Золото продолжает обновлять рекорды

Борис КРАСНОЖЕНОВ,
начальник управления аналитики по рынку ценных бумаг, Альфа-Банк

Основная роль золота в мировой финансовой системе — сохранение стоимости и защита от инфляции. Золото всегда было и остается защитным активом с точки зрения геополитических рисков. На рынке присутствуют ожидания эскалации торговых войн и геополитических рисков в ряде регионов, которые могут привести к нарушению логистических цепочек, различного рода новым экономическим санкциям и торговым барьерам, заморозкам активов, дефолтам по долговым обязательствам, банкротствам финансовых институтов и, конечно, инфляции.

Также отметим, что золото является небольшой частью мировой финансовой системы. Когда на него начинает расти спрос, предложение оказывается недостаточным и часто приводит к взрывному росту цен (Рисунок 1).

Драгметалл за последний месяц продемонстрировал высокие темпы роста, перешагнув прогнозные уровни большинства участников рынка. Цена золота превысила психологически важную отметку в $3500 за унцию. Только за последний

Рисунок 1
Динамика цены золота

Источники: международные базы данных, Альфа-Банк

месяц золото выросло еще на 11 % м/м на фоне усиления макроэкономических и геополитических рисков. Крупнейшие инвестиционные дома уже говорят о возможном росте цены золота до $4000 за унцию и выше. Масштабы и скорость роста цен на золото можно сравнить с предыдущими пиками, хотя темпы ускорились. После отмены золотого стандарта в 1971 г. золото выросло почти в 20 раз до $800 за унцию к 1980 г. Можно справедливо отметить, что золото в дальнейшем скорректировалось до $250–300 за унцию в конце 1990-х гг. и вернулось к уровню $800 за унцию лишь в 2008 г. При этом если мы скорректируем текущую цену золота на рост объема денежного предложения с 1980 г., то текущая цена золота окажется на 75 % ниже пиковых уровней в 1980-м. Может быть, поэтому на рынке идут экспертные дискуссии о росте цены на золото выше $10 000 за унцию?

Эскалация тарифных войн продолжила оказывать давление на мировые рынки, в то время как индекс доллара США (DXY) снижался до 98 пунктов в апреле на риторике властей США в отношении ФРС. Доверие инвесторов к американским активам начинает ослабевать на фоне развития макроэкономической и геополитической ситуации и продолжающегося падения основных индексов рынка акций США, что делает золото фактически единственным универсальным защитным активом со значительной ликвидностью. Можно отметить, что индекс отношения NASDAQ-100 к цене золота упал ниже уровня начала пандемии в I квартале 2020 г. При этом консенсус рынка предполагает продолжение восходящего тренда в золоте на фоне сохранения рекордного спроса со стороны мировых ЦБ, ETF и физических лиц.

Мировые ЦБ стали одними из основных покупателей физического золота в последние годы. Доля инвестиций в золото от мировых финансовых активов снизилась в 10 раз в период с 1960 по 2016 г. Однако за последние пару лет в условиях сильной макроэкономической неопределенности наблюдается высокий спрос со стороны центральных банков, который достиг абсолютных исторических максимумов в 2023–2025 гг. Почему мировые ЦБ покупают золото? Даже если убрать в сторону геополитические факторы, то статистика демонстрирует, что агрегат денежного предложения (M2) с начала нулевых годов вырос более чем в 4 раза, продемонстрировав значительное ускорение с 2020 г. Ниже представлен график корреляции динамики M2 с ценами на золото. Наблюдается переток ликвидности из казначейских обязательств США в золото на уровне мировых ЦБ, включая Китай. В ряде СМИ также появлялись статьи со ссылками на европейских регуляторов, которые ставят под сомнение абсолютную надежность долговых обязательств США. Такое развитие ситуации оказывает дополнительную поддержку ценам на золото.

Если посмотреть на статистику, то государственный долг США удваивается каждые 8 лет с того момента, как Рональд Рейган стал президентом США в 1981 г. Очень сильный рост государственного долга с 2020 г. пришелся на период повышения ставки ФРС, что привело к росту стоимости обслуживания долга до $1 трлн в год. Впервые в истории затраты на обслуживание государственного долга превысили расходы на оборону и государственное медицинское обслуживание. Госдолг США вырос на $2.2 трлн за 2024 г. Иными словами, в 2024 г. рост ВВП США на $1.0 потребовал увеличения долга на $3.9 (по сравнению с $3.6 в 2023 г.). Таким образом, экономический рост в США был во многом иллюзией и оказался результатом агрессивного роста государственных заимствований.

