

РЕЗЮМЕ:

1 На фоне высоких показателей краткосрочной инфляции в США и на других развитых рынках, цены на золото в текущем году так и не достигли локального максимума августа 2020 года (2 067 долл. США / тр. унц.). Основными причинами этого стали:

Снижение спроса на золото со стороны инвесторов;

Инвесторы, ориентируясь на долгосрочный показатель инфляции в 2%–2.5%, ожидаемый в течение следующих 1,5–2 лет, предпочли более доходный рынок криптовалют. На конец августа 2021 года объем рынка криптовалют превысил 2 трлн долл. США, что в 10 раз превышает объем рынка золота

Увеличение предложения золота на рынке;

В I полугодии 2021 года производство «желтого металла» достигло 2 308 тонн, что на 4% больше показателя I полугодия 2020 года – сказались сокращение количества ограничений и остановок производственных объектов, связанных с противоэпидемиологическими мероприятиями

2 Интерес к инвестициям в золото по-прежнему остается на низком уровне, количество открытых позиций на фьючерсном рынке снизилось с 568 888 в январе 2021 года до 507 113 в сентябре 2021 года. Это свидетельствует в пользу понижения цены на этот металл в 2022 году. В тоже время магнитуда понижения будет невелика: резкому снижению цен на золото будет препятствовать увеличение спроса на ювелирные изделия в Китае и Индии (ключевых потребителей в данном сегменте рынка) на фоне постепенного смягчения ограничительных мер в 2021 году и растущий спрос на золото со стороны центральных банков. Средняя цена на золото в 2022 году будет близка к значению 1 740 долл. США / тр. унц, что на 1,7% меньше средней цены на золото в 2020 году и на 3,5% меньше средней цены I полугодия 2021 года.

3 После 2022 года цены на золото снова начнут расти. «Слому» понижательного тренда и постепенному росту цен будут способствовать следующие события:

Повышение прогнозного значения долгосрочной инфляции выше 2.5% и ожидаемая на этом фоне девальвация мировых валют

Потеря виртуальными валютами качества защитного актива

Снижение добычи «желтого металла» в Южной Африке, а также США, Канаде, Австралии

Средняя цена на золото в период с 2023 года по 2025 год может вырасти до 1 900 долл. США / тр. унц.

ДИНАМИКА ЦЕН НА ЗОЛОТО В 2020 – 2021 ГГ.

Цены на золото росли в течение 2020 года и установились на уровне 1888 долл. США / тр. унц. в конце декабря (+23,6% к началу 2020 г.), достигнув своего пикового значения 2067 долл. США / тр. унц. в августе.

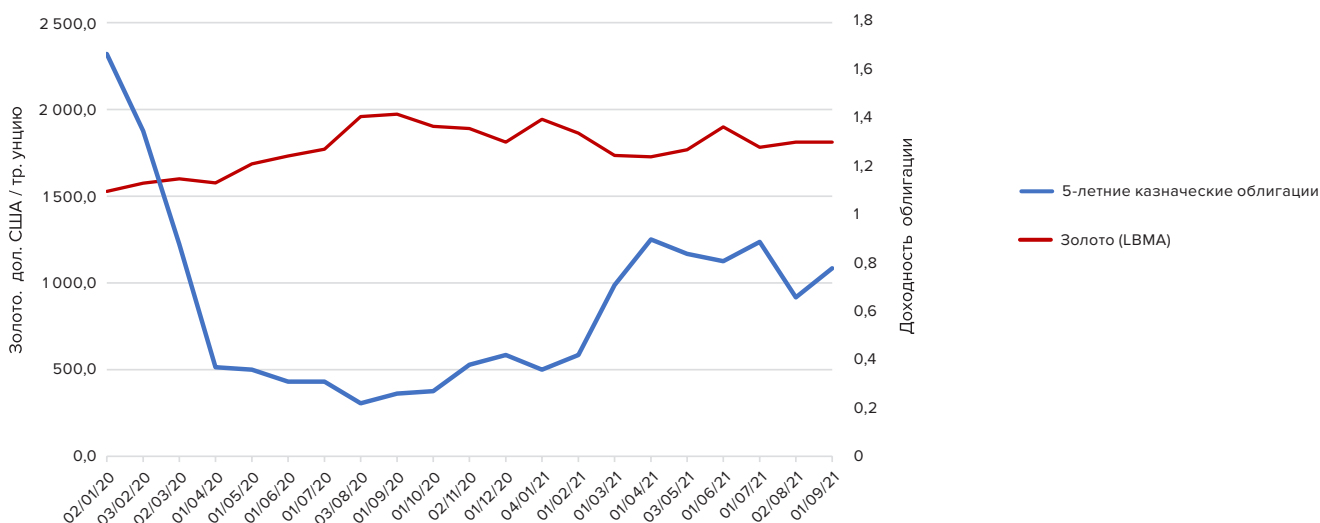
Причиной роста цены золота явилась нестабильная ситуация на мировом финансовом рынке и связанные с этим опасения инвесторов за сохранность своих сбережений.

