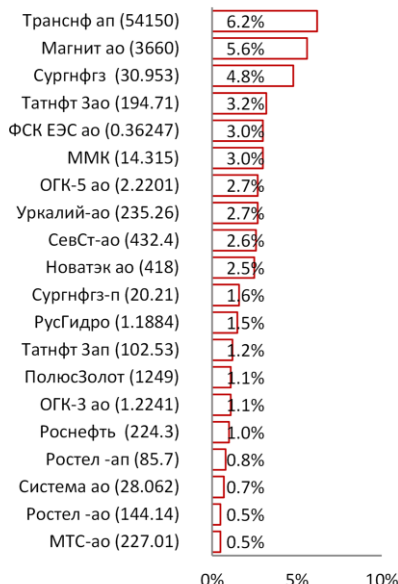




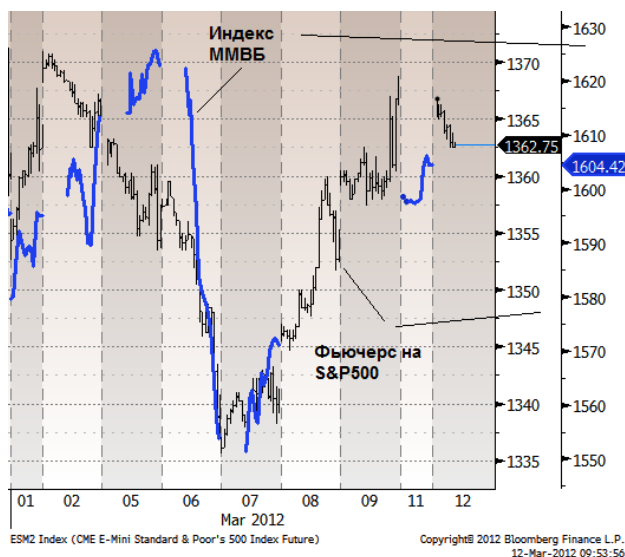
## Рынки накануне:

### Лидеры изменений на ММВБ



Довольно трудно описывать то, что произошло в воскресенье. Высокое открытие, чтобы отмаркировать изменения мировых финансовых рынков за два торговых дня недели, когда наша страна была на выходных. Затем активность резко пропала. Общий факт, что на российском рынке доминируют иностранцы, а россияне практически не покупают акции. Результат – довольно низкий оборот в 19 млрд. рублей на секции акций, примерно в 2-2.5 раза ниже среднего. Да и этот оборот обусловлен «гэпом» (прыжком) акций наверх, что, видимо, заставило некоторых спекулянтов «реагировать».

Индекс ММВБ поднялся до 1600 пунктов, это уровни первых чисел марта, до посткризисных максимумов апреля 2011 года нужно расти еще 16.5%, а с минимумов октября 2011 года рост составил уже 28%. Ужасная волатильность, которую не могут вынести слишком многие люди, так что мы понимаем тех, кто не желает использовать стратегию «купил и держи», даже если есть убедительные исследования, что долгосрочно она обгоняет другие активные стратегии за счет минимизации издержек на торговлю и анализ.



Поскольку писать особо не о чем, мы напишем о «внутренней стоимости», что навеяно прочтением книги Эммануэля Дермана «Models.Behaving.Badly» (вышла осенью 2011, а в РФ переведена неплохая предыдущая книга Дермана «Карьера финансового аналитика»). Финансы и экономика в целом - это место, где трудно подтвердить (верифицировать) разные теории, модели и предположения. Потому что это (почти полностью) не экспериментальная наука. А потому очень трудно отличить истинную теорию от ложной и, даже, ненаучной. Философы называют это проблемой демаркации, в рамках которой они пытаются ответить, например, на следующий вопрос: гадание на кофейной гуще это наука или нет, и почему. В этой же связи в финансах и экономике очень трудно отличить шарлатана от ученого. И по этой же причине нельзя сказать определенно, что технический анализ не работает... Остается только верить во что-то. Опираясь на понятие «внутренняя стоимость», мы должны понимать, что

