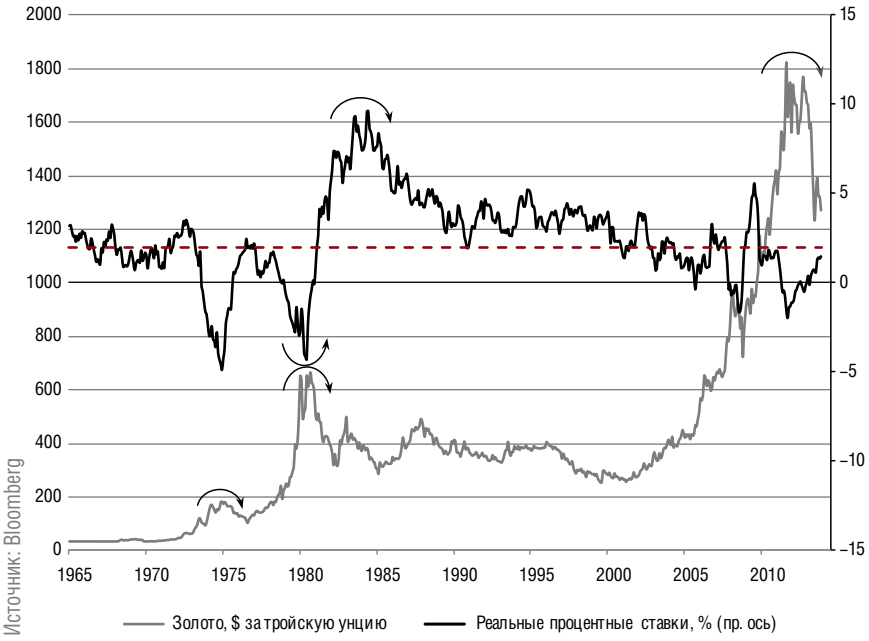
Дмитрий ШАГАРДИН,
начальник отдела доверительного управления, «КИТ Финанс Брокер»

Золотое дно

Обвал цен на золото в 2013 году застал инвесторов врасплох. Слишком сильно в сознании многих из них укоренилось мнение о том, что глобальный «печатный станок» неизбежно приведет к росту инфляции, защитой от которой традиционно выступают инвестиции в желтый металл. Но реальность такова, что в мировой экономике сегодня доминируют скорее дефляционные настроения.

Центральные банки, попав в ловушку ликвидности в 2008 году, когда скорость обращения денег и процентные ставки близки к нулевым значениям, могут напечатать много денег без риска взорвать инфляцию. Эти деньги идут на замещение кредита, который «сжигается» делевериджем (сокращением уровня кредитного плеча), и не выходят за рамки банковского сектора, оседая на счетах избыточных резервов. Средства не доходят до реального сектора экономики, так как глобальный спрос остается слабым — домохозяйства и бизнес не в состоянии наращивать потребление. Поэтому предложение денег растет, а цены не растут, и эти процессы, как показывает время, могут спокойно сосуществовать вместе. Периоды стабильно низкой инфляции являются неблагоприятной средой для золота.

Рисунок 1
Рост реальных процентных ставок в США и падение золота



Источник: Bloomberg

Тем не менее человеческая натура имеет какую-то необъяснимую патологическую тягу к желтому металлу и всячески противится падению его цены. Стоит напомнить, что с начала 2013 года цена на золото упала на 25%, с пиков осени 2011 года — на 33%.

Итак, постараемся обозначить базовые фундаментальные факторы, влияющие на рынок золота.

ЗОЛОТО VS. РЕАЛЬНЫЕ ПРОЦЕНТНЫЕ СТАВКИ

Золото — это актив, который не генерирует денежного потока. Золото является хеджевым активом, со-

СЕГОДНЯШНЕЕ СОСТОЯНИЕ ГЛОБАЛЬНОЙ ЭКОНОМИКИ ХАРАКТЕРИЗУЕТСЯ ФЕНОМЕНОМ СТАБИЛЬНО НИЗКОЙ ИНФЛЯЦИИ, КОТОРЫЙ ИНОГДА ОБОЗНАЧАЮТ ТЕРМИНОМ «ДЕЗИНФЛЯЦИЯ»

Рисунок 2
Глобальный разворот в индексе доллара давит на золото

храняющим стоимость в период отрицательных реальных процентных ставок. Оно не пользуется спросом, когда реальные процентные ставки положительные, так как в такие периоды финансовые активы приносят большую реальную доходность.

