

СОБЫТИЯ И КОММЕНТАРИИ 22–28 МАРТА 2021

Обзор подготовила команда управления портфельного менеджмента УК «ОТКРЫТИЕ»



В двух словах

Линейная экстраполяция существующих тенденций – это, вероятно, самый простой способ прийти к неверным выводам о природе рыночных движений. Причем в обе стороны, испуг и жадность шагают здесь рука об руку. Мысленно продолжая тренды до бесконечности, можно поддаться как эйфории, так и повышенной тревожности. Решения, принятые на основе подобных рассуждений, будут ошибочными в долгосрочной перспективе.

Иллюстрация, пусть и не из мира финансов, хорошо демонстрирует неверность подхода. Возьмем дневные температуры с марта по июль в средней полосе России и линейно экстраполируем тенденцию до, например, января. Думается, под Рождество среднесуточная температура превысила бы 40 по Цельсию. Очевидно, что реакция на полученные значения должна бы быть единственной – присоединиться к господину Маску в покорении Марса, поскольку всего через несколько месяцев наша планета бы оказалась непригодной для жизни.

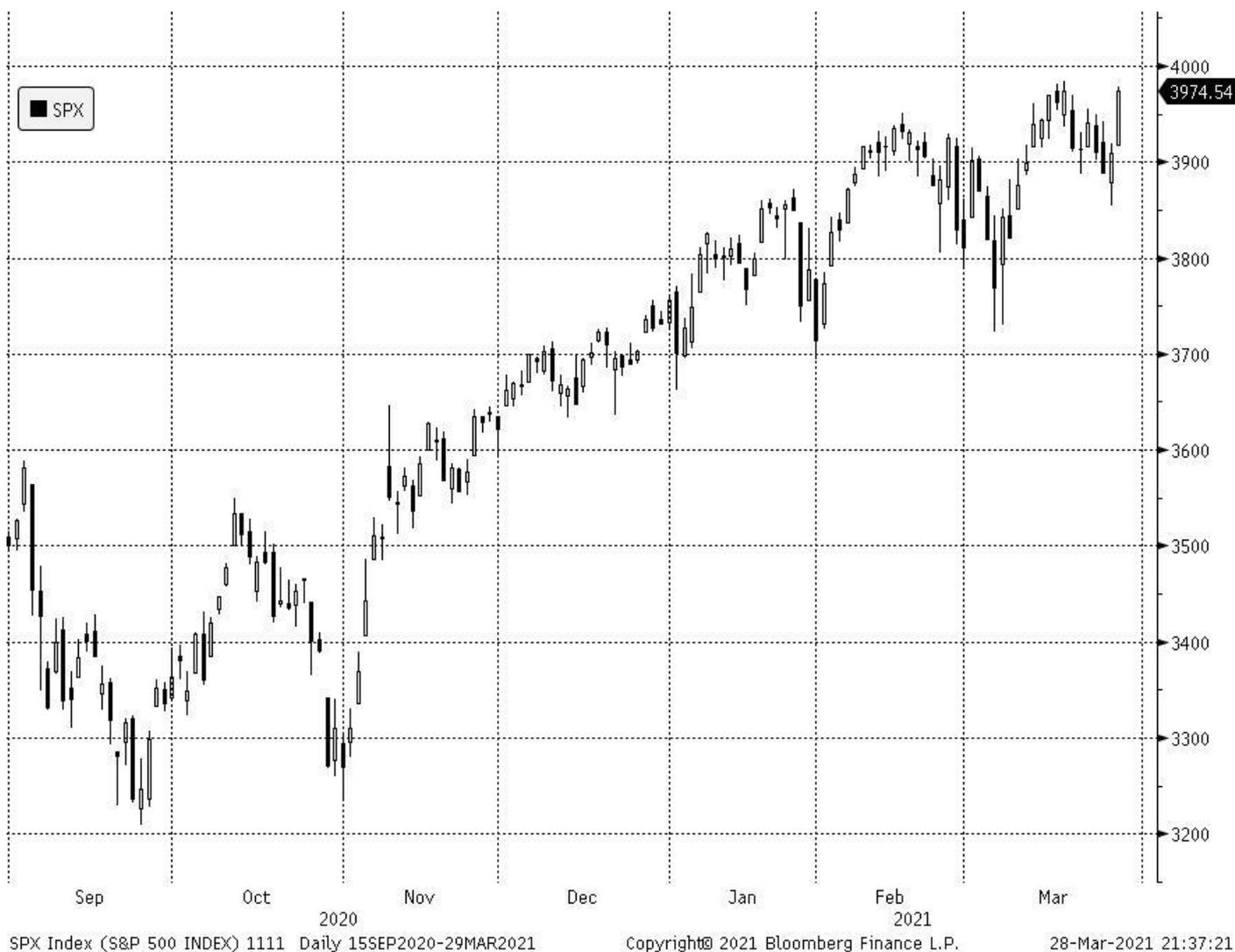
Подобные рассуждения в отношении финансовых рынков не приводят к столь радикальным последствиям. Тем не менее, каждый раз, когда эмоции берут верх над опытом, нужно мысленно повторять: рынки не идут по бесконечной прямой линии, ни вниз, ни вверх. Особенно это касается падений: **каждые несколько процентов вниз встречают экспоненциально больше реакции как со стороны покупателей, так и со стороны финансовых регуляторов**, обеспокоенных нестабильностью на рынке. Честно признаемся, нам тоже некомфортно, когда рынок под воздействием новостей или крупных продаж идет вниз. Однако опыт успешного прохождения предыдущих кризисов помогает нам принимать ответственные решения в таких ситуациях.

