



СОБЫТИЯ И КОММЕНТАРИИ 15–21 МАРТА 2021

Обзор подготовила команда управления портфельного менеджмента УК «ОТКРЫТИЕ»



В двух словах

Если в предыдущих выпусках нам приходилось развлекать новостную рутину философскими рассуждениями о природе рынков и культуре инвестирования, на этой неделе такой роскоши мы позволить себе не можем. Только перечисление важных, даже критически важных новостей займет половину этой колонки. Наше же к ним отношение не уместится и на трех страницах.

Поэтому пройдемся по верхам, оставив тему облигаций – российских, турецких и долларовых – на соответствующие подразделы ниже по тексту.

Ключевыми драйверами рынков на прошедшей неделе стали (в хронологическом порядке):

1. Интервью Джо Байдена (мы воздержимся от комментариев из этических соображений, процитировав книгу Левит, 19:32);
2. Экспирация опционов на фьючерсы на чикагской бирже, приведшая к обвальному падению нефтяных цен;
3. Решение ЦБ РФ по ставке, которая была повышена на 0,25% (и для нас, и для рынка подобное решение было сюрпризом, больше расскажем об этом в облигационной части);
4. Решение президента Турции Реджепа Эрдогана о смещении с поста главы местного центробанка после «излишнего» повышения ставки (так же попытаемся рассказать разницу между подходами «курильщика» и «здорового человека»)

Новость №1, как вы уже знаете, с нашей точки зрения, означает очередную возможность купить у особо нервных спекулянтов. №2 – преходящая история, связанная с волатильностью рынка товарных активов, долгоиграющих последствий для портфелей не имеет. Что же касается решений по ставкам, расскажем об этом ниже, но если в двух словах – экспозиция портфелей на Турцию ограничена, а доходности на российском рынке облигаций в последние недели выросли настолько, что повышение ставки даже до 5% не должно привести к серьезным последствиям для портфелей.

Напоминаем, что QR-код над этим текстом **ведет в наш Телеграм-канал**, где мы собираем комментарии управляющих и аналитиков УК «Открытие», а также делимся текущими мыслями и просто интересной информацией по рыночной ситуации, и безусловно расскажем о новых пузырях).

Глобальные рынки акций

Индекс S&P 500 завершил предыдущую неделю снижением, потеряв 0,77% и завершив торги в районе отметки 3 913 пунктов.



Внутри недели индекс обновлял исторические максимумы, лишь немного не дотягивая до 4 000 пунктов, однако удержать завоеванные высоты не смог. Опасения дальнейшего роста доходностей по казначейским облигациям США пока что сдерживают оптимизм на рынке акций. Не развеяло напряжение и очередное заседание ФРС США, несмотря на заверения регулятора в сохранении сверхмягкой денежно-кредитной политики. Рост ставок давит в первую очередь на те компании, текущая оценка которых основана на очень-очень долгосрочных и очень-очень позитивных (кто-то скажет – «сказочных») прогнозах. Мы стремимся избегать таких компаний даже в своих портфелях с фокусом на технологический сектор. Полагаем, что для хороших, конкурентоспособных компаний, имеющих положительные и растущие свободные денежные потоки, и дальнейший рост доходностей принесет лишь временную волатильность на долгосрочной восходящей траектории котировок.

Из новостей Еврозоны отметим, что 17 марта глава Еврокомиссии Урсула фон дер Ляйен сообщила об ухудшении ситуации с коронавирусом в Европе, которое происходит из-за снижения темпов вакцинации. В странах региона продолжается ужесточение карантинных мер. Это означает, что на вывод европейской экономики из коронавирусного кризиса может потребоваться больше усилий и времени.

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 1,81%, завершив торги в районе отметки 3 475 пунктов.



