

Золото: потенциал роста ограничен

3 июня 2016 г.

Ключевым фактором образования цен на золото в настоящее время является монетарная политика ФРС США, которая в своих действиях учитывает состояние крупнейших экономик мира и определенным образом формирует ожидания инвесторов. Значительная неопределенность на мировых рынках будет привлекать к золоту спекулятивный капитал, давление которого на цену золота будет уравновешиваться повышением ставок ФРС, что не приведет к резкому росту или снижению цен на золото в 2016-2018гг. Мы ожидаем по итогам 2016г. среднюю цену в 1250\$/Oz, а по итогам 2017-2018гг. - 1300\$/Oz и 1330\$/Oz соответственно.

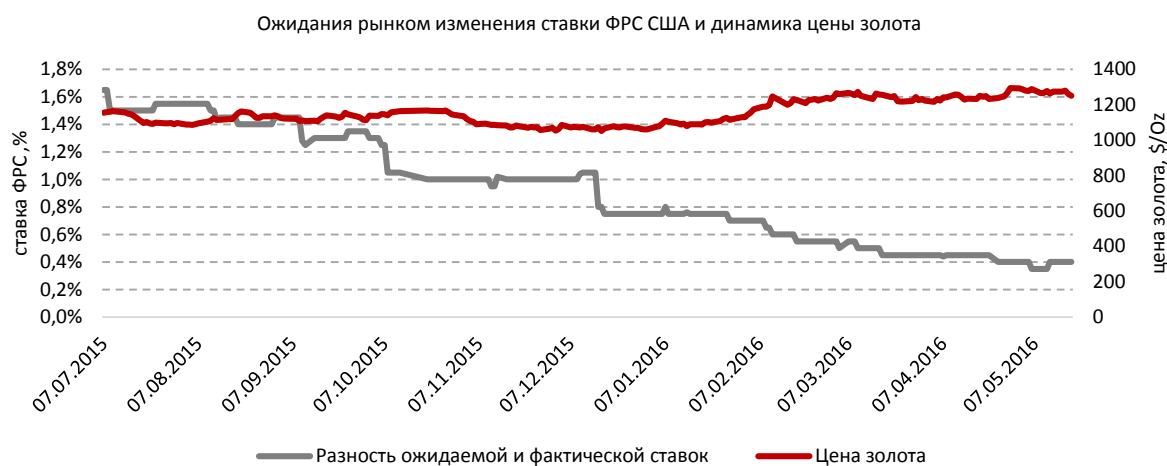


График построен по данным Bloomberg¹

В настоящий момент ключевым фактором образования цен на золото служит ставка ФРС США (точнее, ожидания рынком ее изменений). Всякий раз, когда близится заседание ФРС, и рынок ожидает, что ставка на очередном заседании будет повышена, цена золота начинает заметно снижаться. Анализ данных из Bloomberg показал, что корреляция между ожиданиями изменения ставки ФРС и ценой золота составляет «-0,63» при объяснительной силе регрессионной модели $R^2=0,41$ и вероятности $P=95\%$, что говорит о значимом вкладе ожиданий изменения ставки ФРС в динамику цен на золото.

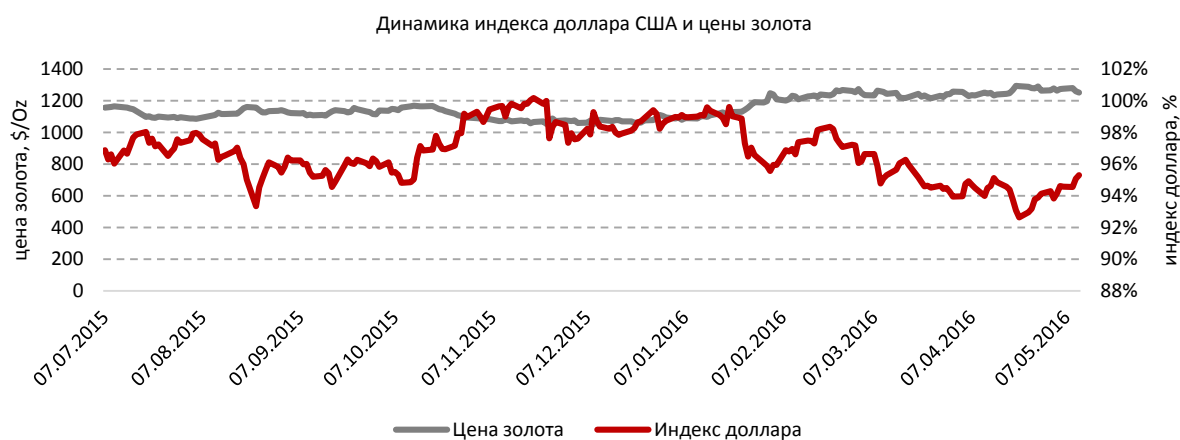


График построен по данным Bloomberg

¹ В графике взята разность между прогнозируемыми (ожидаемыми) значениями ставки ФРС на 4 кв. 2016г. (которые аналитики присылали в Bloomberg ежедневно с 07.07.15 по 19.05.16) и значением фактической ставки ФРС за период с 07.07.15 по 19.05.16.

