



## СОБЫТИЯ И КОММЕНТАРИИ 11 – 17 СЕНТЯБРЯ 2021

Обзор подготовила команда управления портфельного менеджмента УК «ОТКРЫТИЕ»



### В двух словах

Минувшая неделя прошла на мировых рынках достаточно волатильно. И хотя нетто-изменение по итогам пяти торговых дней оказалось небольшим в большинстве активов, пятница завершилась унылой распродажей по основным индексам.

Виновные в столь невыразительной динамике уже появлялись в наших обзорах – это дельта-штамм коронавируса (да, нам тоже надоело про это писать, но куда деваться?) и ситуация с китайскими девелоперами, или, если быть более конкретным, с компанией Evergrande. Этот мастодонт поднебесной стройки по ряду причин оказался на грани банкротства – долги компании оцениваются в \$300 млрд, и сложно представить, что все они будут выплачены. Рейтинги снижены до дефолтных, а акции бултыхаются около нуля, потеряв за последние полгода 85% своей стоимости.

Далее богатое воображение рыночных игроков рисует обычный рагнарёк: девелоперы редко падают в одиночку, значит, эффект домино захватит еще несколько компаний. Следующими за девелоперами начинают хворать банки, которые этих девелоперов кредитовали. Банковская же система столь взаимосвязана, что проблемы в ней распространяются быстрее твоего дельта-штамма. Отсюда недалеко уже и до сентября 2008 года и краха Lehmann Brothers.

Не отказывая особо впечатлительным коллегам в буйном полете фантазии, мы хотели заметить, что всё же различий ситуации 2008 года с проблемами Evergrande больше, чем сходств.

Во-первых, объем обязательств по отношению к балансам мировых ЦБ несравним с 2008 годом. Только баланс Фрезерва увеличился более чем в 9 раз с того времени, ЕЦБ – вшестеро, ЦБ Китая – почти вчетверо. Обязательства же неудачливого девелопера более чем вдвое меньше долгов Lehmann Brothers: \$300 млрд против \$700 млрд, и сколько-то из них обеспечено реальной недвижимостью, а не финансовыми активами с неясной оценкой.

Во-вторых, нет эффекта внезапности – о проблемах Evergrande говорят уже минимум год, а сам сектор китайской недвижимости давно на карандаше у внимательных аналитиков. Наконец, кризис 2008 года был кризисом ликвидности, в 2021 году при нулевых ставках и триллионных вливаниях денежных средств в систему, вообразить недостаток ликвидности в крупной экономике практически нереально.

В связи с Evergrande многие вспомнили весенний кризис в Суэцком канале, когда сухогруз Evergreen, сев на мель, почти на неделю перекрыл эту важную судоходную артерию, что привело к миллиардным убыткам и волатильности на мировых рынках из-за перебоев с поставками. После дефолта Evergrande в сети промелькнуло здравое предложение – запретить компаниям включать слово “Ever” в название компаний. На всякий случай.

В заключение хотели бы сказать, что если вдруг шторм с азиатских рынков перекинется на мировые, то не воспользоваться этой возможностью и не купить хорошие активы со скидкой было бы совсем неправильно. Так что будем наготове.

В Телеграм-канале «УК «Открытие» без галстуков» 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 снизился на 0,57% по итогам прошедшей недели и завершил торги в районе отметки 4 430 пунктов.



Рынок акций США продолжил коррекцию от достигнутых ранее в сентябре исторических максимумов. Поводом для осторожного поведения участников рынка стали опасения возможных последствий надвигающегося дефолта одного из крупнейших китайских застройщиков Evergrande, а также ожидания возможного начала сворачивания программы количественного смягчения со стороны США.