Наиболее заметным для российского рынка событием стал очередной виток в отношениях с США – о заявлениях Джо Байдена мы говорили во введении к настоящему обзору. Причиной столь резких комментариев стал доклад разведки, в котором говорится о вероятной причастности структур из РФ к раскачиванию социальной напряжённости в ряде штатов. Появился также запрет на поставки в РФ оружия и военных технологий. Важно, что никаких серьезных доказательств в докладе представлено не было, в связи с чем реакция рынка оказалась сдержанной. В то же время новости о готовности Европы вести переговоры с РФ по поставкам вакцины привносят позитив, поскольку частично снижают внешнеполитические риски на этом направлении.

Из экономических новостей отметим, что Глава Минэкономразвития допустил достижение годовой инфляции в России после своего пика, который будет достигнут в ближайшие недели. При этом он подчеркнул важность стабилизации ситуации за пределами России, обусловив рост цен в стране воздействием внешних рынков. Повышенное внимание к показателю возникает у инвесторов в ожидании дальнейших возможных шагов ЦБ РФ по ужесточению денежной политики. Отметим, что акции хороших компаний как инструмент инвестирования относительно хорошо переносят времена повышенной инфляции.

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) вырос на 0,77%. Значение на закрытие пятницы \$109,29.



HYG ETF (высокодоходные бумаги американских компаний) испытал небольшое снижение в конце недели (снижение за неделю -0,46%, значение на закрытие пятницы \$86,06), снова продемонстрировав высокую корреляцию с рынком нефти.

Изменение доходностей базового актива, %

	1 мес.	6 мес.	2 года	10 лет	30 лет
12/03/2021	0,03	0,06	0,14	1,64	2,40
19/03/2021	0,01	0,03	0,16	1,74	2,45
Изменение, б.п.	-2	-1	+2	+10	+5
Доходности на 01.06.2020	0,12	0,14	0,14	0,66	1,46

В котировках EMB ETF не учитываются специфические риски Турции и России, а за рост индекса развивающихся стран опять «в ответе» не имеющий отношения к нашим портфелям Эквадор. Тем не менее, хотелось бы сказать пару слов о Турции, где в воскресенье 21/3 указом президента была произведена смена главы ЦБ.

Независимость центрального банка любой страны воспринимается инвесторами на данном этапе развития финансовой теории как абсолютный постулат. Как следствие, грубое вмешательство исполнительной власти в проведение денежно-кредитной политики привнесло бы негатив даже на относительно спокойные рынки, что уж говорить о Турции, проблемы с золотовалютными резервами которой прекрасно известны всему инвестиционному сообществу. Более того, мягко скажем «неортодоксальность» (а грубо скажем, так просто некомпетентность) президента Эрдогана в финансовых вопросах добавляет перца в и без того напряженный рынок.

С другой стороны, более быстрое восстановление мировой (и что еще важнее – европейской) экономики и возобновление международного туризма могут ослабить давление на лиру, а отсутствие более доходных альтернатив будет привлекать спекулянтов в подешевевшие активы. Вызывает осторожный оптимизм и амплитуда реакции на упомянутую новость – несмотря на обвальное падение, турецкая лира не опустилась ниже минимумов октября, что с точки зрения технического анализа весьма сильный знак, а динамика торгов в понедельник 22/3 была также весьма позитивной.

Возвращаясь к более развитым рынкам, рост доходностей на «дальнем конце» кривой доходности 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 видим, что рост доходности 30-летней бумаги (US Treasury) практически остановился. Доходности на «совсем дальнем конце» зависят от долгосрочных ожиданий по инфляции и в меньшей степени реагируют на краткосрочные ставки. Остановка на важном уровне 2,5% (что выше таргета ФРС по инфляции и примерно совпадает со средними значениями этого показателя за последние пару десятилетий), с нашей точки зрения, очень позитивный момент.

