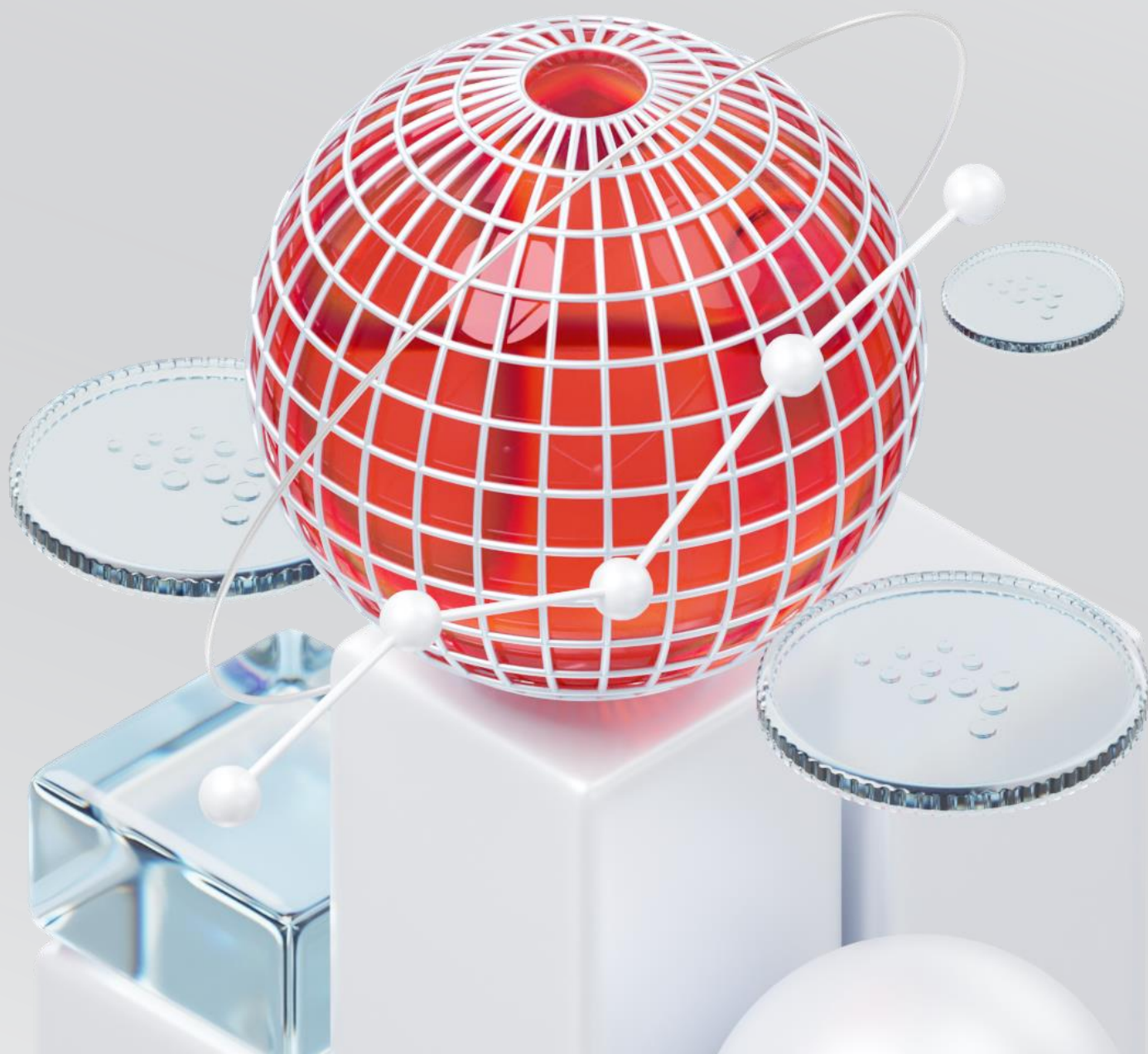


Глобальные рынки акций в 2024 году: взгляд управляющих УК «Альфа-Капитал».



