



СОБЫТИЯ И КОММЕНТАРИИ 07 – 13 НОЯБРЯ 2021

Обзор подготовила команда управления портфельного менеджмента УК «ОТКРЫТИЕ»



Обязательная информация

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. Прежде чем приобрести инвестиционный пай, следует внимательно ознакомиться с правилами доверительного управления паевым инвестиционным фондом.

В двух словах

Вторая неделя ноября стала типичной для пост-ковидных рынков. Энергичные взлеты в некоторых активах сменились столь же стремительными падениями, а «униженные и оскорбленные» прошлых периодов подняли голову и показали неплохой рост.

В последнюю категорию можно смело включить стоявшее на месте несколько месяцев золото, но главной звездой недели стали облигации в локальных валютах, подвергшиеся жестокой распродаже в конце октября. **Российский рынок ОФЗ не стал исключением – длинные бумаги прибавили более 3% от минимумов.** Присутствие иностранных денег «на биде», то есть в очереди заявок на покупку, всё более и более ощутимо вдоль всей длины кривой (то есть в облигациях разного срока погашения). Больше про движения в облигациях мы расскажем в соответствующей части.

Среди основных «лузеров», как это часто случается, оказались недавние фавориты. Особенно отличился Илон Маск, решивший провести в своём экаунте в одной из социальных сетей опрос, стоит ли ему продавать свою долю в Tesla. Подобные заявления для рынка – это даже не красная тряпка для быка. Представьте болельщика, зашедшего на чужой фанатский сектор, или туриста в фавелах Рио, который решил на улице достать бумажник и пересчитать деньги. Акции резко устремились на юг, вероятно, в те самые фавелы. Перед нами стандартная динамика актива, который торгуется по новостям, а не по фундаментальным показателям.

С третьей стороны, хоронить «пузыристые» акции пока рано. В понедельник на IPO вышла компания Rivian, конкурент Tesla по производству электромобилей. Произведя на свет Б-жий **сто пятьдесят** автомобилей, компания получила оценку более 65 миллиардов долларов.

Мы озаглавили этот обзор «финансовые зебры», поскольку очень часто за черной полосой в каком-либо активе следует белая и вчерашний аутсайдер становится завтрашним лидером. Только нужно обязательно следить, чтобы не покупать воздух, а активы, за которыми стоят вменяемый бизнес и/или хорошо просчитываемый денежный поток.

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 снизился на 0,31% по итогам прошедшей недели, и завершил торги в районе отметки 4 680 пунктов.



После того, как ФРС неделей ранее сообщила о затягивании периода повышенной инфляции, данные по этому показателю за октябрь вышли соответствующие – базовый индекс потребительских цен поднялся до 4,6% в годовом выражении, а с учетом цен на еду и энергию – на 6,2%. Впрочем, рынок акций продемонстрировал относительную устойчивость к этим данным. Во-первых, многие участники рынка полагают, что в дальнейшем инфляционное давление начнет смягчаться, а не продолжит нарастать, по мере улучшения ситуации с поставками. Во-вторых, акции как класс активов в целом лучше способен переносить инфляционное давление, многие хорошие бизнесы в состоянии повышать свои цены как минимум на уровне инфляции. Отметим также, что корпоративный сектор

продолжает демонстрировать финансовые результаты лучше ожиданий в текущем сезоне отчетности.

Ускоряется инфляция и в Китае. Индекс цен производителей вырос по итогам октября на 13,5%, по сравнению с ростом 10,7% год-к-году в сентябре. Рост продолжается четвертый месяц подряд, а значительное ускорение темпов в последнюю пару месяцев связано с удорожанием сырьевых товаров и энергетическим кризисом в стране.

Дальнейшее движение рынков акций в ближайшие месяцы будет 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, дальнейшего движения ставок по государственным облигациям развитых стран. Мы считаем, что ситуация с коронавирусом продолжит нормализоваться, а меры монетарного и фискального стимулирования со стороны мировых правительств поддержат котировки рискованных активов.

Российский рынок акций

Индекс Мосбиржи по итогам двух прошедших недель снизился на 1,27% и завершил торги в районе отметки 4 120 пунктов.



