

Инвестиционные итоги I квартала 2023 года. Что ждет дальше?

20.04.2023



Инвестиционная команда управляющей компании ТКБ Инвестмент Партнерс подвела итоги I квартала 2023 года и сделала прогноз относительно ситуации на рынке в ближайшие месяцы.

В конце прошлого года, проанализировав и оценив ситуацию с бюджетом РФ, мы провели существенные ребалансировки в портфелях наших клиентов, сделав ставку на ослабление курса рубля и слабость внутреннего долгового рынка. Значительную часть активов мы реаллоцировали в связанные с золотом активы и валютные инструменты. Результат такой работы, можно увидеть в доходностях ОПИФ «ТКБ Инвестмент Партнерс – Фонд сбалансированный» и ОПИФ «ТКБ Инвестмент Партнерс – Премиум. Фонд акций», которые стали лучшими фондами России в своих категориях, показав в первом квартале прирост в 24,0% у сбалансированного фонда и 23,7% у фонда акций.

Наш модельный портфель, сформированный в конце прошлого года, показал прирост на уровне более 6,4% или около 28,3% годовых.

Итоги I квартала 2023 года

Несмотря на сохраняющуюся неопределенность как на фондовом рынке, так и относительно ожиданий будущего развития российской экономики, первый квартал текущего года прошел преимущественно в позитивном ключе. Все сегменты российского фондового рынка показали положительную динамику. Прирост индекса акций МосБиржи за квартал составил 13,8%. Рекомендация наблюдательного совета Сбербанка о выплате рекордного за всю историю размера дивидендов – одно из ключевых позитивных событий на рынке, привнесшее наибольший вклад в общую динамику индекса. Акции Сбербанка с начала года выросли более чем на 50%. Весомыми драйверами также стали дивиденды, объявленные рядом крупных компаний, а также возвращение многих эмитентов к публикации финансовой отчетности, результаты которой зачастую оказывались лучше ожиданий. Кроме того, положительно сказалось ослабление курса рубля, который подтолкнул вверх котировки акций российских экспортно-ориентированных компаний. Все это повысило оптимизм инвесторов относительно скорости трансформации российской экономики в условиях беспрецедентного санкционного давления.

Короткие рублевые облигации показали умеренный прирост в прошедшем квартале: государственные облигации выросли на 1,5%, корпоративные – на 1,7%. Сдерживающее влияние на динамику рынка оказывают преобладающие проинфляционные факторы и связанная с этим умеренно-жесткая денежно-кредитная политика ЦБ РФ. Банк России в течение квартала сохранил ключевую ставку без изменений на уровне 7,5% годовых, что соответствовало нашему базовому прогнозу. Регулятор оставил сигнал умеренно жестким и отметил, что замедление текущих темпов инфляции обусловлено волатильными компонентами, в то же время падение курса рубля пока не проявилось в динамике потребительских цен. Ожидаем рост инфляции уже во втором полугодии 2023 года и считаем, что российский долговой рынок пока останется под давлением. Отдельно стоит отметить защитную составляющую нашего модельного портфеля, предложенного в стратегии на 2023 год – это индексируемые на инфляцию государственные облигации – ОФЗ-ИН и бумаги с плавающей ставкой купона. Активы выросли больше рынка и благодаря высокой доле в портфеле послужили хорошим дополнением к классическим рублевым облигациям.

Все сегменты российского фондового рынка показали положительную динамику

Валютная составляющая показала значительный рост, связанный с ослаблением курса рубля. Облигации в китайских юанях показали рост сильно выше наших базовых оценок, замещающие облигации временно оказались под давлением из-за подготовки новой волны замещения еврооблигаций на внешнем контуре. Мы сохраняем позитивный взгляд на данный актив, в котором есть огромный потенциал роста по завершении замещения, а также высокая валютная доходность, сопоставимая с доходностью по облигациям в рублях.

Одной из наших самых больших ставок, сделанных в конце 2022 года, была ставка на золото. Актив является классической защитой от инфляции и кризисных

явлений в мировой экономике. Золото выросло в рублях на 15,5% за квартал. Положительная динамика была обеспечена двумя ключевыми драйверами: ослабление рубля, т.к. котировки на золото привязаны к доллару США, а также назревающие опасения кризиса в глобальной банковской системе и риск раскручивания глобальной инфляции.

