Преимущества инвестиций в драгметаллы для локального инвестора

Александр КАМЫШАНСКИЙ,
заместитель директора, управление анализа экономики и рынка облигаций, Газпромбанк

Андрей КУЛАКОВ,
CFA, FRM, начальник департамента анализа финансовых рынков, Газпромбанк

Драгоценные металлы на финансовых рынках зачастую воспринимаются как защитные активы, способные сохранить вложения инвесторов во времена кризисов и политических потрясений, однако они нередко демонстрируют сильную позитивную динамику и в периоды экономического роста. Наибольшей популярностью среди инвесторов пользуются золото, серебро, платина и палладий.

Несмотря на сохраняющийся профицит на рынке золота, цены за последние 3 года выросли более чем на 56 %, и мы ожидаем сохранения данной тенденции

РЫНОК ЗОЛОТА

Мировое предложение золота включает два основных источника:

- производство золота в объеме 3–4 тыс. тонн в год. Крупнейшие страны-производители — США, Китай, Канада, Австралия и Россия;
- вторичная переработка (переплавка) золота обеспечивает 1.0–1.5 тыс. тонн в год.

Мировое потребление золота в последнее десятилетие колеблется в диапазоне 4–5 тыс. тонн в год, за исключением 2020 г., когда оно опустилось ниже 4 тыс. тонн на фоне пандемии коронавируса.

За последние 10 лет (2014–2024 гг.) спрос на золото варьировался от года к году, но в итоге остался стабильным из-за разнонаправленного изменения его основных компонент: ювелирного, инвестиционного и промышленного спроса:

- Инвестиционный спрос (50 % от общего потребления в 2024 г.) состоит из двух основных компонент: частный инвестиционный спрос в форме покупки слитков и монет (27 % в 2024 г.), а также покупки золота центробанками (23 % в 2023 г.). С 2022 г. именно спрос центральных банков выступает основным драйвером роста.
- Ювелирный спрос (42 % спроса в 2024 г.). Производство ювелирных изделий в последнее десятилетие сокращалось средним темпом 1.5 % в год на фоне умеренного роста мировой экономики и смены потребительских привычек.
- Промышленный спрос (7 % спроса в 2024 г.). Золото также используется в промышленности, преимущественно в электронике. Однако в последнее десятилетие спрос снижался темпами ~2 % в год на фоне роста популярности иных сплавов для электроники.

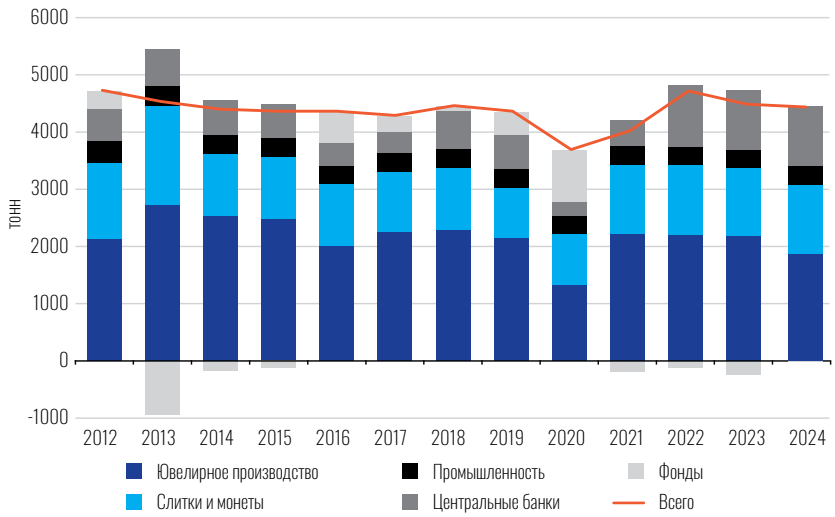


Рисунок 1
Спрос на золото по направлениям

Источник: World Gold Council

Несмотря на сохраняющийся профицит на рынке золота, цены за последние 3 года (2022–2024 гг.) выросли более чем на 56 %, и мы ожидаем сохранения данной тенденции. Способствовать такой динамике будут следующие факторы:

- Стартовавший цикл снижения мировых процентных ставок должен оказать поддержку ценам на золото (как активу без прямого дохода), подобно предыдущим циклам: 2000–2003, 2007–2009, 2019–2020 гг.
- Повышенный объем закупок золота центральными банками, в том числе из-за изменения предпочтений по резервным инструментам. Так, в 2024 г. покупки золота международными центральными банками составили 1045 тонн, что сопоставимо с уровнями 2023 г. Мы не ожидаем, что объемы покупок центральными банками опустятся ниже уровня в 1000 тонн, превышенного в 2022–2024 гг.
- Усиление неопределенности в отношении торговой политики США после прихода к власти новой администрации.
- Рост удельных затрат на производство золота.