никто не знает точно, что это такое. Есть некие модели, закладывая в которые наши субъективные предположения о будущем, мы получаем ужасно неточную цифру. Когда мы «калибруем» модели (например, подбирая ставку дисконтирования), мы можем опираться на нормальное состояние рынка, какое было в среднем в истории. Но проблема в том, что сейчас кризис – состояние ненормальное, инвесторы себя ведут очень необычно. И тут остается предполагать, что со временем, по мере удаления кризиса, чувства и отношение инвесторов к риску придут в норму. Тогда мультипликатор «Газпрома»  $p/e=3.6$  станет более пристойным, ближе к 10. А пока «внутренняя стоимость», видимо, слишком далека (если, конечно, не калибровать ее по высоким кризисным ставкам).

- «Башнефть» переводит свои «дочки» на единую акцию, кроме «Уфанефтехима» (предприятие войдет в «Объединенную нефтехимическую компанию»). В конце апреля компании проведут собрания акционеров, которые должны будут утвердить коэффициенты обмена. У несогласных с объединением акционеров бумаги будут выкупаться. Ниже представлена таблица с коэффициентами обмена и с ценами выкупа. В целом, коэффициенты обмена близки к рыночным котировкам. Для консолидации «Башнефть» проведет допэмиссию, процедуру перехода планируется завершить к концу года. Если все акционеры «дочек» «Башнефти» примут решение участвовать в консолидации, то доля «Системы» в нефтяной компании сократится с 73% до 71%.

### Предлагаемые цены обратного выкупа

КОМПАНИЯ	ОБЫКНОВЕННЫЕ АКЦИИ			ПРИВИЛЕГИРОВАННЫЕ АКЦИИ		
	КОЭФФИЦИЕНТ КОНВЕРТАЦИИ ЗА 1 АКЦИЮ ОАО Д НК «БАШНЕФТЬ»	ЦЕНА ОБРАТНОГО ВЫКУПА	ТЕКУЩИЕ КОТИРОВКИ	КОЭФФИЦИЕНТ КОНВЕРТАЦИИ ЗА 1 АКЦИЮ ОАО АНК «БАШНЕФТЬ»	ЦЕНА ОБРАТНОГО ВЫКУПА	ТЕКУЩИЕ КОТИРОВКИ
Башнефть	-	1784	1839,9	-	1397	1335.1
Уфимский НПЗ	31,8571428571	56	62,3*	45,0645161290	31	56.06*
Новоил	45,7435897436	39	38,5*	66,5238095238	21	22.2*
Уфанефтехим	13,5151515152	132	139,4*	19,4027777778	72	81.5*
Башкирнефтепродукт	3,6408163265	490	513,1*	5,2322097378	267	293.6*
Оренбургнефтепродукт	0,3930381141	4539	-	0,5646725950	2474	2372.8*

\*RTS BOARD ПО ТЕКУЩЕМУ КУРСУ

ИСТОЧНИК: ДАННЫЕ КОМПАНИИ

- Банк «ВТБ» намерен передать девелоперские проекты, которые перешли вместе с «Банком Москвы» «Галсу-Девелопмент» и «Дон-строй инвесту». Предполагается, что «Галс-Девелопмент» получит коммерческие проекты банка: торгово-развлекательный центр River Mall и многофункциональный комплекс МФК на Олимпийском проспекте. Стоимость проектов оценивается в \$650 млн., однако «Галс» получит их с дисконтом в 20-30%. Учитывая тяжелое финансовое состояние девелопера, деньги на покупку, скорее всего, выделит материнская компания – банк «ВТБ».

Тем не менее, проекты, полученные со скидкой, вряд ли принесут выгоды акционерам «Галса». Общий долг «Галс-Девелопмент» составляет \$2,5 млрд. из которых \$2,2 млрд. – это долг перед банком «ВТБ», который по совместительству является и мажоритарным акционером девелопера. Основной задачей банка является спасти кредитный портфель, не допустив банкротство девелопера, поэтому все получаемые денежные потоки будут направляться на обслуживание кредитов.