Реальные процентные ставки зависят от двух составляющих: доходности гособлигаций и инфляции. Доходность 10-летних treasuries, которые определяют стоимость длинных денег в мире, скорректированная на уровень инфляции, — это уровень реальных процентных ставок в США.

Реальные процентные ставки в США развернулись вверх в конце 2011 года, вслед за запуском нового кредитного цикла в американской экономике. Цена на золото тоже развернулась, но вниз. Рынок поверил, что рефляционная политика ФРС оказывает положительный эффект на экономику.

В начале 2013 года реальные процентные ставки в США окончательно выбрались на положительную территорию и продолжают расти на ожиданиях сокращения программы выкупа активов (QE3) ФРС США, то есть доходности treasuries растут на фоне подавленной инфляции.

ЗОЛОТО VS. ДОЛЛАР США

С завершением эпохи количественного смягчения ФРС завершается эпоха слабого доллара. Это серьезный аргумент в пользу того, что золото, цена на которое номинирована в долларах, в долгосрочном периоде будет двигаться либо во флэте, либо в рамках медвежьего тренда.

ЗОЛОТО VS. ЦИКЛИЧНОСТЬ

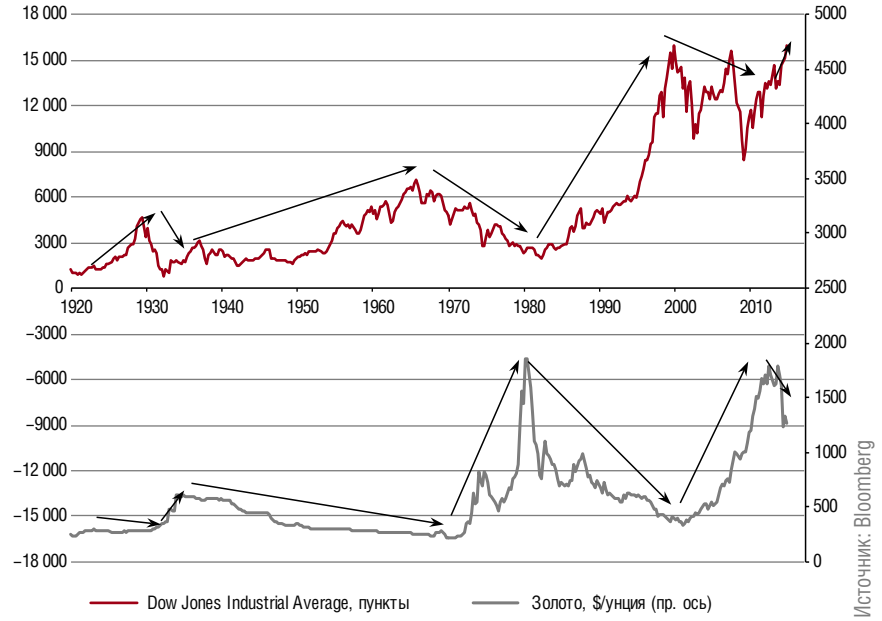
Золото, как и любой другой актив, обращающийся на рынке и имеющий цену, циклично.