Основные тезисы

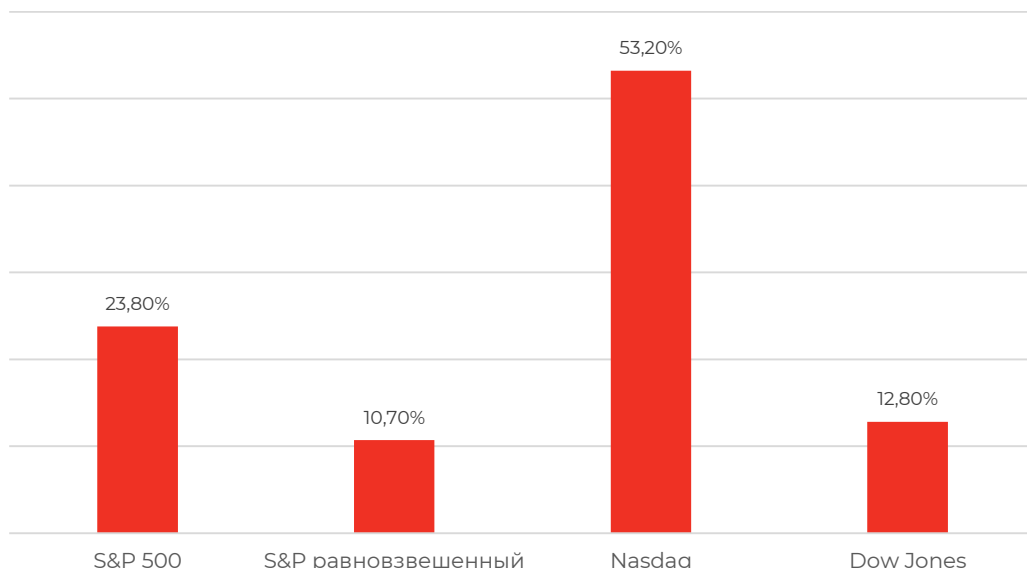
- **Умеренный оптимизм по рынку США.**
Рынок продолжит отыгрывать снижение ставок, но большая часть уже отыграна. Рынок торгуется на уровнях, близких к справедливым. Возможная доходность: +13% по S&P 500, +30% в акциях малой и средней капитализации.
- **Нейтральный взгляд на Китай.**
Сейчас в ценах заложен избыточный пессимизм. С фундаментальной точки зрения потенциал роста — более 35%. Интересная точка входа, но в краткосрочной перспективе оттоки капитала могут продолжиться. Кроме того, возможна волатильность, связанная с геополитикой (выборы на Тайване в январе и в США в ноябре).
- **Позитивный взгляд на развивающиеся рынки (без Китая).**
Структурные истории роста (Индия, Индонезия, Мексика, Саудовская Аравия) и страны, где восстанавливается циклический спрос на ключевые сектора экономики (Южная Корея), будут выигрывать от более агрессивного снижения ставки (Бразилия), вероятного снижения индекса доллара и перенаправления капитала из Китая.

Каким был 2023 год

Для глобальных фондовых рынков последние два года были непростыми на фоне роста инфляции и процентных ставок, замедления экономики и (что особенно важно для развивающихся рынков) широко обсуждаемого набора структурных проблем в Китае. В этом контексте рынки оказались на удивление устойчивыми, даже за пределами «великолепной семерки» технологических гигантов США. Консенсус-ожидания на 2023 год были такими: нулевой рост экономики и отсутствие дальнейшего повышения ставок. В реальности же экономика сильно опередила ожидания рынка, в США ожидается рост реального ВВП в размере 2,7% за год. В то же время ФРС в действительности была агрессивнее, чем ожидалось изначально, и четырежды за год повысила ставку.

Доходность S&P 500 составила внушительные 24% за год, при этом индекс роста пришелся в основном на компании технологического сектора. NASDAQ показал рекордную годовую доходность с 1999 года (в 2000 году произошел «кризис доткомов», на восстановление после которого потребовалось 14 лет).

Доходность
за 2023 год



Макроусловия

Наш базовый сценарий предполагает мягкую «посадку» экономики США:

1. Повышение ставок в 2023 году будет оказывать эффект со значительным лагом и приведет к замедлению экономики.
Динамика ВВП в первом полугодии ожидается в диапазоне от -0,5%... +0,5%;
2. Во втором полугодии ждем восстановление экономики, основной драйвер – рост реальных доходов.

Хотя доходность облигаций в США несколько снизилась за последние несколько месяцев, она все еще колеблется около самого высокого уровня с 2006 года. Это, вероятно, окажет значительное давление на фондовые рынки с точки зрения теоретической оценки, т. е. будущие денежные потоки должны быть дисконтированы по более высоким ставкам. Плюс значительно выросла стоимость финансирования. Компании платят все больше процентов по займам и вынуждены сокращать инвестиции, поскольку рентабельность инвестиций недостаточна с учетом более высокой стоимости долга. То же самое относится и к потребителям, которые сталкиваются с более высокими процентными ставками по кредитам, что напрямую влияет на потребление. Учитывая значительную задержку реакции на повышение ставок, мы только в 2024 году начнем понимать, что на самом деле означает 5%-ная ставка ФРС для расходов как корпораций, так и потребителей.

Инфляция планомерно снижается в развитых странах и в большинстве развивающихся экономик. Но мы считаем, что уровень ее новой нормальности будет в районе 2% в долларовой зоне, что выше исторической средней за последнее десятилетие.

