

# ОГЛЯД РИНКІВ Q4 2023

---

Очікування та прогнози на 2024

# ЗМІСТ

Стислий зміст	3
Стратегія	4
🔒 Ринок акцій	8
🔒 Ринки боргових інструментів	13
🔒 Глобальні ринки:	16
• Товарні активи	
• Європа	
• Китай	
Висновки	25



Зв'яжіться з нами, щоб стати клієнтом і почати шлях до фінансової свободи

## Огляд ринків 4 кв. 2023 – очікування та прогнози на 2024

### Стислий зміст

Глобальна економіка продемонструвала стійкість протягом усього 2023 року завдяки сильному ринку праці, споживчому настрою, і капітальним витратам бізнесу. Цей шлях виявився важчим для інвесторів, оскільки центробанки активно піднімали відсоткові ставки і посилювали грошово-кредитну політику для боротьби з інфляцією.

Основним наслідком історично найшвидшого циклу підняття відсоткових ставок є відстаючий ефект - наслідки для економіки і споживачів, які почнуть знаходити свої прояви з початком нового календаря.

Фондові індекси виявилися більш стійкими до макро-ризиків, але у всьому є ціна: за абсолютну прибутковість інвестори змушені були розплачуватися рекордно низькою диверсифікацією, де частка 7 найбільших компаній перевищувала чверть індексу. І якщо для роздрібного інвестора немає нічого важливішого за абсолютну прибутковість, професійні та інституційні інвестори дуже серйозно ставляться до структури портфелів, де розподіл прибутковості та концентрація ризику і прибутковості відіграють важливу роль.

Ми вважаємо, що 2024-й стане важливим поворотним моментом для світової економіки та ринків капіталу, і переконані, що рецепт інвестиційного успіху 2024-го року в тому, щоб правильно зважити терпіння, диверсифікацію та кількісну оцінку перетікання інституційного капіталу.

**Ці 4 ключові інвестиційні теми на наступний рік дадуть змогу домогтися збалансованої прибутковості:**

#### Диверсифікація альтернативними активами

Накопичувані геополітичні та економічні ризики - це гарний привід звернути увагу не тільки на альтернативні класи активів, а й інвестиційні стратегії.

#### Управління ліквідністю

Тренд на зниження відсоткових ставок - можливість для оптимізації портфеля боргових інструментів з метою формування вільної активної ліквідності з фіксованим доходом.

#### Якісні інвестиційні активи

Ринкові ралі кінця року, що минає, - не привід повної ротації у високоризикові активи, оскільки поточна економічна ситуація є недостатньою для формування довгострокового зростаючого тренду і може бути джерелом ризиків.

#### Волатильність валютних і товарних активів

Як долар, так і сировинні активи (нарівні з металами) починають формувати волатильні тренди.



Є питання  
до команди?

НАПИШІТЬ НАМ

### Основні події та очікування у 2023:

- Банківська криза не сталася, так само як і дефолт США
- Глобального колапсу ринку нерухомості не відбулося
- Рецесії так і не сталося через більш стійку, ніж очікувалось, економіку
- США втратили кредитний рейтинг AAA від Fitch
- Інфляція в США знизилася до того, як погіршився ринок праці, що дало змогу уникнути найгіршої в економічному плані ситуації для ринків
- Всупереч песимістичним очікуванням, банк Англії не підняв ставку до 6.5%, і з великою часткою ймовірності зупиниться на 5.25%.
- Економіка Китаю не колапсувала, але й не сталося буму зростання.

### Основні ризики у 2024:

- Висока оцінка і ринкова концентрація: частка технологічного сектору у фондових індексах перебуває на рівнях 1999-го
- Надлишковий оптимізм: кількість згадок "soft landing" у новинних стрічках перебуває на рівнях 1995, 1999 і 2008 років
- Оцінка траєкторії процентних ставок: історично ринок майже завжди промагується в консенсус-оцінці майбутніх процентних ставок
- Політизація економіки: прийдешні вибори можуть створити штучні стимули для приватного і корпоративного сектору, які згодом ще більшим тягарем зваляться на реальну економіку
- Геополітичний ризик: війна в Україні, війна між Ізраїлем і Хамасом, а також загальне загострення на Близькому Сході знову вивели ризик геополітичної напруги на новий рівень.

