

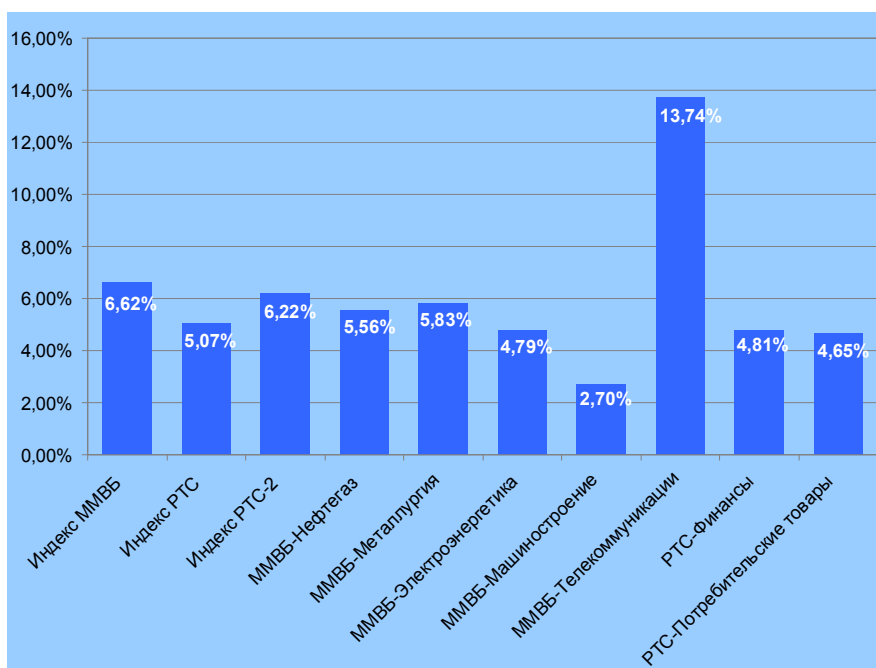


Резюме

- Российский рынок акций находится на подъеме шесть месяцев. Пайщики фонда «ПИОНЕР – Фонд Акции» за год заработали 126,2% годовых по сравнению с рекордным ростом индекса ММВБ (121,1%).
- В 2009 году на фоне спада девальвационных ожиданий и роста нефтяных цен, запаса банковской ликвидности и нормализации ставок МБК и РЕПО рынок корпоративных облигаций показал рост цен и объемов первичных размещений. При этом активизировались банки и субфедеральные заемщики. Спрос инвесторов был сосредоточен в выпусках высокого кредитного качества. В следующем полугодии мы отдадим предпочтение игре на процентных ставках против наращивания кредитного риска.

Рынок акций

В декабре на российском рынке акций был зафиксирован уверенный рост. Индекс ММВБ продолжает укрепляться на протяжении шести месяцев (6,6% за месяц). Несмотря на негативный внешний новостной фон, связанный с кредитными проблемами эмирата Дубай и тревожной финансовой ситуацией в Испании и Греции, «аппетит к риску» у инвесторов пока не убавляется. Оптимизм подпитывают макроэкономические данные, свидетельствующие о постепенном восстановлении развитых экономик и ускоренном росте в Китае.



Несмотря на кратковременное снижение, котировки нефти держались в диапазоне \$75-80 за баррель. Акции нефтегазовых компаний в среднем торговались наравне с рынком. Рост выше рынка продемонстрировали акции «Газпрома» (10,4%), что, вероятно, обусловлено сезонным сокращением их недовеса в инвестиционных портфелях. Со слабым результатом в аутсайдерах оказались акции «Лукойла» (0,4%). Очевидно «компании роста» более привлекательны для инвесторов в российский рынок, чем «компании стоимости», каким образом позиционирует себя «Лукойл».

