



СОБЫТИЯ И КОММЕНТАРИИ 29 МАРТА–04 АПРЕЛЯ 2021

Обзор подготовила команда управления портфельного менеджмента УК «ОТКРЫТИЕ»



В двух словах

Короткая неделя прошла по-пасхальному спокойно. Пятница, 2 апреля, и понедельник 5 апреля во многих странах выходные по случаю крупнейшего христианского праздника, выпавшего по западному исчислению на прошедшее воскресенье.

Ни набирающая силу «третья волна» пандемии, ни осознание масштаба последствий, к которым привел крах крупного фонда Archegos Capital Management не вывели рынок из блаженного предпасхального равновесия. Многомиллиардные убытки крупных банков показались рынку мелочью по сравнению с радужными перспективами восстановления на «казенных харчах», то есть на бесплатной ликвидности, которую раздают центробанки по всему миру.

Мы бы хотели еще добавить пару слов про Archegos. Стратегия фонда была до смешного проста – делать концентрированные ставки с помощью большого кредитного плеча, то есть за счет заёмных средств. С нашей точки зрения, к *инвестированию* такой подход имеет весьма далекое отношение. К ответственному инвестированию – вообще никакого. Подобные истории заканчиваются банкротством. **Для инвестора – всегда**, для самого управляющего – часто, а иногда даже и для банков, предоставляющих плечо. В 2020 году Archegos повезло, и на красивые показатели доходности сбежалось много желающих быстро разбогатеть... расплата не заставила себя долго ждать.

Объем ликвидности в системе вряд ли приведет к коллапсу банков, отметившихся в истории с Archegos (по сообщениям СМИ, наибольшие потери понесли Nomura и Credit Suisse), но новым участникам рынка стоит изучить этот пример. Рынок акций – хорошее средство **долгосрочного накопления капитала**, при ответственном подходе, которого мы и придерживаемся. А вот для **игры с кредитным плечом он годится плохо**. Слишком много параметров, которые в одночасье могут перевернуть с ног на голову и рынок, и стоимость позиции, и – увы! – ваш счёт. Будьте бдительны!

Поздравляем христиан западного обряда с Пасхой, иудеев с прошедшим праздником Песах, а мусульман – с наступающим на следующей неделе месяцем Рамадан и 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 1,14%. Индикатор впервые преодолел отметку 4 000 пунктов и завершил торги в районе 4 020 пунктов.



Неделя для рынка США прошла позитивно на фоне хорошей макростатистики, новости о вакцинировании также внушали оптимизм. Джо Байден представил новый план по инвестициям в инфраструктуру, сокращению неравенства и поправкам в налоговое законодательство. План оказался настолько масштабным, что его полная реализация может растянуться на десятилетие и потребует выделения совокупно \$2-3 трлн государственных денежных средств. Рынок позитивно воспринял готовящиеся стимулы.

Индекс потребительского доверия в США поднялся до 109,7 пунктов в марте, значительно превысив рыночные ожидания. По всей видимости, уверенность рынка акций стали постепенно перенимать и потребители. Индикаторы их оценки текущих условий, а также прогнозы на ближайшую перспективу улучшились существенно и указывают на вероятность усиления экономического роста в ближайшие месяцы.

Существенно ускорился рост деловой активности в производственном секторе Еврозоны в марте. Индекс менеджеров по закупкам (PMI), отражающий активность сектора, составил 62,5 пунктов против 57,9 пунктов в феврале. В марте наблюдался рекордный рост объемов производства и новых заказов (экспортные заказы увеличиваются девятый месяц подряд). Отметим, что европейские фондовые индексы также обновляют исторические максимумы.

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 1,96%, завершив торги в районе отметки 3 560 пунктов.



Российский индекс МосБиржи завершил март, прибавив около 6%. Лучшими по итогам месяца оказались нефтегазовый и финансовый сектора. Притом в последние дни наибольший оптимизм наблюдался в акциях ГК «Норильский Никель», на фоне новостей об успешной остановке притока воды на затопленных рудниках.

Росстат опубликовал детальные данные по ВВП за четвертый квартал 2020 года. Показатель сократился на 1,8% квартал-к-кварталу. В последнем квартале года динамика всех компонентов ВВП улучшилась. Замедлился спад потребления и инвестиций, экспорта и импорта. Учитывая продолжающееся восстановление экономики и более высокие цены на нефть, в текущем году рост российской экономики ожидается на уровне 3%.

