

СОБЫТИЯ И КОММЕНТАРИИ 28 НОЯБРЯ – 4 ДЕКАБРЯ 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

Главными событиями минувшей недели стали заявления главы ФРС Джерома Пауэлла относительно ужесточения монетарной политики в США и – не побоимся этого слова – истерика вокруг потенциальных передвижений российских войск вдоль западных границ страны.

Господин Пауэлл после ожидаемого переизбрания выступил с программной речью. Внимание рынков уже давно приковано к инфляции, поэтому интерес к тому, что же всё-таки собирается делать американский регулятор по этому поводу, был ожидаемо значительным. Глава ФРС не разочаровал любителей побегать с выпученными глазами – в первый раз за последний год он достаточно жестко заявил, что инфляция уже не временная и «с этим надо что-то делать». Особенный акцент был сделан на рынке труда: с одной стороны, высокая инфляция мешает возвращению к полной занятости, с другой – быстрое восстановление рынка труда и повышенные расходы домохозяйств разогревают и так достаточно горячий рынок.

И как будто по команде в пятницу вышли плачевные, если не сказать трагические, данные по новым рабочим местам в США (ожидалось 550 тысяч новых рабочих мест в негосударственном секторе, а фактически было создано лишь чуть более 200 тысяч). Таким образом, главный аргумент за ужесточение монетарной политики пока что остался без поддержки «на местности». Рынки восприняли это однозначно – ставки пока не поднимаются.

Мы же и так в этом не сомневались.

Что касается истерики вокруг перемещений российских войск вдоль границы, здесь мы можем только развести руками. В прошлом обзоре в секции еврооблигаций был приведен следующий аргумент: «хотя [мы] не можем поручиться за спокойствие на западных рубежах, все-таки считаем силовое развитие событий маловероятным. Сложно себе представить, что Россия, имея в руках ключи от энергетической безопасности в Европе – и, как следствие, фонтанирующий источник прибыли компаний и доходов бюджета – позволит себе ввязаться в региональную войну с соседней страной даже при наличии провокаций или открытых нарушений договоренностей.»

Безотносительно внешней политики РФ здесь, с нашей точки зрения, налицо очевидная попытка украинского руководства решить внутривнутриполитические задачи за счет нагнетания обстановки на границе. Заоблачные цены на газ добавляют перца в и без того острый политический борщ нашего крупнейшего западного соседа.

И уж точно *внезапные* боевые действия не начинаются с учений и открытых передвижений войсковых соединений вдоль предполагаемого участка нападения. Захотело бы российское руководство действительно напасть на Украину, мы бы узнали об этом по факту продвижения войск на десятки километров вглубь территории. Не грех вспомнить поговорку, которую мы вынесли в заголовок настоящего обзора – «barking dog doesn't bite» (лающая собака не укусит). Учения – это почти всегда учения, а не война.

Таким образом, разговор о «санкциях за Украину» – это в который уже раз повод купить подешевле отличные российские активы. Чем мы и собираемся воспользоваться.

Наблюдайте за рынками, замечайте паттерны, не переживайте и 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 этой страницы или просто найдите нас среди каналов в Телеграм.

