



## MARKET INSIGHT

ОКТЯБРЬ 2018



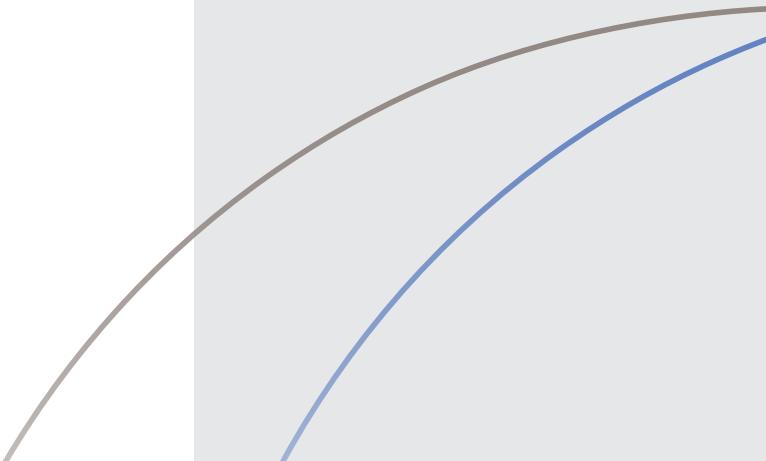




## ЗОЛОТО: БЛЕСТЯЩЕЕ БУДУЩЕЕ?

“по нашим предположениям,  
золото может в некоторой  
степени выиграть от  
неопределенности в  
связи с напряженностью в  
международной торговле.”

KINAN KHADAM-AL-JAME  
HEAD OF INVESTMENTS &  
PORTFOLIO MANAGEMENT (MEA)



Остаётся ли золото и по сей день самым надежным источником вложения средств? Многие задались этим вопросом на фоне падения цен на этот металл, и это и при том, что в сфере международной торговли нарастает напряженность, и высок риск глобальной торговой войны. С нашей точки зрения, да, остается. Напряженность в вопросах международной торговли существует и вызывает широкий общественный резонанс, однако, в реальности она не так сильно влияет на мировую экономику и финансовые рынки. Чтобы начались массовые инвестиции в золото, вызывая, таким образом, рост цен на него, напряженность в вопросах торговли должна вырасти до гораздо более высокого уровня. Финансовые рынки отреагировали бы на это миграцией капитала в более безопасную зону, мотивируя стремлением избежать выросших рисков. Тем не менее, по нашим предположениям, золото может в некоторой степени выиграть от неопределенности в связи с напряженностью в международной торговле.

Фактором, оказавшим в этом году наибольшее влияние на рыночную стоимость золота, стала оценка колебаний реальных процентных ставок в США за определенный период. На фоне наблюдаемых «космических» темпов роста экономики США участились прогнозы о повышении ставок в будущем, при этом и Федеральная резервная система подтвердила свою решимость нормализовать процентные ставки. Как следствие, доллар США снова вырос, спрос на инвестиции выровнялся, а золото начало падать в цене. Несмотря на имеющийся прогноз по колебаниям процентных ставок, который, как ожидалось, должен был оказать сдерживающее влияние на спрос на золото, последние данные по объемам и темпам продаж этого металла удивили нас. Испытывая на себе давление обозначенных выше факторов, цены на сегодняшний день составляют около 1200 долл. США за унцию.

Причиной столь сильного влияния курса доллара США на стоимость золота стал дефицит спроса. Большую часть года золото торговалось как валюта, а не как товар. Учитывая высокую степень неопределенности, связанную с напряженностью в сфере международной торговли, вялость инвестиционного спроса поначалу удивляет, как и то обстоятельство, что некоторые из покупателей, важнейших для рынка с

точки зрения спроса, сами стали продавцами. Объем золотых резервов биржевых инвестиционных фондов (ETF), обеспеченных материальными активами, резко упал после пика, наблюдавшегося в начале лета. Наиболее активные продажи со стороны ETF наблюдались в США, что, на наш взгляд, обусловлено тремя причинами:

Во-первых, реальные процентные ставки, действующие в США (номинальные ставки, скорректированные с учётом инфляции), играют важную роль в структуре и объемах вложений. При вложении средств в золото возникает проблема «упущенной выгоды», так как его владелец не получает ни купонный доход, ни дивиденды. Таким образом, в случае роста реальных процентных ставок инвестиции в золото выглядят менее привлекательными. Как показано на графике, в сентябре этого года реальные процентные ставки, действующие в США, достигли максимального значения за последние десять лет (см. Рис. 1).

