

СОБЫТИЯ И КОММЕНТАРИИ 9–14 МАЯ 2021

Обзор подготовила команда управления портфельного менеджмента УК «ОТКРЫТИЕ»



В двух словах

Неделя была короткой, но это не помешало рынкам хорошенько взбодриться в среду. Заканчивая предыдущий обзор, мы конечно же видели новые данные по инфляции в США и здоровенную черную свечку, в реальном времени растущую на наших мониторах. Действительно, сухие цифры были впечатляющими – индекс потребительских цен в США вырос на 0,8% месяц-к-месяцу и 4,2% (!) год-к-году. Таких значений не было больше десяти лет (а на самом деле 13)!

Рынок «безошибочно» определил, что подобное значение инфляции при таргете 2% вызовет «неминуемый» подъем ставки и окончание периода дешевых денег. И рука сама потянулась к кнопке «Sell»...

Как это часто бывает, конец света успел закончиться, даже толком не начавшись. Уже на следующий день разнообразные чиновники вкололи рынкам успокоительного в виде заявлений о невозможности сворачивания политики нулевых ставок в ближайшем будущем. Инъекции подействовали хорошо, на графиках нарисовалось так называемое «бычье поглощение», и рост продолжился, хотя на новые максимумы времени выйти не хватило.

Ниже в обзоре мы делимся своими мыслями по поводу устойчивости показателей инфляции (спойлер – нам они кажутся неустойчивыми). Тем не менее, полезно вспомнить, что **инфляция в целом благотворно влияет на рынок акций**, поскольку крупные компании чаще всего способны увеличивать прибыли в соответствии с ростом цен.

Те же акции, рост которых зависит исключительно от нулевой стоимости денег, мы в портфели не включаем. **В нашем Телеграм-канале**, на который ведет ссылка QR-кода наверху страницы, размещены предыдущие обзоры, прочитав которые вы увидите, что мы не кривим душой, ссылаясь на прошлые тексты. Кроме того, мы собираем там комментарии управляющих и аналитиков УК «Открытие», а также делимся текущими мыслями и просто интересной информацией по рыночной ситуации.

Глобальные рынки акций

Индекс S&P 500 снизился по итогам прошедшей недели, потеряв 1,39% и завершив торги в районе отметки 4 170 пунктов.



Волатильность рынка акций выросла в условиях ускорения инфляции США – в апреле рост цен ускорился до 4,2% г/г, опередив консенсус прогноз на 0,6 п. п. На фоне роста опасений дальнейшего ускорения инфляции, а также возможной реакции ФРС, многие спекулятивные выпуски, торгующиеся на ожиданиях денежных потоков в 2042 году (а на самом деле – на сказках, которые рассказывают друг другу участники рынка) сильно снижаются в цене.

Так, «космический» стартап Virgin Galactic (SPCE) к середине мая потерял более 75% с февральских максимумов. Народный любимец Tesla (TSLA) пока держится лучше, подешевев лишь на 35% за три месяца. Подобных ценных бумаг мы стремимся в своих портфелях избегать.

Однако коррекция не обошла стороной и «настоящие» бизнесы технологического сектора, показывающие хорошие финансовые результаты здесь и сейчас – Facebook, Microsoft, Amazon, Alphabet, Apple также снижались в цене, несмотря на блестящие квартальные результаты. Такие бумаги есть в наших портфелях, нам понятно качество их бизнеса, траектория роста финансовых результатов, и мы готовы мириться с повышенной краткосрочной волатильностью.

Наши аргументы просты: во-первых, волатильность – это неизбежная цена за долгосрочный рост котировок, а, во-вторых, наша основная задача при инвестициях – свести к минимуму риск безвозвратной утраты капитала, и для такой задачи акции крупных технологических компаний, упомянутые выше подходят как нельзя лучше. И не грех напомнить, что потенциал в акциях лучше всего реализуется на длинном инвестиционном горизонте – 3-5 лет, и чем длиннее горизонт, тем в среднем выше премия за вложения в акции.