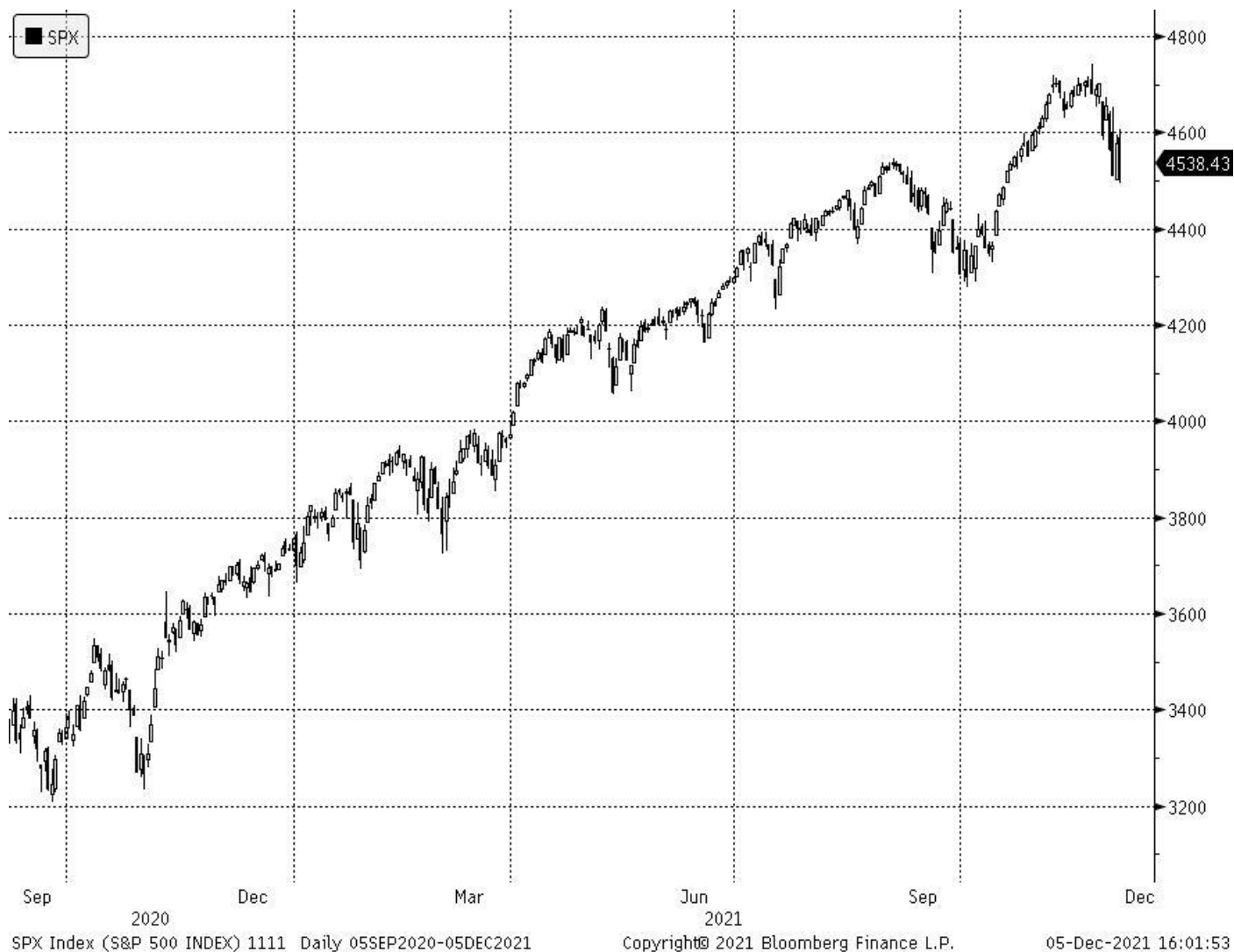
Глобальные рынки акций

Индекс S&P 500 за неделю снизился на 1,22% и завершил торги в районе отметки 4 550 пунктов. График мы поместили на следующей странице.

Американский рынок преимущественно отступал во вторник и среду. Основной причиной тому стало заявление главы ФРС о том, что с учетом инфляционных рисков покупки активов могут быть свернуты на несколько месяцев раньше, нежели предполагалось. Неблагоприятный рыночный сигнал был усилен опасениями в отношении влияния нового штамма на экономику, который по последним данным все же не вызывает тяжелого течения болезни.

