



## СОБЫТИЯ И КОММЕНТАРИИ 29 МАЯ – 4 ИЮНЯ 2021

Обзор подготовила команда управления портфельного менеджмента УК «ОТКРЫТИЕ»



### В двух словах

Вопрос «деду до дедолларизации ли?» мы вынесли в название обзора не случайно. И клиентов, и сотрудников, и даже родственников авторов обзора интересовали заявления, сделанные министром финансов господином Силуановым на форуме ПМЭФ об отказе от долларов в структуре золотовалютных резервов России.

На данный момент ЗВР на 35% состоят из долларов США, на 35% из евро. Соответственно «обнуление» долларовой части приведет к росту доли в юане до 30% с текущих 15% и в евро – до 40%. Целевая структура будет выглядеть следующим образом: 40% евро, 30% юань, 20% золото, 5% британский фунт и 5% иена.

Сделано это заявление не случайно. Россия живет в состоянии постоянно живущего дамоклова меча санкций, поэтому уже несколько лет не покупает американские государственные облигации. Так что доллары в ЗВР лежат там мертвым грузом и «не работают», как бы забавно это ни звучало. Уйти в более удобные для расчетов валюты представляется разумным шагом.

Имеет ли эта история какое-либо отношение к запрету хождения доллара в России или к запрету расчетов в долларах с российскими контрагентами? **По нашему мнению, нет.** Действия Минфина выглядят как симметричный ответ введенным американским санкциям, вступающим в действие 14 июня. Логика такая: совсем без ответа мы оставить введение санкций не можем, а арсенал действий по факту ограничен, всё-таки экономики России и США не соизмеримы по влиянию на мировую финансовую систему.

Более полное представление об отношении администрации Байдена к России можно понять по слабому противодействию «Северному потоку – 2». США явно не собирается использовать все возможные инструменты по давлению на Россию, и отключение от платежных систем очевидно не в списке приоритетов. Так что можно смело сказать деду: Дедолларизация откладывается. Всё в порядке!

В **Телеграм-канале** «УК «Открытие» без галстуков» мы собираем комментарии управляющих и аналитиков нашей компании, а также делимся текущими мыслями и просто интересной информацией по рыночной ситуации. Присоединяйтесь по QR-коду вверху этой страницы или просто найдите нас среди каналов в Телеграм.

## Глобальные рынки акций

Индекс S&P 500 вырос по итогам прошедшей недели, прибавив 0,61% и завершив торги в районе отметки 4 230 пунктов.



Ближе к концу прошедшей недели американские индексы получили поддержку после сообщений о корректировке налоговых инициатив администрацией президента – в частности, будет убрано предложение повысить налог на прибыли компаний до 28%. В то же время сильные данные ADP по занятости усилили присутствовавшие ранее опасения относительно того, что ФРС может оказаться вынуждена вернуться к сворачиванию стимулов в более ранние сроки.

Из экономических новостей США отметим, что Индекс PMI, отражающий активность в производственном секторе экономики, в мае составил 61,2 пункта по сравнению с 60,7 пункта месяцем ранее. Данные демонстрируют рост производственной активности в мае. Благодаря отложенному спросу в восстанавливающейся экономике увеличились объемы заказов. В то же время из-за нехватки сырья и рабочей силы на текущий момент накопились незавершенные работы.