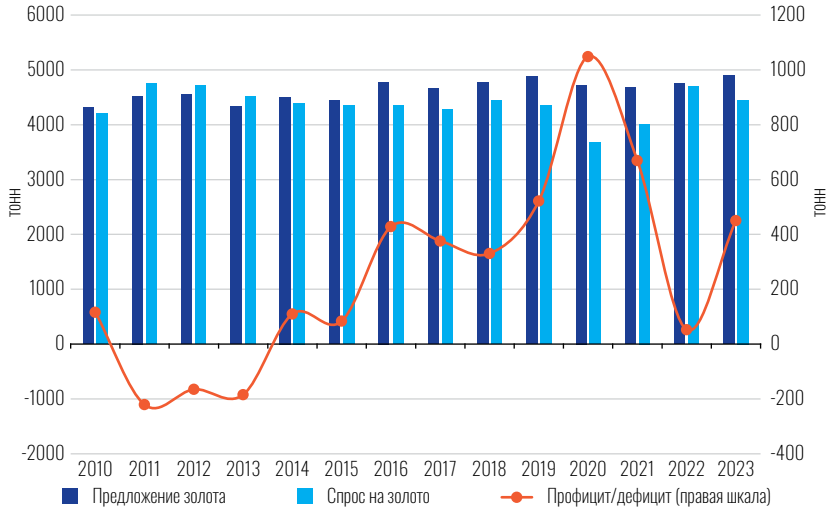
Мы позитивно смотрим на рынок золота и полагаем, что даже в случае неблагоприятного развития ситуации среднегодовой уровень цены будет не ниже 2600 долл./унц. Рыночный консенсус предполагает, что к концу 2025 г. цены на золото останутся на повышенных уровнях и будут варьироваться в диапазоне 2800–3000 долл./унц.

РЫНОК СЕРЕБРА

Серебро является одновременно как драгоценным (как и золото), так и промышленным металлом. На долю промышленного спроса на рынке серебра приходится около 55 %, что существенно выше, чем на рынке золота (~7 %). В связи с этим в некоторые периоды времени большее влияние на цены оказывают ожидания по монетарной политике, в то время как в другие периоды — экономические индикаторы, которые важны для рынка полезных ископаемых (такие как промышленное производство и рост ВВП).

Рисунок 2
Баланс спроса и предложения на рынке золота

Источник: World Gold Council



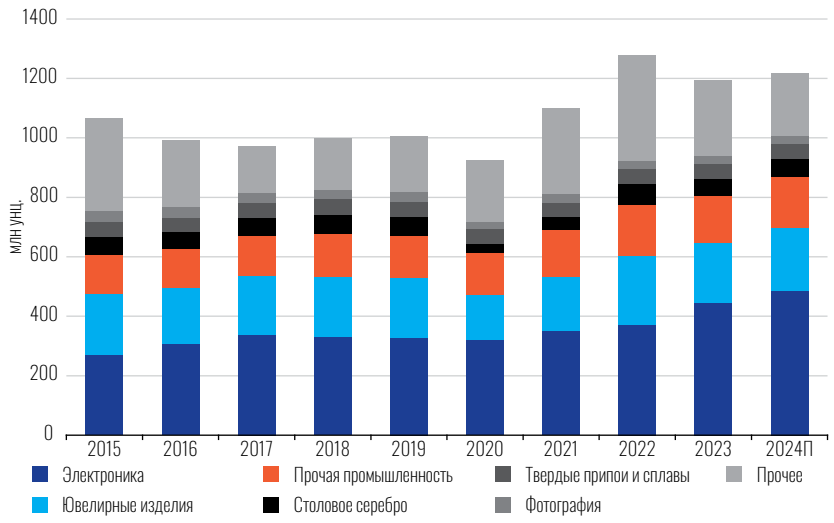


Рисунок 3
Спрос на серебро по отраслям

Источник: The Silver Institute

В промышленности серебро используется для производства электротехники и электроники, солнечных батарей и энергоемких аккумуляторов. Еще 17% приходится на ювелирное производство, около 5% — на производство столового серебра.

