



## СОБЫТИЯ И КОММЕНТАРИИ 12 – 18 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

Прошедшая неделя по праву могла бы носить название «неделя центробанков» – помимо ЦБ РФ заключительные заседания в 2021 году проводили ФРС, ЕЦБ и даже экстравагантный Банк Турции. Всем кроме последнего завершающие штрихи к денежно-кредитной политике можно занести в актив. Почему мы так решили? Потому что так решили рынки – главным арбитром качества принимаемых решений является следующая за решениями волатильность. Если заседание центробанка приводит к мощным движениям в различных активах, значит, коммуникация с внешним миром была выстроена неправильно, и рыночные игроки неверно проинтерпретировали предшествующие сигналы. Напротив, спокойствие после решений регуляторов – свидетельство зрелости монетарной политики.

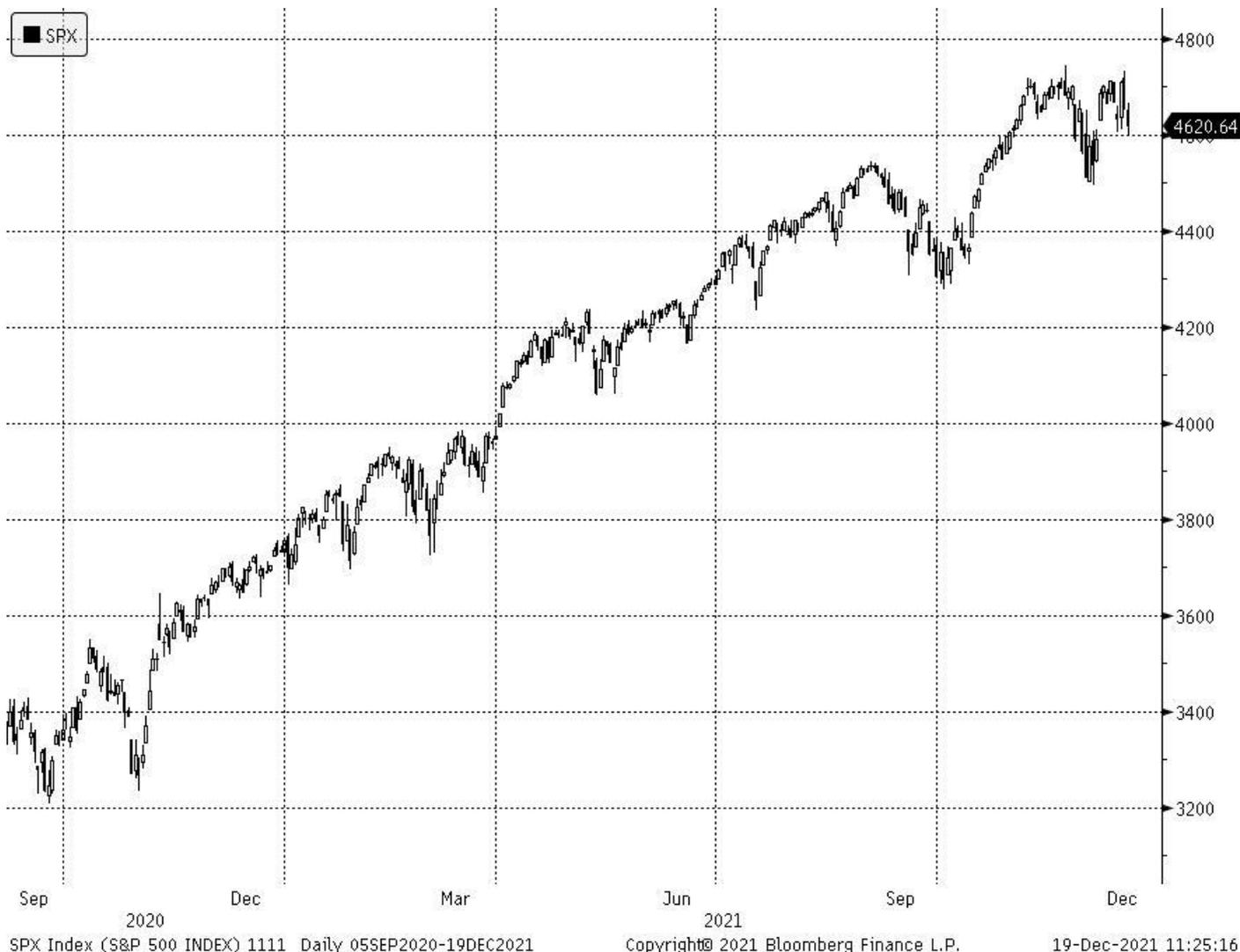
Несмотря на принятые решения об ужесточении денежно-кредитной политики в США и Евросоюзе, европейские и американские облигации не снизились, а российские бонды после повышения ставок на 100 базисных пунктов даже выросли, прибавив по некоторым выпускам более 1%. Турция же, к сожалению, на всех парах движется в сторону полномасштабного долгового кризиса, который уже не погасить вербальными интервенциями и заявлениями о страшной каре для спекулянтов. Нужно поднимать ставку, причем радикально, причем надолго, чего господин Эрдоган делать не желает... Дуб наверняка победит теленка, и местные власти капитулируют перед рыночными реалиями. Когда это произойдет, можно будет рассматривать турецкие активы на покупку.