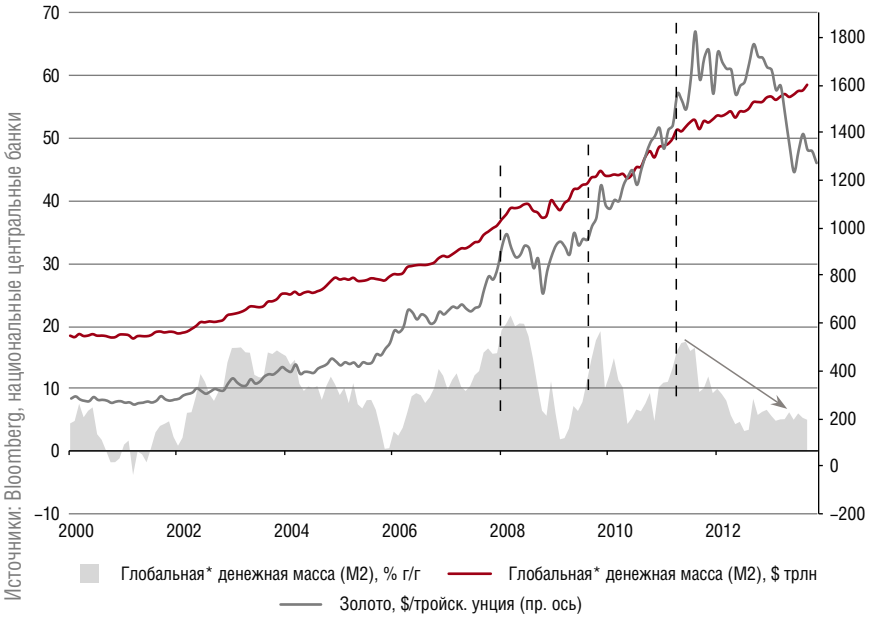
График цен на золото с 1920 по 2013 годы и индекса Dow Jones Industrial Average, скорректированных на инфляцию, наглядно показывает эту цикличность: периоды роста золота совпадают с периодом падения рынка акций и наоборот. Выход индекса Dow Jones (как и S&P 500) на новые исторические максимумы в 2013 году ознаменовал завершение бычьего суперцикла в золоте.

ЗОЛОТО VS. ИНФЛЯЦИЯ/ДЕФЛЯЦИЯ

История рынка золота показывает, что глобальные циклы роста или падения на нем так или иначе связаны с темой либо дефля-

Рисунок 3
Золото vs. Dow Jones Industrial 30 Index (скорректировано на инфляцию)





* Сумма по еврозоне, Китаю, США, Японии, Южной Корее, Австралии, Канаде, Бразилии, Швейцарии, Мексике, России и Тайваню

Рисунок 4
Глобальная денежная масса vs. золото

ОСНОВНОЙ СПРОС НА ЖЕЛТЫЙ МЕТАЛЛ СЕГОДНЯ ОБЕСПЕЧИВАЮТ РАЗВИВАЮЩИЕСЯ СТРАНЫ, ЧТО ЧАСТИЧНО ЯВЛЯЕТСЯ СЛЕДСТВИЕМ РОСТА РЕЗЕРВОВ ИХ ЦЕНТРОБАНКОВ

ции, либо инфляции. Единственный «инфляционный» случай роста золота — 1970-е годы. Два остальных — дефляционные (Великая депрессия 1930-х, дефляция 2000-х). Цена на золото растет в условиях высокой инфляции (функция квазимонетарного стандарта) и в условиях риска дефляции (сохранение value). Сегодняшнее состояние глобальной экономики (в особенности в развитых странах) характеризуется феноменом стабильно низкой инфляции, который иногда обозначают термином «дезинфляция». Золото теряет свою ценность в условиях низкой инфляции, так как отдача от финансовых активов растет в периоды положительных реальных процентных ставок.

ЗОЛОТО VS. ГЛОБАЛЬНАЯ ДЕНЕЖНАЯ ЭКСПАНСИЯ

Направленные движения в ценах на золото очень плотно коррелировали с динамикой глобальной денежной экспансии с 2000-х годов. Это является одним из следствий возникновения дефляционных сил в развитых экономиках (особенно в США).

Несмотря на то что сегодня центробанки развитых и развивающихся стран продолжают проводить ультрамягкую денежно-кредитную политику, темпы расширения денежной массы замедляются: цена на золото соотносится с динамикой роста M2.

