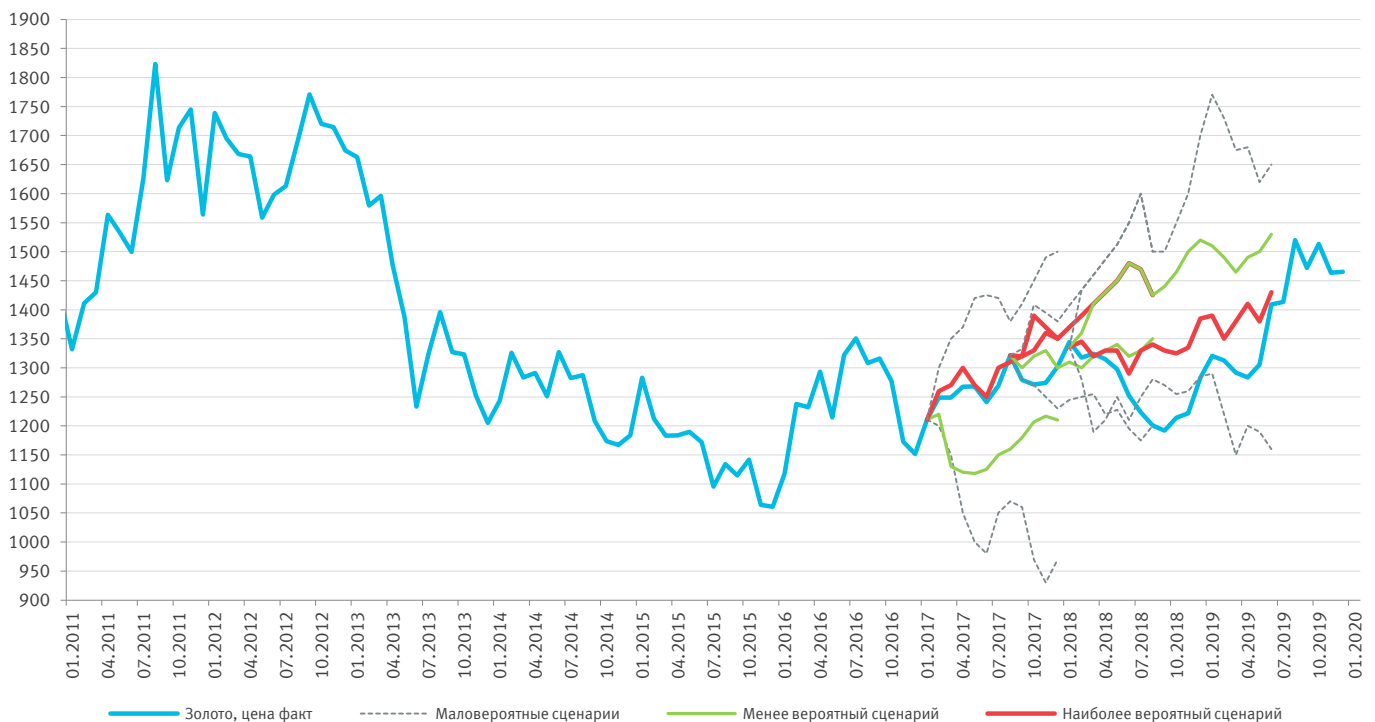


В феврале 2017 года мы впервые предложили нашим клиентам фундаментальный взгляд на рынок золота и возможные сценарии развития событий на нем на год вперед (03.12.17 «Золото – сценарии-2017»). А с интервалом в полгода также публиковали обновление сценариев динамики рынка (23.08.17 «Золото – подтверждение взгляда», 24.01.18 «Золото – сценарии-2018»). Сегодня мы анализируем успешность реализации наших предыдущих прогнозов, а также формируем новые сценарии динамики цен на «вечный» металл, основываясь на фундаментальных факторах рынка.

Разбор полетов

Если в 2017 году и первой половине 2018 года цены на золото довольно четко следовали нашим наиболее вероятным прогнозным сценариям, то летом-осенью 2018 года на фоне взлета волатильности в глобальных рискованных активах произошло заметное отклонение цен. К началу 2019 года котировки уже восстановились, а к лету 2019 года цены золота взяли наши среднесрочные цели в диапазоне \$1430-1530 за тройскую унцию.



