

ИТОГИ  
2023



Основные  
события



[ptfin.kz](http://ptfin.kz)



[@ptfinchannel](https://www.instagram.com/ptfinchannel)



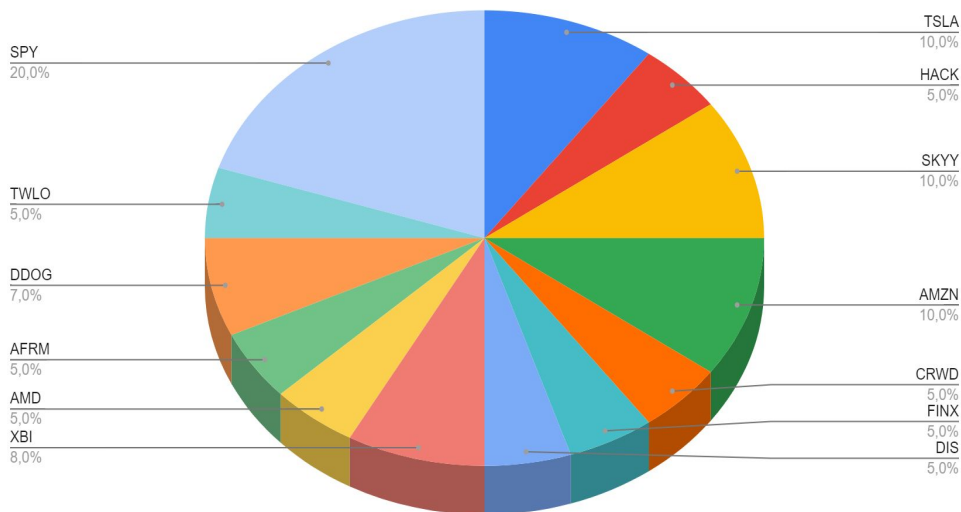
## Результаты 2023 года

По итогам 2023 года, рынок США продемонстрировал достаточно уверенный рост на фоне окончания цикла повышения ставок и снижения темпов роста инфляции, что дает возможность оценивать итоги года позитивно. Инфляция снизилась с рекордного показателя в 9.1% в 2022 году, до отметки в 3.1% уже по итогам 2023 года. Таким образом, инвесторы начали позитивно оценивать работу ФРС по борьбе с инфляцией. Более того, ВВП США продемонстрировал рост во втором квартале на 2.1% и на 5.2% по итогам третьего квартала 2023 года. В результате, ВВП США по предварительным данным вырастет на 2.6% в 2023 году и на 1.5%-2% в 2024 году. Инвесторы позитивно оценили работу ФРС по снижению темпов роста инфляции, дополнительным фактором позитива стал рост макроэкономических показателей.

