блогына да қысымы күшейе түсті. Бұл тәуекел сыйлықақысын арттырды және Қытайдың негізгі индекстерін түзетуге әкелді. Си Цзиньпиннің билігін күшейту және 2023 жылы экономикалық өсудің төмен мақсатын белгілеу (нарық күткен +5,5% орнына +5%) Бүкілқытайлық халық өкілдері жиналысының қорытындысы бойынша инвесторлардың жағымсыз көңіл-күйін күшейтеді. Осыған байланысты түзету жалғасуда.

## S&P 500 индекстер динамикасы, Hang Seng және China A50 соңғы жарты жылда



Дереккөз: FactSet, Freedom Broker есептеулері

## ҚХР нарығы үшін ағымдық нарық

Қазіргі уақытта қытай нарығының негізгі орта мерзімді тәуекелі Қытай-Америка қатынастарының белгісіздігі болып табылады. Экономикалық санкцияларды енгізу ықтималдығы АҚШ-тың саяси және экономикалық тыңшылыққа күдігі, Мәскеуді Ресей-Украина қақтығысында қолдау және АПК шығындарын арттыру аясында артады. Негізгі ұзақ мерзімді тәуекел - Қытай басшылығының авторитарлық моделін күшейту және Си Цзиньпиннің қолында билікті одан әрі шоғырландыру болып табылады. Ол алға тартқан бақылау мен қауіпсіздікке назар аудара отырып, "өз күшіне сену" елдің даму векторы жетекші елдермен технологиялық ынтымақтастыққа кері әсер етеді, ал болашақта экономикалық өсу үрдісіне теріс әсер етуі мүмкін. Егер мемлекет саяси орталықсыздандыруға және экономикалық еркіндік деңгейін арттыруға жүгінбесе, Қытайдағы еңбек тиімділігінің өсуі баяулауды жалғастырады, соның салдарынан Үкімет ставка жасайтын ішкі тұтыну құлдырап бара жатқан экспорттың шығындарын өтемейді.

## 2023

2023 жылы қытай нарығының негізгі сценарийіндегі ұсынысымыз "сатып алу" деңгейінде сақталды. Ел басшылығы Қытайдың экономикалық өсуі мен инвестициялық тартымдылығының артуын басымдық ретінде белгіледі, сондықтан мемлекеттік реттеудің күшеюі қалыпты болуы керек, дегенмен оның қаупі ұзақ мерзімді түрде артып келеді. Қытай мен АҚШ арасындағы қарама-қайшылық неғұрлым болжанбайтын фактор болып табылады, осыған байланысты біз ҚХР-ның ішкі нарығына бағдарланған және АҚШ-пен технологиялық қарсыласу мақсатында Бейжің қолдайтын секторларға назар аударуды ұсынамыз. Бұл жасанды интеллект технологиясын жасаушы (Baidu-BIDU, 9888.НҚ), деректер орталығы қызметтерін жеткізушілер (Chindata Group – CD), жартылай өткізгіш өндірушілер (Hua Hong Semiconductor – 1347.НҚ), күн энергетикасының өкілдері (Daqo New Energy – DQ, Jinko Solar – JKS), электромобиль өндірушілері (Li Auto – LI, 2015.НҚ). ҚХР-дағы технологиялық алыптар мен жылжымайтын мүлік секторы жергілікті экономиканың қалпына келуіне қарай жоғары өсуді көрсете алады, алайда олардың орта мерзімді тәуекелдері (мемлекеттік реттеу және жылжымайтын мүлік бағасының төмендеуі) инвесторлардың бағалауына теріс әсер етуді жалғастырады.

