

6 августа 2013 г.

**ЛИЧНОЕ МНЕНИЕ**
**Потеряв доверие инвесторов, золото сформировало избыток предложения на годы вперед**


**Артем Бахтигозин,**  
аналитик Arbat Capital

**С начала года на рынке золота жаркий период:** цена упала на 20%, до \$1330 за унцию (максимальное же падение было в конце июня — на треть, до \$1200). А II квартал запомнился паническими волнами продаж. Так, в апреле буквально за два дня котировки рухнули более чем на 10% (в абсолютном выражении — на \$200), уничтожив достижения золота за два года. Рынок вернулся на уровни осени 2010 г.

**Последние 10 лет котировки золота постоянно росли, но всплеск интереса к металлу пришелся на период кризиса 2008-2012 гг.,** когда страх перед крахом глобальной финансовой системы и постоянно работающим печатным станком в США заставил инвесторов искать тихую гавань. За пять лет котировки металла утроились, достигнув исторического максимума в \$1921 за унцию. Идея покупки драгметалла овладела широкими массами: консервативные инвесторы предпочитали слитки и монеты, наиболее продвинутые граждане приобретали «золотые» биржевые фонды (ETF) и другие производные инструменты. Увы, такая известность сыграла с золотом злую шутку — из надежного актива оно превратилось в высоковолатильный инструмент, крайне зависящий от настроений спекулятивных инвесторов.

**Паническое бегство**

**Факторы, которые способствовали росту спроса на золото (недоверие к бумажным валютам, снижение реальных ставок), сейчас изменились на прямо противоположные.** Экономика США набирает темпы и возвращается на позицию локомотива глобального роста (рис. 1), что подталкивает ФРС к скорому сворачиванию стимулирующих программ.

**Рис. 1 Как только экономика США начала набирать темпы (индекс S&P 500 — желтая кривая), цена золота устремилась вниз**



Источник: Bloomberg, Arbat Capital

Остановка печатного станка тормозит рост денежной массы, что возвращает доверие к доллару и задает тренд на его укрепление в ближайшие два-три года. А на фоне низкой инфляции и падения цен на гособлигации реальные ставки возвращаются на положительную территорию.

Быстрее всего на позитивный разворот в американской экономике отреагировали те, кто воспринимает золото как материальную валюту или средство сбережения, а это почти половина потребителей.

#### Отток из золотых фондов

**Произошел мощнейший отток средств вкладчиков из специализированных биржевых фондов** — порядка 650 т, или 25%, с начала года (это около 15% совокупного спроса), что и стало ключевым фактором падения цены драгметалла.

**В биржевых фондах еще остается порядка 2000 т золота**, или половина годового объема потребления металла. Едва ли весь этот объем «выльется» на рынок. Но сам факт, что инвестиционный спрос сейчас носит во многом спекулятивный характер и в любое время способен оказаться на стороне предложения, — это фундаментально переломный момент.

#### Отказ от слитков и монет

**Вслед за ETF будет снижаться привлекательность и консервативных (розничных) инвестиций в золото.** Сейчас покупка слитков и монет — крупнейший сегмент инвестиционного спроса: в 2011 и 2012 гг. объем покупок составил 1520 т и 1260 т соответственно. Их сокращение даже на 20% заметно повлияет на рынок. Не говоря уже о громадном навесе предложения в том случае, если золото практически полностью перестанет соотноситься с понятием «деньги». Сегодня совокупные запасы золота для инвестиционных целей оцениваются более чем в 34 700 т. Столь внушительные объемы говорят о хорошем насыщении вторичного рынка, что будет оказывать сдерживающий эффект на расширение спроса на слитки и монеты в условиях падающего рынка.

#### ЦБ опять начинают продавать?

**Центробанки — еще один весомый игрок на рынке золота — в последние годы старались за счет драгметалла диверсифицировать свои золотовалютные резервы.** Развитые страны, у которых доля золота довольно высока (70-75%), приостановили продажи, развивающиеся стали резко покупать.

**В подвалах мировых ЦБ накоплено более 30 000 т драгметалла**, и сейчас возникает вопрос: так ли необходимо поддерживать столь высокий уровень запасов? В первую очередь речь идет о шести наиболее крупных держателях — США, Германии, Италии, Франции, Швейцарии и МВФ. На них приходится две трети этого объема. Недавнее обсуждение вопроса о возможной продаже золота центробанком Кипра (катализатор первой панической волны продаж в апреле) заставляет задуматься, можно ли считать золотые запасы неприкосновенными. Особенно, если речь идет о проблемных странах Южной Европы (Италия,

Португалия, Испания, Греция), чьи совокупные запасы превышают 4000 т. Плюс — возвращается доверие к доллару США, что, вероятнее всего, сократит необходимость диверсификации резервов развивающихся стран.

