



Вкратце:

- Обвал на рынках облигаций пока не остановился, но есть признаки стабилизации и «ловли дна». Американские 10-ки на 2.6%, близки к рекордам.
- Это сказывается на рынках акций, где вчера также были позывы к росту. S&P 500 +1%, STOXX Europe 600 +1.5%, индекс ММВБ +0,6%.



USGG10YR Index (US Generic Govt 10 Year Yield) Graph 467 Daily 18FEB2012-18FEB2 Copyright© 2013 Bloomberg Finance L.P. 26-Jun-2013 08:50:33

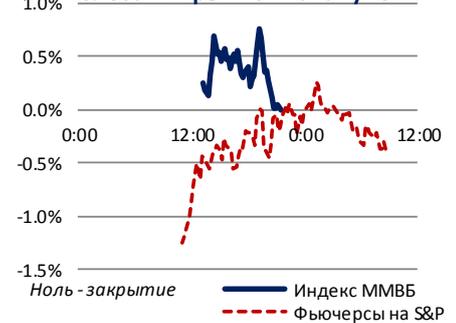
Ликвидные акции на ММВБ

Ростел -ап (71.86)	3.1%
ФСК ЕЭС ао (0.10512)	3.1%
Татнфт Зап (95.7)	2.5%
ГМКНорНик (4595)	2.1%
Транснф ап (71500)	1.9%
Роснефть (231.26)	1.9%
ММК (7.526)	1.7%
ВТБ ао (0.04788)	1.7%
Аэрофлот (54.24)	1.6%
ЛУКОЙЛ (1815.4)	1.5%
Татнфт Зао (186.6)	1.3%
ГАЗПРОМ ао (108.56)	1.2%
Газпрнефть (116)	0.9%
Сургнфгз (24.901)	0.8%
Сбербанк (89.57)	0.8%
СевСт-ао (210.5)	0.7%
МТС-ао (250.4)	0.7%
РусГидро (0.4953)	0.7%
Сургнфгз-п (20)	0.5%
Сбербанк-п (68.05)	0.0%
Уркалий-ао (222)	-0.2%
Ростел -ао (88.8)	-0.2%
ПолусЗолот (826.7)	-0.3%
Система ао (27.007)	-0.4%
ОГК-5 ао (1.2891)	-1.6%
Новатэк ао (342.3)	-1.9%
Магнит ао (6961)	-3.6%

Разное:

- График иллюстрирует кризис ликвидности, случившийся в Китае в июне. Причины случившегося не слишком очевидны. Похоже, что беспокойство по поводу QE tapering привело к оттоку капитала (притом, что в Китае движение капитала сильно ограничено). Это высушило местную ликвидность. Если банки по каким-то причинам коллективно хотят иметь больше ликвидности, ставки взлетают. Тогда от Центробанка требуется предоставить ликвидность, но китайские власти почему-то решили не вмешиваться, после чего ставки взлетели еще выше (см. график Shanghai Interbank Offered O/N Rate Fixing). Сообщается, что ставки overnight РЕПО доходили до 30%. Пик кризиса ликвидности пришелся на 20 июня, после чего китайский центробанк выделил необходимую ликвидность. С 29 мая до минимальных уровней вчера индекс Shanghai Stock Exchange Composite терял до 21%. Вчера днем он провалился на 5%, но затем почти полностью компенсировал обвал (закрытие было минус 0.2%). Похоже, что кризис ликвидности в Китае преодолен, но вопросы о том что случилось остаются.

Колебания рынков накануне





Состояние банковской среды крайне важно. Подобные события вполне могут запустить рецессию. При этом Китай оказывает решающее влияние на товарные рынки. Вчера цены фьючерсов на медь приблизились к минимумам за последние три года.