Золото традиционно выступает в качестве защитного актива в периоды нестабильной финансовой ситуации, поэтому повышение спроса на него в прошлом году было вполне закономерным явлением.

Рост ликвидности на финансовых рынках, вызванный активной политикой центральных банков США и ЕС, которые за период 2020–2021 гг. скупили активов более чем на 10 трлн долл. США¹, **усилил долгосрочные инфляционные ожидания** инвесторов, соответственно, реальная доходность казначейских облигаций США оказалась в отрицательной зоне. На этом фоне **возрос спрос на золото** со стороны инвесторов, что привело к подъему его цены. Таким образом, в очередной раз была продемонстрирована обратная корреляция цен на золото и долгосрочной доходности американских казначейских облигаций. (Рис.1)

Рис.1.

Динамика цены на золото и доходности 5-летних казначейских облигаций США



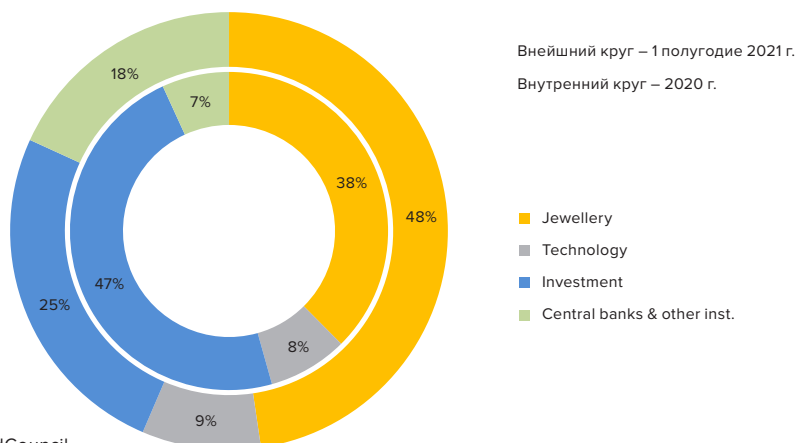
Источник: World Gold Council, US Department of the treasury

В течение 2021 года ФРС США и ЕЦБ продолжили скупать активы, тем самым **стимулируя рост ликвидности на рынке**. В начале 2021 года объем вливаний составил \$2 трлн долл. США². Инфляция США по состоянию на август 2021 года в результате увеличения стоимости сырьевых активов, а также продуктов питания достигла 5.4%³, что является рекордным значением этого показателя за последние 30 лет. На этом фоне инфляционные ожидания должны были бы вырасти, а реальная доходность облигаций упасть ниже уровня -2%, что в конечном итоге, привело бы к росту цен на золото до уровня 2 200 долл. США / тр. унц. и выше. Однако этого не произошло – цена на золото в течение 2021 года колебалась в пределах от 1684 до 1943,2 долл. США / за тр. унц., так и не достигнув пиковых значений предыдущего года. Причины этого, скорее всего, кроются в том, что **инвесторы ориентируются не на краткосрочный уровень инфляции, а на долгосрочный показатель**, который должен нормализоваться в течение одного года/полутора лет и прийти к уровню 2–2,5%.

Другим объяснением отсутствия роста цен на золото является изменение структуры спроса на золото (Рис.2)

Рис.2.

