

В феврале этого года мы предлагали нашим клиентам фундаментальный взгляд на рынок золота и возможные сценарии развития событий на нем на год вперед (03.02.17 «Золото – Сценарии 2017»). Спустя полгода мы возвращаемся к нашим сценариям с целью сопоставить прогнозы и факт, а также при необходимости внести коррективы в прогнозы.

### Разбор полетов

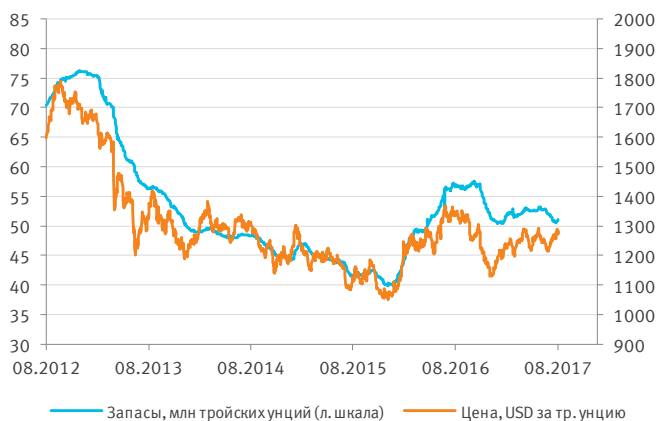
В нашем февральском обзоре в качестве наиболее вероятного мы указывали на сценарий роста цен на «вечный металл» до 1350 долларов за тройскую унцию до конца года. При этом менее вероятным мы видели сценарий 1250 долларов. К нашему удовлетворению цены на золото за последние полгода не только проследовали по тренду нашего базового сценария, но и с высокой точностью повторили помесечную динамику.



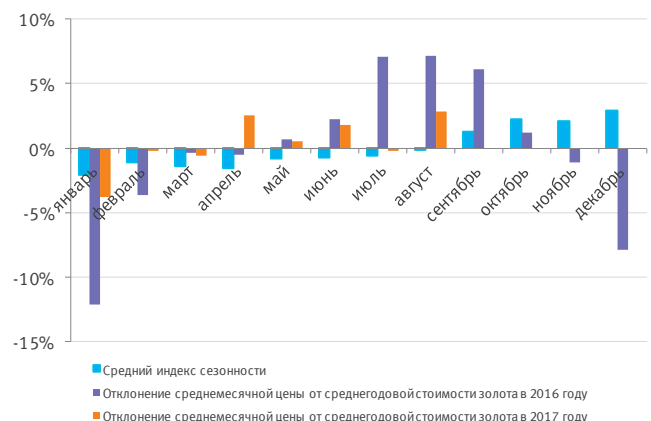
### Текущая динамика мировых цен на золото

Динамика цен на золото в первой половине 2017 года демонстрировала оптимизм относительно конца прошлого года, когда цены провалились к уровню 1124 долларов за тройскую унцию под влиянием повышения процентной ставки ФРС США в декабре 2016 года и проведенной деноминации в Индии в ноябре-декабре прошлого года. Данные негативные факторы были отыграны рынком и постепенно цены начали разворачиваться вверх. Тем не менее, положительная динамика ограничивалась уровнем 1300 долларов за тройскую унцию, который достигался в апреле и в мае текущего года и от которого начинались массивные продажи, продавливавшие цену к уровню 1200 долларов за тройскую унцию. В прошедшую пятницу рынки драгоценных металлов вновь охватил оптимизм, и цены все же прорвались выше уровня 1300 долларов за тройскую унцию на волне покупок, произошедших на фоне теракта в Барселоне.

Цена на золото и динамика запасов в золотых ETF-фондах



Средняя сезонность ценовой динамики на рынке золота



Поддержку рынку золота оказывает напряженная геополитическая ситуация в мире, сопровождаемая обострившимися конфликтами на Корейском полуострове, Ближнем Востоке, а также локально по отдельным регионам мира. Соответственно обострению конфликтов наблюдается периодический всплеск спроса на золотые слитки в Азии и Европе. Политическая неопределенность новой администрации Белого дома и постоянная угроза импичмента президенту США также повышают риски.

