



СОБЫТИЯ И КОММЕНТАРИИ 15 – 22 ЯНВАРЯ 2022

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

Российский рынок стал рынком одной новости – и, к нашему великому сожалению, эта новость касается эскалации напряженности на западных границах России.

Громкие заявления с обеих сторон океана принуждают международных инвесторов выходить из российских (и украинских, кстати, тоже) активов «от греха подальше». К этому фейерверку присоединяются стада неопытных доморощенных спекулянтов, которые делают движение экстатически неуправляемым. Что, в свою очередь, создает атмосферу паники и вовлекает в продажи всё новые слои более крупных игроков.

Уровни, на которых сейчас торгуются российские акции и облигации, невозможно объяснить логически: форвардная дивидендная доходность крупнейшего банка России, машины по производству денег и флагмана банковских инноваций страны превышает 11,5%! И это только в 2022 году. Дальше дивиденды будут только расти, а с ними – и доходность на акцию.

То же верно относительно российских облигаций, прежде всего ОФЗ. Продажи нерезидентов обвалили рынок в первые недели года, остановив большую часть бумаг в шаге от ключевого уровня 10% годовых к погашению. При целевой инфляции 4% такие доходности по безрисковым госбумагам – это удивительно щедро.

Мы уже не первый год на рынке и абсолютно уверены, что **такие цены «на дороге не валяются»**. Долгосрочное (ключевое слово) формирование портфеля или докупка активов в существующие во времена подобных движений описываются фразой «день год кормит». Даже если негативная динамика продолжится в ближайшие дни или недели, через некоторое время рынок будет с тоской вспоминать «почему же мы не купили в конце января 2022».

Откуда мы это знаем? Просто мы были в такой ситуации уже не один раз. В 2009, в 2011, в 2014, не говоря уже о 2018 и 2020. Поддаться общему безумию и продать сейчас, вероятно, худший инвестиционный совет, который вы могли бы получить на рынке.

Возвращаясь к той самой «одной новости». На глобальном уровне мы исходим из парадигмы, что «горячее» развитие ситуации не выгодно ни одной из сторон. **Войны чаще не начинаются, чем начинаются**, а усиленное бряцание сабельками и угрозами санкций – это попытка улучшения переговорной позиции. Забавно, что наши локальные источники в вооруженных силах *по обе стороны границы* подтверждают наши предположения: Россия не готова вводить войска, Украина не готова обороняться, а Европа не готова к тотальным санкциям. США же стали столь слабы, что на них уже мало обращают внимания.

Гораздо интересней позиция Пекина.

Мы видели новости, что высшие китайские должностные лица связывались на прошедшей неделе с разными сторонами конфликта и «очень просили не ругаться» до начала XXIV Олимпиады. Если это так, забавно, что легенда о прекращении всех конфликтов на время Олимпийских игр в Древней Греции, может помочь двум странам в Восточной Европе не довести обычную ругань до непоправимых последствий.

Поэтому, если вы уже дочитали до этого места, позвольте дать совет – ведь авторы обзора росли в Стране Советов. Покупайте подешевевшие российские активы (если это предусматривает ваша инвестиционная декларация), а также *keep calm*¹ and читайте **наш Телеграм-канал «УК «Открытие» без галстуков»**, в котором 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 предыдущей страницы или просто найдите нас среди каналов в Телеграм.

Глобальные рынки акций

Индекс S&P 500 по итогам прошедшей недели снизился на 5,68%, и завершил торги в районе отметки 4 400 пунктов (график мы расположили на следующей странице)

Ожидания ужесточения политики ФРС продолжили оказывать давление на рынок акций США. В большей мере пострадали бумаги технологического сектора, акции убыточных компаний, акции «мемных» компаний. По мере доходностей безрисковых инструментов, обещания «журавля в небе» (больших денежных потоков в далеком будущем) привлекают меньшее число участников рынка.