Динамика мировых цен на золото и основные факторы

Прошедшие полтора года выдались для рынка золота волатильными. С начала января по начало сентября 2018 года среднесрочные цены снизились с \$1383 до \$1213 за тройскую унцию на фоне ужесточения денежно-кредитной политики ФРС США, поддерживаемой сокращением стимулирующих программ ЕЦБ и Банка Японии. Американский фондовый рынок активно рос, при этом доходность по облигациям Казначейства США стала достаточно привлекательной, чтобы инвесторы игнорировали рынок не приносящего процентного дохода золота.

В сентябре 2018 года ФРС США в последний раз повысила процентную ставку, после чего усиливающаяся политическая напряженность начала указывать на возможное ухудшение дел в мировой экономике в 2019 году. В январе 2019 года со стороны регулятора появились намеки на изменение прогноза денежно-кредитной политики, что было подтверждено на первом в году заседании ФРС и спровоцировало приток средств в рынок золота. К январю 2019 года цены на золото восстановились до \$1331 за тройскую унцию, а после небольшой консолидации весной 2019 года котировки резко ускорили темпы роста.

Поддержку рынку золота оказывали постоянно растущая геополитическая напряженность, неутрачиваемые региональные конфликты, а также торговые войны и санкции, ухудшавшие состояние мировой экономики на протяжении 2019 года.

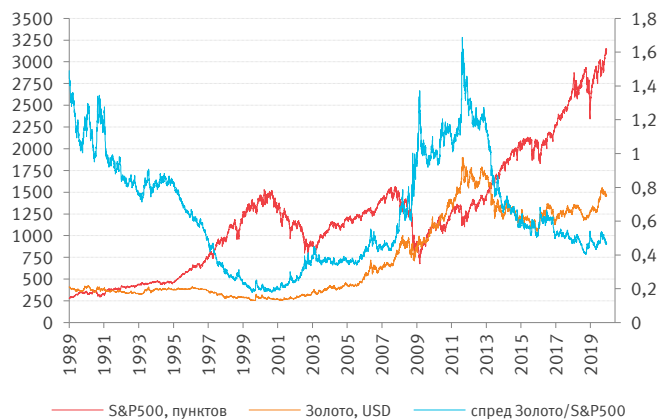
В ходе июльского заседания ФРС США понизила процентную ставку на 0,25%, а ЕЦБ и Банк Японии усилили риторику относительно возобновления программ стимулирования экономики. Кроме того, ФРС США дополнительно смягчила денежно-кредитную политику, сообщив о прекращении сокращения баланса с 1 августа 2019 года, на 2 месяца раньше запланированного срока. В результате рыночные ожидания по дальнейшему снижению процентных ставок выросли, хотя риторика регулятора осталась жесткой.

Цены на золото в начале августа 2019 года превысили уровень \$1500 за тройскую унцию, а в сентябре достигли максимума за последние семь лет, протестировав уровень \$1566 за тройскую унцию. В ходе заседания 12 сентября 2019 года ЕЦБ объявил о снижении депозитной ставки и перезапуске программы стимулирования на 20 млрд евро с 1 ноября 2019 года.

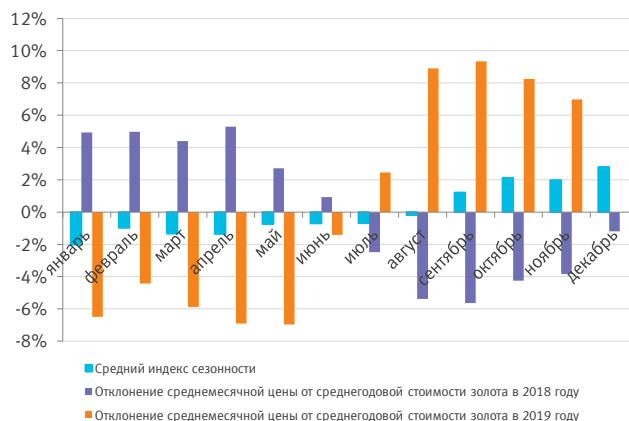
ФРС США снизила процентную ставку осенью еще дважды на 0,25% в ходе сентябрьского и октябрьского заседаний. В ноябре возобновились позитивные ожидания в отношении торговых переговоров США и Китая и заключения торговой сделки. Регулятор уже

сточил риторику, связывая дальнейшее снижение процентной ставки в текущем году с ухудшением состояния мировой экономики, но констатируя, что в американской экономике риски рецессии невелики. Под воздействием данных факторов цены на золото снизились от уровня \$1565 за тройскую унцию до \$1450 за тройскую унцию к середине ноября.

