Виктор БЕЛСКИ,
руководитель аналитического управления по мировым сырьевым рынкам, «ВТБ Капитал»

ПОСЛЕДНИЕ НЕСКОЛЬКО НЕДЕЛЬ СТАЛИ ПЕРИОДОМ ДОСТАТОЧНО ГЛУБОКОЙ КОРРЕКЦИИ НА СЫРЬЕВЫХ РЫНКАХ, СВЯЗАННОЙ С МАСШТАБНОЙ РАСПРОДАЖЕЙ РИСКОВАННЫХ АКТИВОВ, КОТОРАЯ В ПЕРВУЮ ОЧЕРЕДЬ БЫЛА СПРОВОЦИРОВАНА ДОЛГОВЫМИ ПРОБЛЕМАМИ ЕВРОЗОНЫ, А ТАКЖЕ ОПАСЕНИЯМИ ОТНОСИТЕЛЬНО ВОЗМОЖНОГО РЕЗКОГО ЗАМЕДЛЕНИЯ РОСТА КИТАЯ. СВОЮ РОЛЬ СЫГРАЛИ И ТАКИЕ ФАКТОРЫ, КАК «ЗАКРУЧИВАНИЕ ГАЕК» В РЕГУЛИРОВАНИИ БАНКОВСКОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ (ОСОБЕННО В ЧАСТИ КОНТРОЛЯ НАД СОБСТВЕННЫМИ ТОРГОВЫМИ ОПЕРАЦИЯМИ БАНКОВ И ОПЕРАЦИЯМИ С ДЕРИВАТИВАМИ), А ТАКЖЕ ВОЗМОЖНОСТЬ ВВЕДЕНИЯ ГЛОБАЛЬНОГО БАНКОВСКОГО НАЛОГА И ПОПЫТКИ УЖЕСТОЧИТЬ РЕГУЛИРОВАНИЕ СЫРЬЕВЫХ РЫНКОВ ПУТЕМ УСТАНОВЛЕНИЯ ЛИМИТОВ НА ОБЪЕМ ОПЕРАЦИЙ. ЭТОТ КОКТЕЙЛЬ НЕГАТИВНЫХ ФАКТОРОВ ВЫЗВАЛ РЕЗКИЙ ВИТОК РАСПРОДАЖ СПЕКУЛЯТИВНЫМИ ИГРОКАМИ.

Возвращение к СУПЕРЦИКЛУ

С учетом глубокого провала рынка в период недавнего мирового финансового кризиса текущая коррекция стала шестой за последние четыре года (если брать в расчет падение цен как минимум на 15–20% по индексу базовых металлов LMEX). В основе каждой из них лежали схожие и носившие краткосрочный характер опасения, которые (зачастую очень быстро) вновь уступали место позитивным фундаментальным факторам. Не стоит ожидать повторения подобного сценария и в этот раз.

Мы по-прежнему оптимистично оцениваем перспективы роста цен на сырье, учитывая стабильное повышение спроса, наблюдающееся последние 12–18 месяцев на фоне урбанизации и индустриализации в Китае и на других развивающихся рынках, что позволяет нам вновь говорить о таком феномене, как сырьевой суперцикл. Мы определяем сырьевой суперцикл как продолжительный период устойчивого роста реальных цен, занимающий, как правило, 20–30 лет (см. Рис. 2). По нашим оценкам, началом нынешнего суперцикла можно считать 2003 год, а до его конца остается еще как минимум 10–15 лет. На наш взгляд, он станет самым значительным за всю историю, чему мы видим несколько причин.

Во-первых, население Китая и других развивающихся рынков, рост спроса со стороны которых лежит в основе текущего сырьевого суперцикла, составляет около 3.5 млрд человек, в десять раз превышая население Европы и Японии, которые явились основными двигателями предыдущего суперцикла 50–60-х годов XX века.