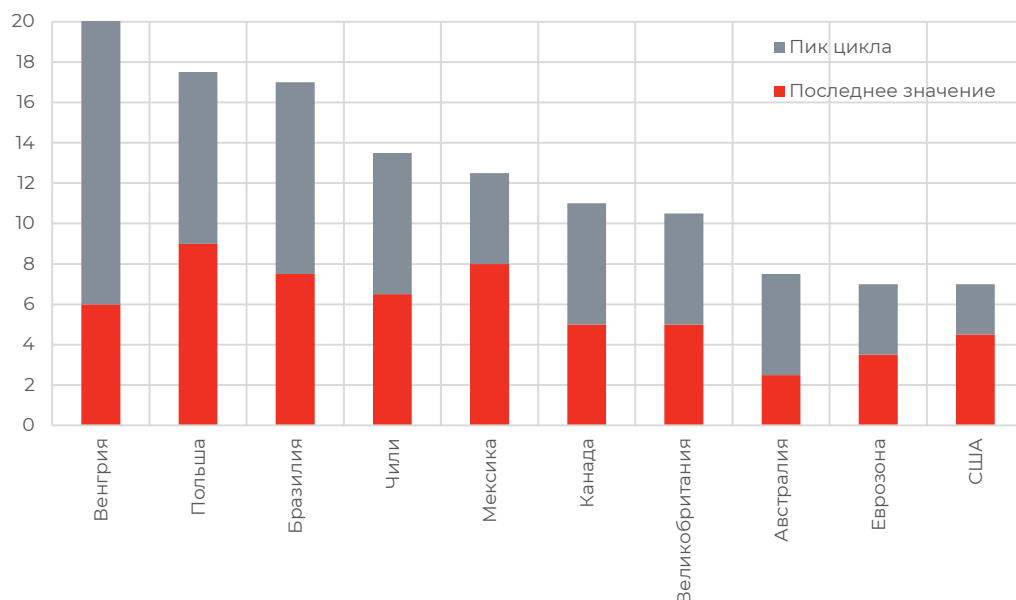
Макроусловия

**Core SA CPI –
Базовая сезонно
сглаженная
инфляция
(за 3 месяца
в пересчете на год)**



В США все еще перегрет рынок труда. Уровень безработицы на конец года составляет 3,7%, что существенно ниже долгосрочной точки равновесия в 5,1%. Но при этом рост зарплат замедлился и существенно снизилось число открытых вакансий. Это первые признаки охлаждения рынка труда.

**Последовательный
рост зарплат**



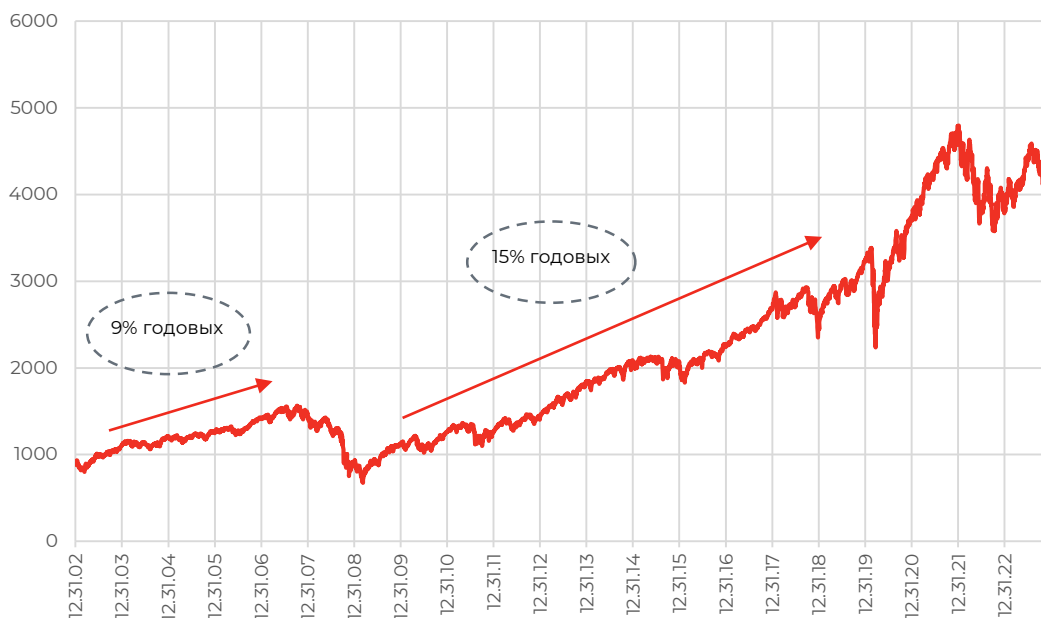
Мы считаем, что в 2024 году ФРС понизит ставку минимум на 150 базисных пунктов, однако базовая ставка сохранится на нынешнем уровне до середины 2-го квартала.

Каким может быть рынок при умеренной инфляции

Мы перешли к новой парадигме, в которой **на смену избыточному капиталу и низким ставкам эпохи после 2008 года приходит дефицит капитала**. ФРС уже сократила свой баланс на 1 триллион долларов с 2022 года и продолжит это делать. В то же время США имеют первичный дефицит в размере более 6% и ежегодно платят 700 млрд долларов США в виде процентных расходов (а вскоре платежи достигнут и 1 трлн).