На минувшей неделе интересно развивались события на рынке рублевых облигаций. Вы наверняка поняли, о чем пойдет речь, но если хотите прочитать подробнее – не поленитесь заглянуть в соответствующий раздел.

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.

Глобальные рынки акций

Индекс S&P 500 вырос по итогам прошедшей недели, прибавив 1,66% и завершив торги около отметки 3 975 пунктов.



Оптимизм на рынках сохранился, чему не смогли помешать ни пожарные распродажи ряда акций на \$20 млрд долларов со стороны «подорвавшегося» фонда Archegos Capital Management, ни остающиеся на высоких (для нынешней реальности) уровнях доходности казначейских облигаций США. Ожидания дальнейших стимулов поддерживают спрос на большую часть хороших активов, даже если многие из них стоят уже дорого по историческим меркам. Только откровенно «пузыристые» сегменты рынка акций США (которых мы стремимся избегать в своих портфелях) лишились сил к дальнейшему росту и корректируются на десятки процентов с зимних максимумов.

Джанет Йеллен, выступая на посвященных восстановлению экономики США слушаниях, прогнозировала возврат к полной занятости в следующем году, а Джером Пауэлл заверил в сильной динамике в экономике в этом году. Наиболее своевременный индикатор экономического здоровья страны – еженедельный отчет Министерства труда о заявках на пособия по безработице, также не разочаровал инвесторов. Индекс PMI, отражающий активность в секторе услуг экономики США, по предварительным расчётам, составил 60 пунктов в марте.

Деловая активность в Еврозоне также выросла в этом месяце, несмотря на то, что большая часть европейских стран переживает третью волну коронавируса и продлевает меры изоляции. Сводный индекс менеджеров по закупкам PMI в марте составил 52,5 пунктов, согласно предварительным данным, по сравнению с 48,8 пунктов в феврале.

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 0,42%, завершив торги в районе отметки 3 490 пунктов.



В отсутствие большого числа корпоративных новостей российский рынок акций двигался под воздействием цен на нефть, продемонстрировавших сильную амплитуду колебаний на этой неделе, и осложнившейся эпидемиологической ситуации в Европе и мире, где сейчас наблюдается уже третья волна коронавируса. Санкционная тематика хоть и не ушла с повестки и негативно сказывается на рубле, дальнейшего развития для рынка акций не получила.

В феврале во всех секторах российской экономики продолжилось восстановление. Хотя динамика промышленного производства, розничной торговли и грузоперевозок по-прежнему была хуже, чем годом ранее (на 3,7%, 1,3% и 6,0%, соответственно), с учетом сезонной корректировки все показатели оказались лучше, чем в январе текущего года. Ослабление карантинных мер в России, очевидно, стимулировало экономическую активность.

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) практически не изменился, продемонстрировав номинальное снижение в пределах 0,05%. Значение на закрытие пятницы \$109,26.



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

Copyright© 2021 Bloomberg Finance L.P.

28-Mar-2021 21:36:34

HYG ETF (высокодоходные бумаги американских компаний) напротив вырос за неделю на 1%, значение на закрытие пятницы \$86,92, отреагировав, по всей видимости, на позитив в динамике базового актива.

Изменение доходностей базового актива, %

	1 мес.	6 мес.	2 года	10 лет	30 лет
19/03/2021	0,01	0,03	0,16	1,74	2,45
26/03/2021	0,02	0,04	0,14	1,67	2,37
Изменение, б.п.	+1	+1	-2	-7	-8
Доходности на 01.06.2020	0,12	0,14	0,14	0,66	1,46

Еврооблигации Турции консолидировались на этой неделе после жестокой распродажи в понедельник, практически вернувшись на уровни закрытия пятницы. Безусловно, последнее слово в этой истории еще не сказано, и действия местного Центробанка будут изучаться под лупой и с особым пристрастием. Пока что высказывания господина Кавджиоглу весьма осторожны, что помогает лире торговаться выше минимумов, показанных в ходе панических торгов после внезапной смены главы турецкого регулятора.