Во-вторых, будущий рост предложе-

Рисунок 1
За последние четыре года индекс LMEX пережил шесть коррекций (по меньшей мере на 15–20% каждая)

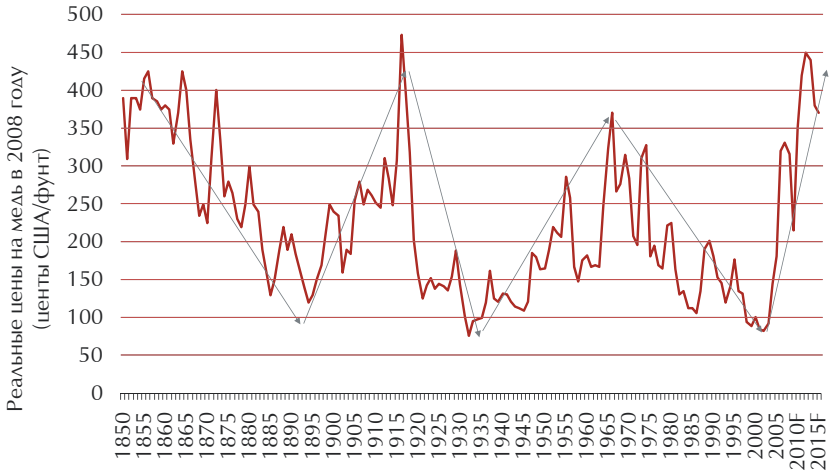
Источники: Reuters, «ВТБ Капитал»

ния сырья будет все больше сдерживаться нехваткой новых перспективных проектов, большинство из которых при этом расположено в регионах с неразвитой или отсутствующей инфраструктурой, и значительными политическими рисками. С учетом ухудшения качества добываемых ресурсов, роста затрат на их добычу (в особенности расходов, связанных с зашитой окружающей среды, которые в будущем могут превратиться в большую проблему для производителей) и растущей потребности в китайском экспорте долгосрочный прогноз цен на сырье выглядит очень оптимистично.

Третьим фактором роста цен является перемещение значительных объемов инвестиционного капитала на рынки сырья, рассматриваемые в качестве альтернативного класса активов, вложения в который позволяют диверсифицировать инвестиционные портфели, а также в качестве привлекательного как в фундаментальном, так и в техническом плане инструмента для хедж-фондов и прочих спекулятивных инвесторов. Принимая во внимание структурную «слабость» доллара США в среднесрочной перспективе, мы полагаем, что в ближайшие пять-десять лет доходность вложений в сырьевые рынки значительно превысит доходность многих других активов.

Наш инвестиционный тезис прост: мы считаем, что наибольшей привлекательностью обладают те сырьевые товары, в которых особенно нуждается Китай или в отношении которых позиция Китая претерпит серьезные изменения. Китай импортирует 80% всей потребляемой в стране меди, 65% железной руды, 60% никеля и 50% нефти и газа; при этом на него приходится 35–50% мирового спроса на сталь и большинство металлов (Рис. 3). Китай, являвшийся ранее крупным нетто-экспортером коксующегося и энергетического угля, сейчас превратился в их нетто-импортера, что значительно изменило соотношение спроса и предложения на этих рынках (Рис. 4). Мы также позитивно оцениваем перспективы рынков платины и палладия (используемых в производстве автомобильных каталитических нейтрализаторов), на которые наблюдается высокий спрос при медленном росте предложения.

Нынешний суперцикл открывает большие возможности перед Россией, являющейся одним из крупнейших поставщиков сырья для Китая и других стран. Ее географическая близость к этим рынкам служит серьезным преимуществом, а роль крупнейшего в мире производителя нефти и газа имеет стратегическое значение. Более того, Россия располагает огромными запасами угля и железной руды и активно их разрабатывает. Россия также является крупнейшим в мире производителем палладия и вторым по величине производителем платины и никеля. На наш взгляд, сочетание этих факторов должно обеспечить России уникальное и чрезвычайно выгодное положение на мировом сырьевом рынке на ближайшие десять лет.