### P/E Ratio



Дереккөз: FactSet, Freedom Broker есептеулер

### EV/EBIT Ratio



Дереккөз: FactSet, Freedom Broker есептеулер

Ақпан айында ҚХР-дағы іскерлік белсенділіктің соңғы 10 жылдағы ең үлкен өсуі елдің коронавирустан кейін қалпына келуінің басталуын және кейінге қалдырылған тұтынушылық сұраныстың іске асырылуын растайды. Алайда, қытай экономикасының тез қалпына келуіне деген үміт қазірдің өзінде белгіленіп қойған. 2023 жылдың II тоқсанында Қытай нарығының өсуінің негізгі драйвері I тоқсандағы нәтижелер мен менеджмент болжамдарында көрсетілген жергілікті компаниялардың кірістілігінің артуы болуы керек. Бұл ретте сыртқы және ішкі саяси мәселелер 2023-ші жылдар бойы қытай нарығына елеулі әсер ететін болады. Жарты жыл ішінде Hang Seng индексінің P/E 11,8-ден 12,5 – 13-ке дейін, ал EV/EBIT 9,2-ден 9,5-10-ға дейін көтерілуі мүмкін, ал China A50 индексі бойынша біз P/E 11,8-ден 12,5 – 13-ке дейін және EV/EBIT 13,7-ден 14,5-15-ке дейін өседі деп күтеміз.

## Опциялық шолу

Секторлық индекстердің дисконттан құбылмалылық сыйлықақысына ауысуы жалғасуда. Құбылмалылық үшін сыйлықақы/ дисконт коэффициенті бойынша секторлардың 60% - дан астамы "бұқа" көңіл-күйін көрсетеді. Олар қаржы секторында айтарлықтай көрінеді. Call опцияларындағы құбылмалылық сыйлықақысы put-қа қарағанда үш есе жоғары. Сатып алушылардың белсенділігі, шамасы, нарық ұзақ уақыт бойы жоғары пайыздық мөлшерлемелерді кепілге қоя бастағандығымен түсіндіріледі. Тиісінше, қаржы ұйымдарының пайыздық кірісі артады деп күтілуде. "Бұқалардың" белсенділігі бойынша келесі сектор шикізат және материалдар секторы болды. Мұнда біз call опциондары бойынша сыйлықақыны және put опциондары бойынша шағын дисконтты көреміз.

### Сыйақы/құбылмалылық дисконты

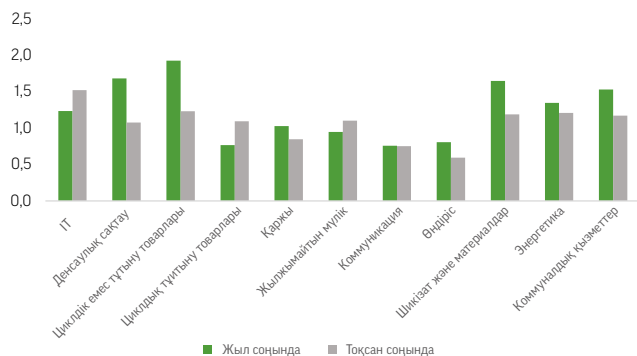


Дереккөз: FactSet, Freedom Broker есептеулері

Коммуналдық секторда біз Put/Call ratio индикаторының 1 – ден төмен-0,96-ға дейін кетуін байқаймыз. Айта кету керек, құбылмалылық үшін сыйлықақы мен дисконттың арақатынасы "бұқалар" жағында емес, бірақ "аю" жағында күшті ауысу жоқ. Біз секторды II тоқсанындағы сенімді қорғаныс активі деп коммуналдық қызметтерді санаймыз.

Денсаулық сақтау саласы ең айқын "аю" тенденцияларын көрсетеді. Рас, құбылмалылық сыйлықақысының арақатынасы put опцияларына аздап ауысады. Put/Call ratio индикаторы бойынша ең үлкен қозғалыстар циклдік емес тұтыну тауарлары мен коммуналдық секторларда болды: бұл жерде сәйкесінше 13% және 17% төмендеді.

