

Огляд ринків Q1 2024

Очікування та прогнози

ЗМІСТ

Стислий зміст	3
Стратегія	4
🔒 Ринок акцій	10
🔒 Ринки боргових інструментів	17
🔒 Глобальні ринки:	21
• Європа	
• Китай	
• Товарні активи	
Висновки	38



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

Огляд ринків 1 кв. 2024 – очікування та прогнози

Стислий зміст

У першому півріччі світова економіка продовжує демонструвати тренди останніх років - зростання кількості геополітичних ризиків на тлі помірної деглобалізації та відокремленості центробанків розвинених економік. Водночас регіональні економічні кластери посилюються, а передумови для торговельних війн за ресурси та сфери впливу дедалі більш явно себе проявляють.

З макроекономічної точки зору США демонструє ознаки стійкості, спираючись на фактори сильного споживача, ринок праці та інфляцію, яка знижується, в той час як лідируючі економічні індикатори свідчать про потенційне погіршення кожного з цих факторів. Водночас фондовий ринок абсорбує негатив, поступово нарощуючи концентрацію. Проте цього року в групі компаній Mag 7 скорочення, оскільки акції Tesla продемонстрували зниження на тлі погіршення показників продажів. В цей самий список попали акції Apple та Google.

Така крайня зосередженість прибутковості фондових ринків негативно впливає на диверсифікаційні та ризикові характеристики, викликаючи дедалі більше запитань щодо майбутніх перспектив, а головне - драйверів зростання акцій. ФРС продовжує свою відсоткову політику, але кількість знижень відсоткових ставок до кінця року залишається головним питанням, яке впливає безпосередньо на ціноутворення і облігацій, і валют, і товарних ринків.

Ми впевнені, що відсоткова політика та інформація, пов'язана з її перспективами, буде визначальним фактором на найближчий квартал не лише в США, а й в інших економіках, що розвиваються, в яких пост-ковідні інфляційні ефекти тільки почали знижуватися. Наступні квартали можуть посилювати рецесійні побоювання, а ринки акцій і облігацій найімовірніше додадуть волатильності.

У зв'язку з цим, стратегічно ми рекомендуємо:



Stocks

- компанії з нециклічних секторів економіки
- компанії з Low Beta, високим FCF Yield, високим рівнем генерування FCF, високим рівнем переглядів EPS за останні 3 місяці та високим рівнем Cash/Total Assets



Fixed Income

- ротація з короткострокових паперів в середньострокові держоблігації США (7-10 річні)
- корпоративні облігації з високим кредитним рейтингом



Global Markets

- Європа: нециклічні сектори економіки, компанії з Low Beta, низьким Net Debt/Total Capital, високим значенням Cash/Total Assets, високим ROE та високим рівнем FCF Yield
- Китай: сектори товарів довгострокового споживання і першої необхідності, промисловий і технологічний сектори



Commodities

- золото, срібло, промислові метали



**Є питання
до команди?**

НАПИШІТЬ НАМ

Основні події 1 кварталу 2024 року:

- Інфляційний стрибок: існував (і продовжує існувати) ризик виникнення нової хвилі інфляції. Саме це сталося у січні-лютому, що призвело до негативних реакцій ринку, переоцінки макроекономічних прогнозів та майбутньої ставки ФРС;
- Magnificent 7 скоротилась до Magnificent 4: з даної групи вибули акції компаній Apple, Google та Tesla;
- S&P500 оновив свої історичні максимуми, проте даний ріст більше відбувається завдячуючи росту BigTech компаній, ніж всіх секторів економіки рівномірно;
- Криза регіональних банків: негативні новини від банку NYCB внесли песимізм щодо стабільності регіональних банків.

Альтернативні сценарії до кінця року:

- Зростання S&P 500 на 20% (медіанний консенсус 5,150, тобто -2% від поточних цін);
- Зниження номінального ВВП Китаю до 3% (консенсус зростання близько 5%);
- Зростання кривої прибутковості облігацій США до 2% (базовий сценарій близько 0.5%);
- Європейський фармацевтичний сектор відновить зростання (почав коригуватися);
- Обмежувальні заходи перешкоджають обранню Трампа (exit-polls свідчать про перемогу президента від республіканців);
- Капіталізація Apple скоротиться нижче \$2 трлн (на даний момент \$2.65 трлн);
- High-Yield облігації будуть найбільш зростаючим сектором серед інструментів фіксованої прибутковості (корпоративні ризики зростають).