Соотношение цен на золото и индекса S&P500



Средняя сезонность ценовой динамики на рынке золота

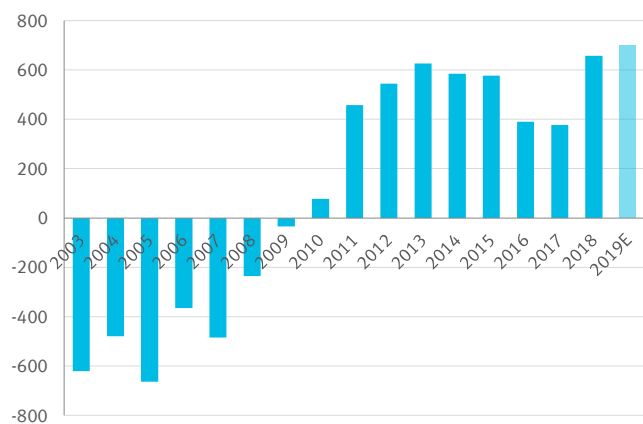


Одним из драйверов роста цен в этом году можно считать растущие закупки золота центральными банками. С начала года денежные регуляторы продолжали закупать золото в резервы, увеличив покупки после вступления в силу 29 марта 2019 года правил «Базель 3». Согласно этим правилам, золото вновь стало полностью безрисковым активом первого уровня, аналогично наличным денежным средствам и государственным облигациям. Это повысило спрос на металл со стороны мировой банковской системы.

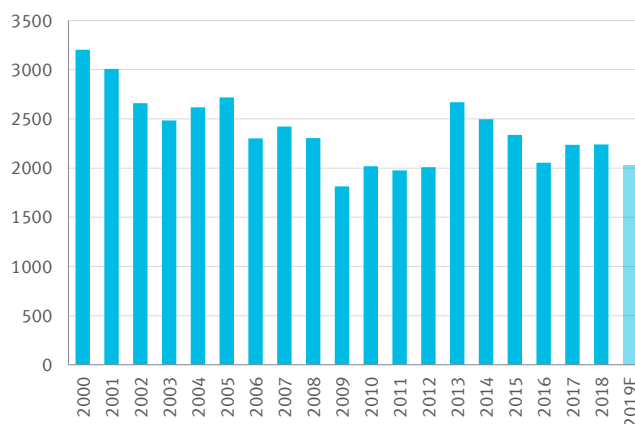
По данным GFMS, центральные банки за три квартала 2019 года закупили 530,3 тонны золота (+8% к аналогичному периоду прошлого года), а в сумме за год покупки оцениваются в 600-700 тонн. В III квартале максимальные закупки золота осуществляли центральные банки Турции (+71,4 тонны), России (+34,9 т), Китая (+21,8 т), ОАЭ (+4,9 т). При этом в 2019 году начали закупать золото центральные банки, ранее остававшиеся безучастными к этому рынку, например, ЦБ Польши и Венгрии.

Надо отметить, что темпы официальных закупок золота снизились в 3 квартале на фоне роста цен на металл. Интересно, что Банк Китая, закупивший за 9 месяцев 2019 года около 84 тонн золота в резервы, прекратил закупки с октября 2019 года.

Официальные покупки золота центральными банками, т (по данным МВФ/GFMS)



Ювелирный спрос на золото в мире, т (по данным МВФ/GFMS)



Более половины мирового спроса на физическое золото продолжает формироваться со стороны Китая (32% всего спроса) и Индии (20%). При этом физический спрос на золото в мире в 2019 году оставался подавленным в связи с резким ростом цен (особенно в региональных валютах), слабым экономическим ростом и законодательными ограничениями импорта в Индии. Снижение покупок физического металла наблюдалось как в ювелирном секторе, так и в покупках монет и слитков.

