

## ЗОЛОТО: инструмент для времени неопределенности

Динамика цен на золото после резкого предкризисного всплеска и посткризисного роста на расширяющейся денежной массе основных эмиссионных центров, а также на фоне опасений за судьбу мировой экономики, похоже, переходит к более спокойному периоду.

Параметры посегментного спроса/предложения выявляют постепенную стабилизацию совокупного интереса к металлу и возвращение к традиционному паритету, с учётом бумажных объёмов электронной торговли.

Исторический анализ говорит о смещении в нисходящую фазу среднесрочного цикла, в котором золото ранее отнюдь не всегда было надёжным защитником от инфляции, реагируя падением цены всего лишь на её замедление, и мы рассматриваем его скорее как девальвационный хедж, интересный вне долларовой зоны.

Долгосрочный анализ указывает на вероятность нового витка резкого роста реальной цены золота после 2035 года.

**Au/\$ – Sell**  
**Au/₽ – Hold**

### Окончание эпохи дешевых денег – время хеджировать риски

Уровень цен на золото повысился с начала текущего года на 9,2%, что стало сюрпризом для инвесторов и превысило доходность многих других финансовых инструментов.

На этой неделе спот цена на золото умеренно растёт до \$1310 за тройскую унцию после публикации сильной макростатистики из США, в том числе о росте ВВП за 2К2014 на 4%, что может быть драйвером роста интереса инвесторов к более рискованным активам на фоне роста экономики.

Динамика цены и волатильности золота



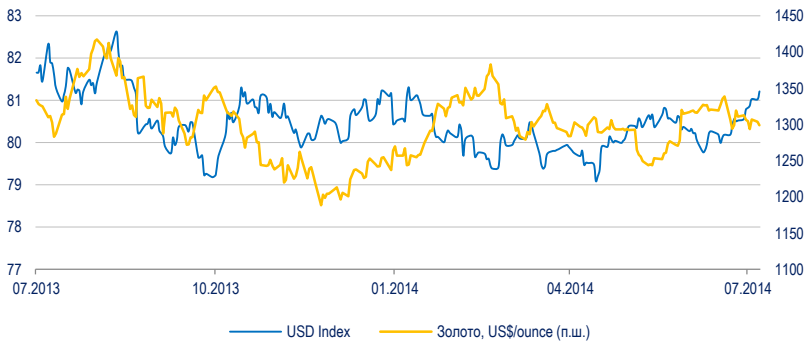
*Низкая волатильность золота делает его менее интересным инструментом для спекулятивных операций*

*Окончание эпохи дешевых денег проводится ФРС США последовательно и предсказуемо*

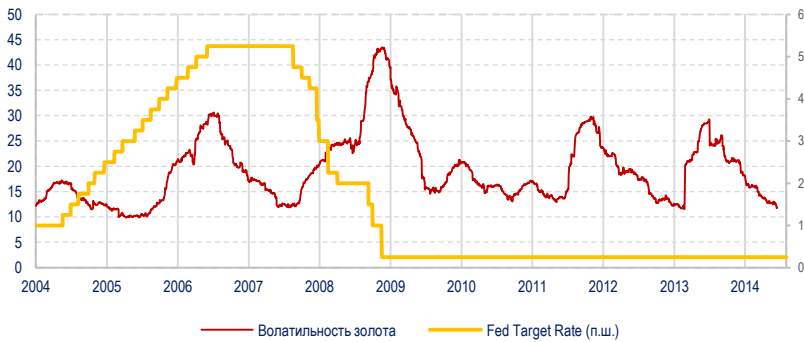
В ближайшее время на динамику цен на золото будет оказывать влияние продолжение политики окончания эпохи дешевых денег, которую последовательно и предсказуемо проводит ФРС США. 30 июля ФРС в очередной раз сократила объем выкупа активов на \$10 млрд., кроме того Джанет Йеллен объявила о возможном начале повышения ключевой ставки до 1,25% и 2,5% в конце 2015 и 2016 годов соответственно, что на короткой дистанции в целом положительно влияет на стабильность цен на золото. Впрочем, сам по себе рост ставки не является запретительным фактором для подорожания золота – в цикле роста ставки 2004-2006 годов золото также демонстрировало подъём, равно как и иные виды сырья.

Кроме того снижение корреляции цен на золото и индекса USD делает золото привлекательным инструментом для хеджирования инвестиций, что отразилось на росте интереса инвесторов к золоту.