Но продажи также распространились и на прибыльные растущие бизнесы с устойчивой конкурентной позицией и высокими темпами роста, торгующиеся по адекватной оценке. Мы полагаем, что результат инвестирования в такие компании будет в меньшей мере зависеть от изменения ставки ФРС, и фокусируемся на них в своих портфелях.

Мы не считаем, что инвесторам следует чрезмерно опасаться ожидаемого повышения ставки ФРС. В целом, историческая статистика показывает, что циклы ужесточения политики не обязательно предвещают слабую динамику рынков акций – в среднем, восходящая динамика сохраняется. Только

¹ Соблюдайте спокойствие

В те циклы, когда скорость повышения ставок оказывается выше ожиданий, как правило, котировки испытывают значимую коррекцию.

В текущей макроэкономической конфигурации и с учетом ожиданий участников рынка пока нет причин ожидать именно такой цикл.



Дальнейшее движение рынков акций в ближайшие месяцы будет зависеть от развития ситуации с коронавирусом, скорости роста экономики и корпоративных результатов, дальнейшего направления развития монетарной политики и движения ставок по государственным облигациям развитых стран. Мы считаем, что ситуация с коронавирусом продолжит нормализоваться, а цикл повышения ставки окажется не стремительным.

Российский рынок акций

Индекс Мосбиржи (график на следующей странице) на прошедшей неделе снизился на 4,39%, и завершил торги в районе отметки 3 440 пунктов.

Причина падения котировок такая же, как и во времена всех остальных резких снижений рынка: маржинальный продавец (не в смысле, что он попал на маржин колл, хотя такое тоже возможно ☺, а в смысле «предельный», т.е. тот, кому в моменте больше всего нужно совершить сделку) более высоко мотивирован, чем маржинальный покупатель. В чем причина такой высокой мотивации? Предположительно, продают нерезиденты, опасаясь, что ухудшение отношений России и Запада может привести к новым санкциям, отключению от SWIFT или иному подобному неприятному исходу.

Продают потому, что их настойчиво попросил риск-менеджер, потому что не хотят ставить под удар свою карьеру, или глупо выглядеть в глазах начальства или клиентов. Кто-то продает, потому что уровень кортизола в крови достиг невыносимого уровня, а кто-то – потому что не думал, и не понимал, что покупает, потому что относился к покупке как к ставке в казино, а не как к долгосрочному вложению в бизнес.

Но мы уверены, что НИ один из продавцов не продает, потому что после тщательного анализа пришел к выводу, что будущие денежные потоки российских бумаг, дисконтированные по разумной ставке, не оправдывают текущей рыночной цены. Иными словами, продажи носят технический, панический, но никак не фундаментальный характер.