### Put/Call Sectors



Дереккөз: FactSet, Freedom Broker есептеулері

## Smart money талдау

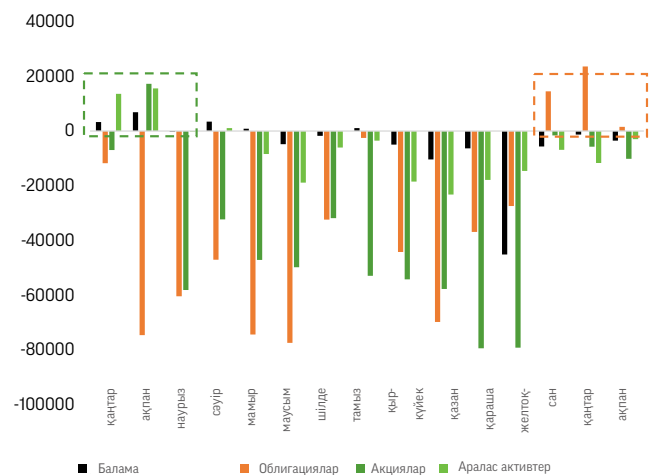
### Smart Money Q1

Bank of America мәліметтері бойынша, инвесторлар 2020 жылдың соңынан бері алғаш рет облигацияларға инвестицияларды ұлғайта бастады, бұл өткен жылдың соңында жаһандық басқарушылардың баланстарындағы кэш деңгейі 6% - дан асты. 2023 жылдың басынан бастап және 13 наурыздағы жағдай бойынша облигациялық қорларға ағын \$39,5 миллиард долларды құрады. Облигациялар инвестициялаудың тартымды құралына айналуға, өйткені олар соңғы бірнеше жылдағы орташа деңгейден жоғары тұрақты кірісті қамтамасыз етеді. Он жылдық облигациялар бойынша кірістілік 3,7% құрады, бұл онжылдықтағы ең жоғары көрсеткіш.

Алайда, 2023 жылдың басынан бастап инвесторлар акциялардың белсенді сатылымын тоқтатып, АҚШ-тағы

экономикалық белсенділік бәсеңдеп, инфляция мен негізгі мөлшерлеме бойынша үміттер жыл басынан бері айтарлықтай төмендегенімен, күту позициясын ұстанды. Акцияларға таза капитал ағыны соңғы рет 2022 жылдың басында тіркелді. Содан бері тәуекелсіз ставкалардың өсуі облигацияларды тартымды инвестициялық мүмкіндікке айналдырды.

### Жаһандық активтерді басқарушылардың AUM динамикасы



Дереккөз: Freedom Finance analysis, Refinitiv

ӘКК ұсынған соңғы мәліметтерге сәйкес, біз іргелі талдауға негізделген стратегиясы бар ірі хедж-қорлардың инвестициялық белсенділігіне талдау жасадық. Ең маңызды өзгерістердің қатарында ірі хедж-қорлардың энергетика секторына инвестициялар үлесін 0,5% – ға, өнеркәсіп секторына – 0,7% - ға және денсаулық сақтау секторына - 0,4% - ға ұлғайтуы қаржы секторына және АТ-ға инвестицияларды тиісінше 0,3% - ға және 2,9% - ға қысқарту есебінен өтелді. Біз ұзақ уақыт бойы технологиялық сектордың әлсіздігіне назар аудардық, осыған байланысты оның базалық портфельдегі үлесін қысқарттық. 2022 жылдың басынан бастап технологиялық компаниялардың акцияларындағы ұзақ және қысқа позициялар арасындағы арақатынас 3,4 - тен 1,8-ге дейін қысқарды, ал 2023 жылы трендтің өзгеруі болды. Осыған байланысты I тоқсанның нәтижелері бойынша біз технологиялық сектор компанияларының сатып алуларды арттырғанын көреміз деп күтеміз.



