

СОБЫТИЯ И КОММЕНТАРИИ 21 – 27 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

В двух словах рассказать о минувшей неделе не получится. Или получится, но опубликовать эти слова будет нельзя. Мы останавливаемся на многих темах далее по тексту: о ситуации на российском рынке акций в разделе по рынку акций (если в двух словах – пора покупать), о распродаже на рынке еврооблигаций в разделе по еврооблигациям (можно начать увеличивать риск) и о ситуации с Роснано в разделе по облигациям.

Оставшуюся часть страницы мы могли бы посвятить неадекватной реакции властей по всему миру на новый штамм модной болезни. Мы просмотрели несколько интервью с южноафриканскими врачами-инфекционистами, в которых они с большой долей уверенности говорят о большей контагиозности (заразности) «омикрона», но о меньшей опасности и тяжести последствий. Однако пуганая ворона, как известно, куста боится – и рынки реагируют. Не на штамм, а на возможные локдауны и новые ограничения.

Насколько реакция чрезмерна? С нашей точки зрения, на 146%. Достаточно упомянуть, что главный индикатор риска – цены на нефть – испытали *седьмое по величине дневное снижение* за всю историю! Причем три из шести оставшихся были в 2020 году. Мы оставим этот факт без комментариев. Что говорить, когда нечего говорить?!

Закончим забавным анекдотом, сформировавшимся прямо на наших глазах. Последний штамм коронавируса был назван в честь буквы «мю». Затем в греческом алфавите следуют «ню» и «кси». Откуда же взялся «омикрон»? Положим, «ню» не подходила из-за созвучия с английским «new», но гораздо интересней, почему пропустили любимую математиками «кси». Одна из версий гласит, что

запись «кси» по-английски (“xi”) совпадает с именем Си Цзиньпина (Xi Jinping), генерального секретаря Компартии Китая. А ведь еще несколько лет назад, когда в 2010 году гигантский ураган накрыл Аляску, имя «Джо» (г-н Байден был в то время вице-президентом США) приняли без особых размышлений...

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 2,2% и завершил торги в районе отметки 4 600 пунктов.



В середине недели американские акции отпраздновали новый срок Джерома Пауэлла в роли главы ФРС кратковременным внутрисуточным выходом на новый исторический максимум, однако удержать завоеванные позиции не смогли. Гадая «голубиный» это сигнал или «ястребиный» (т.е. в пользу более мягкой, или более жесткой денежной политики), большинство участников рынка все же склонились в пользу последнего. Вопрос борьбы с инфляцией, которая в США также бьет многолетние рекорды, перешел в политическую плоскость, и не исключено, что для того, чтобы ФРС сошел с пути повышения ставок, нужно большее замедление экономики или колебания рынка, чем в предыдущие годы.

В пятницу снижение рынка акций усилилось на новостях о распространении нового штамма коронавируса «ню» «кси» «омикрон». Рациональное размышление и опыт 2020 года подсказывают, что не обязательно это явление станет однозначным негативом для рынков акций. Либо новый страшный штамм замедлит рост мировой экономики, но тогда «охладится» инфляция (мы уже видим ощутимую коррекцию нефтяных котировок), тогда кейс в пользу ужесточения денежной политики мировыми ЦБ станет гораздо слабее, либо... не так уж он и страшен? В этом случае пятничное снижение было неоправданным.

С практической точки зрения для частных инвесторов, мы рекомендуем не обращать внимания на страшные заголовки прессы. Снижение рынка акций США пока что не настолько глубоко, чтобы говорить, что можно покупать все без разбора, как это было в марте 2020 г. Однако в ожидании 30%-ной коррекции можно бесплодно провести следующие 10 лет, упустив долгосрочный рост котировок. Мы предлагаем сфокусироваться на формировании портфеля акций хороших компаний, торгующихся по адекватной оценке, которые должны показать привлекательный результат в широком спектре макроэкономических условий. Мы в своих портфелях занимаемся именно этим.

Российский рынок акций

Индекс Мосбиржи по итогам прошедшей недели снизился на 5,12%, и завершил торги в районе отметки 3 810 пунктов. Снижение индикатора с максимальных отметок года превысило 10%.



Время покупать?

Мы убеждены, что «ДА».

Любая прошлая коррекция рынка выглядит как возможность, любая будущая (или текущая) коррекция выглядит как риск. Не дайте всплеску кортизола себя обмануть: текущее движение котировок – это 100% возможность. Мы говорим, что достигнуто «дно» и рынок не может пойти ниже? Ни в коем случае. Мы 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 один-три 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 три 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 существенно скорректировались. EMB ETF (суверенные облигации развивающихся рынков, номинированные в долларах США) потерял 2,60%, котировка на закрытие пятницы \$106,57. Более короткий HYG ETF (высокодоходные бумаги американских компаний, в основном нефтяного сектора) продолжил свой «южный поход» вслед за котировками нефти. Закрытие пятницы – \$85,47, падение на 1,26%.



