



СОБЫТИЯ И КОММЕНТАРИИ 15–28 ФЕВРАЛЯ 2021

Обзор подготовила команда управления портфельного менеджмента УК «ОТКРЫТИЕ»



В двух словах

Который уже раз тема рынка облигаций занимает в нашем вступительном слове центральное место. Двух недель оказалось достаточно, чтобы события, которые разворачиваются в этих казалось бы спокойных водах, опять стали главным новостным поводом.

У слова «carnage» в русском языке нет прямого эквивалента – это что-то среднее между мясорубкой и кровавой баней. Сложно в менее превосходных степенях описать конец февраля на рынке US Treasuries. Обсуждение двухтриллионного стимулирующего пакета породило страх о раскрутке инфляции (мы обязательно напишем в ближайшее время, почему нам этот подход не близок), что в свою очередь спровоцировало распродажу американских государственных облигаций.

Доходности десятилетних бумаг в моменте доходили до 1,61% годовых, величины, которая казалась немыслимой еще пару месяцев назад. Поскольку долгосрочные доходности влияют на ценообразование большинства активов, остальные рынки, посмотрев на истекающие кровью Treasuries, также собрались «на юг».

Однако последняя пятница зимы расставила всё по своим местам. Монетарным властям хватило одного дня рыночной паники, чтобы выступить со словесными интервенциями, главным посылом которых было «коллеги, не беспокойтесь, мы всё контролируем и будем контролировать». В свою очередь, рынкам хватило этих заявлений, чтобы прийти в себя и начать зализывать раны.

Нам кажется, что уроков из этой истории два. Во-первых, наш рынок — это по-прежнему рынок центробанков. Плохо это или хорошо, но это реальность, с которой необходимо считаться и ни в коем случае не пытаться играть против монетарных властей. Во-вторых, и эту мысль мы повторяем из раза в раз, страх – плохой попутчик в инвестициях. Когда на «рыночной улице» carnage, надо взять волю в кулак и покупать у тех, кто боится. Волатильность портфеля, по нашему опыту, сполна воздастся будущей доходностью.

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 двух прошедших недель снизился на 3,14%, завершив торги в районе отметки 3 810 пунктов.



SPX Index (S&P 500 INDEX) 1111 Daily 14JUN2020-01MAR2021

Copyright© 2021 Bloomberg Finance L.P.

01-Mar-2021 11:31:49

Рост доходностей по казначейским облигациям США добавил нервозности участникам рынка акций. В частности, наблюдалось снижение интереса к компаниям, большая часть оценочной стоимости которых зависит от денежных потоков, ожидаемых в далеком будущем. Как правило, это бумаги технологического сектора, находящиеся на этапе сильного роста операционных показателей и не показывающие прибыль в текущем периоде за счет больших инвестиций в захват доли рынка. В период нулевых ставок инвесторы готовы «отпустить поводок» и дать таким бизнесам большое количество времени на то, чтобы доказать жизнеспособность своей бизнес-модели, так как альтернативные (консервативные) вложения не выглядят слишком уж привлекательно. Однако по мере роста доходностей на рынке облигаций среди участников рынка появляются желающие предпочесть «синицу в руках» «журавлю в небе».

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.

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 двух прошедших недель снизился на 2,35%, завершив торги в районе отметки 3 350 пунктов.



Российский рынок не избежал снижения глобального аппетита к рискованным активам, однако падение котировок (в рублях) оказалось меньше, чем у многих развитых рынков. Разговоры о санкциях не прекращаются, но видимого влияния на динамику котировок не оказывают. Далее персональных рестрикций в вопросе санкций против России США и ЕС пока не идут, а в таком формате они не несут существенного риска для макроэкономической стабильности и корпоративных финансовых результатов. Тем временем, цены на нефть полностью отыгрывают обусловленное пандемией падение, возвращаясь на уровни годовой давности, предшествовавшие распространению коронавируса за пределами Китая.

Давление на котировки акций оказывает и рост доходностей в сегменте рублевых облигаций. Многие аналитики полагают, что ужесточение денежной политики не за горами. Мнение моих коллег – портфельных управляющих на рынке облигаций – приведено в их части обзора; от себя отмечу, что мировая практика показывает, что «зайти» в режим низких ставок гораздо проще, чем из него выбраться.