Центробанки продолжают покупать золото: мы считаем, что эта тенденция сохранится в течение 2025 и 2026 гг. на фоне до сих пор относительно низкой доли золота в структуре активов мировых ЦБ.

Покупки физического золота фондами ETF (Рисунок 3), специализирующимися на золоте, также являются важным драйвером спроса на золото. Притоки в золотые ETF только за третью неделю апреля превысили $8 млрд, что является абсолютным историческим рекордом. Глобальные золотые ETF продолжают демонстрировать значительный приток средств, который в марте составил $8.6 млрд, а по итогам I квартала 2025 г. — $21 млрд (226 тонн золота). Инвесторы активно обращаются к защитным инструментам в текущей турбулентной ситуации, а в период, когда казначейские облигации и доллар США теряют свой статус главных защитных активов, спрос на золото растет. Тем не менее примечательно, что Народный Банк Китая ввел 13-процентный тариф на покупку фьючерсов на золото на Шанхайской бирже несколько недель назад. Возможно, именно это решение испугало спекулянтов по всему миру. Так, в апреле был зафиксирован максимальный с 2011 г. суточный отток средств из крупнейшего «золотого» ETF SPDR Gold Trust ($GLD) — инвесторы изъяли $1.3 млрд. Тем не менее эта ситуация объясняется тем, что Китай в процессе закупок золота в свои резервы таким образом пытается бороться с достаточно высокой ценой на золото. В Азии приток средств в золотые ETF продолжался четвертый месяц подряд: в марте фонды привлекли почти $1 млрд, а по итогам I квартала — $3.3 млрд. В марте самый высокий спрос наблюдался в Китае и Японии, что, вероятно, было обусловлено стремительным ростом цен на золото (которое в этом месяце дорожало быстрее других активов), а также рисками, связанными с глобальной торговой политикой.

Спрос со стороны физических лиц является дополнительным важным фактором, поддерживающим рост цен на физическое золото. Мы полагаем, что одним из основных факторов, определяющих рост спроса на физическое золото, становится новая структура инвестиционных портфелей состоятельных физлиц (high net worth individuals, HNWI). Мы все хорошо знакомы с классической структурой инвестиционного портфеля (60/40, когда 60 % средств вкладывается в акции и 40 % — в долговые инструменты). С учетом нарастающих инфляционных, макроэкономических, логистических и геополитических рисков, а также по мере появления новых классов активов и роста интереса к альтернативным активам мы видим, что инвесторы в глобальном масштабе переходят к новой структуре портфеля, в котором доля акций и долговых инструментов может составлять соответственно 45 и 15 %. При такой структуре доля золота в портфеле может достигать 25 %. Долю физического золота можно оценить на уровне 10–15 %. Инвесторы также направляют средства в акции золотодобывающих компаний, которые торгуются близко к историческим минимумам, золотые облигации и различные структурные продукты, базирующиеся на привязке к золоту. Определенную долю в таких портфелях инвесторы начинают отводить

