



СОБЫТИЯ И КОММЕНТАРИИ 5 – 11 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

Минувшая неделя не запомнилась выдающимися из последних трендов событиями. Вышли данные по инфляции в США (6,8% год-к-году), они оказались рекордными за последние почти 40 лет. Инфляция в России показала очередной максимум (8,4% год-к-году). Здесь как раз можно найти повод для оптимизма, поскольку декабрь 2020 цены росли уже достаточно быстро и эффект высокой базы начинает играть на руку ждущим нормализации этого показателя рынкам. Нефть продолжила консолидацию, отыгрывая ожидаемую разрядку медиа-истерии относительно штамма «омикрон» (не можем удержаться от того, чтобы напомнить, что следующая буква греческого алфавита – «пи»).

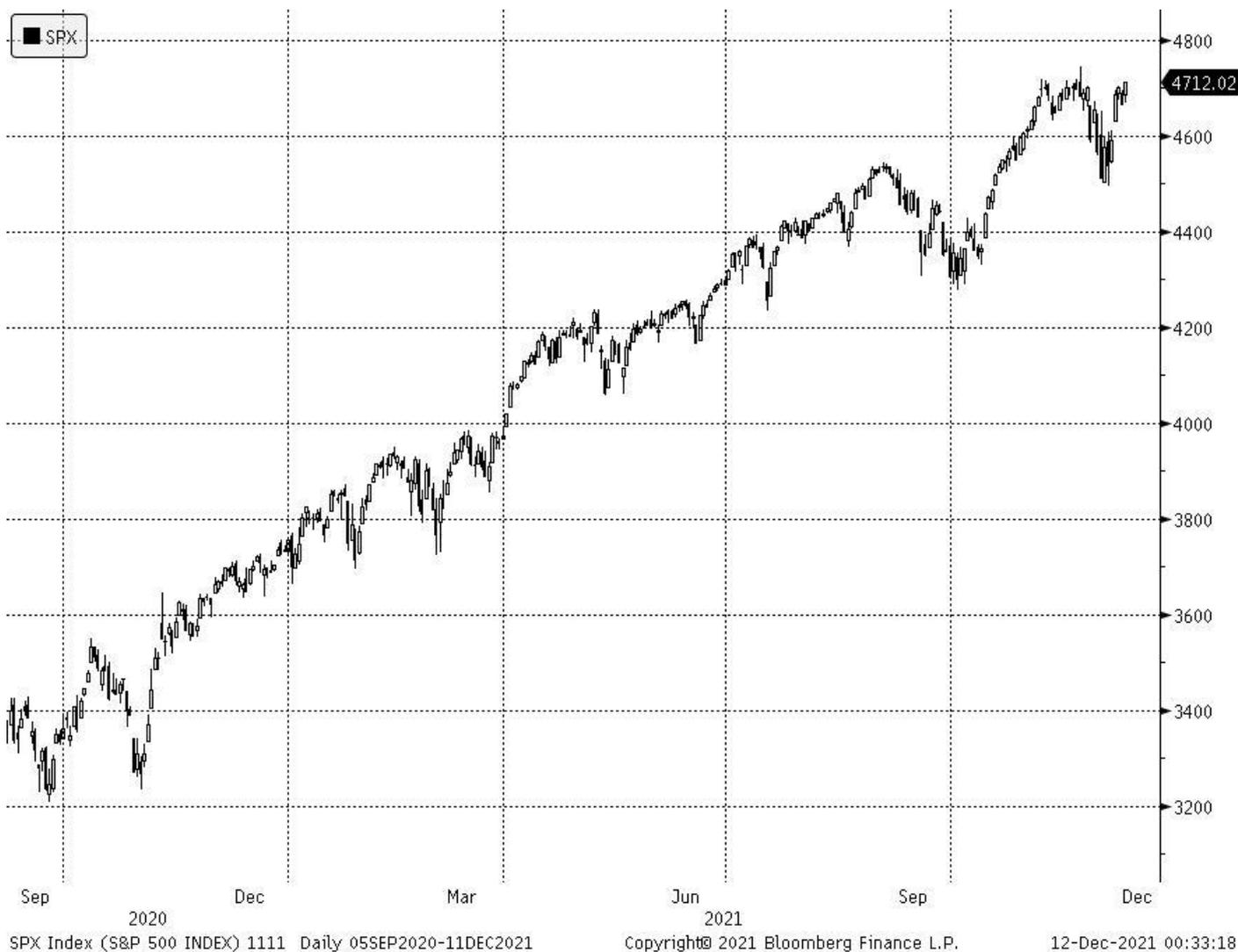
Президенты России и США провели видеоконференцию, на которой, естественно, ничего не решили, мнениями обменялись. За океаном встречу восприняли критично: Джо Байдена подвергли атакам как со стороны «ястребов» (недостаточно погрозили России), так и со стороны изоляционистов (хватит уже влезать не в свои конфликты). В результате разрядки и на этом фронте рубль укрепился до примерно месячного максимума, а стоимость российского риска (5Y CDS) прилично снизилась, однако, не пройдя уровень 100 б.п.