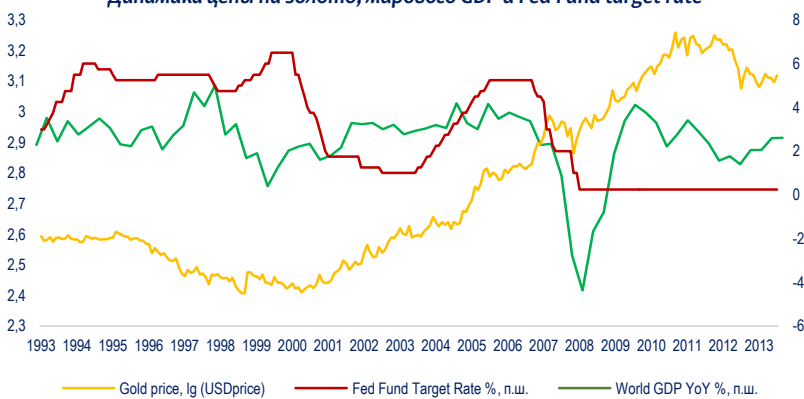
**Динамика цены золота и индекса USD**



**Динамика волатильности цены золота и Fed Fund Target Rate**

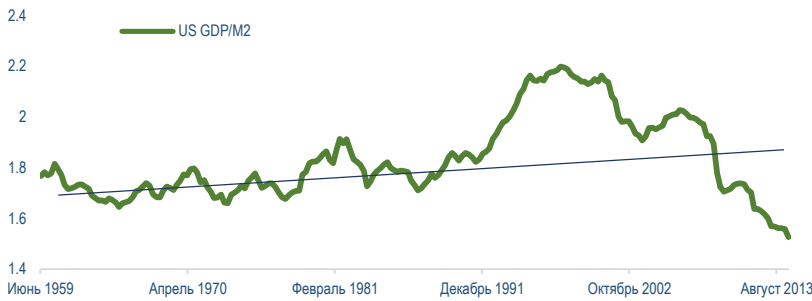


**Динамика цены на золото, мирового GDP и Fed Fund target rate**

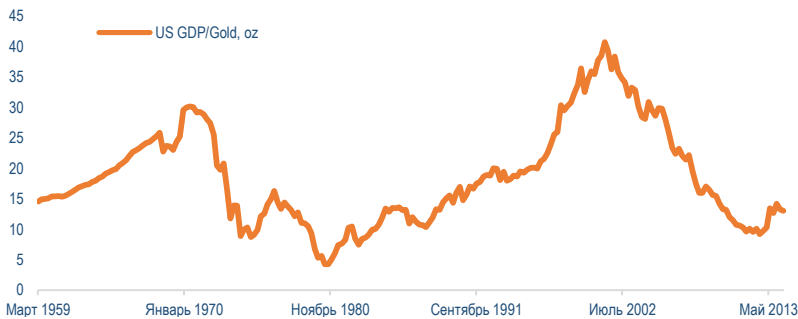


Интересные результаты даёт сопоставление цены золота и динамики американского ВВП, а также агрегата M2. Динамика M2 (а в США он включает наличность в обращении, вклады до востребования, чеки, краткосрочные депозиты, остатки на счетах взаимных фондов денежного рынка, и счета размером до US\$100 тыс.) довольно точно коррелировала с динамикой американского ВВП вплоть до начала 90-х годов XX века, после чего произошло резкое снижение степени «монетизации» ВВП по M2, несмотря на рост агрегата M1.