### Малоймовірно, але можливо у 2024:

- **Фармацевтичний сектор може посилитися новими розробками.** З огляду на низьку оцінку за мультиплікаторами, а також високу частку грошової ліквідності у великих фармацевтичних компаній, зростає ймовірність появи нових продуктів і угод M&A в цьому секторі
- **Amazon починає показувати рекламу.** Amazon Prime Video з великою часткою ймовірності почне показувати рекламу з кінця січня, що структурно змінить рекламні доходи компанії
- **Різне зростання канабісу.** Президент Байден близький до ухвалення істотних послаблень щодо ринку канабісу, що викликало бурхливе зростання тематичних акцій і ETF
- **Інституціоналізація криптовалют.** Біткоїн являє собою актив у розмірі майже 800 млрд, що близько до ринкової капіталізації Tesla, більше за Visa (523 млрд.), J.P. Morgan (490 млрд.) і Exxon Mobil (400 млрд.). У новому році очікується історична подія - схвалення спотового біткоїн-ETF з боку SEC, що назавжди змінить цю індустрію.

01/

# СТРАТЕГІЯ

Blackshield Capital  
Market Overview Q4 2023 Projections and outlook for 2024

## Стратегія

Минулий рік був насичений непрогнозованими подіями, які вплинули на політико-економічний і бізнес-простір значним чином. Економічний і ринковий спад після стимуляційних заходів, викликаних COVID, не реалізувався повною мірою; Китай продовжує боротьбу з дефляцією, прагнучи перезапустити кредитний цикл, а в деяких країнах Європи рецесія розвивається швидше, ніж в інших регіонах. Що стосується США, кредитування коштує дорого, а індекс доступності житла близький до історичних мінімумів за майже рекордно низького рівня заощаджень.

### Основні події 2023 року

Банківська криза початку року: як у Європі, так і в США весна 2023 року ознаменувалася кризою переоцінки ліквідності банків, банкрутством Silicon Valley Bank та першим дзвінком занепокоєння інвесторів щодо надійності банківської системи. Згодом ця тема розвинулася в історичну угоду між Credit Suisse та UBS, що назавжди змінила банківський простір Швейцарії та Європи.

На зміну банківській темі, на передній план вийшла тема штучного інтелекту, який заповнив інформаційний простір і став сильним драйвером значної частини ІТ ринку. ШІ закріпив лідерство найбільших компаній США і відновив інтерес до технологічного сектору серед широкого кола інвесторів.

Зниження інфляції у напрямку до бажаного ФРС рівня 2% і подальша риторика ФРС щодо готовності знижувати процентні ставки - ключова тема кінця року. І хоча ризики нової хвилі інфляції залишаються, ринок оптимістично налаштований на її оцінку в найближчі квартали.

У другій половині 2023 року вперше було зафіксовано помітне зростання безробіття, зокрема за окремими категоріями зайнятості (тимчасова, контрактна, та сезонна зайнятість, зайнятість в окремих секторах охорони здоров'я та послуг). Оскільки безробіття залишається єдиним ключовим показником, який не перевищив рецесійні тригери, ми вважаємо, що ця тематика незабаром повернеться в інформаційний простір.

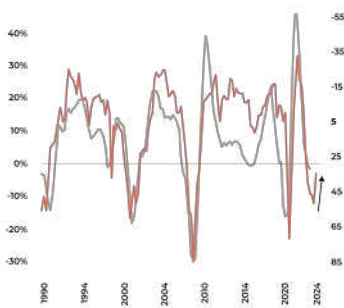
Незважаючи на тимчасове зниження банківського сектору, глобально він не спричинив кризових наслідків

Із впровадженням ChatGPT, Bard тощо, ринок досить швидко адаптував оцінку більшості ІТ-компаній у позитивний бік

Ціна помилки для ФРС - велика, адже ринок знову може опинитися в умовах 1970-х з огляду на можливе швидке зниження процентної ставки

Поточний рівень безробіття в 3.5% не є рецесійним, проте останні цифри говорять про його зростання

**Рівень надання позик великим компаніям підвищився**



— S&P 500 EPS Y/Y (%)  
— Sr. Loan Officer Survey: Banks Tightening C&I Loans to Large Firms (%), Leading 6M, Inverted, R5

Незважаючи на агресивне передноворічне ралі, ми вважаємо, що ринки недооцінюють синхронізацію економічного спаду серед глобальних економік, і така макроструктура більше схожа на фінальну стадію зниження бізнес-циклу, аніж на початок нового супертренду.