Последние пики в динамике прироста глобального M2 были зафиксированы осенью 2011 года. На это время пришлись и максимумы в цене золота.

Весной 2013 года Федеральный резерв США обозначил планы по выходу (tapering) из программы количественного смягчения QE3, европейские монетарные власти, в свою очередь, воздерживаются от расширения баланса ЕЦБ — видимых причин для увеличения предложения денег в глобальной экономике сегодня нет.

ПОЧЕМУ ИНФЛЯЦИЯ ОСТАЕТСЯ ПОДАВЛЕННОЙ В УСЛОВИЯХ РАБОТАЮЩЕГО «ПЕЧАТНОГО СТАНКА»?

С запуском процесса делевериджа в 2008 году экономика США попала в ловушку ликвидности. Обнулив процентные ставки, Федеральный резерв обратился к нетрадиционным инструментам монетарной политики в виде программ выкупа активов (QE), или, как часто говорят, начал «печатать» деньги. Важно понимать, что инфляции не возникает, так как напечатанные доллары идут на компенсацию падения объема кредита в экономике: каждый потраченный доллар, уплаченный в виде денег, дает тот же эффект, что и потраченный доллар, уплаченный в виде кредита. «Печатая» деньги, ФРС может компенсировать исчезновение кредита во время делевериджа с помощью повышения количества доступных денег. Поэтому и нет избыточного предложения денег в экономике, которое вызвало бы рост ценовых уровней.

Сегодня инфляционные ожидания (inflation breakevens) в США остаются подавленными, несмотря на значительный рост баланса ФРС ($3.5 трлн) благодаря нескольким программам выкупа активов (QE). Поэтому использование золота в качестве инфляционного хеджа нецелесообразно.

ЗОЛОТО VS. ГЛОБАЛЬНЫЙ СПРОС

В 2009 году впервые за многие годы центральные банки стали нетто-покупателями золота. Основной спрос на желтый металл сегодня обеспечивают развивающиеся страны, что частично является следствием роста резервов их центробанков. С учетом того, что львиную долю этих резервов составляют активы, номинированные в долларах США и евро, диверсификация через золото выглядит вполне нормальным и логичным явлением. К примеру, только 2% валютных резервов Китая сосредоточено в золоте.

Сравним это с 76% у США, 73% — Германии, 33% — ЕЦБ, 72% — Италии, 71% — Франции, 10% — Индии, 9% — России.

Несмотря на то что объем спроса на золото в 2012 году со стороны центробанков стал максимальным за последние 48 лет, на их долю приходится всего 10% от общего объема спроса (среднее значение с 2008 по 2012 годы — 4%). При этом 43% мирового спроса обеспечивает сегмент ювелирных изделий, 29% — инвестиционный спрос на слитки и монеты, 10% — технологическая промышленность, 6% — фонды ETF и тому подобное.

Высокий спрос на золото со стороны Китая и Индии во многом объясняется не только культурными традициями, но и отрицательными реальными процентными ставками — в этом случае золото выступает в качестве хеджа.

В 2013 году спрос на золото со стороны ювелирной индустрии и технологического сектора стагнирует. Отмечено резкое снижение спроса со стороны фондов ETF. Центральные банки (в особенности развивающихся стран) остаются нетто-покупателями желтого металла в своем желании разнообразить состав резервов, но их спрос не перевешивает выпадающий спрос других сегментов. Ожидаемая стагнация глобального спроса не создает основ для поддержания цен на золото и в будущем.

Интересно, но большая часть золота торгуемых на бирже фондов ETF весной–летом 2013 года была выведена из фондов-холдингов в Лондоне, отправлена в Швейцарию для расплавки, затем экспортирована в Гонконг и оттуда доставлена в Китай.

Золотодобывающие компании в полной мере ощутили негативные последствия от падения цены золота. Средняя себестоимость добычи в терминах total cash costs (включает расходы на заработную плату, энергию, поддержание действующих разработок) по крупнейшим компаниям отрасли (Goldcorp, Barrick Gold, Newmont и других) согласно данным Bloomberg, составляет $700 за унцию.