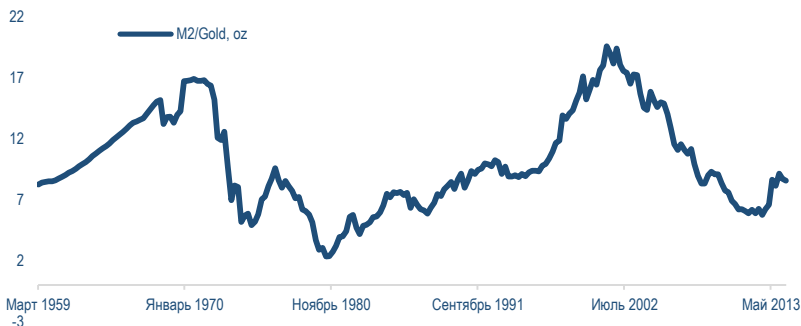
**Динамика соотношения ВВП США и М2**



**Динамика ВВП США, выраженная в тройских унциях золота в номинальных ценах**



**Динамика М2 США, выраженная в тройских унциях золота в номинальных ценах**



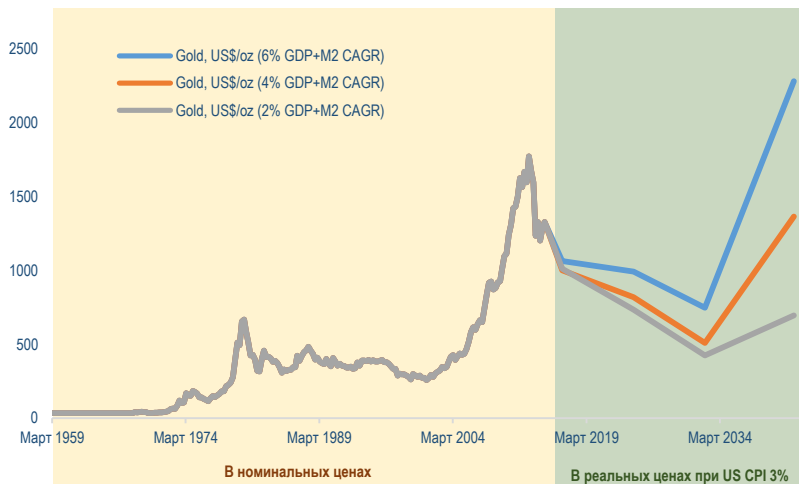
С начала развития Азиатского кризиса в конце 90-х годов началось длительное ступенчатое увеличение веса М2 по отношению к американскому ВВП, причём на сегодняшний день оно отклонилось от трендовой линии на ту же величину, на какую отклонилось в противоположную сторону в первой половине 90-х годов, совершив, таким образом, полноценное компенсационное движение, пятью волнами, а значит, теоретически, можно ожидать возврат к тренду, т.е. новое снижение «монетизации» американской экономики по М2, что будет негативно для золота. В случае успешного перезапуска индустриализации экономики США с целью выхода на профицит внешней торговли, такое действительно возможно.

Помимо этого, выраженные в унциях золота значения ВВП и агрегата М2 выявляют вероятное наличие 30-летнего цикла цены золота, причём спад составляет около 20 лет, а рост – около 10. В настоящий момент мы находимся в стадии спада, в самом её начале. Прошое падение цены золота после всплеска 1980 года в номинальных долларах составило около 63%, на сегодня мы видели снижение до нынешнего уровня консолидации лишь на 32%, что оставляет возможность для завершающего пропорционального скатывания цены в район US\$850 за унцию.

Характерно, что на эту же цель указывает и технический анализ.

Если принять существование 30-летнего цикла за данность, то при прочих равных условиях, это даёт возможность численно предсказать диапазон движения цен на следующие 30 лет в зависимости от сценариев темпа роста экономики США, в предположении, что вес её и роль в мировом ВВП и структуре глобальной экономики не претерпит драматических изменений.

**Прогноз цены золота в рамках 30-летнего цикла**



Естественно, что подобные предположения основываются на весьма спорных допущениях, однако довольно хорошо выраженные циклы прослеживаются на протяжении сравнительно длительных периодов времени, причём надо учитывать, что в секторальном разрезе мировая экономика радикально поменялась за последние 30-50 лет, причём значительное изменение произошло и в центрах локализации экономического потенциала, однако наличие цикличности говорит о некоем более общем характере происходящих изменений.

Долгосрочный прогноз и даже анализ цены золота сталкивается с целым рядом проблем, прежде всего связанных с недостатком информации для сквозного сравнения на горизонте более 150 лет, а также такими явлениями как монетные мутации (изменение массы или пробы), локальные изменения потоков и количества драгметаллов, открытие новых центров добычи и взаимные колебание курсов золота и серебра в зависимости от динамики мировой (транссредиземноморской) торговли, а также резких изменений условий на региональных рынках труда в Европе в Средние века. Иными словами, определение покупательной способности золота наталкивается на явную недостаточность данных, отсюда и проистекают такие методы эмпирической оценки как «одна унция за хороший костюм» и прочие.