Водночас ми оптимістично дивимося на 2024 рік, оскільки прийдешні вибори, а також приховані впливання ліквідності можуть надати істотну підтримку будь-якому ведмежому ринку, як ми це бачили на прикладі середини 2020-го.

Ціни активів і настрої за останні 2 роки варіювалися від ейфорійних до катастрофічних, і цьому послужила ціла сукупність політико-економічних чинників.

## Стратегія

Повільне просування економіки до кінця циклу якоюсь мірою нагадує період 1990-1991, коли відсоткова політика повільно проникала в різні сфери, і не спричинила рецесії, аналогічної 2008 року

Поєднання інфляції та високих процентних ставок зазвичай призводить до посилення кредитування, але цей фактор поступово розсіюється.

Якщо ж економіка продовжить зростання, це викличе зростання заробітної плати і може чинити тиск на базову інфляцію. Єдиний органічний вихід із цієї ситуації - якщо економіка ще більше сповільниться, оскільки це дасть змогу розірвати зв'язку стабільної інфляції, високих відсоткових ставок і посилення кредитування. Але в такому разі ймовірність рецесії зростає, а це той процес, який важко контролювати.

Якщо інфляція знижуватиметься поступово, ФРС найімовірніше утримуватиме процентні ставки на високому рівні довше, ніж оцінює ринок. Ми бачимо, що не дивлячись на політичний профіль наступного року, ФРС проявляє пильність у досягненні цілей щодо стабільності цін.

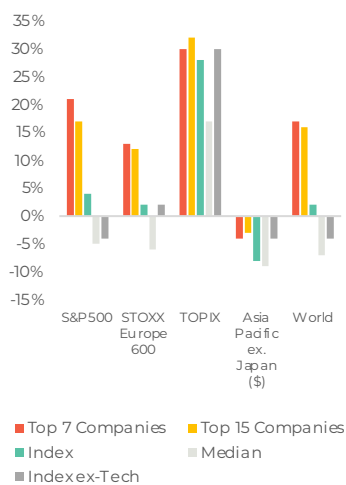
Більшу частину минулого року ми робили акцент на якісних продуктах низькоризикового профілю, з метою захисту інвесторів від ймовірних але малопрогнозованих подій. З урахуванням попереднього досвіду ми внесли деякі правки в модельні портфелі, з метою більш ефективного використання ймовірних цінових ралі.

Головним ризиком для безкомпромісного зростання інвестицій є загальний економічний спад, і, зокрема, поступове каскадне уповільнення в різних секторах економіки США.

У тривалішому періоді часу ситуація має такий вигляд: перші деструктивні процеси розпочалися у вигляді скорочення житлового будівництва (грудень 2021 року), потім скорочення виробничої активності (середина 2022 року) і кредитування (2023 рік).

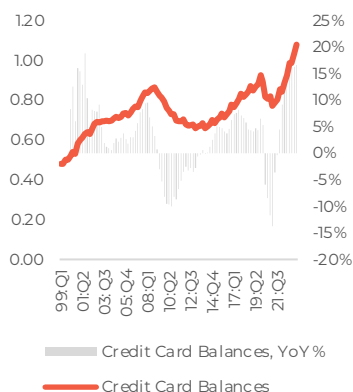
Незмінним фактором залишаються споживчі витрати і сфера послуг, які зазвичай слідують за динамікою ринку праці. При цьому, значущою протипагою економічним факторам виступлять політичні - наступний рік це рік виборів не тільки для США, а й для низки інших розвинених економік, тому вірогідними є різного роду явні й приховані стимули та фінансова підтримка, що може виступити пом'якшувальним фактором.