Структура мирового спроса на золото в 2020–2021гг

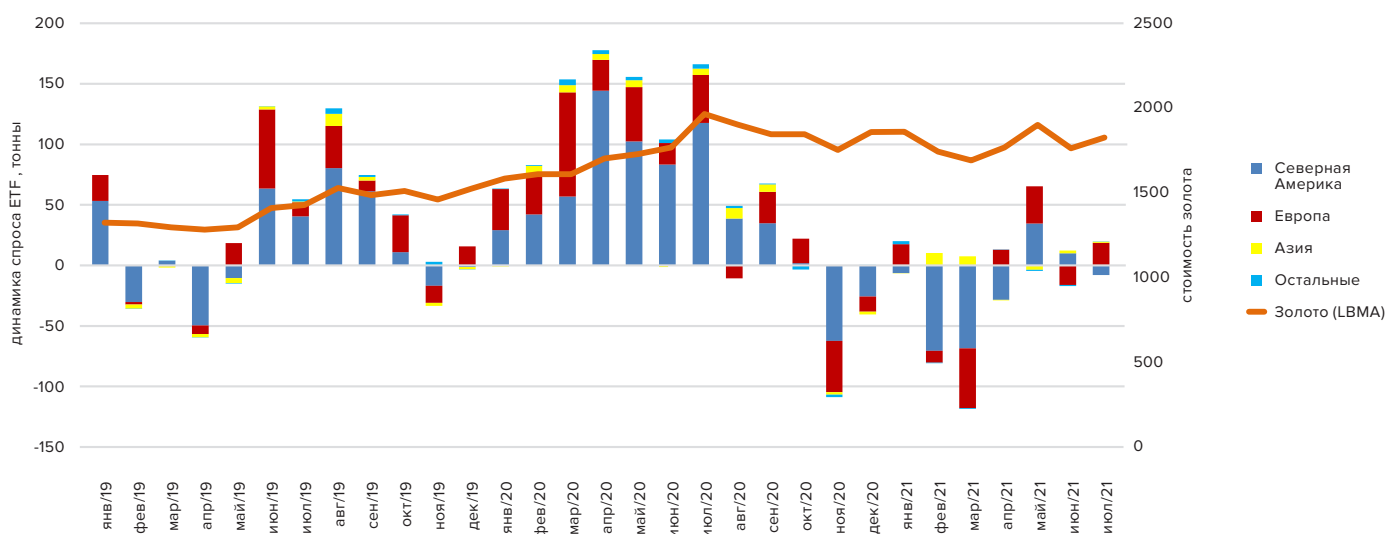


Источник: WorldGoldCouncil

¹ <https://www.finanz.ru/novosti/valyuty/mvf-prizval-centrobanki-prodolzhat-pechatat-dengi-1030287179>
² <https://www.forbes.ru/finansy-i-investicii/436125-frs-zalet-ekonomiku-ssha-dengami-cto-teper-budet-s-cenami>
³ <https://take-profit.org/statistics/inflation-rate/united-states/>

Ключевым изменением структуры спроса на золото в I полугодии 2021 года явилось снижение доли инвестиционного спроса. По итогам 2020 года инвестиционный спрос **составил 48%** от общего объема спроса на металл, в I полугодии 2021 года его доля **сократилась на 23%** и составила всего 25%. Спрос на ювелирные изделия в I полугодии 2021 года относительно 2020 года **увеличился на 10%**. Доля покупок со стороны центральных банков выросла **с 7% до 18%**.

Рис.3.
Динамика спроса на золото со стороны ETF



Источник: WorldGoldCouncil

На рис. 3 представлена динамика инвестиционного спроса на ETF, обеспеченных золотом, в 2019–2021 гг. по месяцам. В I полугодии 2020 года относительно 2019 года наблюдалось значительное увеличение спроса в Северной Америке на такие ETF. Спрос на ETF в Европе и в Азии незначительно увеличился, но с августа 2020 года наблюдается снижение интереса к ETF, обеспеченных золотом. Тенденция снижения спроса в Европе и Америке продолжается и в 2021 году, но одновременно с этим растет спрос на подобные инвестиции в Азии.