Однако ужесточение денежно-кредитной политики ФРС США вызвало рост реальных процентных ставок по всему миру, что в первой половине 2017 года оказывало отрицательное влияние на вложения в ETF-фонды, оставшиеся чуть ниже среднего уровня прошлого года. Продажи монет и слитков в первом полугодии текущего года резко снизились, показав небольшое восстановление лишь в июле 2017 года.

Китай и Индия по-прежнему задавали тон на рынке физического металла. Премии на поставку золота в Китае постепенно снизились до уровня 4-7 долларов за тройскую унцию, показывая увеличение доступности металла, импорт которого по данным GFMS, немного вырос во втором квартале текущего года. При этом, по словам трейдеров, никакого импорта золота в Китай не производилось, так как рынок был полностью закрыт. Под влиянием увеличения экологических требований к добывающим компаниям добыча золота в Китае в первом полугодии сократилась на 8,9% к аналогичному периоду прошлого года. Потребление золота в Китае в данный период выросло на 10% из-за резкого роста спроса на золотые слитки, причем спрос на ювелирные изделия сокращался.

В Индии в первом полугодии наблюдался активный импорт золота, компенсировавший резкое падение в конце прошлого года. Свадебный сезон весной прошел крайне активно, выросло потребление не только ювелирных изделий, но и слитков. При этом дилеры активно накапливали запасы золота для покрытия потребления во втором полугодии текущего года. С 1 июля 2017 года в Индии повсеместно был введен налог на товары и услуги (GST), который заменил множество разнообразных местных налогов. Налог GST для золота составит в среднем 13,5%.

С одной стороны, это улучшит ситуацию на местном рынке золота, так как сделает его более прозрачным, а также снизит затраты потребителей в некоторых штатах. С другой стороны, в штатах, имевших ранее более низкие налоги для покупки золота, затраты повысятся. К тому же остается неясным, будут ли облагаться налогом продажи ювелирных изделий на вторичном рынке. Значительные перемены для основных участников внутреннего индийского рынка золота привели к наращиванию запасов в первом полугодии текущего года, а также к ожиданию снижения объемов импорта золота в страну во втором полугодии 2017 года.

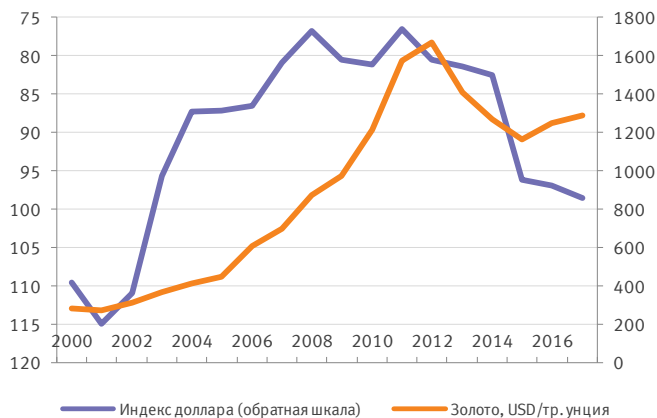
Однако по поступающим сообщениям в августе наблюдался повышенный объем импорта золота в Индию из Южной Кореи, который по найденной лазейке в таможенном законодательстве производился беспощинно. Подобные поставки обвалили дисконты на внутреннем индийском рынке до -11 долларов за тройскую унцию. В середине августа правительство начало расследование причин роста импорта золота из Южной Кореи с целью пресечения незаконных операций, что потенциально может резко сократить импорт металла в страну в ближайшие месяцы. По предварительным оценкам импорт золота в Индию во втором полугодии будет ниже, чем в первом, хотя возможен рост контрабандных поставок.

Значительное ослабление курса доллара США, наблюдающееся на протяжении всего 2017 года, поддерживает стоимость золота. В декабре, марте и июне ФРС повышала ставки три квартала подряд. Между тем, в ближайшие полгода минимум американский денежный регулятор планирует взять паузу. В последние две недели усилилась риторика со стороны ФРС по поводу дальнейших планов и оценок состояния экономики. При получении намеков на возможное замедление темпов повышения процентных ставок и нескорое начало сокращения баланса ФРС участники рынка охватил оптимизм.

