



СОБЫТИЯ И КОММЕНТАРИИ 2 – 8 ОКТЯБРЯ 2021

Обзор подготовила команда управления портфельного менеджмента УК «ОТКРЫТИЕ»



В двух словах

Подводя итоги прошедшей недели, можно с уверенностью сказать, что пальму первенства самых важных трех букв в русском – и не только – языке сложили известные представители конечного отрезка алфавита. Новые чемпионы – это «г», «а» и «з».

Из большого количества новостей прошлой недели именно динамика цен на **г-а-з** нам показалась наиболее значимой. Выбирать было из чего: новые максимумы в нефти и на российском рынке акций (**про это мы много написали ниже**, обязательно сходите в часть «Российский рынок акций»), возможный маржин-колл на рынке ОФЗ, пустые полки в Британии. Но только новое великое трехбуквенное слово стало символом новой «Кровавой Мэри» европейского отопительного сезона – коктейля из благолепной глупости, дремучей бюрократии, сложности топливной инфраструктуры, действий рыночных агентов и политических игр.

Причины газового кризиса в Европе очевидны и муssiруются в мейнстримных СМИ, поэтому мы не будем останавливаться на них подробно, ограничившись простым перечислением и предоставив читателям самим определить, что было глупостью, а что – политическим расчетом. Быстрый и непродуманный переход на ненадежные и слабопрогнозируемые источники энергии, невозможность быстро договориться с поставщиками СПГ, непростые контрактные особенности газового рынка, жесткая политическая позиция в отношении «Северного Потока-2» и России, не менее жесткая реакция России на уже очевидные трудности с заполнением газохранилищ, проблемы газотранспортной сети Газпрома и действия хеджфондов, почуявших наживу – вот далеко не полный список причин коллапса европейского газового рынка.

Очевидный вопрос, который стоит перед рыночными игроками – насколько подобный кризис будет долгосрочным. Перед нами обычный всплеск волатильности или газ по \$1000 за кубометр в Европе – это новая реальность, в которой мы увидим драматический рост инфляции, как по базовой корзине, так и по продовольствию, поскольку от цены на газ, помимо прочего, критическим образом зависят производители азотных удобрений.

Нетрудно догадаться, что мы считаем текущую волатильность пусть и крайне болезненной, но всё же краткосрочной. Рынки товарных активов из-за ряда особенностей функционирования в целом

подвержены подобным «выносам», иногда рукотворным (нельзя не вспомнить «корнер» рынка серебра в 1980 году), так и вполне естественным (уже упоминавшиеся в наших обзорах фьючерсные контракты на пиломатериалы в США в апреле 2021 года). Обычно волатильность не длится больше пары кварталов, то есть времени, достаточного для подстройки производителей (или потребителей) под новую реальность. Возвращаясь к газу. При оценке сверху в \$120 за тысячу кубометров добытого «Газпромом» газа с доставкой, биржевая цена \$1000 долларов физически не может удержаться долго. При более или менее свободном рынке такие сверхприбыли обречены по умолчанию.

Конечно, европейская бюрократия и Realpolitik вносят посильный вклад в увеличение амплитуды колебаний, и скорее всего решение будет найдено самое неэффективное из возможных. Однако история и здравый смысл говорят, что рынок преодолет и эти преграды и что цены через квартал-другой вернуться к адекватным уровням. Так что забыть, какие на самом деле три самых важных буквы в русском алфавите, не придется.

Напоследок авторы не могут удержаться и не похвалить себя за правильный прогноз по поводу потолка долга в США. Мы же говорили! Жаль только, что обошлось без волатильности – мы бы с радостью купили хороших активов со скидкой.

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 вырос на 0,79% по итогам прошедшей недели и завершил торги в районе отметки 4 390 пунктов.



Бумаги технологического сектора продолжили оставаться под давлением на фоне продолжающегося роста доходностей казначейских облигаций США – при прочих равных, рост ставки дисконтирования снижает ценность денежных потоков, отстоящих далеко в будущем. В наших портфелях мы в целом фокусируемся на бумагах, имеющих реальные финансовые результаты уже сегодня. Полагаем, что такие бумаги в меньшей степени могут пострадать в случае дальнейшего роста ставок, а более значимое снижение котировок стоит рассматривать как привлекательную возможность для покупки.