У 2 кварталі 2024 року очікується:

- Світова економіка продовжить сповільнюватися, при тривалій синхронізації центробанків;
- Тимчасове збільшення інфляції не зупинить ФРС від скорочення процентних ставок;
- У Європі зростання периферійних економік посилиться, особливо відносно Німеччини;
- Китай продовжить стимуляційну політику, зокрема спрямовану на фондовий ринок;
- Перегрів цін окремих товарних активів продовжить корелювати з динамікою фондових індексів та апетитом інвесторів до ризику;
- Фактори ліквідності центробанків поступово почнуть відновлювати вплив на ринок.

Ринкове позиціонування:

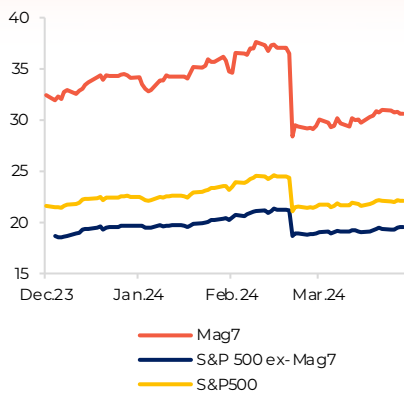
- Виходячи з того, що ФРС, імовірно, знаходиться близько до пікової точки щодо розвороту монетарної політики, то є сенс у позиціонуванні в догвострокових держ. облігаціях США;
- На ринку акцій як США, так і Європи обирати акції Defensive-Quality характеристиками (з більшим ухилом на фактор генерування чистого грошового потоку);
- Можливе нарощування хеджування, виходячи з високих рівнів котирування фондового ринку США та Європи.

01/

СТРАТЕГІЯ

Blackshield Capital
Market Overview Q1 2024 Projections and outlook

Графік 1: Динаміка мультиплікатору P/E



Джерело: Bloomberg, Blackshield Capital

Стратегія

Однією з актуальних, але ще не широко обговорюваних тем цього року є "нова нормальність", або економічні чи ринкові умови, які в минулому здавалися аномальними, але в епоху зміни технологічного стеку і профілю інвестора стали звичними, і не викликають ринкової паніки. Важко уявити, яким буде профіль інвестора або інвестиційного аналітика за 20 років, який уперше увійшов в інвестиційний світ в епоху ковіду і ковідних стимулів, явного QE, і прихованого QT, де динаміка фондових індексів, які є сьогоднішнім і майбутнім інституціоналів, пенсійних фондів і роздрібних інвесторів, визначається терміном і наповненням Magnificent 7. І хоча на початку 2024 року непопулярно використовувати термін "бульбашка" для опису того, що відбувається на ринку, важко позбутися відчуття дежавю попередніх криз.

Деякі з економічних умов є більш екстремальними за пік фондового ринку 2000 року, зокрема ми раніше неодноразово приділяли увагу граничній концентрації ринку, де концентрація акцій, що зростають, навіть ближча до епохи Nifty-50 початку 70-х. Такий концентрований індекс становить серйозну загрозу для керівників хедж фондів, оскільки єдиний спосіб перевершити еталонний показник у вигляді фондових індексів - це переслідувати низку акцій з екстремально високою оцінкою. Таке не найбільш розумне з точки зору ризик-менеджменту рішення (FOMO) є певним наслідком політики ФРС та поведінки сучасного інвестора в новій реальності з новим сприйняттям "нормальності".

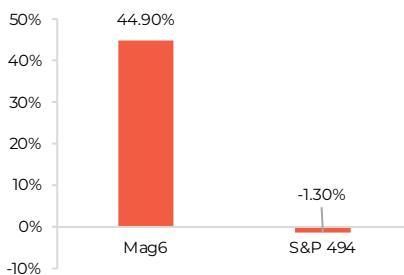
Можна заперечити, що сьогоднішні високі оцінки виправдані домінуванням акцій технологічних компаній в індексі S&P500. У цьому твердженні, безумовно, є частка правди. Хоча вірно, що індекс S&P 500 торгувався б лише з 19-кратним прогнозованим прибутком, якби Alphabet, Amazon, Apple, Meta, Microsoft і Nvidia було виключено з індексу (графік 1), однаковою мірою вірним є й те, що прибуток решти 494 акцій скоротився на 1.3% порівняно з аналогічним періодом минулого року в 4 кварталі 2023 року (графік 2). У будь-якому разі далеко не очевидно, що ці так звані чудові акції такими і залишаться.