- С сегодняшнего дня «ВТБ» начнет прием заявок на выкуп акций у участников «народного» IPO банка. Напомним, что бумаги будут выкупаться по цене размещения (13,6 копеек), максимальная сумма ограничена 500 тыс. рублей. Прием документов продлится до 13 апреля.

- На фоне того, что ежегодно из российской экономики выводится порядка 3-4% ВВП с признаками отмывания, чиновники вплотную занялись борьбой с незаконными финансовыми операциями. Росфинмониторинг подготовил проект, расширяющий права банков и налоговых организаций. В частности, банки смогут самостоятельно закрывать клиентские счета, налоговики смогут без суда менять квалификацию сделки и доначислять налоги или приостанавливать операции по счетам у клиентов, не отчитавшихся о движении средств. Это только небольшая часть мер, которые включает новый законопроект. Таким образом, ужесточение контроля может только ухудшить деловой климат в России и вряд ли

приведет к уменьшению использования оффшорных компаний и фирм-однодневок.

- «Газпром» и датская компания DONG Energy впервые провели переговоры после подписания меморандума о намерениях в апреле 2011 г. Компании обговорили план действий совместной работы в северо-западной Европе. «Газпром» с DONG Energy планируют сотрудничать не только в существующих электроэнергетических проектах, но и задумываются о строительстве новых современных электростанций парогазового типа. Сотрудничество «Газпрома» с DONG Energy - это следующая попытка после немецкой RWE найти конечный доступ к европейскому потребителю в электроэнергетике, которая является приоритетным направлением в деятельности российского газового концерна.

## Местное

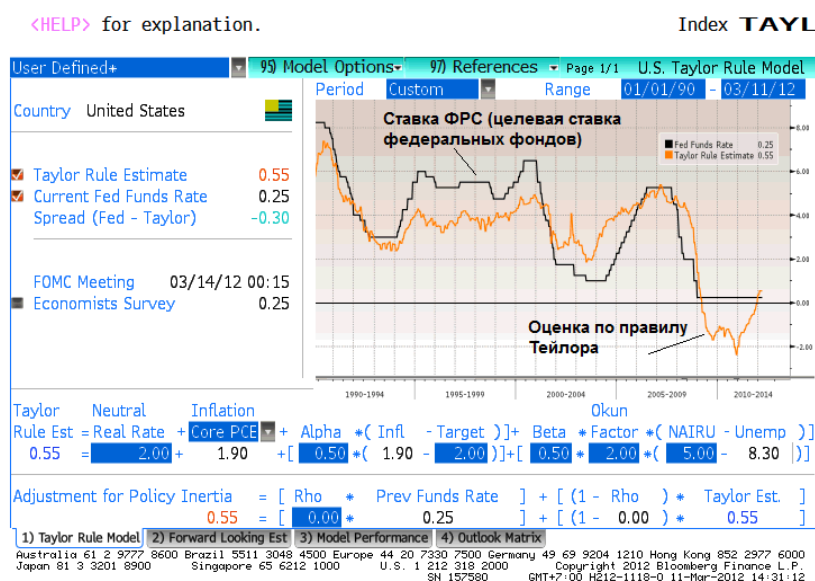
- «Коммерсант» пишет, что за ТРК «Столица» появиться еще один торговый центр площадью 6,5 тыс. кв. метров. По сведениям издания, участок под застройку был приобретен структурами, близким к владельцам «Столицы». Завершить строительство нового торгового центра планируется ко второму кварталу 2013 года.
- В Перми откроется офис одного из аудиторов «большой четверки» - KPMG. Компания работает в высоком ценовом сегменте с крупными компаниями, поэтому вряд открытие офиса в Перми изменит ситуацию на рынке аудита. Крупнейшая в регионе публичная компания - «Уралкалий» аудирруется у PricewaterhouseCoopers.