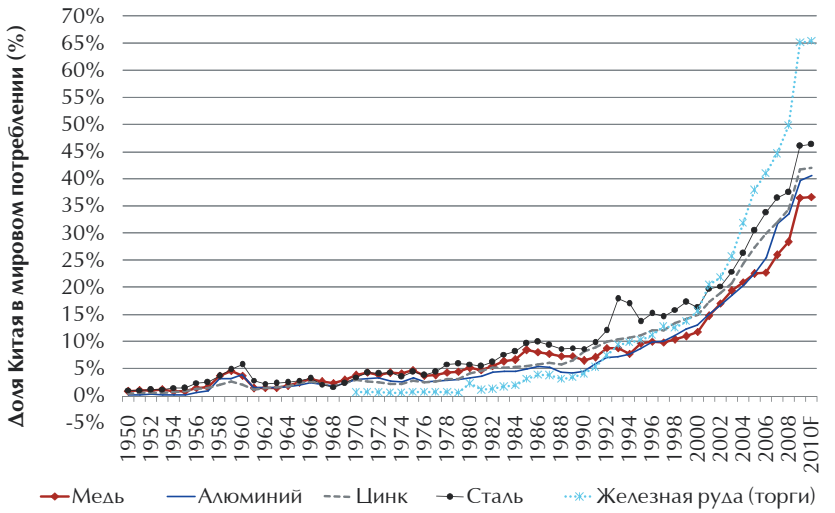
Источники: CRU, «ВТБ Капитал»

Рисунок 2
С 1850 г. реальные цены на медь прошли через пять суперциклов и сейчас переживают шестой

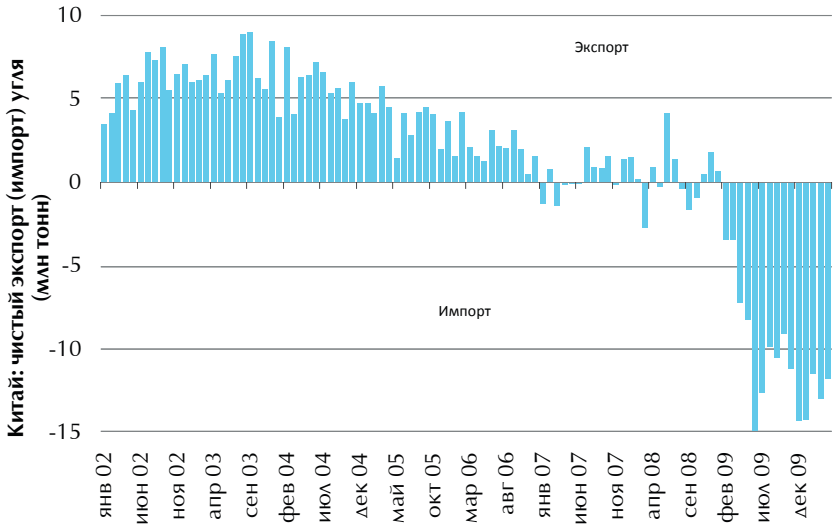
НА НЕФТЯНЫЕ РЫНКИ ВОЗВРАЩАЕТСЯ СТАБИЛЬНОСТЬ

С фундаментальной точки зрения, несмотря на недавнее падение цен с $85 до $65 за баррель и последующее их восстановление до $75 за баррель, в последние шесть месяцев ситуация на рынке сырой нефти в целом остается

Рисунок 3
Доля Китая в мировом потреблении стали и металлов превышает 35%



Источники: CRU, WSA, «ВТБ Капитал»



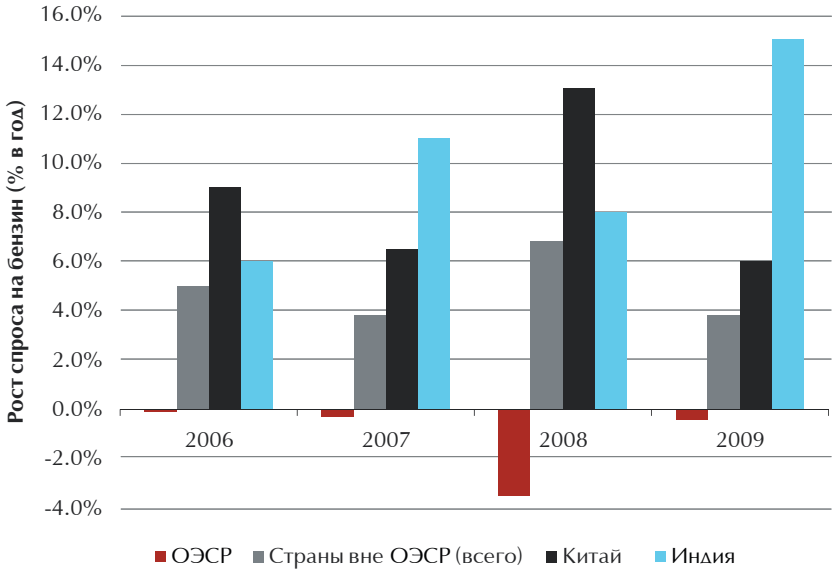
Источники: McCloskey Group, TEX Report, «ВТБ Капитал»