- S&P понизило инвестрейтинг НЛМК до "мусорного" уровня BB+ с BBV-. Основанием называют недозагруженность металлургических комбинатов в мире и, особенно в Европе, снижение цен на руду. Интересно, что Morgan Stanley только что рекомендовал покупать акции НЛМК из-за низкого размера долга, который составляет 1/3 от среднего значения конкурентов.
- Дадим несколько скриншотов Блумберг с майским консенсус-прогнозом по экономике РФ (июньский консенсус должен быть опубликован на днях). Инфляция по итогам 2013 года ожидалась в среднем на 5.7%, т.е. в целевом диапазоне правительства и

центробанка РФ 5-6%. Напомним, что пока значение инфляции находится на 7.4% (май-май).

<HELP> for explanation.
<Menu> to Return

95) Chart		96) Histogram		Page 1/2 Economic Forecasts: Contributors						
Russia		Consumer Prices (YoY%)		Yearly Quarterly						
20) Q1 13 Actual		7.13		21) Q1 13 Forecast 7.10						
Median		Q2 13	Q3 13	Q4 13	Q1 14	Q2 14	Q3 14	Q4 14	Q1 15	
Mean		6.80	6.05	5.70	5.20	5.00	5.10	5.20	-	
Bloomberg Weighted Average		6.76	5.96	5.67	5.43	5.21	5.19	5.20	-	
High		6.94	6.00	5.63	5.42	5.20	5.18	5.20	-	
Low		7.00	6.60	6.50	6.50	6.30	6.10	5.20	-	
May Survey		6.40	5.10	5.00	4.80	4.80	4.50	5.20	-	
Apr. Survey		6.80	6.10	5.70	5.30	5.00	5.10	-	-	
		6.70	6.10	5.80	5.70	5.30	5.20	-	-	
Contributors (13)	As of ↓	Q2 13	Q3 13	Q4 13	Q1 14	Q2 14	Q3 14	Q4 14	Q1 15	
1) Barclays	06/21	7.00	6.20	5.80	-	-	-	-	-	
2) JPMorgan Chase	06/21	7.00	-	5.20	-	5.10	-	-	-	
3) Morgan Stanley	06/19	7.00	6.10	5.50	5.20	5.00	5.10	5.20	-	
4) VTB Capital	06/03	6.70	5.30	5.40	5.20	-	-	-	-	
5) Bank Gospodarki Zywnosciowe	05/30	6.50	6.20	5.80	-	-	-	-	-	
6) Bank of America Merrill Lynch	05/30	6.50	5.10	5.00	4.80	4.80	4.50	-	-	
7) Capital Economics	05/30	6.80	6.30	5.80	5.50	5.00	5.00	-	-	
8) Danske Bank	05/30	6.80	5.50	5.50	5.10	4.90	5.20	-	-	
9) HSBC Holdings	05/30	6.70	6.00	5.70	5.20	5.00	5.00	-	-	
10) ING Group	05/30	6.40	5.80	5.70	-	-	-	-	-	
11) Petrocommerce Bank	05/30	6.80	6.60	6.50	6.50	6.30	6.10	-	-	

Консенсус ожидает экономический рост в 2013 году на уровне 2.8% с ускорением до 3.4-3.5% в последующие два года. Инфляция ожидается в 2014 г. на уровне ~5.5% и в 2015 г. на 5.3%, так что аналитики не верят, что ЦБ РФ доведет показатель до целевых 4%.

Ставка Центробанка ожидается, что снизится примерно на 50 б.п. до конца года. (Набиуллина говорила, что снижение может быть осенью).