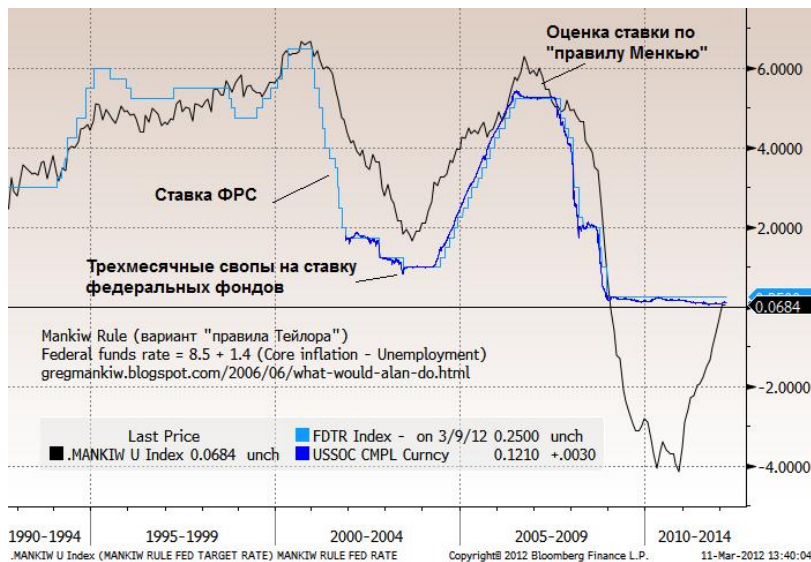
## Ну когда же ФРС начнет поднимать ставки?

Федеральная резервная система оказывает огромное влияние на стоимость кредита во всем мире, не только в долларовой зоне, но и в других валютных зонах. Мы можем понять, что

делает система и что собирается сделать, исследуя «правило Тейлора». Слева показан скриншот терминала «Блумберг» с функцией по ставке ФРС. Она зависит от двух вещей – отклонения инфляции от желаемой («таргетируемой») и отклонения безработицы от ее «естественного» уровня. Как видно из графика, правило не слишком точно описывает действительную ставку в истории, но, тем не менее, это лучше чем ничего. На самом деле есть масса вариантов «правила Тейлора», которые зависят от того используется ли «разрыв по безработице» или «разрыв выпуска по

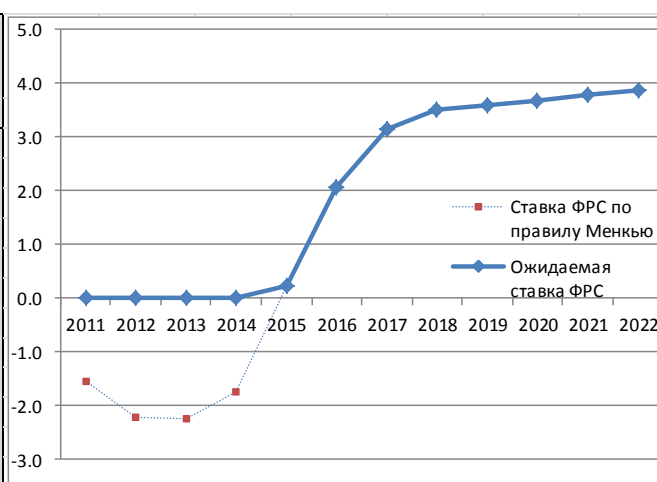
ВВП» (output gap). Есть попытки использовать разные измерения инфляции (полная, базовая, дефляторы потребления полный и без учета энергоносителей и продуктов питания). К тому же есть варианты





делал П. Кругман в прошлом году.