На прошедшей неделе настроения участников рынка были подпорчены статистикой по глобальной и российской инфляции. К концу недели снижение котировок российских акций ускорилось на очередном витке геополитической напряженности. К обвинениям в причастности России к кризису на границе Польши и Белоруссии добавились сообщения о «готовящемся вторжении на Украину». Казалось бы, за годы рынок должен был обрести полный иммунитет к подобного рода заголовкам,

однако, видимо, требуется ревакцинация – котировки наиболее ликвидных «голубых фишек» (Газпром, Сбербанк, ЛУКОЙЛ) теряли порядка 3% в моменте. Если распродажа продолжится, мы рекомендуем рассмотреть возможность увеличения вложений в российский рынок акций.

Из экономических новостей отметим оценки властей Москвы, согласно которым быстрее всего в городе восстанавливается розничная торговля. Оборот с начала года за девять месяцев устойчиво превышает уровень аналогичного периода докризисного 2019 года на 8%. Рост торговли происходит в непродовольственном секторе за счет набравшего популярность онлайн-формата работы (заказы у внутренних продавцов выросли в два раза, в то время как у международных сократились на четверть).

Мы полагаем, что в обозримом будущем участники рынка продолжат позитивно оценивать прекрасную фундаментальную историю российских ценных бумаг – низкие ставки дисконтирования, возврат финансовых результатов на траекторию долгосрочного роста, сохраняющуюся низкую оценку по финансовым мультипликаторам и высокую дивидендную доходность.

Глобальные рынки облигаций

За прошедшую неделю глобальные рынки долларовых облигаций существенно скорректировались. EMB ETF (суверенные облигации развивающихся рынков, номинированные в долларах США) потерял 0,9%, котировка на закрытие пятницы \$109,58. Более короткий HYG ETF (высокодоходные бумаги американских компаний, в основном нефтяного сектора) последовал «на юг» за котировками нефти. Закрытие пятницы – \$86,85, падение на 0,74%.



Изменение доходностей базового актива, %

	1 мес.	6 мес.	2 года	10 лет	30 лет
05/11/2021	0,05	0,07	0,39	1,45	1,87
12/11/2021	0,05	0,07	0,53	1,58	1,95
Изменение, б.п.	0	0	+14	+13	+9
Доходности на 01.06.2020	0,12	0,14	0,14	0,66	1,46

Новые данные по инфляции в США – 6,2% год-к-году – шокировали рынки... минут на пятнадцать. Доходности базовых активов, естественно, выросли, но совершенно несоразмерно вышедшей статистике. Текущий показатель роста цен – самый высокий с 1990 года, мы уверены, что часть читающих этот обзор еще не родились в тот момент. Казалось бы, регулятор уже должен всерьез озаботиться этой проблемой и начать хотя бы намекать на повышение ставок. В свою очередь, рынок облигаций должен был бы учитывать такую хотя бы **гипотетическую** возможность.

С нашей точки зрения, основная дискуссия относительно финансовых рынков ведется сейчас в гуманитарной, а не в эконометрической плоскости. Верим ли мы, что, как говорят чиновники Федеральной Резервной Системы и некоторые аналитики, инфляция носит временный характер, или бесконтрольная эмиссия все-таки нанесла существенный ущерб денежной системе и нужны более серьезные меры для сдерживания роста цен. Так утверждают многие участники рынка, в их числе ряд знаменитых «кассандр», горе-предсказателей, у которых каждый год – это последний год перед обвалом наподобие 1929 или 2008. Аргументы выдвигаются практически в религиозной плоскости, каждая из сторон оперирует своим набором данных для предсказания апокалипсиса или – напротив – радужного будущего.

Авторы этого обзора признают вред, наносимый анти-ковидными мерами, однако, склоняются к позиции сторонников временного характера инфляции. Мы много раз приводили наши соображения на эту тему в рамках обзоров, поэтому перечислим их здесь через запятую.

В первую очередь, цепочки поставок будут восстановлены и возобновится движение рабочей силы, пусть и не в полном объеме, что окажет очевидное дезинфляционное воздействие на экономику.