Ежемесячный обзор

Декабрь 2009 года

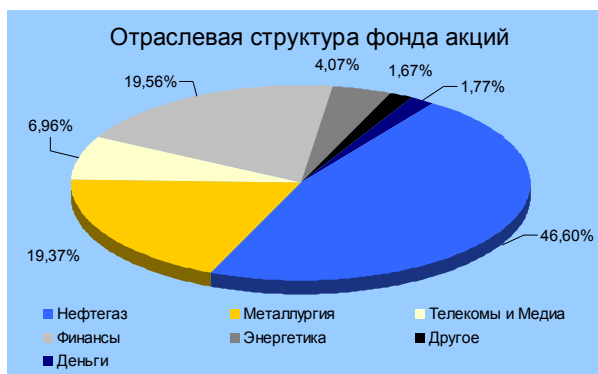
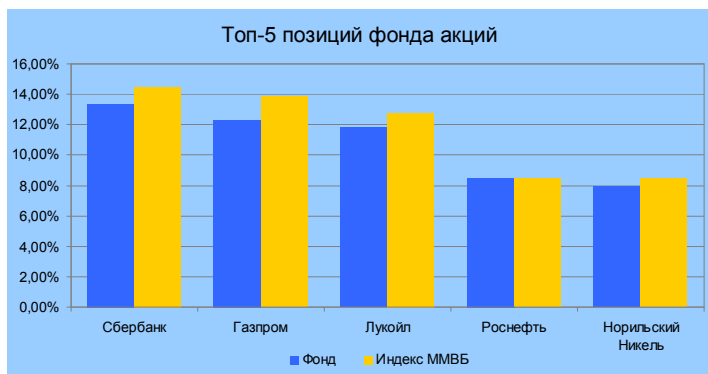


Лидером роста стал телекоммуникационный сектор. Слухи о том, что уже определены первоначальные оценки консолидируемых активов «Связьинвеста», привели к стремительному росту акций большинства региональных операторов. В фавориты попали акции «ЮТК», «Северо-Западного Телекома» и «Сибирь Телекома», которые подорожали более чем на 50%. Обыкновенные акции «Ростелекома», напротив, потеряли 17% своей стоимости. Мы оцениваем привлекательность вложений в акции региональных компаний выше, чем «Ростелекома», несмотря на существенное снижение потенциала их роста.

Динамику «выше рынка» показали акции банковского сектора. Ведущие банки отчитались за третий квартал. Их результаты в среднем превзошли ожидания рынка. Драйвером роста котировок стали довольно оптимистичные прогнозы банков на 2010 год. Наиболее высокий рост был отмечен в акциях «Сбербанка» (+20%) и «ВТБ» (+12%). Банки второго эшелона обычно с опозданием отыгрывают движение в секторе.

В металлургии хуже других торговались бумаги производителей драгметаллов из-за укрепления доллара и снижения цен на золото. Опережающими темпами к рынку росли акции «Распадской» (+13,4%). Спрос на уголь со стороны Китая, одного из наиболее крупных потребителей, остается высоким, Российские угледобывающие компании работают практически с максимальной загрузкой. «Уралкалий» согласовал цены с Китаем по нижней границе ожиданий: на уровне \$350 долларов за тонну с учетом стоимости фрахта. Тем временем, акции «Уралкалия» потеряли в цене 5,3%.

В секторе электроэнергетики стали известны параметры модели возврата стоимости на капитал для «ФСК» (минус 13,6%). Они преподнесли инвесторам неприятный сюрприз. Так, первоначальная стоимость инвестированного капитала оказалась на 30% меньше оцениваемой, а ставки возврата на капитал - ниже прогнозных значений. Поскольку основные параметры модели определены, мы ожидаем, что акции компании будут относительно низковолатильными.



В декабре по темпам роста долларовой индекс MSCI Russia (5,1%) опередил как развитые, так и развивающиеся рынки. По итогам месяца индекс S&P 500 прибавил 1,8%, а индекс MSCI Emerging Markets поднялся вверх на 3,8%. Мы считаем такую динамику позитивным фактором в перспективе трех-четырех недель, так как рынки с высокой «бетой», включая Россию, обычно подвержены импульсивным колебаниям. Среди факторов, которые в краткосрочной перспективе способны поддержать глобальные рынки акций, можно назвать показатель риск-аппетита (соотношение высокодоходных облигаций к правительственным), а также ожидания в отношении динамики рынка (соотношение индекса брокеров-дилеров XBD к индексу «широкого рынка» - S&P 500). Оба показателя достигли локальных максимумов. Это указывает на то, что рынок не закладывает в цены бумаг серьезный негатив в январе.