Описанную выше динамику можно объяснить тем, что рост цены на золото в прошлом году фактически отыграл долгосрочные инфляционные ожидания инвесторов, поэтому дальнейшие его покупки инвестиционным сообществом были бы нецелесообразными. Кроме того, на финансовом рынке появилась альтернатива фиатным валютам, в качестве которой выступили криптовалюты, так, на конец августа 2021 года объем рынка криптовалют превысил 2 трлн долл. США⁴, из которых на наиболее ликвидные – Биткойн (Bitcoin) и Эфириум (Ethereum) – приходится 0,9 трлн долл. США и 0,4 трлн долл. США соответственно (на начало сентября 2021 г.)⁵.

Не вдаваясь в подробности относительно надежности инвестиций в криптовалюты, можно констатировать, что фактически **эти финансовые инструменты перетянули на себя значительную часть спроса** на защитные антиинфляционные активы и, тем самым, способствовали снижению спроса на золото.

Стоит также отметить, что спрос на ювелирные изделия существенно увеличился в 2021 году относительно предыдущего года за счет восстановления экономической активности в Китае и Индии.

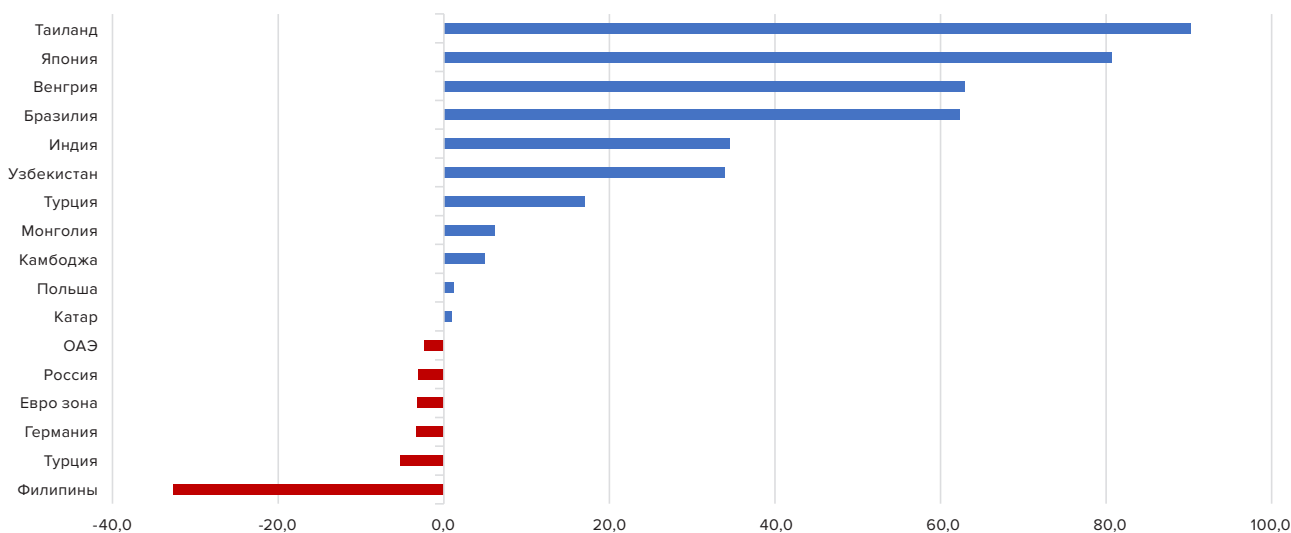
Еще одно интересное отличие 2021 года от предыдущих лет явилось то, что большая часть центральных банков мира, которые традиционно продавали свои запасы золота в погоне за ликвидностью, в этом году увеличили спрос на золото. Так в I полугодии 2021 года лидерами по покупке золота центральными банками стали: **Таиланд (90,2 тонн), Япония (80,76 тонн), Венгрия (62,98 тонн), Бразилия (62,29 тонн), Индия (34,61 тонн).** (Рис.4)

⁴ <https://ru.investing.com/crypto/charts>

⁵ <https://ru.investing.com/crypto/>

Рис.4.

