Рынок золота: ключевые риски и возможности

Борис КРАСНОЖЕНОВ,
глава аналитического отдела, Альфа-Банк

Перспективы инвестиционной привлекательности золота на горизонте 2021–2022 годов весьма неопределенны, так как приходится принимать во внимание целый спектр разнообразных факторов, объединенных в три основные подгруппы — макроэкономические факторы, отраслевые и внешние.

Среднерыночный уровень $1900 за унцию нам представляется более реалистичным, по крайней мере в первой половине 2021 года

Макроэкономические факторы включают масштаб бюджетных стимулов в США, смягчение/ужесточение риторики ФРС, в том числе обязательства по программе количественного смягчения (QE), динамику реальных процентных ставок, в том числе доходностей по 10-летним казначейским облигациям (КО) США, параметры инфляции и, наконец, ослабление/укрепление курса доллара.

К отраслевым факторам можно причислить рост/снижение производства золота, возможное возращение центральных банков (РФ и Китая) на рынок золота, спрос на ювелирные украшения из золота и наличие/отсутствие корреляции между биткойном и золотом.

Наконец, к внешним факторам, которые сильно влияют на цены на золото и восстановление экономической активности в мире, мы относим темпы процесса вакцинации на протяжении года, возможные вспышки случаев COVID-19, новые штаммы вируса и новые локдауны. Динамика цен на нефть — это еще один важный внешний фактор, когда речь идет о золоте.

Мы проанализировали все вышеперечисленные факторы, с тем чтобы выявить ключевые риски и возможности золотодобывающего сектора в 2021–2022 годах, и ожидаем, что цены на золото сохранятся в рамках диапазона $1800–2100 за унцию в 2021 году, если ФРС не продолжит смягчение монетарной политики и администрация Джо Байдена не примет дополнительные стимулы. Цена золота может приблизиться к верхней границе нашего диапазона на горизонте 6–12 месяцев. Тем не менее среднерыночный уровень $1900 за унцию нам представляется более реалистичным, по крайней мере в первой половине 2021 года. Умеренно позитивный взгляд на золотодобывающий сектор отражает опасения по поводу макроэкономической ситуации, которые уравновешиваются сильными фундаментальными показателями сектора, и повышенные риски в связи с развитием ситуации вокруг пандемии.

МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ ФАКТОРЫ

Макроэкономические факторы оставались ключевыми катализаторами динамики золота в последние 12–18 месяцев. Объявленный президентом Байденом пакет стимулов объемом $1.9 трлн вызвал возражения со стороны республиканцев. Размер пакета стимулов может быть сокращен, а его принятие отложено. Риторика ФРС может быть умеренно жесткой в этом году, при этом программа выкупа облигаций остается в силе. Тем не менее мы наблюдаем все больше разговоров в пользу возможного изменения риторики ФРС ближе к концу года, другие мировые центральные банки могут начать ужесточать монетарную политику. Так, по словам главы Центробанка Чехии, страна может повысить ставки два раза в этом году. Что касается долларовой инфляции, мы вполне разделяем консенсус-прогноз, в соответствии с которым она будет под контролем на кратко- и среднесрочном горизонте.

Некоторые эксперты долгового рынка полагают, что доходности 10-летних КО США могут приблизиться к 1.5% в первой половине 2021 года. Конечно, это мнение может быть вызывающим, однако следует отметить, что реальные процентные ставки оставались отрицательными с конца марта 2020 года, повышая привлекательность золота. Сейчас реальные ставки смещаются в сторону положительных значений, и мы наблюдаем все больше мнений в поддержку сценария устойчивого укрепления доллара. Мы считаем, что ожидания движения реальных ставок в сторону положительных значений, ужесточение риторики ФРС и укрепление курса доллара могут сбалансировать опасения рынка по поводу роста глобального долга и расширения баланса ФРС. Это будет оказывать давление на цену золота с макроэкономической точки зрения. Необходимо отметить, что курс юаня не укрепился к доллару с начала этого года. Может ли подобная ситуация служить сигналом более жесткой монетарной политики? Доллар США при этом сохраняет статус главной резервной валюты.