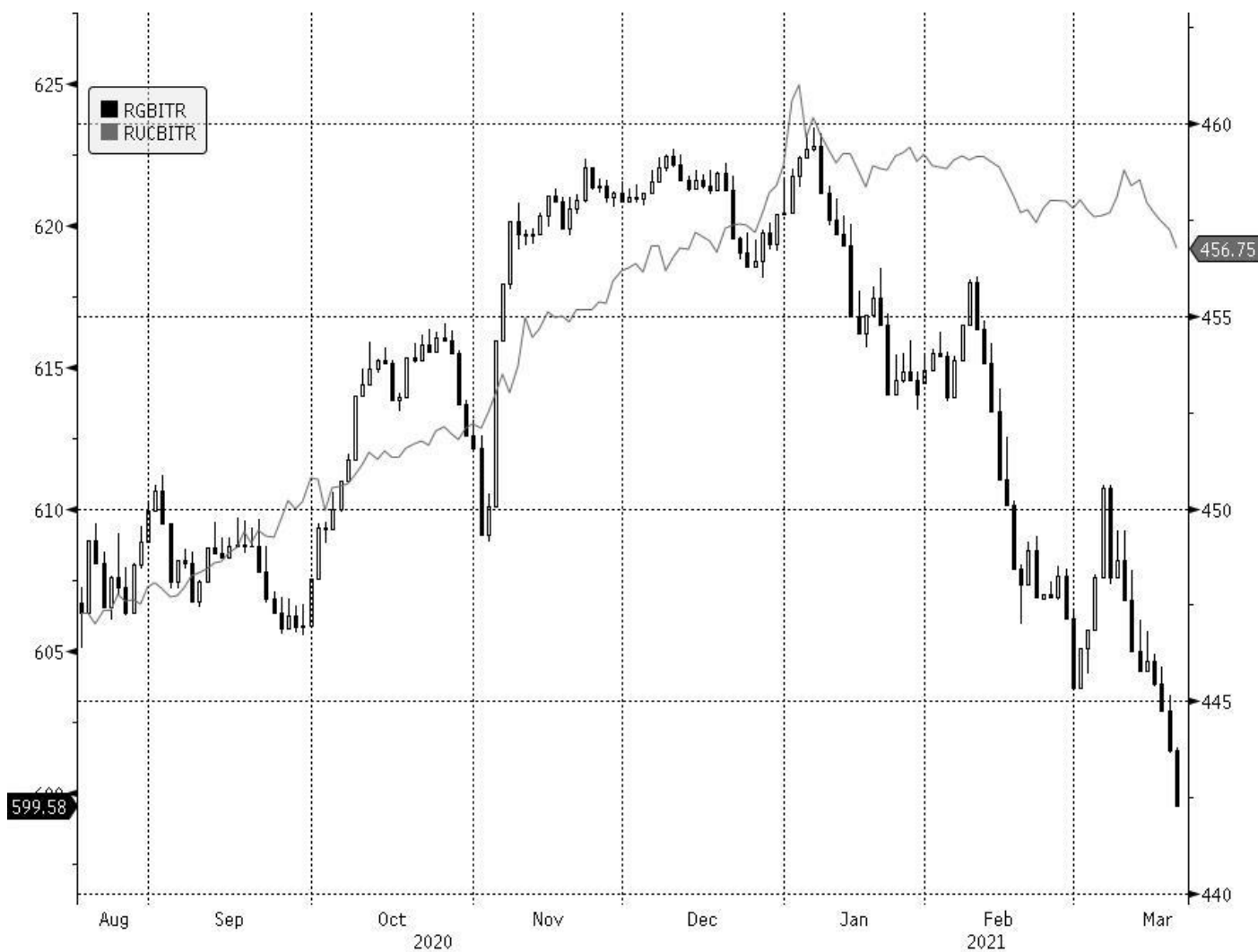
Складывается впечатление, что инвесторы верят, что Федрезерву удастся обуздать рост доходностей на длинном конце кривой, так как успешные примеры по контролю за кривой доходности в других экономиках хорошо известны. Достаточно упомянуть Японию и Евросоюз, а ведь ЦБ этих стран уступают по уровню координации 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.

Важно также, что кривая US Treasury 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

По итогам недели индекс полного дохода ОФЗ RGBITR снизился на 0,79%. На рынке корпоративных бумаг также происходит переоценка – индекс этого сегмента RUCBITR снизился на 0,39%.