Покупки / продажи золота ЦБ в первом полугодии 2021 г., тонны



Источник: WorldGoldCouncil

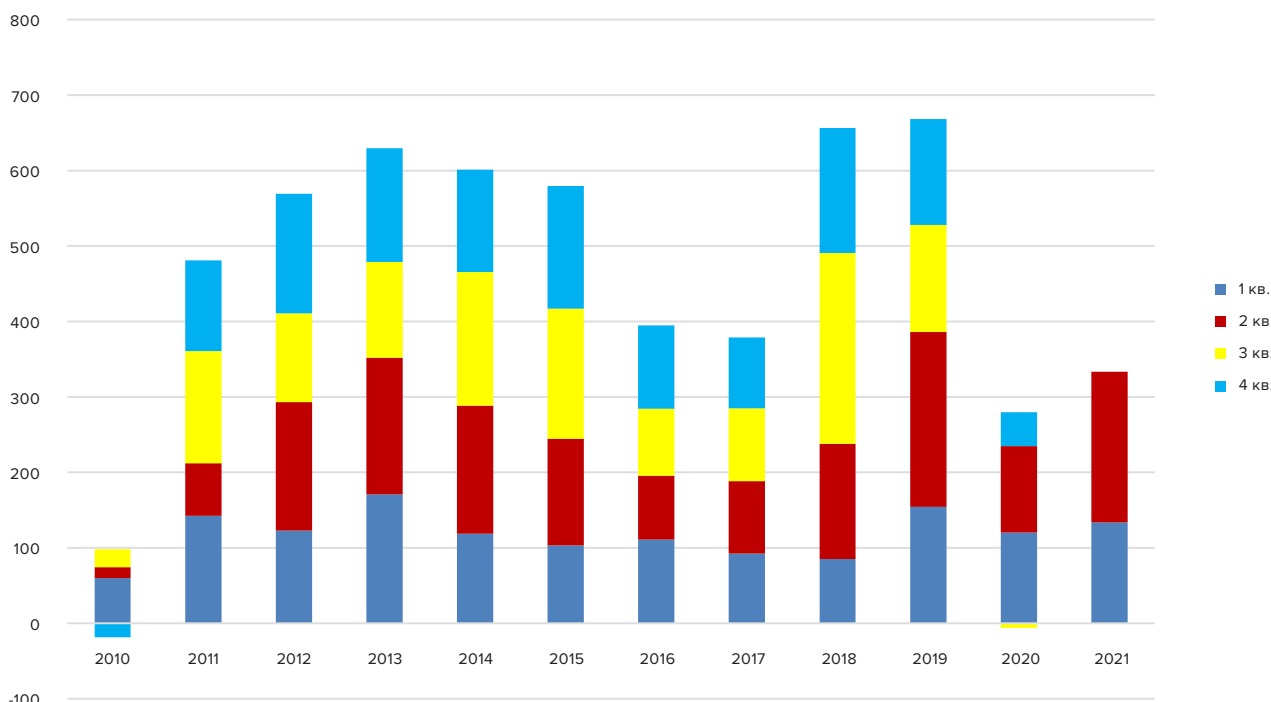
Отсутствие в этом списке центральных банков ключевых мировых финансовых центров не должно вводить в заблуждение. Общая доля золота в **золотовалютных запасах стран Еврозоны составляет около 57%**, таким образом, говорить о том, что к инвестициям в золото тяготеют лишь центральные банки развивающихся стран, не приходится⁶.

Что касается продаж золота центральными банками, Филиппины в I полугодии 2021 года стали лидером продаж золота 32,64 тонн, Россия оказалась на пятом месте с объемом продаж в 3,11 тонн.

В 2020 году большинство центральных банков использовало продажу золота для управления ликвидностью и поддержания своей экономики в неблагоприятный период, в 2021 году у некоторых центральных банков данная тенденция сохранилась (Рис.5).

Рис.5.

