

СОБЫТИЯ И КОММЕНТАРИИ 12–18 АПРЕЛЯ 2021

Обзор подготовила команда управления портфельного менеджмента УК «ОТКРЫТИЕ»



В двух словах

...из-под носу слезинку смела:// – Юрьев день, – говорит, – дождался,// Неужели же я дождала?!

Этими строчками из перестроечной песни Иващенко и Васильева о политическом процессе в селе Непутёвка¹ мы с радостью озаглавим наш пост-санкционный обзор. Мы дождалась объявления санкций, призванных наказать российскую власть за чудовищные злодеяния во всех отраслях политической жизни. К счастью, процесс принятия решений в нынешнем Белом доме и основные действующие лица слабо отличаются от персонажей песни про Непутёвку. Санкции оказались беззубыми и скорее ударят по американским инвесторам, нежели по предполагаемым целям введенных ограничительных мер.

Подробный разбор формулировок мы проведем в секции, посвященной российским облигациям. Однако и без вездливого анализа понятно, что, как говорится, «палочка прошла мимо барабана». И, как мы неоднократно здесь писали, ничего удивительного в этом нет. Пусть Россия сейчас под лучами софитов за существующие и никогда не существовавшие деяния на международной и внутренней арене, страна настолько интегрирована в мировую экономику и финансовый рынок, что никакие по-настоящему жесткие меры не могут быть приняты в отсутствие открытых военных действий. Которых мы надеемся, в ближайшем будущем не случится.

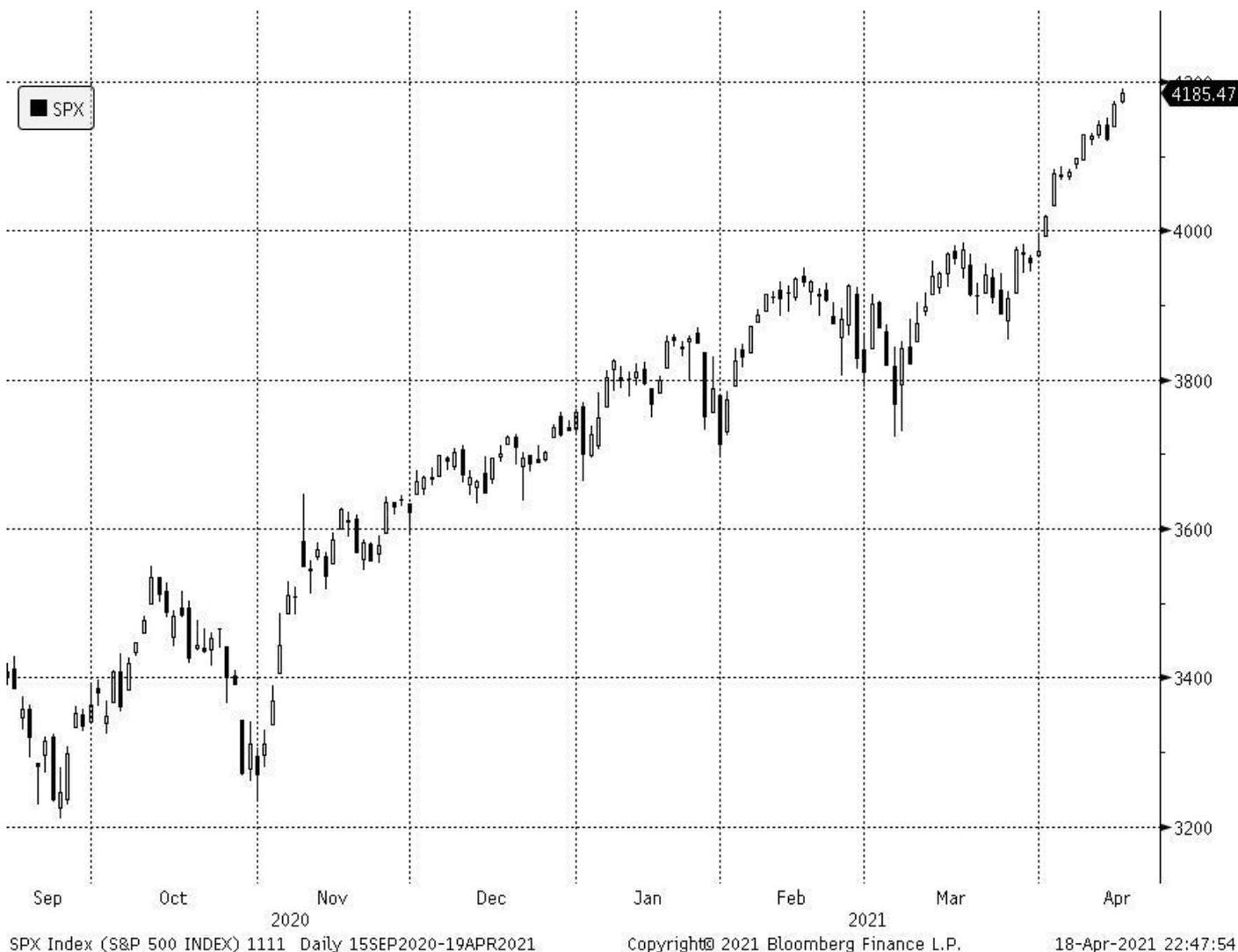
Таким образом, динамика «падение на обсуждении санкций, рост на объявлении» будет и далее превалировать в российских активах. Что чрезвычайно на руку привыкшим к волатильности инвесторам, таким как мы. Каждый подобный «юрьев день» будет приносить нашим портфелям дополнительную доходность.

