



## ТЕХНОЛОГИИ УПРАВЛЕНИЯ КАПИТАЛОМ

ГЛОБАЛЬНО

# РУБЛЬ ИЛИ ДОЛЛАР?

Начальник аналитического отдела  
Управляющей компании  
«Парма-Менеджмент»  
**Дмитрий ТИМОФЕЕВ**

**Россияне традиционно любят вкладываться в твердую валюту. Неразвитость фондового рынка, нестабильность в экономике приводили к тому, что вложения в доллары являлись единственным надежным способом накопления. В начале 2000-х годов объем наличных резервов в экономике страны, по оценкам Федеральной резервной системы США, составил 70 млрд. Если пересчитать эту сумму на одного жителя, то получается, что каждый россиянин, включая младенцев, имеет 500 наличными. Кризис 1998 года резко усилил спрос на доллары и предложение рублей со стороны населения, что вызвало уменьшение стоимости рубля. Падение рубля в номинальном выражении продолжалось до начала 2003 года, и после этого момента доллар к рублю начал снижаться. В чем же причина такого поведения российской валюты?**

**НЕДООЦЕНКА РУБЛЯ.** Существует несколько способов расчета истинной стоимости валюты. Главным из них является расчет курса по паритету покупательной способности (ППС). Данный метод основывается на том, что в глобализованном мире цены на одинаковые товары не могут различаться. Наиболее простые расчеты предлагает журнал «The Economist», рассчитывающий индексы Биг-Мак. Пользуясь положениями теории ППС, они предполагают, что стоимость гамбургера должна быть одинаковой. По последним наблюдениям, Биг-Мак в сети McDonalds

в США стоит около 3,15, в России - 1,60. Исходя из этого можно предположить, что российский рубль недооценен в два раза. Можно с недоверием относиться к индексу Биг-Мак, но и более сложные расчеты показывают примерно такую же степень недооцененности российской валюты. ППС является очень мощным инструментом для долгосрочного прогнозирования курса валют. Однако на краткосрочных промежутках времени курсы могут сильно отличаться от паритета.



Наша модель показывает, что курс национальной валюты (при условии стабильности в евро, умеренных цен на нефть около 50 за баррель и инфляции в России ниже 10%) не превысит отметки 30 рублей за доллар вплоть до 2020 года. Именно поэтому нет смысла вкладываться в доллар сейчас. Вложения в иностранную валюту - худший способ среди инвестиций. Экономическая стабильность, которую обрела страна при Путине, позволяет вкладывать средства в акции/облигации и депозиты или даже недвижимость.

Однако, как и положено инвестиционному аналитику, предупреждаю, что сказанное является моим личным мнением и не является побуждением к совершению сделок. Каждый должен полагаться на собственные источники и анализ и принимать решения самостоятельно.

С полной версией статьи вы можете ознакомиться на сайте Управляющей компании «Парма-Менеджмент»:  
<http://www.p-fondy.ru>

шеприведенные расчеты говорят об этом. Если цены на нефть будут оставаться очень высокими, то темпы укрепления рубля будут значительными.

Следует различать номинальное и реальное укрепление рубля. Если даже в номинальном выражении курс рубля будет постоянным, то с учетом инфляции рубль будет укрепляться. Курс рубля находится в руках Центрального банка, который продолжает массированные интервенции, удерживая рубль от роста, но это ведет к ускорению инфляции.

Краткосрочные колебания курса рубля к доллару тесно связаны с колебаниями доллара к евро. Центральный банк официально объявил, что краткосрочно удерживает курс рубля по отношению к корзине валют, которая состоит из 50% долларов и 40% евро. Данная политика вполне эффективно работает, и вот уже почти два месяца, начиная с конца марта, курс рубля зависит только от падения доллара к евро.

С начала года правительство и ЦБ начали кампанию по борьбе с инфляцией, которая вылилась преимущественно в укрепление рубля в реальном и номинальном измерении (видно на графике поведения валютной корзины). Цикл укрепления проводился сначала непрерывно в январе, а затем «ступеньками».

Что касается долгосрочных расчетов, то наша модель показывает, что курс национальной валюты (при условии стабильности в евро, умеренных цен на нефть около 50 за баррель и инфляции в России ниже 10%) не превысит отметки 30 рублей за доллар вплоть до 2020 года. Именно поэтому нет смысла вкладываться в доллар сейчас. Вложения в иностранную валюту - худший способ среди инвестиций.

Однако, как и положено инвестиционному аналитику, предупреждаю, что сказанное является моим личным мнением и не является побуждением к совершению сделок. Каждый должен полагаться на собственные источники и анализ и принимать решения самостоятельно.

