



◀ **Вадим КОТИКОВ,**
СФА, главный аналитик
департамента управления
активами, УК «УРАЛСИБ»

Ажиотажа не будет. Ажиотажа нет

Нынешняя ситуация на биржевом рынке цветных металлов (за исключением меди) является достаточно плачевной для производителей. Виной тому шаткое положение глобальной экономики, которая, несмотря на массивное печатание денег в США, по-прежнему балансирует на грани дефляционного коллапса. В условиях, когда глобальный экономический рост приближается к нулю, а инфляция в крупнейшей экономике мира достигла минимума за последние полвека (не считая кризиса 2008–2009 годов), неудивительно, что инвесторы слабо интересуются сырьевыми товарами в целом и металлами в частности.

При этом замедление спроса накладывает на гораздо более активный рост предложения, объясняющийся как государственной поддержкой металлургической отрасли, прежде всего в Китае, так и высокой инерцией отраслевых инвестиций — ведь многие проекты, начинавшиеся в более благоприятных условиях, уже трудно остановить. Оздоровление металлургической отрасли потребует жесткого сокращения избыточных мощностей, пойти на которое производителей заставит дальнейшее падение цен.

АЛЮМИНИЙ

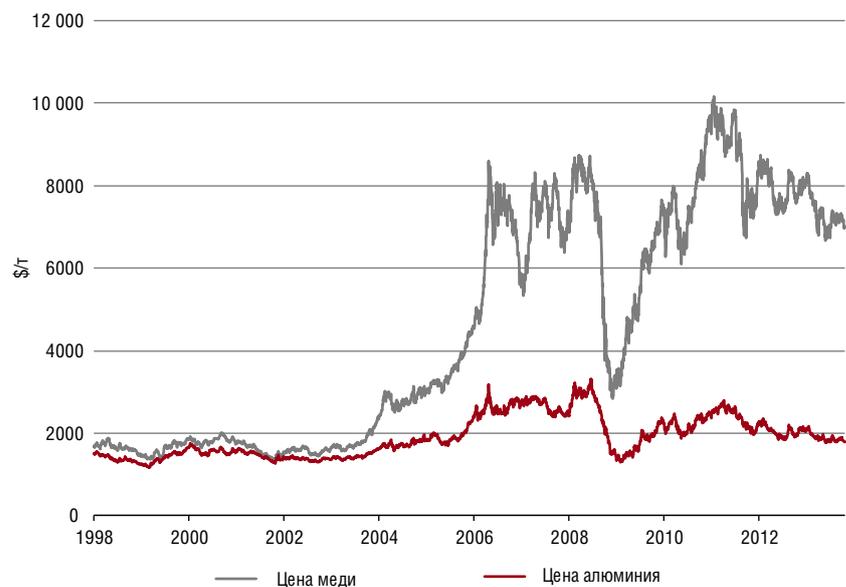
Самая неутешительная ситуация наблюдается в алюминии, хотя, как это ни парадоксально, с точки зрения спроса он находится едва ли не в самом лучшем положении среди всех цветных металлов. Поскольку ценовое соотношение между медью и алюминием за последние 15 лет выросло в четыре раза (еще в 1998 году они стоили почти

одинаково), производители во всех странах активно пытаются замещать медь алюминием. Особенно активно это замещение происходит в производстве промышленных труб и электрических проводов, включая высоковольтные. Востребован алюминий и в автопроме: его содержание в автомобилях сейчас растет примерно на 5% в год, и этот темп роста как минимум сохранится в ближайшие годы, поскольку автопроизводители стремятся уменьшить вес автомобилей в целях экономии топлива. Только в США за счет автопрома спрос на алюминий в ближайшее десятилетие может вырасти на 40% — что уж говорить о Китае, уже потребляющем почти половину мирового алюминия, где за следующее десятилетие продажи автомобилей по прогнозам вырастут на 50%.

