



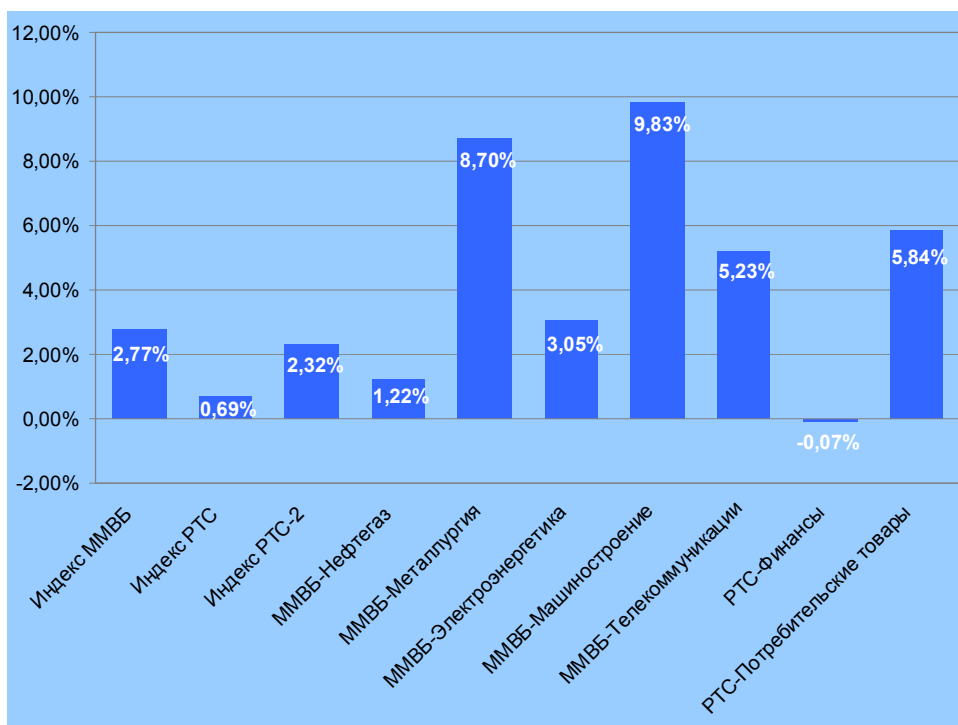
## Резюме

- Российские индексы завершили осень ростом: ММВБ в ноябре поднялся до 1565,52 пунктов. В краткосрочной перспективе после достижения индексом ММВБ отметки 1580 пунктов возрастает вероятность коррекции. Однако она вряд ли будет продолжительной.
- Динамику рынка рублевых облигаций определял внешний негативный фон и дефицит рублевой ликвидности. Выпуски первого эшелона просели в среднем на 70 б.п., «второго эшелона» – на 45 б.п., а «третий эшелон», напротив, подорожал на 20 б.п.

## Рынок акций

После того как в сентябре - октябре индекс ММВБ рос по 5% в месяц, в ноябре темп был сбавлен до 2.77%. Вместе с тем, заметно возросла внутримесячная волатильность. Если в октябре глубина коррекций не превышала 2.5% от локальных максимумов до минимумов, то в ноябре она достигла 5%. Тем не менее, коррекционные движения не превратились в устойчивый нисходящий тренд и предоставили инвесторам возможность для покупок.

Отрицательную доходность показали шесть из 30 входящих в индекс ММВБ бумаг. Учитывая, что их совокупный вес не превышает 15%, существенного влияния на динамику индекса они не оказали. Среди наиболее ликвидных секторов локомотивом роста стала металлургия (отраслевой индекс ММВБ: +8.7%), а в аутсайдеры попали банки (отраслевой индекс ММВБ: -0.07%). В металлургии росту способствовали улучшающиеся прогнозы роста мировых цен на сталь и уголь в начале 2011 года. Небольшое снижение котировок произошло в нефтегазовом и финансовом секторах. Отставание банков было обусловлено фиксацией прибыли после бурного роста и менее оптимистичным тоном прогнозов крупнейших банков на следующий год.