С полной версией статьи вы можете ознакомиться на сайте Управляющей компании «Парма-Менеджмент»:  
<http://www.p-fondy.ru>

ЛИЧНОЕ МНЕНИЕ

Генеральный директор  
Управляющей компании  
«Парма-Менеджмент»  
**Олег ЧУПИН**



### ЭРА ПИФОВ

**Деньги - удивительная вещь. Нам приходится затрачивать огромные моральные и физические силы в погоне за этой постоянно ускользающей субстанцией. Но вот парадокс: как только цель достигнута, появляется новая проблема. Как сохранить, а лучше и приумножить кровно заработанные капиталы? Инфляция не дремлет, пытаются откусить от нашего каравай кусок побольше. Банковские депозиты не спасают. Недвижимость, золото - с ними тоже не все так однозначно. При этом бурный рост российского фондового рынка уже успел стать притчей во языцех. В финансовом секторе экономики складывается революционная ситуация. Предсказания прогрессивных финансовых экспертов, кажется, начинают сбываться - наступает эра паевых инвестиционных фондов.**

Публикациями на эту тему пестрят не только узкоспециализированные деловые издания, но и массовая пресса. ПИФы пошли в народ, и это уже состоявшийся факт. Пирог, приготовленный из ингредиентов российского фондового рынка, свеж, горяч и очень аппетитен. Его аромат притягивает самые разнообразные массы российских граждан. Средний класс, интеллигенция, топ-менеджеры и крупные предприниматели - все хотят заполучить свой кусочек пирога. И нет лучшего способа удовлетворить это естественное желание, чем паевые инвестиционные фонды. ПИФы обеспечивают возможность частным инвесторам зарабатывать на росте российской экономики.

Практически все паевые фонды демонстрируют хорошую доходность. При этом инвестор может выбрать фонд именно с той стратегией, которая больше всего ему подходит. Хотите много и сразу - вот вам фонд с агрессивной стратегией и повышенными рисками. Хотите спать спокойно - выберите консервативную стратегию, но тогда и на особо большие барыши не рассчитывайте. В ассортименте паевых фондов сегодня есть продукты на любой вкус и вес. В общем, как говорится: «Прошу к столу».

## История успеха

**Эдуард МАТВЕЕВ**



Исполнительный директор  
Управляющей компании  
«Парма-Менеджмент»

# КАК ЗАРАБАТЫВАЮТ ФОНДЫ?

**В работе паевых фондов редко бывают сенсации. Наверное, это связано с тем, что ПИФ (паевый инвестиционный фонд) - долгосрочный инвестор, который предполагает, что и его пайщики являются таковыми.**

Если сегодня вы вложили деньги, а завтра спрашиваете, «почему упала стоимость пая?» - это не по адресу. Здесь движение долгосрочное и планомерное, в соответствии с заявленной стратегией фонда. Часто именно такой выбор является оптимальным, поскольку спекуляторы часто пытаются «выжать» максимум из краткосрочных движений, и рынок еще чаще их обманывает.

Как зарабатывают в паевых фондах? Существует ли в паевых фондах задача заработать максимально возможную доходность? В принципе, да. Однако, как правило, это не главное. Покупая пай, инвестор приобретает некий входной билет в более доходный (и, соответственно, более рискованный) фондовый рынок России, в сравнении с общепринятыми депозитами. И решение по входу и выходу с этого рынка инвестор, как правило, принимает сам. В чем же тогда задача управляющей компании, спросите? Просто сформировать портфель и дать возможность почувствовать в «американских горках» всем желающим? И да, и нет. «Да», потому, что существует большое количество так называемых индексных фондов. Управляющие формируют их, копируя состав и структуру фондовых индексов (индекс ММВБ, индекс ММВБ Топ-10, индекс РТС и т.д.). Задача управляющей компании в данном случае заключается лишь в том, чтобы обеспечивать повторение структуры индекса, проводить изменения в активах фонда, если появились изменения в структуре или расчете индекса. Такая страте-

гия называется пассивной. При активном управлении паевыми фондами ситуация несколько схожа с предыдущей. Схожа в том смысле, что противиться, скажем, сильной коррекции на рынке управляющий не будет и пай фонда тоже будут падать во время общего снижения рынка. Это будет происходить как минимум в силу разного рода ограничений, налагаемых на фонды законодательством. Однако в данном случае перед управляющим другая задача - обогнать по доходности некий эталонный портфель (benchmark - от англ. базовый, эталонный ориентир), структура которого соответствует стратегии фонда и может быть скопирована любым инвестором.