Изменение доходностей базового актива, %

	1 мес.	6 мес.	2 года	10 лет	30 лет
19/11/2021	0,11	0,06	0,52	1,54	1,91
26/11/2021	0,11	0,10	0,50	1,48	1,83
Изменение, б.п.	0	+4	-2	-6	-8
Доходности на 01.06.2020	0,12	0,14	0,14	0,66	1,46

Масштабная распродажа на рынках еврооблигаций была спровоцирована массовым уходом от рисков. Даже резкое падение базовых ставок не спасло длинные бумаги от серьезной коррекции. Свою лепту также внесла и Россия. Продажи российских долларовых облигаций усилились на публикациях, подстегнувших давние геополитические страхи вокруг ситуации с Украиной и непризнанными республиками. В конце недели распродажа в нефти спровоцировала еще один раунд выхода из долговых инструментов развивающихся стран, поскольку многие из представителей EM на рынке облигаций – это нефтедобывающие компании.

Мы неоднократно говорили, что считаем политические риски преувеличенными, и, *хотя 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.

Тем не менее, 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.

Ниже – рассуждения относительно общей ситуации на рынках долларовых облигаций, о фундаментально устойчивых уровнях доходности. С нашей точки зрения, основная дискуссия 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.

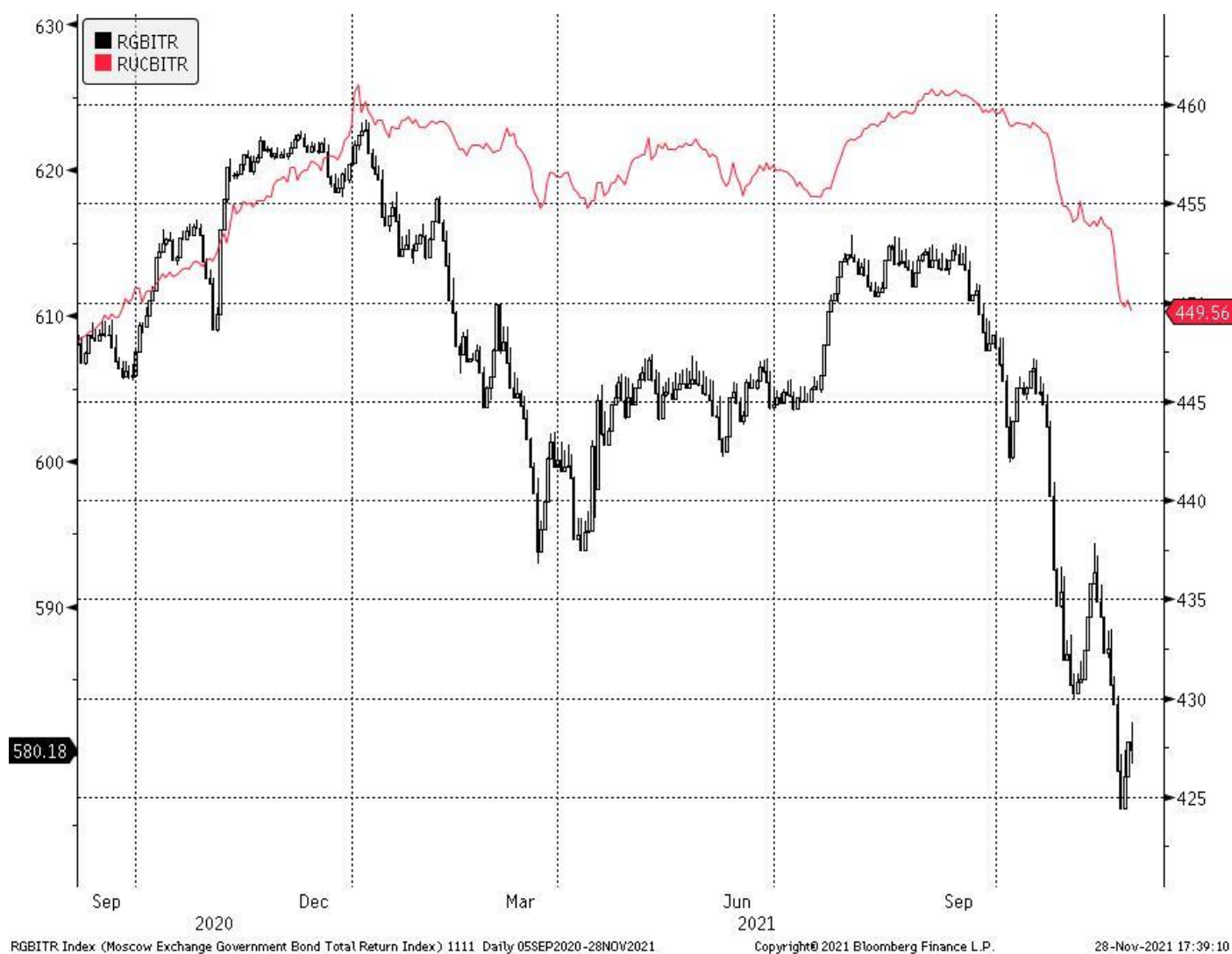
Во-вторых, мы прогнозируем дальнейшее снижение мультипликатора в ключевых экономиках из-за все крепнущего тренда на государственное вмешательство в экономические процессы. Переход к менее эффективным средствам производства, более дорогому «зеленому топливу» также окажет охлаждающее действие не только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