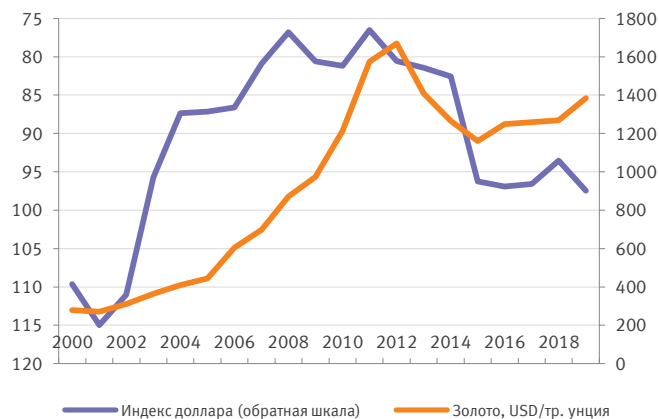
Неожиданное повышение импортных пошлин с июля 2019 года в Индии усилило давление на спрос во 2 полугодии 2019 года. Импортные пошлины на золото и прочие драгоценные металлы с июля 2019 года в среднем были повышены с 10% до 12,5%, а пошлины на неочищенное золото повышены с 9,35% до 11,85%, на серебро – с 8,5% до 11%. Увеличение пошлин произошло вопреки лоббированию местных ювелиров, надевавшихся на их снижение. После повышения пошлин «серый» импорт золота в страну может вырасти до 200 тонн в текущем финансовом году. Соответственно во 2 полугодии 2019 года наблюдается снижение официального импорта золота в страну. Так, импорт золота в Индию в октябре составил всего 38 тонн против 57 тонн годом ранее, несмотря на наступивший сезон осенних фестивалей.

В Китае также происходит ограничение потребления золота, так как по сообщению Reuters, китайские власти ограничивают импорт золота в страну в попытке сдерживания оттока капитала. С мая 2019 года были сокращены или вовсе не продлевались ежемесячные квоты на импорт золота для банков. Поставки золота в страну сократились примерно на 300-500 тонн, а по таможенным данным, импорт золота в I полугодии 2019 года составил 575 тонн против 883 тонн за аналогичный период 2018 года.

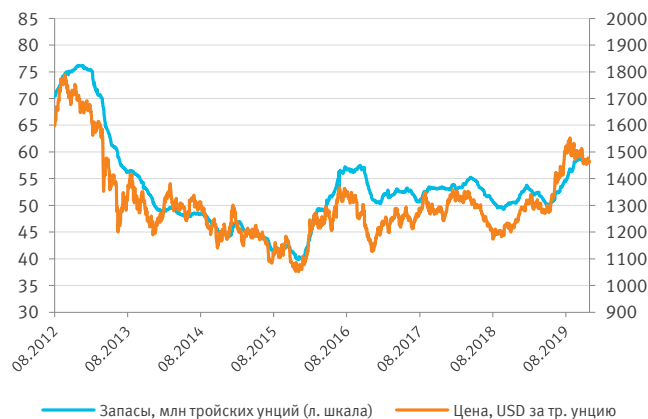
По данным China Gold Association, потребление золота в Китае за три квартала 2019 года сократилось на 9,6% к аналогичному периоду 2018 года до 768,3 тонн. При этом спрос на ювелирные украшения в 3 квартале упал на 12,0% в годовом выражении (за три квартала снижение составило 2,9%). Инвестиционный спрос за три квартала на золотые слитки и монеты снизился на 26,5% и почти на 40% соответственно к аналогичному периоду 2018 года.

После роста цен на золото в Азии отмечались активные продажи металла и переход к покупкам недооцененного на тот момент серебра. При этом беспорядки в Гонконге и торговая война Китая и США поддерживали интерес к инвестиционному золоту, но значительно сократили покупки ювелирных изделий.