## Секторлар бойынша портфель құрылымы



Дереккөз: Refinitiv, S&P Global, Freedom Finance analysis

Bridgewater Associates өзінің соңғы зерттеулерінің бірінде экономикалық құлдыраумен немесе инфляцияның мақсатты деңгейіне жете алмауымен сипатталатын DCP қатайту циклінің ықтимал үшінші кезеңін көрсетті. Бұл көптеген инвестициялық портфельдер үшін жағымсыз факторға айналады. Хедж-қор IV тоқсанда Қытайға экспозицияны қысқартты, 7 миллионнан астам Alibaba (BABA) және 8 миллионнан астам Dido Global (didiy) акцияларын сатты. Сондай-ақ, қор AMD (AMD), Micron (MU) және nVidia (NVIDIA) микрочип өндірушілерінің қағаздардағы позицияларын толығымен жауып тастады, олардың кірістерінің едәуір бөлігі ҚХР-ға тиесілі. Қазір қор қаражатының 27%-дан астамы циклдік емес тұтыну тауарлары секторы, Procter & Gamble (PG), PepsiCo (PEP), Coca-Cola (KO), Costco (COST), Walmart (WMT) компанияларына салынған. Қор қаржы секторындағы үлесті 21,5% - дан 26,6% - ға дейін арттырды, ал ең маңызды сатып алулар Bank of America (BAC) 1,94 миллион акциясын, Citigroup Inc (C) және басқа қаржы секторындағы компаниялардың, соның ішінде JPMorgan (JPM) және Berkshire Hathway (BRK) 1,5 миллион акциясын сатып алу болды. Кірісі пайыздық пайдаға тәуелді банктер мен басқа ұйымдар (мысалы, лизингтік компаниялар) орталық банктердің агрессивті саясаты кезеңінде инвестициялаудың тартымды мүмкіндігі болып көрінетінін ескерген жөн. Bank of America портфолио менеджерлерінің қаңтар айындағы сауалнамасына сәйкес, банк секторы инвестициялар үшін ең тартымды сала болып табыла-

ды. Berkshire Hathway Inc (BRK) Occidental Petroleum Corp (OXY) акцияларын сатып алуды қайта бастады. Наурыз айының басында Berkshire Occidental-дің 5,8 миллион акциясы үшін \$355 миллион доллар төледі, яғни бір акция үшін шамамен \$61,2 доллар. Енді Баффет компаниясы осы мұнай компаниясының шамамен 22,2% - на иелік етеді, бұл \$10 миллиард долларлық артықшылықты акцияларды және \$5 миллиард долларлық қарапайым акцияларды сатып алуға кепілдік береді. Тамыз айында АҚШ-тың Федералды Энергетикалық реттеу комиссиясы қарапайым акциялардың 50% - на дейін сатып алуға рұқсат берді. Басқа назар аударарлық сатып алулардың ішінде біз Paramount Global компаниясының 2,42 миллион акциясын және Apple компаниясының 333 мың акциясын атап өтеміз, онда Омаха компаниясы 895 миллион акцияға ие. Berkshire сонымен қатар Louisiana-Pacific Corp (LPX) құрылыс материалдары компаниясына \$84 миллион доллар инвестициялады. Айта кету керек, Баффет TSMC акцияларының 86% сатты, оның позициясын \$4 миллиард доллардан \$600 миллион долларға дейін қысқартты, сонымен қатар АҚШ-тың екі ірі банкінің – АҚШ Bancorp - (USB) 91% және Нью-Йорк Банкі Меллон корпорациясының (BNY) 60% акцияларының қағаздарынан қаражат алды. Бір таңқаларлығы, жақында AQR Capital Management АҚШ-тың мемлекеттік облигацияларынан өте белсенді түрде құтылды, бұл трейжерис әлі өз түбіне жеткен жоқ және сәйкесінше болашақта үлкен табыс әкелуі керек. Эрон Браун трейжеристің кірістілігі 5% - дан асуы мүмкін деп жазады, сондықтан облигацияларды сатып алу үшін қолайлы сәтті күткен дұрыс.