В минувшую пятницу 19/3 ЦБ РФ повысил ключевую ставку на 0,25%, официально начав цикл ужесточения денежно-кредитной политики. Мы, как и большинство инвестиционного сообщества, считали, что повышение ставки начнется в апреле, однако, регулятор не стал ждать у моря погоды и сыграл на опережение. Тем не менее, в прошлом обзоре мы писали:

...даже если произойдет повышение ставки, оно будет, с нашей точки зрения, носить точечный характер – и мы сомневаемся, что под анонимными сообщениями некоторых новостных агентств о резком повышении ключевой ставки есть хоть какая-то реальная основа.

Причины, по которым Центробанк решился на этот шаг, очевидны. Инфляция достигла своего многолетнего пика, и вкупе с успешной вакцинацией и усилением общемировых инфляционных ожиданий, необходимо было продемонстрировать «серьезность намерений». Несмотря на то, что ожидания по дальнейшему подъему ставки усилились, мы считаем, что дальнейшие шаги регулятора в пределах 0,5% не должны оказать негативное воздействие на рынок облигаций в сегменте средне- и долгосрочных бумаг.

Разница в доходности между долгосрочными бумагами (ОФЗ 26207, например) и ключевой ставкой расширилась до более чем 2,25% – в то время как большую часть времени после 2014 года эта разница находилась на отрицательной территории. Это говорит о том, что скромное повышение ставки, по нашему пониманию, не должно привести к дальнейшему падению длинных госбумаг. Напротив, успокоив инфляционные ожидания, ЦБ РФ может привести своими действиями к росту рынка гособлигаций, в особенности, если снизится политическая напряженность.

Напомним вкратце, как случилось, что регулятору пришлось повышать ставку. Февраль и начало марта оказались вероятно самым сложным периодом 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 тройку самых быстрых движений за последние полвека.

В итоге, мы считаем, что рост доходностей российских облигаций в последние месяцы создал хороший потенциал для входа на рынок. Среднесрочные положительные факторы продолжают превалировать в оценке перспектив российского рынка облигаций. Ниже приведены некоторые доводы в пользу этой точки зрения:

- Россия интересней аналогов среди EM (развивающихся рынков) как с точки зрения ответственной монетарной и фискальной политики (если вы дочитали до этого места, вы должны знать, как (не) функционирует ЦБ в Турции), 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;
- 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.

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.

Ключевые новости по эмитентам в наших портфелях

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

- НОВАТЭК может отказаться от планов строительства «Обского СПГ» в Сабетте мощностью 5 млн тонн на основе российского оборудования по технологии «Арктический каскад», заменив ее технологией германской Linde (она также использовалась на проекте «Арктик СПГ – 2»). Ранее предполагалось, что по объемам капитальных вложений «Обский СПГ» будет менее конкурентоспособным, чем «Арктик СПГ – 2». Однако если компания сможет существенно сократить расходы за счет изменения технологии, используемой на проекте (либо за счет пересмотра целевого объема производства, что также возможно), это может заметно улучшить экономические параметры «Обского СПГ». Новость благоприятна для акционеров компании.

Значимые сделки по портфелям

В части акций:

В портфелях российских акций мы частично фиксировали прибыль в ФосАгро, сокращали позиции в бумагах МТС; увеличивали позиции в Яндексе, АЛРОСА и Северстали.

В портфеле ОПИФ «Открытие – Глобальные инвестиции» мы покупали акции Altria, Wells Fargo, Facebook, Dropbox, а также фонды iShares U.S. Real Estate ETF, iShares J.P. Morgan USD Emerging Markets Bond ETF и Vanguard Short-Term Corporate Bond 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 купили короткий выпуск SOVCOM 25, а также длинные выпуски BRASKEM 50 и PEMEX 50, каждого примерно на 1,5% от портфеля.

В портфеле стратегии ДУ «Еврооблигации» мы продолжили покупки в среднесрочных бумагах, скорректировавшихся в последнее время. В портфель были приобретены бумаги суверенные облигации Индонезии 2030 года, Мексики 2031 года и Бразилии 2030 года суммарно на около 8% от портфеля.

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 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.