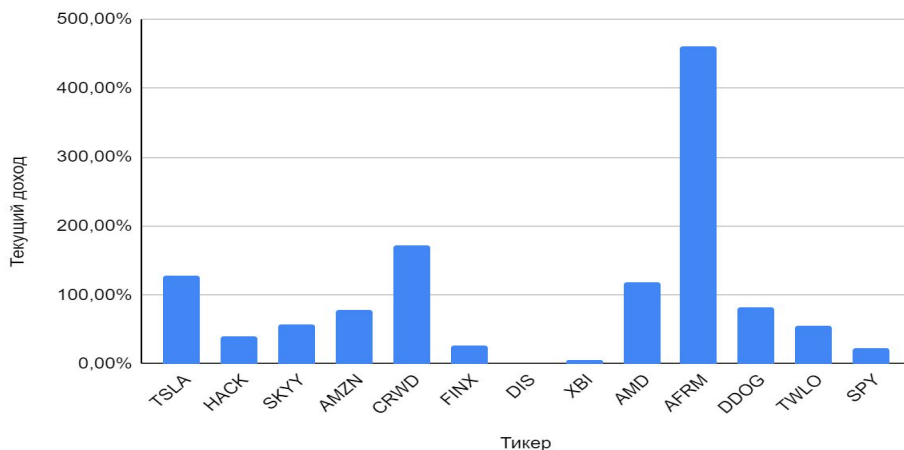
## Основные события 2023 года

- **В США прошел серьезный банковский кризис.** За два месяца обанкротились три крупных банка, и проблемы наблюдались еще у нескольких. В марте рухнули Silicon Valley Bank (SVB) и Silvergate Bank. Уже в мае «по просьбе правительства» JP Morgan выкупил обанкротившийся First Republic Bank. И на этом фоне обвалились акции других региональных банков. Речь о втором по величине банкротстве банков США за всю историю, пишет агентство Bloomberg. Кредиты в сфере коммерческой недвижимости, общая сумма которых в США равна \$2,7 трлн, составляют около четверти активов среднего банка. Срок погашения многих из этих кредитов наступает в ближайшие несколько лет, и их рефинансирование по более высоким ставкам, естественно, увеличивает риск дефолта.
- **Мрачные прогнозы ФРС на 2023 год не сбылись.** За год ряд событий изменили позицию ФРС, некоторые неожиданным образом и вовсе не связанным с монетарной политикой. Подобно тому как 2022 год был годом плохих прогнозов и неудач, включая военный конфликт в Европе, экономика 2023 года стала выглядеть более нормальной после эксцессов эпохи пандемии. В какой-то степени это оправдало первоначальные ожидания ФРС о том, что высокая инфляция со временем снизится, при этом агрессивная политика центрального банка не застопорит экономический рост. Но все заканчивается тем, что ФРС фиксирует более быстрый, чем ожидалось, прогресс в борьбе с инфляцией, который произошел практически без роста уровня безработицы, а экономика росла в пять раз быстрее, чем ожидали чиновники ФРС (год назад прогнозировался рост ВВП всего на 0,5% г/г). Теперь снижение ставок уже не за горами, рецессия все еще не наступила.
- **К концу года Уолл-стрит продолжает буйство быков семь недель подряд, что является самой продолжительной недельной серией побед для S&P 500 с 2017 года.** Акции семи топовых технологических компаний — Apple, Amazon, Alphabet, Nvidia, Meta, Microsoft и Tesla, которых на Уолл-Стрит прозвали «Великолепной семёркой» — в совокупности за 2023 год подорожали примерно на 75%. Взлёту семи топовых компаний способствовал «хайп» вокруг искусственного интеллекта. Семь упомянутых компаний занимают треть S&P 500. На Apple приходится 8,4% — сейчас это единственная в мире компания с рыночной капитализацией выше \$3 трлн. Доля Microsoft составляет 7,7%, Amazon — 4,4%, Nvidia — 3,4%, Alphabet — 4,7%, Meta — 2,4%, Tesla — 2,2%.

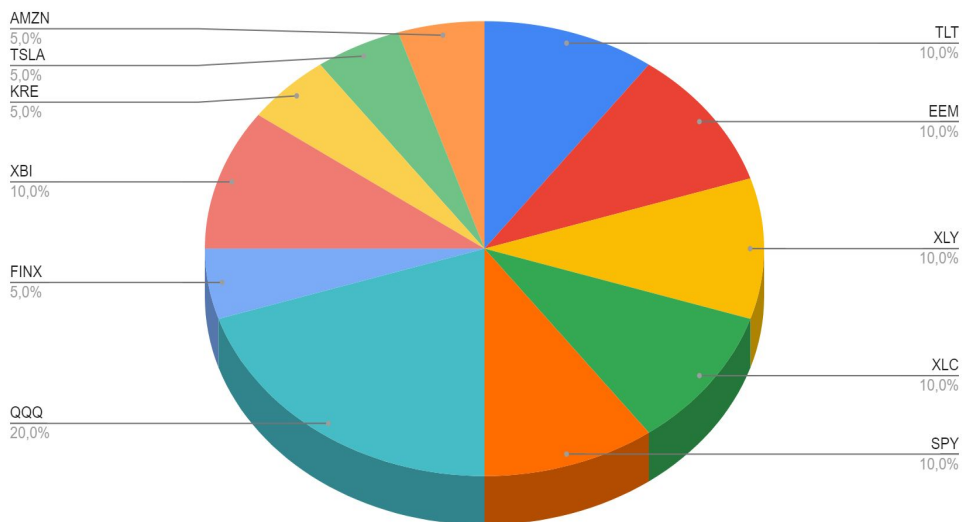
**Доходность сбалансированного портфеля составила 67%.**



По итогам 2023 года, публичный портфель продемонстрировал доходность в размере 67%, что превышает показатель S&P500 в размере 22%. Основной доход компании принесли акции роста, на фоне ожиданий окончания повышения ставок и возврата аппетита к риску инвесторов. Лидерами роста стали акции: Affirm (405%), CrowdStrike (167%) и AMD (112%). В свою очередь аутсайдерами портфеля стали акции: Disney (-2,7%) и сектора биотехнологий (0,8%). Несмотря на то, что основную долю в портфеле занимали ETF, в частности ETF на S&P500 (20%), динамика значительно превысила показатели основных индексов американского рынка.