<HELP> for explanation.
#<Go> for Details

96) Chart		97) Set as Default View		Economic Forecasts						
Country/Region/World		Contributor		Contributor Composite		Yearly Quarterly				
Russia		Private		Official		Actual / Forecasts				
Country	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Economic Activity										
1) Real GDP (YoY%)	8.20	8.50	5.20	-7.80	4.50	4.30	3.40	2.80	3.50	3.40
2) CPI (YoY%)	9.69	9.00	14.09	11.72	6.88	8.48	5.07	6.45	5.55	5.30
3) Unemployment (%)	7.16	6.13	6.36	8.38	7.48	6.63	5.45	5.80	5.65	-
External Balance										
4) Curr. Acct. (% of GDP)	9.50	5.91	6.17	3.88	4.63	5.32	3.64	2.75	1.30	0.20
Fiscal Balance										
5) Budget (% of GDP)	7.41	5.40	4.13	-5.98	-3.91	0.47	-0.24	-0.60	-0.50	-0.10
Interest Rates										
6) Central Bank Rate (%)	11.00	10.00	13.00	8.75	7.75	8.00	8.25	7.63	-	-
7) 3-Month Rate (%)	5.80	6.71	21.80	7.05	4.06	7.22	7.47	-	-	-
8) 2-Year Note (%)	-	6.00	11.72	8.21	6.25	7.03	6.19	-	-	-
9) 10-Year Note (%)	-	6.35	9.26	9.08	7.94	8.50	6.89	-	-	-
Exchange Rates										
10) USDRUB	26.33	24.60	29.40	30.04	30.54	32.14	30.53	31.96	31.88	32.39

Прогнозы курса рубля к доллару по итогам 2013 г. находятся от 30.5 до 34. Но эти оценки пока не включают в себя провал курса, случившийся в последние пару недель, после которого степень пессимизма должна

возрасти. Например, ING ставит прогноз курса в 3-м квартале на уровне 34.2/\$, а в мае он давал оценку на 32.18/\$. Причиной пересмотра называют более жёсткую денежную политику в США и предвидят «циклическое ралли доллара», которого не было видно с конца 1990-х.

Мы ожидаем курс в диапазоне 31-32/\$ снижение примерно на 1 руб. по сравнению с текущим 32.85/\$.

Местное:

- **«Еврохим»** (подконтрольный миллиардеру А.Мельниченко) **обещает ускорить калийный проект**, чтобы обогнать ВНР (проект Jansen в Канаде) и «Уралкалий» (проект Усть-Яйва уже строится, но есть Половодовский участок). По словам главы компании Д.Стержнева ожидается запустить проект на 1-2 года раньше, что «может заставить конкурентов «Еврохима» отказаться от своих проектов из-за угрозы перепроизводства» (как пишет Блумберг). За 10 лет проекта «Еврохим» хочет довести объем производства с нуля до 8 млн. тонн (примерно столько сейчас производит объединенный с «Сильвинитом» «Уралкалий», имея недозагруженные мощности в ~11 млн. тонн в год).

«Уралкалий» раньше заявлял, что освоение Половодовского участка будет отложено, если ВНР продолжит разработку проекта Jansen. А Усть-Яйва, где в этом году должна начаться зарезка двух стволов (после замораживания почвы) должен заработать в 2020 году с проектной мощностью 2.8 млн. тонн готовой продукции.



Компания ВНР Billiton пока не определилась, что делать со своим проектом и называет его «возможностью». Если проект будет реализован, он ломает сложившуюся дуополию (Canpotex + БКК).

Наш взгляд:

-
- Существующие на рынке игроки – канадцы и производители б.СССР допустили стратегическую ошибку. В период рынка продавца (2006-2008 гг.) они так сильно задрали цены, что это привлекло в отрасль новых игроков. Лучшая защита от высоких цен – высокие цены, прибыльность привлекает. Урвав сверхприбыль за пару-тройку лет, производители испортили себе долгосрочную перспективу.
 - Шахты работают очень долго, порядка 70 лет. Запущенные мощности еще не скоро будут выбывать. Многие новые игроки заметно потратились (тот же BHP потратил на Jansen больше \$1 млрд.). Наличие таких «безвозвратных» расходов (sunk costs) может заставить некоторых игроков продолжить реализовывать проект, даже если цены на калий снизятся.
 - В экономике есть теория «состязательных рынков» (contestable markets), описывающих сложившуюся ситуацию. Одно из его положений (основанных на теории игр) говорит, что существующие игроки должны удерживать цены сбыта невысокими, даже если могут воспользоваться своим монопольным статусом. Такие цены выступают барьером, чтобы не привлекать внешних игроков и не обострять конкуренцию. Именно это и случилось с калийной отраслью.
 - Другое дело, что Canpotex и БКК не могли достичь координации в установлении цен, и рынок складывался стихийно. Расчеты NPV показывают, что новые мощности обеспечат нужную отдачу на капитал при ценах от \$400 до \$500 за тонну. В настоящее время цены держатся на \$400 и до сих пор выглядят привлекательным. Правильным кажется держать цены на уровнях \$300+, что создает отрицательный IRR для новых шахт, но дает достаточную прибыль при текущем уровне издержек порядка \$200/тонну (с транспортом).
 - Пороговые цены можно прикинуть по формуле. Стандартный рудник стоит \$2.5 млрд. за 2 млн. тонн в год, то есть \$1250 на тонну. Типичный «пороговый WACC» (hardle rate) составляет порядка 10%. Соответственно с тонны продаваемых удобрений нужно зарабатывать в год около 10%, т.е. \$125 посленалоговой прибыли. Издержки условно примем за \$200/тонну (производство + транспорт), также следует добавить налог на прибыль, что доведет необходимую цену продажи до $\$200 + \$125 / (1 - 15.5\%) \approx \350 .
 - Наблюдаемые цены пока выше. «Уралкалий» и Potash Corp держат недозагруженным производство, пытаются удерживать цены на уровнях \$400+, и тем самым, возможно, портят себе будущее.

Кроме названных здесь игроков строительство новых рудников и расширение мощностей ведет Белоруссия. Есть «Акрон», планирующий запуск в 2016-2018 гг. в Пермском крае.

Анализ и свод мнений на русском языке дополнительно можно посмотреть тут <http://h.ua/story/378338/>.

- Ставки по банковским депозитам продолжают устойчиво падать. По данным ЦБ, на вторую декаду июня максимальная ставка по депозитам составила 9,31% - минимум за последние 1,5 года. Распространено мнение, что падение ставок вызвано ослаблением спроса на кредиты. На наш взгляд, падение депозитных ставок – это «нормальная» реакция на фоне падения инфляции.



Конъюнктура:

Индекс РТС



S&P 500



Shanghai SE Composite



EURO STOXX 600



Курс USDRUB



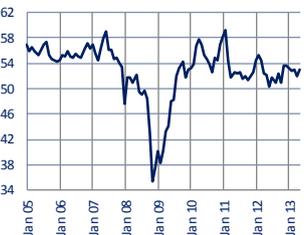
Курс EURUSD



Курс USDJPY



JPM Global Composite PMI SA



Нефть Brent, \$/барр.



Золото, \$/Oz



Доходность рубл.облиг. РФ, ср.взвеш., % Никель, \$/тонна



ММВБ, корп. облигации, ср.взв.цена



Moody's Bond Indices Corporate BAA



Ставки денежного рынка в РФ



Кривая доходности в США



ООО Управляющая компания «Парма-Менеджмент»

Россия, 614000, г. Пермь, ул. Монастырская, 15
тел. (342) 210-30-05, факс (342) 210-59-69
www.p-fondy.ru

КОНТАКТНЫЕ ЛИЦА

Чечулин Михаил Павлович
Генеральный директор
тел. (342) 210-59-91, cmp@pfc.ru

Тимофеев Дмитрий Вячеславович
Начальник аналитического отдела
тел. (342) 210-59-98, tidivi@pfc.ru

Рахимов Денис Владимирович
Главный специалист по работе с VIP-клиентами
тел. (342) 257-11-02, rd@pfc.ru

Вельяминова Катерина Сергеевна
Главный специалист по работе с VIP-клиентами
тел. (342) 210-30-01, 293-36-31, velyaminova@pfc.ru

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.