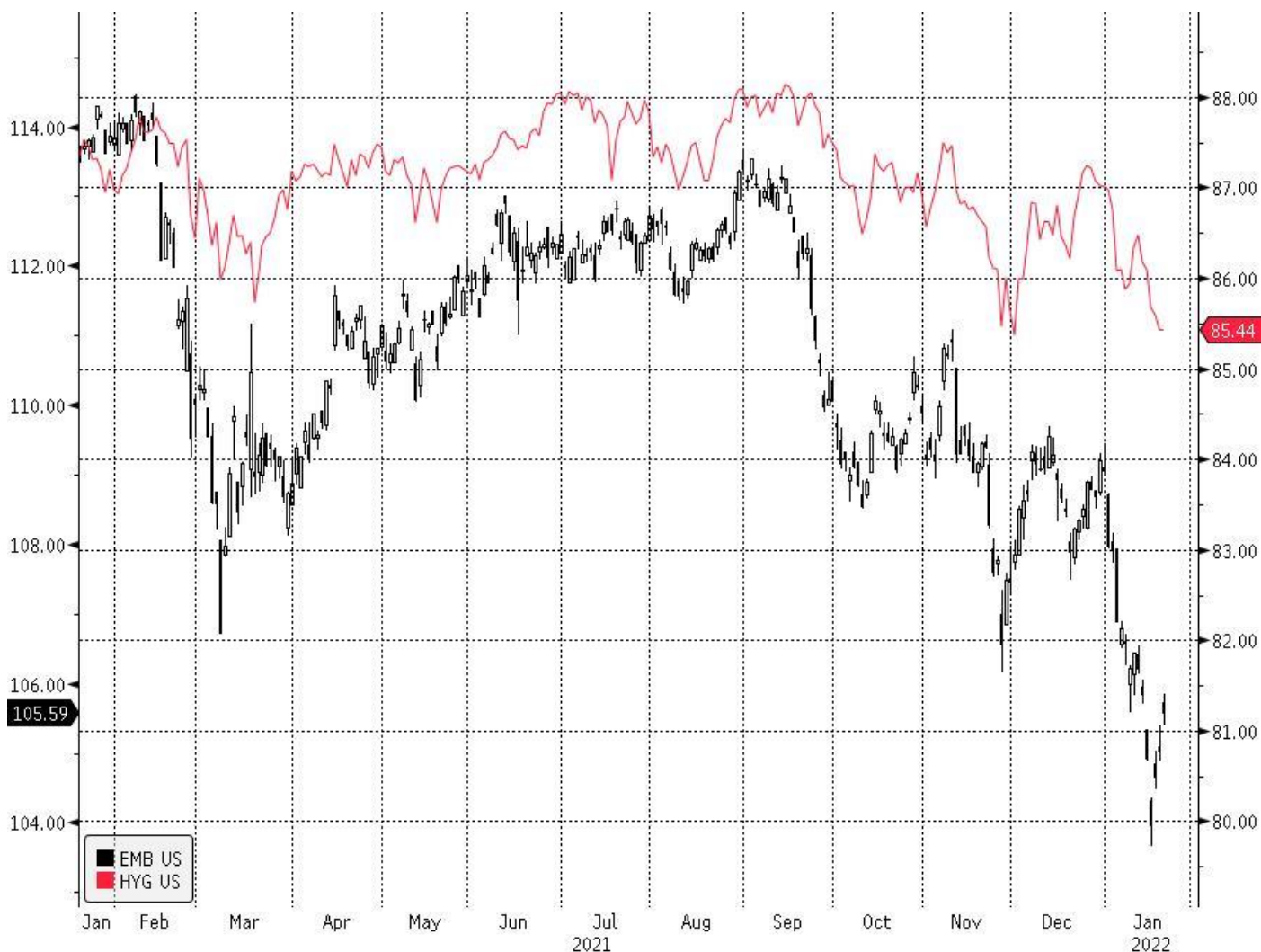
Отметим, что уровень оценки, до которого снизились котировки российского рынка акций (4,9 P/E, 10-11% форвардная дивидендная доходность), на наш взгляд, уже учитывает развитие ситуации по худшему сценарию. Для сравнения – на дне кризиса 2008 года российский рынок акций *подешевел* до 5%-ной дивидендной доходности. То есть возврат к оценке худшего мирового финансового кризиса за последние 100 лет будет означать для российского рынка акций не падение, а рост – удвоение котировок.

Что в сценарии жёстких санкций? Рынок акций Ирана (отключенного от SWIFT и много лет живущего под драконовскими санкциями) торгуется в районе 8 P/E и с дивидендной доходностью 5%. Примените эти цифры к российским прибылям и дивидендам. Итог – этот сценарий значит для нас рост, а не падение. Стоит ли говорить, что если худший сценарий НЕ реализуется – а у нас есть все основания этого ожидать – то потенциал роста становится взрывным.

Не стоит пытаться «поймать дно» или ждать улучшения ситуации. Если вложения в акции в принципе соответствуют вашим финансовым целям, ограничениям, и горизонту инвестирования (минимум три года), **то время покупать – сейчас.**

Глобальные рынки облигаций

За прошедшую неделю рынки долларовых облигаций двигались разнонаправленно. EMB ETF (суверенные облигации развивающихся рынков, номинированные в долларах США, график черными свечками) консолидировался после месяца снижения – рост на 0,63%, котировка на закрытие пятницы \$105,59. Более короткий HYG ETF (высокодоходные бумаги американских компаний, в основном нефтяного сектора, красная линия на графике) продолжил снижение на расширении корпоративных спредов. Закрытие пятницы – \$85,44, падение на 1,06%.