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 предыдущей страницы или просто найдите нас среди каналов в Телеграм.

## Глобальные рынки акций

Индекс S&P 500 за неделю снизился на 1,94%, и завершил торги в районе отметки 4 620 пунктов.



В среду на прошедшей неделе ФРС ожидаемо ускорила темпы сворачивания программы покупки активов и представила более агрессивный ориентир по траектории ставок на ближайшие годы. Регулятор заверил инвесторов, что будет принимать во внимание эпидемиологическую ситуацию в США и распространение омикрон-штамма, а ужесточение монетарной политики будет происходить без последствий для экономического роста страны. 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.

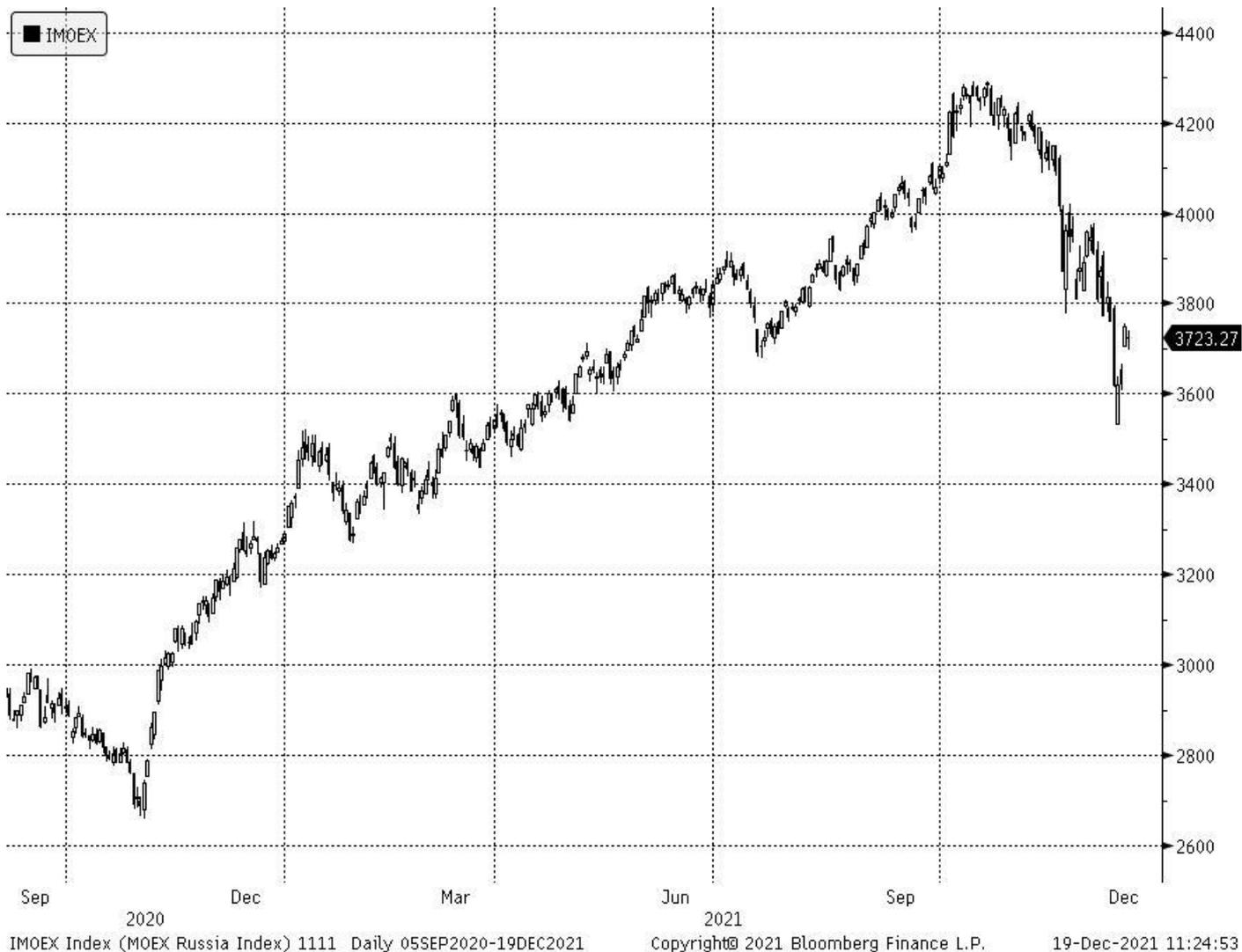
ЕЦБ по итогам прошедшего заседания принял решение не менять процентные ставки. Европейский регулятор также объявил о сокращении объема покупок активов в рамках программы REPP; полностью завершить ее планируется в марте 2022 года. Для смягчения негативного влияния ЕЦБ временно увеличит покупки активов в рамках программы APP с текущих €20 млрд до €40 млрд во втором квартале и €30 млрд в третьем квартале следующего года. Несмотря на наблюдаемое ужесточение риторики и монетарной политики со стороны ФРС, Банка Англии и центральных банков