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.

¹ Полный текст доступен, например, на <http://www.bards.ru/archives/part.php?id=5563>

Глобальные рынки акций

Индекс S&P 500 вырос по итогам прошедшей недели, прибавив 1,37%. Индикатор установил новый исторический максимум, впервые преодолел отметку 4 150 пунктов и завершил торги в районе 4 185 пунктов.



По данным месячной инфляции инвесторы рассудили, что американская экономика растет без признаков «перегрева», и на фоне «голубиных» заверений ФРС доходности 10-летних казначейских облигаций впервые с конца марта опустились ниже 1,6%. Многие компании представили хорошие квартальные результаты за 1Q2021. Рост розничных продаж в марте вдвое превысил прогнозы, хорошими оказались и данные по объемам промышленного производства. Все вышеуказанные факторы нашли отражение в положительной динамике рынка.

Объем розничных продаж в марте вырос на 9,8% по сравнению с предыдущим месяцем. Без учета автомобильного сектора розничные продажи увеличились на 8,4%. При этом рынок прогнозировал рост общих розничных продаж в среднем несколько выше 5,0%. Резкое фактическое увеличение связано с новой порцией денежных выплат, направленных американцам в рамках очередного пакета мер поддержки экономики, постепенным снятием ограничительных мер и благоприятными погодными условиями.