В терминах all-in sustaining cash costs, включающих в себя total cash costs (60%), CAPEX (30%), административные и общие затраты (5%), расходы на разведку и оценку затрат на экологию (2%) и тому подобное — около $1100 за унцию. Видно, что себестоимость близка к текущим котировкам золота на рынке, но ее можно значительно снизить как минимум за счет срезания CAPEX.

В СУХОМ ОСТАТКЕ

По нашему мнению, золото в долгосрочном периоде будет двигаться либо во флэте ($1300–1100 за тройскую унцию), либо в рамках медвежьего тренда.

В ближайшей перспективе ключевую роль для золота сыграет монетарная политика ФРС США: все идет к тому, что сворачивание программы выкупа активов QE3 начнется если не в декабре текущего года, то весной 2014 года. Это событие может оказать существенное влияние на глобальную финансовую систему: рынки испытали серьезный шок весной–летом 2013 года при первых упоминаниях о начале Fed tapering.

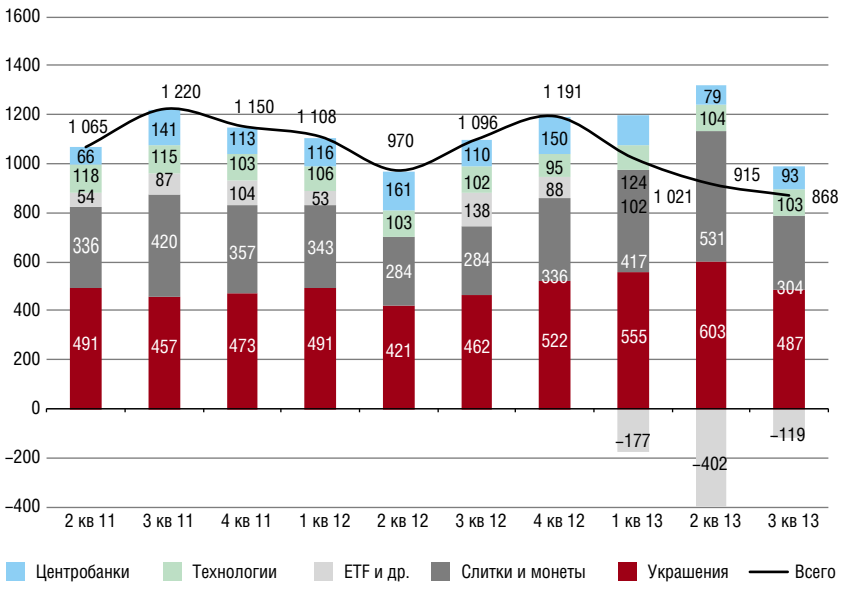
На ожиданиях сворачивания стимулирующих программ ФРС продолжается процесс нормализации процентных ставок. Доходности американских 10-летних treasuries, являющихся бенчмарком глобального долгового рынка, уже показали существенный рост в текущем году. При этом сырьевые активы, промышленные и драгоценные металлы, которые номинированы в американской валюте, испытывают понижательное давление.

Мировая экономика в обозримом будущем продолжит существовать в рамках стабильно низкой инфляции, а это является негативной средой для золота: в условиях положительных реальных процентных ставок финансовые активы генерируют большую доходность.

Согласно ожиданиям экономистов и аналитиков, опрошенных Bloomberg, к 2016 году цена золота останется в пределах $1200 за тройскую унцию.

ВСЕ ИДЕТ К ТОМУ, ЧТО СВОРАЧИВАНИЕ ПРОГРАММЫ ВЫКУПА АКТИВОВ QE3 НАЧНЕТСЯ ЕСЛИ НЕ В ДЕКАБРЕ ТЕКУЩЕГО ГОДА, ТО ВЕСНОЙ 2014 ГОДА

Рисунок 5
Спрос на золото по категориям, тонн



Источники: Thomson Reuters GFMS, World Gold Counsil