**Вывод простой: центробанки в ближайшие годы могут из покупателей золота перекавалифицироваться в продавцов.**

#### Реальный спрос падает

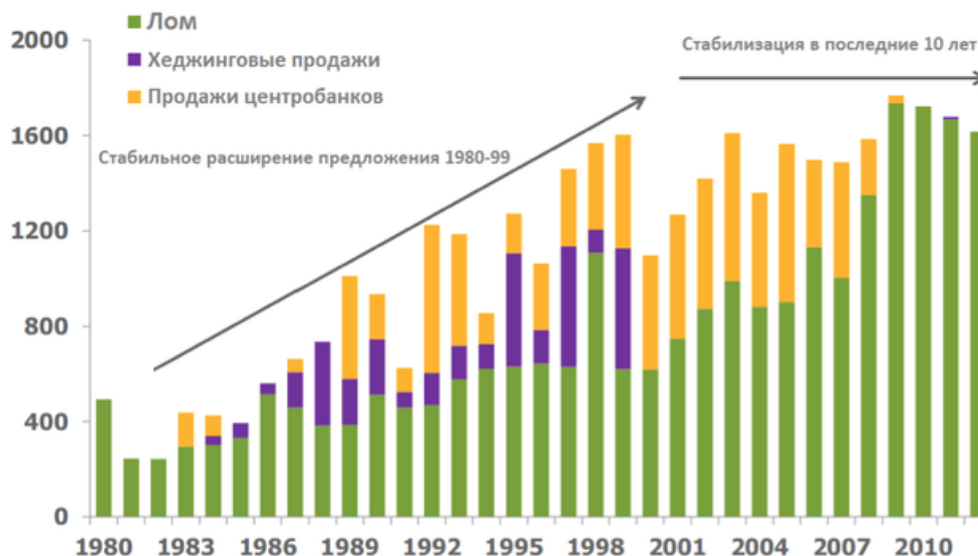
**Но помимо инвестиционного спроса на золото есть производственный.** Более половины покупателей драгметалла используют его как сырье: при выпуске ювелирных украшений (43%) и электроники (10%). В то время как инвестиционная привлекательность золота падает, реальный спрос приобретает все большее значение в дальнейшем ценообразовании драгметалла. Именно поэтому мы считаем, что традиционно сильный спрос в преддверии свадебного сезона в Индии в ближайшие два месяца будет тянуть котировки драгметалла вверх.

**Хотя в долгосрочной перспективе в ювелирном сегменте не так просто найти позитивные тенденции.** Лидеры рынка и основные локомотивы роста последних лет, Индия и Китай, в 2012 г. уже сократили ювелирное потребление (на 11% и 1% соответственно). В последнее время Индия только усиливает меры ограничительной политики, направленные на сокращение потребления драгметалла и выведение средств из золота в экономический оборот. Экономика Китая замедляется на фоне смещения акцента на внутреннее потребление, что наряду с масштабной антикоррупционной программой (чиновники — большой слой потребителей драгоценностей), тенденцией на выравнивание доходов населения и ограничение демонстрации атрибутов роскоши также не позволяет оценивать этот рынок как перспективный. При этом ювелирная промышленность других наиболее значимых регионов — США, Европы, Ближнего Востока — перешла на самообеспечение, когда весь ювелирный спрос покрывается предложением лома (т. е. также отсутствуют перспективы положительного влияния на глобальный баланс рынка).

#### Спекулятивный возврат

**Негативные тенденции затрагивают практически все сегменты спроса на рынке золота, в то время как добыча металла продолжает расти.** Но гораздо большую угрозу представляет вторичное предложение — лом, распродажи инвестиционного золота и хеджинговые продажи со стороны золотодобытчиков. Переизбыток золота на рынке может быть зашкаливающим. Подобное наблюдалось, когда лопнул пузырь предыдущего «бычьего» рынка в 1980 г.: вторичное предложение увеличилось в разы, демонстрируя непрерывный рост в течение следующих 20 лет (рис. 2).