Тем не менее, привязка к отдельным видам сельхозпродукции и таким денежным единицам как английский фунт и турецкий ливр в ряде исследований позволяет выявить не только значительные, до 6 раз, колебания реальной стоимости золота за период с XII до XXI века, но и наличие средних циклов, длиной как раз порядка 30-50 лет. Пик цен приходится на конец XV-начало XVI века, новый всплеск в золоте произошёл в середине XVIII века и именно на этом уровне цена находилась в середине XIV века, а также в 80-е годы XX века и в настоящее время. Таким образом, можно говорить по крайней мере о наличии ценовых макрокластеров, существенно различающихся друг от друга по среднему значению цены золота, в рамках которых также наблюдаются значительные колебания и периоды спада и роста.

## Текущая ситуация

Общее состояние мировой экономики характеризуется низкой волатильностью, уменьшением кредитных спрэдов и ростом экономических показателей развитых стран. Благодаря этому может вновь возрасти интерес инвесторов к более рискованным активам в том числе деривативам и долговым инструментам низкого кредитного качества, что приводит к росту их доли в портфелях инвесторов и, соответственно, уменьшению защитных активов. В целом рост выпуска облигаций в 2014 году может составить до 30% по сравнению с предыдущим годом.

**Низкая волатильность рынка – время покупки золота для хеджирования портфелей**

**Рост выпуска облигаций на 30.06.2014, \$US bn**

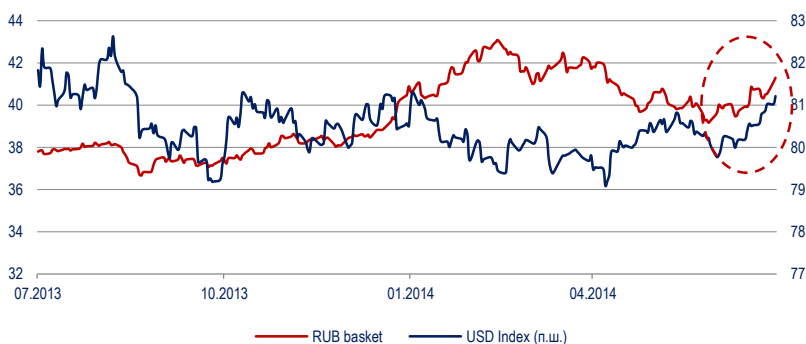
	2013	YTD 2014	2014e
US high grade	1,037.6	603.2	1,206.4
US high yield	336.1	181.5	363.0
US CLO	87.0	61.7	123.4
Euro high grade	326.0	190.0	414.5
Euro high yield	75.7	44.1	96.2
EM sovereign	74.7	52.6	105.2
EM corporate	360.4	169.6	339.2

Продолжается экспоненциальный рост рынка деривативов, в том числе обеспеченных кредитных обязательств (Collateralized Loan Obligations), которые в целом могут предложить более высокую доходность с повышенным риском. Инвестиции в различные классы деривативов с высоким уровнем риска превысили предкризисные объемы 2007 года.

Высокая доля рискованных активов в портфелях инвесторов делает необходимым, с учётом сохранения политической и макроэкономической нестабильности, использование различных инструментов хеджирования, среди которых золото имеет преимущество при хеджировании рисков в долгосрочной перспективе. В целом с начала года объем длинных позиций на рынке фьючерсов на золото растет, увеличиваются инвестиции в ETF золота и золотые монеты.

Низкая стоимость заимствования сегодня позволяет проблемным компаниям продолжать свою деятельность. Однако при возвращении уровня ставок к нормальному уровню, на фоне «запаздывания» экономического роста, это может вызвать волну банкротств среди закредитованных компаний и резкий подъём волатильности мировых рынков, что в перспективе должно повлиять и на волатильность цены на золото. С точки зрения цены на рынке золота отсутствуют характерные драйверы роста или снижения, поэтому краткосрочные инвесторы пока вынуждены находиться в выжидательной позиции.

**Динамика стоимости бивалютной корзины и индекса USD**



**Несмотря на укрепление USD, экспоненциальный рост объема деривативов и госдолга США делает золото более привлекательным хеджирующим инструментом**

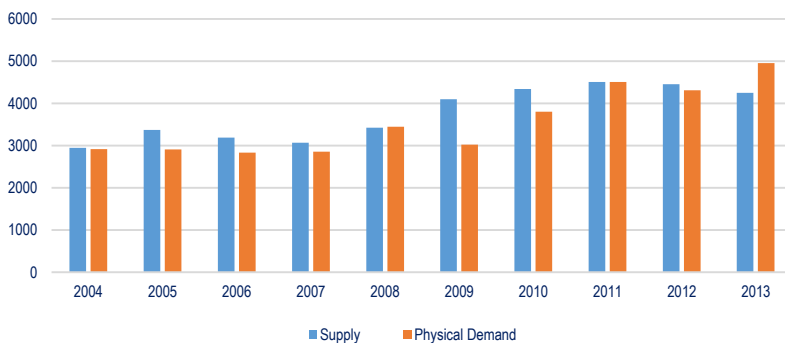
### Динамика спроса и предложения золота

