



СОБЫТИЯ И КОММЕНТАРИИ 01–07 МАРТА 2021

Обзор подготовила команда управления портфельного менеджмента УК «ОТКРЫТИЕ»



В двух словах

На минувшей неделе рынок опять продемонстрировал, что диверсификация портфеля – краеугольный принцип ответственного инвестирования. Как бы скучно ни звучала эта фраза. Если продолжать сыпать трюизмами, нужно обязательно добавить «и хеджирование рисков снижает доходность».

Начало марта 2021 года в некоторых активах напоминало начало марта 2020... за тем лишь исключением, что другие секторы рынка чувствовали себя прекрасно. К последним относится нефть, превышавшая «в моменте» ключевую отметку \$70, многие цветные металлы, такие как медь, и в целом широкий рынок акций, прервавший наметившуюся было коррекцию. С другой стороны, резкой распродаже подвергся сектор высокотехнологических компаний – индекс NASDAQ100 проседал более чем на 10% от максимумов, достигнутых в феврале.

Под давлением оказались облигации, причем избирательно – пострадали базовые активы (американские гособлигации) и долговые инструменты Emerging Markets, в то время как высокодоходные бумаги США по-прежнему стойко переносят шторм, накрывший долговые рынки. Также хворало золото на ожиданиях роста инфляции.

Какая мораль? Мораль в том, что если вы набрали хорошо темперированный портфель, диверсифицированный по классам активов, минувшая неделя скорее всего закончилась для вас около нуля или даже в плюсе, без нервов. Более того, можно уже задуматься о ребалансировке портфеля, если после рыночных движений распределение активов в нём отклонилось от целевого.

Всего этого вы лишены, если придерживаетесь точечных ставок на отдельные активы и акции. С другой стороны, очевидно, что при широкой диверсификации «иксов» на портфель не заработать.

Выбор между двумя этими подходами и составляет инвестиционную философию. Решать вам.

QR-код над этим текстом **ведет в наш Телеграм-канал**. Там мы собираем комментарии управляющих и аналитиков УК «Открытие», а также делимся текущими мыслями и просто интересной информацией по рыночной ситуации.

Глобальные рынки акций

Американский индекс S&P 500 по итогам прошедшей недели вырос, прибавив 0,81%, и завершив торги в районе отметки 3 840 пунктов.



Волатильность на рынке акций США сохранилась на прошедшей неделе. Многие сказочно оцененные акции продолжили резкое снижение, не в силах вынести роста доходностей 10-летних казначейских облигаций США до уровня 1,5% годовых. В то же время, снижение акций многих хороших компаний было весьма умеренным. Речь идет в том числе и про ряд бумаг технологического сектора, которые будучи прекрасными бизнесами оценены не в десятки-сотни годовых выручек, а лишь немного дороже рынка в среднем (например, Alphabet, Microsoft, Facebook). Мы стремимся к тому, чтобы в наших портфелях было больше бумаг второго рода, и меньше – первого. Полагаем также, что пока нет оснований полагать, что наблюдаемое повышение ставок приобретет характер устойчивого тренда. Мы видим готовность центральных банков развитых стран принять все возможные меры, чтобы поддержать восстановление экономики после пандемии. Есть основания полагать, что ФРС США не будет ужесточать денежную политику в ответ на ожидаемую «супергорячую» динамику экономических показателей в 2021 году.

Бумаги технологического сектора есть и в наших портфелях. Мы пока не торопимся сокращать их долю или фиксировать прибыль. Во-первых, мы не покупаем «пузыристые» акции, текущую оценку которых невозможно оправдать никаким (разумным) сценарием будущего роста финансовых показателей. Полагаем, что бумаги в наших портфелях пострадают в меньшей степени в сценарии дальнейшего роста ставок, так как динамика их бизнес результатов на нашем горизонте инвестирования (3-5 лет) оправдывает текущую оценку. Во-вторых, на наш взгляд, пока нет оснований полагать, что наблюдаемое повышение ставок приобретет характер устойчивого тренда. Мы видим