Последнее условие важно в силу известной логики: если я могу купить все бумаги сам в соответствии со структурой benchmark, и заработать не меньше, чем паевая фонд - за что я плачу управляющему фондом? Существует, конечно же, и задача выглядеть не хуже других фондов со схожей стратегией. Но есть один нюанс, как говорится: хорошие результаты в прошлом не являются гарантией успеха в будущем - это несколько перефразированное замечание нехотят писать маленькими буквами в своих рекламных листовках все управляющие компании. Не писали бы, но - закон заставляет. Таким образом, если ваш фонд акций показал доходность 50%, а индекс РТС вырос на 40% - управляющий обогнал benchmark, и мы есть чем гордиться. Та же ситуация и в менее приятном случае: индекс РТС упал на 20%, а стоимость пая фонда - на 12%. С полной уверенностью можно сказать, что и это - успех и заслуга управляющего.

Что же делается для того, чтобы быть лучше benchmark? Приведу пример на основе работы управляющей компании «Парма-Менеджмент» с одним из лучших фондов нашей линейки - «ПИФ Баргатион». Стратегия - агрессивная, лучше «голубые фишки». Benchmark - индекс РТС.

Основная стратегия, применяемая большинством управляющих фондами в мире (и мы в данном случае - не исключение) - работа с весами отдельных бумаг в структуре портфеля. В целом веса (в %) отдельных эмитентов должны соответствовать весам эмитентов в benchmark (индекс РТС), однако в соответствии со своими ожиданиями управляющий увеличивает веса од-

них бумаг и уменьшает веса других. Таким образом, достигается плавное снижение ошибки следования (tracking error), т.е. волевых отклонений динамики фонда от динамики индекса РТС. При этом, если управляющий сделал правительные действия, доходность будет расти. Приведу несколько конкретных примеров.

• **Перед закрытием реестра в конце 2005 г. в фонд были приобретены ГМК «Норильский никель», в расчете на участие в будущем отделении ОАО «Полос Золото». Результатом операции стало одновременное увеличение доходности фонда на 4,5% при открытии торгов «Полосом».**

• **В конце первого квартала по результатам предыдущего роста определились явные лидеры и аутсайдеры, что привело к увеличению веса акций ГМК «Норильский никель» и «Газпрома» и исключению из портфеля акций «Трансфлекс». Такая позиция позволила в дальнейшем не отстать от индекса РТС в период стремительного роста в апреле - начале мая. На 28 апреля 2006 г. по доходности с начала года, в рейтинге [www.investfunds.ru](http://www.investfunds.ru) фонд занял 17-е место из 66 открытых фондов акций с результатом 33,02% в абсолютном значении.**

• **При появлении признаков начала коррекции в середине мая все веса акций, находящиеся в портфеле фонда, были приведены к весам, которые используются при расчете значения РТС. Сейчас можно уже оценить и результаты этих действий: с 10 по 22 мая индекс РТС упал на 24,22%, пай «Петра Баргатиона» на 13,81%. В новом проекте делового издания «Ведомости» еженедельник SmartMoney (что можно перевести с английского примерно как «умные деньги»), на 15 мая фонд «Пётр Баргатион» занял почетное третье место в списке самых доходных ПИФов акций с начала года.**

Один мой хороший знакомый, правда, пожаловался на то, что минимальный порог вхождения в «Баргатион» - один миллион рублей. «Значит, дело за малым, - говорю ему, - заработай первый миллион, остальные заработаем тебе мы». Улыбается.

Паевой фонд	Стоимость пая (в руб.)	Прирост расчетной стоимости инвестиционного пая (в %)	
		1 год (последние 12 мес.)	6.2*
ОПИФ акций «Петр Баргатион»	28 551,61	88,65	
ОПИФ смешанных инвестиций «Дмитрий Донской»	8 906,97	43,63	
ОПИФ смешанных инвестиций «Александр Невский»	2 175,90	8,18	
ИПИФ облигаций «Александр Суворов»	105 844,23	6.2*	

\*Показатель дан за 9 месяцев с момента формирования фонда

## ЭМИТЕНТ

**Андрей СУМЛИВЫЙ**



Портфельный управляющий  
Управляющей компании  
«Парма-Менеджмент»

# «ВОЛГОГРАД-ХИМПРОМ». ИГРА ЕЩЕ НЕ ЗАКОНЧЕНА

**Мы продолжаем знакомить читателей с инструментами и технологиями фондового рынка, используемыми специалистами УК «Парма-Менеджмент».**

При решении задач, которые ставят наши клиенты портфельному управлению, часто часто возникает потребность в широкой диверсификации. Важно, чтобы даже в случае установления на рынке продолжительной негативной конъюнктуры в портфеле нашлись эмитенты, обладающие собственными инвестиционными темами и потому не зависящие от рынка в целом. Также мне не раз приходилось сталкиваться с желанием клиентов включить в их портфель какой-нибудь актив, который бы в общей своей динамике не повторял движение основных фишек.