развивающихся стран, ЕЦБ сохраняет мягкую кредитно-денежную политику, сочетающую нулевые ставки и регулярные операции по покупке активов.

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 0,98%, и завершил торги в районе отметки 3 720 пунктов.



Российский фондовый рынок начал прошедшую неделю на негативной ноте, продолжив нисходящий тренд в связи с усилением геополитической напряженности между Россией и НАТО. При этом разумно ожидать, что геополитические опасения будут отходить на второй план и снизятся, а инвесторы обратят внимание на неоправданно высокий дисконт российского рынка, даже по отношению к развивающимся странам, который превысил 60%, чего не наблюдалось в последние 5 лет.

Альянс ОПЕК после нескольких снижений повысил прогноз роста спроса на нефть в 2021 году. В своем декабрьском ежемесячном обзоре организация увеличила прогноз до 96,6 млн барр. в сутки. По 2021 году ожидается, что рост составит 5,6 млн барр. в сутки, а по 2022 году – 4,2 млн барр. в сутки. Прогноз по добыче России в этом году повышен незначительно, тем не менее, ведущие российские нефтяные компании высказывают сомнения в возможности быстро нарастить добычу в

РФ до запланированных уровней. Невозможность сделать это может стать драйвером для роста цен на нефть в первой половине следующего года.

В свете случившегося снижения котировок 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 немного снизились. EMB ETF (суверенные облигации развивающихся рынков, номинированные в долларах США, график черными свечками) упал на 0,58%, котировка на закрытие пятницы \$108,48. Более короткий HYG ETF (высокодоходные бумаги американских компаний, в основном нефтяного сектора, красная линия на графике) снизился вслед за котировками нефти. Закрытие пятницы – \$86,37, падение на 0,30%.