Рисунок 4
За последние два года Китай из крупного нетто-экспортера угля превратился в импортера

неизменной. Постоянно улучшающееся соотношение спроса и предложения поддерживается стабильным наличием больших запасов нефти. При этом важным фактором ценообразования стало усиление регулирования добычи нефти со стороны ОПЕК с целью восстановления рынка после кризиса. Это привело к стабилизации цен, и с конца третьего квартала 2009 года нефть марки WTI в основном торгуется в диапазоне $70–85 за баррель. Несмотря на недавние колебания, мы по-прежнему ожидаем, что в 2010 году цена на нефть марки Brent в среднем останется на уровне $85 за баррель, а в 2011 году достигнет $100 за баррель.

Прогнозы спроса на нефть медленно, но неуклонно улучшаются, и мы ожидаем, что в 2010 году мировой уровень спроса составит 87 млн баррелей в день, что соответствует росту на 2.4% по сравнению с прошлым годом. Лидирующие позиции с точки зрения динамики спроса занимают страны, не входящие в ОЭСР, такие как Китай и Индия, где в прошлом году потребление бензина увеличилось на 6% и 15% соответственно. В 2008 году спрос в Китае и Индии повысился на 13% и 8% (Рис. 5). Мы полагаем, что в этом году показатели роста в Китае будут еще значительнее, учитывая резкое увеличение продаж автомобилей (+77% год к году в первом квартале 2010 года) в связи с продлением и расширением правительственной программы стимулирования продаж. В то же время, согласно последним данным Минэнерго США, спрос на дистилляты в США по итогам последней отчетной недели вырос на 15.8% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года, а спрос на бензин повысился на 1.2%. Таким образом, спрос на нефтепродукты в целом увеличился на 6.9% год к году. Без сомнения, это очень позитивный факт, если принять во внимание медленное, но устойчивое снижение запасов бензина в США на протяжении последних четырех месяцев (-5%) и рост продаж грузовых автомобилей, обусловленный увеличением объемов перевозок. Продажи грузовых автомобилей выросли на 15–20% по сравнению с прошлым годом при существующей нехватке грузового транспорта в некоторых регионах. При этом цены на дизельное топливо в США за последние 12 месяцев выросли примерно на 75% (Рис. 6) до самого высокого уровня за всю историю (за исключением 2008 года, когда цены подскочили почти до $5 за галлон). Мы полагаем, что все это свидетельствует в пользу роста цен на нефть во второй половине 2010 года после периода консолидации, ожидаемого в краткосрочной перспективе.

Рисунок 5
Спрос на бензин: страны, входящие и не входящие в ОЭСР



Источники: IEA, «ВТБ Капитал»