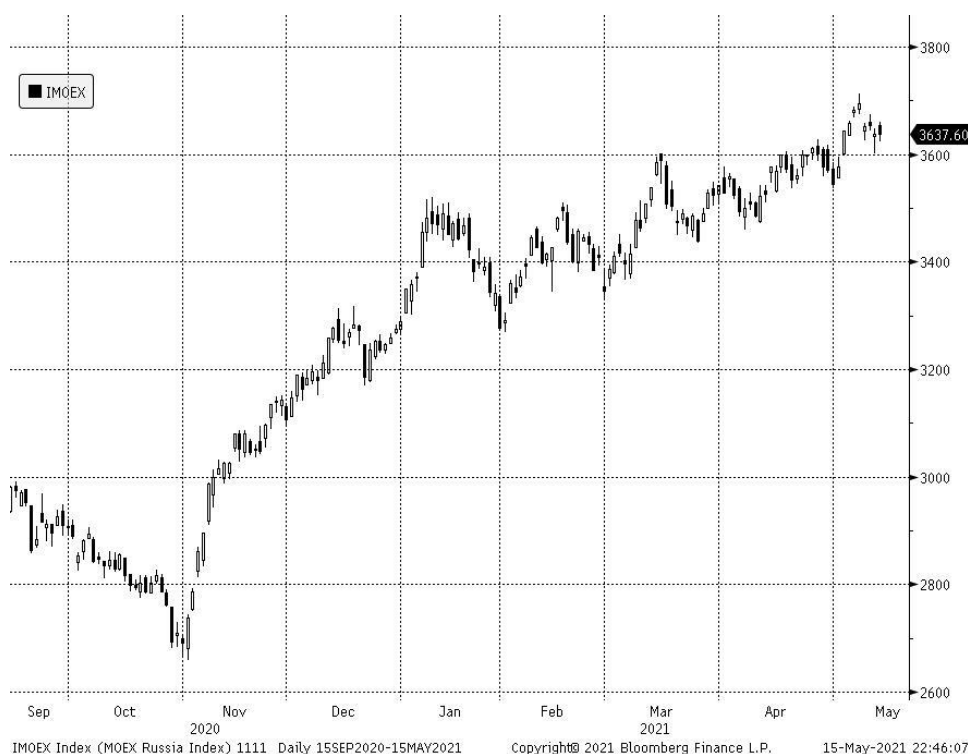
В таких условиях важным вопросом для рынка становится то, насколько «преходящей» или постоянной окажется инфляция. Во многом рост цен обусловлен неготовностью глобальных и национальных цепочек поставок к взрывному восстановлению потребительского спроса. Этот вопрос решается не повышением процентных ставок, а стандартными рыночными механизмами в условиях функционирующего капитализма. Долгосрочные дефляционные факторы – демографический, технологический – никуда не исчезли.

Поэтому, на наш взгляд, рано говорить об устойчивом возврате инфляции в развитых странах, и неизбежном ужесточении денежной политики. Более того, ФРС США превентивно сообщила рынку, что цель по инфляции в 2% теперь является не «потолком», а таргетируемым средним значением на протяжении нескольких лет, и временное превышение этого показателя не будет поводом к повышению ставок, особенно учитывая не восстановившийся до конца рынок труда. Публикация на текущей неделе (19 мая) протокола апрельского заседания ФРС может дать рынку дополнительное понимание логики регулятора.

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 снизился на 1,22%, завершив торги в районе отметки 3635 пунктов.



Глобальные опасения роста инфляции в меньшей мере негативно влияют на российский рынок акций, так как весомая часть отечественных «голубых фишек» – компании сырьевого сектора, для продукции которых складывается отличная рыночная конъюнктура. В то же время, на второй (или пятый) план отходят опасения геополитических и санкционных рисков. Здесь уместно вспомнить, что еще полгода назад иные комментаторы сулили доллар по 120 рублей и крах фондового рынка в случае победы Джо Байдена на президентских выборах в США.