ОТРАСЛЕВЫЕ ФАКТОРЫ

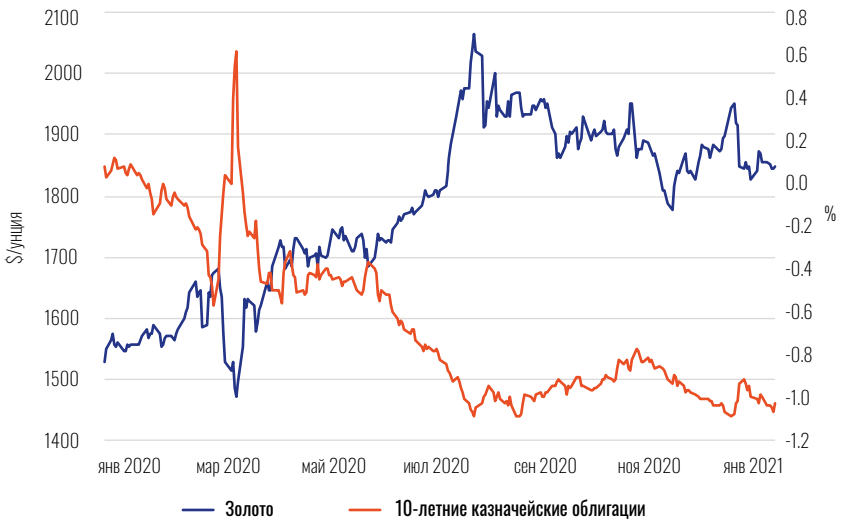
Более оптимистичная ситуация наблюдается в самом секторе золотодобычи, если проанализировать его фундаментальные показатели. Производство золота сильно не пострадало от пандемии. Высокие цены на металл могут стимулировать ответную реакцию в части предложения, однако количество новых золотодобывающих месторождений со значительной ресурсной базой и привлекательными экономическими характеристиками невелико. Мы сомневаемся, что производство золота сильно вырастет в этом году.

Что касается спроса, то покупатели возвращаются на рынок, особенно в сезон праздников и свадеб. Рост импорта золота в Индию и сильные данные по продажам ювелирных ретейлеров (например, Tiffany и Chow Tai Fook) рисуют позитивную картину. По ожиданиям источников на рынке, продажи ювелирных украшений вырастут на 15–35% г/г в 2021 году. На более долгосрочном горизонте рост реально располагаемых доходов, особенно в развивающихся странах, позволит потребителям приобретать больше изделий из золота. Китайская стратегия «двойная циркуляция» направлена на то, чтобы 500 млн китайских граждан перешли

Количество новых золотодобывающих месторождений со значительной ресурсной базой и привлекательными экономическими характеристиками невелико

Рисунок 1
Реальные ставки (10-летние краткосрочные облигации США) и цена золота

Источник: Bloomberg



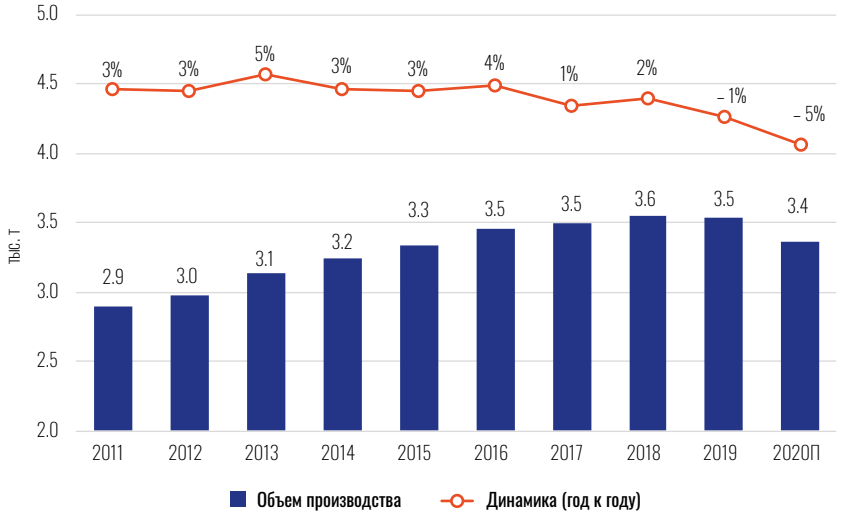


Рисунок 2
Производство золота
Источник: Bloomberg, GlobalData

в статус среднего класса на горизонте 10–15 лет. Это сопоставимо с населением Европы и в 1.5 раза превышает население США на сегодняшний день.

Мировые центробанки впервые почти за 10 лет стали чистыми продавцами золота во второй половине 2020 года. Возвращение центральных банков России, Турции и Китая на рынок и покупка дополнительных объемов золота может стать сильным катализатором сектора. Центробанк Индии должен сохранить покупки золота на среднесрочном горизонте, по данным рыночных источников. Индия является вторым после Китая крупнейшим потребителем золота в мире.

Последние два месяца курс биткойна демонстрировал впечатляющее ралли, сопровождавшееся сильной волатильностью. Хотя между биткойном и золотом проведено множество сравнений, мы считаем, что крупномасштабная замена золота биткойном маловероятна. Политика Центробанков не предполагает наличие позиций в криптовалюте. Ключевой риск для биткойна связан с возможным госрегулированием, сдерживающим его использование. При этом нет данных в пользу значительных продаж золота институциональными инвесторами или сокращения их позиций в золоте в пользу криптовалют.

Возвращение центральных банков России, Турции и Китая на рынок и покупка дополнительных объемов золота может стать сильным катализатором сектора

ВНЕШНИЕ ФАКТОРЫ

Многое в краткосрочном взгляде на золото определяется ситуацией с пандемией и вакцинацией населения. Успешность вакцинации предусматривает высокий риск для цен на золото. Тем не менее мы видим рост количества инфицированных людей по всему миру и особенно в развитых экономиках, тогда как новые штаммы вируса создают новые проблемы производителям вакцин и правительствам. Новая волна карантинов создает риск второй волны кризиса в некоторых экономиках.