У цьому кварталі з'явилися терміни Magnificent 6 (що явно збільшує концентрацію), тому що акції Tesla цього року показали найгірші результати в індексі S&P 500 серед лідируючих імен, а також Magnificent 4, в яку також не входить Apple та Google. В історії повно таких компаній, як RCA, Kodak, Polaroid, Atari, Commodore, Nokia, Novell, Digital, Sinclair, Wang, Iomega, Corel, Netscape, Altavista, AOL, Compaq, Sun, Lucent, 3Com і RIM, які колись були ключовими гравцями, а тепер навіть не всі ці імена відомі широкому колу інвесторів.

При цьому, варто зазначити, що офіційний показник імовірності рецесії NY FED – продовжує рости, що прямо вказує на загальні ризики в економіці (графік 3). При такій обстановці важко сказати, що компанії з Magnificent 7 можуть уникнути такого сценарію, як свої попередники.

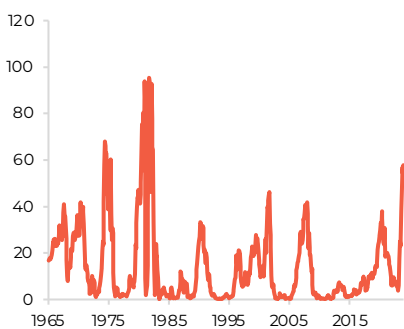
Навіть якщо Nvidia омине долі цих компаній, це не зробить її хорошою інвестицією за поточних оцінок. Тут є один важливий нюанс, пов'язаний з тематикою ШІ та сектором технологій і напівпровідників. І якщо стосовно криптовалют є якісь спроби в напрямі енергоефективності (перехід Ethereum на новий протокол, поява істотно нових токеномків), ШІ не може виключити енергетичну складову з рівняння. Ті темпи зростання, які закладає ринок в очікуванні майбутніх прибутків таких компаній, неможливо досягти без суттєвої енергетичної кризи та ребалансування ринку (графік 4). Це перегукується зі сценарієм 1970-х, де крім усього іншого розвинулася стагфляція. Але щонайменше зараз ми бачимо великий інтерес ринку до активів за межами суто фондового ринку - боргових інструментів, товарних активів, металів тощо.

Графік 2: Ріст EPS за 4 кв. 2023 року S&P500 та Magnificent 6



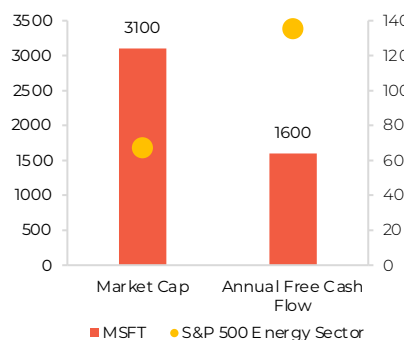
Джерело: Bloomberg, Blackshield Capital

Графік 3: Імовірність рецесії в США від ФРС



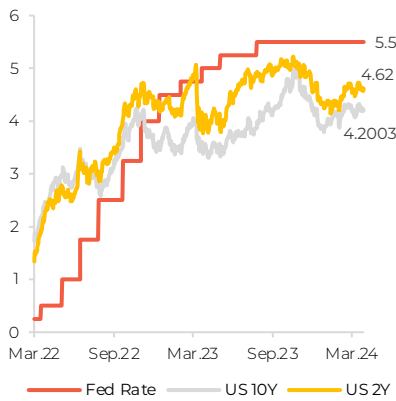
Джерело: NY FED, Bloomberg, Blackshield Capital

Графік 4: Порівняння Microsoft vs компанії з сектору енергетики



Джерело: Bloomberg, Blackshield Capital

Графік 5: Динаміка відсоткової ставки ФРС та дохідностей по 2- та 10-річним облигаціям



Джерело: FED, Bloomberg, Blackshield Capital

Графік 6: Дохідність по 10-річним держ. облигаціям



Джерело: Bloomberg, Blackshield Capital

Діапазон коливань дохідності по 10-річним облигаціям та його інтерпретації:

- 5.0-5.5%: Проблеми для більшості акцій;
- 4.5-5.0%: Дохідність вище 4.5% створила проблеми для низькоякісних паперів та високоризикових акцій;
- 4.0-4.5%: Нормальні умови для фондового ринку, акції зі стабільними корпоративними прибутками будуть рости;
- 3.0-4.0%: Зниження процентних ставок позитивно вплине на більшість акцій, у випадку, якщо це не буде викликано кризовим сценарієм;
- 2.5-3.0%: Зниження від 3% може бути лише наслідком слабких макроекономічних даних або показників корпоративних прибутків;
- 2.0-2.5%: Можливе лише у випадку дуже глибокої кризи.