Спрос на золото со стороны Центральных банков, тонны



Источник: WorldGoldCouncil

⁶ <https://russtrat.ru/analytics/17-iyunya-2021-0010-4661>

В начале 2020 года запас золота России составлял 2,3 тысячи тонн. **За 2020 год ЦБ РФ сократил запасы золота на 27,4 тонны.** Активной продаже золота в 2020 году способствовало рекордное падение валютной выручки от продажи нефти и газа и повышение цен на золото. **Тем не менее, текущая доля запасов металла в ЗВР ЦБ РФ составляет около 22%,** что является достаточно высоким уровнем.

ДОБЫЧА ЗОЛОТА

Мировое предложение золота в I полугодии 2021 года **достигло 2 308 тонн,** что на 4% больше, чем в I полугодии 2020 года, это связано с меньшим количеством ограничений и остановок производственных объектов, вызванных пандемией COVID-19.

Характерно, что более низкая цена на «желтый металл» в 2021 году привела к сокращению вторичного производства золота из лома ювелирных изделий, которое сократилось на 5% по сравнению с уровнем прошлого года и достигло 546 тонн. Из этого следует, что резкое снижение цены в случае значимого снижения спроса на золото будет приводить к дефициту золота, произведенного из лома.

В долгосрочной перспективе можно ожидать, что **добыча в Южной Африке,** ранее бывшей одним из важных регионов добычи, **продолжит стагнировать.** Кроме того, ужесточение экологических требований к деятельности горнодобывающих компаний приведет к снижению добычи золота в США, Австралии и Канаде. Приведенные выше факты позволяют сделать вывод о том, что в **долгосрочной перспективе объем производства золота будет снижаться.**

Объем добычи золота в России за I полугодие 2021 года составил 135,5 тонн, что на 2,6 тонн и на 1,2% меньше, чем в I полугодии 2020 года. Снижение добычи золота можно объяснить аварией на рудниках Норильского никеля в феврале 2021 года и ужесточением требований Росприроднадзора к компаниям, ведущим россыпную добычу золота.

Существенного снижения добычи золота в России по итогам 2021 года не ожидается, поскольку уровень себестоимости добычи значительно ниже цены реализации, так для 90% объемов себестоимость российской добычи золота находится на уровне ниже 1000 дол США за тр. унц.

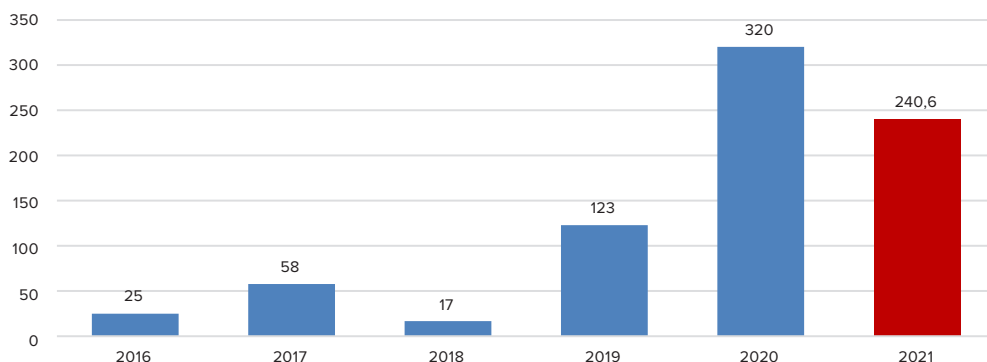
ЭКСПОРТ ЗОЛОТА

Высокий уровень экспорта золота из России в 2020 году (320 тонн) был **обусловлен остановкой закупок металла ЦБ РФ** и тем, что в апреле 2020 года **Правительство разрешило Минпромторгу** выдавать производителям генеральные лицензии на экспорт аффинированного золота и серебра в слитках на основании согласованного Минфином заявления. До этого генеральные лицензии на экспорт выдавались только банкам, получившим соответствующую лицензию ЦБ РФ.

В I полугодии 2021 года объем экспорта золота из России **составил 120,3 тонны,** в натуральном выражении это примерно соответствует уровню аналогичного периода прошлого года (сокращение менее чем на 1%)⁷.

Рис.6.