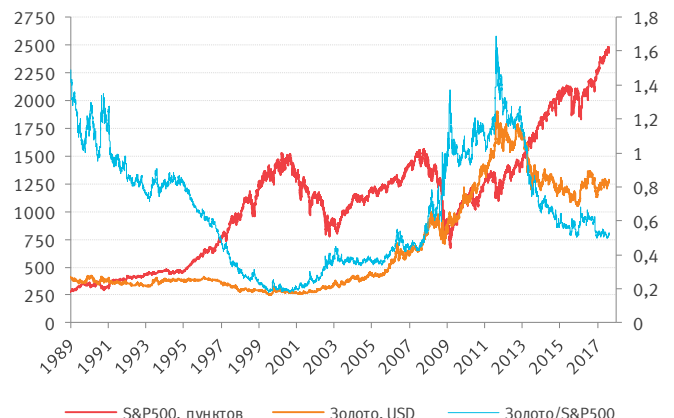
Следующее повышение процентной ставки ожидается не ранее декабря 2017 года, в сентябре также ожидаются разъяснения относительно сжатия баланса ФРС, а само сжатие по предварительным оценкам может начаться в октябре. Торможение регулятором темпов повышения процентных ставок оказывает поддерживающее влияние на цены золота, однако потенциальное ожидание их роста значительно ограничивает потенциал роста цен. Рынки также ожидают традиционную встречу Центробанков в Джексон Хоул (штат Вайоминг, США), намеченную на конец текущей недели.

В 2017 году восстановилась прямая корреляция цены на нефть и цены на золото, а стоимость нефти, выраженная в золотом эквиваленте, снизилась до среднесрочных значений на уровне 24-25 унций золота. При условии, что цены на золото закрепятся выше уровня 1300 долларов за тройскую унцию и продолжат расти, цены на нефть также могут перейти в более высокий диапазон.

Индекс доллара США и цена золота по годам



Сравнительная динамика цены золота и индекса S&P500



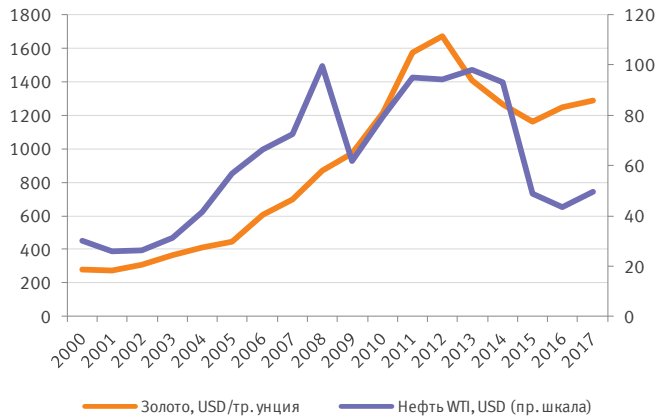
### Основные влияющие факторы

Во второй половине 2017 года на первый план для рынка золота выходит поведение индийских потребителей после введения налога GST. Объемы импорта в Индию и Китай покажут на возможность сезонного роста цен, обычно происходящего в 4 квартале.

Однако при условии слабого импорта и повышения процентной ставки ФРС США может повториться сценарий конца прошлого года, когда цены на золото резко упали к концу года после оптимистичного лета.

Остающаяся неопределенность возможности проведения в жизнь экономической программы Дональда Трампа может, как минимум, оставить американскую экономику с текущими темпами роста, но в худшем варианте возможно торможение. По предварительным оценкам темпы роста американской экономики будут скромнее ожидающихся, а реальные процентные ставки станут слишком высоки относительно данных темпов роста. Это приведет к усилению инфляционных тенденций и ослаблению курса доллара США, что поддерживает цены на золото до осенних заседаний ФРС.