### Динаміка акцій на різних ринках



Високі відсоткові ставки сильно впливають на споживача: відсоткові ставки за кредитними картками зросли до шокуючих 20%, тоді як прострочення за грошовими та автомобільними позиками зростають

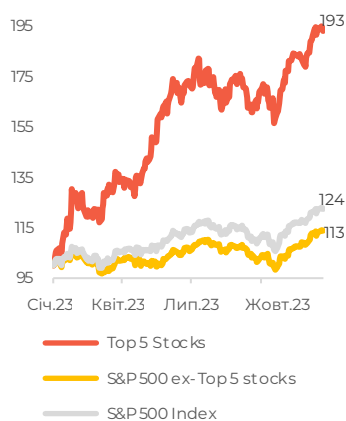
### Кредитний баланс споживачів



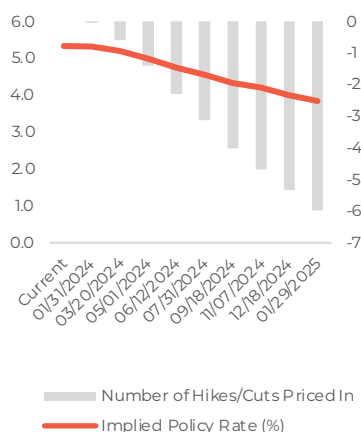
Хоча 2022 рік був поганим практично для всіх фінансових активів, 2023 рік виявився гарним насамперед для фондових індексів, і меншою мірою для акцій окремих компаній. Це можна пояснити насамперед сильнішим номінальним ВВП і зростанням впевненості ринку в м'якому приземленні та відсутності видимих джерел ризиків.

## Стратегія

### Прибутковість ринку та окремих категорій акцій



### Очікування щодо зниження ставок



Проте динаміка фондових індексів меншою мірою підтверджується чистим грошовим потоком і перспективами довгострокового зростання бізнесів. Сім найбільших компаній США зросли на 21% від початку циклу посилення процентної політики ФРС, тоді як у середньому технологічні компанії за той самий період впали на 4% у реальному вираженні (медіана по ринку).

Наш базовий сценарій полягає в тому, що ФРС завершила підняття відсоткових ставок на тлі поєднання нижчого економічного зростання та нижчої інфляції, що призведе до фактичного зниження відсоткових ставок у 2024-му.

Хоча інфляція, найімовірніше, залишиться вищою за 2%-й цільовий рівень, можлива низка обставин, за яких зниження інфляції може відбуватися повільніше від очікуваного. Сьогодні ринки оцінюють близько 1%-го зниження процентних ставок до кінця наступного року за досить агресивних темпів. Однак у цьому ми бачимо головний ризик того, що ринки можуть закладати більше фундаментального оптимізму, ніж економіка зможе забезпечити без розвитку деструктивних процесів.

Тепер, коли дохідність короткострокових боргових паперів найвища з 2001 року, а дохідність довгострокових облігацій знижується, інвестори ставлять собі питання, які з активів можуть запропонувати більш збалансовану дохідність до прийнятого ризику. І що не менш важливо, чи здатні різні класи активів (акції різного розміру і профілю, облігації різної дюрації та ризику) забезпечувати достатню диверсифікацію, і чи будуть вони знижуватися не так синхронно, як зростали.

Ми вважаємо, що наступний рік буде сприятливим для боргових і товарних інструментів, принесе багато волатильності у валюти й альтернативні активи, і буде справжнім випробуванням на міцність для фондових індексів. Це основна причина, через яку вибір конкретних компаній і бізнесів зіграє найважливішу роль у генерації прибутковості інвестиційних портфельів. З погляду акцій, компанії з високою рентабельністю і надійними потоками доходів, як і раніше, здатні збільшувати прибуток, незважаючи на важчі операційні умови.