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) снова практически не изменился, продемонстрировав номинальный рост в пределах 0,12%. Значение на закрытие пятницы \$109,39



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

Copyright© 2021 Bloomberg Finance L.P.

04-Apr-2021 20:43:59

HYG ETF (высокодоходные бумаги американских компаний) продолжил рост, значение на закрытие пятницы \$87,07 на притоках денежных в сектор рискованных американских облигаций.

Изменение доходностей базового актива, %

	1 мес.	6 мес.	2 года	10 лет	30 лет
26/03/2021	0,02	0,04	0,14	1,67	2,37
02/04/2021	0,02	0,04	0,19	1,72	2,35
Изменение, б.п.	0	0	+5	+5	-2
Доходности на 01.06.2020	0,12	0,14	0,14	0,66	1,46

Прекрасная неделя на рынке еврооблигаций. В таких случаях в рассылках обычно пишут «nothing to report». После такого роста доходностей, который мы видели в первом квартале 2021 года, это действительно подпадает под поговорку «отсутствие новостей – уже хорошая новость».

Обратим ваше внимание на несколько историй. Турецкие активы продолжили постепенную консолидацию после неприятностей середины месяца. Кредитный рейтинг Республики Беларусь был оставлен агентством Moody's без изменений на уровне В3 со стабильным прогнозом. Российские еврооблигации слабо реагировали на очередной внешнеполитический негатив – доходности по длинным бумагам достигли привлекательных уровней, где покупатели скорее ориентируются на абсолютные величины доходностей, нежели на относительную недооцененность по сравнению с другими эмитентами.

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 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 практически не изменился, падение составило менее 0,1%. Рынок корпоративных бумаг как обычно в короткую неделю слабо реагировал на внешние раздражители индекс полного дохода этого сегмента RUCBITR технически вырос на 0,09%, однако, ликвидность продолжает оставаться весьма спорадической.

Рынок ОФЗ слегка скорректировался после роста в конце прошлой неделе на крупных аукционах Министерства Финансов. Интересная статистика пришла от ЦБ РФ: доля нерезидентов в ОФЗ сократилась до 22,7% на конец февраля (регулятор публикует данные с лагом в месяц). Это уровень 2016 года.

С нашей точки зрения, это позитивная новость – чем больше нерезидентов выйдет сейчас, тем сильнее вырастет рынок, когда они начнут заходить обратно.

В остальном же, как и в еврооблигациях, «nothing to report». Что, в целом, не так и плохо.



Мы настаиваем на нашей аргументации в пользу покупки ОФЗ. Большую часть из нижеприведенного текста вы уже видели, но если уж мы сыпем в обзоре пословицами, то лучше «повторение – мать учения» к этому случаю не применить.

Если же говорить серьезно, среднесрочная ОФЗ 26207 с погашением в 2027 году торгуется сейчас с доходностью 6,8%, 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 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.

Важным аргументом в пользу этого утверждения 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.

Динамика второй половины позапрошлой 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 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 2,25% 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.

Ключевые новости по эмитентам в наших портфелях

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

- Помимо сообщений об остановке воды на затопленных рудниках Норильского Никеля, в СМИ появились новости о предполагаемых изменениях в дивидендной политике компании, которые могут вступить в силу после окончания действия текущего акционерного соглашения. Согласно представленному менеджментом плану, в будущем на дивиденды может направляться 50-75% от свободного денежного потока. Несмотря на снижение выплат в абсолютном выражении, среднесрочно это позволит компании сократить долговую нагрузку и перейти к разумной выплате 100% денежного потока в будущем. Помимо прочего, поддержать денежный поток в долгосрочной перспективе сможет глобальный рост спроса на никель и медь.

Значимые сделки по портфелям

В части акций:

В портфелях российских акций мы сокращали позиции в бумагах АЛРОСА, Ленты, ЛУКОЙЛа, Роснефти, Яндекса, докупали Детский Мир и ВТБ.

В портфелях иностранных акций мы докупали «голубые фишки» американского технологического сектора, такие как Facebook, Alphabet (Google), Microsoft.

В части облигаций:

В фонде «Открытие-Облигации» мы продолжили покупки средне- и долгосрочных ОФЗ (26230, 26233, 26226, 26207), а также довели доли различных корпоративных эмитентов до целевых после увеличения СЧА фонда.

В фонде «Открытие – Еврооблигации» мы продолжили покупать 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.

В портфеле стратегии ДУ «Еврооблигации» мы увеличили позицию в TURKEY 47, BRAZIL 30, VALE 42 и PETBRA 30. Загрузка портфеля приблизилась к 100%.

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.