Динамика индекса доллара США с начала 2016г. отражает скорее неуверенность ФРС в политике дальнейшего повышения ставок, нежели чем укрепление мировой экономики (индекс формируется из шести ключевых мировых валют). Данная неуверенность передается инвесторам, которые в ситуации неопределенности предпочитают уходить в защитные активы, в т.ч. золото (о чем подробнее будет сказано дальше).

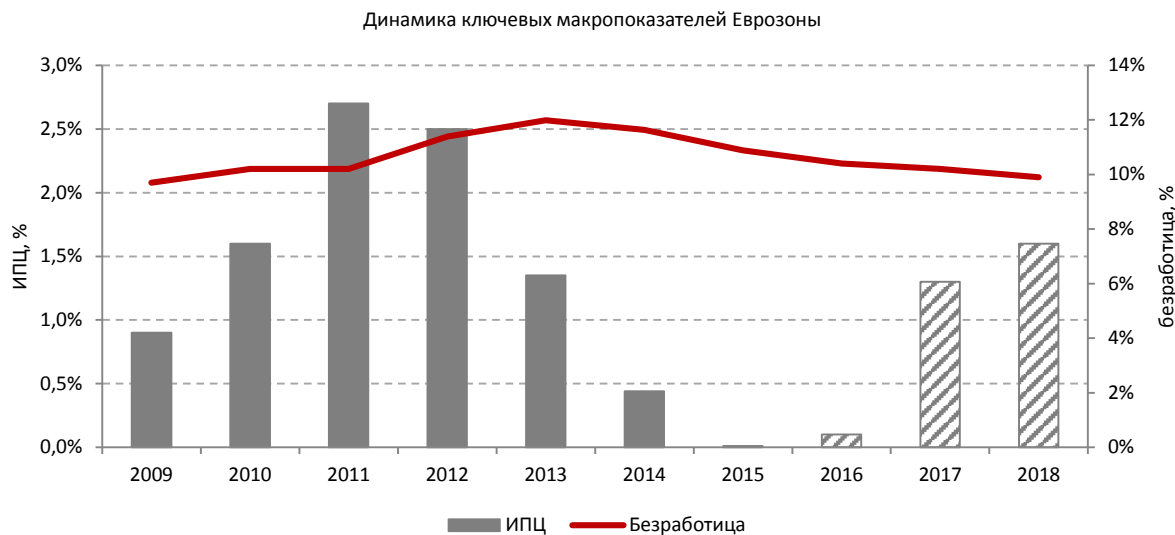


График построен по данным Bloomberg

ФРС в своей политике ориентируется не только на целевые макропоказатели США (ИПЦ на уровне 2%, безработица в районе 5%), но и на состояние экономик Еврозоны, Японии и Китая. ЕЦБ в марте 2016г. расширил программу ежемесячной скупки ценных бумаг с €60 млрд. до €80 млрд., окончание программы наступит не раньше конца марта 2017г. В случае, если целевой ориентир по инфляции около 2% не будет достигнут, ЕЦБ продолжит программу количественного смягчения. По прогнозам специалистов, близкий к целевому уровень инфляции будет достигнут в Еврозоне не раньше 2018г.