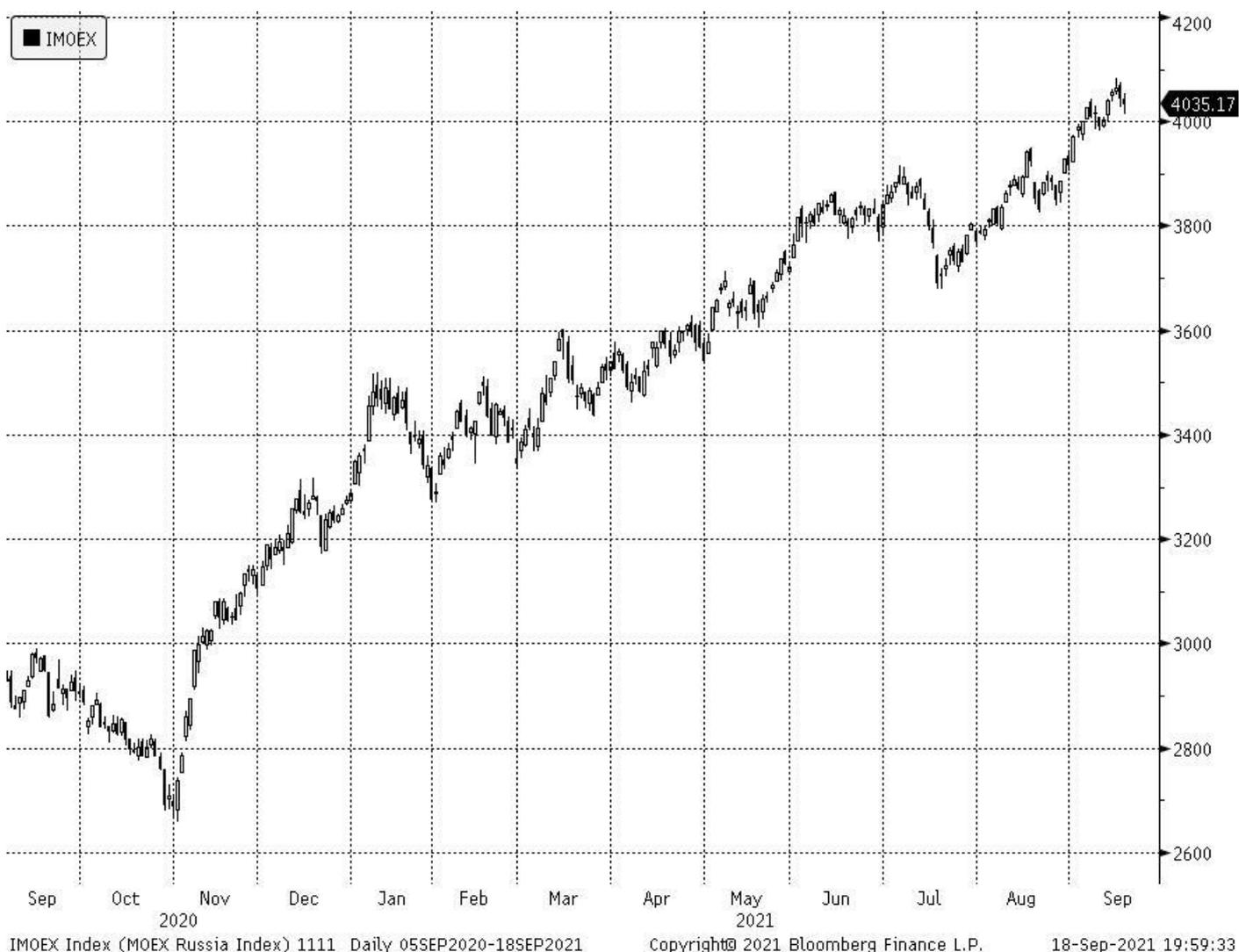
При прочих равных, эти события могут оказать негативный эффект на финансовые рынки, однако мы не ожидаем системных долгосрочных последствий.

Из экономических новостей отметим, что розничные продажи в США увеличились на 0,7% в сравнении с предыдущим месяцем, показав устойчивость к распространению нового штамма коронавируса (ожидалось снижение на 0,8%). Росту помогли хорошие результаты онлайн-торговли – продажи в интернете выросли в августе на 5,3%.

Дальнейшее движение рынков акций в ближайшие месяцы будет зависеть от успехов вакцинации, скорости восстановления экономики и корпоративных результатов, способности властей развитых стран претворять в жизнь уже принятые и планируемые меры поддержки экономик и финансовых рынков, дальнейшего движения ставок по государственным облигациям развитых стран. Мы считаем, что ситуация с коронавирусом продолжит нормализоваться, а меры монетарного и фискального стимулирования со стороны мировых правительств поддержат котировки рискованных активов.