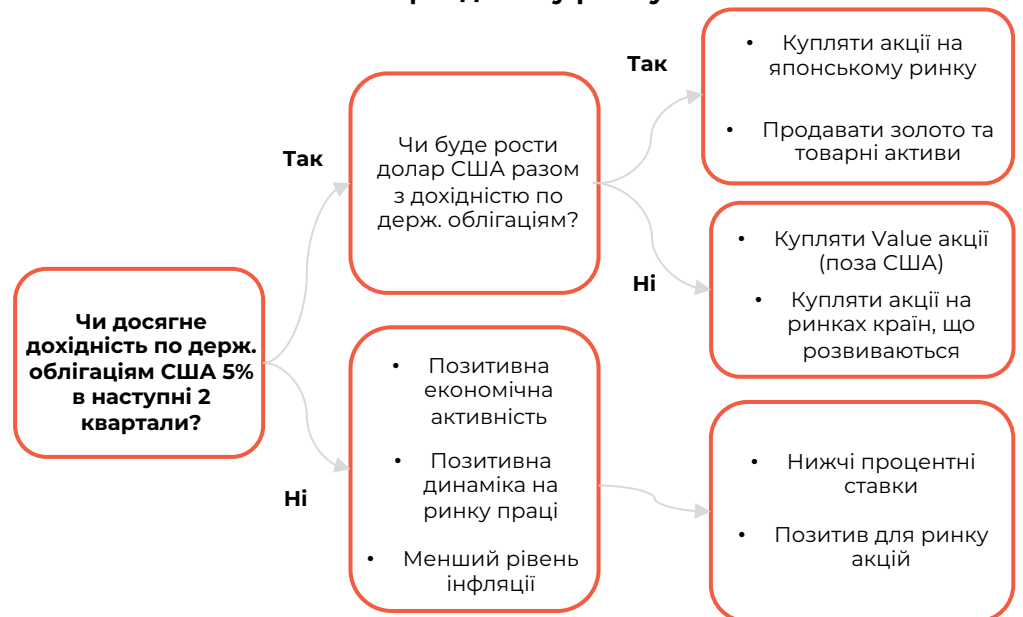
У середині жовтня прибутковість 10-річних держ. облигацій США досягла 5% (графік 5). Протягом наступних 10 тижнів вони агресивно знижувалися і до кінця 2023 року досягли 3.8%. Відтоді прибутковість знову зросла майже до 4.2%, що трохи вище 200-денної середньої.

То що ж сталося за останні чотири місяці?

- Економічне зростання в США виявилось набагато сильнішим, ніж очікувалося. Від показників ВВП США до опитувань ISM та кількості робочих місць у США, низка ознак вказує на те, що економіка продовжує розвиватися.
- Інфляційні очікування (згідно з п'ятирічними прогнозами) знизилися з 2.5% до 2.25%, і низка інфляційних даних (зокрема, інфляція заробітних плат) вказують на те, що найгірший інфляційний сплеск уже позаду.

Важливий момент полягає в тому, що в поточних умовах багато категорій ринкових учасників усвідомлено або побічно стали вибудовувати свої інвестиційні стратегії щодо процентної політики. Це стосується не тільки боргових (для яких відсоткові ставки є однією з основ в ухваленні рішень), а й фондових ринків (ілюстр. 1).

Ілюстрація 1: Поетапне розуміння ситуації в економіці та на фондовому ринку



Джерело: Blackshield Capital

Розбіжність відсоткових ставок (план-факт) стала основним фактором зростання ринку акцій. У найближчому майбутньому можлива ринкова корекція більшою мірою буде залежати від очікувань відсоткових ставок, ніж від зниження економічного зростання.

По суті ми всі стали свідками певних змін парадигми психології інвесторів, оскільки інфляція та відсоткові ставки (поряд із зайнятістю) стали домінуючою макроекономічною категорією.

Цифри говорять самі за себе: порівняно зі статистикою 10 років тому кількість економістів, які прогнозують інфляцію, зросла на 56% (з 30 до 47), а кількість економістів, які прогнозують ринок праці, зросла втричі з 2022 (до 27).