Тем не менее за последние два с половиной года цена алюминия упала на 35%. Почти на столько же подешевела и медь, но она, в отличие от алюминия, с 1998-го до

2008 года подорожала в шесть раз, поэтому сейчас медь всего на 20% дешевле докризисного пика, а алюминий — на 50%. Дело в том, что алюминий, в отличие от меди, поразил настоящий кризис перепроизводства. После кризиса 2008 года спрос за пределами Китая упал на 20%, однако глобальное производство не снизилось благодаря падению цен на газ и энергетический уголь (спасибо сланцевой революции в США), сильно удешевившему производство. Ведь для производства алюминия используется больше всего электроэнергии: 15 000 кВт/ч на тонну против 6000 кВт/ч для никеля и всего 400 кВт/ч для меди. Помогла и активная государственная поддержка производителей, особенно в Китае, где Управление государственных резервов (SRB) взяло на себя роль «покупателя последней инстанции». Ту же роль после кризиса сыграли и биржи, вследствие чего запасы на Лондонской бирже металлов (LME) за последние шесть лет выросли больше чем в семь раз. Это позволило производителям не только сохранить существующие мощности, но и добавить новые, более эффективные. Одна беда — спрос настолько не вырос. В результате глобальные запасы алюминия в настоящее время составляют около четверти годового производства (для сравнения: в меди эта цифра составляет около 5%).

На этом фоне любопытным явлением стал искусственный ажиотаж вокруг очередей на складах LME. Неискушенному наблюдателю и впрямь может показаться, что физические премии, которые платят сверх цены LME те, кто желает забрать металл со складов, свидетельствуют о высоком спросе. Действительно, если очереди на вывоз алюминия на крупнейших складах LME в Детройте (США) и Влиссингине (Нидерланды) составляют сотни дней, а потребители готовы платить больше \$200 за тонну сверх цены LME, разве это не говорит о дефиците? Возникла даже версия о заговоре владельцев складов, среди которых крупнейшие инвестиционные банки, такие как Goldman Sachs, с целью создания искусственного дефицита. По мнению некоторых наблюдателей, банки сами создали очереди, перемещая свой металл со складов LME на внебиржевые склады и мешая тем самым забирать его реальным потребителям. На это банки резонно возражают, что потребители в принципе никогда не покупали и, скорее всего, не будут покупать металл с биржевых складов — в отличие от энергоносителей, в металлах нет централизованного рынка физической поставки, поскольку их транспортировка существенно



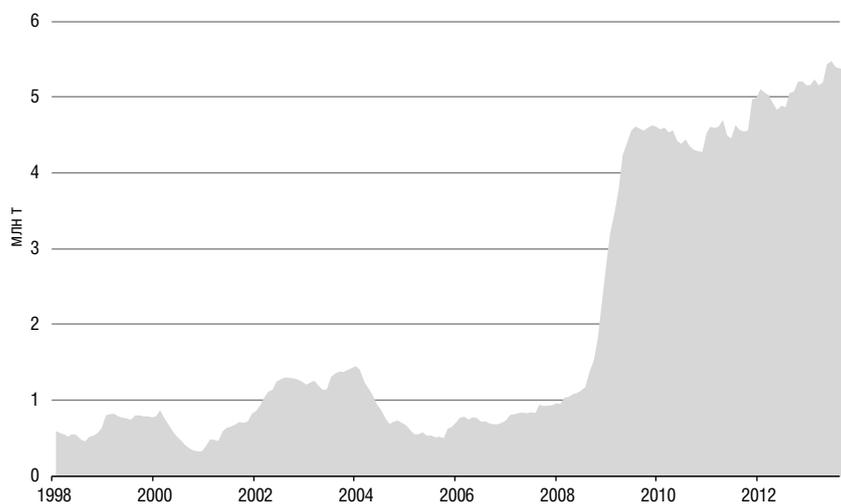
Источник: Bloomberg

Рисунок 1
Цена меди и алюминия
(1998–2013)

дороже хранения (в нефти и газе — наоборот). Тем не менее беспокойство производителей по поводу реформы LME, которая призвана сократить очереди до 50 дней и таким образом снизить премии, понятно. Из-за реформы LME выручка складов в результате уменьшения объема складированного металла упадет и склады лишатся возможности привлекать производителей хорошими условиями, в том числе премиями. Иными словами, склады перестанут составлять конкуренцию потребителям. В условиях же слабого рынка это позволит потребителям добиваться дальнейшего снижения цен.