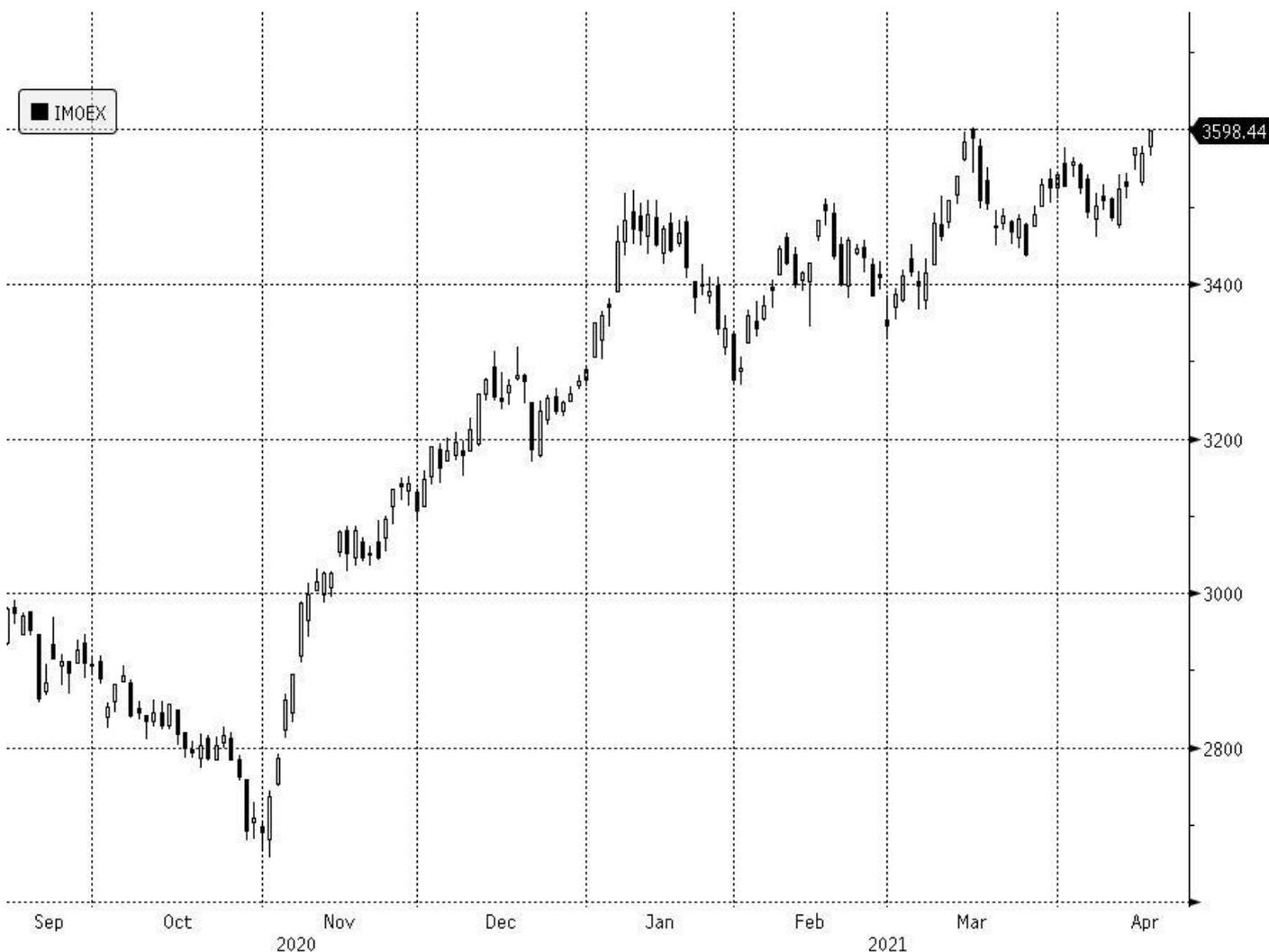
Восстановление экономики Китая резко ускорилось в первом квартале после значительного падения в прошлом году, в начале пандемии. Произошло это за счет усиления спроса как внутри страны, так и за рубежом, а также благодаря продолжительной государственной поддержке малых предприятий, ВВП подскочил на 18,3%. При этом рост промышленного производства КНР в марте год-к-году

составил 14,1%. От второй по величине экономики мира рынок по-прежнему ждет опережающего роста по сравнению с целевым показателем китайского правительства (выше 6%).

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 3,22%, завершив торги в районе отметки 3 600 пунктов – вблизи своего исторического максимума.



MOEX Index (MOEX Russia Index) 1111 Daily 15SEP2020-19APR2021

Copyright© 2021 Bloomberg Finance L.P.

18-Apr-2021 22:47:42

Российский рынок акций демонстрировал опережающую динамику в начале недели, после того, как Президент США Джо Байден в телефонной беседе предложил российскому коллеге Владимиру Путину провести двусторонний саммит. Однако уже в четверг американская сторона поспешила принять указ о санкциях, которые ожидаемо затронули покупку первичного российского госдолга и узкий круг юридических и физических лиц. Реакция российского рынка соответствовала характеру ограничений, и уже к концу дня индексы рынка акций вернулись к уровням предыдущего закрытия.

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) резко вырос на движении базовых ставок и изменении сентимента по отношению к России. Рост за неделю составил 1,5%, значение на закрытие пятницы \$111,22.



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

Copyright© 2021 Bloomberg Finance L.P.