В-третьих, со времен stagфляции 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 в течение недели опять развернулся на 180 градусов – к среде он падал более чем на 1,5%, однако, к пятнице произошел отскок, и на закрытие пятницы индекс потерял немногим более 0,5%, значение индекса – 580,13 пункта. Индекс полного дохода корпоративных бумаг RUCBITR (красная линия на графике) продолжил падение – котировки в неликвидных бумагах, составляющих индекс, продолжил подтягиваться к ОФЗ. Пятница закрылась на уровне 449,56 пункта, снижение составило 0,75%.



Наши аргументы о привлекательности рублевого рынка облигаций идут далее по тексту. Здесь же мы, как и обещали, напишем пару абзацев по ситуации с Роснано (*мы пишем этот текст, не зная, погасится ли облигация на 4 млрд рублей 1 декабря*).

Роснано – это институт развития, входящий в орбиту ВЭБ.РФ. Подобная госструктура должна по определению быть хронически убыточной и нуждаться в докапитализации на регулярной основе, поскольку если бы венчурные проекты были достаточно хороши для инвестиций рыночных игроков, они бы привлекали деньги без помощи государства. Поэтому сообщение о потенциальной

реструктуризации долгов, вышедшее в прошлую пятницу, застало многих на облигационном рынке врасплох – от государственной компании такого не ожидали.

С нашей точки зрения, «хайп» вокруг Роснано – это ошибка среднего менеджмента, уровня финансового директора. Вместо обычного политического решения в компании решили поговорить с крупными кредиторами, а информация такого масштаба не может держаться внутри переговорной комнаты даже в течение нескольких минут. Поэтому регулятор сделал несколько шагов, направленных на предотвращение инсайдерской торговли, а бумаги компании после возобновления торгов просели на 10-15%.

Нам представляется, что выпуск 1 декабря будет погашен. У Роснано было более 12 млрд рублей на счетах к концу третьего квартала, этих денег должно с лихвой хватить не только на погашение ближайшего выпуска, но и на купоны до середины следующего года. Представить себе, что государственный эмитент уйдет в дефолт «на пустом месте», достаточно сложно. Перефразируя известный мем из экранизации «Властелина колец» - «Нельзя просто так взять и обанкротить госкомпанию».

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.

Остальные темы: про политику мы уже столько написали, что повторяться смысла нет. И про настойчивость ЦБ в борьбе с ценами на картофель и капусту мы тоже писали. Так что просто смотрим, как рынок вжимает пружину в пол – пружину, которая разожмется в следующем году двухзначным ростом по всем облигационным выпускам.

Далее – обещанные аргументы о привлекательности российского рынка облигаций.

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

ЛУКОЙЛ опубликовал сильные результаты за третий квартал года. Ключевую роль в их улучшении сыграло повышение EBITDA в добывающего сегмента на 12% по сравнению с третьим кварталом прошлого года благодаря увеличению объемов нефтедобычи. В сравнении со вторым кварталом совокупный показатель увеличился на 4,5%. Дополнительно благоприятным образом на свободный денежный поток (вырос на 127% по сравнению со вторым кварталом) повлияло сокращение капитальных затрат и снижение оборотного капитала. Вклад скорректированного свободного денежного потока в дивиденды за третий квартал составит 309 руб. на акцию, что позволяет ожидать высоких дивидендов по итогам второго полугодия.

Значимые сделки по портфелям

В части акций:

В портфелях российских акций мы сокращали позиции в бумагах Московской биржи и Татнефти; увеличивали вложения в акции Газпрома и Сбербанка.

В фонде «Открытие – Глобальные инвестиции» мы увеличили вложения в Berkshire Hathaway, Wells Fargo, Micron и Interactive Brokers.

В фонде «Открытие – Лидеры инноваций» мы увеличили вложения в бумаги Amazon, Micron и Interactive Brokers.

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.

В стратегию ИДУ «Еврооблигации» мы купили бумаги VALE-42.

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.