Индекс доллара США и цена золота по годам



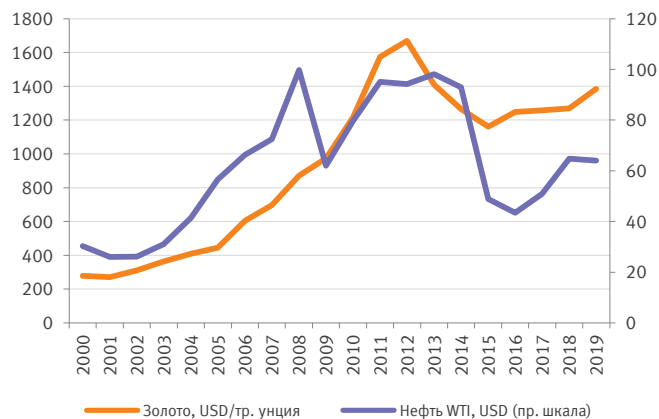
Цена на золото и динамика запасов в золотых ETF-фондах



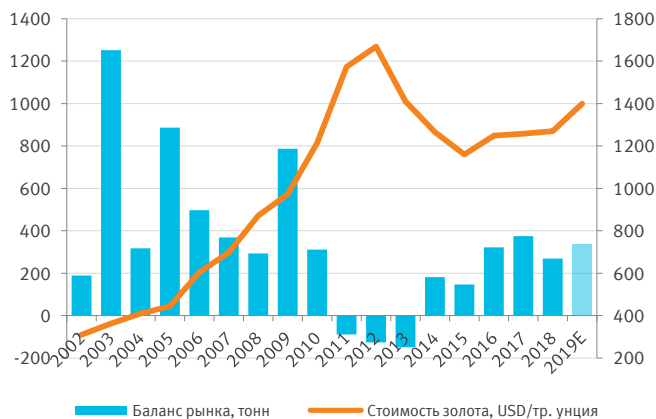
На фоне усиления нестабильности рынков инвесторы продолжали добавлять золото в портфели, что отражалось в притоке запасов в золотые ETF-фонды. Приток золота в ETF-фонды за 9 месяцев 2019 года по данным GFMS составил около 377,2 тонн, а запасы в золотых ETF-фондах на конец октября 2019 года выросли до 2899,6 тонн.

По оценке GFMS, баланс рынка золота по итогам 2019 года покажет избыток в размере +337 тонн в связи с сокращением спроса на физический металл. При этом продолжение роста инвестиционного спроса в ETF-фондах вполне может компенсировать падение ювелирного спроса.

Цена золота и цена нефти



Цена золота и баланс рынка (л. шкала)



Перспективы рынка золота

Завершение 2019 года для рынка золота может оказаться более спокойным, чем предыдущий квартал. Градус политической напряженности в мире остается высоким, но вероятное заключение торгового соглашения между США и Китаем может снизить риск развития рецессии в мировой экономике. В связи с этим ФРС США может проводить более жесткую денежно-кредитную политику, чем ожидалось ранее. При условии быстрого и уверенного восстановления темпов роста мировой экономики и возврата реальных процентных ставок на положительную территорию рынок золота рискует оказаться под давлением. Данное развитие событий можно обозначить как негативный для золота сценарий.

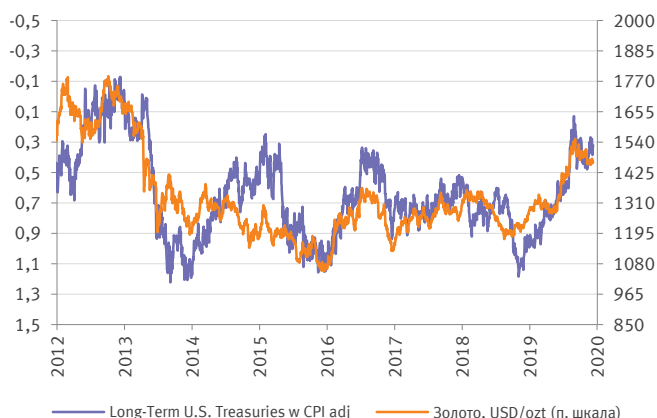
Позитивным для рынка золота сценарием, ведущим к продолжению роста цен, станет сценарий, при котором неблагоприятная ситуация в мировой экономике будет трансформироваться в развитие стагфляционных тенденций. Реальные процентные ставки при этом останутся отрицательными и будут стимулировать спрос на золото для диверсификации инвестиционных портфелей, чему также будет способствовать недорогое хранение металла. Официальный спрос со стороны центральных банков останется высоким, а рост мировой экономики – слабым.