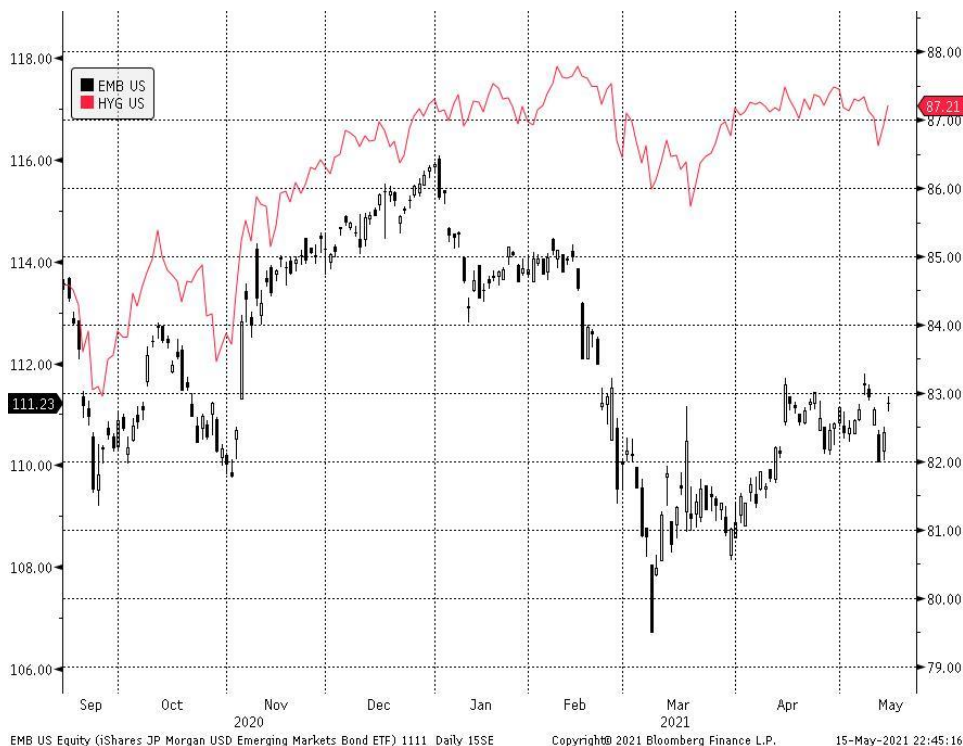
В итоге, постковидное восстановление финансовых результатов (и дивидендов!) происходит быстрее, чем мы ожидали год назад (а мы были одинокими оптимистами), и рынок торгуется около исторических максимумов.

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 (суверенные облигации развивающихся рынков, номинированные в долларах США), как и HYG ETF (высокодоходные бумаги американских компаний) снижались на прошлой неделе на 0,33% и 0,14% соответственно. Значения на закрытие недели: \$111,23 и \$87,21 – изменения за последний месяц минимальны, что отражает отсутствие значимых макроновостей в секторах.



Изменение доходностей базового актива, %

	1 мес.	6 мес.	2 года	10 лет	30 лет
07/05/2021	0,01	0,04	0,14	1,60	2,28
07/05/2021	0,01	0,03	0,16	1,63	2,35
Изменение, б.п.	0	-1	+2	+3	+7
Доходности на 01.06.2020	0,12	0,14	0,14	0,66	1,46

Наши коллеги, управляющие акциями в портфелях УК «Открытие», уже поделились своими мыслями по поводу инфляции в США. Мы разделяем их скептицизм. Как только границы откроют и мировые миграционные потоки придут в свое обычное состояние, стоимость труда снизится, что будет оказывать сильное дефляционное давление на цены производителей.

Восстановление привычных цепочек поставок также благоприятно отразится на ценах, прежде всего в продовольственном секторе. Безусловно, «напечатанные» деньги бесконечных стимулирующих пакетов приводят к росту инфляции, однако, необходимо понимать, что из-за крайней неэффективности государственного аппарата мультипликатор остается крайне низким. Иными словами, по-настоящему инфляцию разгоняет не весь двухтриллионный пакет, а лишь небольшая его часть. То есть мы тоже считаем, что на рынке инфляция опасений по поводу инфляции.

Взрывной рост доходностей в среду остановился там, где должен был остановиться – у критически важных долгосрочных уровней. Поэтому мы схематически повторим те несколько тезисов, которые

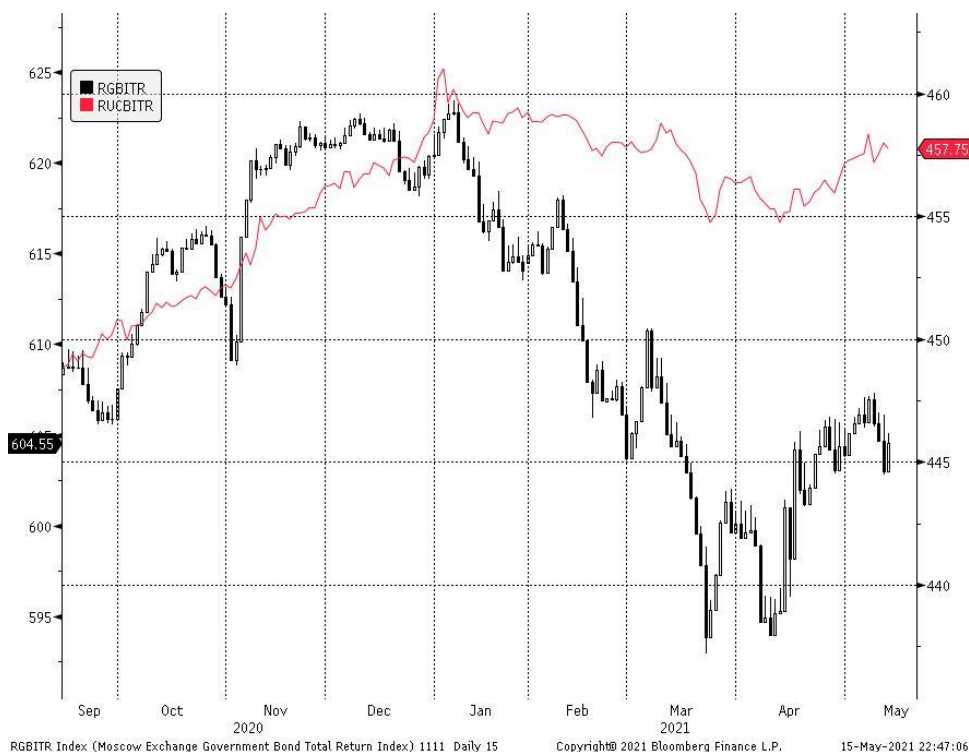
нам представляются наиболее важными. Более полные наши рассуждения и аргументы в их защиту можно найти в более ранних обзорах и в нашем Телеграм-канале.