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) упал за две недели на 3,04%. Значение на закрытие пятницы \$110,03.



EMB US Equity (iShares JP Morgan USD Emerging Markets Bond ETF) 1111 Daily 14JU

Copyright© 2021 Bloomberg Finance L.P.

01-Mar-2021 11:34:10

HYG ETF (правая шкала на графике, высокодоходные бумаги американских компаний) снизился значительно меньше, основными драйверами стали цена на нефть WTI, уверенно преодолевшая \$60 за баррель, 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.

Мы во многом уже описали динамику рынков облигаций во вступлении к нашему обзору, и здесь хотим просто обратиться к цифрам.

Изменение доходностей базового актива, %

	1 мес.	6 мес.	2 года	10 лет	30 лет
12/02/2021	0,03	0,05	0,11	1,20	2,01
26/02/2021	0,04	0,05	0,14	1,44	2,17
Изменение, б.п.	+1	0	+2	+24	+16
Доходности на 01.06.2020	0,12	0,14	0,14	0,66	1,46

Небольшие – по меркам рынка акций – движения по базовым ставкам на самом деле приводят к серьезным нереализованным убыткам внутри портфелей институциональных инвесторов. Рост ставки почти на 0,9% по десятилетней бумаге – это просадка примерно на 8-8,5%, что при близких к нулю доходностях представляется космической величиной. С другой стороны, необходимо подчеркнуть слово «нереализованные» в отношении убытков. Доходность портфеля выросла несмотря на просадку и впервые более чем за год превысила дивидендную доходность индекса S&P 500, что тоже является поводом для серьезных размышлений для умеренно консервативных инвесторов.

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.

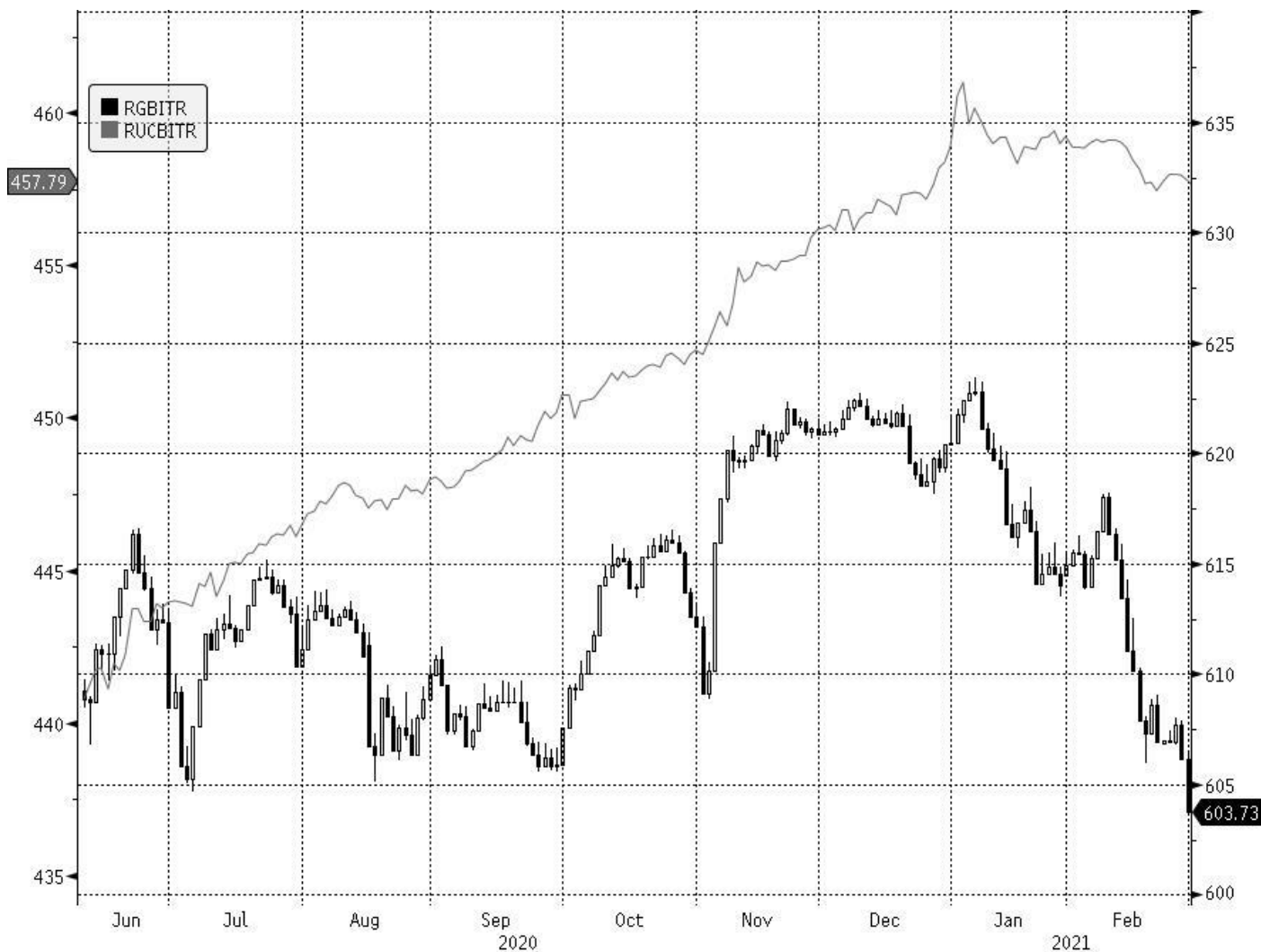
Так что в среднесрочной перспективе для глобальных рынков облигаций мы продолжаем подчеркивать неоднократные заявления ФРС США о том, что ставка сохранится на нулевом уровне до 2023 года. Таким образом, ставки по депозитам скорее всего останутся на текущих низких значениях в течение ближайших двух лет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