Широкому рынку акций оказала поддержку новость, что республиканцы и демократы достигли соглашения об увеличении потолка госдолга до декабря этого года. При этом в ближайшее время в США наберет силу сезон корпоративной отчетности, который, вероятно, станет важным определяющим фактором дальнейшего рыночного движения.

Из экономических новостей США отметим, что индекс деловой активности в промышленности в сентябре увеличился с 59,9 до 61,1 пункта. Кроме того, индекс занятости в секторе промышленности поднялся с 49,0 до 50,2 пункта. В сфере услуг также продолжается уверенное восстановление (рост с 61,7 до 61,9 пункта). Сильная макроэкономическая статистика может стать аргументом для ФРС в пользу сокращения программы покупки активов.

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 3,69% и завершил торги в районе отметки 4 240 пунктов – на новом историческом максимуме.



Рост котировок всегда приводит к росту интереса инвесторов. На выходных Bloomberg назвал Россию [самым привлекательным для инвестиций рынком](#). Ниже – наши мысли на эту тему.

На наш взгляд, российский рынок акций действительно был и остается одним из самых привлекательных рынков в мире.

«Был» – это объективный факт, который можно подкрепить цифрами. Так, мировой лидер по интересу инвесторов – рынок акций США – за прошедшие 5 лет (30.09.2016-30.09.2021) принес среднегодовую доходность в размере 16,87%. Это результат индекса S&P 500 с учетом реинвестирования дивидендов. Российский же рынок акций за этот период принес среднегодовую доходность 19,35% в долларах США (индекс Московской биржи с учетом реинвестирования дивидендов). Это один из самых высоких результатов в мире.

«Остается» – это мнение УК «Открытие», подкрепленное двадцатилетним опытом управления активами и лучшим долгосрочным публичным трек-рекордом. А также нижеследующими аргументами.

Во-первых, агрегированные финансовые результаты российского рынка акций полностью восстановились от пандемийного снижения, показали новые максимумы и вернулись на траекторию долгосрочного роста. По итогам 2021 года российский корпоративный сектор покажет рекордные выручку, прибыль и дивиденды. Именно долгосрочный рост финансовых показателей является «двигателем» роста котировок на рынке акций на разумных горизонтах инвестирования (от трёх лет).

Во-вторых, оценка российского рынка акций по общепринятым меркам остается крайне привлекательной. Так, отношение текущей цены к ожидаемой прибыли следующего года (P/E) составляет лишь 7,3. Для примера, у S&P 500 этот показатель равен 21,6. У индекса развивающихся рынков MSCI Emerging Markets – 13,3. Таким образом, несмотря на опережающий исторический рост, индекс Московской биржи оценен втрое дешевле, чем рынок акций США, и вдвое дешевле, чем развивающиеся рынки в среднем. Показатель P/E может стать более интуитивным для неискушенных инвесторов, если рассматривать его как срок окупаемости.

Действительно, предположив, что прибыль компаний в составе индекса Московской биржи больше не будет расти после 2022 г., текущая цена индекса будет окуплена прибылью за 7,3 года. Если прибыль будет расти хотя бы на уровне номинального роста ВВП – то срок окупаемости окажется еще более быстрым. Отметим также, что российский рынок стоит дешево не только относительно прибыли, но и относительно дивидендов. Ожидаемая дивидендная доходность на горизонте 12 месяцев составляет 5,5-6%, при этом, долгосрочно, дивидендный поток как правило растет.

В-третьих, низкая оценка означает низкие ожидания. Низкие ожидания проще превзойти, чем высокие. Лучший результат на рынке акций получается, не когда случается очень хорошая реальность, а когда реальность сильнее всего опережает ожидания. Дорогим рынкам нужно показать очень хорошие результаты, перепрыгнуть высокую планку, чтобы сохранять высокую оценку. Российскому рынку акций через свою планку можно перешагнуть – так невысоко она расположена.