Экономическая активность в большинстве из двенадцати регионов США растет темпами от сдержанных до умеренных. Обзор ФРС, именуемый «Бежевой книгой», отмечает наличие сильного потребительского спроса, который продолжает сдерживаться сбоями в цепочках поставок и нехваткой рабочей силы. Низкие объемы запасов на складах препятствуют росту продаж, в особенности легковых автомобилей. Несмотря на рост цен на производимые товары, экономический подъем отмечается во всех секторах экономики. Повысилась активность в сфере досуга и гостеприимства. И в целом респонденты сохраняют позитивный взгляд на будущее.

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.



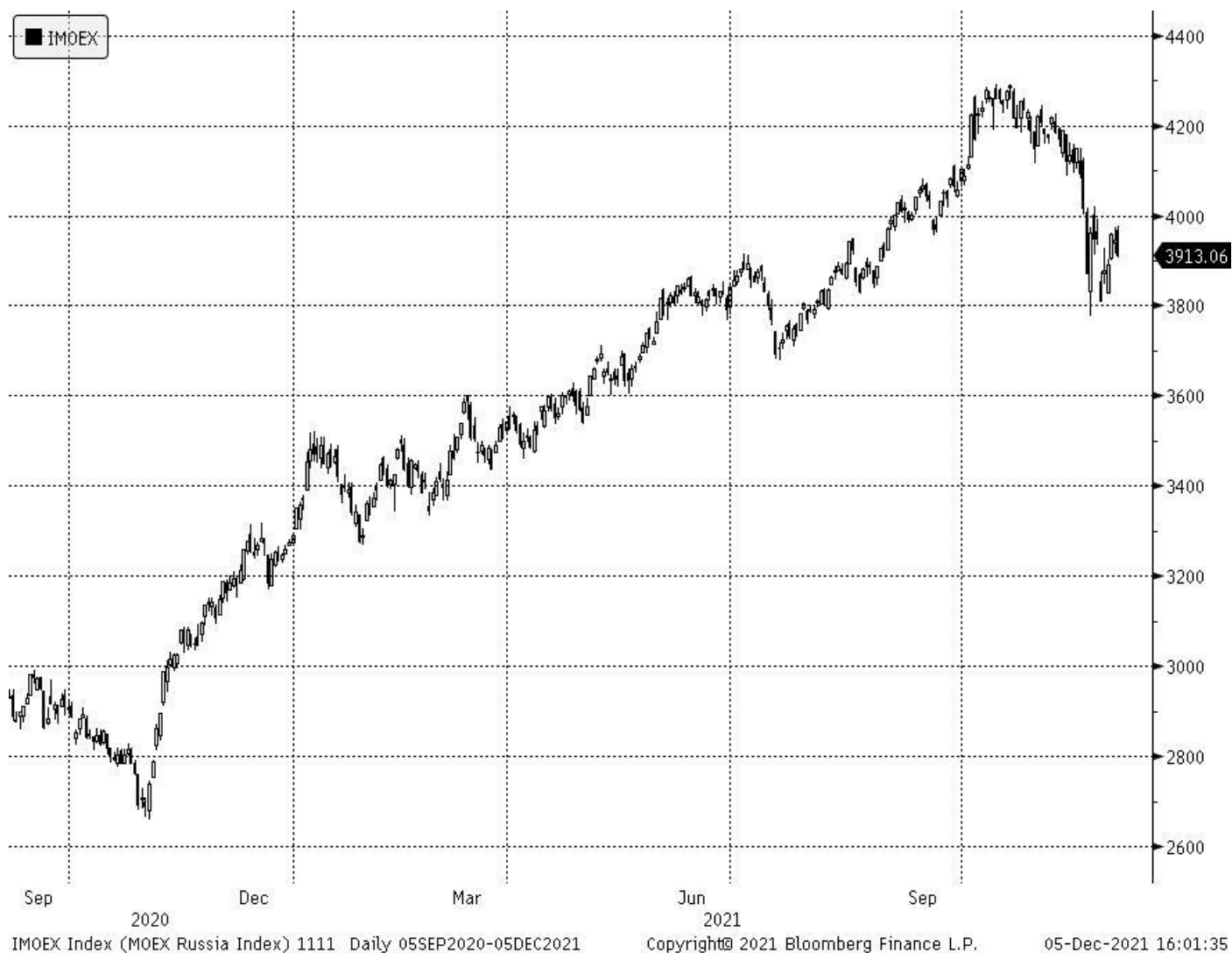
Российский рынок акций

Индекс Мосбиржи по итогам прошедшей недели вырос на 2,68%, и завершил торги в районе отметки 3 910 пунктов. График так же на следующей странице.