Возможен также промежуточный сценарий, сочетающий оба вышеописанных варианта. Выборный год в США и сложная экономическая ситуация в Китае будут способствовать достижению торговых компромиссов. Наблюдаемые шаги по смягчению денежно-кредитной политики и компромиссы в вопросах международной торговли приведут к замедлению негативных тенденций в мировой экономике и снизят краткосрочную остроту геополитических проблем. В то же время, ситуация в Европе также останется тяжелой в связи с происходящей трансформацией Евросоюза. Ведущие центральные банки продолжат проводить стимулирующую денежно-кредитную политику, которая в итоге может привести к росту инфляции. В связи с этим растущий тренд на рынке золота продолжится, но темпы роста будут ниже, чем в текущем году.

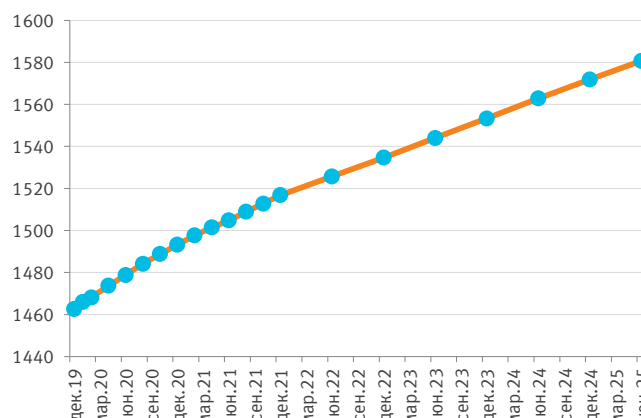
Со стороны физического спроса рынок золота по-прежнему будет ориентироваться на Азию, как на основной источник долгосрочного увеличения богатства населения. Основными источниками долгосрочного прироста спроса на золото можно обозначить насе-

ление Индии и Китая, а также наиболее быстро растущих азиатских экономик, где доля среднего класса продолжит расти. Нестабильность и девальвация валют поддерживают долгосрочный спрос на металл по всему миру.

Цены золота и доходности госбумаг США с поправкой на инфляционные ожидания



Форвардная кривая цен на золото СМЕ, долларов США за тройскую унцию



Основные сценарии развития и ожидаемая цена золота до конца I квартала 2021 года

В настоящее время наиболее вероятным развитием ценовой динамики до конца 2020 года видится движение рынка золота в рамках годового растущего тренда \$1400-1700 за тройскую унцию (сценарий «Золото-1550»), при котором средняя цена на золото в течение 2020 года будет составлять около \$1500 за тройскую унцию.

Сценарий	Описание сценария	31.03.20	30.06.20	30.09.20	31.12.20	31.03.21
Золото-1150	Мировая экономика, в первую очередь экономика США, выходит на опережающие темпы роста, продолжается активное повышение процентной ставки ФРС США, курс доллара США укрепляется. ФРС США и прочие крупные центральные банки прекращают политику стимулирования. Импорт золота в Китай и Индию стагнирует, потребление золота в остальном мире ограничено высокими темпами роста экономики, положительными реальными процентными ставками и низкой инфляцией. Официальный спрос со стороны центральных банков снижается, политическая ситуация в мире улучшается, финансовая система стабильна, запасы в ETF-фондах снижаются. Мировая добыча и рециклирование металла стабильны. Избыток золота к концу 2020 года составляет около 500 тонн. В текущих условиях мы рассматриваем этот сценарий как маловероятный.	1370	1330	1240	1200	1150
Золото-1500	Мировая экономика, а также экономика США показывают темпы роста ниже ожидаемых, снижение процентной ставки ФРС США останавливается, инфляция вновь растет, доллар слабеет. Стимулирующие программы ФРС США и остальных крупных центральных банков продолжаются. Импорт золота в Китай и Индию подрастает, потребление золота в остальном мире стимулируется отрицательными 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 растут. Мировая добыча подрастает, рециклирование металла растет. Рынок золота к концу 2020 года сбалансирован. При этом средняя цена по 2020 году видится в районе \$1500 за тройскую унцию. Мы рассматриваем этот сценарий как наиболее вероятный.	1425	1520	1550	1590	1650
Золото-1750	Активизация стимулирующих программ поддерживает темпы роста мировой экономики ценой ускорения инфляции. В течение 2020 года неопределенность экономического роста резко возрастает. Начинают преобладать мнения о невозможности предотвращения циклического замедления мировой экономики мерами монетарной политики. Реальные доходности гособлигаций США проваливаются в отрицательную область, курс доллара слабеет. Потребление золота в мире стимулируется отрицательными реальными процентными ставками, растущей инфляцией и политической напряженностью. Официальный спрос со стороны центральных банков продолжает расти, глобальная финансовая система нестабильна, запасы в ETF-фондах растут. Мировая добыча растет, рециклирование металла падает. Рынок золота к концу 2020 года переходит в дефицит в размере около 200 тонн. Мы рассматриваем этот сценарий как менее вероятный, но возможный.	1550	1700	1790	1760	1750
Золото-2000	Экономика США активно движется к стагфляции – низким темпам роста при ускорении инфляционного давления. ФРС США длительное время продолжает сохранять стимулирующую политику, что переводит реальные доходности по U.S. Treasuries в глубоко отрицательную область. Курс доллара США падает, штаты движутся к финансовому кризису. Экономика Китая также испытывает кризисные явления. Импорт золота в развивающиеся страны активно растет. Реальные процентные ставки остаются на отрицательной территории, инфляция в мире ускоряется. Официальный спрос со стороны центральных банков	1595	1770	2000	1850	1825