Ежемесячный обзор

Декабрь 2009 года



В этих условиях «выход в кэш» на новогодние каникулы был бы рискованным. По этой причине мы оставили свой портфель акций полностью инвестированным. При этом веса отдельных бумаг были немного изменены. В частности, за счет сокращения весов «Газпрома» и «Лукойла» мы увеличили долю «Северстали», НЛМК, ММК, «Распадской», «Новатэка» и «ВТБ». И хотя в абсолютном выражении изменения незначительные, мы ожидаем, что в январе перевес «сильных» акций, которые опережают в росте рынок, и недобор «слабых», отстававших к моменту ребалансировки, позволит нам улучшить относительную динамику портфеля к его бенчмарку (индексу ММВБ).

В среднесрочной перспективе мы по-прежнему ожидаем значительную коррекцию (от 20% и выше). И хотя точно предсказать начало коррекции невозможно, на рынке складывается консенсус-прогноз о важном локальном максимуме весной. На наш взгляд, значимыми уровнями поддержки, отделяющими восходящий тренд от «боковика» и более глубокого снижения, являются 1340 и 1210 пунктов по индексу ММВБ, а по индексу S&P 500 – это 1115 и 1085 пунктов. Сигналом к окончанию роста станет пробитие первых, а пробитие вторых - началом падения.

Рынок облигаций

Денежный и долговой рынки завершили год под знаком посткризисных тенденций. К концу года ликвидность банковской системы достигла рекордных 1,4 трлн. рублей. Приток ликвидности возник вследствие резкого увеличения государственных расходов, что косвенно подтверждают данные о снижении величины Резервного фонда РФ, из которого мог быть профинансирован дефицит госбюджета (в объеме около 500 млрд. рублей). По предварительным данным Росстата, инфляция в России в 2009 году составила 8.8%. Благодаря продолжающемуся замедлению инфляции 28 декабря Банк России в очередной раз понизил учетную ставку. В результате важная для рынка облигаций минимальная ставка однодневного РЕПО составила 6%. Учитывая, что доходность качественных выпусков с погашением в течение одного года - трех лет колеблется в диапазоне 8-10%, такая стоимость рефинансирования облигаций предопределяет их ценовой рост по крайней мере в краткосрочной перспективе. В ближайшее время должно произойти сжатие спреда к ставке РЕПО ЦБ на 50-100 б.п.

Стоимость барреля нефти подскочила выше отметки \$82, что вызвало новый виток укрепления рубля. Национальная валюта закрыла год на уровне 36 рублей к бивалютной корзине. По нашей оценке, каждое подорожание нефти на \$10 приводило к ревальвации рубля относительно корзины в среднем на 90 копеек. Импульсивная курсовая динамика, вероятно, связана с глобальным аппетитом к риску и общим настроением на мировых финансовых рынках. Как мы видим, рубль приближается к нижней границе коридора ЦБ - 35 рублей. Развитие ситуации во многом будет зависеть от колебания цен на сырьевые товары и настроения иностранных игроков. И хотя стратегии ведущих инвестиционных домов на 2010 год, на наш взгляд, не содержат откровенно «медвежьих» прогнозов по сырьевым рынкам, консенсус-прогноз по среднесрочной цене нефти близок к текущим котировкам. Следовательно, не стоит ждать устойчивого укрепления российской валюты. Против ставки на усиление рубля говорит соотношение ожидаемой доходности и риска. Вместе с тем, декабрьские сильные данные по торговому балансу Китая, который является локомотивом мирового спроса на сырье, указывают на то, что экономика страны чувствует себя довольно уверенно. Тем не менее, рост импорта Китаем сырой нефти нивелируется ростом экспорта продуктов нефтепереработки, что свидетельствует об отстающем росте конечного потребления. В связи с вышесказанным мы сохраняем нейтральный взгляд на рубль.

Ежемесячный обзор

Декабрь 2009 года



Ожидаемое укрепление рубля способствовало снижению вмененной ставки годичных форвардных контрактов рубль/доллар ниже 6%. Таким образом, ставки возвращаются к докризисным значениям. Разрыв между ставками фондирования в России и на развитых рынках делает привлекательной покупку рублевых облигаций иностранными игроками. Вторым фактором, который создает предпосылки для спроса на долговые инструменты локального рынка, служит разница между ставкой РЕПО ЦБ и доходностью рублевых облигаций.