**Доходность консервативного портфеля составила 30%.**



Тикер	Текущий доход
TLT	-2,39%
EEM	-0,41%
XLY	34,92%
XLC	43,78%
SPY	20,69%
QQQ	49,84%
FINX	24,50%
XBI	0,80%
KRE	-12,68%
TSLA	118,71%
AMZN	76,88%
Доходность	30,00%

Результаты консервативного портфеля преимущественно выросли за счет акций Amazon и Tesla. Доходность консервативного портфеля превысила показатели S&P500, но была ниже доходности Nasdaq 100 (49.8%). Стоит отметить, что негативная тенденция в казначейских облигация (TLT) сдерживала рост портфеля. Банкротство банком малой и средней капитализации весной 2023 года, также отразилось на ETF региональных банков (KRE). Тенденция портфеля остается достаточно не волатильной, за счет наличия ETF на основные индексы и приоритетные сектора рынка.

### Доходность стратегии по итогам 2023 года составила 38,51%.

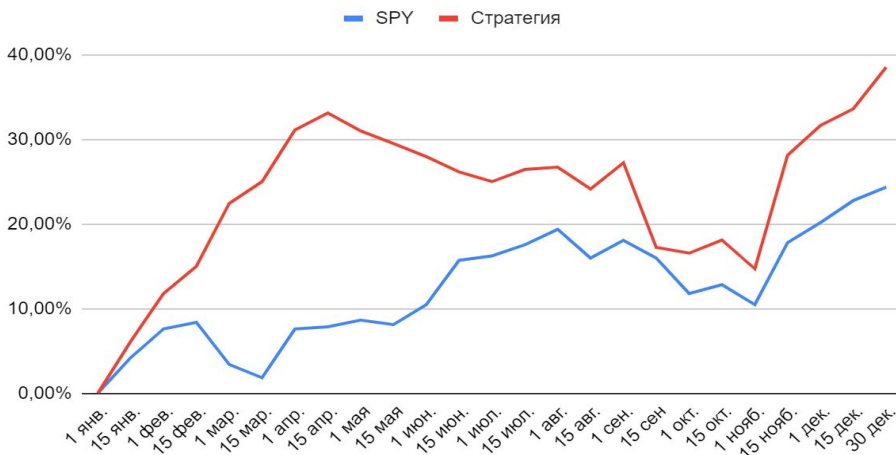
Стратегия продемонстрировала достаточно уверенные результаты относительно S&P500, превысив доходность основного индекса на 14,5%. Количество закрытых в позитивной зоне сделок составляет порядка 76,5%. В рамках стратегии закрытые позиции принесли прибыль в размере 52%, при убытке текущих позиций в размере 13,5%.

Основное давление на доходность стратегии оказывал фактор долгосрочных казначейских облигаций, где на текущий момент сосредоточено порядка 50% позиций. Вышеприведенные позиции приобретались во втором квартале 2023 года, после чего портфель вошел в фазу высокой волатильности в течение второго и третьего квартала. Данная позиция продолжает нести определенный убыток для стратегии. Несмотря на давление со стороны ФРС, с момента покупки позиций, регулятор произвел повышение ставок единой, а инфляция снизилась до отметки в 3,1%.

### Ожидания по стратегии в 2024 году.

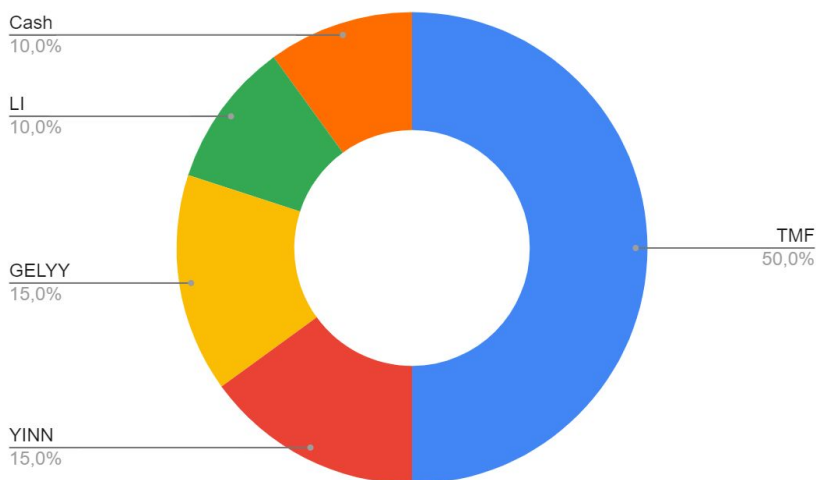
Несмотря на ожидания рынка, касательно снижения инфляции и снижения процентных ставок, американская и в частности, глобальная экономика испытывает последствия высоких ставок. Исторически, снижение ставок является вынужденной мерой для поддержания экономики и может нести удручающий характер. Таким образом, исходя из фундаментальных факторов, потенциал основных американских индексов может быть достаточно ограниченным и находиться на отметке в 5000-5100 пунктов по S&P500 в первом полугодии 2024.