Динамика активов в разрезе инструментов

<i>Инструмент</i>	<i>Сопоставимый индекс</i>	<i>Вес в модельном портфеле на 30.12.2022, %</i>	<i>Прирост индекса, % за квартал</i>
Активы в рублях		67%	4,1%
Акции	Индекс МосБиржи, iMOEX	12%	13,8%
Корпоративные облигации	Индекс корпоративных облигаций (1-3 года), RUCBTR3Y	30%	1,7%
ОФЗ-ПД	Индекс государственных облигаций (1-3 года), RUGBITR3Y	5%	1,5%
ОФЗ-ИН и ОФЗ-ПК	Индекс государственных облигаций (ОФЗ-ИН), RUGBINFTR	20%	2,8%
Валютные и квазивалютные активы		33%	11,0%
Облигации в юанях	Индекс российских облигаций в CNY, RUCNYTR	11,5%	10,1%
Замещенные облигации	Индекс замещающих облигаций, Cbonds 98888	11,5%	8,0%
Золото	Цена золота, руб./тр.унц.	10%	15,5%
Итого		100%	6,4% (28,3% годовых)

Данные по приросту индексов рассчитаны в рублевом эквиваленте. Источник данных: Московская биржа, Cbonds на 31 марта 2023 года

Что дальше?

В текущей ситуации продолжим сохранять консервативное позиционирование с некоторыми незначительными ребалансировками, в первую очередь касающимися сокращения валютной части портфеля. По нашим оценкам, бюджет РФ на 2023 год выглядит относительно сбалансированно при курсе рубль/доллар на уровне 77-82. Таким образом, учитывая достижение цели по валютному курсу, планируем сокращение валютной составляющей портфелей на 5-10%, до 20-25% портфеля.

Все еще сохраняем большую ставку на защитные активы, смещаем акцент на золото. Считаем, что стоит придерживаться максимального качества портфеля с его широкой диверсификацией как по классам активов, так и по валютам. Кроме того, также стоит иметь разумный запас ликвидности, делая ставку на защитный и сбалансированный портфель, нежели повышать ожидаемую доходность за счет большей доли инструментов с повышенным риском. По нашим расчетам, такая стратегия не только позволит избежать существенной просадки портфеля в

негативном сценарии, но и сократит потенциальную доходность в случае реализации позитивного сценария для российской экономики.

Позиционирование на ближайший квартал и ожидаемая доходность на годовом окне

<i>Инструмент</i>	<i>Вес в портфеле</i>	<i>Вес облигационной части</i>	<i>Дюрация, лет</i>	<i>Доходность, % годовых</i>	<i>Базовый</i>	<i>Негативный</i>	<i>Позитивный</i>
Активы в рублях	74%	62%	1,2	9,5%	10,6%	4,1%	14,7%
Акции	12%				20,0%	-15,0%	40,0%
Корпоративные облигации	31%	50%	1,3	9,6%	7,9%	6,9%	9,5%
ОФЗ	6%	10%	1,0	8,3%	7,0%	6,3%	8,3%
ОФЗ ИН и ОФЗ Флоатеры	25%	40%	1,0	9,7%	10,1%	10,9%	8,9%
Валютные и квазивалютные активы	26%	12%	2,9	7,4%	7,4%	14,3%	0,1%
Облигации в юанях	2%	17%	2,5	4,2%	4,2%	11,0%	-3,2%
Замещенные облигации	10%	83%	3,0	8,1%	8,1%	15,0%	0,7%
Золото	14%				12,0%	25,0%	8,0%
Итого	100%	74%	1,4	9,2%	10,8%	9,9%	10,5%

Данные по приросту рассчитаны в рублевом эквиваленте. Источник данных: ТКБ Инвестмент Партнерс (АО)

Ожидания по классам активов

Акции

Ликвидность на рынке остается низкой, около 80% сделок осуществляют частные инвесторы, сохраняется несоответствие рыночных и фундаментальных оценок представленных на бирже эмитентов – все это проявляется в повышенной волатильности и резких ценовых движениях в отдельных именах. Озвученные рядом компаний намерения по выплате дивидендов – ключевая позитивная составляющая для фондового рынка. Средняя дивидендная доходность в российских акциях прогнозируется на уровне 10,5%, в нефтегазовом секторе может достигать 17-19%. Мы ожидаем, что до конца года повышательный тренд сохранится, а ситуация с ликвидностью будет постепенно улучшаться.