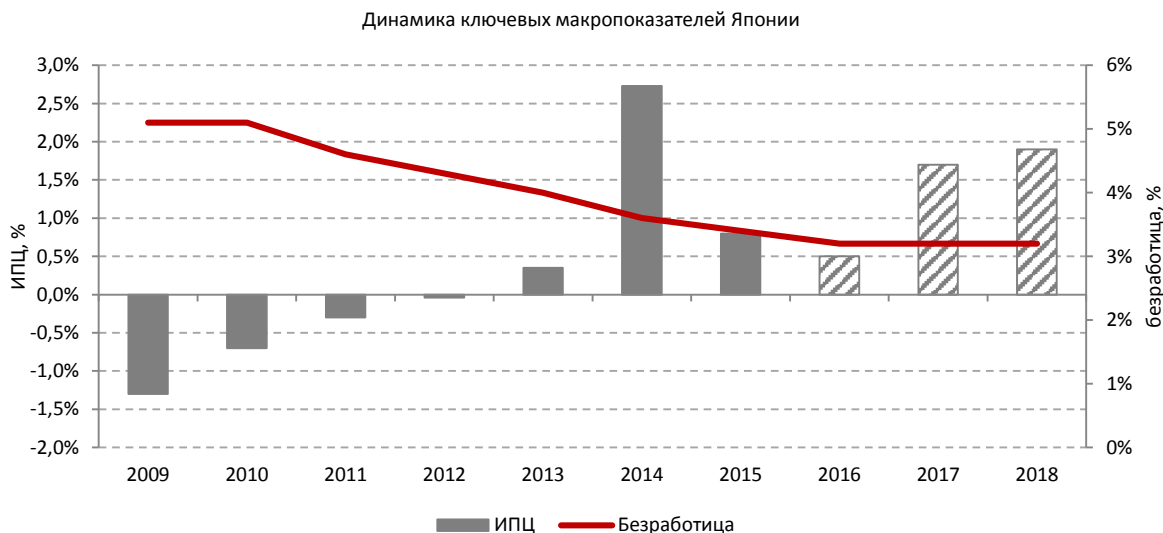


График построен по данным Bloomberg

В конце апреля монетарные власти Японии заявили, что продолжают политику количественного смягчения до тех пор, пока инфляция в стране не достигнет 2%. ЦБ Японии сохранил цель увеличения денежной базы на 80 трлн. йен (\$672 млрд.) в год. По оценке специалистов, целевой уровень инфляции будет достигнут в Японии, как и в Еврозоне, не ранее 2018г.

Прогнозы по китайской экономике также не добавляют позитива к общей картине. Реальный рост ВВП Китая снизится в текущем году на 0,4% - до 6,5%, а в 2017г. продолжит снижение до отметки 6,3%.

Таким образом, ФРС США будет медленно и осторожно поднимать ставку, с одной стороны, опасаясь чрезмерного укрепления доллара, а с другой – провоцирования обвала крупнейших мировых экономик. Эксперты полагают, что ближайшее повышение ставки ФРС наиболее вероятно на очередном заседании 01.02.2017 (вероятность 79,2%) и рост ставки может превысить 0,5% к текущему значению; вероятность повышения ставки на ближайшем заседании в июне 2016г. самая низкая – 22%.

Основные тенденции мирового спроса и предложения золота

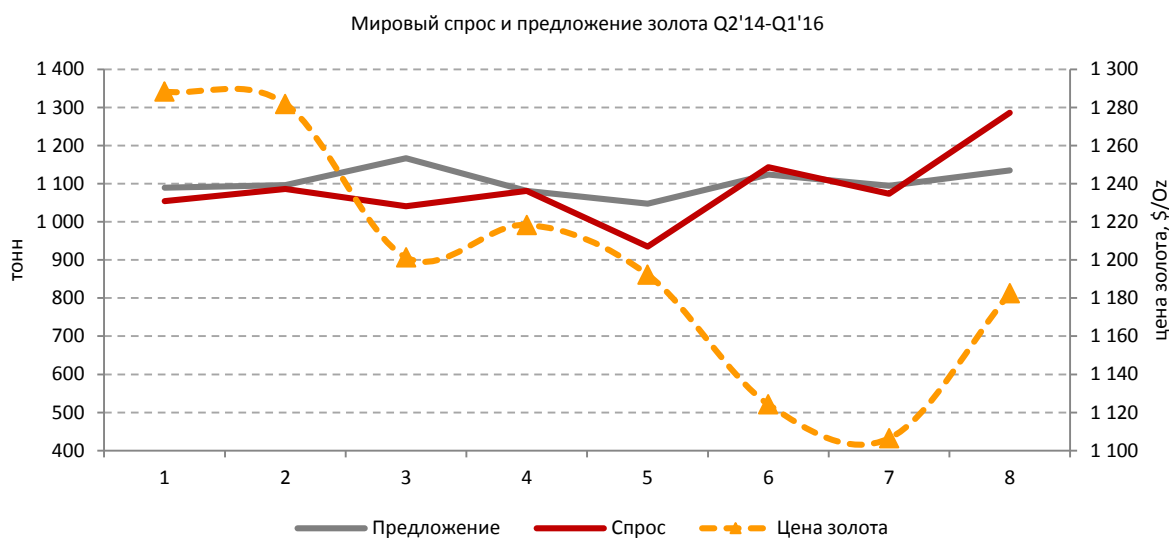


График построен по данным World Gold Council

В 1-м кв. 2016г. мировой рынок столкнулся с дефицитом предложения в 151,5 тонны золота, чего не наблюдалось, по меньшей мере, в течение последних двух лет. На графике видно, что начало всплеска спроса совпало с достижением цены золота минимальных значений в самом конце 4 кв. 2015г. (около 1050 \$/Oz). Единственным сектором, продемонстрировавшим рост спроса в 2 с лишним раза оказался сектор инвестиций. Все остальные сектора потребления золота продемонстрировали снижение по прошествии года.