EMB US Equity (iShares JP Morgan USD Emerging Markets Bond ETF) 1111 Daily 16JAN2021-23JAN2022 Copyright© 2022 Bloomberg Finance L.P. 23-Jan-2022 13:17:21

Изменение доходностей базового актива, %

	1 мес.	6 мес.	2 года	10 лет	30 лет
14/01/2022	0,05	0,30	0,99	1,78	2,12
21/01/2022	0,05	0,35	0,99	1,75	2,07
Изменение, б.п.	0	+5	0	-3	-5
Доходности на 01.06.2020	0,12	0,14	0,14	0,66	1,46

После жесткого начала года рынок долларовых облигаций за уже упомянутым в обзоре исключением российских и украинских бумаг решил немного войти в режим «собирания камней». Базовые ставки практически не изменились за неделю, а доходности более длинных облигаций и вовсе упали на фоне движения рынка акций в режим risk-off.

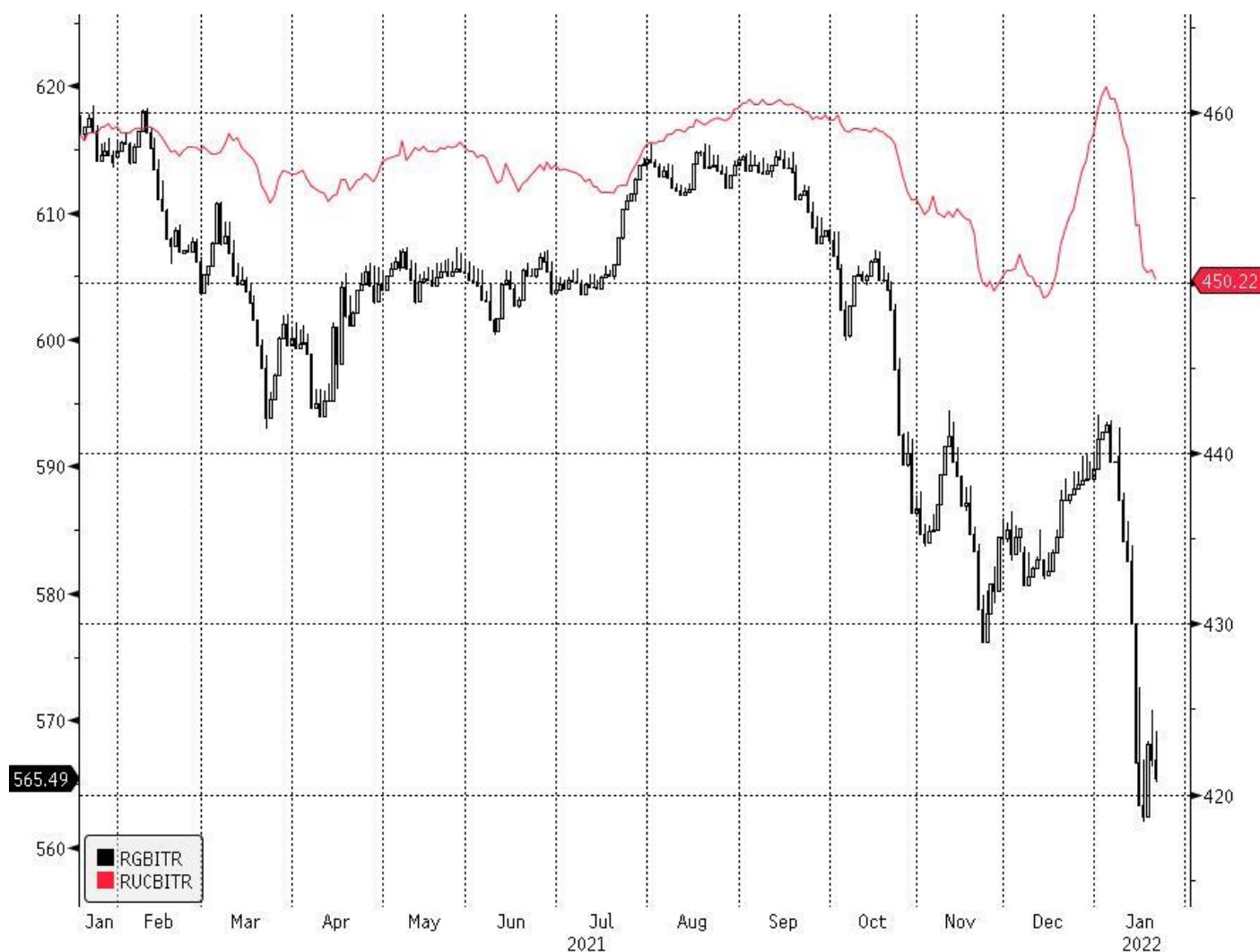
Мы, как обычно, напоминаем, что повышение Fed Funds Rate (ставки ФРС) **может и не отражаться** на доходностях долгосрочных облигаций. Причиной этому является простой факт – ставка регулирует денежный рынок, то есть влияет на краткосрочные доходности. Драйверами же цены более долгосрочных (10 или 30-летних) бумаг становятся различные фундаментальные соображения, например, такие как дивидендная доходность акций, входящих в крупнейшие индексы, или целевой уровень инфляции.