# Ежемесячный обзор

Ноябрь 2010 года



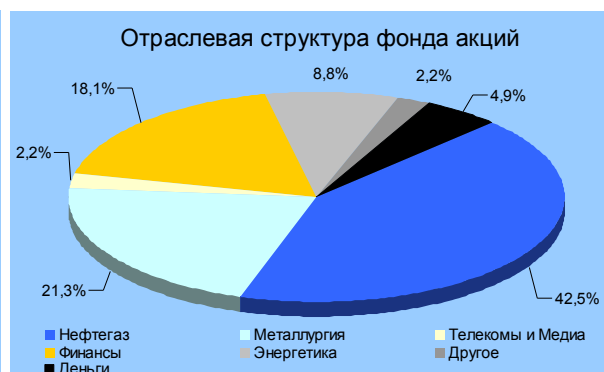
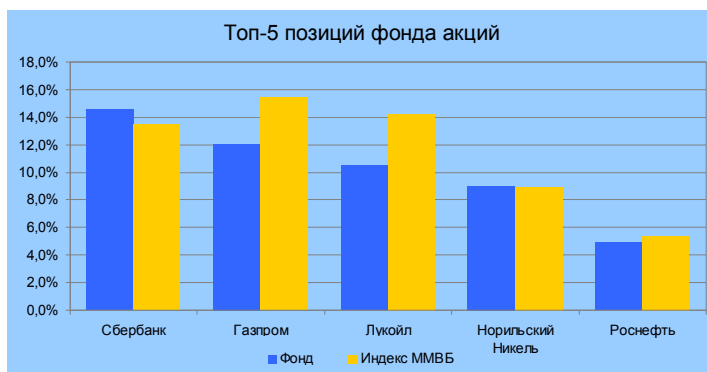
Индекс MSCI Russia, несмотря на свое «топтанье на месте» (-0.08%) переиграл и развитые, и развивающиеся рынки (S&P 500: -0.23%; MSCI Emerging Markets: -2.7%). Продолжается приток капитала в фонды, инвестирующие в акции РФ и стран СНГ. По данным Emerging Portfolio Fund Research, с начала года по 24 ноября приток составил \$2,680 млрд., что на 31% больше того, что было привлечено в 2009 году. Этому процессу не помешало даже снижение риск-аппетита (индекс VIX вырос до 23.5%), что было вызвано долговыми проблемами ряда стран Еврозоны. Спрэд пятилетних CDS России расширился до 175 пунктов.

В краткосрочной перспективе после достижения индексом ММВБ отметки 1580 пунктов возрастает вероятность коррекции. Ее может спровоцировать временная потеря риск-аппетита со стороны инвесторов, напуганных событиями в Греции, Ирландии и Португалии (к ним также может присоединиться Испания). Дополнительным поводом может стать фиксация прибыли спекулянтами после более чем 30-процентного роста с майских минимумов.

Однако по ряду причин коррекция вряд ли будет глубокой. Во-первых, сохраняется избыток ликвидности в результате «количественного смягчения». Кроме того, в декабре должна улучшиться ситуация с рублевой ликвидностью. Во-вторых, постепенно увеличивается число инвесторов, которые обращают внимание на значительную фундаментальную недооценку российских акций и на их расширившийся дисконт к другим развивающимся рынкам. В-третьих, мы ожидаем мощной PR-кампании в связи с новой программой приватизации госпакетов, которая должна улучшить имидж страны, подпорченный проблемами коррупции, слабого корпоративного управления и несовершенства судебной системы. Вместе эти факторы будут способствовать тому, чтобы российские акции в 2011 году опять вернулись в моду, чего им недоставало с осени 2009 года.

Отражением этой тенденции служит приток капитала в фонды развивающихся рынков. Глобальные инвесторы начинают фиксировать прибыль на рынках, показавших приличный рост в 2010 году, где регуляторы все активнее борются с притоками спекулятивного капитала. В этих условиях им будет разумнее переключить свое внимание на рынок с перспективами роста и отсутствием ограничений на движение капитала. По этой причине мы считаем достижимым рост индекса ММВБ до уровней 1800-1850 пунктов в первом полугодии 2011 года и рекомендуем покупать акции при коррекции до уровней 1480-1500 пунктов.