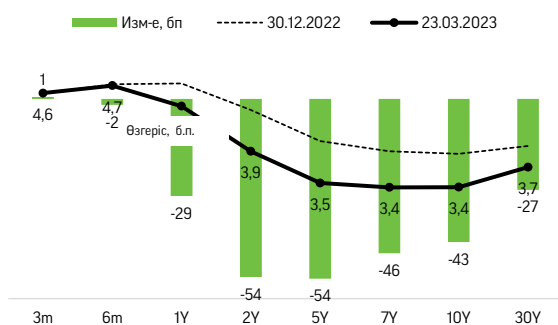
## Облигациялар

### Оптимизм расталмады

Жыл US Treasuries-те үлкен оптимизммен басталды. Жыл басында шыққан бірқатар макродеректер нарықты АҚШ-тағы рецессия мен инфляция проблемасы шешілетініне сендірді. Нәтижесінде US Treasuries компаниясының 10 жастағы табысы күрт төмендеп, ақпан айының басында 3,4% құрады. Алайда, нарық күтулерінің деректері наурыз айында күшті макро статистиканың бірнеше шығарылымдарымен жоққа шығарылды, бұл штат экономикасының күрт баяулауына қатысты алаңдаушылықты айтарлықтай азайтты. Бұл жерде FOMC өкілдерінің ауызша араласуы да маңызды рөл атқарды. Нәтижесінде "онжылдықтардың" кірістілігі 3,9% деңгейіне көтерілді.



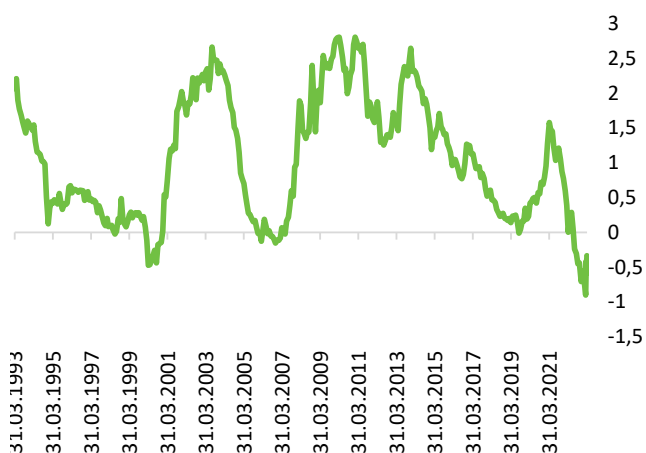
## US Treasuries кірістілігі



Дереккөз: Bloomberg

1980 жылдан бастап қисық инверсия максималды деңгейде жалғасып, нарықтың күтілетін экономикалық құлдырауын көрсетті. АҚШ-тың қазынашылық облигацияларындағы құбылмалылық орташа тарихтан жоғары болды.

## 10 жылдық және 2 жылдық US Treasuries табыстылығының айырмашылығы, б.п.



23.03.2023 мәліметтер. Дереккөз: Bloomberg

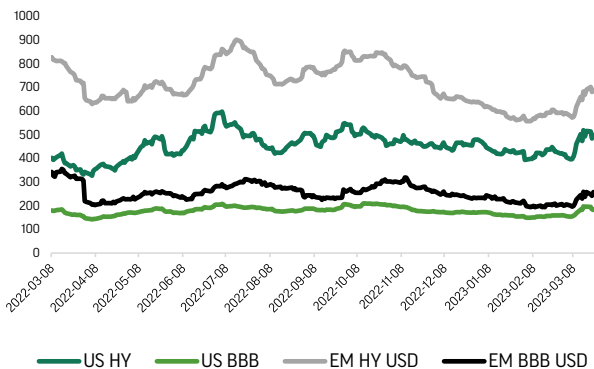
2023 жылдың II тоқсанындағы тағы бір тартымды мүмкіндік АҚШ мемлекеттік қарызының шегін көтеру туралы талқылау болады. Егер тиісті келісімдерге тек соңғы сәтте қол жеткізуге болатын болса, яғни маусым-шілде айларының соңында, 10 жылдық АҚШ Қазынашылықтарының кірістілігінде тәуекел үшін сыйлықақы салуды бастауы мүмкін, ол 20-80 б.п. аралығында бағаланады. Мұндай сценарийді іске асыру портфельдің ұзақтығын арттыру үшін пайдалы сәт болады. Несиелік тәуекел тұрғысынан сапаға, яғни инвестициялық деңгейдегі об-