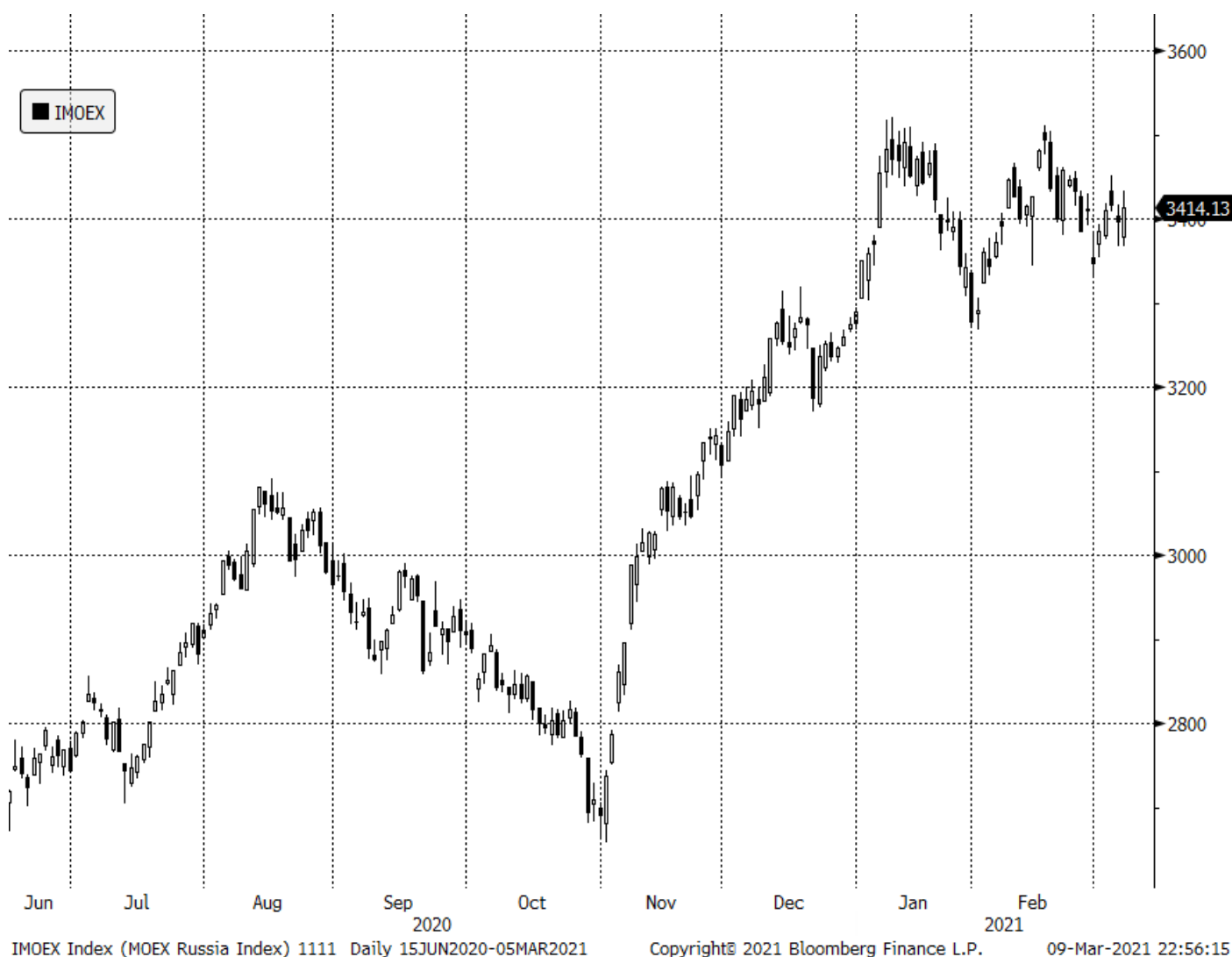
готовность центральных банков развитых стран принять все возможные меры, чтобы поддержать постковидное восстановление экономики. По нашему мнению, ФРС США не будет ужесточать денежную политику в ответ на ожидаемую «супергорячую» динамику экономических показателей в 2021 году.

Отметим также, что в США продолжается процесс одобрения стимулирующего пакета – в выходные он был поддержан Палатой представителей Конгресса США и стал еще на шаг ближе к моменту окончательного принятия. Благоприятно на рынок акций повлияли и данные о деловой активности в производственном секторе страны, расширившейся в феврале самыми быстрыми за три года темпами.