В качестве примера подобного состояния рынка можно вспомнить период до глобального финансового кризиса 2008 года: одинаковая доходность по длинным облигациям с защитой от инфляции, похожие темпы роста нециклической части экономики, доходность прибылей тоже примерно на одном уровне. Мы считаем, что в таких условиях ожидаемая среднегодовая доходность на следующие несколько лет ближе к 9%, чем к 15%, как это было в 2010-е.

Динамика S&P 500

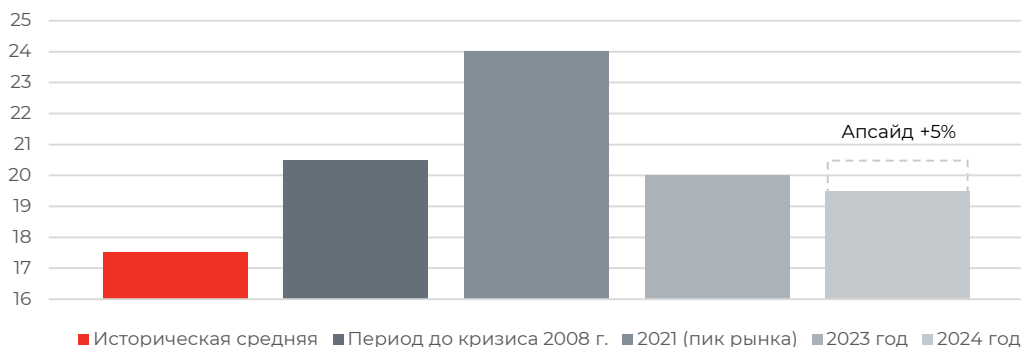


Потенциал роста рынка в 2024 году

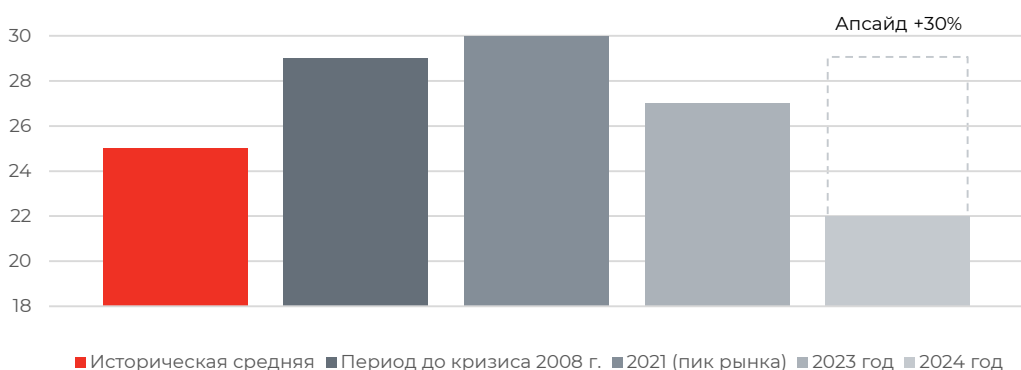
Сейчас S&P торгуется по 19,5х прибыли 2024 года, что на 20% ниже пиков 2021 года и на 5% ниже средней величины до 2008-го. Исходя из этого, мы можем считать, что индекс торгуется на справедливых уровнях. Кроме того, мы ожидаем восстановления роста прибыли компаний (на 8% в целом по широкому рынку). **Итого суммарная ожидаемая доходность на 2024 год составляет 13%**, которые складываются из 5% роста мультипликаторов и 8% роста EPS (показатель прибыли на акцию).

При этом индекс компаний малой и средней капитализации Russel 2000 все еще сохраняет 25%-ный дисконт к средней исторической. Кроме того, за счет более высокого операционного рычага и большего падения прибыли в 2022–2023 годах мы ожидаем более резкого восстановления прибыли в 2024 году. **Итого ожидаемая доходность в 2024 году может составить около 30%**.

S&P 500 P/E



Russel 2000



Потенциал роста рынка в 2024 году

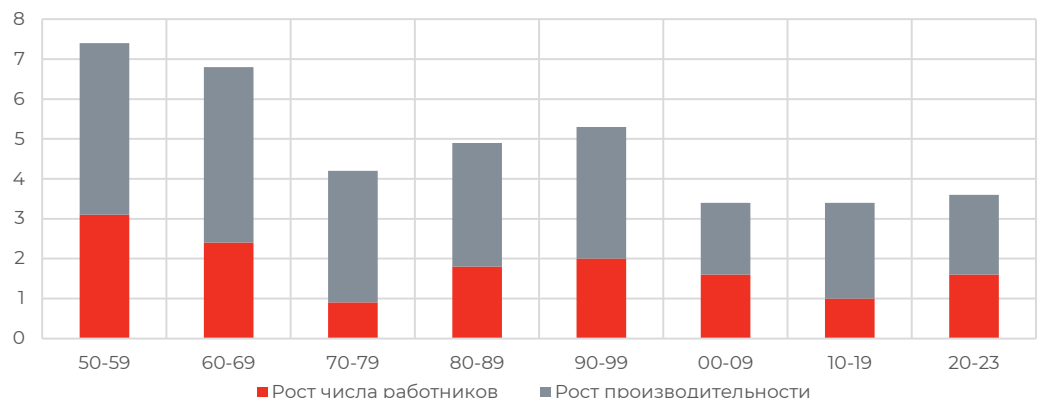
- И последнее: мы считаем важным заметить, что, несмотря на вероятную рецессию в первой половине 2024 года, **с точки зрения долгосрочной перспективы (15–20 лет) мы все еще находимся в структурно бычьем рынке** (если смотреть на график индекса S&P 500, измеренном в ценах на золото).