Соотношение стоимости золота и нефти



Соотношение стоимости золота и баланса рынка (прогноз по GFMS)



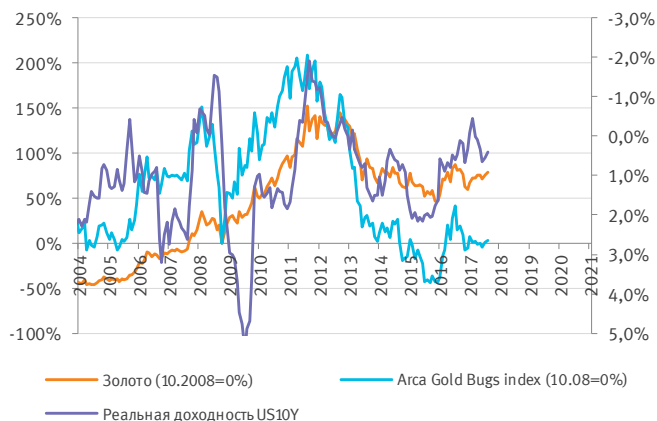
Кроме того, действия ЕЦБ будут вызывать большой интерес со стороны участников рынка, так как если ЕЦБ будет ужесточать денежно-кредитную политику совместно с ФРС США и начнет продвигаться в сторону повышения процентных ставок, то это может негативно отразиться на покупках золота в Европе.

Второе полугодие 2017 года, скорее всего, останется слабым для Азии. Индийский спрос будет пониженным в связи с введением налога GST. При этом долгосрочно данный налог может способствовать развитию отрасли и соответственно росту импорта. Тем не менее, есть надежда, что возможны варианты «более дешевого» импорта золота в страну.

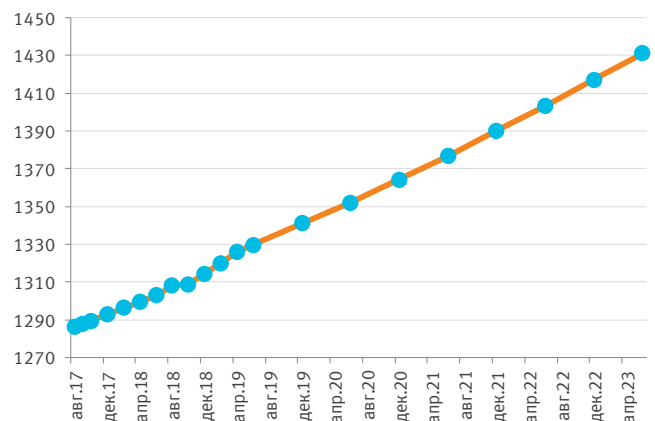
Действия китайского правительства тоже могут отрицательно повлиять на рынок золота, если китайская валюта продолжит слабеть, а также разгорится валютная и торговая война между Китаем и США. Вероятность обострения политической ситуации вокруг Китая можно оценить как высокую, что поддержит стоимость золота. Кроме того, если падение добычи золота в Китае продолжится, то текущий избыток металла на физическом рынке очень быстро может перейти в дефицит.

В перспективе ближайшего года можно рассматривать как наиболее вероятную ограниченную растущую динамику на уровне долгосрочного растущего тренда. Усиление темпов падения или роста будет ограничено краткосрочностью острых политических событий. Избыток на мировом рынке золота в 2017 году оценивается на уровне +465 тонн, в 2018 году рынок золота пока ожидается сбалансированным.

Изменения цен золота, акций золотодобытчиков и доходность гособлигаций США



Форвардная кривая цен на золото



### Основные сценарии развития и ожидаемая цена золота до конца августа 2018 года

В настоящее время наиболее вероятным развитием ценовой динамики до конца августа 2018 года видится движение рынка золота в рамках годового растущего тренда 1280-1480 долларов за тройскую унцию (сценарий «Золото-1425»).

| Сценарий    | Описание сценария   | 29.12.17 | 30.03.18 | 29.06.18 | 31.08.18 |
|-------------|---|----------|----------|----------|----------|
| Золото-1200 | Мировая экономика, в первую очередь экономика США, выходит на опережающие темпы роста, продолжается активное повышение процентной ставки ФРС США, курс доллара США укрепляется. Действия ФРС США и остальных крупных Центробанков согласованы. Импорт золота в Китай и Индию стагнирует, потребление золота в остальном мире ограничено высокими темпами роста экономики, растущими реальными процентными ставками и низкой инфляцией. Официальный спрос со стороны центральных банков снижается, политическая ситуация в мире улучшается, финан- | 1230     | 1255     | 1195     | 1200     |