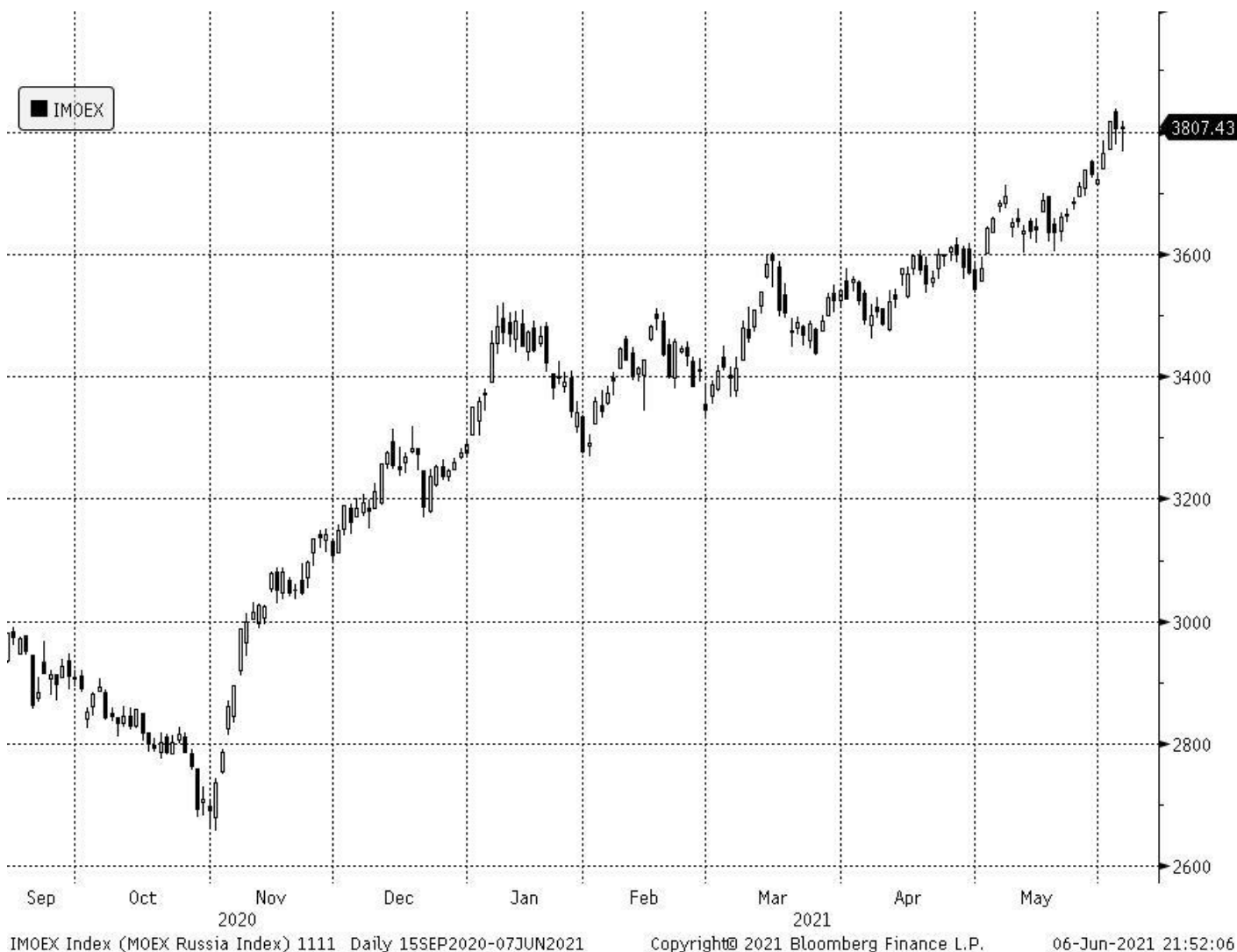
В Еврозоне рост производственного PMI оказался рекордным, превысив предварительную оценку в 62,8 пункта (63,1 пункта). Помимо этого, рост потребительских цен ускорился с 1,6% в апреле до 2% в мае в годовом выражении. Публикацию показателей рынок воспринял как сигнал о том, что экономика Европы стала восстанавливаться быстрее, в результате чего европейская валюта укреплялась в начале недели.

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 2,06%, завершив торги в районе отметки 3 810 пунктов – вблизи нового исторического максимума, достигнутого в четверг.



Опубликованные в разных странах мира производственные индексы PMI в основном превысили предварительные оценки и указали на сильный экономический рост, придав импульс российскому нефтегазовому сектору. Впоследствии нефть закрепилась выше \$70 за баррель Brent, а индекс РТС вплотную приблизился к максимуму января 2020 года, когда была достигнута самая высокая с 2012 года отметка. При этом текущий уровень индекса подразумевает дисконт в 47% к MSCI EM по коэффициенту P/E на будущие 12 месяцев.

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.

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), продолжает рост – котировки на конец недели превысили \$112, поднявшись на 0,13%. Более короткий HYG ETF (высокодоходные бумаги американских компаний) также дрейфует вверх, значение закрытия пятницы \$87,27, рост составил 0,1%.



### Изменение доходностей базового актива, %

	1 мес.	6 мес.	2 года	10 лет	30 лет
28/05/2021	0,01	0,03	0,14	1,58	2,26
04/06/2021	0,01	0,03	0,14	1,56	2,24
Изменение, б.п.	0	0	0	-2	-2
<b>Доходности на 01.06.2020</b>	<b>0,12</b>	<b>0,14</b>	<b>0,14</b>	<b>0,66</b>	<b>1,46</b>

Рынок еврооблигаций понемногу переходит в летний режим. Спокойствие на рынке базовых ставок – из приведенной таблицы видно, что изменения на этом рынке минимальны – транслируется и на более рискованные активы. С одной стороны, «бесплатная ликвидность» давит на ставки вниз, с другой – нарастающая инфляция не даёт развернуться крупномасштабным покупкам.