Российский рынок облигаций

Российские государственные облигации не смогли остаться в стороне от грандиозных движений на международных рынках. Падение практически без остановок продолжалось в течение всего февраля, однако уже в четверг 25/2 стало заметно, что на текущих уровнях продавцов становится всё меньше и меньше. Особенно это было отчетливо видно в длинных бумагах – облигациях с высокой дюрацией. Несмотря на – не побоимся этого слова – катастрофические итоги четверга на западных площадках и еще до упомянутых заявлений глав центробанков, ОФЗ 26230 практически не упали с началом торгов, а под конец дня даже предприняли попытку роста.

Мы считаем такую динамику хорошим бычьим сигналом для всего рынка и считаем текущие уровни привлекательными для формирования спекулятивной позиции в длинных выпусках ОФЗ. Как мы уже писали, кривая доходности не только приобрела интересный наклон (премия за длину теперь близка к максимумам за многие годы), но и в абсолютных значениях смотрится достаточно симпатично. ОФЗ 26230 с погашением в 2039 году торгуется на уровне 7,05% по доходности. Это почти 250 б.п. премии к коротким выпускам и депозитам.

Повторим наши аргументы по росту цен – инфляция носит по большей мере немонетарный характер и складывается из двух составляющих: эффекта переноса октябрьской девальвации и роста цен на продовольствие. Последнее является общемировым трендом и «лечится» не снижением или подъемом ставок, а инвестициями в отрасль и инновационными разработками, забуксовавшими в период пандемии.



RGBITR Index (Moscow Exchange Government Bond Total Return Index) 1111 Daily 14

Copyright© 2021 Bloomberg Finance L.P.

01-Mar-2021 11:28:02

Нам кажется просадка в дальних ОФЗ чрезмерной и индуцированной политическими решениями или их ожиданиями. В то же время, как мы уже неоднократно замечали, выглядит маловероятным, что даже самые драконовские реализуемые (не обсуждаемые!) санкции смогут закрыть рынок ОФЗ для иностранных инвесторов. Поэтому любую просадку будем рассматривать в качестве «сезона скидок» в магазине качественных российских облигаций. При прогнозируемой инфляции на уровне 3,5% к концу 2021 года предоставляемая шестилетними госбумагами доходность больше 6,1% означает реальную ставку выше 2,5%, в то время как на многих рынках она вообще отрицательная.