**Рис. 2** Прошлый лопнувший пузырь спровоцировал избыток золота на вторичном рынке на 20 лет вперед



Источник: Thomson Reuters GFMS, Bloomberg, Arbat Capital

Ралли на рынке золота в конце 1970-х гг. также было связано с резко возросшей тогда инвестиционной привлекательностью драгметалла. По оценкам Thomson Reuters GFMS и World Gold Council, доля инвестиций в общем объеме спроса в 1970-е гг. достигала 50%, как и в прошлом году.

Завершение таких «инвестиционных ралли» проходит по одному сценарию: резкое падение цены, вызванное активными продажами со стороны наиболее спекулятивных игроков, приводит к падению уверенности в активе и со стороны более консервативных инвесторов. Начало продаж с их стороны порождает структурный дисбаланс на рынке и может стать причиной полного забвения золота на долгие годы. После обрушения рынка в 1980 г. цены на золото стагнировали практически до 2000 г. При этом реальная цена (скорректированная на инфляцию) даже снижалась, показывая фактическое обесценивание этого актива во времени.

Имеющиеся факторы говорят о том, что золото вступает в многолетнюю фазу избыточного предложения. Мы видим относительно равновесный диапазон \$1200-1400 до конца 2013 г. и дальнейшее снижение до \$1000 в следующем году. Поэтому на сезонном подъеме рынка в августе — сентябре стоит воспользоваться ростом цены выше \$1400 для закрытия длинных позиций и открытия коротких спекулятивных.

**Материал опубликован на сайте Vedomosti.ru**

**Постоянная ссылка:**

<http://www.vedomosti.ru/finance/news/14932761/poteryav-doverie-investorov-zoloto-sformirovalo-izbytok?full#cut>

## Департамент по управлению ценными бумагами

**Александр Орлов, CFA,**  
управляющий директор  
(стратегия)  
(499) 702 30 04 (доб. 91-52)  
[Orlov@arbatcapital.com](mailto:Orlov@arbatcapital.com)

## Аналитический департамент

**Сергей Фундобный,**  
начальник аналитического департамента  
(стратегия, телекоммуникационный сектор)  
(499) 702 30 04 (доб. 90-23)  
[Fundobny@arbatcapital.com](mailto:Fundobny@arbatcapital.com)

**Михаил Завараев,**  
ведущий аналитик  
(финансовый сектор)  
(499) 702 30 04 (доб. 90-54)  
[Zavaraev@arbatcapital.com](mailto:Zavaraev@arbatcapital.com)

**Виталий Громадин,**  
старший аналитик  
(нефтегазовый сектор)  
(499) 702 30 04 (доб. 90-50)  
[Gromadin@arbatcapital.com](mailto:Gromadin@arbatcapital.com)

**Инга Фокша,**  
старший аналитик  
(технологический сектор)  
(499) 702 30 04 (доб. 92-22)  
[Foksha@arbatcapital.com](mailto:Foksha@arbatcapital.com)

**Артем Бахтигозин,**  
аналитик  
(горно-металлургический сектор)  
(499) 702 30 04 (доб. 90-20)  
[Bahtigozin@arbatcapital.com](mailto:Bahtigozin@arbatcapital.com)

## Управление активами

**Михаил Бондарь**  
[Bondar@arbatcapital.com](mailto:Bondar@arbatcapital.com)

**Валерий Сигачев**  
[Sigachev@arbatcapital.com](mailto:Sigachev@arbatcapital.com)

**Юрий Балута**  
[Baluta@arbatcapital.com](mailto:Baluta@arbatcapital.com)

Информация и мнения, содержащиеся в настоящей публикации, были подготовлены Арбат Капиталом и предназначаются исключительно для сведения клиентов компании. Несмотря на то, что были приложены значительные усилия, чтобы сделать информацию, содержащуюся в настоящей публикации, как можно более достоверной и полезной, Арбат Капитал не претендует на ее полноту. Содержащаяся в настоящем документе информация может быть изменена без предварительного уведомления. Арбат Капитал и любые из его представителей и сотрудников могут, в рамках закона, иметь позицию или какой либо иной интерес (включая покупку или продажу своим клиентам на принципиальной основе) в любой сделке, в любых инвестициях (включая производные инструменты) прямо или косвенно в предмете настоящей публикации. Ни Арбат Капитал, ни кто-либо из его представителей или сотрудников не несет ответственности за любой прямой или косвенный ущерб, наступивший в результате использования настоящей публикации или ее содержания.

При использовании информации из данного материала ссылка на Арбат Капитал обязательна.