CBO "The Budget And Economic Outlook: Fiscal Years 2012 To 2022"			Ставка ФРС по правилу Менкью
Год	Безработица	Core CPI	
2011	9.0	1.8	-1.5
2012	8.8	1.2	-2.2
2013	9.1	1.4	-2.2
2014	8.7	1.4	-1.8
2015	7.4	1.5	0.2
2016	6.3	1.7	2.1
2017	5.7	1.9	3.1
2018	5.5	2.0	3.5
2019	5.5	2.0	3.6
2020	5.4	2.0	3.7
2021	5.4	2.0	3.8
2022	5.3	2.0	3.9



Среднегеометрическая инфляция 2012-2022: 1.7%  
Среднегеометрическая ставка ФРС 2012-2022: 2.0%

Прогноз безработицы и инфляции  
<http://cbo.gov/publication/42906>

(<http://krugman.blog.s.nytimes.com/2010/08/22/the-taylor-rule-and-the-bond-bubble-wonkish/>)

Для этого использовали новые прогнозные данные Бюджетного Офиса Конгресса (СВО), выпущенные 31 января 2012 года. Результаты представлены слева.

Если верить этим прогнозам, то повышение ставки с нулевых уровней должно начаться только в 2016 году (еще 4 года: 2012, 2013, 2014, 2015 !!!). Напомним, что в августе ФРС пообещала держать низкими ставки (на текущем уровне?) до середины 2013 года, а в январе 2012 года удлинила это обещание до конца 2014 года. Если верить графику, заложенному в нем предположению и расчетам, то можно добавить еще один год.

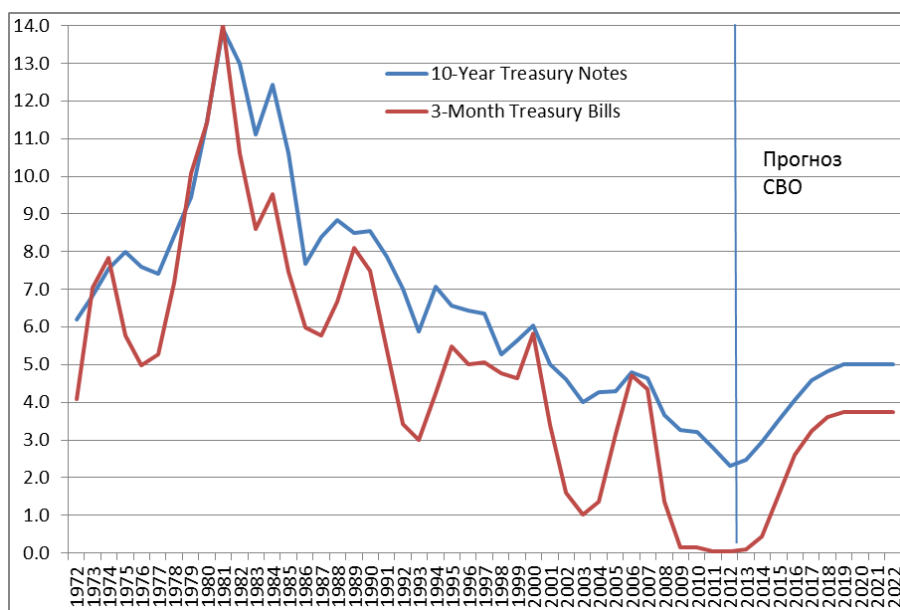
Данная модель прогноза ставок, конечно, чувствительна к предположениям. Американская экономика может удивить. Если безработица будет снижаться лучше ожиданий и (или) резко расти инфляция, то повышение ставок может пройти раньше. Точно также, если экономический рост будет хуже ожиданий, то повышение ставки будет откладываться. Негативный прогноз отчасти заложен из-за влияния сокращений расходов бюджета. К примеру, СВО прогнозирует рост безработицы в 2013 году до 9.1% по сравнению с 8.8% в 2012, похоже, на этом основании.

Выводы:

1. Ставка ФРС останется на нулевом уровне еще около 4-5 лет, дольше обещаний самой ФРС. Это означает, что ставка LIBOR (3-х месячного) будет составлять доли процента этот же срок. Краткосрочные ставки все тесно связаны. Около нулевые краткосрочные долларовые ставки, похоже, надолго.