## Российский рынок акций

Индекс Мосбиржи по итогам прошедшей недели вырос на 0,81%, завершив торги в районе отметки 4 035 пунктов – показав новый исторический максимум в течение недели.



Наибольшее влияние на рост индекса оказала сильная динамика нефтегазового сектора – акции пользовались большим спросом благодаря дорогой нефти, а также новой волне роста цен на природный газ в Европе, поддерживаемой увеличением спроса и снижением предложения; цены достигали рекордных отметок в среду.

В то же время металлургический сектор находился под давлением, по мере того как представители отрасли вели переговоры с Минфином по новой схеме налогообложения. На текущий момент окончательное решение не принято, но роста налоговой нагрузки на отрасль, видимо, не избежать.

Глобальные опасения роста инфляции в меньшей мере негативно влияют на российский рынок акций, так как весомая часть отечественных «голубых фишек» – компании сырьевого сектора, для продукции которых складывается отличная рыночная конъюнктура. В то же время на второй (или пятый) план отходят опасения геополитических и санкционных рисков.

Мы полагаем, что в 2021 году участники рынка продолжают позитивно оценивать прекрасную фундаментальную историю российских ценных бумаг – снижение ставок дисконтирования, возврат финансовых результатов на траекторию долгосрочного роста, сохраняющуюся низкую оценку по финансовым мультипликаторам.

## Глобальные рынки облигаций

На прошедшей неделе глобальные рынки долларовых облигаций двигались разнонаправленно. EMB ETF (суверенные облигации развивающихся рынков, номинированные в долларах США) вновь потерял около четверти процента. Снижение за неделю составило 0,35%, котировка на закрытие пятницы \$112,50. Более короткий HYG ETF (высокодоходные бумаги американских компаний, в основном нефтяного сектора) вырос вслед за нефтью. Закрытие пятницы – \$88,00, рост на 0,19%.

Сохраняется некоторая нервозность на рынке китайских высокодоходных бумаг: доходности в этом секторе вернулись к уровням весны прошлого года на фоне уже описанной нами истории с Evergrande. Естественно, некоторая коррекция затронула рынки облигаций АТР, что привело к небольшому снижению индексов облигаций развивающихся стран. В целом же, пока ситуация локализована на Дальнем Востоке и не влияет на долговые обязательства других стран. CDS (страховка странового риска) России незначительно выросла и находится на минимальных значениях с начала года.

Доходности базовых активов – американских государственных облигаций – колеблются вблизи своих «фундаментально оправданных» значений:

а) Ближний конец кривой (то есть бумаги с погашением до двух лет) прочно обосновался около нуля, поскольку именно эти бумаги более всего зависят от ставки ФРС. Которая, очевидно, тоже ноль.

б) Более длинные бумаги обычно ориентируются на дивидендную доходность индекса S&P 500. Которая дивидендная доходность на конец августа составляла 1,3%. То есть мы находимся по более дальнему участку кривой (7-10 лет) вблизи равновесного состояния.

в) Долгосрочные бумаги (более 15 лет) чаще всего имеет смысл сравнивать с долгосрочной целью локального центробанка по инфляции. Господин Пауэлл в своей речи упомянул, что таргет 2% является устойчивым и не будет пересматриваться в ближайшее время. Поэтому доходность тридцатилетней US Treasury около этого значения также вполне объяснима.

### Изменение доходностей базового актива, %

	1 мес.	6 мес.	2 года	10 лет	30 лет
10/09/2021	0,06	0,06	0,23	1,35	1,94
17/09/2021	0,06	0,05	0,23	1,37	1,91
Изменение, б.п.	0	-1	0	+2	-3
<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>



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

По итогам недели индекс полного дохода ОФЗ RGBITR и индекс полного дохода корпоративных бумаг RUCBITR (черные свечки на графике на следующей странице обзора) практически не изменились, как и неделей ранее. Котировки на закрытие пятницы: RGBITR – 613,20 пунктов (613,75 неделей ранее), RUCBITR – 460,49 пункта (460,50 на позапрошлую пятницу).