На следующей неделе нас ожидает заседание ЦБ РФ по ставке. Если вы не читаете секцию нашего обзора по облигациям (и делаете это очень зря), подытожим наши ожидания. Мы считаем, что российский регулятор поднимет ставку на 100 б. п., до 8,5%, и даст четкий сигнал, что этого на ближайшие несколько лет достаточно, дальше только вниз. В отсутствие геополитических сюрпризов это должно привнести долгожданный позитив на рынок рублевых облигаций.

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 вырос на 3,82% и завершил торги в районе отметки 4 712 пунктов.



Ни распространение нового штамма коронавируса, ни ожидаемое на заседании ФРС на текущей неделе объявление об ускорении темпов сворачивания программы покупки активов не помешали рынку акций США вернуться к историческим максимумам. В целом, историческая статистика показывает, что циклы ужесточения политики не обязательно предвещают слабую динамику рынков акций – в среднем, восходящая динамика сохраняется. Только 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.

В то же время многие бумаги технологического сектора в последние месяцы демонстрируют слабость котировок, существенно отставая в доходности от широкого рынка. На наш взгляд, ряд бумаг, преимущественно торгующихся по высоким мультипликаторам стоимости предприятия к выручке, снижается в цене оправданно. Достижение бизнес-результатов, достаточных, чтобы оправдать такую оценку, представляется нам маловероятным. Таких акций в своих портфелях мы стремимся избегать.

Бумаги, на которых мы фокусируемся взамен, сочетают высокие ожидаемые темпы роста бизнеса, существующую прибыльность – или четкий обозначенный путь ее достижения, и адекватную оценку.

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 не окажется стремительным.

Российский рынок акций

Индекс Мосбиржи по итогам прошедшей недели снизился на 3,91%, и завершил торги в районе отметки 3 760 пунктов.