Об отсутствии ажиотажного спроса в алюминии свидетельствует и фьючерсная кривая в виде крутого конганго, то есть цены дальних фьючерсов выше спота и ближних цен. Если бы спрос на физический металл действительно был высок, ближайшие фьючерсы и спот были бы существенно дороже дальних. Во многом благодаря

Рисунок 2
Запасы алюминия
на LME



Источник: Bloomberg

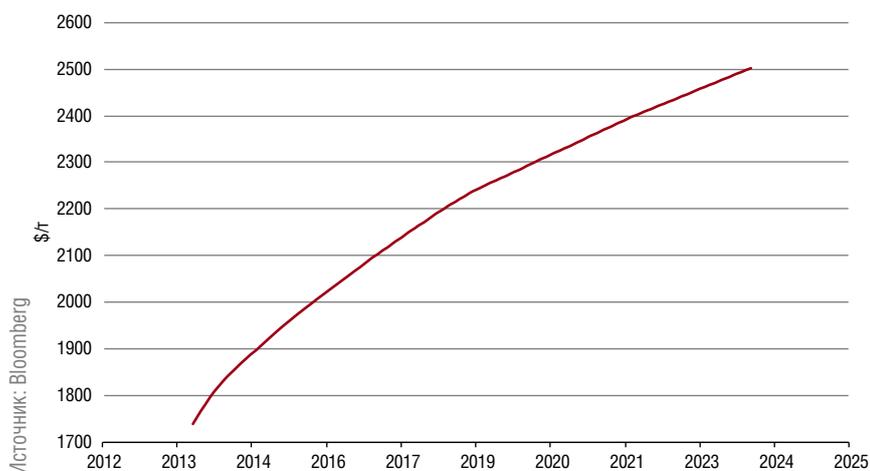


Рисунок 3
Форвардная кривая алюминия

контанго запасы алюминия пока на рынок не выливаются — покупая физический металл и продавая более дорогой фьючерс, спекулянты достаточно неплохо зарабатывают на разнице даже за вычетом стоимости хранения и процентов, главным образом за счет низких процентных ставок. Если ставки будут расти, а контанго в алюминии не станет при этом более крутым, возможность заработка пропадет и спекулянты начнут ликвидировать позиции в физическом алюминии, что грозит обвалом цен.

НИКЕЛЬ

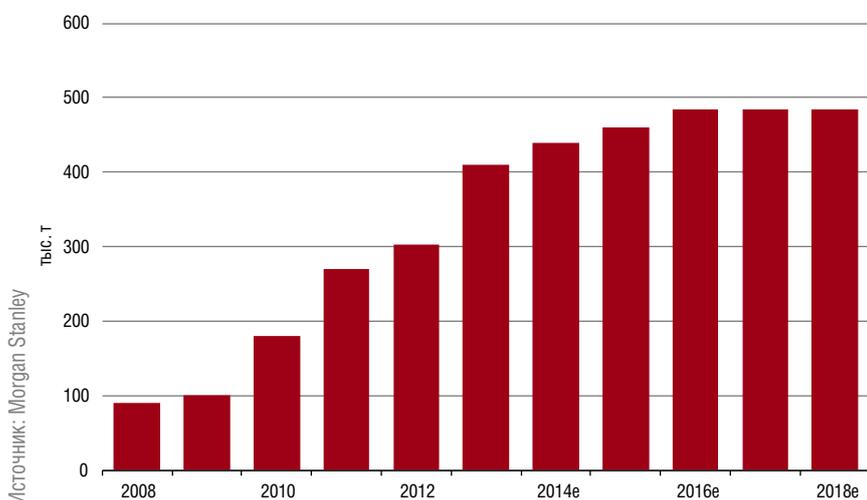
Перспективы никеля тоже не назовешь радужными — здесь также присутствует избыток предложения, связанный со слабым спросом на нержавеющую сталь, на производство которой уходит около 65% всего производимого никеля. Однако есть и еще одна специфическая причина, связанная с изобретательностью китайских производителей. Еще в 2005 году китайские умельцы начали делать так называемый никелевый чугунок (nickel pig iron — NPI)