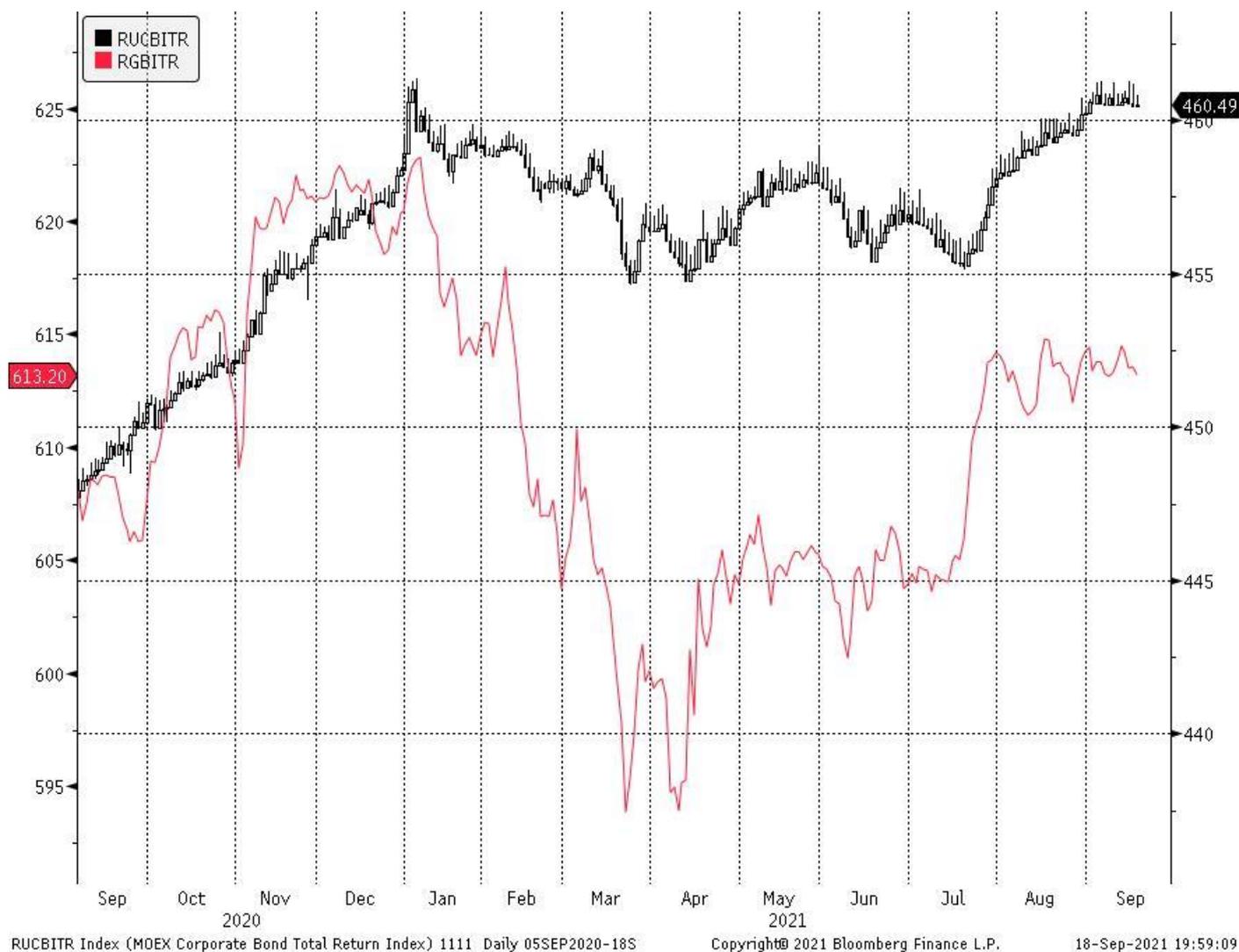
Рынки облигаций оставались на месте, за исключением сегмента долгосрочных обязательств Минфина, где наблюдались небольшие продажи. Несмотря на выполнение квартальных планов по заимствованиям, эмитент продолжает размещать новые выпуски, поддавливая доходности вверх. С другой стороны, со стороны спроса есть позитив от покупок нерезидентов, что удерживает рынки от более серьезной коррекции.

Комментарий главы ЦБ на неделе выглядел «ястребиным», однако, это хорошо ложится в парадигму «повысим до семи, а потом возьмем паузу». Текущий уровень (6,75%) дает пространство для дальнейшего повышения, если из кастрюль и гаражей будут приходить плохие новости по инфляции, а если бы ставку довели до 7% сразу, такой маневр был бы невозможен. Похоже, что не только мы видим 7% в качестве потолка по ставкам даже в разумно негативном сценарии.