ОПЕК ВОЗВРАЩАЕТ СЕБЕ РОЛЬ КОМПЕНСИРУЮЩЕГО ПРОИЗВОДИТЕЛЯ

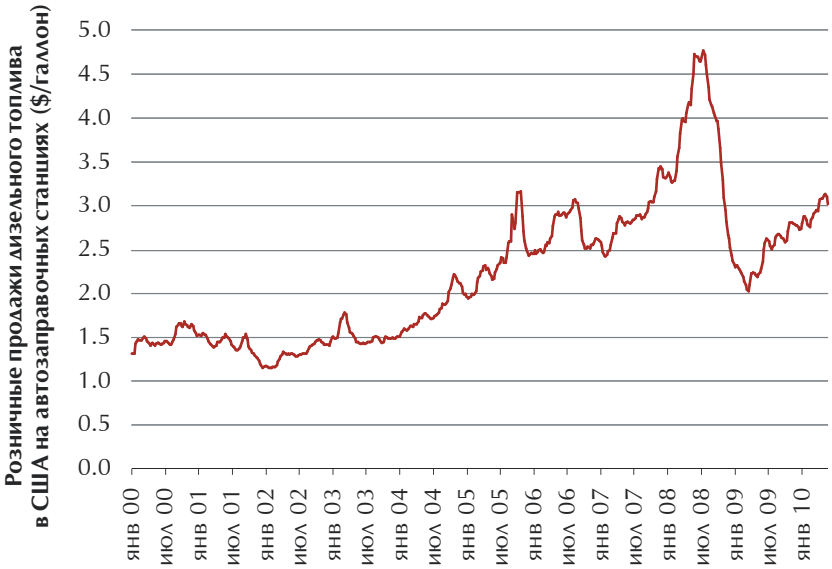
Соответствие объемов добычи ОПЕК установленным квотам упало в апреле до 54%, что стало самым низким показателем с сентября 2008 года, когда начались первые сокращения объемов добычи. Данная ситуация в значительной мере связана с Саудовской Аравией, где показатель снизился до 91% (Рис. 7). Однако, принимая во внимание то, что после достижения пика в 62% соответствие объемов добычи че-

рез шесть месяцев после объявления о первых сокращениях в среднем упало до 25%, показатель в 54% (после 20 месяцев снижения квот) говорит о новом уровне дисциплины.

На наш взгляд, данная ситуация свидетельствует о том, что ОПЕК (и в частности, Саудовская Аравия) в этот раз более охотно принимает на себя роль компенсирующего производителя, признавая, что восстановление и дальнейшая стабилизация цен является положительным фактором для рынка и всех его участников (8 млн баррелей в день, проданные за $80, гораздо лучше, чем 10 млн баррелей в день за $50). Стабильные цены обеспечивают положительное сальдо, необходимое для бюджетов стран Ближнего Востока, и создают благоприятный инфляционный фон. Такая ситуация на рынке нефти не угрожает темпам восстановления мировой экономики, являясь выигрышной впервые за многие годы. Резервные мощности ОПЕК остаются на исторически высоком уровне и составляют более 6 млн баррелей в день (Рис. 8). Сохранение данного уровня является критически важной составляющей формулы ценовой стабильности. Несомненно, за последние 18 месяцев ОПЕК быстро реагировала на события в вопросах управления поставками, а не упреждала их, признавая, что высокий уровень мировых запасов создает комфортную подушку безопасности со стороны предложения. Мы полагаем, что данная тенденция продолжится, и дефицит на рынке сырой нефти сохранится, приведя к снижению имеющихся запасов.

ЗНАКОВЫЙ ГОД ДЛЯ ЦЕН НА УГОЛЬ И ЖЕЛЕЗНУЮ РУДУ

2010 год станет знаковым для цен на уголь и железную руду, так как на смену существовавшим ранее годовым контрактам пришли новые ежеквартальные. Это стало результатом двухлетних попыток основных производителей установить ценообразование на основе баланса спроса и предложения, чтобы сгладить значительные потери, связанные с тем, что на протяжение последних четырех-пяти лет цены по годовым контрактам значительно отличались от спотовых цен (по имеющимся оценкам, только по железной руде эта разница составила около $20 млрд). Это также отражает значительный рост китайского импорта в 2009 году, когда Китай из экспортера превратился в крупного импортера коксующегося и энергетического угля.