активно растет, политическая ситуация в мире напряженная, глобальную финансовую систему лихорадит, запасы в ETF-фондах активно растут. Мировая добыча золота растет, рециклирование металла падает. Дефицит золота к концу 2020 года около 300-500 тонн. Мы рассматриваем этот сценарий как маловероятный.

Сценарии динамики цены золота на 2020 год и начало 2021 года (значения на конец месяца)



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

Ближайший офис: <http://open-broker.ru/offices/>

+7 (495) 232-99-66

8 800 500-99-66 – бесплатный номер для всех городов РФ

clients@open.ru

Личные брокеры

Николай Рузайкин
Начальник управления
<http://private.open-broker.ru/>
+7 (495) 777-34-87

Еврооблигации

Диск облигаций
8 800 500-99-66

Структурные продукты

<https://open-broker.ru/investing/structural-products/>

Аналитики

Константин Бушуев, PhD
Начальник управления, макроэкономика, глобальная стратегия

Алексей Павлов, PhD
Главный аналитик, акции, облигации

Илья Мартыненко
Технический аналитик

Андрей Кочетков, PhD
Аналитик

Оксана Лукичева
Аналитик, товарные рынки

Иван Авсейко
Аналитик, международные рынки

Алексей Корнилов, CFA
Аналитик, международные рынки

АО «ОТКРЫТИЕ БРОКЕР» © 2019

Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление брокерской деятельности № 045-06097-100000, выдана ФКЦБ России 28.06.2002 (без ограничения срока действия).

Предоставлено исключительно для личного использования лицом, получившим настоящий материал. 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. Содержащаяся в аналитическом отчете инвестиционная идея остаётся актуальной до тех пор, пока текущая ожидаемая доходность (разница между целевой ценой и текущей ценой открытия позиции по финансовому инструменту) по сравнению с первоначальной ожидаемой доходностью (разница между целевой ценой и ценой открытия позиции по финансовому инструменту на дату инвестиционной идеи; оба показателя указаны в инвестиционной идее) не сократится на 80%. Компания имеет право, но не обязана в любое время вносить в аналитический отчет изменения с целью актуализации указанной в нем информации. 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.

Представленная информация не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, ни при каких условиях, в том числе при внешнем совпадении ее содержания с требованиями нормативно-правовых актов, предъявляемых к индивидуальной инвестиционной рекомендации. Любое сходство представленной информации с индивидуальной инвестиционной рекомендацией является случайным. Какие-либо из указанных финансовых инструментов или операций могут не соответствовать Вашему инвестиционному профилю. Упомянутые в представленном сообщении операции и (или) финансовые инструменты ни при каких обстоятельствах не гарантируют доход, на который Вы, возможно, рассчитываете при условии использования предоставленной информации для принятия инвестиционных решений. Открытие Брокер не несет ответственности за возможные убытки инвестора в случае совершения операций, либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в представленной информации. Во всех случаях определение соответствия финансового инструмента либо операции инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и толерантности к риску является задачей инвестора.

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 суммы, 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 Соединённого 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.