Основными странами — потребителями серебра являются Китай (40%), США (20%), Япония (15%) и Индия (6%).

Бóльшая часть добычи серебра является побочной (60%), еще 23% — первичной, остальное приходится на вторичную переработку.

Основными регионами — производителями серебра являются Мексика (24%), Китай (13%), Перу (13%), Чили (6%). На Россию приходится около 5% глобального производства.

Исторически цены на золото и серебро двигались в одном направлении, однако за последние 3 года цены на золото (+56%) существенно опередили динамику цен на серебро (+36%). Это привело к тому, что соотношение цены серебра и золота (то, во сколько раз золото дороже серебра) приблизилось к пиковым ~90, тогда как на протяжении последнего десятилетия находилось в более узком диапазоне 65–75.

Как мы писали выше, по нашим оценкам, в 2025 г. цены на золото сохранятся высокими, при этом цены на серебро могут продемонстрировать ускоренный рост и сократить отставание от золота ввиду ряда факторов:

- Более активное развитие сферы «зеленой» энергетики, так как серебро широко используется в производстве солнечных батарей и энергоемких аккумуляторов.
- Существенное снижение запасов серебра в слитках — на ~543 млн унций за последние три года, что эквивалентно ~2/3 среднегодовой добычи. Столь резкое сокращение объясняется дефицитом серебра на рынке, который с 2022 г. составляет ~200 млн унц. Учитывая, что запуск новых месторождений занимает длительный период (вплоть до 10 лет), переход рынка от дефицита к профициту в ближайшее время маловероятен, что также будет оказывать поддержку ценам на серебро.

Важно отметить, что добыча серебра отличается от добычи большинства металлов. Около 60% добывается в виде побочного продукта при извлечении других металлов (в основном меди, золота, цинка, свинца), из-за чего быстрое наращивание производства в ответ на рост спроса невозможно. При этом запуск исключительно серебряных рудников ограничен низкой рентабельностью подобного бизнеса.

КАКИЕ ЕСТЬ ИНСТРУМЕНТЫ ИНВЕСТИРОВАНИЯ В ДРАГОЦЕННЫЕ МЕТАЛЛЫ?

В последние десятилетия — по мере развития финансовых рынков — помимо физической покупки

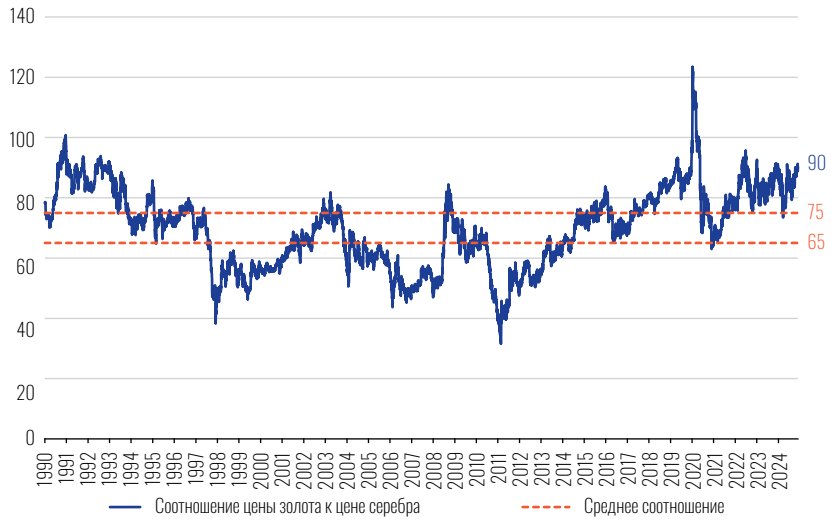


Рисунок 4
Соотношение цены золота к цене серебра

Источник: LME

драгоценных металлов появились и новые способы инвестиций в них. Давайте разберем, какие возможности по вложению средств в драгоценные металлы есть у российского инвестора.