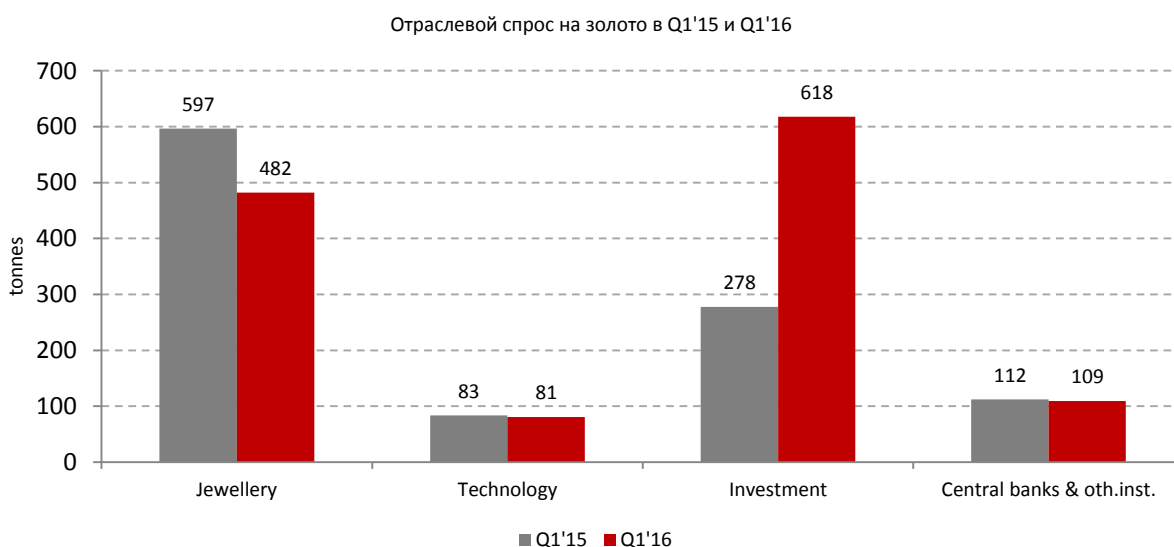


График построен по данным World Gold Council

В секторе инвестиций практически вся доля прироста потребления золота пришлась на ETFs (Exchange-traded funds) – фонды, паи которых, как акции, свободно торгуются на бирже, и обеспечены физическим золотом (по крайней мере, в теории). Годовой прирост запасов золота ETF по состоянию на 1 кв. 2016г. составил рекордные с начала 2009г. 338,1 тонн. За тот же период спрос на инвестиционные монеты и слитки, которые также учитываются в инвестиционном секторе, вырос всего на 1,7 тонны.

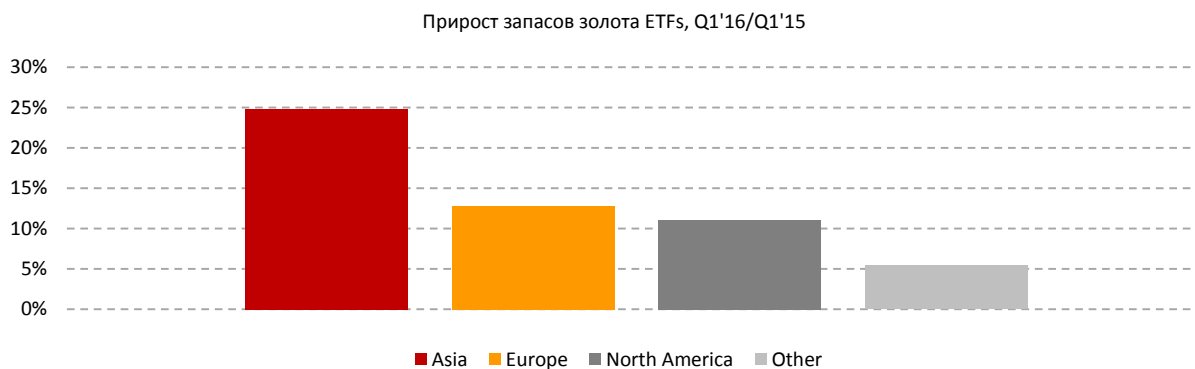


График построен по данным World Gold Council

Наибольший прирост запасов золота пришелся на азиатские ETFs, хотя по абсолютной величине запасов первое место занимают ETFs С.Америки и Европы (см. диаграмму ниже).