По итогам 2К2014 спрос на золото в объёме 963,8 тонн значительно сократился по сравнению с аналогичным периодом 2013 года в 1148,3 тонн, что составило 16%. Рынок ювелирных украшений также показал значительное падение почти в 30%, благодаря в том числе сезонным факторам. Спрос на монеты и слитки также продолжил снижение второй квартал подряд и составил почти 50% с рекордных уровней спроса прошлого года. Баланс ETF по итогам квартала незначительно снизился на 39,9 тонн. В итоге общий инвестиционный спрос на золото вырос на 4% по отношению ко 2К2014.

Мировая добыча золота во 2К2014 превысила аналогичный показатель прошлого года на 58,2 тонны, вторичная переработка составила 578,3 тонны, что стало самым низким значением с 2007 года. Если текущая ситуация со спросом сохранится, то в ближайшей перспективе добыча золота не будет расти и компаниям придется сокращать внутренние издержки при добыче золота.

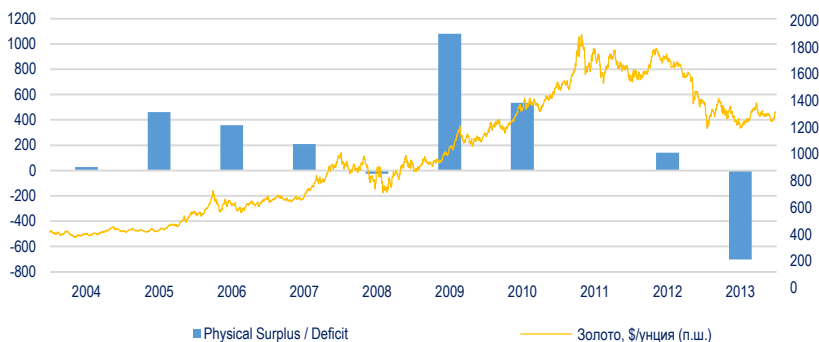
Несмотря на незначительное изменение предложения на рынке золота, средняя цена на золото за 2014 год выросла до значения в \$1310 за тройскую, что составило 8,3%.

Динамика спроса и предложения золота, тонн



Снижение инвестиционного спроса на золото заставило крупнейшие мировые золотодобывающие компании увеличить добычу золота и одновременно снизить расходы на операционную и инвестиционную деятельность, чтобы избежать текущих операционных убытков. Кроме того, многие компании вынуждены оптимизировать структуру активов, избавляясь от непрофильных и убыточных. Принятые меры по снижению AISC (all-in sustaining costs) в значительной степени выразились в уменьшении расходов на капитальные вложения и геологоразведку.

Динамика цены и баланса спроса и предложения золота





## Ювелирные украшения

Несмотря на снижение инвестиционного спроса, по-прежнему сохраняется высокий спрос на ювелирные украшения, составив 53% от общего спроса, однако это всё равно существенно ниже прошлогодних показателей. Тем не менее, спрос на ювелирные украшения традиционно составляет более половины общего спроса, и несмотря на снижение, спрос на украшения в этом году остается в общем историческом тренде.

В этом году наблюдается значительное снижение спроса на ювелирные украшения в странах Ближнего Востока и Азии - Китае, Европе, Вьетнаме, Индонезии, Таиланде - которые являются основными потребителями ювелирных украшений.

Традиционно, спрос на золотые украшения подвержен сезонным колебаниям, где пик спроса приходится на вторую половину года. Однако как основной мировой тренд можно отметить, что во 2-квартале 2014 года произошло резкое снижение спроса по сравнению с 1-ым кварталом этого года и аналогичным периодом прошлого года.

Наибольшее падение спроса на украшения по сравнению с аналогичным периодом прошлого года произошло в Китае. Спрос в Китае переориентировался на спрос украшений более дорогих брендов, которые пострадали меньше, чем бренды недорогого сектора. Снижение спроса также сопровождается усилением конкуренции в секторе и снижением занятости производственных мощностей по производству ювелирных украшений.

