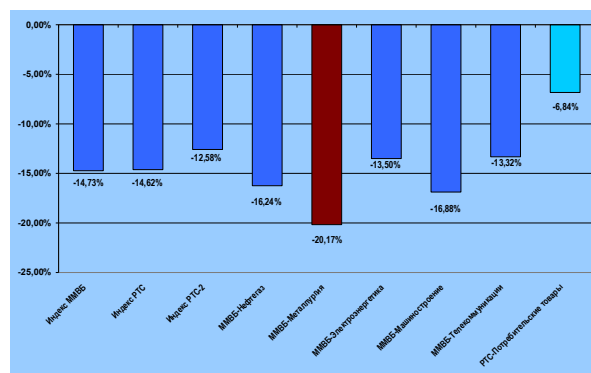




### Рынок акций

Июль оказался резко негативным месяцем для российского рынка акций. Индекс ММВБ потерял около 15%, а если считать от майского максимума, то все 24% (по состоянию на момент закрытия рынка). Причем июльское падение российских котировок было более масштабным по сравнению с глобальными рынками: индекс S&P-500 опустился на 1%, а индекс MSCI Emerging Markets – на 4,2%.

Металлургия и минеральные удобрения по итогам прошлого месяца показали худшие результаты. Индекс ММВБ-Металлургия просел на 20%. Такое резкое снижение было обусловлено как глобальными, так и локальными факторами. Усиление опасений по поводу замедления роста мировой экономики привело к падению котировок большинства мировых компаний из сектора черной металлургии. На этом фоне критические высказывания премьер-министра в адрес владельца компании «Мечел» привели к увеличению премии за риск для всего российского рынка и в особенности для ресурсных секторов. Кроме того, на протяжении последнего года данные секторы были в числе лучших по доходности, поэтому поток негативных новостей привел к резкой фиксации прибыли.



Акции компаний нефтегазового сектора в среднем упали на уровне с рынком. Лучше других смотрелись акции Новатэка и Роснефти. Ожидается, что эти компании в ближайшие годы будут наиболее быстрыми темпами наращивать добычу. Нефть подешевела за месяц на 11%, что оказало сильное негативное влияние на сектор. В связи с этим некоторые инвестбанки прогнозируют дальнейшее снижение цен на нефть до \$100 за баррель и ниже до конца года. Между тем, текущее снижение цен на нефть пока еще не выходит за рамки сезонных колебаний.

Лучше рынка выглядели результаты основных российских банков: акции Сбербанка снизились на 7%, а акции ВТБ – на 1%. Поддержку нашим банкам оказало стремительное повышение котировок западных финансовых институтов, которое началось после выхода отчетности американских и европейских банков за второй квартал. В большинстве случаев она превзошла ожидания аналитиков.

Компании телекоммуникационного сектора смотрелись незначительно лучше рынка. В то время как акции региональных телекоммуникационных операторов в среднем упали наравне с рынком, акции Ростелекома и МТС снизились всего на 1% и 3% соответственно. Уже давно акции Ростелекома являются одними из самых низковолатильных на российском рынке. Поддержку акциям МТС оказало наличие у акционеров права требования выкупа принадлежащих им акций.

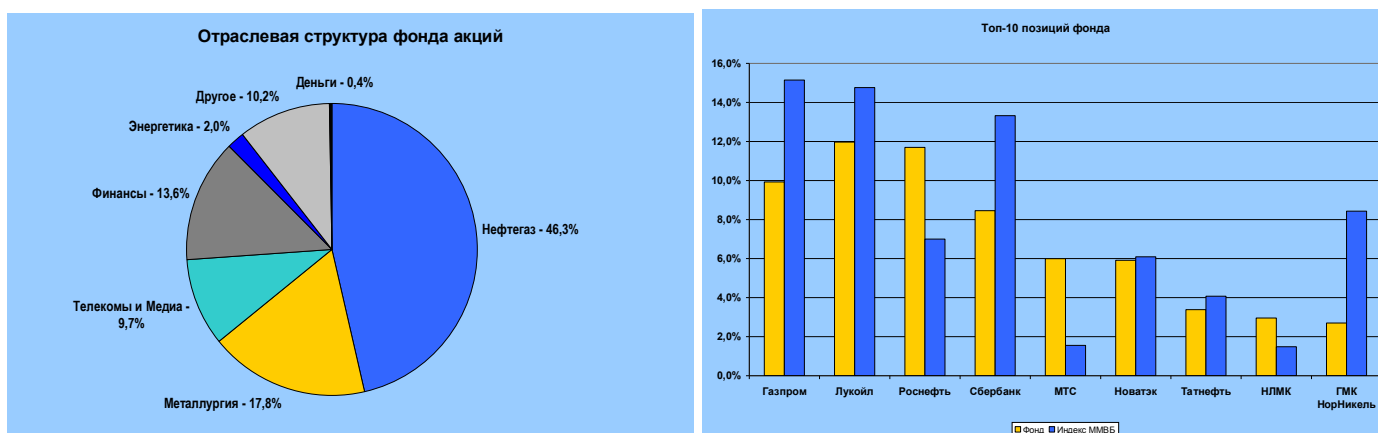
Поводом для осторожного оптимизма в отношении изменения конъюнктуры рынка в августе могут служить следующие наблюдения:

- от максимума 19 мая до минимума 29 июля индекс ММВБ потерял около 28% стоимости без каких-либо значимых коррекций. В таких условиях вероятность дальнейшего падения без серьезного отскока вверх представляется невысокой;



- наш рынок акций стал технически сильно перепроданным в абсолютном выражении: индекс ММВБ отклонился от своей 10-недельной средней вниз почти на 15%. До сих пор таких величин отклонение достигло лишь дважды. Первый раз в июне 2006 года, после падения рынка на 25% по недельным закрытиям и на 32% от максимума до минимума. Второй раз в декабре 2004 года, после падения рынка на 30% по недельным закрытиям и на 35% от максимума до минимума. В обоих случаях за этим следовало возобновление роста рынка.

- в последние две недели июля на фоне растущих или стабильных глобальных рынков продажи на российском рынке усилились. Произошло это не по рыночным причинам - налоговые претензии к отдельно взятой компании и привело к тому, что российские акции стали еще более недооцененными по сравнению со своими глобальными аналогами. По некоторым «фишкам» дисконт в оценке по коэффициенту P/E 2008 года достиг значений в 30-40%. В среднем, коэффициент P/E по индексу РТС приближается к 7 (низкое значение в исторической перспективе). Такие условия повышают привлекательность нашего рынка для долгосрочных инвесторов. При этом, они не защищают от возможной повышенной волатильности в ближайшие месяцы. Тот же коэффициент P/E, теоретически, может быть еще ниже в случае, если инвесторы потребуют более высокой премии за риск (equity risk premium).



В целом, мы ожидаем в августе позитивной динамики и роста рынка на 6-8% по основным индексам. В связи с этим портфель нашего фонда акций заинвестирован на 100%. Наибольший вклад в рост рынка могут внести нефтегазовые компании, в случае новых налоговых инициатив со стороны Правительства, и компании сектора металлургии и горнодобычи. Последние после июльской распродажи выглядят в краткосрочной перспективе сильно перепроданными по сравнению со «средним рынком». С тактической точки зрения привлекательными выглядят акции Лукойла, Газпромнефти, НЛМК и Распадской, благодаря своей локальной перепроданности против соответствующих секторов.

## Рынок облигаций

Июль был непростым месяцем для участников рынка рублевого долга. Котировки облигаций продолжили снижение из-за нависшего объема первичных размещений. События на внешних и внутреннем рынках не внушали оптимизм.

Так, Банк России продолжил ужесточение монетарной политики и одновременно ослабил поддержку курса рубля. Если в первой половине июля участники рынка не ощутили эти меры, то во второй половине месяца ситуация кардинально изменилась. В результате квартальных налоговых выплат ликвидность в банковской системе сократилась в два раза с 1.4 млрд. руб. до 700 млрд. руб., а ставки на межбанковском рынке возросли с уровней 2-4% до 7%. В настоящий момент ситуация на денежном рынке стабилизируется, но повышательный тренд процентных ставок, по нашей оценке, продолжится.



Основные факторы риска - это снижение притока нефтедолларов из-за падения цен на нефть, отток спекулятивного капитала в случае замедления темпов укрепления рубля (недавнее замедление темпов инфляции снижает необходимость укрепления национальной валюты в краткосрочном периоде), а также возможная переоценка западными инвесторами политического риска после истории с «Мечелом».

Повышение агентством Moody's рейтинга государственного долга России на одну ступень до «Baa1» не улучшило настроений инвесторов, т.к. пересмотра рейтинга до более значительного уровня («A») рынок ждал в течение последних трех лет. Вопреки ожиданиям, Moody's подняло свою оценку России до того уровня, где уже давно находятся рейтинги от агентств S&P и Fitch (BBB+).

Российские эмитенты также держали инвесторов в напряжении. В течение прошлого месяца мы наблюдали первый с 1998 года полноценный дефолт. Компания «Миннеко Новосибирск» не смогла расплатиться с держателями облигаций. Для рынка это первый опыт, когда держатели облигаций пройдут процедуру дефолта от начала и до конца. Помимо этого, продолжилась череда технических дефолтов. В конце месяца ГК «Держава», представитель аграрной индустрии, оказалась в состоянии технического дефолта, просрочив купонные выплаты. В начале августа по выпуску «Державы» предусмотрена оферта.