## Изменение доходностей базового актива, %

	1 мес.	6 мес.	2 года	10 лет	30 лет
10/12/2021	0,03	0,13	0,67	1,48	1,88
17/12/2021	0,03	0,16	0,66	1,41	1,82
Изменение, б.п.	-1	+3	-1	-7	-6
<b>Доходности на 01.06.2020</b>	<b>0,12</b>	<b>0,14</b>	<b>0,14</b>	<b>0,66</b>	<b>1,46</b>

На заседании ФРС, как мы уже писали во введении, было принято несколько «судьбоносных» решений. Мы закавычили слово «судьбоносный», поскольку именно такими они должны были бы представляться обывателю. На самом деле, ничего неожиданного не случилось. Рынок уже пару месяцев закладывает повышение ставки в 2022 году один или два раза (то есть на 0,25 или на 0,50%). Подобные осторожные шаги не должны привести к переоценке рисков по всему миру, поэтому рискованные активы никак не отреагировали на кажущуюся смену парадигмы.

В части акций мы уже упомянули, что важен не сам факт повышения ставки, а то, насколько быстро (и добавим от себя – ожидаемо) это повышение происходит. Если регулятор берет разбег за полгода, чтобы прыгнуть на 0,25%, и в целом считает, что торопиться некуда, и эффективно свой подход коммуницирует в рынок, крупные игроки подстроятся под новую реальность и ценовых шоков не будет.

Отдельно хочется написать эссе о новом захватывающем раунде в поединке теленка с дубом в интерпретации господина Эрдогана. Однако мы побережем снаряды до начала следующей недели, ведь схватка еще далека от завершения. Следите за обновлениями.

Спред 2-10, о котором мы писали летом, продолжил 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 75 базисных пунктов.

Внутри цикла повышения ставок обычно такой спред доходит до нуля.

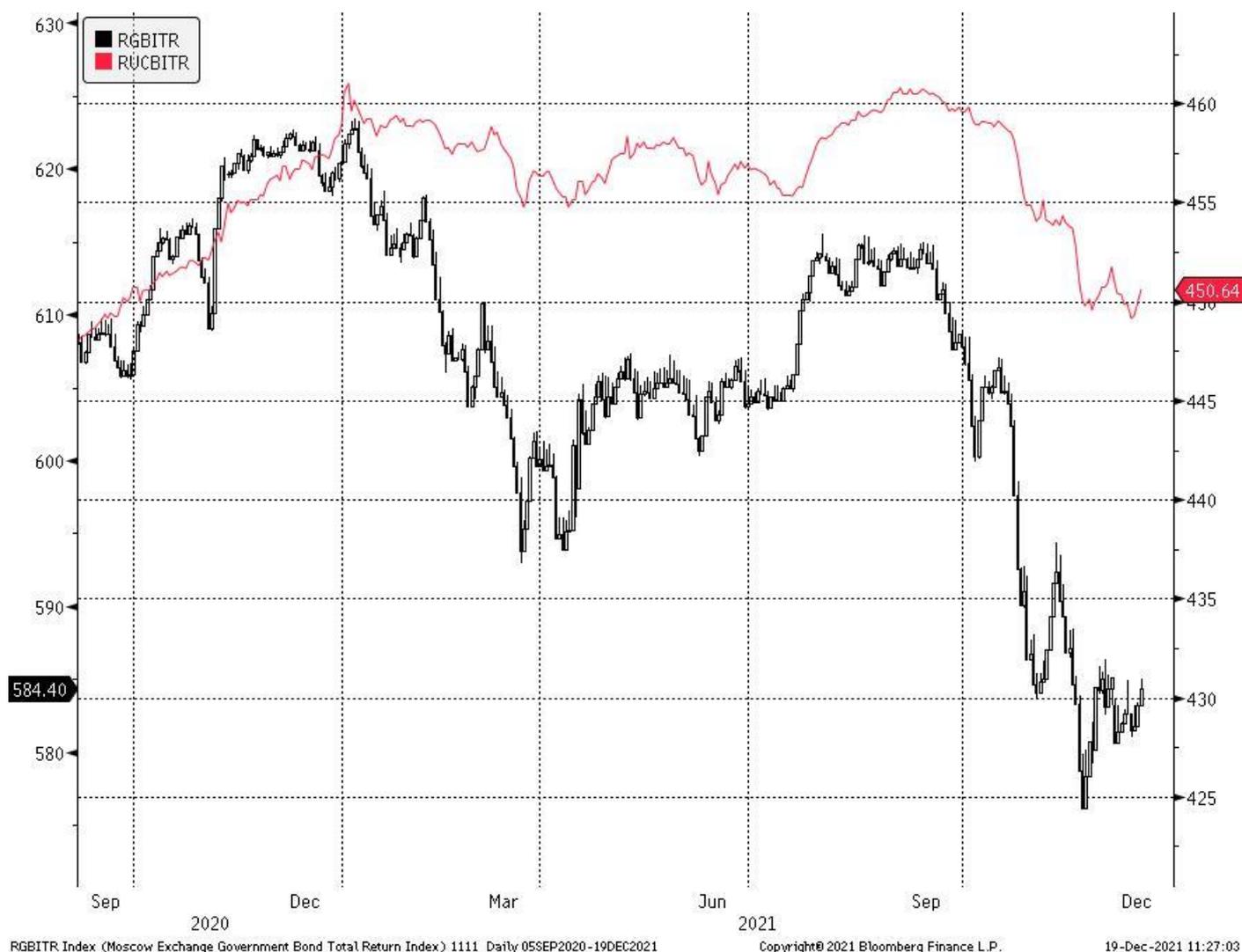
Поскольку десятилетняя бумага нашла хорошую поддержку на уровне дивидендной доходности индекса S&P500 (1,4%), вероятно, остаток спреда будет «съедаться» встречным движением доходностей двух- и десятилетней облигаций, а не сдвигом кривой вверх с разными скоростями. То есть разумным будет немного удлинять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