Индекс S&P 500
в ценах на золото



- Демографические прогнозы по развитым рынкам на следующие несколько лет показывают скромный рост трудоспособного населения по сравнению с 1980–1990-ми и нулевыми. Для поддержания исторических темпов роста нужен резкий скачок производительности труда. У многих инвесторов большие ожидания связаны со взрывным ростом искусственного интеллекта. Американские техгиганты начали первыми инвестировать в подобные технологии, но, скорее всего, значимый эффект на финансы компаний ИИ начнет оказывать только с 2025 года.

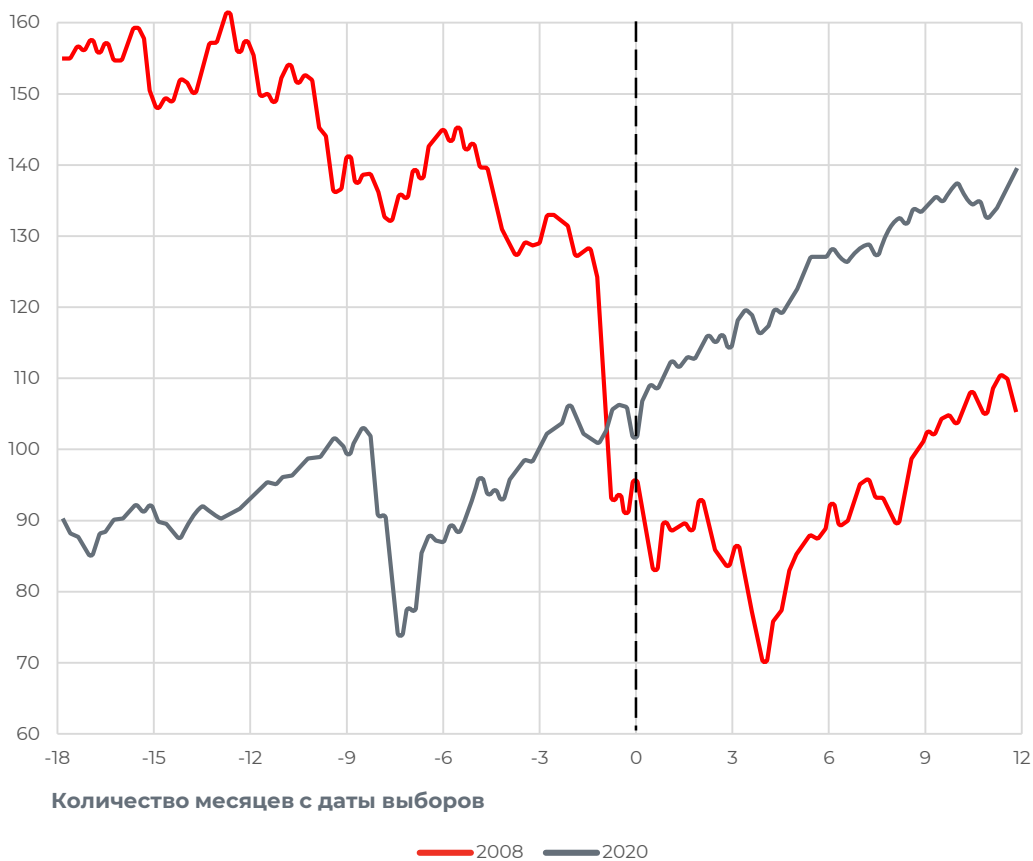
Драйверы роста
ВВП США



Президентские выборы в США

В ноябре предстоящего года пройдут президентские выборы в США. Отмечаем, что исторически в период, предшествующий выборам, рынок показывает повышенную волатильность из-за неопределенности. В то же время после выборов рынок, как правило, показывает опережающую доходность на ожиданиях исполнения обещаний политиков.