Таким образом, мы считаем, что фаза повышения ставок уже близка к завершению. Эффект переноса валютного курса – то есть удорожание импортируемых в страну продуктов за счет падения рубля – скоро уйдёт за «окно овертона» и не будет оказывать влияние на рост цен в России. Позитив, транслируемый другими ЦБ, в частности, Федрезервом, тоже может поспособствовать более взвешенным дальнейшим решениям российского регулятора, даже несмотря на жесткий комментарий главы ЦБ РФ.

Разворот рынка уже случился (рост индекса ОФЗ с мартовских минимумов составил более 3%), а осознание того факта, что регулятор закончил повышать ставку, придаст ускорение недавнему росту.

Мы 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 в случае с рынком акций, а математический факт.



## Ключевые новости по эмитентам в наших портфелях

Правление Газпрома предложило увеличить инвестиционную программу головной компании на 2021 год с 902 млрд рублей до 1 185 млрд рублей. Учитывая текущую конъюнктуру рынка природного газа в мире и существенную инфляцию цен производителей (+28% в годовом исчислении по состоянию на июль), масштаб ее увеличения (на 31%) выглядит достаточно скромным. При этом новый ориентир по капитальным затратам укладывается в рыночные ожидания – находится на 9% ниже среднего прогноза аналитиков в Bloomberg.

## Значимые сделки по портфелям

В части акций:

В портфелях российских акций мы сокращали позиции в акциях Мосбиржи и Полюс Золото, увеличивали вес бумаг ЛУКОЙЛа.

В части облигаций:

В фонде «Открытие-Облигации» мы снижали долю коротких корпоративных бумаг (дюрацией меньше года): ЛК «Европлан», ГТЛК, Сегежи с целью фондирования покупки долгосрочных ОФЗ: выпуски 26230 и 26240.

В фонде «Открытие-Еврооблигации» мы увеличили долю облигаций BELRUS-31 и URKA-24.

В стратегии ДУ «Еврооблигации» были приобретены облигации HRINTH-47 (Huarong Finance Co) на 1,5% от портфеля и увеличена доля облигаций BELRUS-30 до 2,5% от портфеля. Были сокращены позиции в бумагах TURKEY-47, MEXICO-31, BRAZIL-30, каждой по 1%.

## Результаты наших активных публичных портфелей

- ОПИФ «Открытие – Акции» за 8 месяцев вырос на +20,26%. За год (31.08.2020-31.08.2021) наш флагманский фонд акций на российском рынке вырос на +35,51%;
- ОПИФ «Открытие – Глобальные инвестиции» с начала 2021 г. вырос на +15,81%, а за 1 год (31.08.2020-31.08.2021) – на +30,67%. За 1 год, и за 3 года этот фонд сохраняет [1-е место](#) по доходности среди смешанных фондов с активами более 1 млрд руб.;
- ОПИФ «Открытие – Лидеры инноваций» с начала года вырос на +12,56%, а за 1 год (31.08.2020-31.08.2021) – на +32,92%. 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 – Еврооблигации» с начала года вырос на +0,43%. За 1 год (31.08.2020-31.08.2021) фонд вырос на +3,73% в рублях. За 3 года фонд вошел в [тройку](#) лидеров по доходности среди всех фондов облигаций с активами более 1 млрд руб.
- ОПИФ «Открытие – Облигации» на конец августа вырос на +0,26% 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 (31.08.2020-31.08.2021) доходность фонда составила +2,27%;

## Доходность упомянутых в обзоре фондов на 31.08.2021 (в рублях)

ОПИФ	3 мес.	6 мес.	1 год	3 года
ОПИФ «Открытие — Глобальные инвестиции»	1,32%	3,48%	30,67%	106,75%
ОПИФ «Открытие — Лидеры инноваций»	2,65%	0,77%	32,92%	101,47%
ОПИФ «Открытие — Акции»	6,35%	16,77%	35,51%	84,90%
ОПИФ «Открытие — Еврооблигации»	1,13%	0,55%	3,73%	36,20%
ОПИФ «Открытие — Облигации»	0,62%	0,86%	2,27%	22,65%

## 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 — 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.