2. Повышение ставки ФРС должно начаться по мере снижения инфляции ниже уровня в 7%. Текущий уровень безработицы составляет около 8.8%. Слишком быстрое приближение безработицы к условному 7%-му барьеру будет означать сначала выход из QE, затем повышение ставок. Следует следить за безработицей США.
3. Естественный уровень ставки ФРС находится в районе 4%. Выше этого значения – рестриктивная денежная политика, ниже – стимулирующая. Можно ожидать, что долгосрочно ставка ФРС и LIBOR будет ближе к этой величине. Это важно, если есть в планах брать долгосрочный долг под плавающую ставку (LIBOR + базисные пункты).
4. Средняя ожидаемая ставка ФРС 2012-2022 (порядка 10 лет) составляет 2%, а прогнозная инфляция Core CPI – 1.7%. Доходность к погашению 10-ти летних облигаций Минфина США составляет сейчас 2%, что дает нулевую премию к предполагаемым формулой ставкам денежного рынка. Эти же 2% дадут небольшую ожидаемую реальную доходность - 0.3% (сверх инфляции).
5. Эти цифры сопоставлять с утверждениями, что на рынке облигаций США надулся «пузырь». Также можно вспомнить фразу Баффета, что гособлигации США сейчас «приносят риск без дохода» (в пику традиционному утверждению про «доход без риска»). Похоже, так и есть. Длинный конец ставок госбумаг действительно рискован.



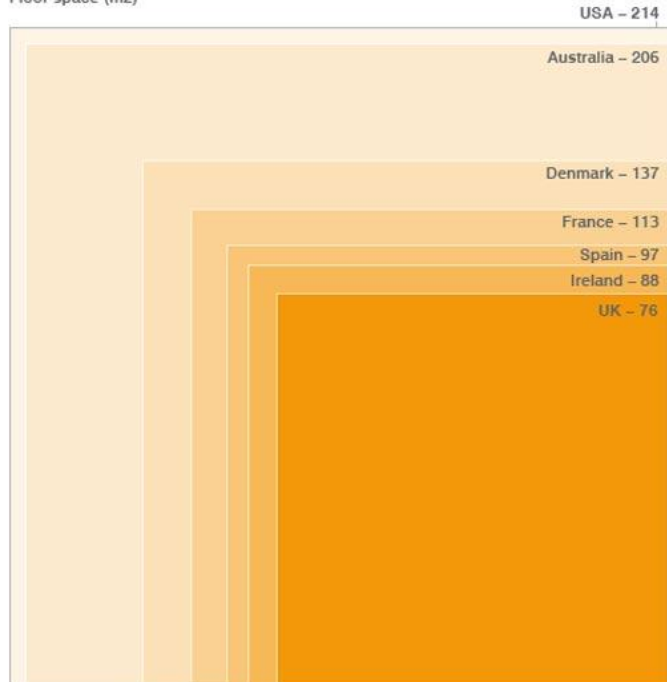
СВО также дает прогноз ставок для 3-месячных векселей и 10-ти летних облигаций на перспективу до 2022 года. График их прогноза представлен слева и также подтверждает, что со временем короткий конец ставок должен приблизиться к 4%, а 10-ти летние облигации должны иметь доходность около 5% (разница в ставках короткого и длинного конца в 1% должна, видимо, отражать историческую «премию за ликвидность»). Расчеты СВО примерно совпадают с нашими.

## Напоследок: про недвижимость в США и РФ:

Медианная стоимость нового дома в США сейчас составляет порядка 220 тыс. долларов. Средний размер дома – 200 кв. метров. (<http://www.census.gov/const/C25Ann/sfttotalmedavgsqft.pdf>, учтите, что 1 кв. метр = 10.76 кв. футов). Типичный новый дом будет иметь три или более санузла, три спальни (не считая гостиной), три парковочных места, оборудованную кухню. Порядка 90% домов продается с кондиционированием. Цена включает в себя участок земли размером порядка 15 соток, очевидно, все коммуникации, асфальтированный подъезд. Нетрудно подсчитать, что стоимость квадратного метра составляет