Во-вторых, поскольку стоимость золота и курс американской валюты находятся в явно прослеживающейся обратной зависимости, американские инвесторы не заинтересованы в том, чтобы иметь золото в составе своего портфеля на фоне роста курса доллара и реальных процентных ставок. Не стоит недооценивать эту взаимосвязь. Если проанализировать тенденции за последние 50 лет, мы увидим, что цены на золото снижались в среднем на 1% (в квартал), когда доллар повышался в цене, и повышались в среднем на 5%, когда он дешевел.

В-третьих, по-видимому, напряженность в сфере международной торговли и риск усугубления торговой войны воспринимаются разными участниками инвестиционного рынка неодинаково. Американским инвестором, которого интересуют национальная экономика и внутренний рынок, угроза эскалации напряженности в международной торговле ощущается не так остро, как, например, европейским. Главным фактором роста американской экономики является внутреннее потребление, которое остается на высоком уровне, о чем свидетельствуют внушительные показатели индексов предпринимательской уверенности и доверия потребителей, а также близость рынков фондовых акций к своим рекордно высоким значениям.

### **Как рост курса доллара стимулирует спрос на золото в странах с развивающейся экономикой**

Укрепление позиций доллара снижает спрос на золото в США, но при этом служит катализатором роста цен на него в странах, где курс национальной валюты падает, то есть в странах с развивающейся экономикой. Если за отправную точку взять 2008 год, то цены на золото на Ближнем Востоке были примерно на 40% выше, чем в США, а в Азии — примерно на 25% выше. На долю развивающихся рынков, лидерами среди которых выступают Китай и Индия, приходится более 60% мирового спроса на золото. Высокие цены на золото на внутреннем рынке формируют чувствительный к ценам спрос на ювелирные изделия, особенностями которого является высокое содержание в них металла и низкая наценка. Многие формирующиеся рынки демонстрируют сильно выраженную обратную зависимость между ценами на золото на внутреннем рынке и спросом на ювелирные изделия на душу населения.

Во время азиатского кризиса конца 1990-х гг. спрос на ювелирные изделия в странах, которые он затронул, упал примерно на треть. Это, опять-таки, отражает важную роль доллара США как фактора роста спроса и цен на золото. Китай и Индия — исключения, что объясняется стремительным ростом доходов жителей Поднебесной и регулированием рынка золота в Индии. Уровень спроса на ювелирные изделия на развивающихся рынках в целом зависит от уровня доходов населения страны; в странах с высоким уровнем доходов, например, на Ближнем Востоке, спрос на ювелирные изделия на душу населения, как правило, выше, чем в тех, где уровень дохода невысок.

Аналогичным образом, существует обратная зависимость между уровнем цен на золото на внутреннем рынке и инвестиционным спросом на него в развивающихся странах. Причина в том, что золото является надежным объектом инвестиций, что делает его привлекательным для инвесторов в периоды спада, становясь для них средством хранения активов, неуязвимым для инфляции. Повышенный уровень инфляции зачастую является следствием сильного обесценивания национальной валюты, при этом повышается привлекательность инвестиций в иностранные ак-

тивы, например, в доллар США, фондовыи акции или казначейские обязательства США.

По отношению к недолларовым инвесторам золото также следует рассматривать как иностранный актив. Если не принимать во внимание дисбаланс спроса и предложения, вызванный, в частности, наличием ограничений на импорт в виде тарифов или квот, местные цены на золото представляют собой просто производную от долларовых цен, конвертированных в местную валюту. Если сравнивать среднегодовые темпы инфляции на различных развивающихся рынках с показателями валютной составляющей инвестиций в золото, то есть проанализировать обесценивание местной валюты относительно доллара США, то мы обнаружим выраженную прямую зависимость. Таким образом, хеджем от инфляции служит не само золото, а то влияние, которое оно оказывает на доллар США. Это также означает, что инвестиции в другие иностранные активы, например, в казначейские обязательства или фондовые акции США, обеспечили бы практически такой же инфляционный хедж, как золото.