Вторая половина 2024 года может указать на начало рецессии в главной мировой экономике. Вероятность негативного сценария для экономики достаточно высока, при условии продолжения количественного изъятия со стороны ФРС. Более того, давление высоких ставок окажет негативное влияние на потребительскую способность США. При условии снижения капитала домохозяйств США и истощения накоплений, вероятность рецессии представляется достаточно высоко вероятным фактором.



Объем капиталовложения домохозяйств США продолжает активно расти, где 38% всех инвестиций приходится на данный сегмент рынка. Количество физических лиц участвующих в торгах продолжает активно расти, ралли 2023 года было спровоцировано именно данным импульсом. В результате, рынок продолжит рост на фоне привлечения дополнительного капитала, где цель роста находится на уровнях выше исторического максимума. Таким образом, в совокупности процесса снижения инфляции, которая по итогам ноября 2023 года составила 3.1% и которая по нашим прогнозам снизится до 2.4-2.6% к марту 2024 года, рынок имеет высокие шансы продемонстрировать рост до отметки в 5000-5100 пунктов. Стоит отметить, что данный целевой уровень представляет собой потенциал в 5-7% относительно годового максимума. Таким образом, потенциал рынка остается достаточно ограниченным. Соответственно, более интересным потенциалом роста могут обладать казначейские облигации, развивающиеся рынки и сырьевые фьючерсы. В свою очередь, в рамках исследовательской работы целевой уровень на 2024 год по S&P500 составляет 4800.

Одним из интересных направлений стратегии останется Китай и производители электромобилей. Китайский рынок на текущем этапе торгов находится на уровнях 2008 года, что представляет собой значительный дисконт. При условии снижении инфляции и вероятного сценария с переходом в цикл снижения ставок, китайский юань начнет активное укрепление, что вызовет новую волну интереса к основным активам со стороны глобальных инвесторов. Более того, средний показатель P/E рынка Китая движется в диапазоне 7-9, что делает данный рынок одним из самых недооцененных. Китайское правительство имеет прочный фундамент резервов для субсидирования и поддержки рынка. Целевые уровни по росту ВВП составляет 5%, высока вероятность соответствия данному росту в 2024 году, после восстановления в 2023 году. В свою очередь, производители электромобилей активно корректировались последние несколько лет, после чего в 2023 году началась смена тренда. Крупные игроки активно наращивают позиции в данном сегменте, где компании в среднем увеличили продажи в несколько раз.



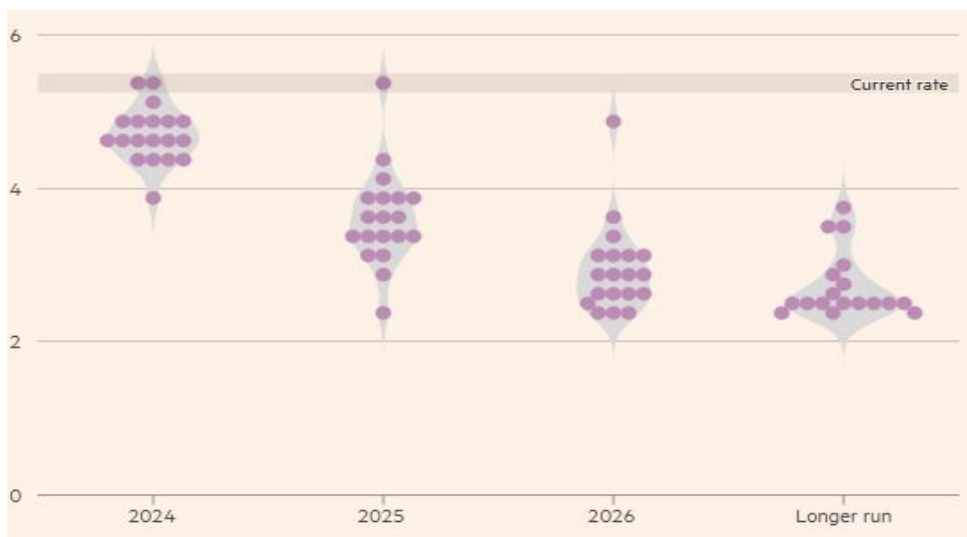
## Трейдера Уолл-стрит готовятся к масштабному развороту в 2024 году

По итогам заседания ФРС рынки получили самый четкий сигнал в истории Центробанка: цикл ужесточения закончился, в 2024 году ставки будут снижаться, провоцируя очередное веселое ралли. В припадке необъяснимого оптимизма трейдеры присудили Джерому Пауэлла победу в битве за дезинфляцию и сохранение растущего бизнес-цикла, и тем самым поддержали ралли и безопасных, и рискованных активов.