## Российский рынок облигаций

Индекс полного дохода ОФЗ RGBITR (черные свечки на графике на следующей странице) вырос за неделю на 0,30%, 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 450,64 пункта, рост на 0,18%.

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



Рынок российских облигаций разумно «лежал на дне» всю прошлую неделю в ожидании итогов последнего в этом непростом году заседания ЦБ РФ. Регулятор ожидаемо поднял ставку на 100 базисных пунктов (1%), но интрига заключалась в том, насколько мягким будет сигнал о дальнейшем движении денежно-кредитной политики.

Сразу хотим отметить, что наши самые радужные мечты не оправдались. Мы надеялись, что регулятор четко даст понять – больше повышения ставки не будет. Напрямую этого сказано не было. Были отмечены существенные проинфляционные факторы, которые, вероятно, потребуют «тонкой настройки» на следующем заседании в феврале. Это означает еще плюс 0,25% или 0,50% к текущей ставке.

Однако некоторые заявления главы ЦБ РФ дают повод для оптимизма. Во-первых, инфляция по итогам 2021 года все-таки останется в рамках 8%, что может свидетельствовать о переломе тренда. Во-вторых, прогноз по снижению этого показателя к концу 2022 года остается прежним – через год рост цен замедлится до целевых 4-5% год-к-году. Были также отмечены и дефляционные тренды в некоторых областях, например, в стройматериалах, что может оказать положительное влияние на инфляционные ожидания населения. Наконец, в конце концов, было признано, что динамика цен долгосрочных облигаций объясняется не жесткой политикой ЦБ РФ, а геополитическими рисками. О чем, собственно, мы и говорим уже в течение нескольких последних месяцев.

Облигации ожидаемо позитивно восприняли заявления главы регулятора и выросли вдоль всей длины кривой доходности (на всех сроках). Вероятно, до конца года мы останемся на этих уровнях, а наши ожидания от 2022 года читайте ниже.

### **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**

«АЛРОСА» увеличила продажи в ноябре на 8% квартал-к-кварталу. В абсолютном выражении цифры оказались близки к средним историческим значениям. Конечный спрос на ювелирную продукцию с бриллиантами на основных рынках при этом продолжает расти двузначными темпами, а запасы в гранильном секторе находятся на минимальных за последние 10 лет значениях. Это является основанием ожидать роста цен на бриллиантовую продукцию в ближайшем будущем, который может компенсировать более низкие объемы продаж.

### **Значимые сделки по портфелям**

В части акций:

В портфелях российских акций мы увеличивали вложения в акции Сбербанка, Газпрома, Газпромнефти.

В части облигаций:

Мы продолжили покупки длинных рублевых облигаций в фонды «Открытие-Облигации». На данный момент, по нашей оценке, дюрация портфеля выросла до 4,4 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](http://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.