Дальнейшее движение рынка в ближайшие месяцы будет в первую очередь зависеть от успехов вакцинации, скорости восстановления экономики и корпоративных результатов, способности властей развитых стран претворять в жизнь уже принятые и планируемые меры поддержки экономик и финансовых рынков. Мы считаем, что ситуация с коронавирусом продолжит приходить в норму, а меры монетарного и фискального стимулирования со стороны мировых правительств поддержат котировки рискованных активов.

Российский рынок акций

Индекс Мосбиржи по итогам прошедшей недели вырос на 2,02%, завершив торги в районе отметки 3 350 пунктов.



Позитивом для российского рынка стал продолжающийся рост котировок нефти, а также факт обнародования очередных санкций. Введенные меры, как мы и ожидали, имели характер

персональных рестрикций, а в таком формате санкции не несут существенного риска для макроэкономической стабильности и корпоративных финансовых результатов.

Из экономических новостей отметим, что выпуск продукции в базовых отраслях в январе сократился на 1,8% в годовом выражении после роста на 2% в предыдущем месяце. Ухудшение было вызвано более слабой динамикой в промышленном производстве, строительстве и на транспорте. В оптовой торговле рост сохранился, но его темпы замедлились по сравнению с январем (до 2,7% против 3,5%). Безработица продолжила постепенно снижаться - до 5,8% в январе после 5,9% в декабре. Лучшие темпы роста в следующие месяцы могут показать сектора, наиболее пострадавшие во время пандемии, а именно розничная и оптовая торговля, сфера услуг и обрабатывающая промышленность.

Мы полагаем, что в 2021 году участники рынка продолжат позитивно оценивать прекрасную фундаментальную историю российских ценных бумаг – снижение ставок дисконтирования, возврат финансовых результатов на траекторию долгосрочного роста, сохраняющуюся низкую оценку по финансовым мультипликаторам.

Глобальные рынки облигаций

EMB ETF (левая шкала на графике, суверенные облигации развивающихся рынков, номинированные в долларах США) продолжил падение, снизившись за неделю на 1,3%. Значение на закрытие пятницы \$108,60.



EMB US Equity (iShares JP Morgan USD Emerging Markets Bond ETF) 1111 Daily 15JU

Copyright© 2021 Bloomberg Finance L.P.

09-Mar-2021 22:52:24

HYG ETF (правая шкала на графике, высокодоходные бумаги американских компаний) снизился значительно меньше, основными драйверами в который уже раз стали цена на нефть WTI, продолжающая свой поход к новым высотам, и меньшая дюрация фонда по сравнению с EMB. Многие

добывающие компании при такой цене на сырье перевалили через точку безубыточности, что нашло отражение в котировках их облигаций.

На рынок продолжают давить высокие базовые ставки (по американским гособлигациям), которые в свою очередь растут на ожиданиях более высокой инфляции из-за мегаломанских стимулирующих пакетов, находящихся в процессе одобрения в Конгрессе США.

Изменение доходностей базового актива, %

	1 мес.	6 мес.	2 года	10 лет	30 лет
26/02/2021	0,04	0,05	0,14	1,44	2,17
05/03/2021	0,04	0,07	0,14	1,56	2,28
Изменение, б.п.	0	+2	0	+12	+9
Доходности на 01.06.2020	0,12	0,14	0,14	0,66	1,46

Обращает на себя внимание продолжающийся рост доходностей на «дальнем конце» кривой доходности. Обычно это беспокоит регуляторов, поскольку снижает привлекательность долгосрочных заимствований для компаний, и естественно «всевидящее око» монетарных властей обращено именно в эту сторону. ФРС США выступила с рядом заявлений о недопустимости роста доходностей длинных бумаг и пообещала, что инструментов для сдерживания у нее предостаточно.

Мы верим Федрезерву, так как видели успешные примеры по контролю за кривой доходности в других экономиках. Достаточно упомянуть Японию и Евросоюз, а ведь ЦБ этих стран уступают по уровню координации и – признаемся честно – по квалификации американским коллегам. Так что, скорее всего, мы находимся близко к конечной точке роста доходностей и, как следствие, можно начать рассматривать подешевевшие длинные бонды на покупку. Осторожно, конечно же.

Упомянутые неоднократно в прошлых обзорах стимулирующие меры вкупе с успешным началом вакцинации в США произвели революцию на рынке базовых ставок. Кривая резко выгнулась, что характерно для ожиданий устойчивого роста в будущем. С другой стороны, ожидания могут и не реализоваться, и, в таком случае, нас ждут дополнительные стимулы в виде напечатанных денег и политики нулевых ставок.