В течение недели Белоруссия получила очередной транш (\$500 млн) российского кредита что позволило увеличить ЗВР страны. Повторимся: платежеспособность РБ не зависит от санкций и выхода на внешний рынок – в текущей геополитической парадигме российская помощь является

ключевым фактором в рефинансировании обязательств страны. Поскольку внешний долг РФ нематериален в объемах российского бюджета, мы рассматриваем эту помощь как самоочевидную, и, как следствие, считаем возможным рассмотреть покупки белорусских долларовых облигаций на текущих уровнях.

Мы продолжаем держать портфель качественных эмитентов Emerging Markets с умеренно высокой дюрацией. Более полные наши рассуждения и аргументы в их защиту можно найти в более ранних обзорах и в нашем Телеграм-канале. Ниже несколько «буллетов» о нынешней ситуации на долларовых долговых рынках:

- 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.

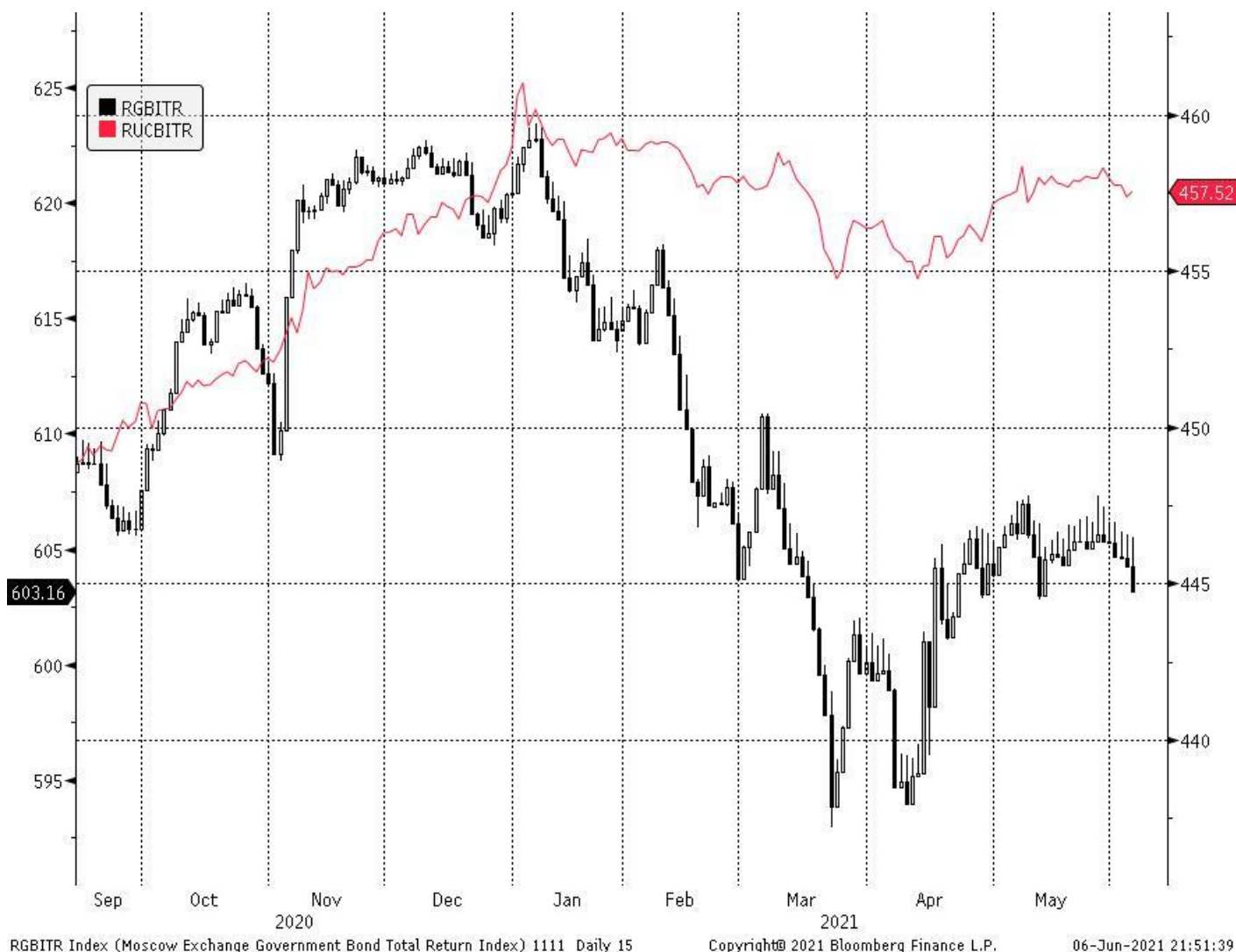
## Российский рынок облигаций

По итогам недели индекс полного дохода ОФЗ RGBITR снизился на 0,36%, значение на закрытие пятницы составило 603,16 пункта. Индекс полного дохода корпоративных бумаг RUCBITR снизился на 0,16%, закрытие – 457,52 пункта.