Это дает **«взрывной» потенциал роста** в ситуации, когда дела идут лучше ожиданий. Для того, чтобы российский рынок акций дал 100% совокупной доходности за следующие 5 лет, достаточно 5% годового роста прибыли по индексу, 5% дивидендной доходности и «подтягивания» мультипликатора P/E к среднему значению развивающихся рынков примерно на треть – с 7,3 до 9,3. На наш взгляд, это консервативные предположения.

Наконец, смена настроений участников рынка также может привести к положительной переоценке. Мы видим, что тема санкций отходит даже не на второй, а на третий или пятый план, более не оказывая никакого влияния на динамику рынка акций. Опасения глобального роста инфляции, и объективная высокая потребность мировой экономики в сырьевых товарах, заставляют глобальных инвесторов по-новому взглянуть на российский рынок, с его традиционно высоким весом сырьевых и

энергетических компаний. Но индекс Московской биржи – это уже давно не только нефть, газ и металлы. Это развитые потребительские, финансовые, IT сектора. Многие компании входят в число мировых лидеров в своих бизнесах. Развитие российского рынка акций, выраженное как в росте числа новых интересных эмитентов, так и в росте числа внутренних и внешних инвесторов, придает уверенность в отличных перспективах долгосрочных инвестиций.

Глобальные рынки облигаций

На прошедшей неделе глобальные рынки долларовых облигаций вновь снижались вслед за ростом базовых ставок. EMB ETF (суверенные облигации развивающихся рынков, номинированные в долларах США) потерял около 0,77%, котировка на закрытие пятницы \$108,85. Более короткий HYG ETF (высокодоходные бумаги американских компаний, в основном нефтяного сектора) так же продолжил снижение. Закрытие пятницы – \$86,76, падение на 0,74%.



Изменение доходностей базового актива, %

	1 мес.	6 мес.	2 года	10 лет	30 лет
01/10/2021	0,08	0,06	0,27	1,49	2,05
0810/2021	0,02	0,07	0,32	1,61	2,16
Изменение, б.п.	-6	+1	+5	+12	+11
Доходности на 01.06.2020	0,12	0,14	0,14	0,66	1,46

Дисбаланс на рынках энергоносителей не мог не отразиться на американском долговом рынке. Призрак стагфляции семидесятых годов прошлого века хоть и не может воплотиться в жизнь при современном подходе к денежно-кредитной политике, вполне способен погугать особо

впечатлительных потребителей и медиа-персон. Всё вышеперечисленное создает атмосферу нервозности на рынках базовых ставок, в особенности на дальнем конце кривой.

Мы, как уже отмечалось в начале обзора, скептически относимся к тому, что высокие цены на слово из трёх букв **г-а-з** с нами надолго, и готовимся выкупать (ударение на «а», конечно же) формирующуюся просадку в длинных облигациях. В конце концов, даже если амплитуда движений будет больше, чем мы рассчитываем, купленный *денежный поток* в разы превышает доступную ставку по долларovým депозитам.

Не грех напомнить, почему мы считаем определенные значения доходностей «фундаментально оправданными»:

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.

Напоследок заметим, что инверсия кривой ушла вслед за увеличением потолка госдолга США. Что и требовалось доказать. Удивительно только, что кто-то всерьез считал (и продавал короткие казначейские векселя), что дефолт мог наступить с ненулевой вероятностью. Странные люди.

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 перешел к росту в четверг, однако, закрыл неделю все же в отрицательной зоне. Снижение составило 0,26%, котировка на закрытие 605,05 пункта. Индекс полного дохода корпоративных бумаг RUCBITR (красная линия на графике на следующей странице обзора) незначительно снизился – корпоративные бумаги не переоцениваются в отсутствие сделок – и закрылся на уровне 459,09 пунктов, снижение составило 0,11%.

Неделя была крайне динамичной на рынке ОФЗ. С понедельника по среду не прекращались продажи в госбумагах, вдоль всей длины кривой. Апогея эти продажи достигли к середине недели и прекратились так же внезапно, как и начались, что, по нашему рыночному опыту, свидетельствует о характере продавцов. Похоже, что держатель крупного портфеля по тем или иным причинам ликвидировал свои позиции в условиях цейтнота. Как только были проданы все позиции, предложение закончилось, а спрос на этих уровнях доходностей достаточно велик, чтобы индекс к концу недели прибавил больше процента от минимальных значений, достигнутых в среду.