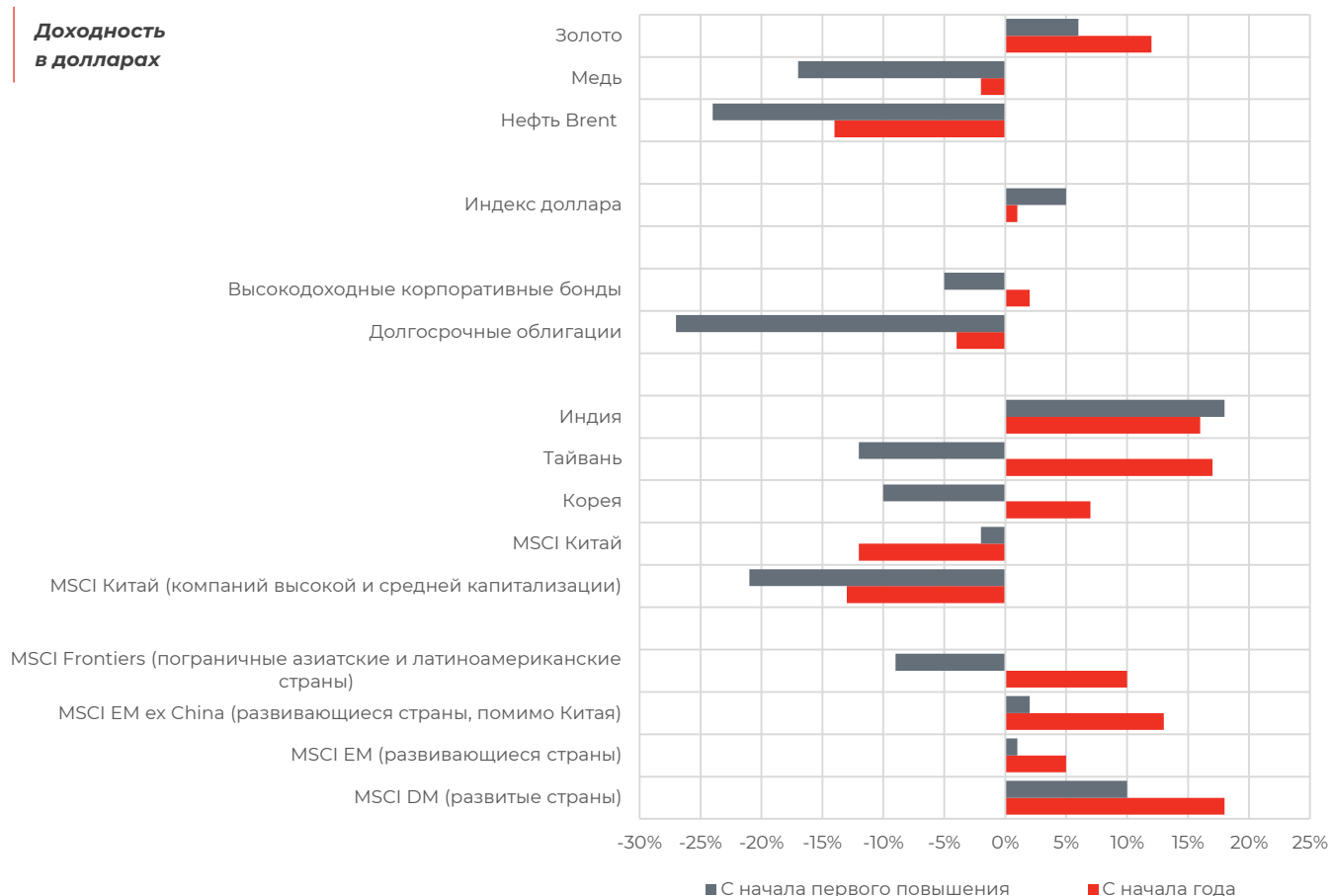
Динамика S&P 500 до и после выборов



Развивающиеся рынки

В целом развивающиеся рынки показали нулевую доходность за период повышения ставок ФРС и укрепления доллара США. С позитивной точки зрения, это заметно контрастирует с подобными периодами в прошлом, что явно говорит об улучшении состояния фискальной и денежно-кредитной системы в большинстве развивающихся стран. Кроме того, распространено мнение, что эти страны справились с пандемией и последующим инфляционным давлением лучше, чем их аналоги на развитых рынках. Действительно, в Китае в настоящее время инфляция колеблется около нуля, а в течение 15 месяцев за последние два года инфляция в США была выше, чем в Индии. Еще более удивительно то, что некоторые развивающиеся экономики (включая Мексику и Индию, которые имеют сильные истории структурного роста) превзошли развитые рынки с начала цикла повышения ставок.