Так что в среднесрочной перспективе для глобальных рынков облигаций мы продолжаем подчеркивать неоднократные заявления ФРС США о том, что ставка сохранится на нулевом уровне до 2023 года. Таким образом, ставки по депозитам скорее всего останутся на текущих низких значениях в течение ближайших двух лет или даже снизятся. Соответственно, возрастает премия за срочность, то есть привлекательность среднесрочных облигаций.

Российский рынок облигаций

Февраль оказался вероятно самым сложным месяцем для рынков облигаций за последний год, а если исключить из рассмотрения кризисный март 2020, то и за несколько лет. В рублевой долговой вселенной случился и вовсе «идеальный шторм». Наложение друг на друга нескольких слабо связанных между собой событий привели к серьезному росту доходностей.

Во-первых, значительно ускорилась продовольственная инфляция, это мировой тренд, связанный с пандемией и недостатком инвестиций. Вследствие этого выросла инфляция в России, а ЦБ РФ был вынужден отказаться от планируемого снижения ставки. Во-вторых, Минфин РФ решил проявить не очень понятную настойчивость в размещении госдолга и несмотря на снижение рынка продолжил предлагать всё новые и новые выпуски. В-третьих, санкционная тематика по-прежнему оказывала давление на российские активы, что мешало иностранцам воспользоваться привлекательными уровнями для покупки. Наконец, на рынке базовых активов (то есть американских гособлигаций) также

произошел резкий рост доходностей, по скорости вошедший в десятку самых быстрых движений за последние полвека.

Все вышеописанные факторы привели к падению индексов рублевых облигаций. Индекс полного дохода ОФЗ RGBITR снизился почти на 2% за февраль. Даже сонный индекс корпоративных бумаг RUCBITR, обычно слабо реагирующий на внешний негатив, снизился на четверть процента.

Как только были приняты «настоящие санкции» (естественно, гораздо более мягкие, чем намалёванный чёрт из СМИ), рынок ОФЗ, даже несмотря на рост инфляции, предпринял попытку роста. Минфин РФ, со своей стороны, также решил остудить продавцов, сделав давно ожидаемое заявление о сокращении заимствований на таком рынке. Обсуждение новых санкций немного добавило пессимизма, но на текущих уровнях рынок госбумаг смотрится очень крепко.

Индекс полного дохода ОФЗ RGBITR вырос на 1,2% за неделю, индекс корпоративных бумаг RUCBITR закончил неделю в нуле, снижение составило 0,02%.



Остается только процитировать самих себя. «Таким образом, как только политическая нестабильность будет отходить на второй план, рынок будет возвращаться на траекторию роста.» Среднесрочные положительные факторы продолжают превалировать в оценке перспектив российского рынка облигаций. Ниже приведены некоторые доводы в пользу этой точки зрения:

- Россия интересней аналогов среди ЕМ (развивающихся рынков) как с точки зрения ответственной монетарной и фискальной политики, так и с точки зрения фундаментальных факторов. После ухода санкций из поля внимания, всё больше международных спекулянтов будут привлечены в российские активы этим фактом;

- ЦБ РФ оставил ставку без изменений, но премия длинных бумаг «выдержит» даже умеренное повышение ставки;
- для перехода к повышению ставки потребуется ряд условий, в частности, восстановление экономики и политическая открытость, тренд на которую пока не сформировался;
- укрепление рубля (около 10% от минимумов октября) к доллару позволит снизить инфляционное давление на регулятора;
- Реальная ставка выше 2,5% демонстрирует недооцененность рынка. Она будет привлекать как спекулянтов и керри-трейдеров (горячие деньги), так и долгосрочных инвесторов, которые готовы принимать на себя российские политические риски.

Поэтому мы по-прежнему считаем, что bull steepening¹ кривой доходности предоставляет интересные возможности в условиях дальнейшего, пусть и не такого крутого, снижения ставок ЦБ РФ. Все больше средств частных инвесторов, уходящих из депозитов, открывают для себя рынок облигаций, в частности, из-за высоких исторических значений доходности и номинальных ставок. Особенно интересен сегмент belly (2-4-летние бумаги), который дает значительно более высокую по сравнению с депозитной ставкой доходности. Также после коррекции предоставляют интерес спекулятивный длинные (более 5 лет) государственные бумаги.