18-Apr-2021 22:48:46

Изменение доходностей базового актива, %

	1 мес.	6 мес.	2 года	10 лет	30 лет
09/04/2021	0,02	0,03	0,16	1,67	2,34
16/04/2021	0,02	0,04	0,16	1,59	2,26
Изменение, б.п.	0	+1	0	-8	-8
Доходности на 01.06.2020	0,12	0,14	0,14	0,66	1,46

HYG ETF (высокодоходные бумаги американских компаний) продолжил дрейф вокруг достигнутых уровней на отсутствии значимых новостей в секторе. Стоимость акции на конец пятницы составила \$87,30. Рост за неделю - 0,11%.

Российский CDS (кредитно-дефолтный своп, ставка на дефолт эмитента) резко снизился после объявления санкций – рынок, очевидно, закладывал гораздо более жесткие сценарии в цены. Цены на облигации подскочили на 4-5 п.п. после объявления о деталях санкций.

Продолжилась консолидация в турецких активах и в целом по долговым рынкам развивающихся стран. Фактор страха от бесконтрольно растущих базовых ставок по мере коррекции в US Treasuries отходит на второй план. Тем не менее, значение CDS на турецкий риск по-прежнему достаточно высокое – значение на закрытие пятницы было около 400 б.п. До смены руководства регулятора CDS торговались в районе отметки 260 пунктов.

Мы схематически повторим несколько тезисов, которые нам представляются 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 вырос на 1,72%. Значение на закрытие пятницы составило 604,18 пункта. Рынок корпоративных бумаг RUCBITR вырос на 0,17%, закрыв неделю вблизи отметки 456,12 пунктов.

Индекс ОФЗ очевидным образом нарисовал известную фигуру технического анализа «двойное дно», что помимо наших фундаментальных соображений также указывает на продолжение роста. Новостей на неделе было две, обе они отмечены значительными «белыми» свечами на графике².

В первую очередь, следует отметить звонок Джо Байдена, который предложил Владимиру Путину встречу на высшем уровне. Подобные шаги к диалогу всегда снижают политическую напряженность, а именно политика, как вы помните, и была главной причиной распродаж на российском рынке.

Однако более интересная, но совершенно ожидаемая динамика рынка нас ждала в четверг 15 апреля после объявления американских санкций на российский долг. Мы хотели бы разобрать слово в слово сообщение Белого дома, чтобы продемонстрировать, насколько легкими оказались принятые санкции.

Текст	Перевод	Комментарий
-------	---------	-------------

² Обычный график «уехал» на две страницы вниз из-за освещения самой важной темы – санкций против России со стороны США. Не сочтите, пожалуйста, за труд, туда заглянуть.

<p>Treasury issued a directive that prohibits U.S. financial institutions from participation in the primary market for ruble or non-ruble denominated bonds issued after June 14, 2021 by the Central Bank of the Russian Federation, the National Wealth Fund of the Russian Federation, or the Ministry of Finance of the Russian Federation; and lending ruble or non-ruble denominated funds to the Central Bank of the Russian Federation, the National Wealth Fund of the Russian Federation, or the Ministry of Finance of the Russian Federation. This directive provides authority for the U.S. government to expand sovereign debt sanctions on Russia as appropriate.³</p>	<p>Казначейство выпустило директиву, которая запрещает финансовым институтам США участие в первичном рынке рублевых и нерублевых облигаций, выпущенных Центральным банком РФ, ФНБ или Министерством финансов РФ после 14 июня 2021 года. [Также запрещается] кредитование в рублях и не в рублях Центрального банка РФ, ФНБ или Министерства финансов РФ. Директива позволяет правительству США расширить санкции по мере необходимости</p>	<p>США. Значит, компании других стран не будут наказаны даже за участие</p> <p>Первичном рынке. Речь идёт исключительно о тех выпусках, которым еще предстоит быть размещенными. Нет санкций на текущих держателей</p> <p>После 14 июня. Интересно, что российскому рынку дали два месяца на раскочку.</p> <p>ЦБ РФ. Это единственный неприятный сюрприз</p> <p>Кредитование. По сути то же самое</p>
--	---	--