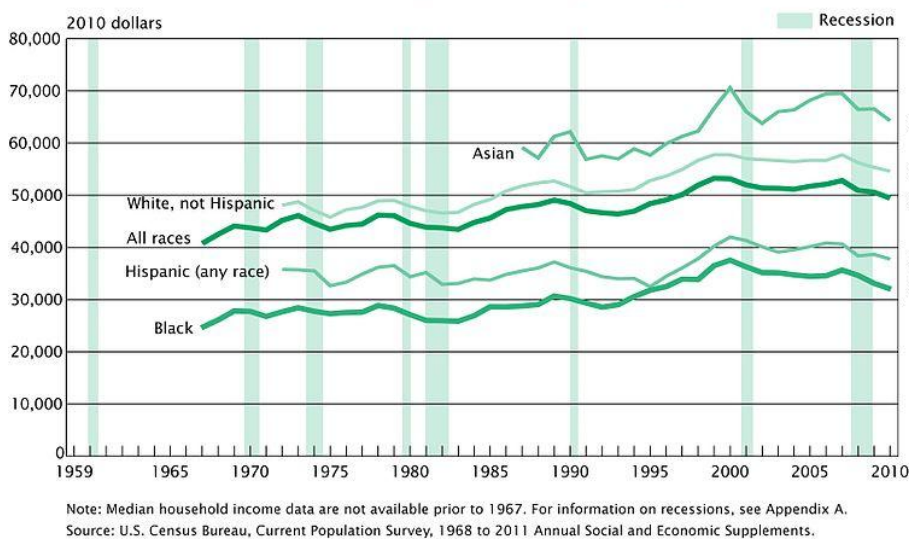
немногом больше \$1.1 тыс. и, как показывают данные, она продолжает сползать вниз после пузыря. Конечно, дома в США более «фанерные», чем российские, нуждаются в меньшем фундаменте, но все же...

Floor space (m2)



Медиана, напомним, это мера, разделяющая 50% на 50% наблюдений, то есть случайный дом с вероятностью 0.5 может оказаться либо выше, либо ниже этой цены. Есть еще одна мера – средняя, но она будет выше, чем медиана за счет влияния очень дорогих домов, поэтому мы предпочитаем медиану. В США строят очень большие дома по сравнению с другими развитыми странами (см. графику, данные [http://news.bbc.co.uk/2/hi/uk\\_news/magazine/8201900.stm](http://news.bbc.co.uk/2/hi/uk_news/magazine/8201900.stm)). Мы оперируем понятием медианный доход члена семьи, который нуждается в пояснении. Он предполагает все доходы, включая пособия по безработице, инвестиционные доходы и прочего всей семьи деленный на количество членов в семье. Американский медианный доход в \$50 тыс. близок к ВВП на душу населения (ВВП \$15 трлн., население 300+ млн. человек, что дает как раз около \$50 тыс.). Теперь можно перейти к расчету коэффициента доступности жилья. Мы поделили медианную стоимость нового дома на медианный (годовой) доход, что дало число 4.4. Это значение несколько

Real Median Household Income by Race and Hispanic Origin: 1967 to 2010



выше, чем было исторически (3.5-4), но ниже чем 5.5 на максимумах. Если учесть, что в средней семье 3 человека, мы получим, что типичный дом примерно в 1.5 раза превышает типичный годовой доход семьи.

Можно проделать подобный же фокус с российскими доходами. Так, ВВП РФ в 2011 году был 54 трлн. рублей. В стране 141 млн. живущих, что дает 383 тыс. рублей в год (ВВП на душу, или ~\$13 тыс. по номинальному курсу).

Если поделить это на 12, мы получим 31.9 тыс. рублей в месяц. Цифра не совсем сопоставимая с американским медианным доходом члена семьи, но близкая по смыслу. Можно учесть, что в структуре ВВП США чистый импорт, у России чистый экспорт, не сопоставимы медианы и средние, но мы хотим сравнить хотя бы грубо. Мы будем использовать цифру среднего располагаемого дохода (Росстат) за 2011 год в 21 тыс. рублей. Доход семьи в 3 человека по 21 тыс. за 12 месяцев даст 756 тыс. рублей в год. Средняя квартира в 60 квадратных метров по цене 44 тыс. за кв. м. (Росстат, новое жилье) стоит 2.640 млн., что превышает совокупный доход семьи в 3.5 раза. Для США, напомним, цифра была около 1.5. Цифры не сопоставимы, но не так кардинально, как может показаться. При использовании в качестве дохода среднего ВВП 2011 года для семьи из 3 человек мы получим коэффициент 2.3, что все равно значительно выше, чем в США.