Ключевые новости по эмитентам в наших портфелях

Фонд «Открытие - Акции», Стратегия ДУ «Российские Акции»:

- Сбербанк продолжает радовать инвесторов увеличением чистой прибыли за счет восстановления резервов в этом году - на 21% показатель улучшился в феврале, а по итогам первых двух месяцев года вырос на 14,5%. Руководство банка отмечает позитивное влияние восстановления потребительской активности и улучшение экономической ситуации в стране. При этом динамика роста процентных и комиссионных доходов по итогам 2020 года оказалась в хорошем смысле несвойственной для кризисного года. Благоприятной неожиданностью стал и рост кредитного портфеля: розничный вырос более чем на 18%, а корпоративный без учета валютной переоценки - на 9,3% (совокупный - на 15%).

Значимые сделки по портфелям

В части акций:

В портфеле ОПИФ «Открытие – Глобальные инвестиции» мы покупали акции Berkshire Hathaway, Facebook, Altria, Micron, Charter Communications, а также биржевые фонды Vanguard Short-Term Corporate Bond ETF, iShares J.P. Morgan USD Emerging Markets Bond ETF и iShares MSCI Russia Capped ETF.

В части облигаций:

В фонде «Открытие-Облигации» мы осуществляли точечные покупки в различных корпоративных выпусках и ОФЗ, чтобы выровнять доли бумаг до целевых уровней.

В фонде «Открытие – Еврооблигации» мы добавили длинных бумаг KZKOZ 47 (около 1% на портфель) на просадке и расширении спредов.

В портфеле стратегии ДУ «Еврооблигации» сделок не совершалось

¹ Так называемый «бычий наклон», то есть разница в доходностях между короткими и длинными бумагами. Увеличение наклона обычно отражает позитивный взгляд рынка на перспективы экономического роста. Кроме того, при неизменной форме кривой среднесрочные бумаги при движении «влево» по кривой доходности приносят не только доходность к погашению, но и доход от падения доходности из-за наклона.

Результаты наших активных публичных портфелей

- ОПИФ «Открытие – Глобальные инвестиции» за два первых месяца 2021 г. вырос на +11,92%. За год (28.02.2020-26.02.2021) фонд сохранил [1-е место](#) по доходности среди всех смешанных фондов, прибавив +82,70%;
- ОПИФ «Открытие – Лидеры инноваций» с начала года вырос на +11,70%. За год (28.02.2020-26.02.2021) этот фонд занимает абсолютное [1-е место](#) по доходности среди всех фондов на российском рынке с результатом +100,11%;
- ОПИФ «Открытие – Акции» за два месяца прибавил +3,00%. За год (28.02.2020-26.02.2021) наш флагманский фонд акций на российском рынке вырос на +28,05%;
- ОПИФ «Открытие – Еврооблигации» с начала года снизился в рублях на -0,12%. При этом, в долларах США стоимость пая с начала года выросла на +0,43%. За год (28.02.2020-26.02.2021) фонд сохранил [3-е место](#) по доходности среди всех фондов облигаций с активами более 500 млн руб. с результатом +22,19% в рублях;
- ОПИФ «Открытие – Облигации» на конец февраля снизился на -0,60% с начала года. Снижение стоимости пая было обусловлено ростом доходностей на рынке рублевых облигаций, и представляет собой привлекательную точку входа для новых пайщиков. За год (28.02.2020-26.02.2021) фонд занимает [4-е место](#) по доходности среди фондов рублевых облигаций с активами более 10 млрд руб. Годовая доходность фонда составила +6,50%, что опережает доступные на тот момент ставки банковских депозитов.