Позитивно смотрим на банковский сектор, который, по заявлениям Банка России, перенес кризис лучше ожиданий, а санкционные риски в большинстве своем уже реализованы. В ближайшие 3 месяца лучше рынка могут оказаться нефтяные

компании на фоне объявления дивидендов за 2022 год, снижения дисконта на российские энергоресурсы и сокращения объемов добычи нефти странами ОПЕК+. Считаем также интересными акции российских золотодобывающих компаний, которые выиграют от роста цен на драгметаллы, вызванного опасениями глобальной инфляции и возможным кризисом в банковском секторе в развитых странах.

Рублевые облигации

Ожидаем, что российский долговой рынок будет оставаться под давлением ввиду преобладающих проинфляционных рисков, которые могут в полной мере реализоваться во втором полугодии 2023 года. Высокие уровни занятости в экономике, рост заработных плат, случившаяся девальвация рубля, а также существенный дефицит бюджета – навес из факторов в пользу роста инфляции. Как следствие, ожидаем что риторика ЦБ РФ во II квартале 2023 года останется жесткой, а ключевая ставка не изменится. Еще одним негативным фактором, оказывающим давление прежде всего на сегмент государственных бумаг, будет являться большой объем первичного предложения ОФЗ со стороны Минфина, заимствования которого будут проводиться для финансирования дефицита бюджета.

Сохраняем консервативную позицию по субпортфелю рублевых облигаций, планируем удерживать короткую дюрацию портфеля – на уровне до 1,5 лет, приоритетную долю отдаем ОФЗ-ИН для частичной защиты портфелей от ожидаемого роста потребительских цен, а также ликвидным корпоративным бумагам высокого кредитного качества.

Валюта

С ноября 2022 года идет существенная девальвация валютного курса рубля, вызванная падением экспортных доходов РФ с одной стороны и оттоком капитала с другой. Введенные западными странами ограничительные меры на экспорт углеводородов из РФ продолжают негативно сказываться на доходной части бюджета, что дает основания полагать о продолжении наметившейся тенденции к ослаблению рубля. Тем не менее, учитывая достижение наших оценочных целей по курсу рубль/доллар, предпочитаем зафиксировать часть реализованной валютной доходности за продажи облигаций, номинированных в юанях. Долю валютной составляющей будем удерживать на уровне 20-25% портфеля.

Замещающие облигации и российские облигации в юанях

Отдаем предпочтение в пользу замещающих облигаций. Помимо защитной составляющей в виде своей валютной природы, данные бумаги, так или иначе, интересны также с точки зрения соотношения риска и доходности. Например,

замещающие бумаги Газпрома торгуются с доходностью 8%+ годовых в долларах или евро, что выглядит достаточно привлекательно. Ценовая динамика по данным инструментам в ближайшее время будет определяться двумя составляющими – курсом рубля и навесом первичного предложения, сформированного за счет проведения эмитентом повторных размещений еврооблигаций. Вероятно, цены по таким бумагам до конца полугодия могут находиться под давлением, в первую очередь, ввиду ухода курса за отметку 80 руб. к доллару США – инвесторы могут предпочесть зафиксировать часть прибыли от валютной переоценки в таких бумагах. Тем не менее, если правильно использовать моменты входа в бумаги, то можно заработать на дополнительной ценовой переоценке. Как правило, цены замещающих облигаций снижаются в течение некоторого времени после реализации эмитентом процедуры размещения еврооблигаций, но в последующем восстанавливаются до нормальных уровней.

Золото

Ожидаем продолжения роста цен на золото на фоне возможной временной приостановки цикла ужесточения ДКП со стороны ФРС США. Считаем, что спрос на данный актив будет поддерживаться и дальше со стороны мировых центробанков. Сохраняем во II квартале 2023 года позитивный взгляд на золото как на защитный актив от кризиса в мировой экономике и от риска ослабления курса рубля.



Результаты работы компании в I квартале 2023 года

В первом квартале 2023 года мы продолжили свое развитие, наша клиентская база пополнилась 107 частными и институциональными инвесторами, расширившись до 4 671 договора доверительного управления (ДУ).