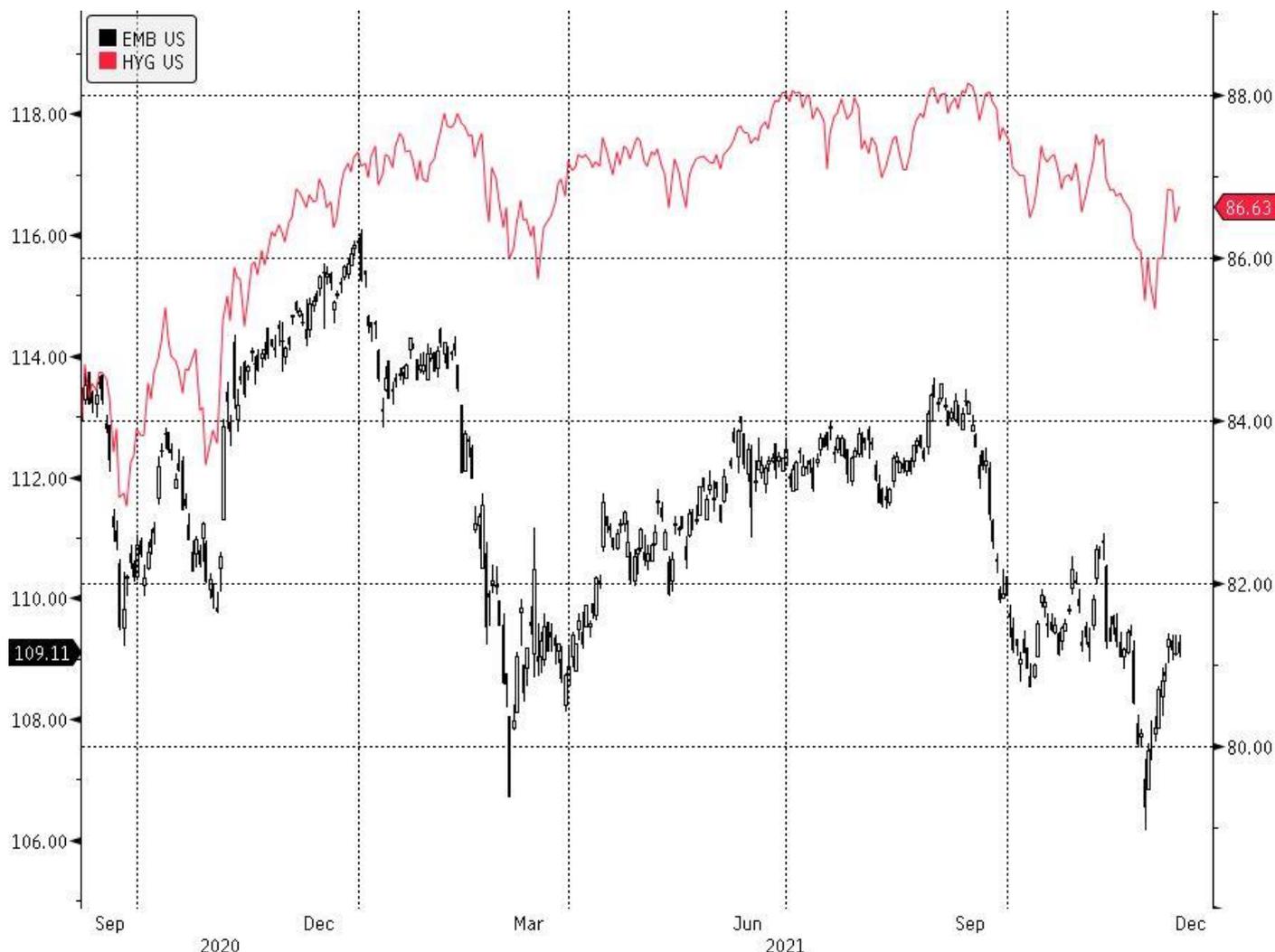
В центре внимания участников российского рынка находились переговоры между президентами России и США. Отдельно в СМИ появилась информация о том, что проект оборонного бюджета США не содержит пунктов о санкциях против «Северного потока – 2» и запрета для граждан и компаний США на приобретение вторичного российского госдолга. Новости позитивны, однако, напряженность вокруг Украины и НАТО на протяжении недели нарастала, как следствие, геополитические риски не могли не отразиться на котировках. Впрочем, текущее снижение лишь увеличивает долгосрочную привлекательность российских активов.

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 продолжили консолидацию. EMB ETF (суверенные облигации развивающихся рынков, номинированные в долларах США, график черными свечками на следующей странице) вырос на 0,43%, котировка на закрытие пятницы \$109,11. 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 – \$86,63, рост на 0,73%.



Изменение доходностей базового актива, %

	1 мес.	6 мес.	2 года	10 лет	30 лет
03/12/2021	0,04	0,09	0,60	1,43	1,75
10/12/2021	0,03	0,13	0,67	1,48	1,88
Изменение, б.п.	-1	+4	+7	+5	+13
Доходности на 01.06.2020	0,12	0,14	0,14	0,66	1,46

Напряженность между Россией и Украиной и очередные минимальные значения курса турецкой лиры к твердым валютам не помешали рынку долларовых облигаций ощутить дыхание глобального риск-он (так обычно называют желание рыночных участников купить побольше рискованных активов). Базовые активы (американские государственные облигации) обычно имеют отрицательную корреляцию с широким рынком в такие моменты – и минувшая неделя не стала исключением. Рост облигаций развивающихся рынков сопровождался коррекцией в US Treasuries, тем не менее, доходности американских облигаций находятся вблизи минимальных за последние месяцы уровней.