Кроме простого любопытства, можно сделать вывод, что жилье в США куда



доступнее, чем в России. Сравнительно – доступность хуже, чем в 2 раза по сравнению с доходами. Нет сомнений, что доступность ипотечного кредита в США выше, ставки (реальные) ниже, жилье качественнее.

Ситуация, видимо, будет исправляться с ростом экономики РФ, когда стоимость жилья будет составлять все меньшую и меньшую стоимость от доходов.

Можно предположить, что цена новой недвижимости продолжит расти с темпами

инфляции, а доходы будут расти с инфляцией и еще реальным ростом, предположим, 3%. Тогда понадобится около 24 лет, чтобы исследуемое соотношение упало в два раза («правило 72»: 72 деленные на 3 процента дает 24 года для удвоения).

Мы ничего особенного не хотели сказать этим пассажем. Просто цифры любопытные, дают частичное понимание, где находится Россия и куда может прийти.

# Конъюнктура рынков

Индекс РТС



Индекс S&P 500



Индекс Shanghai SE Composite



EUROSTOXX 50



Курс RUB/USD



Курс USD/EUR



Курс JPY/EUR



Курс BRL/USD



Нефть Brent, \$/барр.



Золото, \$/Oz



Серебро, \$/Oz



Никель, \$/тонна



ООО УПРАВЛЯЮЩАЯ КОМПАНИЯ «ПАРМА-МЕНЕДЖМЕНТ»

## КОНТАКТЫ:

Россия, 614990, г. Пермь, ул. Орджоникидзе, 15

тел. (342) 210-30-05, факс (342) 210-59-69

[www.p-fondy.ru](http://www.p-fondy.ru)

## КОНТАКТНЫЕ ЛИЦА:

ГЕНЕРАЛЬНЫЙ ДИРЕКТОР

тел. (342) 210-59-91, [edward@pfc.ru](mailto:edward@pfc.ru)

ГЛАВНЫЙ СПЕЦИАЛИСТ ПО РАБОТЕ С VIP-КЛИЕНТАМИ

тел. (342) 257-11-02, [rd@pfc.ru](mailto:rd@pfc.ru)

НАЧАЛЬНИК АНАЛИТИЧЕСКОГО ОТДЕЛА

тел. (342) 210-59-98, [tidivi@pfc.ru](mailto:tidivi@pfc.ru)

Матвеев Эдуард Вениаминович

Рахимов Денис Владимирович

Тимофеев Дмитрий Вячеславович

Лицензия на осуществление деятельности по управлению ценными бумагами за № 059-09779-001000 выдана ФСФР России 21.12.2006г. без ограничения срока действия.

Лицензия на осуществление деятельности по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами № 21-000-1-00067 выдана ФСФР России 3.06.2002г. без ограничения срока действия.

## ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ:

Настоящая информация не является рекомендацией по купле и продаже ценных бумаг, составлена на основе публичных источников, признанных надежными, однако ООО УК «Парма-Менеджмент» не несет ответственности за точность приведенных в обзоре данных. Аналитические материалы ООО УК «Парма-Менеджмент» являются внутренними документами компании, а также имеют целью информирование ее клиентов в рамках услуг доверительного управления и паевых инвестиционных фондов. Сотрудники компании, а также сама компания может владеть ценными бумагами, упомянутыми в данном обзоре напрямую или опосредованно, что может быть причиной конфликта интересов. Инвестирование в ценные бумаги сопряжено со значительным риском, и решения об инвестициях должны приниматься инвестором самостоятельно.