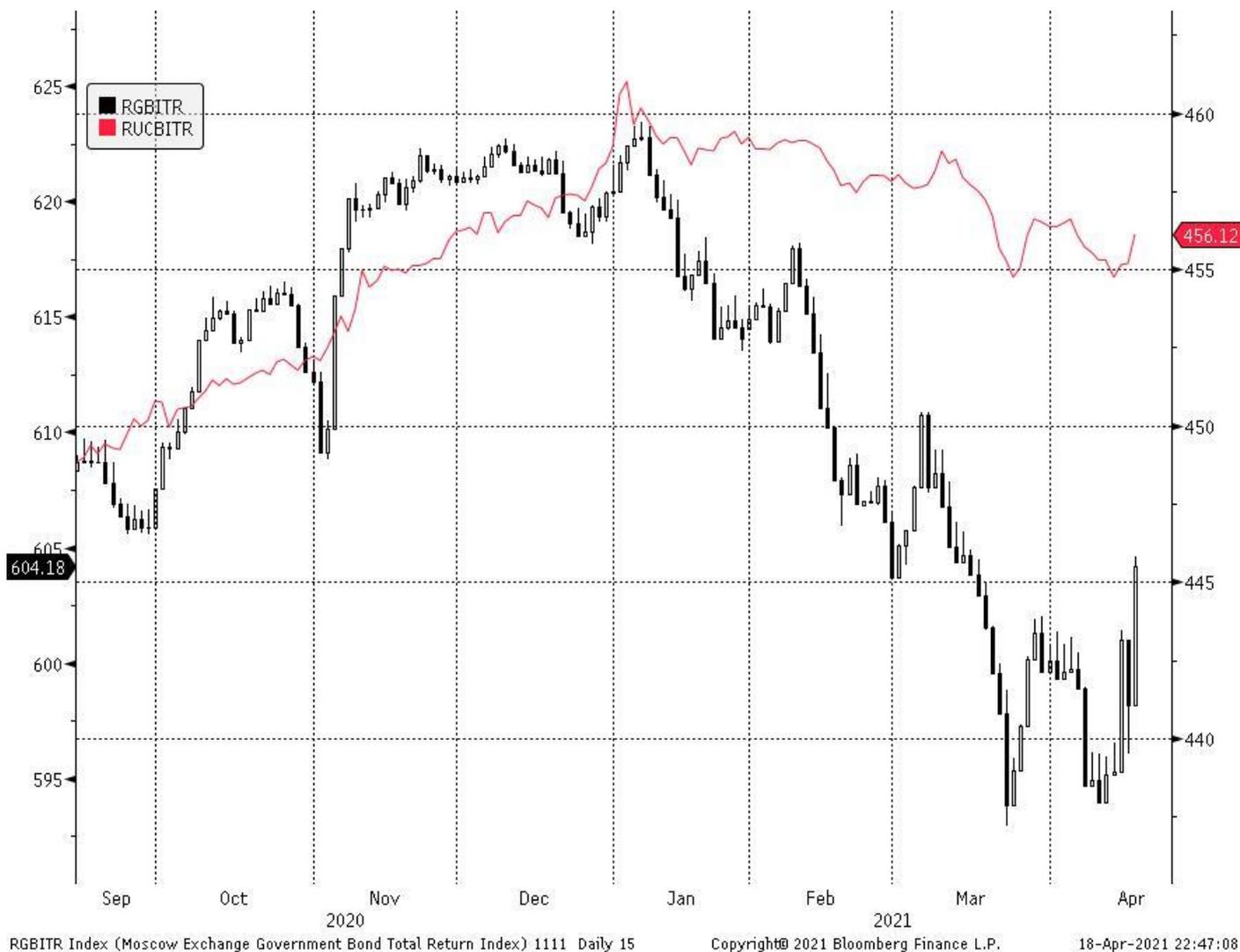
Если резюмировать: санкции не просто не летальные, они настолько мягкие, насколько можно себе представить. Финансовые институты, размещенные в США, уже давно обходят наш рынок стороной, в то время как европейские инвесторы всё более активны. Остается оговорка для «дальнейших санкций», но, по нашему мнению, она призвана придать серьезный вид этому пацифистскому документу.