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 разность (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.

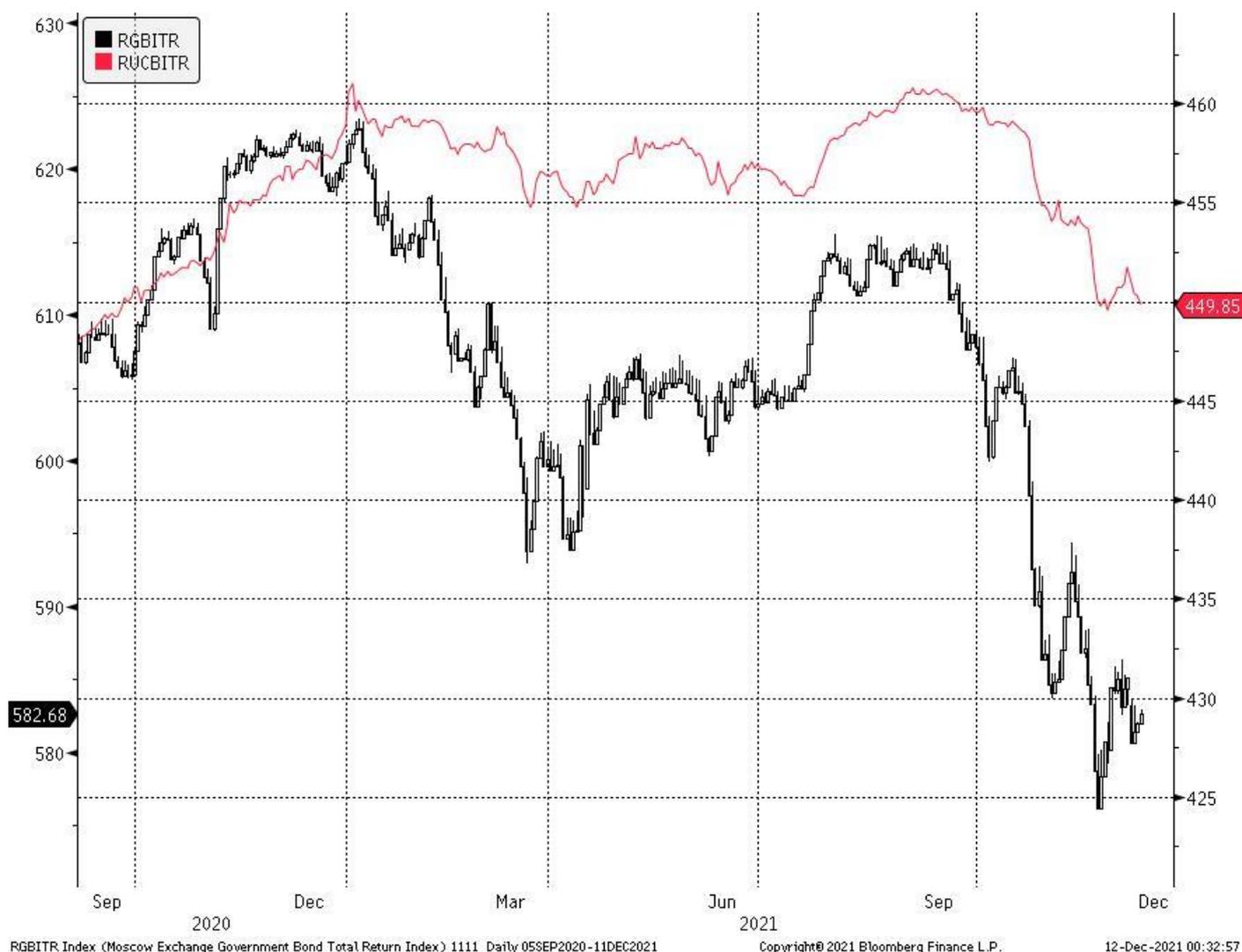
Таким образом, мы не сомневаемся, что в 2022 году новостные ленты возвестят о замедлении темпов роста цен. И в среднесрочной перспективе для глобальных рынков облигаций мы продолжаем подчеркивать неоднократные заявления ФРС США о том, что ставка сохранится на нулевом уровне как минимум до конца 2022 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 незначительно снизился за неделю на 0,29%, остановившись на уровне начала ноября – 584,40 пункта. Индекс полного дохода корпоративных бумаг RUCBITR (красная линия на графике на следующей странице) 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 (17 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 нефть» запустила подводный арктический газопровод, который соединил производственные объекты полуострова Ямал с газотранспортной магистралью Ямбург – Тула. Уникальный по сложности строительства и технологическим решениям газопровод мощностью 20 млрд куб. м. в год обеспечит транспортировку газа с Новопортовского месторождения в Единую систему газоснабжения России. С вводом газопровода приближается к завершению текущая фаза инвестиционного цикла на Новопортовском месторождении – ключевом арктическом проекте «Газпром нефти» и одном из самых крупных разрабатываемых нефтегазоконденсатных месторождений на полуострове Ямал.