В то же время наблюдается рост спроса в Западных странах. В Великобритании спроса вырос не только на золотые украшения, что составило 25%, но и в других отраслях потребления золотой продукции. США также демонстрируют рост потребления золота пятый квартал подряд в основном из Индии, Китая и Италии.

*Традиционные сезонные колебания спроса на золотые украшения мало влияют на волатильность цены на золото*

**Мировой спрос на золото по отраслям, тонн**

tonnes	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Supply</b>										
Mine production	2504	2561	2496	2499	2430	2613	2714	2839	2861	3022
Scrap	881	902	1132	1005	1350	1726	1711	1659	1634	1280
Net Hedging Supply	-438	-92	-434	-432	-357	-234	-106	11	-40	-48
<b>Total Supply</b>	<b>2948</b>	<b>3371</b>	<b>3194</b>	<b>3071</b>	<b>3424</b>	<b>4104</b>	<b>4346</b>	<b>4509</b>	<b>4455</b>	<b>4254</b>
<b>Demand</b>										
Jewelry	2619	2721	2302	2425	2306	1817	2034	2029	1998	2361
Industrial Fabrication	418	440	471	477	464	414	469	458	415	409
- Electronics	266	286	316	322	311	275	326	320	284	279
- Dental & Medical	68	62	61	58	56	53	48	43	39	36
- Other Industrial	85	92	95	98	97	87	95	95	92	93
Net Official Sector	-479	-663	-365	-484	-235	-34	77	457	544	409
Retail Investment	361	412	427	442	915	825	1229	1569	1357	1778
- Bars	215	263	238	238	654	536	935	1242	1036	1377
- Coins	146	148	189	204	261	289	295	327	321	401
<b>Physical Demand</b>	<b>2920</b>	<b>2909</b>	<b>2835</b>	<b>2861</b>	<b>3450</b>	<b>3023</b>	<b>3809</b>	<b>4512</b>	<b>4315</b>	<b>4957</b>
<b>Physical Surplus / Deficit</b>	<b>28</b>	<b>462</b>	<b>359</b>	<b>210</b>	<b>-26</b>	<b>1081</b>	<b>536</b>	<b>-3</b>	<b>140</b>	<b>-703</b>
ETF Inventory Build	133	208	260	253	321	623	382	185	279	-880
Ex change Inventory Build	83	29	32	-10	34	39	54	-6	-10	-99
<b>Net Balance</b>	<b>-188</b>	<b>225</b>	<b>67</b>	<b>-33</b>	<b>-381</b>	<b>418</b>	<b>100</b>	<b>-182</b>	<b>-129</b>	<b>277</b>
<b>Gold Price, US\$/oz</b>	<b>409</b>	<b>444</b>	<b>604</b>	<b>695</b>	<b>872</b>	<b>972</b>	<b>1225</b>	<b>1572</b>	<b>1669</b>	<b>1411</b>

## Инвестиции

Общий инвестиционный спрос на золото в первой половине 2014 года вырос незначительно - на 1% по сравнению с аналогичным периодом прошлого и составил 341,1 тонны. Одним из факторов отсутствия значительного инвестиционного спроса стало ожидание инвесторами дальнейшего падения цены на фоне улучшения экономической ситуации в развитых странах, а также рекордный спрос в 2013 году.

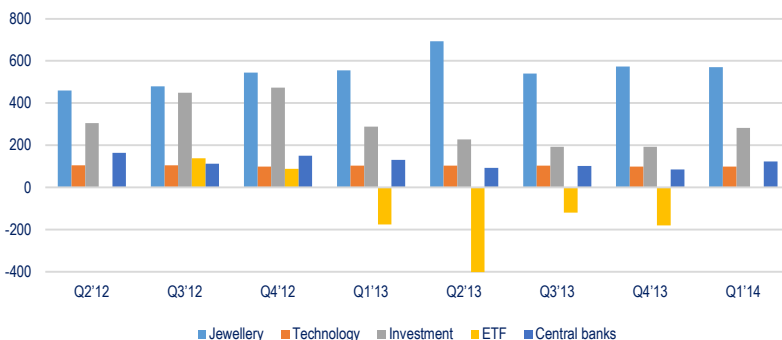
В 2014 году общие вложения в золото, включая слитки, монеты и ETF практически остались на прежнем уровне. Спрос на слитки и монеты снизился в 1К2014 на существенную величину – порядка 39%, однако это снижение было компенсировано ростом инвестиций в ETF, обеспеченные золотом. Аналогичная тенденция сохранилась и во 2-ом квартале. Спрос на инвестиционные продукты увеличил спрос на золото со стороны фондов. Так фонд SPDR Gold Shares (GLD) увеличил запасы золота на 15 тонн, iShares Gold Trust (IAU) – на 3 тонны.