Таким образом, наши аргументы в пользу покупки ОФЗ по-прежнему в силе.

- 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 EM (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.

³ <https://www.whitehouse.gov/briefing-room/statements-releases/2021/04/15/fact-sheet-imposing-costs-for-harmful-foreign-activities-by-the-russian-government/>

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»:

- Правление Газпрома одобрило предложение направить на дивиденды часть нераспределенной прибыли прошлых лет и рекомендовало выплатить 12,55 рубля на акцию по итогам 2020 года, что подразумевает 5,3% дивидендной доходности. Величина итоговой выплаты превысила средние рыночные ожидания на 33% (9,04 рублей на акцию). В масштабах компании на дивиденды будет направлено 297 млрд рублей, что соответствует уровню в не менее, чем 50% от скорректированной чистой прибыли по МСФО, переход к которому

менеджмент планировал осуществить лишь по итогам 2021 года. Акции Газпрома подорожали на 2,6% после неожиданного увеличения дивидендов.

Значимые сделки по портфелям

В части акций:

В портфелях российских акций мы сокращали позиции в акциях АЛРОСА, Ленты, Магнита и Новатэка, увеличивали позиции в бумагах Детского Мира, Полиметалла и Полюс Золота.

В части облигаций:

В фонде «Открытие-Облигации» мы продолжили покупки средне- и долгосрочных ОФЗ (26230, 26233, 26226, 26207), приобрели на 3,5% от портфеля нового трёхлетнего выпуска Сбербанка, а также доводили доли различных корпоративных эмитентов до целевых после увеличения СЧА фонда.

В фонде «Открытие – Еврооблигации» мы в начале недели докупили подешевевшие ОФЗ 26230 (рублевые), которые мы используем для получения *долларовой* доходности. После отхода на второй план санкционной тематики и возврата курса рубля к более фундаментально обоснованному уровню мы планируем зафиксировать эти бумаги. Кроме того, на долларовую ликвидность мы купили два выпуска бразильских эмитентов EMBRAER 27 и PETBRA 44 каждого примерно на 1,5% от портфеля.

В портфеле стратегии ДУ «Еврооблигации» мы не совершали сделок на этой неделе.

Результаты наших активных публичных портфелей

- ОПИФ «Открытие – Глобальные инвестиции» за 1-й квартал 2021 г. вырос на +13,69%, а за 1 год (31.03.2020-31.03.2021) – на +72,20%. 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 +11,87%, а за 1 год (31.03.2020-31.03.2021) – на +87,45%. 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 квартала вырос на +8,23%. За год (31.03.2020-31.03.2021) наш флагманский фонд акций на российском рынке вырос на +51,88%, войдя [в пятерку](#) лидеров среди неотраслевых фондов российских акций с активами более 1 млрд руб.;
- ОПИФ «Открытие – Еврооблигации» с начала года снизился в рублях на -0,43%. За год (31.03.2020-31.03.2021) фонд вошел [в пятерку](#) лидеров по доходности среди фондов валютных облигаций с активами более 1 млрд руб., с результатом +10,69% в рублях;
- ОПИФ «Открытие – Облигации» на конец марта снизился на -0,80% 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 (31.03.2020-31.03.2021) фонд занимает [5-е место](#) по доходности среди фондов рублевых облигаций с активами более 10 млрд руб. Годовая доходность фонда составила +7,72%, что опережает доступные на тот момент ставки банковских депозитов.

Доходность упомянутых в обзоре фондов на 31.03.2021

ОПИФ	3 мес.	6 мес.	1 год	3 года
ОПИФ «Открытие — Лидеры инноваций»	11,87%	28,90%	87,45%	152,83%
ОПИФ «Открытие — Глобальные инвестиции»	13,69%	25,86%	72,20%	115,34%
ОПИФ «Открытие — Акции»	8,23%	23,36%	51,88%	66,06%
ОПИФ «Открытие — Еврооблигации»	-0,43%	-2,37%	10,69%	52,09%
ОПИФ «Открытие — Облигации»	-0,80%	0,75%	7,72%	22,22%

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.