из смеси дешевой и бедной индонезийской никелевой руды, в которой всего 2% никеля и которая поэтому не подходит для производства рафинированного никеля, но зато содержит почти 50% железа. Производят никелевый чугунок почти тем же способом, каким выплавляют обычный чугунок, — в электрической печи. Итоговый продукт — обычный чугунок, только с очень высоким содержанием никеля — от 8% до 15%. Для китайских производителей нержавеющей стали это просто подарок: за единицу никеля в NPI они платят производителям NPI чуть дешевле, чем производителям рафинированного металла, зато собственно чугунок, то есть железная составляющая, с которой все равно приходится смешивать никель для изготовления нержавеющей стали, им достается фактически бесплатно. Особенно они оценили этот подарок, когда в 2007 году цена никеля превысила \$50 за тонну, за пять лет увеличившись в восемь раз. Во многом именно благодаря быстрому росту производства NPI с 2008 года производство никелевого чугуна выросло более чем в четыре раза, до 400 тыс. тонн и теперь составляет почти четверть мирового производства никеля. Цены на рафинированный никель обвалились за последние пять лет на 70% — до текущих \$13.

Еще недавно аналитики инвестиционных банков прогнозировали, что в долгосрочной перспективе цена никеля не упадет ниже \$15. Однако они не могли предположить, насколько быстро будет падать себестоимость никеля в никелевом чугуне на новых заводах в Китае, и опять-таки благодаря очередному усовершенствованию. Этим усовершенствованием стали печи новой конструкции — так называемые карусельные электропечи (rotary kiln electric furnaces — RKEF), потребляющие на 40% меньше электроэнергии, чем их предшественники. Себестоимость произведенного на них NPI в пересчете на тонну содержащегося никеля составляет менее \$12 за тонну, а производится с их помощью уже более 50% всего выплавляемого в Китае NPI. Таким образом, как минимум половина китайских производителей NPI вполне могут существовать при текущих ценах. В маловероятном случае значительного роста цен на никель производители никелевого чугуна тут же будут в состоянии завалить мир дешевым металлом. Поэтому сильно подняться над текущим уровнем ценам на никель вряд ли удастся.

Еще одно усовершенствование, которое будет способствовать избыточному пред-

Рисунок 4
Производство никелевого чугуна в Китае



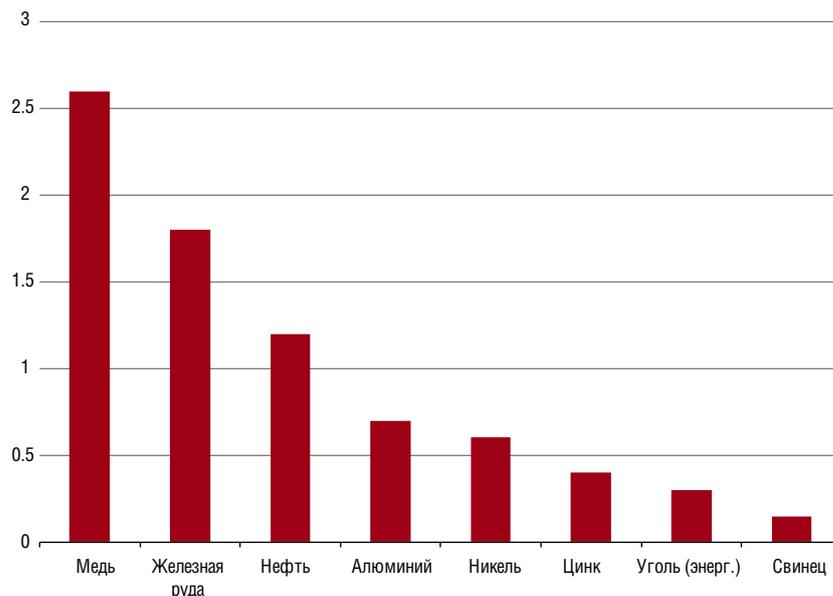
ложению никеля в ближайшей перспективе, — это внедрение технологии автоклавного выщелачивания (HPAL) для переработки латеритных никелевых руд, в которую мировые горнорудные гиганты (в том числе Vale) вложили миллиарды долларов. Пока ее нельзя назвать слишком успешной, так как крупнейшие проекты (Амбатовы на Мадагаскаре, Раму на Папуа—Новой Гвинее) из-за технологических проблем пока не вышли и на 50-процентную мощность. Но можно быть уверенным: чтобы хоть как-то отбить гигантские инвестиции, их владельцы будут стремиться нарастить объемы производства любой ценой.