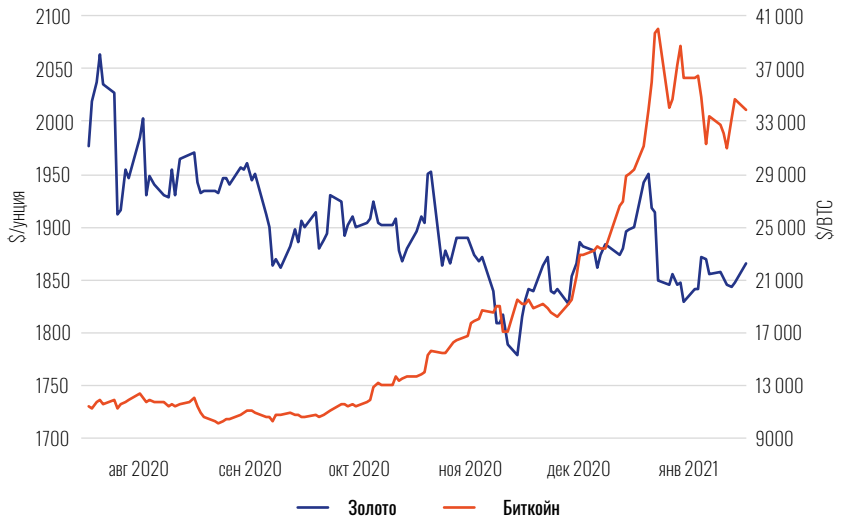


Рисунок 3
Цена золота и котировки биткойна
Источник: Bloomberg

Рисунок 4
Коэффициент «золото/серебро»
Источник: Bloomberg

Хотя между биткойном и золотом проведено множество сравнений, мы считаем, что крупномасштабная замена золота биткойном маловероятна

Можно также отметить интересную корреляцию между ценами на золото и ценами на другие сырьевые товары, которые традиционно пользуются спросом на рынке. Во-первых, мы по-прежнему позитивно смотрим на серебро. Волатильный коэффициент «золото/серебро», вероятно, будет находиться в диапазоне 60–75x на среднесрочном горизонте, что гораздо ниже его максимума 2020 года на уровне 120x. Учитывая агрессивное развитие технологий 5G и производство солнечных батарей, вполне допустим сценарий, при котором значение этого коэффициента может находиться в диапазоне 50–60x.

Рынок также уделяет большое внимание корреляции между ценами на нефть и ценами на золото. Если упростить общую картину, можно сказать, что пандемия негативно повлияла на нефтяные цены и позитивно — на стоимость золота. Наш позитивный взгляд на нефть с ожиданиями $55 за баррель Brent в 2021 году подтверждает факт ротации из защитных в циклические активы реального сектора. Учитывая сложность и низкую прозрачность ситуации вокруг пандемии, цены на нефть, наряду с коэффициентом «золото/серебро», могут стать неотъемлемым индикатором цен на золото. Долгосрочный восходящий цикл в сегменте золота, который начался с 1971 года, продолжался в среднем 27 кварталов. С оглядкой на исторический опыт эксперты указывают на то, что нынешний цикл на рынке золота, который начался в IV квартале 2018 года, продолжается только 8 кварталов с паузой в IV квартале 2020 года. Мы подтверждаем свой осторожный краткосрочный взгляд на золото (на горизонте 3–6 месяцев), умеренно позитивный — на горизонте 12–18 месяцев и оптимистичный — на горизонте 2021–2022 годов.

Долгосрочный восходящий цикл в сегменте золота, который начался с 1971 года, продолжался в среднем 27 кварталов

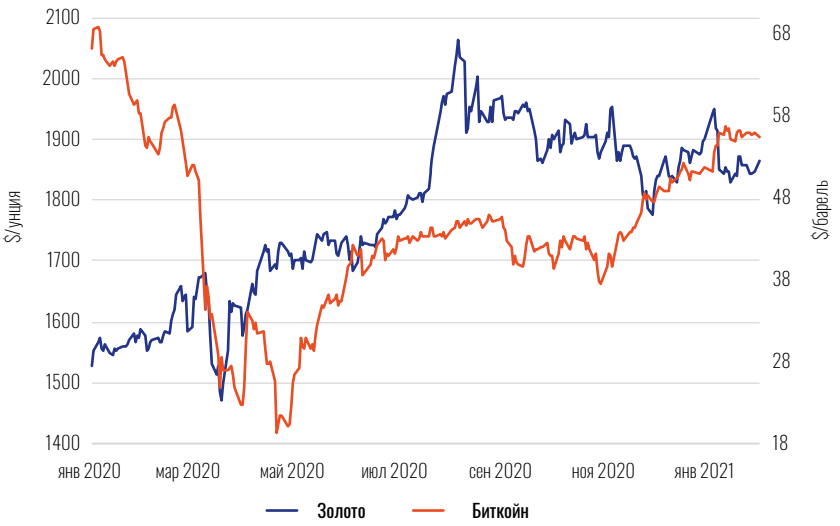



Рисунок 5
Золото и цена на нефть
Источник: Bloomberg