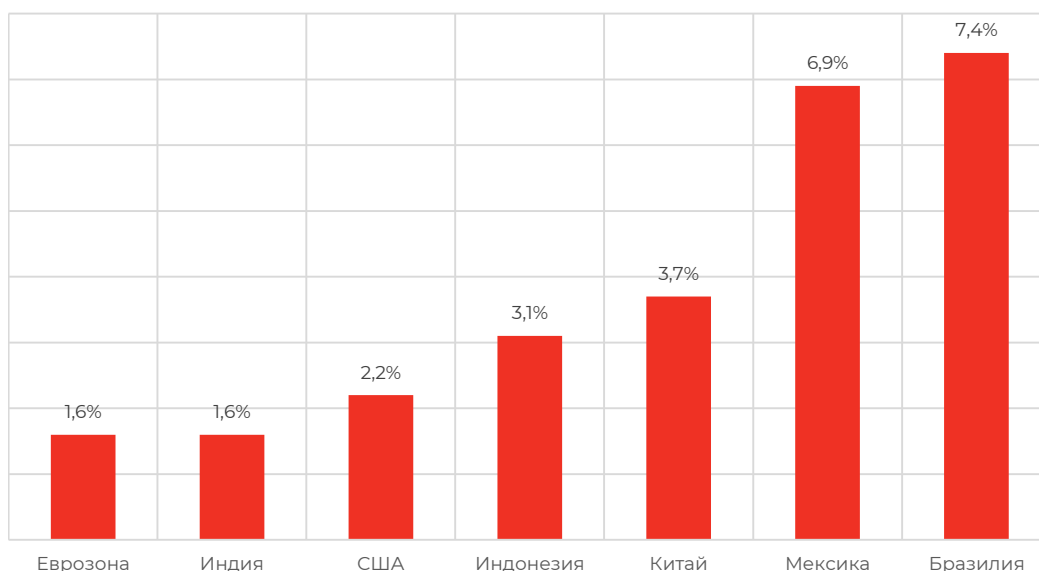
Доходность в долларах



Развивающиеся рынки

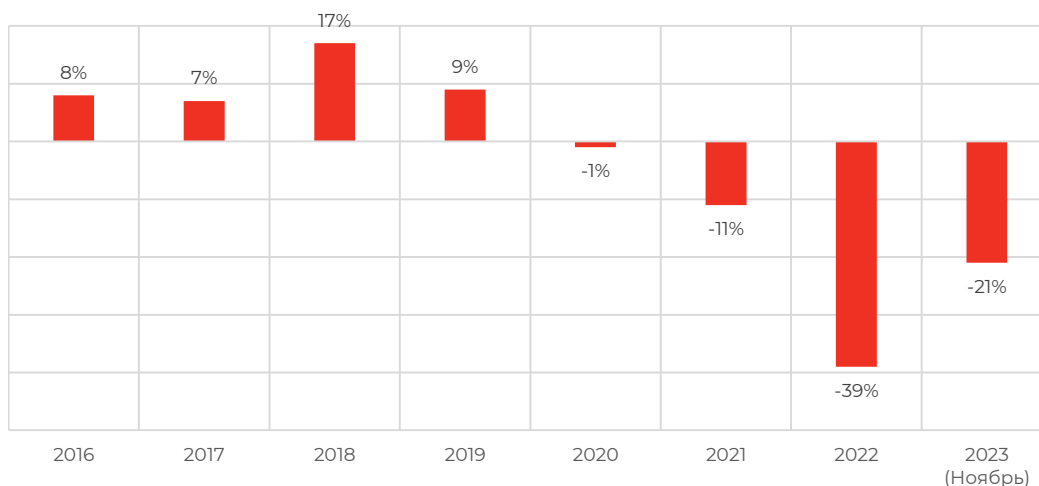
- **Доллар, скорее всего, достиг своего пика.** В ноябре 2023 года индекс доллара США снизился на 3%, и мы ожидаем, что тренд продолжится в 2024 году. Снижение доллара может стать важным позитивным драйвером для развивающихся рынков, поскольку, с одной стороны, оно удешевляет валютный долг местных компаний, а с другой стороны, их финансовые показатели более выгодно смотрятся в твердой валюте.
- **Процентные ставки:** крупнейшие развивающиеся экономики раньше остальных начали бороться с инфляцией и повышать ставки, поэтому, в свою очередь, у них большой потенциал снижения ставок. Почему этого еще не произошло? Из-за ориентации на действия ФРС. Но, следуя этой же логике, можно ожидать, что после начала снижения ставок в США ставки в развивающихся рынках будут снижаться ускоренными темпами.

Реальные процентные ставки



Китай

- За последние два года рынок очень сильно пересмотрел взгляд на Китай из-за обострившихся структурных проблем в экономике. Это и испытывающий трудности раздутый сектор недвижимости, и чрезмерная задолженность муниципалитетов, и негативные потребительские настроения, и напряженный геополитический фон.
- Наиболее поразительным макропоказателем является инфляция, которая уже много месяцев колеблется около нуля. Это связано как с жесткой макроэкономической политикой и, как следствие, со слабым агрегированным спросом, так и с медленным (особенно относительно ожиданий) постковидным восстановлением экономики. Таким образом, среднесрочный рост экономики теперь будет составлять около 4–5%, что все еще впечатляет в абсолютном, но почти вдвое ниже, чем в последние 30 лет.
- Основная проблема сектора недвижимости в его чрезмерной доле в экономике: 30% ВВП по сравнению с 7% в Индии и примерно 17% в США. Последние 20 лет строительство было одним из основных драйверов экономического роста Китая, но сейчас наблюдается разворот тренда. Продажи недвижимости в 30 крупнейших городах упали на 15% г/г, а количество новыхстроек снизилось в ноябре на 21%. Динамика отрасли будет очень сильно зависеть от политической поддержки.