лигацияларға артықшылық беріледі. Қорландыру құнының өсуі және экономикалық өсудің баяулауы ең алдымен жоғары кірісті облигацияларға соққы береді. Бұл ретте нарық бұл тәуекелдерді бағаларға салуға асықпайды. Мысалы, CCC рейтингі бар us HY (High Yield, жоғары кірісті) облигациялары бойынша спрэд, яғни компаниялар дефолт алдында шығарған, 2023 жылдың I тоқсанының аяғында бір жыл бұрынғыдай деңгейде қалады, бұл уақыт ішінде операциялық ортада ешқандай құлдырау болмаған сияқты. 2022 жылдың II тоқсанының соңында US HY бойынша дефолт мөлшерлемесі 2,1% деңгейінде болды, ал US HY индексі бойынша спрэд 569 б. п. 2023 жылдың ақпан айының соңында дефолт мөлшерлемесі 2,8% 1-ге жетті, ал спрэд 412 б. п. - ға дейін тарылды. Сонымен қатар, дефолт мөлшерлемесі 2023 жылдың ақпан айының 2024 жылғы қаңтарға 3,2-4,6% деңгейінде болжануда. Нарық болашақты жеңілдететін механизм ретінде оны қазір бағамен ескеруі керек еді, бірақ бұл болмайды. Біздің бағалауымыз бойынша, US high yield ағымдағы спрэд кезінде есептелген дефолт мөлшерлемесі 4,1% құрайды. US high yield - тегі мұндай баға рецессия тәуекелдерін ескереді, бірақ бұл бондтар класы әлі де бар арзан емес. Экономикалық құлдыраудың қазіргі кезеңінде біз оған күдіктене қараймыз. Біз US hy индексі бойынша спрэдтің 2023 жылдың аяғында 70 б.п. - ға кеңеюін күтеміз, бұл тәуекелсіз ставкаларға қатысты негізгі сценарийде 2023 жылдың соңына дейін 5,3% жиынтық кіріске аударылады. АҚШ-тың қазынашылық биллиері осы жылдың соңында 4,6% тәуекелсіз кірісті ұсынатындығын ескерсек, бұл өте тартымды емес. Тіпті жұмсақ қону сценарийі үшін US HY - дегі мұндай баға тым агрессивті болып көрінеді, сондықтан бұл бондтар класы ең тартымды емес. Біз жыл соңында US HY индексі бойынша спрэдтің 130 BP-ге кеңеюін күтеміз. Тәуекелсіз ставкаларға қатысты негізгі сценарийде бұл 2023 жылдың соңына дейін 3,4% жиынтық кірістілікке аударылады, яғни осы жылдың соңында АҚШ-тың қазынашылық биллдерінен төмен.



## Корпоративтік облигациялар бойынша спрэд, б.п.

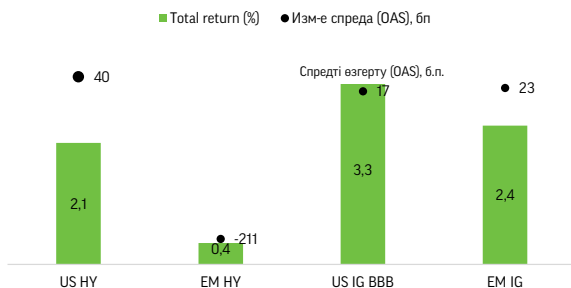
<sup>1</sup> прогноз Moody's; <sup>2</sup> прогнозы Fitch и Moody's



22.03.2023 мәліметтер. Дереккөз: ICE BofA indexes.