Несмотря на общее незначительное снижение инвестиций в золото в мире, в различных странах наблюдается разнонаправленная динамика.

Спрос на слитки и монеты в Китае, Индии, Тайланде и Турции в 1К2014 в совокупности снизился на 176 тонн по сравнению с прошлым годом, когда наблюдался инвестиционный бум благодаря снижению цен на золото.

В Китае инвестиционный спрос находится на самом низком уровне за последние 4 года и также наблюдается снижение к прошлому году. Совокупное снижение спроса в Китае и Индии в первой половине 2014 года по сравнению с аналогичным периодом прошлого года составило 56%, несмотря на смягчение введенных правительством ограничений на импорт золота в слитках и монетах. Снижение инвестиций в золото также наблюдается в Турции, из-за возросшей политической нестабильности и ослабления курса турецкой лиры. В США и Европе инвестиционный спрос продолжает оставаться на низком уровне из-за медленного восстановления экономического роста.

**Квартальный спрос на золото по отраслям 2012-2014 гг, тонн**



## Технологии

Спрос на золото со стороны технологического сектора снизился в 2-ом квартале 2014 на 2%. Снижение спроса в основном обусловлено развитием технологий на базе материалов-заменителей золота. Однако в общем из-за улучшения макроэкономических показателей в мировой экономике, спрос на заменители начал снижаться в пользу золота.

Использование золота в других отраслях промышленности снизилось на 4%, но остается на среднем 5-летнем уровне. Спрос на золото в зубопротезировании также снизился на 7%.



## Центральный банки

Закупки золота центральными банками составили во 2К2014 порядка 117,8 тонн, что соответствует среднему уровню за предыдущие 3 года. По отношению к прошлому году рост закупок составил 28% за аналогичный период, в основном благодаря росту геополитической нестабильности, что заставляет центральный банки увеличивать стратегические золото-валютные резервы.

Диверсификация активов остается одной из главных причин закупки золота центральными банками развивающихся стран, таких как Ирак, Россия и Казахстан, которые увеличили свои резервные запасы золота во 2-ом квартале на 54; 7 и 3 тонны соответственно.

## Резюме

Мы сохраняем прогноз цен на золото в краткосрочном периоде, при котором цена на золото в среднем может составить US\$1250-1270 за унцию на конец 2014 года. Прогноз цен на золото в 2014 году может быть неоднократно скорректирован в умеренных границах из-за роста геополитической напряженности.

Однако мы считаем, что в среднесрочной и долгосрочной перспективе цена золота выглядит относительно стабильной и, вероятно, не будет торговаться ниже 1200 долларов к концу 2015 года. С учетом прогноза стабильности цены золота, оно является эффективным средством хеджирования не только против негативной рыночной конъюнктуры, но и против возможной при неблагоприятном сценарии повышенной инфляции и общей нестабильности в рублёвой зоне.

В отношении к доллару США, как было показано, более вероятно постепенное «сползание» цены в рамках долгосрочного цикла, с умеренным постепенным падением покупательной способности.

**Сохраняется высокая вероятность колебания цены золота в краткосрочной перспективе из-за геополитической напряженности**

## ООО «УНИВЕР Капитал»

ООО «УНИВЕР Капитал» входит в Инвестиционную группу «УНИВЕР», которая осуществляет инвестиционную деятельность на фондовом рынке с 1995 года.

Член Национальной Ассоциации участников фондового рынка (НАУФОР).

Участник торгов «Московской Биржи» и «Санкт-Петербургской биржи».