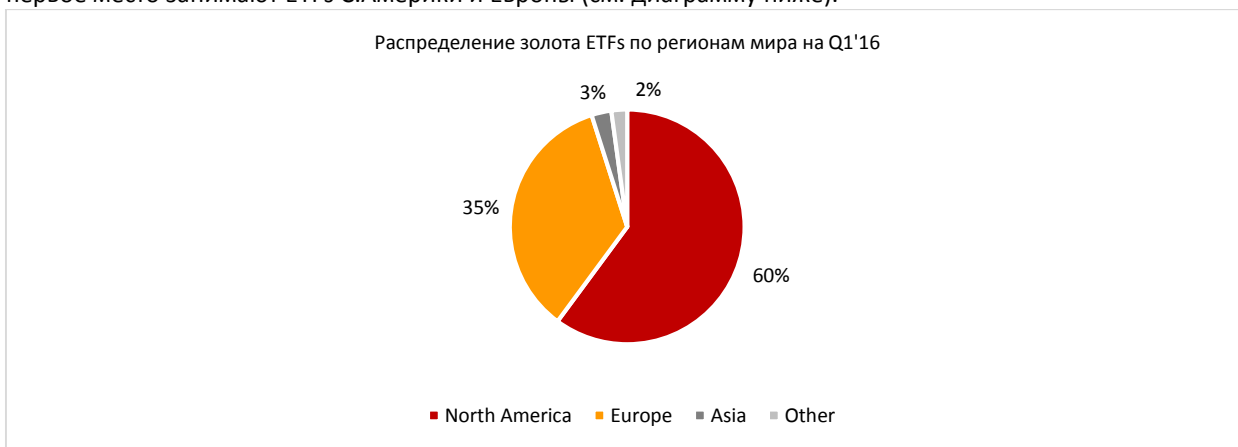


График построен по данным World Gold Council

Причины взрывного роста запасов золота ETFs:

- продолжение политики количественного смягчения в Еврозоне и Японии, переход ставок в отрицательную плоскость;
- девальвация юаня и вопросы относительно дальнейших перспектив роста китайской экономики;
- ожидание рынком замедления темпов повышения ставки ФРС.

Потребительский спрос на золото

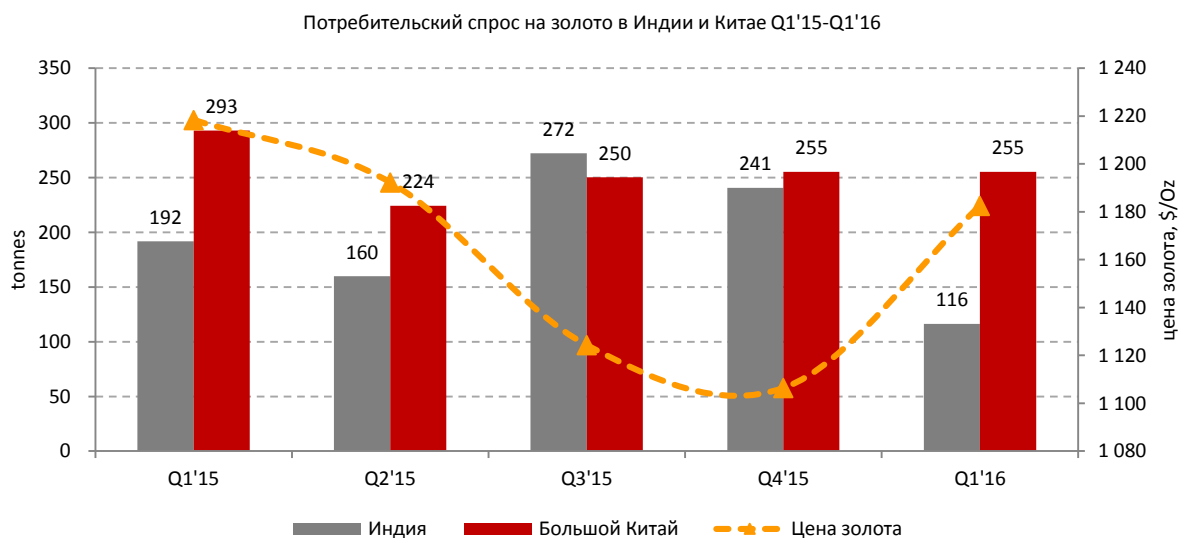


График построен по данным World Gold Council

Спрос в странах-крупнейших потребителях золота - Индии и Китае – в течение года продемонстрировал падение. С 1 кв. 2015г. по 1 кв. 2016г. спрос на ювелирные изделия снизился в Индии на 41% до 88 тонн, а в Китае – на 17% до 192 тонн. Спрос на инвестиционные монеты и золотые слитки за тот же период снизился в Индии на 31% до 28 тонн, а в Китае – наоборот, вырос на 4% до 64 тонн.