Корпоративтік USD облигацияларында 2023 жылдың I тоқсанында өсім байқалды. Бір қызығы, экономиканың баяулауын елемеген американдық жоғары кірісті облигациялар индексі ең күшті көтерілді. Emerging Markets High Yield (em Hy) бондтар дамыған елдерге қатысты EM экономикаларының жылдам өсу қарқынын күтуге байланысты өткен жылдың соңында басталған ағындар аясында 298 б.п. болатын индекс бойынша спрэдтің тарылуымен таң қалдырды.

### Жыл басынан бері өзгеруі



USD-дегі Bloomberg облигацияларының индекстерінің динамикасы. Total return бағаның өзгеруін және кезең ішінде жинақталған купондық кірісті қамтиды. OAS - option adjusted spread. Деректер 23.03.2023. Дереккөз: Bloomberg

### «ҚЫСҚА» БОНДТАР: БАСТЫСЫ – МҮМКІНДІКТІ ЖІБЕРІП АЛМАУ КЕРЕК

Өткен жылдың басынан бастап ФРЖ мөлшерлемесі 4,5% - ға көтерілді. Мұның тікелей нәтижесі қысқа мерзімді облигациялардың кірістілігінің өсуі болды. US Treasuries 2024-2025 жылдардағы өтеуімен 4,6–5,1% кірісті ұсынады. Жаһандық корпорациялардың төмен тәуекелді корпоративтік бондтары 5,5–6,4% кірістілікпен саудаланады. Бұл пассивті инвесторларға 15 жыл ішінде жоғары

<sup>2</sup> прогнозы МВФ, январь 2023

сапалы "қысқа" облигациялар бойынша өтеуге дейінгі кірістерді тіркеуге жақсы мүмкіндік береді. Бұл мүмкіндік жақын арада жоғала бастайды: II тоқсанда ФРЖ ставкасы шыңына жетеді деп күтілуде. Қатаң ақша-несие саясатының бәсеңдететін әсері пайда бола бастағанда, нарық ФРЖ мөлшерлемесін төмендету перспективаларын бағаға қоя бастайды және қысқа облигациялар бойынша мұндай кірістер болмауы мүмкін.

### ПОРТФЕЛЬДЕРДІ ҰЗARTY ЖӘНЕ САПАҒА МӘН БЕРУ

Ақша-несие саясаты экономикаға әсер етеді. Инфляцияның біртіндеп төмендеу сценарийінде де біз АҚШ-тағы ақша-несие шарттарын қатаңдату күшіне енетін кезеңге жақындадық. АҚШ экономикасының жұмсақ және қатаң қонуы ұзақ мерзімді корпоративтік облигациялардың өсу әлеуетін құра отырып, ұзақ мерзімді US Treasuries кірістерінің төмендеу перспективаларын қалыптастырады. 2023-2024 жылдарға арналған портфолионың мақсатты құрылымы - "қысқа" және "ұзын" облигациялардың үлкен үлесін білдіретін "штанга". Өткен жылдың мамыр айынан бастап бір-үш жылдан кейін өтелетін борыштық қағаздар біздің ұсыныстарымыздың негізін құрады. Бір жарым жыл ішінде тәуекелсіз ставкаларды төмендету үшін портфельді орналастыра отырып, "ұзын" облигацияларда позицияларды құру уақыты келді. Жеті жылға созылатын облигацияларда мақсатты позицияны біртіндеп қалыптастыру және оны II тоқсанның соңына дейін аяқтау өте маңызды. Біз US IG бойынша тұрақты спрэдті және 2023 жылдың аяғында 5,8% жиынтық кірісті күтеміз. 2024 жылдың соңына дейін инвестициялық деңгейдегі "ұзын" бондтардан түскен жиынтық табыстың әлеуетін нақты шығарылымның ерекшеліктеріне және пайыздық тәуекел деңгейіне байланысты 10-16% - ға бағалаймыз.