Настроения на российском рынке стали более спокойными после волны реакций на сообщения о новом штамме коронавируса неделей ранее. В большинстве секторов наблюдалось восстановление. При этом внимание российских инвесторов было в большей степени приковано к завершившейся в четверг встрече стран ОПЕК+, по результатам которой альянс решил не брать паузу в наращивании добычи. Цены на нефть марки Brent продолжили находиться выше уровня 70\$ за барр. Помимо этого, факт состоявшейся встречи между главой МИД России и госсекретарем США позволил несколько ослабить геополитические риски.

В случае, если рынок возобновит снижение на текущей неделе, мы хотели бы напомнить, что любая прошлая коррекция рынка, выглядит как возможность, любая будущая (или текущая) коррекция выглядит как риск. Не дайте всплеску кортизола себя обмануть: снижение рынка на политических заголовках – это возможность. Мы говорим, что достигнуто «дно», и рынок не может пойти ниже? Ни в коем случае. Не занимаемся прогнозированием краткосрочного движения котировок и считаем, что это невозможно. О чем мы говорим, так это о том, что покупки российских акций, сделанные на текущих уровнях, с большой вероятностью окажутся выгодным вложением на горизонте 1-3 года. Аргументы в пользу привлекательности российского рынка приводились нами неоднократно. Если вкратце, то это комбинация дешевизны (в том числе одной из самых высоких в мире дивидендных

доходностей), качества, устойчивости к рискам глобальной инфляции. Самые консервативные сценарии будущей динамики финансовых показателей предполагают доходность российского рынка акций в районе 10-15% годовых в ближайшие 3 года. Если же ситуация будет развиваться по оптимистичному сценарию, то рынок вполне может показать 20%+ на этом горизонте, и остаться относительно дешевым в конце периода.



Глобальные рынки облигаций

За прошедшую неделю глобальные рынки долларовых облигаций консолидировались после падения. EMV ETF (суверенные облигации развивающихся рынков, номинированные в долларах США, график черными свечками на следующей странице) вырос на 1,92%, котировка на закрытие пятницы \$108,64. Более короткий HYG ETF (высокодоходные бумаги американских компаний, в основном нефтяного сектора, красная линия на графике на следующей странице) также вырос вслед за котировками нефти. Закрытие пятницы – \$86,00, рост на 0,62%.

Изменение доходностей базового актива, %

	1 мес.	6 мес.	2 года	10 лет	30 лет
26/11/2021	0,11	0,10	0,50	1,48	1,83
03/12/2021	0,04	0,09	0,60	1,43	1,75
Изменение, б.п.	-7	-1	+10	-6	-8
Доходности на 01.06.2020	0,12	0,14	0,14	0,66	1,46



EMB US Equity (iShares JP Morgan USD Emerging Markets Bond ETF) 1111 Daily 05SEP2020-05DEC2021 Copyright© 2021 Bloomberg Finance L.P. 05-Dec-2021 16:01:07

На рынке базовых ставок (американские государственные облигации) продолжается снижение доходностей в подавляющем большинстве сегментов за исключением разве что двухлетних бумаг. Эта часть кривой доходности ориентируется на слова главы ФРС Джерома Пауэлла о более быстром повышении учетной ставки. Однако более дальние облигации реагировали скорее на бегство от рисков и на решимость американского регулятора в борьбе с инфляцией. В результате, доходность 30-летней US Treasury опустилась на минимумы 2021 года.