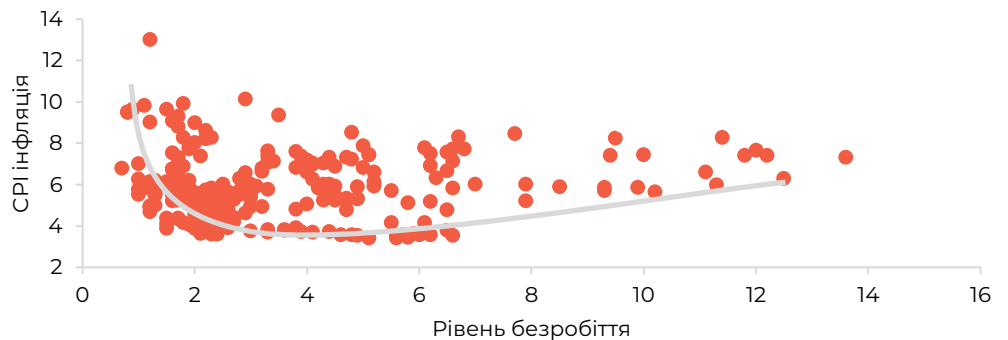
Згодом ці взаємозв'язки між ринками та відсотковими ставками призвели, вперше за десятиліття, до від'ємної кореляції між відсотковими ставками та цінами на акції. Зазвичай зміщення такого ефекту трапляється після суттєвої ринкової корекції або рецесії. А поки що система координат "не дуже погані новини"="хороші новини" ще зберігатиметься якийсь час (графік 6).

Крива Філіпса - економічний концепт, який стверджує, що інфляція та безробіття мають стійкий та обернений зв'язок у короткостроковому періоді, тобто вища інфляція асоціюється з нижчим рівнем безробіття, і навпаки. Це пояснюється тим, що за економічним зростанням - слідує інфляція, що провокує створення більшої кількості робочих місць та зменшує рівень безробіття.

Щодо ринку праці зазначимо лише три критично важливі аргументи:

1) Існує прямий взаємозв'язок між інфляцією та рівнем зайнятості, який називається Phillips Curve (графік 7).

Графік 7: Нелінійний взаємозв'язок між інфляцією та безробіттям



Джерело: Blackshield Capital

Чому рівень безробіття не може знизитися і залишатися на низькому рівні? Ця концепція ґрунтується на ідеї про те, що інфляція стає більш чутливою до змін економічного застою, коли економіка наближається до повної зайнятості. Коли багато людей є безробітними, фірми можуть найняти більше працівників, не пропонуючи їм суттєво вищу заробітну плату. Навпаки, коли в кожного, хто хоче отримати роботу, є робота, єдиний спосіб, яким фірми можуть найняти більше працівників, - це переманити їх з інших фірм. Для цього їм необхідно запропонувати вищу заробітну плату, що чинить підвищувальний тиск на інфляцію.

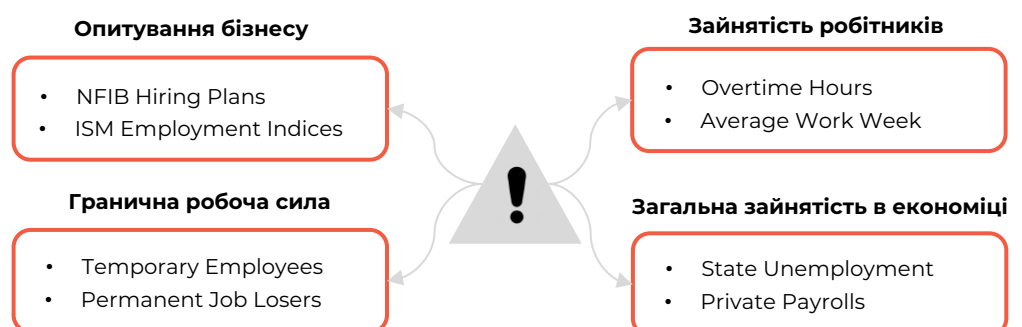
2) Ринок зайнятості циклічний, після граничного насичення починається природне зростання безробіття.

Коли економіка наближається до зламу кривої Філіпса, багато речей повинні йти належним чином, щоб вона утримувалась. З одного боку, якщо попит знову прискориться, а інфляція зростає, це змусить центральний банк підвищити ставки. З іншого боку, якщо попит сповільниться, безробіття почне зростати. Оскільки доходи однієї людини є витратами іншої, зростання безробіття має тенденцію утримуватися саме собою.