Другой темой, которая доминировала на рынке золота в последние недели, стала устойчивость цен на золото в Китае, а также необычная параллельная динамика стоимости золота и курса китайского юаня; взаимосвязь между ними еще никогда не была столь сильной. В результате на рынке поговаривают о том, что Китай, похоже, привязал курс юаня к золоту, что свидетельствует о стабильности, и оставляет цену золота в долларах как производную обменного курса в паре «доллар США — китайский юань». Однако мы не считаем, что Китай начнет вмешиваться в ситуацию на валютных рынках. Если не считать одновременного движения вниз в последние недели, мы считаем, что такие разговоры имеют под собой мало оснований. Иными словами, наблюдаемая в последнее время взаимосвязь стоимости золота с курсом юаня — это, скорее, совпадение, чем проявление причинной зависимости, а привязка — это миф.

Мы не можем понять, зачем Китаю привязка курса юаня к золоту, ведь в современном мире устойчивость валюты определяется здоровьем национальной экономики, перспективами развития кредитно-денеж-

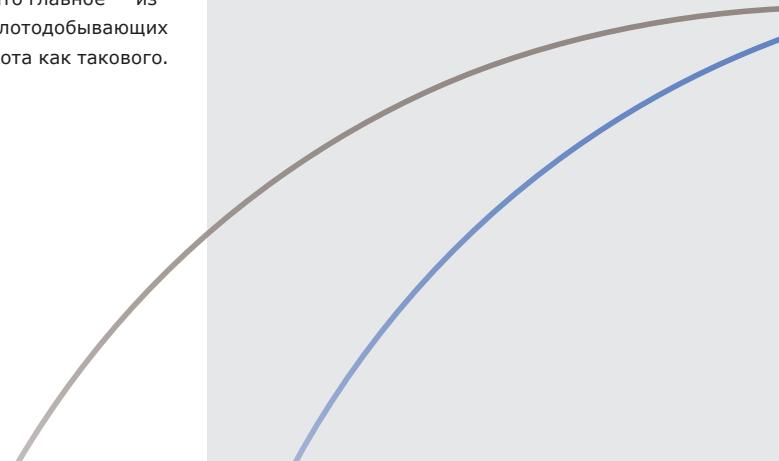
ной политики и репутацией центрального банка. Как показывают примеры развивающихся стран, которые в последние годы увеличивают свой золотой запас, например Россия, Турция и Китай, золото не гарантирует устойчивости курса национальной валюты. В случае с Китаем Народный банк Китая, который стремился сделать юань резервной валютой, намеренно наращивал волатильность валюты. Однако наращивание золотого запаса на развивающихся рынках демонстрирует их стремление к диверсификации в период, когда некоторые из этих стран всё активнее вступают в конфликт с администрацией США и ее политикой. Таким образом, центральные банки развивающихся стран продолжат покупать золото.

#### **Вывод: Пора покупать?**

Сильный доллар означает сохранение неблагоприятных условий для золота, ведь он оставляет американских инвесторов вне игры, а потребителей из стран с развивающимися рынками — за порогом ювелирных магазинов. При этом в условиях более чем негативных настроений на фьючерсном рынке в нынешнюю цену заложен целый ряд «плохих новостей», а возврат цен к низким значениям, зафиксированным на рынке с тенденцией на понижение в прошлом году, крайне маловероятен. Если добавить к этому наши ожидания того, что сильный доллар начнет терять свои позиции ближе к концу года, то повышение цен даже в краткосрочной перспективе является более вероятным, чем понижение. Существенное повышение цен начнется, как только на финансовых рынках обнаружатся признаки опасений в отношении роста и инфляции, что оживит спрос на золото как на надежную валюту.