Спред 2-10, о котором мы писали летом, опять начал сжиматься. Мы говорили о так называемом «уплощении» кривой доходности. Это разница (спред) в доходностях между долгосрочными и краткосрочными бумагами. Можно выбирать разные сроки для мониторинга этого спреда.

Самым популярным, пожалуй, является спред между доходностями двухлетних и десятилетних бумаг. За ним следят рынки – и это важно, поскольку можно спрогнозировать действия рыночной «толпы», исходя из этого параметра. На максимуме просадки по десятилетним бумагам такая разница (2Y10Y) составила почти 150 базисных пунктов. На закрытие понедельника текущей недели он опустился ниже 85 базисных пунктов.

Внутри цикла повышения ставок обычно такой спред доходит до нуля.

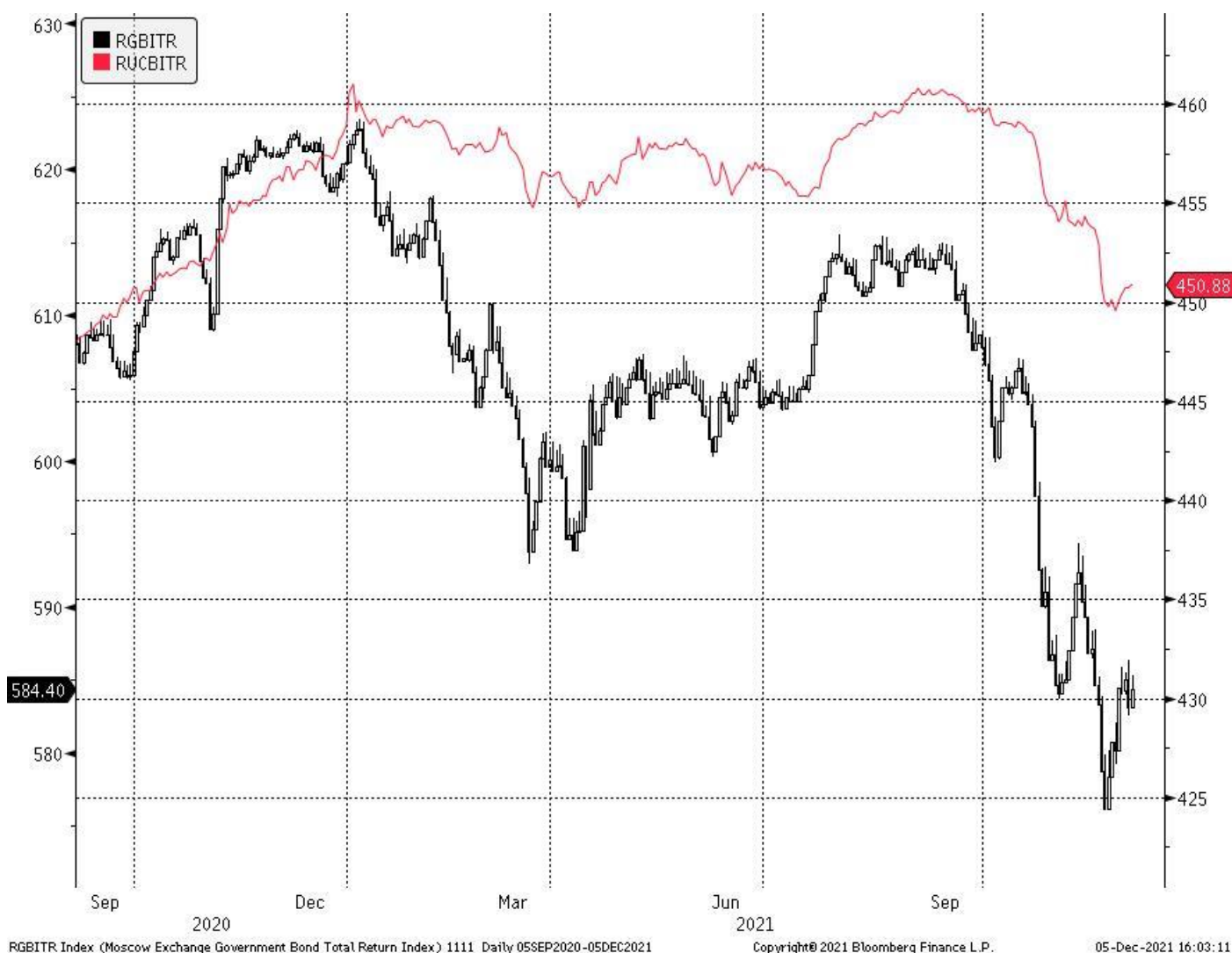
Поскольку десятилетняя бумага нашла хорошую поддержку на уровне дивидендной доходности индекса S&P500 (1,4%), вероятно, остаток спреда будет «съедаться» встречным движением доходностей двух- и десятилетней облигаций, а не сдвигом кривой вверх с разными скоростями. То есть разумным будет немного удлинять портфель бондов за счет среднего участка кривой доходностей (4-7 летние бумаги).