Ювелирная отрасль Индии сильно пострадала из-за введения налога с продаж – продавцы встретили новый налог массовым закрытием салонов.

В Индии, Китае и на Ближнем Востоке потребительский спрос был сдержан резким ростом цен золота в 1-м кв. 2016г. Девальвация юаня также не способствовала росту потребительского спроса в Китае.

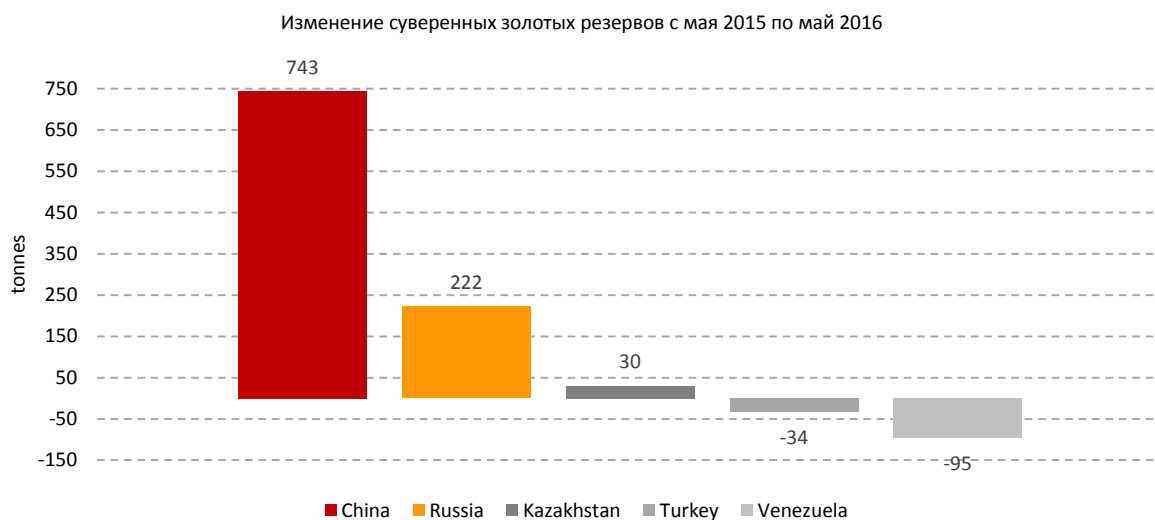


График построен по данным World Gold Council

Центральные банки КНР и России оказались на первом и втором местах, соответственно, по объемам покупаемого золота, несмотря на небольшое снижение спроса центральных банков на золото с мая 2015г. по май 2016г. по миру в целом. Китай за год увеличил свои золотые резервы на 70% - до 1797 тонн; Россия нарастила золотой резерв почти на 18% - до 1460 тонн. Казахстан нарастил золотые резервы на 15% - до 228 тонн. Крупные распродажи золота пришлось только на ЦБ Венесуэлы и Турции. Золотые резервы остальных стран практически не изменились.