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»:

- Новатэк подписал первый долгосрочный контракт (с Shenergy Group) на поставку СПГ с «Арктик СПГ – 2». Несмотря на то, что предусмотренный контрактом объем поставок (3 млн тонн СПГ) эквивалентен лишь 2% от доли Новатэка в производстве СПГ по проекту, символичен сам факт его заключения, говорящий о сохранении интереса у иностранных инвесторов. Долгосрочные контракты являются важнейшим фактором обеспечения долгосрочного финансирования действующих и будущих проектов, с их заключением окончательные инвестиционные решения могут приниматься быстрее.

Значимые сделки по портфелям

В части акций:

В портфелях российских акций мы сокращали позиции в бумагах АЛРОСА, Полиметалла, ИнтерРАО, Юнипро, МТС. Увеличивали позиции в акциях MAIL, Мосбиржи, ФосАгро, Ростелекома, Роснефти, Газпромнефти и Татнефти, а также в Сбербанке.

В портфеле ОПИФ «Открытие – Глобальные инвестиции» мы покупали акции Alphabet (Google), Facebook, Wells Fargo, TripAdvisor, Berkshire Hathaway, Altria, Interactive Brokers, Simon Property Group, а также акции iShares MSCI Russia Capped ETF..

В части облигаций:

В фонде «Открытие-Облигации» продолжили формировать позицию в длинных ОФЗ 26207 и ОФЗ 26230. Мы считаем сложившуюся доходность выше 6% по 26207 и выше 6,75% по 26230 привлекательной. Мы увеличили долю в квазигосударственном Промсвязьбанке на размещении бумаг в середине месяца, также увеличена была доля в девелопере ГК «Самолет» (до примерно 1,25%). Кроме того, мы участвовали в размещении ЛК «Европлан» (облигации эмитента составляют около 2,3% от СЧА фонда) и ТМК (0,5%).

В фонде «Открытие – Еврооблигации» мы в конце месяца приобрели бумаги GMKNRU 25, спред в которых расширился после аварии на рудниках. Мы держим около 10% фонда в кэше, который планируем потратить в ближайшее время на скупку среднесрочных выпусков по более привлекательной доходности.

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.

В портфеле стратегии ДУ «Еврооблигации» были проданы бумаги PEMEX 35, взамен приобретены бумаги MEXICO 31, BRAZIL 30, PETBRA 31 и в самом конце месяца TURKEY 47.

Результаты наших активных публичных портфелей

Активно управляемые паевые инвестиционные фонды УК «Открытие» продолжили рост в январе 2021 года.

- ОПИФ «Открытие – Лидеры инноваций» по итогам первого месяца года вырос на +2,97%. За год (31.01.2020-29.01.2021) этот фонд занимает [2-е место](#) по доходности среди всех ПИФ с активами более 500 млн руб.;
- ОПИФ «Открытие – Глобальные инвестиции» в январе вырос на +2,42%. За год (31.01.2020-29.01.2021) фонд сохранил [1-е место](#) по доходности среди всех смешанных фондов, а также [1-е место](#) по доходности среди всех фондов с активами более 1 млрд руб.;
- ОПИФ «Открытие – Еврооблигации» за месяц вырос на +1,57%. За год (31.01.2020-29.01.2021) фонд сохранил [3-е место](#) по доходности среди всех фондов облигаций с активами более 500 млн руб.;
- ОПИФ «Открытие – Акции» в январе прибавил +0,18%. За год (31.01.2020-29.01.2021) фонд занял [4-е место](#) по доходности среди неотраслевых фондов российских акций с активами более 1 млрд руб.;
- ОПИФ «Открытие – Облигации» за месяц вырос на +0,02%. За год (31.01.2020-29.01.2021) фонд занимает [4-е место](#) по доходности среди фондов рублевых облигаций с активами более 1 млрд руб.;

Доходность упомянутых в обзоре фондов на 29.01.2021

ОПИФ	3 мес.	6 мес.	1 год	3 года
ОПИФ «Открытие — Лидеры инноваций»	18,04%	31,98%	76,46%	121,33%
ОПИФ «Открытие — Глобальные инвестиции»	14,33%	23,75%	68,94%	83,52%
ОПИФ «Открытие — Еврооблигации»	0,09%	7,85%	27,63%	58,31%
ОПИФ «Открытие — Акции»	21,11%	14,82%	13,94%	53,86%
ОПИФ «Открытие — Облигации»	1,34%	2,04%	7,13%	25,38%

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.