совая система стабильна, запасы в ETF-фондах снижаются. Мировая добыча и рециклирование металла растут. Избыток золота к концу 2017 года составляет около +700 тонн. **В текущих условиях мы рассматриваем этот сценарий как маловероятный.**

Золото-1350

Мировая экономика, а также экономика США показывают ожидаемые темпы роста, повышение процентной ставки ФРС США проводится в соответствии с первоначальным планом, курс доллара США слабеет. Действия ФРС США и остальных крупных Центробанков согласованы. Импорт золота в Китай подрастает со второго полугодия, импорт в Индию остается на среднем уровне, потребление золота в остальном мире стагнирует из-за роста реальных процентных ставок, инфляция в мире умеренно растет. Официальный спрос со стороны ЦБ стагнирует, политическая ситуация в мире напряженная, финансовая система устойчива, реформы продолжаются, запасы в ETF-фондах слабо снижаются. Мировая добыча стабильна, с небольшим ростом, рециклирование металла стабильно. Избыток золота к концу 2017 года около +500 тонн. **Мы рассматриваем этот сценарий как менее вероятный.**

1300 1320 1320 1350

Золото-1425

Мировая экономика, а также экономика США показывают темпы роста ниже ожидаемых, повышение процентной ставки ФРС США слегка сдерживается, курс доллара США слабеет. Действия ФРС США и остальных крупных Центробанков согласованы. Импорт золота в Китай и Индию подрастает со второго полугодия, потребление золота в остальном мире стимулируется остающимися низкими реальными процентными ставками, усилившейся инфляцией и политической напряженностью. Официальный спрос со стороны ЦБ продолжает расти, политическая ситуация в мире сложная, финансовая система нестабильна, запасы в ETF-фондах подрастают. Мировая добыча снижается, рециклирование металла стабильно. Рынок золота к концу 2017 года сбалансирован. **Мы рассматриваем этот сценарий как наиболее вероятный.**

1350 1410 1480 1425

Золото-1500

Мировая экономика ускоряется в росте, инфляция в США и развитых странах активно растет, повышение процентной ставки ФРС США остается робким и неуверенным, реальные доходности гособлигаций США проваливаются в отрицательную область, курс доллара США слабеет. Действия ФРС США и остальных крупных Центробанков не согласованы. Импорт золота в Китай и Индию увеличивается, потребление золота в остальном мире стимулируется остающимися низкими реальными процентными ставками, растущей инфляцией и политической напряженностью. Официальный спрос со стороны ЦБ продолжает расти, политическая ситуация в мире взрывоопасная, финансовая система нестабильна, запасы в ETF-фондах возобновляют рост. Мировая добыча снижается, рециклирование металла растет. Рынок золота к концу 2017 года переходит в дефицит в размере около 100 тонн. **Мы рассматриваем этот сценарий как менее вероятный, но возможный.**

1380 1460 1550 1500

Сценарии динамики цены золота на 2017-2018 годы (значения на конец месяца)



Дополнительные комментарии, а также помощь в расчете и реализации инвестиционных идей доступна клиентам Персонального брокерского обслуживания (тариф «Личный брокер») <http://www.open-broker.ru/ru/investing/invest-consultant/>

**УПРАВЛЕНИЕ КЛИЕНТСКОГО ОБСЛУЖИВАНИЯ**

**Ближайший офис:** <http://www.open-broker.ru/ru/branch/>  
+7 (495) 232-99-66  
8 800 500-99-66 – бесплатный номер для всех городов РФ  
[clients@open.ru](mailto:clients@open.ru)

**Отдел продаж г. Москва**  
+7 (495) 223-02-02  
открытие счетов, консультации по продуктам и услугам  
[salesoffice@open.ru](mailto:salesoffice@open.ru)

**УПРАВЛЕНИЕ ИНВЕСТИЦИОННОГО КОНСУЛЬТИРОВАНИЯ****Отдел персонального  
брокерского обслуживания**

Николай Рузайкин  
Начальник отдела

Руслан Ситдеков  
Деск облигаций

+7 (495) 777-34-87  
<http://www.open-broker.ru/ru/investing/invest-consultant/>

**Отдел анализа рынков**

Константин Бушуев, PhD  
Начальник отдела, макроэкономика,  
глобальная стратегия