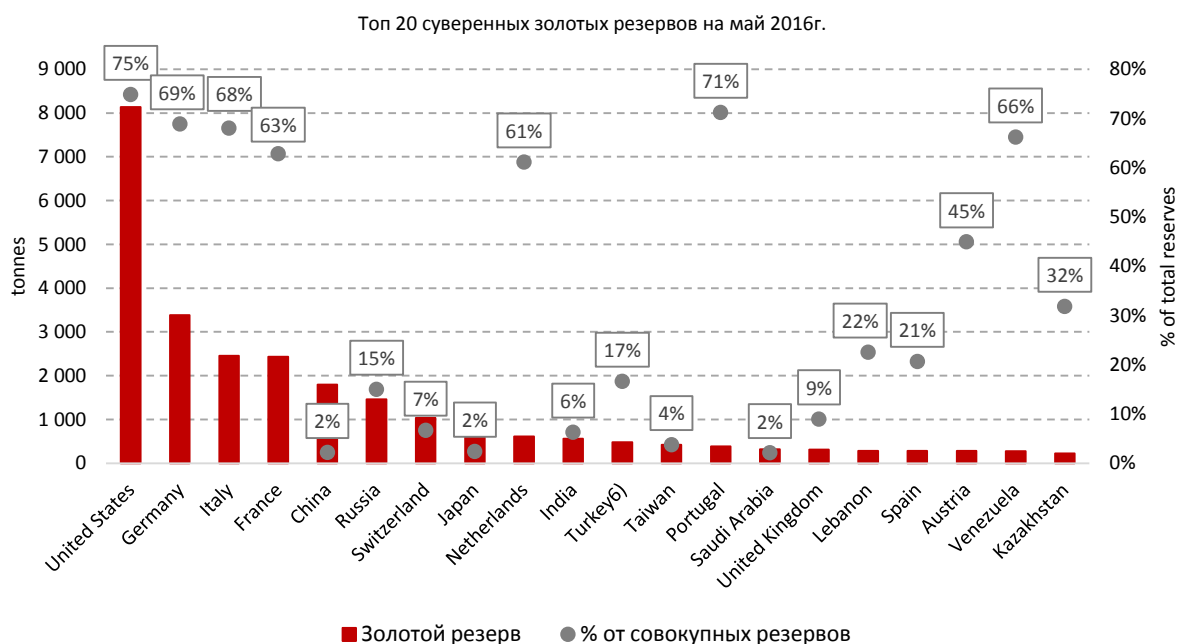


График построен по данным World Gold Council

Топ 10 золотодобывающих стран по итогам 2015г., тонн

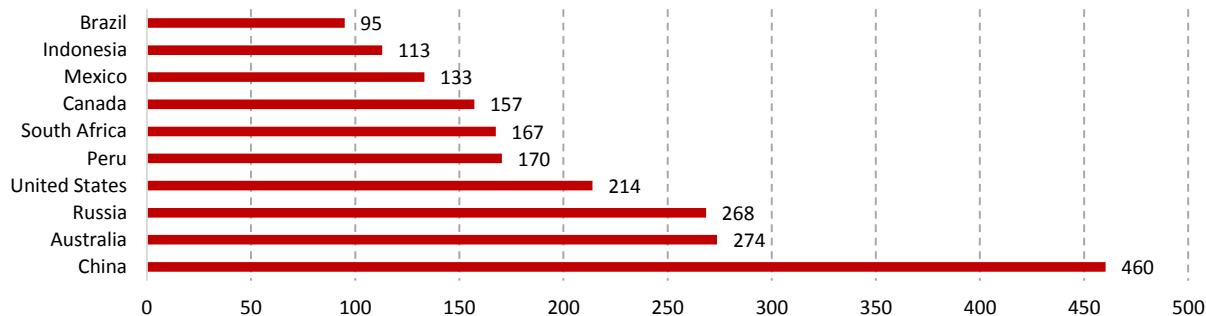


График построен по данным World Gold Council

Китай в апреле 2016г. провел золотой фиксинг юаня, установив цену золота на уровне 257,97 юаней за 1 гр. золота (или 1238,85 \$/Oz). Китай постепенно наращивает золотой потенциал национальной валюты: его официальные золотые резервы входят в топ 10 мировых и ежегодно растут впечатляющими темпами. Также Китай занимает первое место по добыче золота в мире – 460 тонн по итогам 2015г. Однако золотой резерв Китая составляет всего 2,2% от суммарной величины его суверенных резервов.