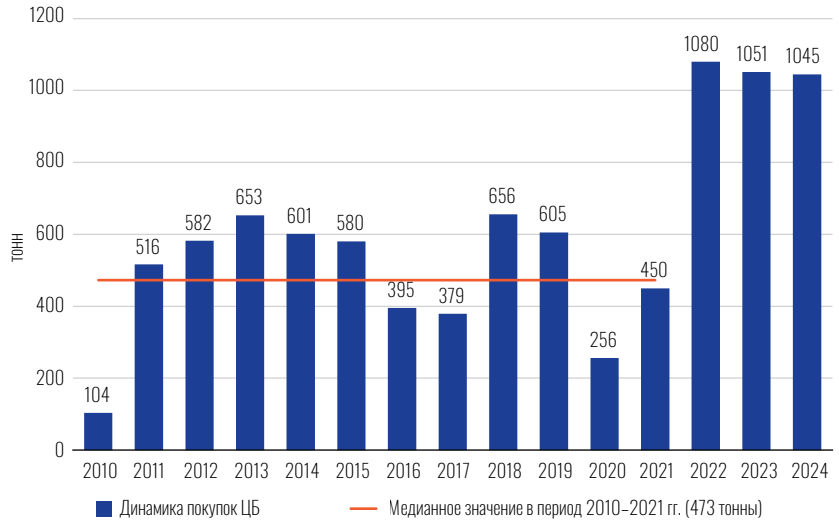


Рисунок 2
Динамика покупок золота ЦБ и медианное значение

Источники: международные базы данных, WGC, Альфа-Банк

цифровым активам и сырьевым товарам (commodities). На некоторых сырьевых рынках (включая, например, медь и кобальт) ощущается рост структурного дефицита, в то время как наблюдаемые уровни цен снижают привлекательность проектов по разработке новых месторождений. Предлагаемая в нашем июльском отчете новая структура инвестиционного портфеля (Рисунок 4) не является эталоном или константой, однако очевидно, что инвесторы уже начали переосмыслять структуру своих портфелей, и это переосмысление уже повлекло за собой определенный переток средств из классических активов (акции и долговые инструменты) в золото и другие альтернативные классы активов.

Нельзя отрицать, что цены на золото также растут и за счет достаточно спекулятивных факторов. Например, в недавнем прошлом президент США Дональд Трамп пообещал посетить Форт-Нокс, чтобы убедиться, что золото находится там в целости и сохранности. Официально в хранилище драгоценных металлов США хранится более половины золотых резервов Минфина на общую сумму почти $430 млрд. Форт-Нокс, расположенный в штате Кентукки, является военной базой США, которая служит основным хранилищем золотого запаса Америки. Это хранилище было создано в 1930-х гг. для защиты золота от потенциальных иностранных атак. Первая партия драгметалла прибыла в 1937 г. по почте из Филадельфийского монетного двора и Нью-Йоркского бюро. Во время Второй мировой войны в Форт-Ноксе хранились важные документы США. В настоящее время в нем хранится 4175 тонн золота, что эквивалентно почти половине золотых резервов Китая и в четыре раза превышает резервы центрального банка Швейцарии. В 1974 г. группе журналистов и делегации Конгресса было позволено войти внутрь, что стало первым официальным визитом с момента основания Форт-Нокса. В 2017 г. министр финансов Стив Мнучин, губернатор Кентукки Мэтт Бевин и несколько представителей Конгресса стали второй группой, посетившей хранилище. Следующим посетить хранилище собирается Дональд Трамп в текущем году, но точной даты пока нет, а достоверность предоставленной информации по наличию драгметалла в хранилище вызывает определенные сомнения. Интересно, что с момента прихода новой президентской администрации США активно импортируют золото. Только в январе 2025 г. более 400 тонн золота было поставлено в США.

Серебро также можно рассматривать как инвестиционный актив, защищающий от инфляции. Основными драйверами спроса на серебро являются промышленное применение металла