Во-вторых, мы прогнозируем дальнейшее снижение мультипликатора в ключевых экономиках из-за все крепнущего тренда на государственное вмешательство в экономические процессы. Переход к менее эффективным средствам производства, более дорогому «зеленому топливу» также окажет охлаждающее действие не только на климат, как многие надеются, но и на экономический рост в развитых странах.

В-третьих, со времен stagflation семидесятых и успешных действий мировых центробанков по ее обузданию волшебная таблетка была прочно помещена в аптечки первой необходимости – недопущение неконтролируемого роста цен в данный момент в приоритете у всех регуляторов в сколько-нибудь развитых странах (за исключением Турции).

Таким образом, мы не сомневаемся, что в 2022 году новостные ленты возвестят о замедлении темпов роста цен. И в среднесрочной перспективе для глобальных рынков облигаций мы продолжаем подчеркивать неоднократные заявления ФРС США о том, что ставка сохранится на нулевом уровне как минимум до конца 2022 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

Индекс полного дохода ОФЗ RGBITR ожидаемо резко развернулся после распродаж последнего месяца. Рост за неделю составил 0,9%, котировка на закрытие пятницы 590,35 пункта. Индекс полного дохода корпоративных бумаг RUCBITR (красная линия на графике) по инерции продолжил падение –

котировки в неликвидных бумагах, составляющих индекс, медленно подтягиваются к ОФЗ. Пятница закрылась на уровне 453,84 пункта, снижение составило 0,28%.



Неудивительно, что столь привлекательные уровни по доходности российских госбумаг стали магнитом для средств нерезидентов. Мы заметили интересную особенность российского рынка облигаций в XXI веке. Российский рынок облигаций испытал в 2021 году снижение, сравнимое с самыми непростыми годами своего существования в XXI веке. Рост индекса IFX Cbonds составил немногим более 0,5% на 11 ноября, третья снизу отметка после 2008 года (-7,1%) и 2014 (0,1%) годов.

Мы уже отмечали, что не сомневаемся – в 2022 году новостные ленты возвестят о замедлении темпов роста цен, что, в свою очередь, побудит ЦБ РФ приступить к снижению ключевой ставки. Очевидно, что рост облигационного рынка начнется задолго до этого момента.

2021 год оказался «третьим с конца» по динамике облигационного рынка после 2008 и 2014, обогнав даже «санкционный» 2018. Какими же были лучшие годы? Отбросив «доисторические» 2002 и 2003, тройка лидеров выглядит однозначно. Лучшими годами для российских облигаций были 2009 (рост 28,8%), 2015 (17,6%) и 2019 (15 %). **То есть паттерн «за плохим годом идёт очень хороший» работает безошибочно на российском долговом рынке.**

У нас немало аргументов в пользу роста рынка в 2022 году, в особенности, дальнего конца кривой доходности, 15-20 летних бумаг. Потенциал в этом сегменте выглядит колоссальным: доходность к погашению сейчас составляет около 8%, в то время как таргет ЦБ РФ по инфляции – 4%. При изучении других долговых рынков можно с уверенностью сказать, что дальний конец кривой ориентируется именно на долгосрочную цель регулятора по инфляции, а не на изменение ставок денежного рынка.

Так, за последние пять лет средняя доходность тридцатилетней облигации казначейства США (UST 30) составляет около 2,4% при таргетируемом значении 2%. Если по аналогии признать целью по доходности ОФЗ 26230 уровень 5%, потенциал роста цены составит более 30%.

Таким образом, мы по-прежнему считаем, что 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 часто бывает в случае с рынком акций, а математический факт.

Ключевые новости по эмитентам в наших портфелях

Роснефть представила сильные результаты за третий квартал. Рентабельность повысилась как в добывающем, так и перерабатывающем сегментах, что обеспечило рост EBITDA на 13% в сравнении с прошлым кварталом. Свободный денежный поток Роснефти увеличился на 18%, в основном из-за замедления инвестиций в проект «Восток Ойл». Благодаря более сильному денежному потоку и продаже активов, чистый долг компании сократился на 10%.