Конечно, нет никакой гарантии, что это ралли будет долговременным. За последние два года рынки неоднократно надеялись на снижение ставок, и всякий раз Федрезерв заставлял их врасплох, не меняя свой курс. Чиновники единогласно согласились оставить целевой диапазон для базовой ставки по федеральным фондам на уровне 5.25-5.5%, но Пауэлл добавил, что чиновники готовы снова поднять ее, если инфляция возобновит рост.

Чиновники ожидают, что в 2025 году ставки упадут еще ниже, причем большинство из них прогнозируют, что в конечном итоге они составят от 3,5% до 3,75%. Некоторые трейдеры на фьючерсных рынках ожидали, что ФРС начнет снижать стоимость заимствований уже в марте, хотя данные по инфляции и сильный отчет о занятости в побудили делать ставки больше на то, что сокращения начнутся в мае. Накануне объявления решения трейдеры предполагали, что процентные ставки могут упасть более чем на процентный пункт в следующем году.

Прогнозы чиновников ФРС по безработице почти не изменились с сентября, при этом чиновники по-прежнему ожидают лишь небольшого роста уровня безработицы до 4,1 процента в 2024 году с нынешних 3,7 процента. Однако оценки базовой инфляции, измеряемой индексом расходов на личное потребление, были несколько снижены: официальные лица ожидали, что она достигнет 2,4 процента в 2024 году и 2,2 процента в 2025 году. Чтобы рассмотреть вопрос о снижении ставок, ФРС должна быть уверена, что инфляция устойчиво возвращается к 2 процентам. Если более медленный рост потребительских цен будет сопровождаться резким ростом безработицы, причина сокращения будет ясна.



## Свежие данные по Китаю рисуют смешанную картину, открывая потенциал роста

Восстановление экономики Китая остается неоднородным, поскольку промышленное производство превзошло ожидания, но розничные продажи оказались ниже прогноза, что оказало большее давление на Пекин, чтобы он развернул политику поддержки роста

Промышленное производство выросло на 6,6% в годовом исчислении, превывсив ожидания аналитиков. Промпроизводство в ноябре росло самыми быстрыми темпами с февраля 2022 года. Аналитики, опрошенные Reuters, ждали рост показателя на 5,6%. На 4,6% производство выросло в октябре. Розничные продажи выросли на 10,1% в ноябре по сравнению с прошлым годом, что стало самым быстрым темпом роста с мая, хотя аналитики ожидали роста на 12,5% после низкой базы в 2022 году. В октябре розничные продажи выросли на 7,6%.

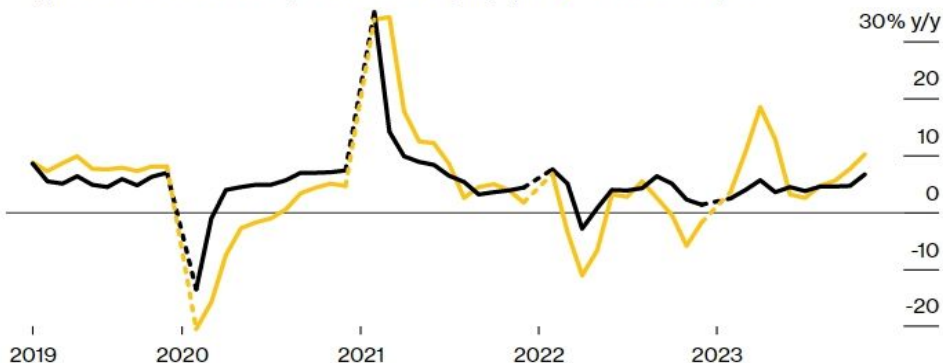
На ноябрьские экономические данные повлиял эффект базы прошлого года. Тогда заключительные этапы трехлетней политики страны по нулевому Covid сильно повлияли на потребительскую активность. Из-за эффекта базы экономисты осторожны в оценке тенденции данных. Посткоронавирусное восстановление второй по величине экономики мира пока не оправдало ожиданий из-за затянувшегося кризиса недвижимости, долговых рисков и хронической безработицы среди молодежи.