### ДАМУШЫ ЕЛДЕРДІҢ ЕУРОБОНДТАРЫ ТЕК ПЕРСПЕКТИВАДА ҚЫЗЫҚТЫ

Біз өткен жылдың соңында emerging markets долларлық облигацияларының бейтарап бағасын сақтаймыз. EMIG және USING сыйлықақысы дерлік жоқ, сондықтан жоғары несиелік сапада болса да, жергілікті EM емес, жаһандық американдық корпорацияларға артықшылық беру керек. EM HY қорландыру құнының өзгеруі және тәуекелге тәбеттің төмендеуі оған ықпал етеді. Айтуынша, EM HY-дегі несие сыйлықақысының жағдайы SHY-ге ұқсас: нарық өткен жылы операциялық ортаның нашарлауын елемеді және спрэдтер өткен жылдың екінші тоқсанының басындағы деңгейде орналасқан.

Мысалы, Мексиканың өсу қарқыны биылғы жылы 2022 жылғы 3,1%-бен салыстырғанда 1,1% ж/ж деңгейінде, ал Бразилияда өткен жылғы 2,9% - бен салыстырғанда 1% ж/ж деңгейінде болжанады<sup>2</sup>. Бұл валюталық корпоративті облигациялар үшін екі ірі нарық және жергілікті экономиканың баяулауы жергілікті компаниялардың несиелік көрсеткіштерінде теріс көрініс табады. Сонымен бірге Индонезияда, Үндістанда, Қазақстанда, Филиппинде жоғары өсу қарқыны сақталады. БАӘ мен Катарда орташа баяулау күтілуде<sup>2</sup>.

ЕМ НҰ облигацияларындағы позициялардың артуы ағымдағы жылдың II жартыжылдығында қарастырылуы керек, бұл кезде ФРЖ мен басқа да орталық банктердің қатаң ақша-несие саясатының әсері жағдайға толық әсер етеді. III-IV тоқсандарда валюта стратегтері ЕМ НҰ спрэдин тарылту үшін күшті катализатор болатын АҚШ долларының қатты әлсіреуін болжайды. Біз ЕМ НҰ ин-

дексі бойынша спрэдтің ағымдағы жылдың соңына дейін 110 б.п. тарылуын белгілейміз, бұл жиынтық кірісті 7,9% құрайды. ЕМ НҰ индексі ұзақ уақытқа созылады және биылғы жылы индекстің оң қайта бағалануы негізінен спрэдтің қысылуына емес, АҚШ-тың 10 жылдық қазынашылық міндеттемелері бойынша кірістіліктің төмендеуіне байланысты болуы мүмкін. Бұл бастапқыда несиелік спрэдке аз тәуелді болатын investment grade бондтарын таңдаудың тағы бір дәлелі ретінде қызмет етеді. Қазіргі уақытта тартымды болып көрінетін ЕМ НҰ құралдарының кейбір ерекшеліктері 2023 жылы өтелуі бар квази-егемен эмитенттердің қысқа облигациялары болып табылады. Олар іс жүзінде АҚШ-тың инвестициялық деңгейдегі еуробондтарына сыйлықақысы бар жоғары кірісті және өтеуге дейін дефолт ықтималдығы төмен депозиттер болып табылады.



<sup>2</sup> прогнозы МВФ, январь 2023

## 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**  
Аға талдаушы



**Примашов Дмитрий**  
Талдаушы



**Толмачев Егор**  
Аға талдаушы



**Поздняков Дмитрий**  
Кіші талдаушы



**Лебедев Тимур**  
Аға талдаушы



**Кононов Виталий**  
Кіші талдаушы