Активы под управлением в ДУ выросли на 15,5 млрд руб. (+3,1%). Основной прирост пришелся на НПФ (+6,7 млрд руб.; +2,2%), страховые компании (+4,1 млрд руб.; +8,8%), эндаумент-фонды (+1,8 млрд руб.; +7,3%) и пенсионные накопления (1,6 млрд руб.; +1,8%). Средняя доходность в рублях у НПФ составила 3,1%, у страховых компаний – 6,3%, у эндаумент-фондов – 7,3%, пенсионные накопления, как самый консервативный продукт, увеличились на 1,7% за период. Наибольшую доходность за квартал заработали частным клиентам в ДУ, средневзвешенная доходность инвестиционного портфеля которых составила 31,9% в рублях и 20,7% в валюте.

Стоимость активов в паевых инвестиционных фондах (ПИФ) увеличилась на 0,9 млрд руб. (+5,1%). Отличную динамику показали открытые инвестиционные фонды, СЧА которых выросла на 0,8 млрд руб., а средняя доходность за квартал составила 14,1%. С начала года, [ОПИФ «ТКБ Инвестмент Партнерс – Фонд сбалансированный»](#) и [ОПИФ «ТКБ Инвестмент Партнерс – Премиум. Фонд акций»](#) стали лучшими открытыми фондами России в своих категориях, показав великолепный результат в 24,0% и 23,7% соответственно. Также стоит отметить ОПИФ «ТКБ Инвестмент Партнерс – Золото», который позволяет защитить свои сбережения от инфляции и ослабления курса рубля, паи фонда выросли на 20,2% за квартал.

В январе 2023 года рейтинговое агентство [«Эксперт РА»](#) подтвердило [рейтинг надежности и качества услуг](#) управляющей компании ТКБ Инвестмент Партнерс на уровне А++, прогноз по рейтингу – стабильный. Агентство отметило высокое качество и диверсификацию активов под управлением, значительное превышение объема собственных средств ТКБ ИП над нормативным значением и высокий запас капитала по отношению к операционным расходам, а также высокий уровень организации и регламентации инвестиционного процесса и риск-менеджмента.

Источники данных: Московская биржа, Cbonds, Investfunds, ТКБ Инвестмент Партнерс (АО).

Авторы: инвестиционная команда управляющей компании ТКБ Инвестмент Партнерс.

Данный материал не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, и финансовые инструменты либо операции, упомянутые в данном сообщении, могут не соответствовать Вашему инвестиционному профилю. Определение соответствия финансового инструмента либо операции инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и толерантности к риску является задачей инвестора. ТКБ Инвестмент Партнерс (АО) не несет ответственности за возможные убытки инвестора в случае совершения операций либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в данном материале. ОПИФ рыночных финансовых инструментов «ТКБ Инвестмент Партнерс – Фонд сбалансированный» (Правила доверительного управления фондом зарегистрированы ФКЦБ России 24.12.2002 г. за № 0078-58234010; прирост стоимости пая на 31.03.2023: за 1 мес.: 9.59%, за 3 мес.: 24.01%, за 6 мес.: 44,26%, за 1 г.: -, за 3 г.: 22.56%, за 5 л.: 26.27%); ОПИФ рыночных финансовых инструментов «ТКБ Инвестмент Партнерс – Премиум. Фонд акций» (Правила доверительного управления фондом зарегистрированы ФСФР России 28.02.2006 г. за № 0478-75408434; прирост стоимости пая на 31.03.2023: за 1 мес.: 7.31%, за 3 мес.: 23.66%, за 6 мес.: 48.71%, за 1 г.: -, за 3 г.: 26.29%, за 5 л.: 25.91%); ОПИФ рыночных финансовых инструментов «ТКБ Инвестмент Партнерс – Золото» (Правила доверительного управления фондом зарегистрированы ФСФР России 28.12.2010 г. за № 2026-94198244; прирост стоимости пая на 31.03.2023: за 1 мес.: 11.81%, за 3 мес.: 20.17%, за 6 мес.: 52.20%, за 1 г.: -9.27%, за 3 г.: 14.92%, за 5 л.: 74.55%).