Ряд мер экономической поддержки не смогли в достаточной степени поднять экономические настроения, что вызвало призывы к Пекину усилить стимулирование экономики на фоне опасений углубления экономического спада. Тем не менее, есть несколько положительных моментов, которые подчеркивают нацеленность Пекина на экономический рост, а также подчеркивают глубину проблем с недвижимостью. Совокупно за первые 11 месяцев инвестиции в инфраструктуру и производство выросли на 5,8% и 6,3% в годовом исчислении соответственно; розничные продажи выросли на 7,2%, а инвестиции в развитие недвижимости упали на 9,4%, сообщило Национальное бюро статистики Китая.

## Экономическая активность Китая ускорилась в прошлом месяце

Помогло сравнение с Covid-хитом 2022 года.

✓ Добавленная стоимость промышленной продукции    ✗ Розничная торговля



Источник: Национальное бюро статистики.



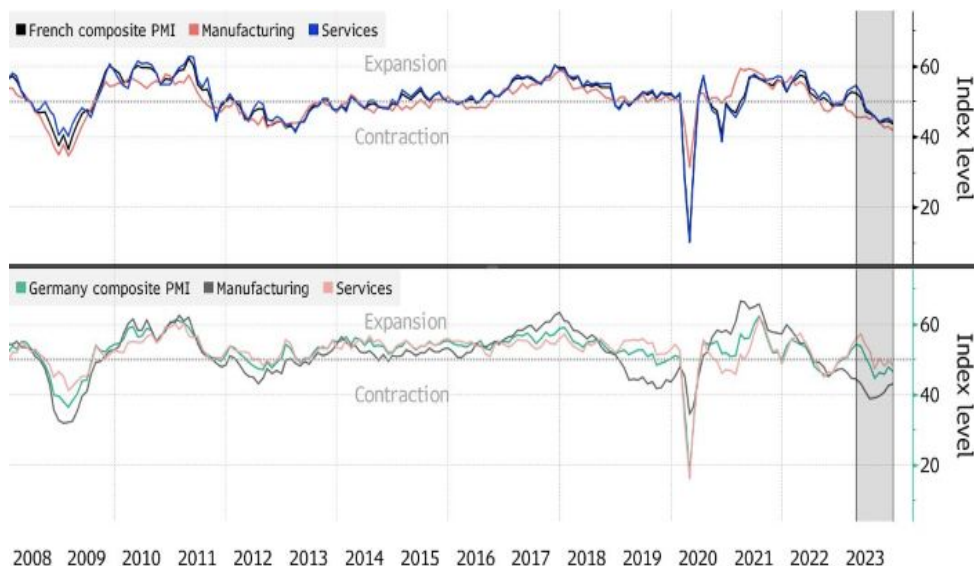
## Ведущие экономики еврозоны заканчивают год в глубоком кризисе

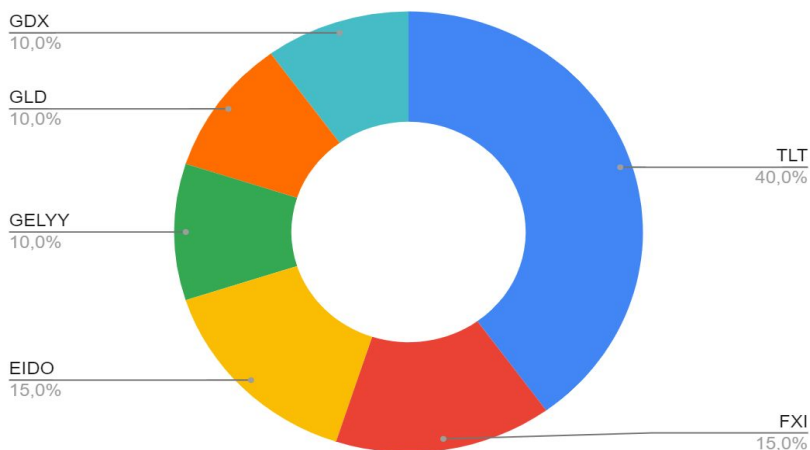
Активность частного сектора в двух крупнейших экономиках еврозоны ухудшилась в конце года. Это значит, что регион может столкнуться с рецессией во втором полугодии. По результатам исследования S&P Global, слабый спрос на товары и услуги усиливает спад в экономиках Германии и Франции. Экономисты ожидали, что показатели улучшатся в обеих странах, но этого не произошло.