Значимые сделки по портфелям

В части акций:

В портфелях российских акций мы увеличивали вложения в акции Сбербанка, Сегежи, Fix Price и Глобалтранс.

В портфелях фондов «Открытие – Валютные акции» и «Открытие – Валютный сбалансированный» мы сократили позиции в акциях Charter Communications.

В части облигаций:

Мы продолжили покупки длинных рублевых облигаций в фонды «Открытие-Облигации». На данный момент, по нашей оценке, дюрация портфеля выросла до 4,3 года.

Результаты наших активных публичных портфелей на 30.11.2021 г*.

Предлагаем вашему вниманию результаты активно управляемых паевых фондов УК Открытие по итогам 11 месяцев 2021 года:

- ОПИФ «Открытие – Акции» за 11 месяцев вырос на +19,68%. За год (30.11.2020-30.11.2021) наш флагманский фонд акций на российском рынке вырос на +25,56%. За 3 года этот фонд занимает [2-е место](#) по доходности среди фондов российских акций широкого рынка с активами более 5 млрд руб.;
- ОПИФ «Открытие – Валютный сбалансированный» с начала 2021 г. вырос на +8,08%, а за 1 год (30.11.2020-30.11.2021) – на +11,86%. За 3 года этот фонд сохраняет [1-е место](#) по доходности среди смешанных фондов, вкладывающихся в иностранные активы;
- ОПИФ «Открытие – Валютные акции» с начала года вырос на +4,68%, а за 1 год (30.11.2020-30.11.2021) – на +9,27%. За 3 года этот фонд входит в [пятерку](#) лидеров по доходности среди фондов иностранных активов объемом более 1 млрд руб.;
- ОПИФ «Открытие – Валютные облигации» с начала года снизился на 1,20%. За 1 год (30.11.2020-30.11.2021) динамика фонда в рублях составила -2,80%. За 3 года фонд занимает [2-е место](#) по доходности среди всех фондов облигаций на российском рынке;
- ОПИФ «Открытие – Облигации» на конец ноября снизился на 3,63% 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 (30.11.2020-30.11.2021) доходность фонда составила -3,22%.

Доходность упомянутых в обзоре фондов на 30.11.2021 (в рублях)

ОПИФ	1 мес.	3 мес.	6 мес.	1 год	3 года	5 лет
«Открытие – Валютные акции»	0,71%	-7,00%	-4,54%	9,27%	102,20%	146,78%
«Открытие – Акции»	-6,61%	-0,49%	5,83%	25,56%	82,68%	125,47%
«Открытие – Валютный сбалансированный»	-0,60%	-6,68%	-5,45%	11,86%	103,44%	108,10%
«Открытие – Облигации»	-1,32%	-3,88%	-3,28%	-3,22%	16,14%	32,43%
«Открытие – Валютные облигации»	3,26%	-1,62%	-0,51%	-2,80%	36,42%	29,86%

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

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/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.