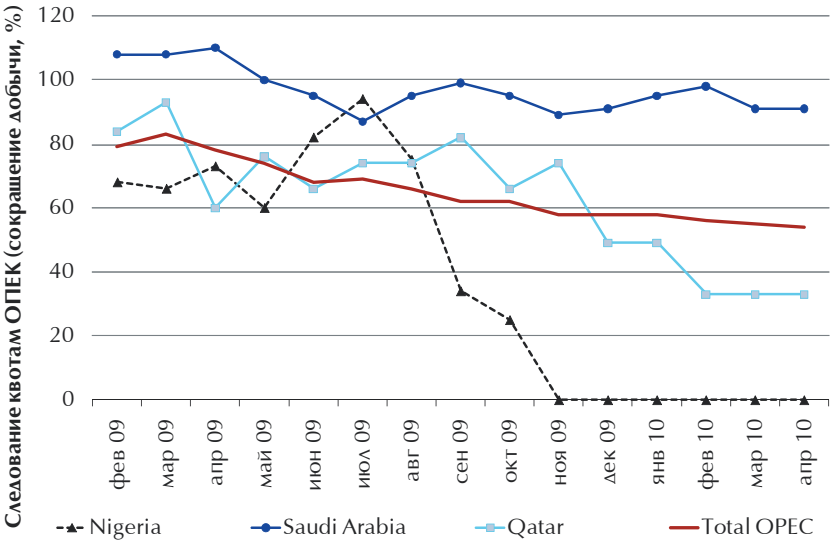


Источники: EIA, «ВТБ Капитал»

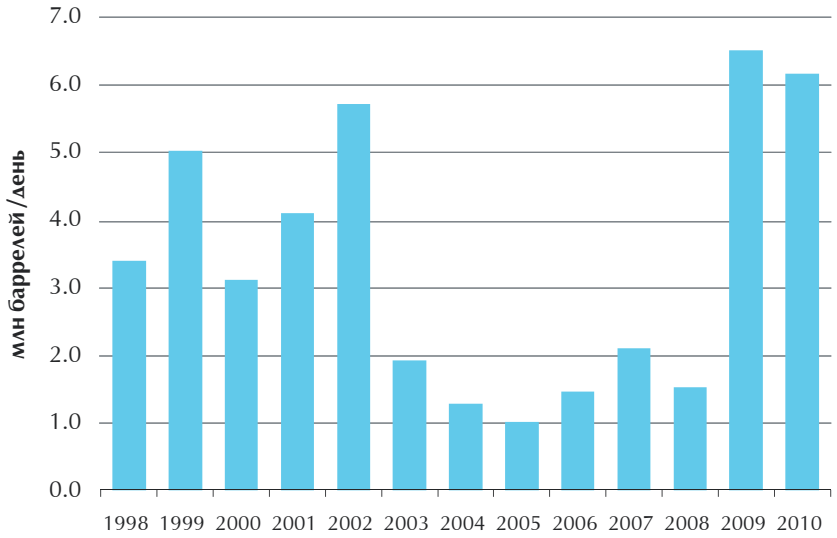
Рисунок 6
Цены на дизельное топливо в США выросли на 75% по сравнению с прошлым годом

Ценовым лидером в 2010 году стала железная руда. Цены на нее по квартальным контрактам на второй квартал 2010 года выросли на 90–100% по сравнению с годовыми контрактами 2009 года. Этот рост соответствует ценам в $105–110 за тонну бразильской железорудной мелочи и $120 за тонну железорудной мелочи из Австралии. За последние несколько месяцев цены на сталь повысились в соответствии с ростом спотовых цен на железную руду: как в США, так и в Азии горячекатаная рулонная сталь с начала декабря подорожала на 50–60% до $750–775 за тонну. Летом мы ожидаем паузу, так как на рынок оказывает влияние коррекция цен на сталь на 5–10%, в последние месяцы имевшая место в Китае. Тем не менее, мы считаем ее всего лишь точкой перегиба кривой: в третьем квар-

Рисунок 7
ОПЕК: квоты по-прежнему соблюдаются более чем на 50%



Источники: IEA, «ВТБ Капитал»



Источники: IEA, «ВТБ Капитал»

Рисунок 8
Резервные мощности ОПЕК

тале 2010 года цены на железную руду вырастут приблизительно на 25%, а японские сталелитейные компании уже ведут переговоры об экспорте в третьем квартале по цене $850 за тонну.

Тем временем, на рынке коксующегося угля во втором квартале 2010 года цены на твердый коксующийся уголь повысились на 55% до $200 за тонну, а уголь PCI/полутвердый коксующийся уголь (типичный для России) подорожал на 88% до $170 за тонну, цены на полумягкий коксующийся уголь выросли почти на 100% до $167 за тонну. Вскоре будут установлены цены на третий квартал 2010 года, и ожидается, что они вырастут на 12.5% до $225 за тонну.