Мировое предложение золота

Предложение первичного золота и золота вторичной переработки Q2'14-Q1'16

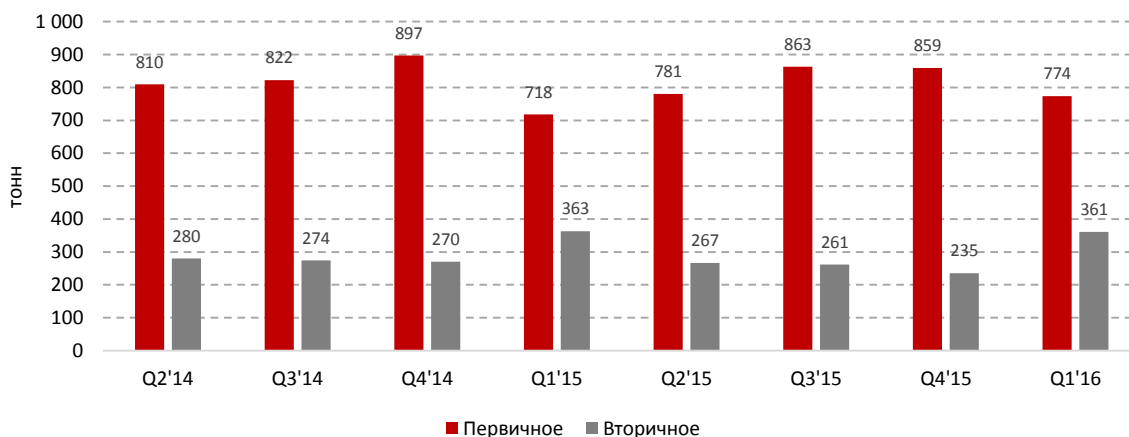


График построен по данным World Gold Council

Производители золота все больше ориентируются на cash flow отдельных проектов, поэтому разработка новых рудников в обозримом будущем будет снижаться. Стремительный рост цен поддержал производство на старых и новых проектах – в 1-м кв. 2016г. первичное производство выросло на 56 тонн по сравнению с 1-м кв. 2015г. Как год назад, золотодобытчики продолжают урезать издержки и максимизировать выпуск на уже имеющихся производственных мощностях. Средний уровень безубыточности производства золота в мире на 4 кв. 2015г. составил 882 \$/Oz., что при текущих ценах в районе 1220 \$/Oz позволяет многим золотодобытчикам оставаться на плаву и извлекать прибыль.

Таким образом, всплеск спроса на рынке золота в последние месяцы носит в основном спекулятивный характер, что связано с текущей монетарной политикой крупнейших мировых финансовых институтов и туманными перспективами роста ведущих экономик мира, что, в свою очередь, является сдерживающим фактором для потребительского спроса на золото. ЦБ Китая (возможно, также и России) в ближайшие годы останется значимым фактором спроса на физическое золото, постепенно переходя к золотому стандарту юаня. Производители золота останутся получателями цены, т.к. ежегодные объемы производства (3221 тонна первичного золота по итогам 2015г.) остаются весьма небольшими по сравнению с мировыми запасами золота (более 32 000 тонн физического золота только в суверенных резервах по состоянию на апрель 2016г.)

Ценообразование золота до конца 2016 года, а также на 2017-2018 гг.

По состоянию на конец мая 2016 года, на мировом рынке золота установилось хрупкое равновесие с ценой в районе \$1220/Oz. Повышательный тренд по золоту, начавшийся с декабря 2015г., окончился в начале мая 2016г., достигнув в самом конце апреля пика цены в 1293,5 \$/Oz. Снижение началось в преддверии заседания ФРС, которое пройдет 15.06.2016. В обозримом будущем движение цен на золото определится одним из/группой следующих факторов:

	Фактор	Цена золота	Комментарии
1	Частота повышения ставок ФРС	▼	В случае частого повышения ставок
2	Длительность программ количественного смягчения в Еврозоне и Японии	▲	В случае затяжного характера программ
3	Состояние экономики Китая	▲	При туманных перспективах роста китайской экономики
4	Рост спроса на золото со стороны ЦБ Китая	▲	В случае продолжения политики приведения юаня к золотому стандарту
5	Рост спроса на золото со стороны населения Индии и Китая	▲	В случае заметного оживления экономик Индии и Китая

Ввиду сложившихся трендов на мировом рынке золота, средние цены на золото в 2016 году, а также в 2017-2018 гг. будут следующие:

Сценарии	2016, \$/Oz	2017, \$/Oz	2018, \$/Oz
Прогноз Фонда	1250	1300	1330
Bloomberg-консенсус	1214	1200	1200
Citigroup	1200	1135	1200
VTB Capital	1100	1150	1200
JP Morgan	1211	1338	1400 ²
Scotiabank	1190	1250	
Standard Chartered	1240	1285	
ABN AMRO	1283	1401	
Commerzbank	1225	1325	
Goldman Sachs	1170		
Средняя цена золота по представленным прогнозам	1200	1270	1270

Прогноз Фонда: ФРС будет медленно повышать ставку (ближайшее повышение состоится в декабре 2016г. или в феврале 2017г.) до момента оживления экономик Еврозоны, Японии и Китая. Программы количественного смягчения в развитых экономиках продолжатся до 2018г. включительно, темпы роста китайской экономики прекратят падение лишь в 2018г. Значительная неопределенность на рынках будет привлекать к золоту спекулятивный капитал, давление которого на цену золота будет уравновешиваться повышением ставок ФРС. ЦБ Китая продолжит скупку золота в резерв в значительных объемах, но эффект от этих покупок на мировые цены будет краткосрочным. Потребительский спрос населения Индии и Китая будет ограничен девальвацией национальных валют и вялым ростом национальных экономик (особенно, китайской). Таким образом, мы не ожидаем резкого роста или снижения цен на золото в 2016-2018гг., однако в случае резкого изменения динамики ведущих экономик мира, прогноз будет пересмотрен.

² JP Morgan обозначает прогнозные цены золота после 2017г. как долгосрочные, без указания на конкретный год.