Единственный фактор, который может поддержать никель, — запрет на экспорт никелевой руды из Индонезии с 2014 года, из которой и делается большая часть NPI в Китае. Однако мало кто ожидает, что он будет действовать в полную силу, ведь ограничение экспорта для Индонезии — не самоцель. Правительство просто хочет поощрять переработку и создание высокой добавленной стоимости. В долгосрочной перспективе это может привести к созданию в Индонезии заводов NPI, по крайней мере, о таких планах уже объявили около дюжины китайских компаний.

МЕДЬ

Медь — пожалуй, один из немногих цветных металлов, чье будущее не столь печально. Основная причина в том, что меди, в отличие от никеля и алюминия, больше не становится просто потому, что ее ресурсы достаточно ограничены. Если в алюминии пока нет дефицита бокситов, а ресурсную базу никеля существенно пополнили латеритные месторождения, из руды которых делается никелевый чугун, то ресурсная база меди последовательно ухудшается. За последние 30 лет среднее содержание меди в руде упало примерно на 30%, до 0.6%. Кое-где еще сохранились богатые месторождения с содержанием 3%, например в Конго, но политическая ситуация в этих странах, как правило, очень нестабильна и отпугивает потенциальных инвесторов.

Ключевой драйвер цен на медь — спрос в Китае, который потребляет почти половину мировой меди. По данным CRU, инвестиции Китая в строительство электрических сетей в первом полугодии 2013 года выросли на 20%. Поскольку около 50% всей потребляемой в Китае меди идет именно на строительство энергосетей, это означает, что общий рост потребления в Китае в этом году составит не менее 10%.



Источник: Morgan Stanley

При этом эксперимент с заменой меди на алюминий нельзя признать удачным. Этим летом в целом ряде регионов возникли проблемы с трансформаторами, в которых медь была заменена на алюминий. Косвенно значительный спрос со стороны Китая подтверждается и существенным падением биржевых запасов меди в стране, которые с начала года снизились на 500 тыс. тонн. Это контрастирует с ожиданиями рынка относительно существенного глобального профицита меди — в первом полугодии он составил всего 18 тыс. тонн против ожидавшихся по году 200–250 тыс. тонн.

В то же время значительным риском для цен на медь является то, что они в настоящее время существенно выше себестоимости даже самых неэффективных производителей. При текущей цене в районе \$7 за тонну даже наиболее затратные производители получают прибыль с одной тонны в размере примерно \$2. Для сравнения: 50% всего мирового алюминия и 40% никеля сейчас производится в убыток. В такой ситуации изготовители меди без колебаний стремятся расширить производство. Так, крупнейший в мире производитель меди — чилийская компания Codelco заявила, что в следующем году ее объемы вырастут на 10%, до 6 млн тонн (примерно 35% мирового производства). Поэтому в долгосрочной перспективе с учетом рисков, стоящих перед глобальной экономикой и перед крупнейшим потребителем меди, Китаем, потенциал снижения цен достаточно велик. Мы полагаем, что при пессимистичном сценарии замедления развивающихся рынков и укрепления доллара цена меди может упасть на 20%, до \$5–6 за тонну. ©

Рисунок 5
Прирост добычи в 2014 году против среднего прироста за 2010-2013 гг.

С 2008 ГОДА
ПРОИЗВОДСТВО
НИКЕЛЕВОГО ЧУГУНА
В КИТАЕ ВЫРОСЛО БОЛЕЕ
ЧЕМ В ЧЕТЫРЕ РАЗА,
ДО 400 ТЫС. ТОНН И
ТЕПЕРЬ СОСТАВЛЯЕТ ПОЧТИ
ЧЕТВЕРТЬ МИРОВОГО
ПРОИЗВОДСТВА НИКЕЛЯ