Китай

- Следующим драйвером китайской экономики будут элементы «новой экономики»: возобновляемые источники энергии, электрокары и прочие новые технологии. Однако пока общая доля этих отраслей в экономике не столь высокая — примерно 8%.
- Офшорный рынок в Гонконге торгуется с 20%-ным дисконтом по мультипликатору P/E к средней за 10 лет. На наш взгляд, дисконт оправдан ухудшившимися перспективами роста и геополитикой лишь отчасти.
- Дешевизну китайского рынка просто увидеть с помощью сравнения компаний Tesla и BYD. BYD — китайский производитель электрокаров, один из глобальных лидеров в секторе. Его самая дешевая модель продается за 10 тыс. долларов в Китае, а продажи в 4-м квартале, скорее всего, и вовсе обгонят продажи Tesla. При этом по мультипликатору P/E он торгуется в 4 раза дешевле, несмотря на более высокие темпы роста и более высокую рентабельность.

	Tesla	BYD
Продажи электрокаров в 3кв'23, штуки	435 059	431 603
Общие продажи в 3кв'23 (электрокары + гибрид), штуки	435 059	824 001
Рыночная капитализация	748 млрд \$	81 млрд \$
Чистая прибыль — 2024	13,5 млрд \$	5,7 млрд \$
Мультипликатор P/E 24	55x	14x
Рост прибыли в 2024 г.	22%	33%
Рентабельность капитала	19%	24%

Другие развивающиеся рынки

Если вывести Китай за скобки, мы позитивно смотрим на развивающиеся рынки. Несколько сильных историй устойчивого структурного роста экономики:

- Индонезия, Вьетнам, Филиппины и, конечно же, Индия, которая показывает двухзначную среднегодовую доходность в долларах за последние 10 лет. Это почти вдвое выше, чем развитые рынки в целом. Помимо хорошей экономической динамики эти страны будут выигрывать от притока ликвидности, перенаправляемой западными инвестфондами из Китая.
- Южная Корея является одним из бенефициаров разворота цикла в электронике, где восстановление спроса будет сопровождаться дестокингом запасов.
- Саудовская Аравия продолжает привлекать внимание инвесторов благодаря комбинации высоких цен на нефть и транзитного изменения структуры экономики.
- В Латинской Америке выделяется Мексика, которая продолжает выигрывать от определенных процессов деглобализации, в частности так называемого *nearshoring* — перемещения производства американских компаний из Азии (почти всегда из Китая) в близлежащие страны для обеспечения более устойчивой цепочки поставок.

Обязательная информация

Информация, изложенная в данном документе, актуальна на 25 декабря 2023 года. Используются данные из открытых источников, а также доступных информационных систем, включая, но не ограничиваясь: Cbonds, TradingView, ЦБ РФ, Росстат, МВФ, Всемирный Банк.

ООО УК «Альфа-Капитал» осуществляет инвестиционную деятельность на основании лицензии на осуществление деятельности по управлению ценными бумагами № 077-08158-001000, выдана ФСФР России 30 ноября 2004 года, без ограничения срока действия.

Информация, содержащаяся в данном документе, предназначена исключительно для определенного круга лиц и не имеет целью рекламу, размещение или публичное предложение ценных бумаг, продуктов или услуг или приглашение к подаче заявок на покупку ценных бумаг, продуктов или услуг. ООО УК «Альфа-Капитал» не намеревается предоставлять услуги инвестиционного консультанта через настоящий документ и не делает заверения в том, что ценные бумаги или услуги, описываемые в нем, удовлетворяют требованиям кого-либо из клиентов.

ООО УК «Альфа-Капитал» не утверждает, что приведенная информация или мнения верны или приведены полностью, хотя и базируются на данных, полученных из достоверных источников. Принимая во внимание вышесказанное, не следует использовать данный документ в качестве единственного руководства для принятия самостоятельных инвестиционных решений. ООО УК «Альфа-Капитал» не дает гарантий или заверений и не принимает какой-либо ответственности в отношении финансовых результатов, полученных на основании использования информации, содержащейся в настоящем документе. Информация, данная в настоящем документе, не является исчерпывающей и может быть изменена в любое время без предварительного уведомления. ООО УК «Альфа-Капитал» рекомендует не полагаться на какую-либо содержащуюся в настоящей презентации информацию в процессе принятия инвестиционного решения, которое должно быть основано на исчерпывающей информации. ООО УК «Альфа-Капитал» не несет ответственности за использование данной информации.

Подробную информацию о деятельности ООО УК «Альфа-Капитал» вы можете получить по адресу: 123001, Москва, ул. Садовая-Кудринская, д. 32, стр. 1, телефоны 783-47-83, 8 (800) 200-28-28, а также на сайте ООО УК «Альфа-Капитал» в сети интернет по адресу www.alfacapital.ru.