Экспорт российского золота, тонны⁸



Источник: ФТС

⁷ <http://www.finmarket.ru/news/5524580>

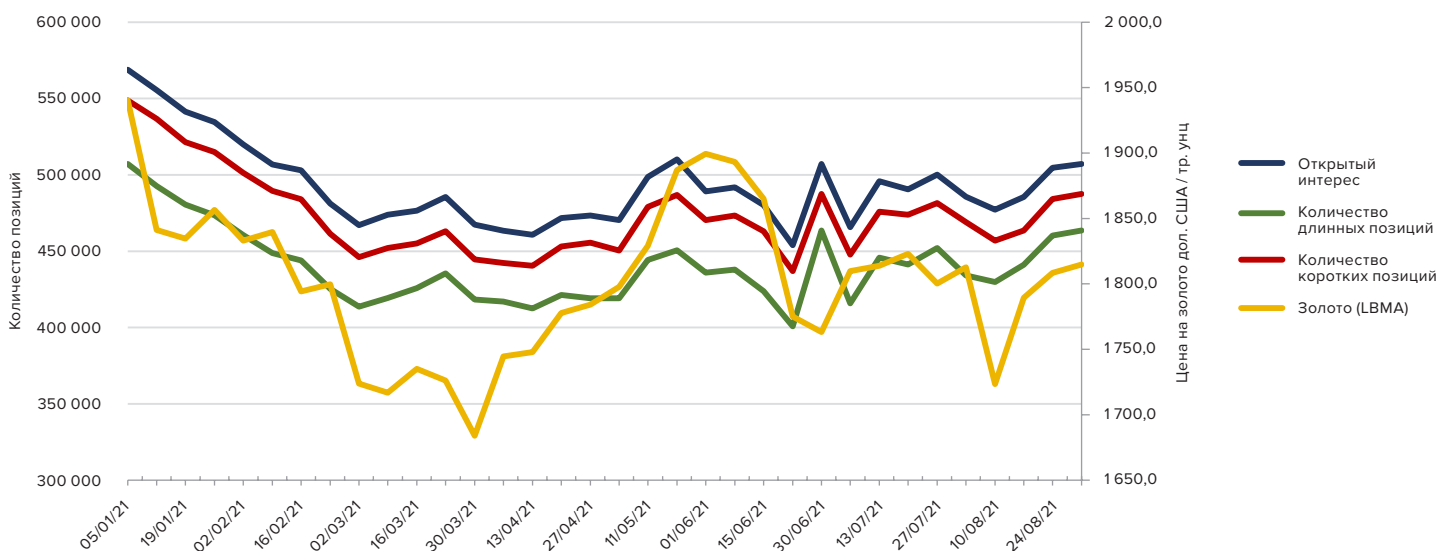
⁸ На Рисунке 6 приведены расчетные данные за 2021 г. (120,3 (т за 1 полугодие) *2).

В 2021 году тенденция увеличения объема экспорта золота из России, скорее всего, будет сохраняться в случае относительно высоких цен на него, и может превысить уровень 2020 года, поскольку увеличению экспорта, в том числе, благоприятствует смягчение требований валютного контроля для экспортеров золота. **С 1 июля 2021 года экспортеры могут не возвращать валютную выручку** на счета в российских банках в соответствии с указом Президента РФ (28.06.2021 № 223-ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон «О валютном регулировании и валютном контроле»).

ФЬЮЧЕРСНЫЙ РЫНОК ЗОЛОТА

Рис.7.

Динамика открытого интереса, объема длинных и коротких позиций со стороны хедж-фондов и крупных институциональных инвесторов и цены на золото⁹



Источник: WorldGoldCouncil, CFTC

Рис. 7 демонстрирует снижение открытого интереса на золото на фьючерсном рынке в течение 2021 года с 568 888 позиций в январе 2021 года до 507 113 позиций в сентябре 2021 года. Данный факт подтверждает потерю инвесторами интереса к вложению в металл на фоне более доходных вложений в криптовалюты и сырьевые активы.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

НРА ожидает **ослабление котировок золота в 2022** году под воздействием следующих факторов:

- 1 Переход Минфина США от политики стимулирования рынков к практике заимствований, что резко уменьшит объем ликвидности на рынке
- 2 Большой объем «желтого металла» на рынке
- 3 Изменение структуры спроса на золото
- 4 Значительные запасы золота в центральных банках
- 5 Стабилизация экономики (восстановление после окончания пандемии)
- 6 Развитие рынка криптовалют
- 7 Снижение интереса к золоту на фьючерсном рынке
- 8 Низкая себестоимость производства золота относительно цены реализации, которая составляет примерно 1000 долл. США / за тр. унц.