Нижче подано ключові прогностні показники на наступний рік за основними класами активів та інвестиційними темами:

Тема	YTD'23	1H (2024)	2H (2024)
	Ставки та дохідність облігацій досягли піку	Економічне сповільнення у фокусі уваги	Очікування рецесії/зниження ставок у США
<b>Макроекономічні умови</b>			
Попит і ВВП	Попит залишився високим	Економіка починає сповільнюватися	Помірна рецесія
Інфляція	Базова інфляція стабілізувалась вище цілі ФРС	Інфляція залишається стійкою	Дезінфляція знову в дії
Підвищення ставок Крива доходності	Ставки досягають піку на рівні 5.25-5.5%. Стала менш інвертованою	Без змін Залишається перевернутою	Ймовірне зниження ставок Збільшення крутизни кривої доходності
Ціна на нафту Долар США	US\$72 В обмеженому діапазоні	US\$75-90 В обмеженому діапазоні	US\$70-80 Слабшає.
<b>Ризики</b>			
Основні ризики	Геополітична нестабільність; США-Китай, війна на Близькому Сході, Україна-Росія Кредитні ризики достатньо великі, щоб викликати негайне зниження ставок		
<b>Акції</b>			
Ринок	Зростання більш ніж на 15%	В обмеженому діапазоні	В обмеженому діапазоні
Прогноз прибутку	Зниження EPS стабілізувалося у 2-му півріччі 23-го року	Стабільні перегляди	Помірне зниження
<b>Секторальні уподобання</b>			
Overweight	Communication Services, Infotech, Discretionary	Communication Services, Infotech, Healthcare and Consumer Staples	
Neutral	Industrial, Materials, Energy	Energy, Consumer Discretionary and Financials	
Underweight	Utilities, Healthcare, Staples	Materials, Property, Industrials and Utilities	

## Стратегія

---

Наступний рік обіцяє бути сприятливим для стабільної та альтернативної доходності. Незважаючи на зростаючу ймовірність росту волатильності активів (від валют до акцій), ми очікуємо зростання премій за прийнятий ризик і нормалізації оцінок активів.

Серед класів паперів ми окремо виділяємо високоякісні активи (облігації та окремі акції замість фондових індексів, а також товарні та альтернативні активи).

## Ринок акцій

---

На ринку акцій ми віддаємо стратегічну перевагу бізнесам quality/defensive профілів. Зростання боргових навантажень за широким спектром корпоративного сектору викликає певний приплив капіталу в ті акції, бізнеси яких мають надлишкові грошові потоки. Ми вважаємо, що надлишкова концентрація фондових індексів торік спонукатиме інституційний капітал до пошуку джерел диверсифікації.

## Ринок боргових інструментів

---

Порівняно низька історична дохідність широкого кола державних і корпоративних облігацій третій рік поспіль викликає інтерес ринкових учасників до нарощування частки інструментів з фіксованою дохідністю. Нещодавнє ралі боргових інструментів переконало інвесторів у здатності облігацій приносити високий дохід з мінімальними ризиками. Ми розглядаємо наступний рік як можливість формування довгострокового диверсифікованого портфеля облігацій.

## Товарні ринки

---

Базовий сценарій передбачає зростання цін активів видобувної та енергетичної галузей, а також зростання цін золота і металів платинової групи. Останні більшою мірою залежать від динаміки реальної дохідності та індексу долара, які обіцяють бути волатильними. Стратегічні інвестиційні теми (електротранспорт, інвестиції в інфраструктуру тощо) не втрачають актуальності, але реальне ціноутворення більшою мірою залежить від попиту та пропозиції.

## Європа

---

За базового сценарію незначного зростання ВВП ми меншою мірою впевнені в зростанні фондових індексів Європи. Істотна залежність від відсутності економічного буму в Китаї, а також низка геополітичних і внутрішніх факторів обмежують можливості макросередовища для зростання ринку акцій. При цьому політика центробанків глибоко синхронізована з глобальною процентною політикою.

## Китай

---

Фондові індекси Китаю повною мірою відображають економічні настрої. Відсутність зростання кредитного імпульсу поєднується зі значними економічними послабленнями. При цьому глибокий спад у сфері нерухомості поєднується з відсутністю регіональних реформ і нерівномірною бюджетною політикою. Кількість різноспрямованих сил зростає, тому низка економічних стимулів з боку уряду може в будь-який момент виступити достатнім аргументом для глобального капіталу, щоб привести фондові індекси в рух.





Blackshield  
Capital