3) Зростання безробіття може бути як тригером кризи, так і явною ознакою економічного уповільнення.

Переломна точка є дуже нестабільною і перехід з однієї фази в іншу неминучий навіть за повної участі центробанку. Проте багато провідних індикаторів свідчать про ймовірне зростання безробіття, що пояснює нещодавнє зниження інфляції (ілюстр. 2).

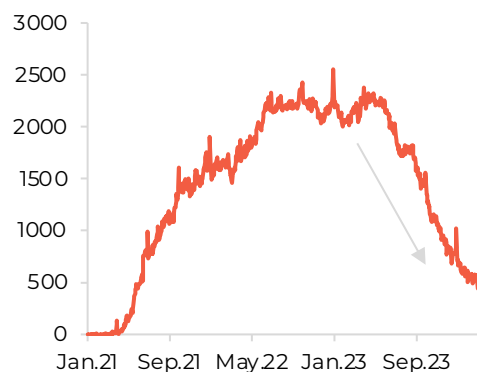
Ілюстрація 2: Багато випереджаючих індикаторів вказують на проблеми в економіці



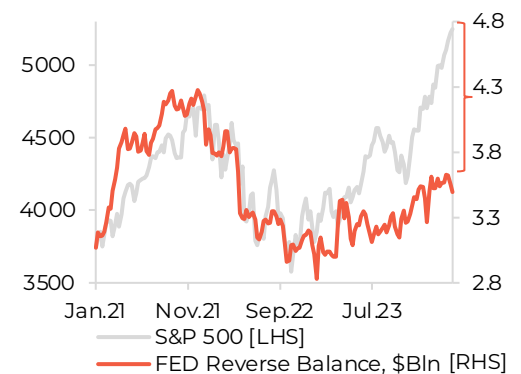
Джерело: Blackshield Capital

Що стосується ліквідності ФРС, це досить обговорювана тема останнім часом. Ми вважаємо, що з основних сприятливих факторів потік ліквідності може виступити основною перешкодою. Ступінь жорсткості визначатиметься швидкістю згорання програми Quantitative Tightening (QT), але вже до кінця квітня-середины травня баланс зворотного репо скоротиться до нуля, тоді як баланс ФРС додав близько 500 млрд із січня 2023 року (графік 8). І хоча останнім часом динаміка фондових індексів доволі сильно збігалася з динамікою ліквідності ФРС, насамперед спостерігається суттєва розбіжність, і ймовірно, в довгостроковій перспективі відбудеться нормалізація (графік 9).

Графік 8: Внутрішнє зворотне репо, \$Bln



Графік 9: Розрив між S&P 500 та резервним балансом ФРС



Джерело: FED, Bloomberg, Blackshield Capital

Джерело: FED, Bloomberg, Blackshield Capital

Графік 11: Розрив дохідності казначейських зобов'язань 10у/2у (bps)



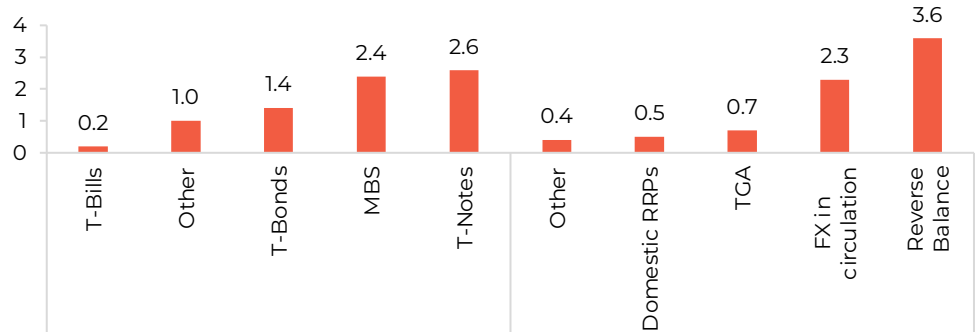
Джерело: Bloomberg, Blackshield Capital

Операція "твіст": 2011-2013

- 1) Липень 2011: Спекуляції навколо операції «твіст» розпалюються.
- 2) 21/09/2011: В операції «твіст» офіційно анонсований продаж короткострокових державних облігацій задля покупки середньострокових сумою в \$400 млрд.
- 3) 20/06/2012: Розширення операції «твіст».
- 4) 31/12/2012: Операція «твіст» завершена.