Традиционно в декабре динамику лучше рынка показывают банки, металлургические компании и компании малой капитализации. В следующем году, с нашей точки зрения, возможен разворот в относительной динамике нефтегазового сектора, который отстает от широкого рынка с весны 2009 года.





## Рынок облигаций

Долговые проблемы стран Еврозоны в ноябре привели к существенной коррекции на рынке еврооблигаций, а также отрицательно повлияли на рынок рублевых облигаций. За месяц курс евро к доллару упал с 1.4207 до 1.3076, а спреды CDS европейских гособязательств заметно расширились. Худшую динамику показали CDS Португалии (-148.9 б.п.); Испании (-140.1 б.п.); Греции (-133.8 б.п.) и Ирландии (106 б.п.). Развивающиеся рынки пострадали чуть в меньшей степени. Спрэд пятилетних CDS России потерял 33 пункта, Казахстана – 45.3 п.п., Украины – 81.8 п.п. Котировки еврооблигаций Россия-30 опустились с 122.33% до 115.25%. Кроме того, инвесторы распродала казначейские обязательства США. Доходность десятилетних казначейских нот достигла 2.85%.

И хотя средний уровень цен на нефть составил \$86 за баррель, это, тем не менее, не оказало поддержки ни рублю, ни рублевым облигациям. Динамику рынка определял внешний негативный фон и дефицит рублевой ликвидности, образовавшийся в конце месяца из-за налоговых выплат. Выпуски «первого эшелона» просели в среднем на 70 б.п., «второго эшелона» – на 45 б.п. При этом «третий эшелон», напротив, подорожал на 20 б.п. Наиболее слабую динамику продемонстрировали выпуски Москва 62 (-2.19 п.п.), РЖД 10 (-1.78 п.п.), Москва 48 (-1.32 п.п.). В лидерах роста оказались выпуски эмитентов из «второго эшелона»: ИКС5 01 (+2.93 п.п.), Красноярский край 04 (+0.96 п.п.), Мечел 13 (+0.56 п.п.).

Инфляция в годовом исчислении составила 7.8%, по состоянию на 22 ноября 2010 года. Банк России в конце месяца оставил ставку рефинансирования на прежнем уровне – 7.75% годовых. Вместе с тем, заместитель председателя Центробанка А.Улюкаев признал, что монетарные факторы являются одной из причин инфляции, в связи с чем увеличивается вероятность повышения процентных ставок.

На аукционах по размещению ОФЗ спрос был ограниченным. В результате Минфин разместил ОФЗ на сумму 46 млрд. рублей от запланированного объема в 120 млрд. по доходности в среднем на 40 б.п. выше, чем в октябре. Среднесрочные ОФЗ, с дюрацией от 3.5 до 4.5 лет, были размещены с доходностью на уровне 6.78-7.35%. Не исключено, что размещение рублевых еврооблигаций России из-за вялого спроса будет отложено на 2011 год.

Несмотря на слабую конъюнктуру, инвесторы раскупили корпоративные выпуски на первичном рынке. Ноябрьский объем корпоративных, банковских и субфедеральных размещений составил около 103 млрд. рублей, что ниже результатов октября (140 млрд.). В этом месяце среди заемщиков наиболее многочисленную группу представляли эмитенты из «третьего эшелона», в том числе из банковского сектора. По нашему мнению, банки рассчитывают увеличить объем кредитования в 2011 году и для этих целей спешат обеспечить себя фондированием, пока еще есть возможность занять по низким ставкам.

Максимально доходным и наиболее интересным предложением, с нашей точки зрения, стали биржевые облигации второй серии банка «Тинькофф Кредитные Системы» с офертой через год. Ставка купона по нему была установлена на уровне 16.5%. Притом что, мы отмечаем высокие риски бизнес-модели банка, нам импонирует тот факт, что у него нет крупных погашений до оферты нового выпуска.