Значимые сделки по портфелям

В части акций:

В портфелях российских акций мы сокращали позиции в бумагах ВТБ и Московской биржи; увеличивали вложения в акции Х5, Сегежа и Газпром.

В части облигаций:

В фонде «Открытие-Облигации» мы продолжили увеличивать дюрацию за счет покупок длинных ОФЗ на просадках и ликвидации коротких корпоративных выпусков. Целевое значение дюрации – 4,5 года, в данный момент этот показатель по нашим расчетам немного превышает 4 года.

Результаты наших активных публичных портфелей на 29.10.2021 г*.

- ОПИФ «Открытие – Акции» за 10 месяцев вырос на +28,14%. За год (30.10.2020-29.10.2021) наш флагманский фонд акций на российском рынке вырос на +54,90%;
- ОПИФ «Открытие – Глобальные инвестиции» с начала 2021 г. вырос на +8,73%, а за 1 год (30.10.2020-29.10.2021) – на +21,36%. За 1 год, и за 3 года этот фонд сохраняет [1-е место](#) по доходности среди смешанных фондов, вкладывающихся в иностранные активы;
- ОПИФ «Открытие – Лидеры инноваций» с начала года вырос на +3,94%, а за 1 год (30.10.2020-29.10.2021) – на +19,16%. За 1 год, и за 3 года этот фонд входит в [тройку](#) лидеров по доходности среди фондов технологического сектора с активами более 1 млрд руб.;
- ОПИФ «Открытие – Облигации» на конец октября снизился на 2,34% с начала года. Низкая динамика стоимости пая была обусловлена ростом доходностей на рынке рублевых облигаций, и представляет собой привлекательную точку входа для новых пайщиков. За год (30.10.2020-29.10.2021) доходность фонда составила -1,05%;
- ОПИФ «Открытие – Еврооблигации» с начала года снизился на 4,32%. За 1 год (30.10.2020-29.10.2021) динамика фонда в рублях составила -5,71% (что соответствует +5,47% в долларах США**). За 3 года фонд вошел в [тройку](#) лидеров по доходности среди всех фондов облигаций с активами более 1 млрд руб.

Доходность упомянутых в обзоре фондов на 29.10.2021 (в рублях)

ОПИФ	1 мес.	3 мес.	6 мес.	1 год	3 года	5 лет
«Открытие - Лидеры инноваций»	-1,16%	-7,64%	-7,96%	19,16%	105,13%	159,33%
«Открытие - Акции»	1,51%	10,69%	18,28%	54,90%	95,41%	157,33%
«Открытие - Глобальные инвестиции»	-1,32%	-6,14%	-5,99%	21,36%	108,02%	110,30%
«Открытие - Облигации»	-2,15%	-2,38%	-1,83%	-1,05%	18,18%	35,73%
«Открытие - Еврооблигации»	-3,13%	-4,09%	-4,66%	-5,71%	32,38%	27,97%

* Значения доходности рассчитаны по формуле, приведенной в п. 20.5 5609-У в отношении периодов, указанных в тексте.

** Сведения о приросте расчётной стоимости инвестиционного пая в долларах США указаны исходя из расчётной стоимости инвестиционного пая в долларах США, рассчитанной исходя из официального курса Банка России по состоянию на соответствующие даты.

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 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; Правила доверительного управления БПИФ рыночных финансовых инструментов «Открытие — Акции США» зарегистрированы Банком России 05.07.2021 за №4491; Правила доверительного управления БПИФ рыночных финансовых инструментов «Открытие — Акции РФ» зарегистрированы Банком России 29.07.2021 №4523; Правила доверительного управления БПИФ рыночных финансовых инструментов «Открытие — Акции Азии» зарегистрированы Банком России 29.07.2021 №4524; Правила доверительного управления БПИФ рыночных финансовых инструментов «Открытие — Облигации РФ» зарегистрированы Банком России 29.07.2021 №4525; Правила доверительного управления БПИФ рыночных финансовых инструментов «Открытие — Акции Европы» зарегистрированы Банком России 29.07.2021 №4526; Правила доверительного управления БПИФ рыночных финансовых инструментов «Открытие — Облигации США» зарегистрированы Банком России 29.07.2021 №4527.

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.