Производительность в Германии снизилась из-за геополитических факторов, низкой покупательной активности и нежелания Европейского банка бороться с инфляцией. По мнению S&P Global, решение Конституционного суда вызвало бюджетный кризис в стране, спровоцировав неопределенность в отношении государственных финансов. Этот фактор также может негативно повлиять на экономическую активность.

Французское статистическое агентство Insee чуть более оптимистично. Он прогнозирует стагнацию в последние три месяца этого года и рост на 0.2% в первых двух кварталах 2024 года. Занятость сократилась в обеих странах, подтвердив предварительные признаки смягчения на рынке труда еврозоны, который до сих пор оставался лучом надежды.

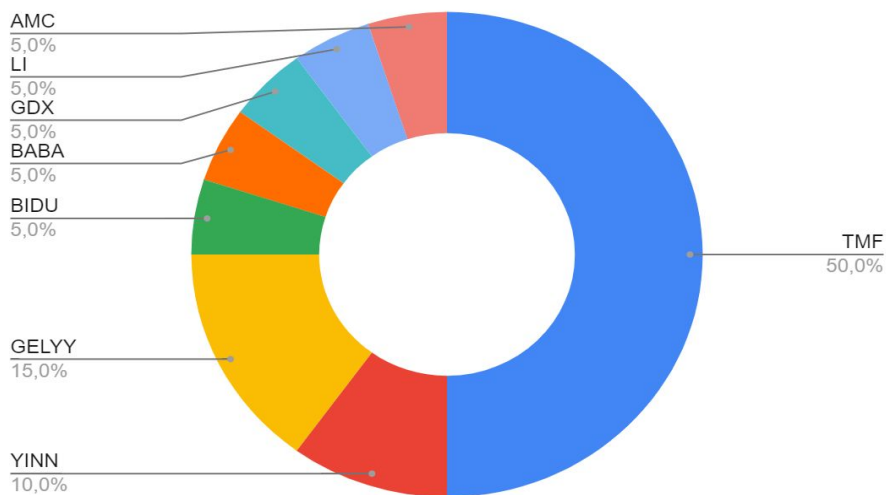
По данным S&P Global, ценовое давление во Франции чуть снизилось, но вот немецкие сервисные компании поднимали цены более высокими темпами. Сегодня выйдут данные PMI по еврозоне, которые, вероятно, покажут седьмой месяц снижения подряд.





Консервативный портфель на 2024 год предполагает в значительной пропорции покупку долгосрочных казначейских облигаций США. Текущая дивидендная доходность облигаций составляет порядка 4%. В рамках ожиданий снижения давления инфляция, доходность облигаций продолжит снижаться, как и индекс доллара. Соответственно, активы номинированные в иных валютах становятся более привлекательными. Таким образом, портфель делает упор на активы азиатского региона, в виде Китая и Индонезии. В дополнении, привлекательность демонстрируют акции золота и золотодобывающих компаний.

Тикер	Позиция	Доля	Точка входа	Целевая цена	Потенциал
TLT	long	40%	100	120	20%
FXI	long	15%	23	30	30%
EIDO	long	15%	22	30	36%
GELY	long	10%	20	25	25%
GD	long	10%	31	35	13%
GLD	long	10%	188	200	6%
Ожидаемая доходность		22%			



В рамках сбалансированного портфеля основной упор делается на долгосрочных казначейских облигациях США. Инверсия кривой доходности облигаций, рецессия в Европе, снижение темпов роста инфляции указывают на уникальную возможность реализовать потенциал роста долгосрочных казначейских облигациях. Соответственно, привлекательность доллара может значительно снизиться, указав на рост альтернативных валют. Активы Китая торгуются на отметках 2009 года, со средним значением P/E в 9, что делает интересным рынок Китая и основные “голубые фишки” рынка.

Тикер	Позиция	Доля	Точка входа	Целевая цена	Потенциал
TMF	long	50%	66	110	66,7%
GELYY	long	15%	20	25	25,0%
YINN	long	10%	19	28	47,4%
BIDU	long	5%	111	145	30,6%
BABA	long	5%	73	100	37,0%
GDX	long	5%	30	35	16,7%
LI	long	5%	33	42	27,3%
AMC	long	5%	6	9	50,0%
Ожидаемая доходность		36%			

## Облигации станут лидерами роста в 2024 году

TMF	
Цена	\$66
Изменение в 2023	-19%
Целевой уровень	\$110
Потенциал	66%



**UBS ожидает, что замедление экономического роста, увеличения безработицы. Дефляция заставят ФРС снизить базовую ставку до целевого диапазона на конец года между 2,50% и 2,75% UBS ожидает, что Федеральная резервная система США снизит процентные ставки на целых 275 базисных пунктов в 2024 году, что почти в четыре раза превышает консенсус рынка, поскольку крупнейшая экономика мира приближается к рецессии.** Экономисты банка предположили, что «в 2024 году останется меньше поддержки экономического роста, которая позволила в 2023 году преодолеть эти препятствия». UBS ожидает, что дезинфляция и рост безработицы ослабят экономический рост в 2024 году, что приведет к тому, что Федеральный комитет по открытому рынку снизит ставки «сначала, чтобы не допустить того, чтобы номинальная ставка по федфондам становилась все более ограничительной по мере падения инфляции, а позже в том же году, чтобы остановить ослабление экономики».