Нам динамика 2021 года всё больше и больше напоминает 2018. Тогда на опасениях роста процентных ставок в США, долгом кризисе в Турции и политической нестабильности в начале осени произошла фронтальная распродажа в ОФЗ, после чего рынок «встал» на уровнях перекупленности более чем на квартал. Консолидация наметилась лишь к новому 2019 году, который стал одним из самых позитивных в истории российского облигационного рынка.

Поэтому мы повторимся – да, иногда на рынке присутствует волатильность, с которой каждый из нас в отдельности ничего не может поделать. Однако уверенность нам придает то, что мы четко знаем, как ведут себя рынки после падений, мы видели этот паттерн неоднократно: некоторые портфели уходят в минус, но минус этот с лихвой перекрывается ростом в следующие периоды. «Этот год надо перетерпеть» - заметил один из наших опытных коллег. Сложно с ним не согласиться.



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

Прибыль Сбербанка за девять месяцев увеличилась в 1,7 раза и приблизилась к 1 трлн рублей, составив 937 млрд рублей. В сентябре банк заработал 109 млрд рублей, что на 37% выше прибыли сентября прошлого года. Ускорился рост чистого процентного дохода (+14%, чистый комиссионный доход вырос на 11%), при этом стоимость риска находится на низких значениях. Доля просроченной задолженности в кредитном портфеле остается стабильной на уровне 2,3%, а резервы превышают просроченную задолженность в 2,8 раза.

Значимые сделки по портфелям

В части акций:

В портфелях российских акций мы частично фиксировали прибыль в бумагах Газпрома и Сбербанка, увеличивали вложения в акции ЛУКОЙЛа, Татнефти, ВТБ.

В портфеле фонда «Открытие – Глобальные инвестиции» мы покупали акции Facebook и Simon Property Group, а также биржевые фонды iShares MSCI Russia Capped ETF и iShares J.P. Morgan USD Emerging Markets Bond ETF.

В части облигаций:

В фонде «Открытие-Облигации» мы увеличивали дюрацию за счет покупок длинных ОФЗ и суверенных облигаций Казахстана с погашением в 2030 году. Целевое значение дюрации – 4,5 года, на данный момент, по нашим оценкам, 3,75 лет.

В фонд «Открытие-Еврооблигации» были приобретены бумаги BRASKEM-50, примерно на 1% от СЧА..

Результаты наших активных публичных портфелей

- ОПИФ «Открытие – Акции» за 9 месяцев вырос на +26,23%. За год (30.09.2020-30.09.2021) наш флагманский фонд акций на российском рынке вырос на +43,88%;
- ОПИФ «Открытие – Глобальные инвестиции» с начала 2021 г. вырос на +10,18%, а за 1 год (30.09.2020-30.09.2021) – на +21,97%. 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 +5,16%, а за 1 год (30.09.2020-30.09.2021) – на +21,17%. 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 сентября снизился на 0,19% 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 (30.09.2020-30.09.2021) доходность фонда составила +1,37%;
- ОПИФ «Открытие – Еврооблигации» с начала года снизился на 1,22%. За 1 год (30.09.2020-30.09.2021) динамика фонда в рублях составила -3,15% (что соответствует +6,09% 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 30.09.2021 (в рублях)

ОПИФ	3 мес.	6 мес.	1 год	3 года	5 лет
ОПИФ «Открытие - Лидеры инноваций»	-8,58%	-6,00%	21,17%	94,04%	156,37%
ОПИФ «Открытие - Акции»	8,81%	16,63%	43,88%	83,82%	155,53%
ОПИФ «Открытие - Глобальные инвестиции»	-5,25%	-3,09%	21,97%	98,81%	111,71%
ОПИФ «Открытие - Облигации»	0,35%	0,61%	1,37%	21,28%	39,08%
ОПИФ «Открытие - Еврооблигации»	-0,60%	-0,80%	-3,15%	36,76%	31,03%

* 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.