Мы ожидаем, что в декабре ситуация с рублевой ликвидностью улучшится. Источниками пополнения ликвидности станут бюджетные расходы, которые традиционно приходятся на конец года; средства Резервного фонда, а также погашение облигаций Банка России объемом 200 млрд. рублей. Замминистра финансов Д.Панкин заявил, что Минфин может взять из Резервного фонда около 470-629 млрд. рублей.

# Ежемесячный обзор

Ноябрь 2010 года



## Результаты фондов Pioneer Investments на 30.11.2010

	1 месяц	3 месяца	6 месяцев	1 год
<b>ПИОНЕР - Фонд Акций</b>	<b>2.63%</b>	<b>13.36%</b>	<b>15.65%</b>	<b>21.68%</b>
Индекс ММВБ	2.77%	14.36%	17.48%	21.84%
Индекс ОПИФов акций (RUIF-WS)	2.91%	13.15%	14.49%	19.56%
Индекс ОПИФов акций (RUIF-S)	3.99%	13.78%	16.51%	32.00%
<b>ПИОНЕР - Фонд Облигаций</b>	<b>0.23%</b>	<b>1.46%</b>	<b>4.73%</b>	<b>12.55%</b>
Индекс Trust Composite Plus	-0.08%	0.03%	0.33%	4.05%
Индекс ОПИФов облигаций (RUIF-WB)	-0.05%	1.52%	4.46%	13.59%
Индекс ОПИФов облигаций (RUIF-B)	0.34%	1.84%	3.99%	13.68%
<b>ПИОНЕР - Фонд Смешанных Инвестиций</b>	<b>1.43%</b>	<b>7.35%</b>	<b>9.94%</b>	<b>15.64%</b>
Индексы (ММВБ + Trust) 50/50	1.34%	7.20%	8.90%	12.94%
Индекс ОПИФов смешанных инвестиций (RUIF-WM)	2.25%	8.69%	11.79%	25.23%
Индекс ОПИФов смешанных инвестиций (RUIF-M)	2.87%	7.92%	10.73%	22.89%

Источник, на основании которого проведены расчеты: НЛУ, Acentre.ru, Bloomberg

ООО «Пионер Инвестмент Менеджмент» (лицензия №21-000-1-00440 на осуществление деятельности по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами выдана ФСФР России 17.07.2007 г.). 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. Перед приобретением инвестиционного пая следует внимательно ознакомиться с правилами доверительного управления паевым инвестиционным фондом. При покупке инвестиционных паев взимаются надбавки, а при погашении удерживаются скидки. Взимание надбавок (скидок) уменьшает доходность инвестиций в паи инвестиционного фонда. ОПИФ "ПИОНЕР - Фонд Облигаций" под управлением ООО «ПИМ» (Правила фонда зарегистрированы ФСФР 20.09.2007 под номером 0991-94131990). ОПИФ "ПИОНЕР - Фонд Акций" (Правила фонда зарегистрированы ФСФР 20.09.2007 под номером 0989-94131910). ОПИФ "ПИОНЕР - Фонд Смешанных Инвестиций" (Правила фонда зарегистрированы ФСФР 20.09.2007 под номером 0990-94131837). Заявки на покупку, обмен и погашение паев указанных фондов могут подаваться в управляющую компанию и агенту (агентам) согласно правилам соответствующего фонда. Для получения подробной информации о паевом инвестиционном фонде и ознакомления с правилами фонда, а также иными документами, предусмотренными действующим законодательством, обращайтесь по телефону (495)258-5020, или на веб-сайт [www.pioneerinvestments.ru](http://www.pioneerinvestments.ru).

Copyright ©2009 ООО «Пионер Инвестмент Менеджмент» (Pioneer Investment Management LLC). Воспроизведение, распространение и иное использование информации, размещенной на сайте управляющей компании, или ее части допускается только при условии ссылки на ООО «ПИМ» в качестве источника информации. «Pioneer Investments» является коммерческим наименованием группы Pioneer Global Asset Management S.p.A.