### Надёжность

**AA-** (очень высокая надёжность - третий уровень) от НРА

**A+** (очень высокий уровень надёжности (долгосрочной кредитоспособности) от Эксперт РА

### Кредитоспособность

**A+** (очень высокий уровень кредитоспособности) от Эксперт РА

## Центральный Офис

123317, г. Москва. Пресненская набережная, дом 10, ("Башня на набережной" комплекса "Москва-Сити"), блок Б, 18 этаж

Телефон: (495) 792-55-55 (многоканальный)

Эл. почта: [univer@univer.ru](mailto:univer@univer.ru)

Сайт [www.univer.ru](http://www.univer.ru)



## Контакты

Генеральный директор  
Иванов Алексей Алексеевич  
тел.: (495) 644-11-22 доб. 2277  
e-mail: [aivanov@univer.ru](mailto:aivanov@univer.ru)

Заместитель Генерального директора по  
инвестициям  
Александров Дмитрий, к.х.н.  
тел.: (495) 644-11-22 доб. 3336  
e-mail: [daleksandrov@univer.ru](mailto:daleksandrov@univer.ru)

Начальник Отдела аналитических  
исследований  
Кондратьев Дмитрий, к.э.н.  
тел.: (495) 644-11-22 доб. 2264  
e-mail: [dkondratyev@univer.ru](mailto:dkondratyev@univer.ru)

Начальник Департамента брокерского  
обслуживания  
Клюкин Артем  
тел.: (495) 644-11-22 доб. 2272  
e-mail: [aklukin@univer.ru](mailto:aklukin@univer.ru)

Начальник Отдела технического анализа  
рынков  
Тарасов Роман  
тел.: (495) 644-11-22 доб. 4401  
e-mail: [rtarasov@univer.ru](mailto:rtarasov@univer.ru)

### Лицензии

Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление брокерской деятельности № 077-12601-100000 от 09 октября 2009 года, выдана Федеральной службой по финансовым рынкам, срок действия – без ограничения срока действия.

Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление дилерской деятельности № 077-12604-010000 от 09 октября 2009 года, выдана Федеральной службой по финансовым рынкам, срок действия – без ограничения срока действия.

Лицензия на осуществление депозитарной деятельности № 077-12895-000100 от 02.02.2010 г., выдана Федеральной службой по финансовым рынкам, срок действия - бессрочная.

Лицензия на заключение биржевым посредником в биржевой торговле договоров, являющихся производными финансовыми инструментами, базисным активом которых является биржевой товар № 1515 от 01.07.2010 г., выдана Федеральной службой по финансовым рынкам, срок действия - без ограничения срока действия.

### Заявление об ограничении ответственности

Настоящее аналитическое исследование подготовлено ООО «УНИВЕР Капитал» на основе информации, полученной из официальных общедоступных источников, в надежности и достоверности которых нет оснований сомневаться. Специальных исследований, направленных на выявление фактов неполноты и недостоверности указанной информации, не проводилось. Аналитические выводы и заключения, представленные в настоящем документе, являются мнением специалистов ООО «УНИВЕР Капитал». Никакая информация и никакое мнение, выраженное в данном документе, не являются рекомендацией по покупке или продаже ценных бумаг, иных финансовых инструментов, опционов, фьючерсов или ценных бумаг, производных от этих активов (деривативов), не является офертой или предложением делать оферту или осуществлять иные вложения капитала. Данное аналитическое исследование не предоставляет гарантий или обещаний будущей эффективности (доходности) деятельности на рынке ценных бумаг. За достоверность информации, лежащей в основе настоящего документа, и за последствия решений, принятых Вами на основе настоящего документа. ООО «УНИВЕР Капитал» ответственности не несет. Необходимо принимать во внимание, что доход от инвестирования в определенные ценные бумаги или иные финансовые инструменты, если таковой имеет место, может варьироваться, а стоимость этих ценных бумаг и иных финансовых инструментов может повышаться или понижаться. Колебание курсов иностранных валют может оказать неблагоприятное влияние на курс, стоимость и доходность определенной ценной бумаги и иного финансового инструмента, упомянутых в настоящем документе. Никакая информация, касающаяся налогообложения, изложенная в настоящем документе, не является консультированием по вопросам налогообложения. Наша Компания настоятельно рекомендует инвесторам обращаться за консультациями к независимым специалистам в области налогообложения, которыми будут учитываться особые обстоятельства каждой конкретной ситуации. ООО «УНИВЕР Капитал» проводит строгую внутреннюю политику, направленную на предотвращение каких-либо действительных или потенциальных конфликтов интересов компании и инвесторов, а также предотвращение ущемления интересов инвесторов. Для получения дополнительной информации о ценных бумагах, упомянутых в настоящем исследовании, необходимо обратиться в ООО «УНИВЕР Капитал». Воспроизводить, копировать, цитировать а также делать выдержки из настоящего документа без предварительного письменного согласия ООО «УНИВЕР Капитал» запрещено.