В период с марта 2022 года по июль 2023 года FOMC провел серию из 11 повышений ставок, чтобы поднять ставку по федеральным фондам ФРС с целевого диапазона 0,25-0,5% до 5,25-5,5%. С тех пор центральный банк остановился на этом уровне, что побудило рынки прийти к выводу, что ставки достигли своего пика, и начать спекулировать о сроках и масштабах будущих сокращений.

**Вероятность рецессии остается высокой, но во второй половине 2024 года.** Во-первых, увеличение процентных ставок повышает стоимость займов для предприятий и частных лиц. Это снижает инвестиции и потребительские расходы, тормозя тем самым экономический рост. Во-вторых, высокие процентные ставки увеличивают бремя выплат по кредитам, что уменьшает расходы на потребление у домохозяйств и снижает спрос на товары и услуги. В-третьих, сектор недвижимости подвергается давлению из-за увеличения стоимости ипотечных займов, что может привести к сокращению спроса на жилье и, как следствие, к обесценению недвижимости.

Все эти факторы в совокупности могут спровоцировать рецессию, ослабляя рост экономики и негативно влияя на финансовый и реальный секторы. Следовательно, решения ФРС по процентным ставкам требуют осторожного анализа и учета возможных последствий для экономики.

## Разрыв доходности облигаций и акций на рекордном уровне

### YINN

Цена \$19

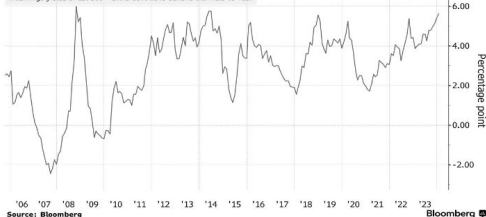
Изменение в 2023 -55%

Целевой уровень \$28

Потенциал 47%

### Stocks' Earnings Yields Are Much Higher Than Bond Yields

Earnings yields of CSI 300 - China Govt Bond Generic 10 Year



**За почти два десятилетия было пять предыдущих периодов, когда разрыв в доходности акций и облигаций достигал 5,5 пунктов и более. Каждый раз акции росли в последующие 12 месяцев, принося колоссальную доходность. В среднем 57%.** Учитывая сильное депрессивное отношение к китайской экономике и рынкам сейчас, возможно, стоит занять противоположную сторону. И, по крайней мере, по одному показателю, есть повод для оптимизма: премия за риск китайских акций достигла уровня, который исторически приводит к впечатляющей доходности. Фондовый рынок Китая опускается на дно мирового рейтинга в первую неделю торгов 2024 года. С пика в 2021 году индекс CSI 300 потерял около 42%, что сопоставимо с просадкой во время лопнувшего фондового пузыря в 2015 году.

Напротив, китайский рынок облигаций продолжил свое ралли, в результате чего доходность 10-летних облигаций достигла 2,5%, самого низкого уровня с апреля 2020 года. Оба рынка рассказывают одну и ту же историю о макроэкономической слабости Китая.

По сравнению с облигациями, китайские акции редко стоили так дешево. Доходность эталонного индекса CSI составляет около 8%, что на 5,7 процентных пункта выше доходности 10-летних облигаций. С 2005 года разрыв редко был таким большим. Аналогичным образом, дивидендная доходность эталонных акций превысила доходность долгосрочных облигаций впервые как минимум с 2005 года.

Конечно, это просто еще один способ сказать, что китайские акции очень дешевы, и нет недостатка в других показателях, подтверждающих это. Что интересно в этой китайской версии модели ФРС, так это то, что исторически она обеспечивает очень надежный сигнал для форвардной доходности акций.

За почти два десятилетия было пять предыдущих периодов, когда разрыв в доходности акций и облигаций достигал 5,5 пунктов и более, в том числе во время финансового кризиса 2008 года и пандемии в 2020 году. Каждый раз акции росли в последующие 12 месяцев, принося колоссальную доходность. В среднем 57%.