Несмотря на все негативные факторы, по итогам месяца наш фонд облигаций прибавил 0,55%, показав динамику чуть выше своего бенчмарка - индекса TRI Plus Composite (+0,09%). По секторам опережающую динамику показали долги эмитентов сельского хозяйства, машиностроения и банковского сектора. Облигации предприятий торговли, металлургии и лесной промышленности за этот же период снизились.

В июле мы активно участвовали в аукционах по размещению новых выпусков облигаций, тем более что эмитенты на первичном рынке предлагали хорошие премии по доходности к уже обращающимся долговым инструментам. Наш интерес, в первую очередь, был сосредоточен на предприятиях сельскохозяйственного сектора и пищевой промышленности. Такой выбор обусловлен значительным вниманием к отрасли со стороны государства и высокой инвестиционной активностью в секторе. Также положительно мы смотрим на лизинговые и факторинговые компании, демонстрирующие высокие темпы роста и уровень рентабельности, по сравнению с более развитым и конкурентным банковским сектором. Эти эмитенты обладают качественными кредитными портфелями, которые обеспечены либо лизинговым оборудованием, либо краткосрочной кредиторской задолженностью. В строительной отрасли мы отдаем предпочтение компаниям с хорошо диверсифицированной бизнес-моделью и существенным земельным банком.

Мы ожидаем, что в августе понижательная тенденция на рынке корпоративного долга сохранится. Основными угрозами остаются значительный "навес" первичного предложения, возможный дефицит ликвидности и дальнейшая раскрутка спирали кризиса на внешних рынках. В таких условиях мы считаем оптимальной стратегией участие в первичных размещениях эмитентов приемлемого кредитного качества с короткой дюрацией, наименее чувствительных к вероятному росту процентных ставок.

### Результаты фондов Pioneer Investments на 31.07.2008 г.

	1 месяц	3 месяца	6 месяцев
ПИОНЕР - Фонд акций	-13,73%	-8,89%	-9,14%
Индекс ММВБ	-14,73%	-10,32%	-5,02%
Открытые фонды акций в среднем, взвешенные по СЧА (индекс RUIF-WS)	-13,84%	-10,06%	-9,99%
ПИОНЕР-Фонд облигаций	0,55%	2,41%	3,16%
Индекс TRI Plus Composite	0,09%	1,56%	3,11%
Открытые фонды облигаций в среднем, взвешенные по СЧА (индекс RUIF-WB)	0,63%	2,73%	5,75%
ПИОНЕР - Фонд смешанных инвестиций	-7,93%	-3,99%	-3,68%
Индексы ММВБ и TRI Plus Composite 50/50	-7,32%	-4,38%	-0,95%
Открытые смешанные фонды в среднем, взвешенные по СЧА (индекс RUIF-WM)	-4,29%	-0,67%	4,23%

Источник: НЛУ, Ancentre.ru, Bloomberg Доходность фонда рассчитана за вычетом комиссий

# Ежемесячный обзор

Июль 2008



ООО «Пионер Инвестмент Менеджмент» (лицензия №21-000-1-00440 на осуществление деятельности по управлению инвестиционными фондами, ПИФами и НПФ 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. Прежде чем приобрести инвестиционный пай, следует внимательно ознакомиться с правилами доверительного управления паевым инвестиционным фондом. При приобретении инвестиционных паев взимаются надбавки. При погашении инвестиционных паев удерживаются скидки. Взимание надбавок (скидок) уменьшает доходность инвестиций в инвестиционные паи паевого инвестиционного фонда. ОПИФ "ПИОНЕР – Фонд Облигаций" под управлением "ПИМ" (Правила фонда зарегистрированы ФСФР России 20.09.2007 под номером 0991-94131990). ОПИФ "ПИОНЕР – Фонд Акций" под управлением "ПИМ" (Правила фонда зарегистрированы ФСФР России 20.09.2007 под номером 0989-94131910). ОПИФ "ПИОНЕР – Фонд Смешанных Инвестиций" под управлением "ПИМ" (Правила фонда зарегистрированы ФСФР России 20.09.2007 под номером 0990-94131837). Заявки на приобретение и погашение инвестиционных паев указанных инвестиционных фондов могут подаваться ООО «ПИМ» и агенту (агентам) в соответствии с правилами соответствующего фонда. По вопросам получения до приобретения инвестиционных паев подробной информации о паевом инвестиционном фонде и ознакомления с правилами паевого инвестиционного фонда, а также иными документами, предусмотренными действующим законодательством, обращайтесь по телефону (495)258-5020, либо на сайт [www.pioneerinvestments.ru](http://www.pioneerinvestments.ru).

Copyright © 2007 ООО «Пионер Инвестмент Менеджмент» (Pioneer Investment Management LLC). Воспроизведение, распространение и иное использование информации, размещенной на Веб-сайте компании, или ее части допускается только при условии ссылки на ООО «Пионер Инвестмент Менеджмент» в качестве источника информации. "Pioneer Investments" является коммерческим наименованием группы компаний Pioneer Global Asset Management S.p.A.