Голова ФРС часто уникає коментарів щодо конкретних термінів згорання програми QT, оскільки ймовірно центробанк змушений це робити швидше, ніж закладалося базовим сценарієм.

Графік 10: Балансовий звіт FED



Джерело: FED, Blackshield Capital

Загальна стратегія передбачає активне скорочення іпотечних паперів на балансі до нуля, а також перехід до набагато вищої частки казначейських паперів порівняно із середньостроковими та довгостроковими облігаціями (графік 10). Ці заходи насамперед покликані збільшити прибутковість іпотечних паперів, але поступово нормалізують криву прибутковості США, що є критично необхідним для економіки.

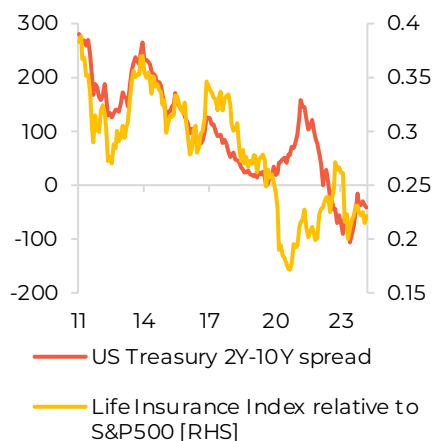
У 2011-2012 ФРС провели операцію "Твіст", в рамках якої центробанк продавав T-Bills і купував середньострокові облігації з метою скорочення довгострокової прибутковості облігацій (графік 11). І хоча таймінги неочевидні, є сенс вважати, що зараз ФРС має намір реалізувати протилежну стратегію, активно купуючи T-Bills. Це має нормалізувати криву прибутковості облігацій США і згодом стимулювати перетікання активів у більш довгострокові папери.

Ми вважаємо, що основною рушійною силою оцінок фондового ринку є той факт, що пріоритет тимчасово змістився від реальної прибутковості до факторів зростання. Це одна з причин чому занадто довга пауза зі скороченням процентних ставок негативно впливає на ринок - інвестори можуть бути схильні почати розглядати негативні сценарії зростання і скорочувати розрахункові прогнозовані мультиплікатори.

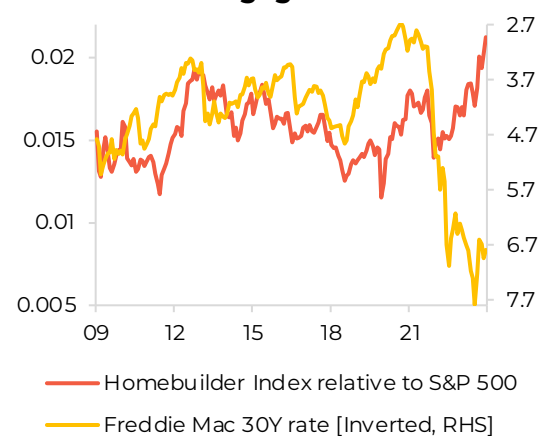
Серед пріоритетних напрямків діяльності ФРС буде якраз набір рішень щодо нормалізації кривої дохідності. Своєю чергою від майбутніх дій ФРС деякі сектори економіки є прямими бенефіціарами, в той час як інші відчуватимуть низку проблем. Насамперед нормалізація кривої прибутковості - це прямий шлях до зростання страхового сектору (особливо страхування життя), який є класичним сектором, що зростає відносно S&P 500 у періоди зростання кривої прибутковості (графік 12).

Водночас потенційне зростання прибутковості іпотечних облігацій - істотний тригер для зниження сектора будівництва нових будинків у США (графік 13):

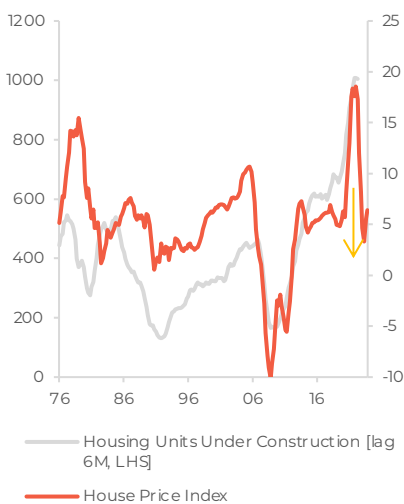
Графік 12: Life Insurance vs. US Yield Curve