- Остановился рост доходности 30-летней бумаги (US Treasury) не дойдя до уровня 2,5%, который выше таргета ФРС по инфляции и примерно совпадает со средними значениями этого показателя за последние пару десятилетий. Это сигнал к покупкам в сегменте.
- Также на покупку указывает динамика доходности по среднесрочным бумагам. Десятилетняя US Treasury нашла поддержку на уровне, чуть более высоком нежели дивидендная доходность широкого индекса S&P 500. Этот уровень будет пройти совсем не легко, он служил ориентиром для оценки относительной привлекательности рынка акций слишком продолжительное время.
- Кривая US Treasury резко выгнулась, что характерно для ожиданий устойчивого экономического 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

По итогам недели индекс полного дохода ОФЗ RGBITR снизился на 0,18%, значение на закрытие пятницы составило 604,55 пункта. Индекс полного дохода корпоративных бумаг RUCBITR опять впал в спячку, поскольку – по нашим ощущениям – не все участники рынка вернулись с длинных выходных. Изменение за неделю – рост 0,05%, закрытие – 457,75 пунктов.



Встряска в среду не обошла и рынок государственных облигаций в России. Перспектива – пусть и отдаленная – повышения ставки ФРС США не может не транслироваться по всему миру, приводя к рефлексивной продаже облигаций. После очередной инъекции галоперидола от чиновников

Федрезерва рынок пришел в себя, практически полностью ликвидировав снижение, показанное в среду.

Реакции на политические неурядицы – продолжение истории со взрывом во Врбетице и взлом «русскими хакерами» IT-системы нефтепровода Colonial Pipeline – также не ощущалось. Это позитивная новость, рынок воспринимает политическую напряженность в качестве фона. С другой стороны, инфляция по итогам апреля снизилась, однако, майские показатели могут неприятно удивить. В целом, рынок закрепился на текущих уровнях и ждет дополнительных новостей для определения дальнейшего направления.

Нам представляется, что эти уровни весьма интересны для покупки ОФЗ. Естественно, не стоит ограничивать свою инвестиционную активность *только* ОФЗ. Если имеется возможность купить корпоративную или субфедеральную бумагу со старым спредом, ей безусловно нужно пользоваться. Однако ситуация складывается в данный момент таким образом, что продавцы весьма неохотно принимают новые ценовые уровни и ликвидность можно найти практически исключительно в сегменте госбумаг.

Ниже – наши стандартные «буллеты» с аргументами в пользу покупки ОФЗ:

- ОФЗ 26207 с погашением в 2027 году торгуется сейчас с доходностью 6,75%, что составляет премию более 2,25% к текущей ключевой ставке. Подобная премия по этой бумаге достигалась только в 2014 году. На протяжении последних шести лет среднее значение величины указанной премии и вовсе было отрицательным.
- Предположив уровень равновесный уровень ключевой ставки 5,5%, что составляет середину диапазона ЦБ (5-6%), мы получим запас доходности по среднесрочному безрисковому инструменту более чем в 125 бп (1,25%). Это весьма щедрое предложение, и чем больше внешние обстоятельства будут давить на рынок ОФЗ, тем щедрее оно будет становиться, привлекая всё больше и больше инвесторов.
- 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;
- Премия длинных бумаг «выдержит» даже умеренное повышение ставки;
- Повышение ставки выше нижней границы коридора ЦБ (5-6%) потребует ряд условий, в частности, восстановление экономики и политическая открытость, тренд на которую пока не сформировался;
- Реальная ставка выше 2,25% 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.