Напомним, что 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.

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.

Десятилетняя US Treasury также 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. Таким образом, либо рынок акций серьезно скорректируется (в чём и у нас, бондовиков, и у коллег, занимающихся акциями, есть обоснованные сомнения), либо нас ждет падение доходности долгосрочных облигаций. Что, естественно, приведет к росту котировок.

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

значения 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 0,1%. На рынке корпоративных бумаг также продолжается подстройка под новую реальность – индекс полного дохода этого сегмента RUCBITR снизился на 0,15%.



Неделя началась с резкой распродажи в сегменте ОФЗ. Вторник оказался самым тяжелым днем, индекс полного дохода госбумаг опускался на «коронавирусные» уровни марта 2020 года, а покупки на рынке носили спорадический характер. В качестве основных причин такой динамики назывались неприятности в турецких активах, а санкционная тематика, ужесточение денежно-кредитной политики и волатильность нефтяных цен добавили масла в огонь.

Однако, как мы писали во введении, достижение каждого нового уровня вызывает экспоненциально большее сопротивление. Доходность к погашению 15-летней ОФЗ 26230 во вторник доходила до уровня 7,35%, что до смешного много. Очевидно, что в отсутствие серьезных потрясений ключевая ставка не подойдет к этому уровню в обозримой перспективе.

Даже среднесрочная ОФЗ 26207 с погашением в 2027 году торговалась с доходностью выше 7%, что составляет премию более 2,5% к текущей ключевой ставке. Подобная премия 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 150 бп (1,5%). 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.

Серьезным аргументом в пользу этого утверждение является, не побоимся этого слова, паралич дилеров облигаций первого эшелона. Активность в корпоративных бумагах первого эшелона полностью исчезла. Главной причиной контрагенты называют нежелание продавать «по новым ценам». Текущие уровни ОФЗ рассматриваются как временные, кризисные, и рыночные участники ждут падения доходностей базового актива. Даже Минфин считает сложившиеся цены недостаточно привлекательными для размещения новых траншей, что сняло в определенной степени давление на рынок и позволило хорошо отрасти в конце недели.

Динамика второй половины недели (рост индекса RGBITR составил около 1% от минимумов за три дня) связывают с окончанием продаж активов крупным нерезидентом – и это также свидетельствует о перепроданности сегмента ОФЗ. Как только локальный «перекосяк» уходит с повестки дня, текущие уровни привлекают немало покупателей в подешевевшие *безрисковые* бумаги.

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 ЕМ (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»:

- Совет директоров МТС одобрил план выкупа акций и АДР на сумму до 15 млрд рублей до конца 2021 года. Ранее компания сообщала о наличии таких планов во время телефонной конференции, посвященной результатам за четвертый квартал 2020 года. Объем и сроки выкупа сохранятся те же, что и в 2020 году (предыдущий выкуп в объеме 15 млрд рублей - 2,4% от уставного капитала, завершился в декабре прошлого года). Возможность осуществления байбека в случае неблагоприятной ценовой конъюнктуры может оказать поддержку котировкам бумаг в этом году.

Значимые сделки по портфелям

В части акций:

В портфелях российских акций мы частично фиксировали прибыль в акциях РУСАЛа, сокращали позицию в ГКМ Норильский Никель, в акциях Аэрофлота и Ленты. Увеличивали позиции в бумагах Мосбиржи, НЛМК и ВТБ.

В портфеле ОПИФ «Открытие – Глобальные инвестиции» мы покупали акции Altria, Facebook, Dropbox, Charter Communications, Micron Technologies, а также фонды iShares U.S. Real Estate ETF, iShares J.P. Morgan USD Emerging Markets Bond ETF, Vanguard Short-Term Corporate Bond ETF и iShares 20+ Year Treasury Bond ETF.

В части облигаций:

В фонде «Открытие-Облигации» мы увеличили долю средне- и долгосрочных ОФЗ (26230, 26233, 26226, 26207) по привлекательным уровням вторника и среды.

В фонде «Открытие – Еврооблигации» реаллоцировали турецкий риск из коротких банковских бумаг, практически не пострадавших от снижения, в более длинные суверенные облигации TURKEY 43. Кроме того, мы вернулись к приобретению подешевевших ОФЗ 26230, 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. Мы также воспользовались слабостью бумаг ГКМ Норильский никель и увеличили позицию в выпуске GMKNRM 25. У нас нет сомнений в платежеспособности эмитента.

В портфеле стратегии ДУ «Еврооблигации» после распродажи в облигациях Турции мы увеличили позицию в TURKEY 47. Также в портфель были приобретены бумаги Северстали, СНМФРУ 24.

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.