К примеру, стандартная ситуация - обратившийся к нам в начале года клиент является собственником широкого спектра фишек во главе с «Газпромом» и все присутствие от общероссийских движений получил именно на этом портфеле, тогда как часть свободных средств инвестор хотел использовать в качестве страховки в альтернативных инструментах. В этих случаях мы нередко пытаемся найти нонконформистские акции второго эшелона, динамика которых зависела бы почти исключительно от внутрикорпоративных событий. Как правило, процесс решения подобных задач занимает немало времени у нашего аналитического отдела, однако результаты оправдывают понесенные издержки.

Достойных кандидатов удалось найти во многих отраслях, но здесь мы расскажем лишь о химической отрасли. Сама по себе химическая промышленность является очень интересной для инвестиционного анализа, на рынке относительно слабо представлена, однако относительно слабо представлена на рынке. Наш выбор пришелся на волгоградский «Химпром».

Особенность бизнеса «Химпрома» заключается в крайне широком ассортименте продукции, которая практически целиком используется только для дальнейшей переработки в других отраслях. Ассортимент производства завода составляет свыше 100 позиций. По многим позициям предприятие имеет монопольные доли на российском рынке. Именно то обстоятельство, что продукция «Химпрома» по сути используется в широких технологических цепочках других отраслей, вызвало интерес к предприятию ряда финансово-промышленных групп.

Контрольный пакет (51%) «Химпрома» принадлежит государству, однако он уже стоит в планах приватизации и будет продан в ближайшее время. Начиная с 2003 г. группа «Ренова» (В.Вексельберг) вела борьбу за контроль над «Химпромом» с холдингом «Конструктивное бюро» известного бизнесмена Дм.Мазепина. Каждая сторона преследовала свои интересы. На пример, считается, что «Ренова» получила бы хороший синергетический эффект от того, что производила «Химпром» каустическая сода используется при производстве глинозема «СУАЛом» - одним из основных активов «Ренова». В свою очередь, Дм.Мазепин, по всей видимости, стремился использовать «Химпром» в качестве разменной карты в борьбе за другие активы.

В ходе ожесточенной корпоративной борьбы стороны добились переменных успехов - холдинг «КБ» смог приобрести 34-процентный пакет предприятия и провести пропорционально своих представителей в совет директоров. Однако «Ренова» удалось с помощью государства поставить своего представителя на должность гендиректора «Химпрома».

Мы понимаем, что именно конфликтность в руководстве была основной причиной текущих негативных финансовых результатов компании. При этом мы видели хороший потенциал предприятия - годовая выручка в \$115 млн. в перспективе ближайших лет, по нашим оценкам, мог-

ла возрасти до \$150-200 млн., положительная рентабельность бизнеса при наличии грамотного руководства у нас сомнений не вызывала. Сравнительный анализ и различные модели оценки давали хороший потенциал даже при консервативных параметрах. Составлявшая на тот момент капитализация компании в \$80-85 млн. казалась неоправданно низкой. Да и сам факт борьбы за предприятие мощных бизнес-группировок подтверждал хорошую привлекательность «Химпрома». В этих условиях решение было сделать ставку на скорое разрешение корпоративного конфликта и включить акции «Химпрома» в часть портфеля, находящегося под управлением нашей компании. Решение было реализовано в начале 2006 года.

Уже в конце апреля стало понятно, что наши предположения оправдались. «Ренова» и «Конструктивное бюро» подписали соглашение, в котором были урегулированы спорные моменты. В итоге ряд сделок, 34% процентный пакет предприятия достался структурам «Ренова» взамен на получение «КБ» 48-процентного пакета нашего пермского «Галогена». Рынок мгновенно отреагировал на улучшение перспектив - в день объявления о сделке стоимость «Химпрома» выросла более чем на 50%. Таким образом, задача, которая возлагалась на данный актив в нашем портфеле, выполнена.

В то же самое время игра вокруг «Химпрома» еще не закончена - напомним, что впереди предстоит приватизация контрольного пакета предприятия. Мы ожидаем, что это случится в 2007 г. Последние события показывают, что наиболее вероятным претендентом на этот пакет будет именно «Ренова». После прихода команды Виктора Вексельберга мы ждем резкого повышения эффективности работы «Химпрома» и, соответственно, более полного раскрытия фундаментальной стоимости предприятия.

Продвигая в мае коррекцию позволила купить бумаги «Химпрома» заметно ниже недавних максимумов. Мы считаем это хорошей возможностью пополнить портфель вторым эшелонном в расчете на 2007 год.