То есть, мы считаем, что при некоторой толерантности к колебаниям портфеля рынок ОФЗ, в особенности в длинной его части, представляет хорошую возможность зафиксировать ставку, серьезно превышающую как показатели инфляции, так и потенциальную ставку по депозитам.

Под конец опять напомним: облигации имеют значительный плюс, которым не обладают ни акции, ни товарные активы – доходность к погашению купленной бумаги будет в любом случае реализована. Более того, при росте доходностей приходящие купоны реинвестируются под более высокую ставку, что еще повышает прибыльность вложений.

Текущие низкие цены создают прекрасные возможности для входа в рынок. Несмотря на то, что некоторая волатильность может смущать консервативных инвесторов в облигации, необходимо четко понимать – вместе с *падением цен* увеличивается *будущая доходность* ваших облигационных вложений. И это не радужные мечты, как в случае с рынком акций, а математический факт.

Ключевые новости по эмитентам в наших портфелях

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

- Выручка Ростелекома в 1 кв. выросла на 8,5%, а OIBDA и чистая прибыль увеличились на 17,7% и 58,85% соответственно. Снижение выручки от фиксированной телефонии компенсируется ростом в сегментах услуг мобильной связи, широкополосного доступа и иных цифровых услуг.

Значимые сделки по портфелям

В части акций:

В портфелях российских акций мы частично фиксировали прибыль в акциях Газпрома, сокращали позиции в Яндексе и Татнефти. Увеличивали позиции в акциях ГКМ Норильский Никель, МТС и Полиметалл.

В портфеле фонда «Открытие – Глобальные инвестиции» мы увеличивали позиции в акциях Charter Communications, VMware, Match Group, Dropbox, Interactive Corp, Roku и Ventas, а также в биржевых фондах iShares J.P. Morgan USD Emerging Markets Bond ETF, iShares MSCI Russia Capped ETF и SPDR Gold Shares.

В части облигаций:

В фонде «Открытие-Облигации» мы не совершали сделок на этой неделе.

В фонде «Открытие – Еврооблигации» мы частично ликвидировали позицию в рубле по достижению ценовых таргетов по курсу.

В портфеле стратегии ДУ «Еврооблигации» мы увеличили долю суверенных облигаций Мексики с погашением в 2031.

Результаты наших активных публичных портфелей

- ОПИФ «Открытие – Глобальные инвестиции» с начала 2021 г. вырос на +15,65%, а за 1 год (30.04.2020-30.04.2021) – на +65,95%. С начала года, за год, и за 3 года этот фонд сохраняет [1-е место](#) по доходности среди всех смешанных фондов;
- ОПИФ «Открытие – Лидеры инноваций» с начала года вырос на +12,93%, а за 1 год (30.04.2020-30.04.2021) – на +76,34%. С начала года этот фонд занимает [3-е место](#) по доходности среди фондов технологического сектора с активами более 1 млрд руб., а за 3 года – абсолютное [1-е место](#) по доходности среди всех фондов на российском рынке;
- ОПИФ «Открытие – Акции» по итогам апреля вырос на +8,33% с начала года. За год (30.04.2020-30.04.2021) наш флагманский фонд акций на российском рынке вырос на +43,18%, войдя [в пятерку](#) лидеров среди неотраслевых фондов российских акций с активами более 1 млрд руб.;
- ОПИФ «Открытие – Еврооблигации» с начала года вырос на 0,36%. За год (30.04.2020-30.04.2021) фонд вошел [в пятерку](#) лидеров по доходности среди всех фондов облигаций с активами более 1 млрд руб., с результатом +11,72% в рублях;
- ОПИФ «Открытие – Облигации» на конец апреля снизился на -0,53% 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 (30.04.2020-30.04.2021) доходность фонда составила +4,19%.

Доходность упомянутых в обзоре фондов на 30.04.2021

ОПИФ	3 мес.	6 мес.	1 год	3 года
ОПИФ «Открытие — Лидеры инноваций»	9,67%	29,46%	76,34%	135,27%
ОПИФ «Открытие — Глобальные инвестиции»	12,91%	29,09%	65,95%	111,82%
ОПИФ «Открытие — Акции»	8,14%	30,96%	43,18%	69,26%
ОПИФ «Открытие — Еврооблигации»	-1,19%	-1,10%	11,72%	42,95%
ОПИФ «Открытие — Облигации»	-0,55%	0,79%	4,19%	22,55%

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: 8 800 500-78-25 (бесплатный звонок по России), 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 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 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.