⁹ Источник: WorldGoldCouncil, CFTC

Начиная с 2023 года **росту цен на металл будут способствовать:**

- ✓ Вероятное увеличение уровня долгосрочной инфляции выше ожидаемого и связанная с этим девальвация мировых валют. Золото в этом случае будет востребовано в качестве хеджа
- ✓ Снижение объема золотодобычи в Африке, Австралии, США и Канаде в связи с ужесточением экологических требований к золотодобывающим предприятиям
- ✓ Возможный запрет или жесткое регулирование рынка криптовалют

Оценив степень влияния перечисленных выше факторов, НРА считает вероятным следующий сценарий динамики цен на золото¹⁰:

в 2022 г. 1740 долл. США / тр. унц. в 2024 г. 1850 долл. США / тр. унц.
в 2023 г. 1800 долл. США / тр. унц. в 2025 г. 1900 долл. США / тр. унц.

КОНТАКТЫ И АВТОРЫ

СЕРГЕЙ ГРИШУНИН

Управляющий директор рейтинговой службы
E-mail: grishunin@ra-national.ru

ЖАННА ГАЙНУТДИНОВА

Аналитик корпоративных рейтингов
E-mail: gaynutdinova@ra-national.ru

Контакты для СМИ

СВЕТЛАНА ПОДГОРНАЯ

Директор по связям с общественностью
Тел. +7 (495) 122-22-55 (143)
E-mail: podgornaia@ra-national.ru

Клиентская служба

ТАТЬЯНА ГРИГОРЬЕВА

Директор Клиентской службы
Тел. +7 (495) 122-22-55 (101)
Моб. +7 (903) 589-04-27
E-mail: grigoryeva@ra-national.ru



115191, г. Москва, Гамсоновский пер., д.2, стр.7
тел./факс: +7 (495) 122-22-55
www.ra-national.ru

Ограничение ответственности Агентства

© 2021

Настоящий аналитический обзор создан Обществом с ограниченной ответственностью «Национальное Рейтинговое Агентство» (ООО «НРА»), является его интеллектуальной собственностью, и все права на него охраняются действующим законодательством РФ. Вся содержащаяся в нем информация, включая результаты расчетов, выводы, методы анализа и др., предназначена исключительно для ознакомления; их распространение любым способом и в любой форме без предварительного согласия со стороны ООО «НРА» и подробной ссылки на источник не допускается. Любые факты неправомерного использования интеллектуальной собственности ООО «НРА» могут стать основанием для судебного преследования. Единственным законным источником публикации документа является официальный сайт ООО «НРА» в информационно-телекоммуникационной сети Интернет по адресу: www.ra-national.ru

ООО «НРА» и любые его работники не несут ответственности за любые последствия, которые наступили у лиц, ознакомившихся с настоящим аналитическим обзором, в результате их самостоятельных действий в связи с полученной из него информацией, в том числе за любые убытки или ущерб иного характера, прямо или косвенно связанные с такими действиями. Вся содержащаяся в аналитическом обзоре информация представляет собой выражение независимого мнения ООО «НРА» на дату его подготовки на основе сведений и данных, полученных из источников, которые ООО «НРА» считает надежными. Любые сделанные в нем предположения, выводы и заключения не имели целью и не являются предоставлением рекомендаций по принятию инвестиционных решений и проведению операций на финансовых рынках или консультацией по вопросам ведения финансово-хозяйственной деятельности. ООО «НРА» не несет ответственности за точность и достоверность сведений и данных, полученных из использованных источников, и не имеет обязанности по их верификации, а также по регулярному обновлению информации, содержащейся в настоящем аналитическом обзоре.

¹⁰ <http://www.finmarket.ru/main/article/5539904>