По нашим прогнозам, цены на твердый коксующийся уголь достигнут $250 за тонну в 2010 году, $290 за тонну в 2011 году, а затем на протяжении следующих пяти лет достигнут отметки в $300 за тонну или более. В отношении энергетического угля мы прогнозируем цены в $125 за тонну в 2011 году и $150 за тонну — к 2012 году. Мы ожидаем, что цены на горячекатаную рулонную сталь составят $728 за тонну в 2010 году и $853 за тонну — в 2011 году, а в последующие два года повысятся до $950–1000 за тонну. Очевидно, что такие ценовые уровни положительно отразятся на российских экспортерах стали и угля, являющихся одними из самых привлекательных объектов для инвестиций в секторе.

СИНДИЦИРОВАННОЕ КРЕДИТОВАНИЕ В РОССИИ LOANS 2010

Конференция «Синдицированное кредитование в России — 2010» станет первым тематическим мероприятием с начала восстановления рынка синдицированных займов в России и призвана помочь этому процессу. Суммарная рыночная капитализация компаний реального сектора, участвующих в конференции «Синдицированное кредитование в России», превысила $ 220 млрд.

22 июня, 2010 года. Новотель Москва Центр

Генеральные спонсоры: Raiffeisen BANK, Nordea

Официальные партнеры: WestLB, BSGV

Спонсоры: BARCLAYS CAPITAL, GOLTSBLAT BLP, berwin leighton paisner

КЛЮЧЕВЫЕ СПИКЕРЫ

David Pepper, Managing Director, WestLB Capital Markets
Kris van Broekhoven, Head of Structured Commodity Trade Finance EMEA, Deutsche Bank
Nicholas Voisey, Director, Loan Market Association
Ольга Уюсова, руководитель Департамента корпоративного финансирования, Bank Societe Generale Vostok
Natasha Isakova, Head of Emerging Markets Origination, LCM, Barclays Capital
Александр Козбенко, вице-президент, Департамент синдицированного кредитования, Nordea
Илья Малый, глава Департамента синдицированного кредитования и секьюритизации, Raiffeisen Bank
Юлия Цепляева, главный экономист по рынкам России и СНГ, BNP Paribas
Николай Лукашевич, старший директор, глава Департамента корпоративного сектора, Fitch Ratings
Максим Кобзев, Партнер, White & Case
Александр Ерофеев, партнер, глава Группы реструктуризаций в СНГ, Ernst & Young
Ольга Кириченко, глава Департамента долговых рынков, Газпром Нефть
Алексей Кауров, глава Департамента корпоративного финансирования, МТС
Александр Рыбин, вице-президент, Гидравлические машины и системы

ЗАРЕГИСТРИРОВАВШИЕСЯ КОРПОРАТИВНЫЕ ЗАЕМЩИКИ

1. X5 Retail Group
2. АЛРОСА
3. Вымпелком
4. Газпром нефть
5. Гидравлические машины и системы
6. ГК Сахо
7. ГМК Норильский никель
8. Группа ЛСР
9. Дикси Групп
10. ИНТЕР РАО ЕЭС
11. Межрегиональный Транзит Телеком
12. Металлоинвест
13. МТС
14. НОВАТЭК
15. Новолипецкий металлургический комбинат
16. Открытые инвестиции
17. РОСВОДОКАНАЛ
18. РусГидро
19. Северсталь
20. СИБУР
21. Славнефть
22. СУЭК
23. ТНК-ВР
24. Трансмашхолдинг
25. Транспортная группа Феско
26. Уралкалий
27. УралХим
28. ФСК ЕЭС

Более подробная информация о конференции: http://www.cbonds-congress.com/events/61/

КОНТАКТЫ ОРГКОМИТЕТА

Спонсорство, программа:
Сергей Зобов — szobov@cbonds.info; тел: +7 812 336-97-21 *103

Общие организационные вопросы, участие:
Екатерина Багметова — katya@cbonds.info; тел: +7 812 336-97-21 *104