Несмотря на заметное расхождение фундаментальных макроэкономических показателей с ценами финансовых активов по всему спектру инструментов, рынок толкает вверх цены рискованных активов. Им движет аппетит к риску на фоне заявлений Федеральной Резервной Системы США о намерении удерживать процентные ставки на низком уровне.

Ралли наблюдается по всему спектру долговых инструментов. К примеру, суверенный спрэд еврооблигаций Россия-30 к госбумагам США достиг 140 пунктов (близко к уровням 2007 года). Котировки кредитных дефолтных свопов (CDS) по пятилетним российским суверенным облигациям снизились до 160 б.п. (1,6% вероятности дефолта). Индекс iTraxx, отражающий оценку кредитного риска, упал ниже средних предкризисных значений, что указывает на крепкий аппетит глобальных инвесторов к кредитному риску даже на таких уровнях. Многие суверенные и корпоративные заемщики спешат воспользоваться ситуацией, чтобы разместить свои выпуски.

Размещение еврооблигаций Россией должно стать ярким событием для Центральной и Восточной Европы. Из-за роста цен на нефть плановый объем выпуска – \$18 млрд. может быть уменьшен. Недавнее размещение Польшей 15-летнего выпуска объемом 3 млрд. евро нельзя признать успешным. Переподписка в два раза на него не помогла выпуску удержаться выше номинала. Уже на второй день торгов выпуск торговался на 1% ниже номинала.

Для нас как управляющих накоплениями розничных инвесторов через паевые фонды текущие процентные ставки по качественным кредитным инструментам недостаточные. Мы ожидаем, что в среднесрочной перспективе доходности будут негативными в реальном выражении. Маловероятно, что банки увеличат кредитование реального сектора экономики и расширят кредит на более рискованных заемщиков. В уходящем году кредитные ресурсы в основном были доступны компаниям с госучастием и «голубым фишкам». Без кредитной экспансии банков в сегмент высокорискованных корпоративных заемщиков, мы считаем неоправданной «охоту за доходностью» через покупку необеспеченного долга, исходя из соотношения «риск-доходность». Стратегически мы отдаем предпочтение процентному, а не кредитному риску.

Россия все еще остается в числе отстающих экономик ЦВЕ. Несмотря на позитивные совокупные значения составного индекса деловой активности PMI для региона в целом, российские суб-индексы производства и занятости находятся в зоне «рецессии» (ниже 50 пунктов). Наш собственный индекс экономического сюрприза, расчет которого производится по ключевым экономическим параметрам, показывает позитивный сдвиг в инфляционной части. Вместе с тем, статистика по инвестициям в основной капитал, занятости и розничному товарообороту указывает на сохранение негативных тенденций. Если не произойдет роста мировых сырьевых рынков, то инерционный рост экономики России, начавшийся в третьем-четвертом квартале 2009 года, неизбежно должен «сбавить ход».

Ежемесячный обзор

Декабрь 2009 года



Результаты фондов Pioneer Investments на 31.12.2009

	1 месяц	3 месяца	6 месяцев	1 год
ПИОНЕР - Фонд акций	8.05%	13.76%	39.10%	126.18%
Индекс ММВБ	6.62%	14.43%	41.01%	121.14%
Индекс ОПИФов акций (RUIF-WS)	-0.53%	13.01%	11.56%	97.50%
Индекс ОПИФов акций (RUIF-S)	2.48%	20.37	26.75%	124.59%
ПИОНЕР – Фонд Облигаций	1.19%	7.07%	13.90%	16.24%
Индекс Trust Composite Plus	1.09%	6.21%	13.89%	29.90%
Индекс ОПИФов облигаций (RUIF-WB)	2.19%	7.18%	13.05%	27.40%
Индекс ОПИФов облигаций (RUIF-B)	4.97%	9.06%	14.30%	26.40%
ПИОНЕР – Фонд Смешанных Инвестиций	4.46%	10.16%	26.15%	66.42%
Индексы (ММВБ + Trust) 50/50	3.88%	10.67%	27.77%	74.20%
Индекс ОПИФов смешанных инвестиций (RUIF-WM)	1.20%	12.14%	18.95%	41.68%
Индекс ОПИФов смешанных инвестиций (RUIF-M)	5.14%	19.69%	28.83%	80.68%

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 Акции" (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.

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 компаний Pioneer Global Asset Management S.p.A.