1) Покупка **слитков и монет** позволяет физически обладать драгоценным металлом — это самый простой и понятный для розничного инвестора способ вложений. Дополнительную привлекательность подобным инвестициям придает отмена НДС на покупку физлицами слитков из драгметаллов. Однако приобретение физических активов несет и ряд существенных минусов, среди которых высокая стоимость хранения, риск физического повреждения, кража. Стоит также отметить ограниченную ликвидность подобных вложений.

2) При открытии **обезличенного металлического счета (ОМС)** клиент становится владельцем рублевого эквивалента драгоценного металла и не сталкивается с необходимостью его физического хранения. Среди минусов такого инструмента — широкий спред между ценой покупки и продажи металла, который может составлять вплоть до 10% и перекрывать доходность от вложения, а также отсутствие начисления процентов на остаток.

3) Вложения **в ПИФы** на драгметаллы. В данном случае инвестор также не сталкивается с необходимостью обращения с физическим золотом, однако реальный доход будет ниже относительно фактической доходности золота ввиду комиссии управляющей компании.

4) Покупка **акций металлургических компаний.** Инвестор не является собственником драгметалла напрямую, а делает ставку на отрасль в целом или на отдельного ее представителя. Важно понимать, что акции компании также могут демонстрировать повышенную волатильность вследствие влияния операционного рычага компании и подвержены корпоративным рискам.

5) **Инвестирование в цифровые финансовые активы (ЦФА)** на драгметаллы. Данный инструмент является аналогом привычных инвестору финансовых инструментов, однако выпускается на блокчейне с использованием смарт-контрактов. В настоящее время на рынке России представлены инструменты с привязкой к цене золота или к корзине драгоценных металлов. К минусам инструмента можно отнести сложность его восприятия для розничного инвестора, а также ограниченные возможности инвестора на вторичном рынке.

6) В последние два года на российском рынке появился абсолютно новый класс инструментов с привязкой к цене золота или серебра — **«золотые» и «серебряные» облигации.** На наш взгляд, облигации с привязкой к цене на золото и серебро — одна из наиболее привлекательных возможностей участия в росте цен на данные драгметаллы.

Важно отметить, что цены на драгоценные металлы рассчитываются на международном рынке в иностранной валюте. Таким образом, инвестиции в драгоценные металлы для локального инвестора являются одним из инструментов защиты от ослабления рубля. Мы ожидаем, что к концу 2025 г. рубль ослабнет до 107.2/долл. и 14.8/юань, а в последующие годы сохранит тренд на умеренную девальвацию в 3–4% в год. В случае реализации данного сценария рублевый инвестор в драгоценные металлы получит дополнительный доход.

ПОЧЕМУ СТОИТ ПРИСМОТРЕТЬСЯ К «ЗОЛОТЫМ» И «СЕРЕБРЯНЫМ» ОБЛИГАЦИЯМ?

Основной отличительной чертой вложений в «золотые» и «серебряные» облигации по сравнению с другими инструментами является наличие высокого купонного дохода (4.0–5.5% по обращающимся выпускам), помимо непосредственного эффекта от роста базового актива.

Сейчас рынок «золотых» облигаций представлен тремя выпусками Селигдара совокупным объемом 19 млрд руб., а также выпуском Полюса объемом 15 млрд руб. Кроме того, в декабре 2024 г. был размещен первый «серебряный» выпуск облигаций Селигдара в эквиваленте 0.3 млрд руб.

С момента размещения первого «золотого» выпуска в апреле 2023 г. совокупный доход, который облигации принесли своим инвесторам, составил 67%. Стоит также отметить, что облигации с привязкой к ценам на драгметаллы ликвидны, а транзакционные издержки по ним минимальны.

Отметим, что эмитентом облигаций с привязкой к ценам на драгметаллы выступает частная компания, ввиду чего необходимо учитывать ее кредитный риск. Мы оцениваем кредитный риск текущих эмитентов как низкий. Стоит также принимать во внимание, что выпуск облигаций с привязкой к цене драгоценного металла для производителя — это естественный хедж от волатильности цен на ключевую продукцию, что само по себе снижает кредитные риски эмитента для инвесторов. **Учитывая ожидания по дальнейшему росту цен на золото и серебро, а также умеренному ослаблению рубля, мы полагаем, что данный класс активов продолжит приносить инвесторам высокий доход.**

С момента размещения первого «золотого» выпуска в апреле 2023 г. совокупный доход, который облигации принесли своим инвесторам, составил 67%