Не можем здесь еще раз не упомянуть распродажу в российских суверенных облигациях. Динамика рынка последних недель сделала эти активы невероятно привлекательными для непугливых (как авторы обзора) инвесторов. Пятилетняя страховка на российский риск стоит уже выше 220 б. п. (2,2%) (против 90 б. п. (0,9%) в октябре) Это уже выше уровня Бразилии и ЮАР со всеми их проблемами, но никак не России.

Мы безусловно рекомендуем покупать сейчас российский риск, причем чем «длиннее» (с большим сроком погашения), тем лучше.

Российский рынок облигаций

Индекс полного дохода ОФЗ RGBITR (черные свечи на графике) незначительно снизился за неделю до уровня 565,49 пункта, падение составило 0,22%. Индекс полного дохода корпоративных бумаг RUCBITR (красная линия на графике) потихоньку подтягивается к новым уровням. Закрытие пятницы – 450,22 пункта, падение на 0,68%.



RGBITR Index (Moscow Exchange Government Bond Total Return Index) 1111 Daily 16JAN2021-23JAN2022

Copyright© 2022 Bloomberg Finance L.P.

23-Jan-2022 13:15:56

Прошедшая неделя принесла долгожданный позитив как на рынок облигаций, так и на валютный рынок. Оказалось, что регулятор все же следит за котировками и курсами валют, и совместный поход

доходностей ОФЗ к двухзначным величинам, а доллара к 80 рублям не оказался незамеченным. Мы увидели шаги в сторону интервенций на долговом рынке и отмену покупок валюты – на валютном.

Несмотря на то, что рано говорить о переломе тенденции, наличие «полицейского в городе», который следит за ценой активов, не может не радовать.

Повторимся, ни чуть более высокая, чем ожидал ЦБ РФ, годовая инфляция, ни планы ФРС повысить ставку **не могут оправдать такие уровни в российских гособлигациях**. Поскольку мы, как было описано выше, не верим в «горячее» развитие ситуации, нам представляется, что сложно в данный момент найти более интересные активы, нежели российские облигации, долларовые и рублевые, и акции российских компаний, особенно пострадавшие в последние дни – на ум приходит прежде всего Сбербанк. Что же до облигаций – наши *логические* аргументы остались прежними. Они приведены ниже.

Аргументы и оценки роста рынка в 2022 году

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 8,5%, 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

Добыча алмазов АЛРОСА в четвертом квартале 2021 года выросла на 4% в сравнении с прошлым кварталом, продажи выросли на 3%. В целом за год добыча составила 32,4 млн карат, что на 8% выше уровня 2020 года. При этом совокупные продажи алмазов за прошлый год выросли в 1,4 раза, а индекс цен - увеличился на 33%. АЛРОСА продолжает отмечать превышение спроса на алмазное сырье над предложением.