В свете наших прогнозов о повышении цен на золото при сохранении котировок на низком уровне, акции золотодобывающих предприятий также должны прекратить падение. При этом мы не видим широких возможностей для покупки в этой сфере и полагаем, что главное — избирательность. Акции золотодобывающих компаний не заменят золота как такового.

**«ПО-ВИДИМОУ,  
напряжённость  
в сфере  
международной  
торговли и риск  
усугубления  
торговой войны  
воспринимаются  
разными  
участниками  
инвестиционного  
рынка  
неодинаково. »**





Source : Bloomberg LP / Reyl & Cie.





ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ: ДАННЫЙ ДОКУМЕНТ ПРЕДОСТАВЛЕН ХОЛДИНГОМ REYL & CIE HOLDING SA И/ИЛИ ЕЕ ДОЧЕРНИМИ КОМПАНИЯМИ (ДАЛЕЕ „REYL“) ИСКЛЮЧИТЕЛЬНО ДЛЯ ИНФОРМАЦИОННЫХ ЦЕЛЕЙ И ПРЕДНАЗНАЧЕН СТРОГО ДЛЯ ВНУТРЕННЕГО ИСПОЛЬЗОВАНИЯ. ДАННЫЙ ДОКУМЕНТ НЕ ПРЕДСТАВЛЯЕТ СОБОЙ ПЕРСОНАЛЬНУЮ РЕКОМЕНДАЦИЮ, ПРЕДЛОЖЕНИЕ ИЛИ ТРЕБОВАНИЕ ПОКУПКИ ИЛИ ПРОДАЖИ КАКИХ-ЛИБО ЦЕННЫХ БУМАГ, БАНКОВСКИХ ИЛИ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПРОДУКТОВ. СОДЕРЖАНИЕ ДАННОГО ДОКУМЕНТА ПРЕДНАЗНАЧЕНО ИСКЛЮЧИТЕЛЬНО ДЛЯ ЛИЧНОГО ИСПОЛЬЗОВАНИЯ ПОЛУЧАТЕЛЕМ. ДАННЫЙ ДОКУМЕНТ НЕ МОЖЕТ БЫТЬ ПОЛНОСТЬЮ ИЛИ ЧАСТИЧНО СКОПИРОВАН, ВОСПРОИЗВЕДЕН, РАСПРОСТРАНЕН ИЛИ ПЕРЕДАН ТРЕТЬЕМУ лицу. ничто в данном документе не представляет собой инвестиционную, юридическую, бухгалтерскую или налоговую консультацию или гарантию того, что какая-либо инвестиция или стратегия соответствует или подходит под какие-либо индивидуальные условия. ответственность за все принятые инвестиционные решения несет исключительно получатель данного документа, который основывается исключительно на оценке своих личных обстоятельств и собственной интерпретации информации. несмотря на то, что компания REYL обязуется приложить все разумные усилия для получения информации из источников, которые она считает надежными, компания REYL, члены совета директоров, должностные лица, сотрудники, агенты или акционеры ни сейчас, ни в будущем не несут никакой ответственности в отношении данного материала и не дают никаких гарантий в отношении точности, полноты или надежности любого из названных в данном документе сведений и, таким образом, не несут никакой ответственности за убытки, возникшие в результате использования этого документа. в частности, компания REYL не гарантирует и не несет никакой ответственности за достижение или обоснованность будущих проектов, задач, оценок или прогнозов, содержащихся в данном документе. стоимость инвестиций, а также доход от них может повышаться или снижаться, и, при определенных обстоятельствах, инвестор может получить обратно неполную сумму вложенных средств. прибыли, полученные в прошлом, не являются однозначным показателем будущей динамики. данный документ был подготовлен отделом, не находящимся в ведении структурного подразделения финансового анализа. компания REYL подчиняется различным законодательным и нормативным требованиям, поэтому, вполне возможно, что ценные бумаги или инвестиционные продукты могут быть доступны не во всех странах и/или не для всех лиц. компания REYL не имеет намерения предлагать ценные бумаги и инвестиционные продукты в странах, где это запрещено соответствующим законом или регулирующими органами. в связи с этим получателю данного документа рекомендуется руководствоваться местным законодательством.