Доходность упомянутых в обзоре фондов на 26.02.2021

ОПИФ	3 мес.	6 мес.	1 год	3 года
ОПИФ «Открытие — Лидеры инноваций»	16,60%	31,90%	100,11%	151,87%
ОПИФ «Открытие — Глобальные инвестиции»	15,84%	26,28%	82,70%	106,00%
ОПИФ «Открытие — Еврооблигации»	-1,74%	3,16%	22,19%	57,44%
ОПИФ «Открытие — Акции»	8,06%	16,05%	28,05%	56,34%
ОПИФ «Открытие — Облигации»	-0,17%	1,39%	6,50%	23,75%

Дисклеймер

ООО УК «ОТКРЫТИЕ». Лицензия № 21-000-1-00048 от 11 апреля 2001 г. на осуществление деятельности по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами, выданная ФКЦБ России, без ограничения срока действия. Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг №045-07524-001000 от 23 марта 2004 г. на осуществление деятельности по управлению ценными бумагами, выданная ФКЦБ России, без ограничения срока действия. Результаты инвестирования в прошлом не определяют и не являются гарантией доходности инвестирования в будущем. ООО УК «ОТКРЫТИЕ» не гарантирует достижения ожидаемой доходности.

Прежде чем приобрести инвестиционный пай, следует внимательно ознакомиться с правилами доверительного управления паевым инвестиционным фондом. Стоимость инвестиционных паев может увеличиваться и уменьшаться, результаты инвестирования в прошлом не определяют доходы в будущем, государство не гарантирует доходность инвестиций в паевые инвестиционные фонды. Взимание надбавок (скидок) уменьшит доходность инвестиций в инвестиционные паи паевого инвестиционного фонда.

Информация о всех расходах и комиссиях приведена в договоре доверительного управления. До заключения договора ознакомиться с правилами доверительного управления паевым инвестиционным фондом, условиями управления активами, декларациями о рисках, получить сведения о лице, осуществляющем управление активами, и иную информацию, которая должна быть предоставлена в соответствии с федеральным законом и иными нормативными правовыми актами Российской Федерации можно по адресу: Российская Федерация, 115114, г. Москва, ул. Кожевническая, д. 14, стр. 5, по телефону: +7 (495) 232-59-73, на странице в сети Интернет www.open-am.ru. Информация об агентах, оказывающих услуги по приему заявок паевых инвестиционных фондов, размещена на сайте в сети Интернет <https://www.open-am.ru/ru/feedback/agents/>

Правила доверительного управления ОПИФ рыночных финансовых инструментов «Открытие — Акции» зарегистрированы ФКЦБ России 17.12.2003 №0164-70287842; Правила доверительного управления ОПИФ рыночных финансовых инструментов «Открытие — Облигации» зарегистрированы ФКЦБ России 17.12.2003 №0165-70287767; Правила доверительного управления ОПИФ рыночных финансовых инструментов «Открытие — Индекс МосБиржи» зарегистрированы ФСФР России 05.07.2007 №0890-94127385; Правила доверительного управления ЗПИФ денежного рынка «Царский мост» зарегистрированы ФСФР России 08.11.2007 №1073-58229210; Правила доверительного управления ОПИФ рыночных финансовых инструментов «Открытие — Лидеры инноваций» зарегистрированы ФСФР России 16.04.2013 №2586; Правила доверительного управления ОПИФ рыночных финансовых инструментов «Открытие — Еврооблигации» зарегистрированы ФСФР России 08.12.2011 №2275; Правила доверительного управления ОПИФ рыночных финансовых инструментов «Открытие — Золото» зарегистрированы ФСФР России 08.12.2011 №2277; Правила доверительного управления ОПИФ рыночных финансовых инструментов «Открытие — Глобальные инвестиции» зарегистрированы Банком России 29.10.2015 №3059; Правила доверительного управления ОПИФ рыночных финансовых инструментов «Золотой капитал» зарегистрированы Банком России 31.08.2020 №4149; Правила доверительного управления БПИФ рыночных финансовых инструментов «Открытие — Всепогодный» зарегистрированы Банком России 27.08.2020 за № 4147; Правила доверительного управления ОПИФ рыночных финансовых инструментов «Открытие — Сбалансированный» зарегистрированы Банком России 24.12.2020 за № 4243.

Размещенная информация носит исключительно информативный характер, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, гарантией и/или обещанием эффективности деятельности (доходности вложений) в будущем, и финансовые инструменты либо операции, упомянутые в ней, могут не соответствовать Вашему инвестиционному профилю и инвестиционным целям (ожиданиям). Определение соответствия финансового инструмента либо операции Вашим интересам, инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и уровню допустимого риска является Вашей задачей. ООО УК «ОТКРЫТИЕ» не несет ответственности за возможные убытки в случае совершения операций либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в данной информации, и не рекомендует использовать указанную информацию в качестве единственного источника информации при принятии инвестиционного решения.