Графік 13: Homebuilders vs. Mortgage rate



Графік 14: Кількість нових будинків знизиться в найближчі 2 квартали



Джерело: Census, FED, Bloomberg, Blackshield Capital

Джерело: Bloomberg, Blackshield Capital

Джерело: Bloomberg, Blackshield Capital

Жоден сегмент економіки не дав нам більше приводів для роздумів за останні два роки, ніж ринок житла в США. Поки що ціни на житло зазвичай випереджають будівництво приблизно на шість місяців, а це означає, що будівельники використовують зростання цін для оцінки ймовірного попиту, коли вони вирішують, скільки проектів узяти на себе на цей момент (графік 14).

Ціни на житло різко сповільнилися у 2023 році через більш високі ставки за іпотечними кредитами. Проте ціни не впали, як багато хто очікував, завдяки історично невеликій пропозиції будинків на ринку. Це призвело до зниження продажів, але втримало ціни на високому рівні, оскільки покупці, які були відносно байдужими до процентних ставок, купували ті деякі будинки, які вони могли знайти. Дисбаланс попиту і пропозиції може призвести до зниження цін на житло пізніше цього року, зокрема за рахунок погіршення ринку праці та більш високого рівня скорочень у корпоративному секторі.

Таким чином, у нашій стратегії на найближчі квартали ми враховуємо ірраціональність та поведінкові зрушення ринку, зокрема схильність до прийняття більшого ризику. Водночас відсоткова політика та макроекономічні фактори раннього сповіщення є одним із ключових пріоритетів щодо виявлення можливих рецесійних ознак. Майбутня динаміка ліквідності ФРС поряд із погіршенням ринку праці через циклічні чинники та внаслідок зниження інфляції є вірогідним сценарієм, що може зменшити ринкову концентрацію та вплинути на зростання волатильності.

Макропрогноз

Економіка США залишається у ризиковому положенні. Повторне прискорення попиту (малоймовірний сценарій через низький рівень заощаджень) може спровокувати другу хвилю інфляції, тоді як подальше зниження може спровокувати рецесію. У поточних умовах ми не виключаємо рецесійного сценарію і відстежуємо економічні тригери та ранні ознаки макро-стресу.

Акції

Ми очікуємо, що подальше зниження корпоративних прибутків призведе до перегляду очікувань щодо ринкових лідерів. Це з великою часткою ймовірності стимулює зростання волатильності і перетікання інституційного капіталу в компанії з більш явним і прогнозованим грошовим потоком. Крім того висока концентрація стимулює інвесторів до пошуку альтернатив для диверсифікації ризиків.

Відсоткова політика

Незважаючи на обнадійливі слова голови ФРС про "повільний" підхід до пом'якшення грошово-кредитної політики, прискорюючи темпи зниження ставок тільки тоді, коли рецесія вже розпочалася, на нашу думку така процентна політика має більший ухил у політичні мотиви. Проте, зрештою ми очікуємо, що прибутковість 10-річних казначейських облігацій впаде до 3% під час наступної корекції, оскільки ФРС прагне знизити процентні ставки до 2%.

Корпоративні облігації

Поточний рівень корпоративних спредів передбачає майже 50%-е консенсус-зниження рівня дефолту протягом наступних 12 місяців. Таке зниження малоймовірне навіть у випадку м'якого економічного сценарію, і неможливе в разі ринкового стресу. Ми селективно ставимося до вибору корпоративних паперів, і дуже обережно до високоприбуткових паперів.

Валюти

Долар США помірно ослабне протягом наступних шести місяців, але потім зміцниться ближче до періоду виборів у США.

Сировинні товари

Ціни на сиру нафту і промислові метали залишаються на досить високих рівнях. Довгострокові перспективи металів кращі, ніж нафти, але багато в чому це визначиться однорідністю рішень на засіданнях ОПЕК. І хоча золото і дорогоцінні метали наразі дорогі, вони продовжать залишатися головним бенефіціаром де-глобалізаційної політики центробанків світу.

Всупереч розповсюдженій думці, ймовірність глобальної рецесії в найближчі 12 місяців зростає, а не падає. Наразі ми загалом нейтральні щодо ризикових активів і пропонуємо селективні альтернативи фондовим індексам. Зважений ризик-менеджмент і стратегічне мислення в поточних макроекономічних умовах є найвигіднішою альтернативою зростаючому ірраціональному ринковому ризику.