Новостей на рынке российских облигаций практически нет в преддверии заседания ЦБ РФ, которое состоится в следующую пятницу, 11 июня. После заявлений президента о продлении программы льготной ипотеки и новых данных по инфляции (6,02% год-к-году) ни у нас, ни у кого-либо на рынке не осталось сомнений – ставка будет повышена на 50 базисных пунктов, до 5,5%. Интересно, что рынок облигаций весьма стоически воспринял новые вводные – это наводит на мысль, что вводные не такие уж новые, и мы уже давно торгуемся, «в уме» заложив ставку в диапазоне 5,5%-6%.

Напомним, что 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.



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. 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.

## Ключевые новости по эмитентам в наших портфелях

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

- Сильными результатами первого квартала поделился на прошлой неделе Газпром. Выручка увеличилась на 14% по сравнению с предыдущим кварталом, EBITDA возросла на 44%. А традиционно сильный с точки зрения свободного денежного потока квартал оказался лучше, чем аналогичный прошлого года. С учетом значительного свободного денежного потока чистый долг Газпрома снизился на 11%, а соотношение чистый долг/EBITDA уменьшилось до 2,1х. Так же Газпром опубликовал операционные результаты первых пяти месяцев года. Объемы экспорта в страны дальнего зарубежья выросли на 27%, а поставки газа на внутренний рынок увеличились на 17%, при этом продажи газа в мае продолжили расти быстрыми темпами. Несмотря на сильный рост экспортных поставок Газпрома, запасы газа в европейских и украинских хранилищах находятся вблизи сезонных минимумов.

## Значимые сделки по портфелям

В части акций:

В портфелях российских акций мы сокращали позиции в Северстали и НЛМК, а также в бумагах Ростелекома; увеличивали позиции в акциях ЛУКОЙЛа, Новатэка и Сбербанка.

В портфеле фонда «Открытие – Глобальные инвестиции» мы покупали акции Berkshire Hathaway, Facebook, Alphabet, Dropbox, Micron, Match, а также в биржевых фондах iShares U.S. Real Estate ETF, iShares MSCI Russia Capped ETF, SPDR Gold Shares и iShares MSCI Emerging Markets ETF.

В части облигаций:

В фонде «Открытие-Облигации» мы точно покупали среднесрочные ОФЗ и приводили долю в корпоративных бумагах к целевым уровням.

В фонде «Открытие – Еврооблигации» мы продолжили ликвидировать позицию в рубле по достижении ценовых таргетов по курсу. Также были приобретены суверенные бумаги Колумбии с погашением в 2042 году на фоне наметившейся разрядки во внутриполитической ситуации в стране.

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

## Результаты наших активных публичных портфелей

- ОПИФ «Открытие – Глобальные инвестиции» с начала 2021 г. вырос на +14,30%, а за 1 год (29.05.2020-31.05.2021) – на +58,56%. За 1 год, и за 3 года этот фонд сохраняет [1-е место](#) по доходности среди всех смешанных фондов;

- ОПИФ «Открытие – Акции» по итогам мая вырос на +13,09% с начала года. За год (29.05.2020-31.05.2021) наш флагманский фонд акций на российском рынке вырос на +43,32%;
- ОПИФ «Открытие – Лидеры инноваций» с начала года вырос на +9,66%, а за 1 год (29.05.2020-31.05.2021) – на +76,34%. С начала года, за 1 год и за 3 года этот фонд занимает [1-е место](#) по доходности среди фондов технологического сектора с активами более 1 млрд руб.;
- ОПИФ «Открытие – Еврооблигации» с начала года снизился на 0,70%. За год (29.05.2020-31.05.2021) фонд вошел [в пятерку](#) лидеров по доходности среди всех фондов облигаций с активами более 1 млрд руб., с результатом +10,80% в рублях;
- ОПИФ «Открытие – Облигации» на конец мая снизился на -0,36% 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 (29.05.2020-31.05.2021) доходность фонда составила +2,70%.

### Доходность упомянутых в обзоре фондов на 31.05.2021 (в рублях)

ОПИФ	3 мес.	6 мес.	1 год	3 года
ОПИФ «Открытие — Лидеры инноваций»	-1,83%	14,47%	67,46%	125,65%
ОПИФ «Открытие — Глобальные инвестиции»	2,13%	18,31%	58,56%	112,20%
ОПИФ «Открытие — Акции»	9,80%	18,65%	43,32%	76,66%
ОПИФ «Открытие — Еврооблигации»	-0,58%	-2,30%	10,80%	42,59%
ОПИФ «Открытие — Облигации»	0,24%	0,07%	2,70%	21,97%



## 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](http://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 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.