Значимые сделки по портфелям

В части акций:

В портфелях российских акций мы увеличили вложения в бумаги Сбербанка и Московской биржи.

В фонде «Открытие – Валютный сбалансированный» мы увеличили вложения в бумаги Alibaba, Halliburton, Interactive Corp, а также в SPDR Gold Shares.

В фонде «Открытие – Валютные акции» мы увеличили вложения в акции Altria, Berkshire Hathaway, Wells Fargo и Halliburton.

В части облигаций:

В фонде «Открытие-Валютные облигации» мы продолжили переключаться из коротких бумаг RUSSIA-28 в самые длинные RUSSIA-47. Также мы зафиксировали короткие облигации CCLAT-24, TEVA-26.

В стратегии ИДУ «Еврооблигации» мы продавали короткие бумаги с погашением в 2023-2024 году (CHMFRU-24, RUALRU-23) и покупали RUSSIA-28.

Результаты наших активных публичных портфелей на 30.12.2021 г*.

Предлагаем вашему вниманию результаты активно управляемых паевых фондов УК Открытие по итогам 2021 г. (на дату 30.12.2021*):

- ОПИФ «Открытие – Акции» в 2021 г. вырос на +20,16%. За 3 года рост стоимости пая составил +84,74% (22,70% годовых), а за 5 лет +114,15% (16,45% годовых).
- ОПИФ «Открытие – Валютный сбалансированный» в 2021 г. вырос на +11,90%. За 3 года рост стоимости пая составил +114,15% (28,90% годовых), а за 5 лет +119,04% (16,98% годовых). За 3 года этот фонд сохраняет [1-е место](#) по доходности среди всех смешанных фондов.
- ОПИФ «Открытие – Валютные акции» в 2021 г. вырос на 7,14%. За 3 года рост стоимости пая составил +120,07% (30,07% годовых), а за 5 лет +166,75% (21,68% годовых). За 3 года и за 5 лет этот фонд входит в [пятерку](#) лидеров по доходности среди фондов иностранных активов объемом более 1 млрд руб.;
- ОПИФ «Открытие – Валютные облигации» в 2021 снизился на 0,65%. За 3 года рост стоимости пая составил +30,03% (9,15% годовых), а за 5 лет +39,15% (6,82% годовых). За 3 года фонд занимает [2-е место](#) по доходности среди всех фондов облигаций на российском рынке;
- ОПИФ «Открытие – Облигации» в 2021 г. снизился на 2,20%. Низкая динамика стоимости пая была обусловлена ростом доходностей на рынке рублевых облигаций, и представляет собой привлекательную точку входа для новых пайщиков.

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

Доходности упомянутых фондов на 30.12.2021:

ОПИФ	1 мес.	3 мес.	6 мес.	1 год	3 года	5 лет
«Открытие - Валютные акции»	2,35%	1,88%	-6,86%	7,14%	120,07%	166,75%
«Открытие - Валютный сбалансированный»	3,54%	1,56%	-3,77%	11,90%	114,15%	119,04%
«Открытие - Акции»	0,41%	-4,81%	3,58%	20,16%	84,74%	114,15%
«Открытие - Валютные облигации»	0,55%	0,57%	-0,03%	-0,65%	30,03%	39,15%
«Открытие - Облигации»	1,49%	-2,01%	-1,67%	-2,20%	17,25%	34,38%

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 — Валютные акции» зарегистрированы ФСФР России 16.04.2013 №2586; Правила доверительного управления ОПИФ рыночных финансовых инструментов «Открытие — Валютные облигации» 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 — Валютный сбалансированный» 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. Риски, связанные с финансовым инструментом, не подлежат страхованию в соответствии с Федеральным законом от 23 декабря 2003 года № 177-ФЗ «О страховании вкладов в банках Российской Федерации».