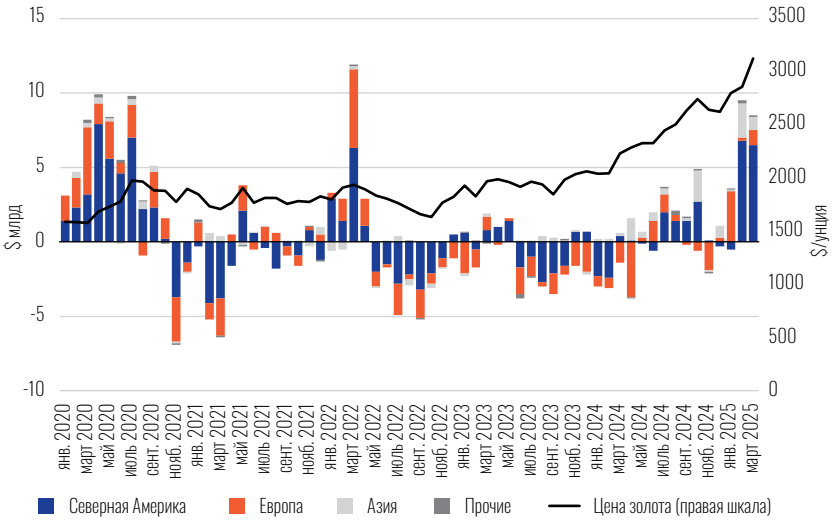
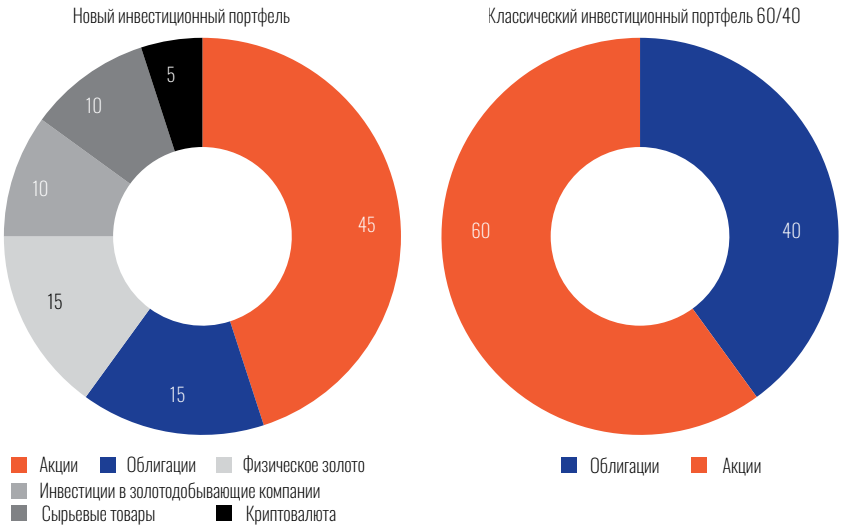


Рисунок 3
Динамика изменения золотых ETF и цены золота

Источники: международные базы данных, WGC, Альфа-Банк

Рисунок 4
Сравнение двух структур портфеля, %

Источники: Incrementum AG, Альфа-Банк



и спрос на серебро как инвестиционный актив. Рост объемов добываемого серебра в промышленности, прежде всего в производстве солнечных батарей, стал основным драйвером роста цен на серебро в прошлом году. Доля серебра, используемого для производства солнечных батарей, выросла с 5–10 до 25–30 % за последние несколько лет. Активное развитие сектора ВИЭ, в том числе в Китае, продолжается. Китай представляет около 40 % мировой промышленной базы, в то время как промышленное производство в Китае выросло на более чем на 6 % г/г в I квартале 2025 г. Что касается предложения, то около 70 % серебра добывается как побочный продукт при добыче меди, золота, цинка и других металлов. Мы не ожидаем значительного увеличения добычи серебра в 2025–2026 гг.

Динамика цен на серебро имеет определенную корреляцию с ценами на золото. Сильный инвестиционный спрос на физическое золото оказывал поддержку ценам на серебро в 2024 г. Как инвестиционный актив серебро менее ликвидно, чем золото. При дефиците золота в случае сильного ралли инвесторы начинают покупать серебро. Относительно низкая ликвидность серебра при таком сценарии может приводить к значительному росту цен на металл на краткосрочном горизонте.

Соотношение цен на золото и серебро сейчас находится на достаточно высоком уровне. Следовательно, можно ожидать ускорения роста цен на серебро. Учитывая, что золото торгуется на уровне $3330 за унцию (на дату закрытия 29 апреля 2025 г.), а серебро котируется по $33.3 за унцию, соотношение составляет 100 к 1 (Рисунок 5). Поскольку золото, скорее всего, продолжит дорожать, в ближайшее время, вероятно, произойдет рост цен на серебро. Таким образом, можно отметить: если вы считаете, что упустили золото, просто купите немного серебра. Это особенно актуально, поскольку золото вряд ли прекратит свою тенденцию к достижению рекордных максимумов в этом году и может подняться еще выше. Как следствие, серебро может продемонстрировать положительную динамику в этом году.

Тем не менее отметим, если сравнивать эти два драгметалла — золото действует, как деньги. Более того, центральные банки хранят золото, а не серебро. Серебро иногда играет роль инвестиционного актива, но в основном остается в промышленном применении. В то же время основное применение золота — это использование его в качестве денежного эквивалента и защитного актива. В промышленных целях используется лишь незначительное количество золота.

Рисунок 5
Индекс золото/серебро

Источники: международные базы данных, Альфа-Банк