Однако, мы считаем, что **лучшим, пусть и волатильным**, вложением долларов на текущий момент будут длинные рублевые облигации, перепроданные без всякой меры в последние пару месяцев. Наши аргументы приведены в секции по рублевым облигациям.

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 вырос за неделю на 0,73%, остановившись на уровне начала ноября – 584,40 пункта. Индекс полного дохода корпоративных бумаг RUCBITR (красная линия на графике) также подрос. Пятница закрылась на уровне 450,88 пункта, рост на 0,29%.



Рынок российских облигаций обосновался на новых уровнях. С одной стороны, падать мешает невероятная дешевизна и положительная реальная ставка (то есть разница между доходностью облигаций и инфляцией). С другой, политические фобии и предстоящее заседание ЦБ РФ (16 декабря) не позволяют должным образом поднять голову.

Если смотреть на общую картину, за неделю на рынке мало что поменялось. Разве что, как мы и предсказывали, без проблем прошло погашение выпуска Роснано. Ситуация вокруг компании далека от полного урегулирования, но мы хотим повториться - худшим сценарием мы видим мягкую реструктуризацию обязательств Роснано. По аналогии с ОАК мы ожидаем *в худшем случае* около 20% списания долга и, вероятно, некоторого пролонгирования коротких долгов. В лучшем – заявления о докапитализации и погашения в срок.

Мы по-прежнему считаем российский рынок облигаций очень привлекательным и считаем, что окно возможностей по покупке длинных ОФЗ начнет закрываться после уже упомянутого заседания ЦБ РФ.

Ниже наши аргументы и оценки роста рынка в следующем 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

Газпром опубликовал хорошие финансовые результаты за третий квартал. Выручка компании выросла на 22% по сравнению с прошлым кварталом, EBITDA повысилась на 16%, а скорректированная чистая прибыль увеличилась на 25%. Если бы не увеличение оборотного капитала, то свободный денежный поток оказался бы на 38% выше уровня прошлого квартала. При этом средняя цена экспорта газа в Европу за последние два месяца выросла до \$600 за тыс. куб. м., что почти вдвое выше значений третьего квартала. Существенно более сильные финансовые результаты ожидаемы по результатам последних трех месяцев 2021 года и в следующем году.

Значимые сделки по портфелям

В части акций:

В портфелях российских акций мы сокращали позиции в бумагах РУСАЛа и ВТБ; увеличивали вложения в акции Сбербанка, Сегежи и Московской биржи.

В части облигаций:

Мы продолжили покупки длинных рублевых облигаций в фонды «Открытие-Облигации» и «Открытие-Еврооблигации». С нашей точки зрения, рынок настолько недооценен, что одной из лучших идей в долларах будет покупка ОФЗ в рублях без хеджирования валютного риска.

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.