Алексей Павлов, PhD  
Главный аналитик, акции, облигации

Николай Кужлев  
Аналитик, технический анализ

Андрей Кочетков, PhD  
Аналитик

Оксана Лукичева  
Аналитик, товарные рынки

Дмитрий Данилин, CFA  
Аналитик, международные рынки

Сергей Колесников  
Аналитик, еврооблигации

Тимур Нигматуллин  
Аналитик

АО «ОТКРЫТИЕ БРОКЕР» © 2017

Несанкционированное копирование, распространение, а также публикация в любых целях запрещены АО «Открытие Брокер» (далее – «Компания»).

**ПОДТВЕРЖДЕНИЕ АНАЛИТИКОВ И ОТКАЗ ОТ ОТВЕТСТВЕННОСТИ**

Настоящий материал (далее – «аналитический отчет») носит исключительно информационный характер и содержит данные относительно стоимости активов, предположения относительно будущего финансового состояния эмитентов и справедливой цены активов на срок 12 месяцев с момента выхода настоящего аналитического отчета и/или ситуации на финансовых рынках и связанных с ним событиях. Аналитический отчет основан на информации, которой располагает Компания на дату выхода аналитического отчета. Аналитический отчет не является предложением по покупке либо продаже активов и не может рассматриваться как рекомендация к подобному рода действиям. Компания не утверждает, что все приведенные сведения являются единственно верными. Компания не несет ответственности за использование информации, содержащейся в аналитическом отчете, а также за возможные убытки от любых сделок с активами, совершенных на основании данных, содержащихся в аналитическом отчете. Компания не берет на себя обязательство корректировать отчет в связи с утратой актуальности содержащейся в нем информации, а равно при выявлении несоответствия приводимых в аналитическом отчете данных действительности.

Аналитический отчет носит ознакомительный характер, представленная в нем информация не является гарантией или обещанием доходности вложений в будущем. Инвестирование в финансовые инструменты связано с высокой степенью рисков и не подразумевает каких-либо гарантий как по возврату основной инвестированной сумм, так и по получению каких-либо доходов. Заявления любых лиц о возможном увеличении в будущем стоимости инвестированных средств могут рассматриваться не иначе как предположения. Инвестиции в активы сопряжены со следующими рисками: риски, связанные с ведением деятельности в конкретной юрисдикции, риски, связанные с экономическими условиями, конкурентной средой, быстрыми технологическими и рыночными изменениями, а также с иными факторами, которые могут привести к существенным отклонениям от прогнозируемых показателей. Указанные факторы могут привести к тому, что действительные результаты будут существенно отличаться от предположений или опережающих заявлений Компании, содержащихся в аналитическом отчете.

Выпуск и распространение аналитического отчета и иной информации в отношении акций в определенных юрисдикциях могут ограничиваться законом и лицам, в распоряжении которых оказывается любой документ или иная информация, упомянутая в аналитическом отчете, следует ознакомиться со всеми ограничениями и соблюдать их. Несоблюдение подобных ограничений может представлять собой нарушение законодательства таких юрисдикций о ценных бумагах. Аналитический отчет не предназначен для доступа к нему с территории Соединённых Штатов Америки (включая их территории и зависимые территории, любые штаты США и Округа Колумбия), Австралии, Канады и Японии. В Великобритании аналитический отчет адресован исключительно (1) лицам, находящимся за пределами Соединенного Королевства, либо (2) лицам, являющимся профессионалами инвестиционного рынка в соответствии со статьей 19(5) Приказа 2005 (далее – «Приказ») Закона о финансовых услугах и рынках 2000 г. (Финансовое продвижение), а также (3) высокодоходным предприятиям и иным лицам, которым оно может адресоваться на законных основаниях в соответствии со статьей 49(2) Приказа. Любое лицо, не относящееся к указанной категории лиц, не должно предпринимать никаких действий, опираясь на аналитический отчет, либо полагаться на содержащиеся в нем положения.