

14 февраля 2014 г. | Товарные рынки | Драгоценные металлы | Flashnote

Евгений Локтюхов
LoktyukhovEA@psbank.ru
Игорь Нуждин
NuzhdinIA@psbank.ru

За последний год все уже привыкли, что золото - актив не менее рискованный, чем и прочие товары. Основной причиной смены отношения к золоту стали **низкая инфляция в развитых странах и рост реальных ставок, а также активный выход инвесторов из вложений в золото**. В результате «вечная ценность» в 2013 году подешевела до уровня предельных издержек, заставляя производителей сокращать издержки, закрывать неэффективные производства и замораживать инвестпроекты. Немаловажными для рынка золота стали тенденция на ужесточение банковского регулирования, а также планы Федрезерва, реализуемые с этого года, по сокращению программы выкупа активов.

Но в январе-феврале наметились признаки улучшения ситуации на рынке золота.

Во-первых, конечный спрос по данному металлу остается устойчивым, как в развитых странах, так и в EM, несмотря на девальвацию валют.

Во-вторых, очередная фаза активного выхода из «золотых» ETF, на наш взгляд, близка к завершению, снимая ключевой негативный фактор последних месяцев. А конъюнктурные факторы (настроения профессиональных участников, инфляционные ожидания, слабый доллар) способствуют дальнейшему развитию повышательного движения, зародившегося в декабре. На этом фоне золото стремится вернуться выше 200-дневной средней (1325 долл./унция).

По нашему мнению, повышательный импульс в золоте имеет ограниченный потенциал – целевой диапазон 1350-1400 долл./унцию выглядит вполне достаточным с конъюнктурной и фундаментальной точки зрения. Дальнейшее движение (выше зоны максимумов августа, 1400-1420 долл./унцию) несет серьезные спекулятивные риски и выглядело бы, на наш взгляд, неустойчивым до начала фазы ускорения инфляции и падения реальных ставок.

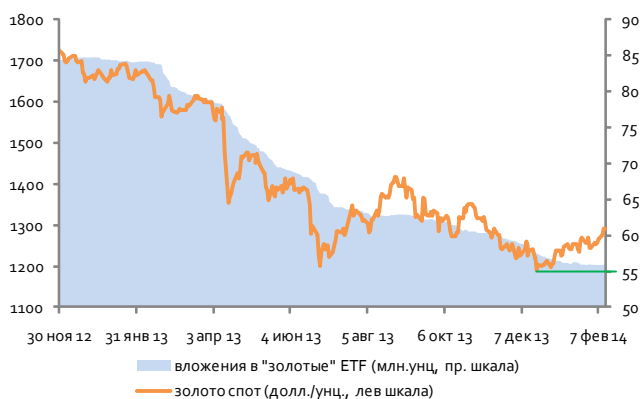


Потенциал роста есть, но пока ограниченный
Flashnote

Позиции ETF в золоте

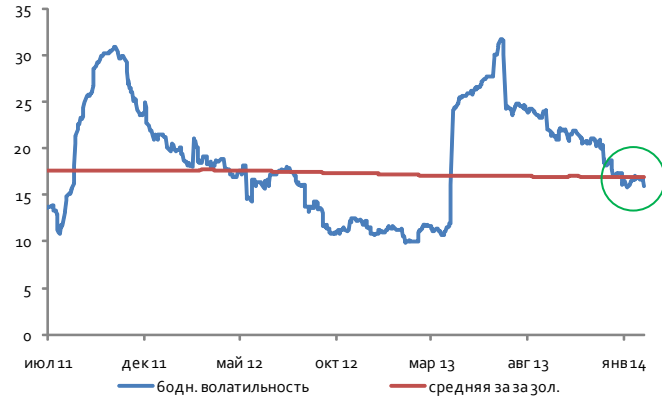
За январь вложения в ETF, инвестирующие в золото, сократились еще на 0,8 млн. унций (23 тонны). Но уже с конца января мы видим, что сокращение прекратилось – показатель уже три недели колеблется около 55.9 млн. унций. Всего с исторических пиков, достигнутых в декабре, «золотые» ETF «сжежились» на 28,8 млн. унций. Учитывая, что показатель историч. 60-дневной волатильности (15,9%) в феврале заметно упал, опустившись даже ниже среднеисторического значения (16,9%) на рынке золота, **можно констатировать, что фаза активного сокращения объемов владения золотом со стороны ETF завершена, способствуя стабилизации рынка золота.**

Вложения в "золотые" ETF перестали падать



Источник: Bloomberg

Рынок золота, исходя из историч. волатильности, "успокоился"



Источник: Reuters

Спекулятивная позиция CFTC

Настроения спекулянтов по отношению к золоту также несколько остыли. Так, объем «коротких» спекулятивных позиций, в декабре вновь приблизившись к историческому пику начал сокращаться. На этом фоне и чистая спекулятивная позиция начала повышаться. Но, так как сильных поводов играть на повышение в золоте нет, речь о наращивании длинных позиций пока не идет.

Чистая спек. позиция по золоту растет за счет закрытия "шортов"



Источник: Reuters

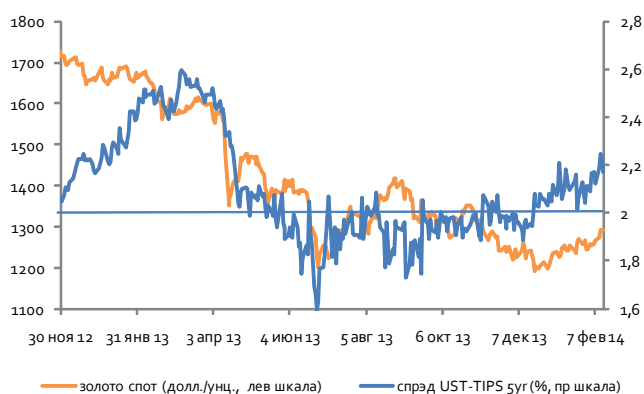
Безусловно, ключевым показателем для формирования нового тренда по золоту является снижение реальных ставок и инфляционные ожидания. **Пока нет значимого движения в реальных ставках, нет и повода долгосрочно покупать золото.** Но, тем не менее, инфляционные ожидания по доллару начали подрастать, вернувшись к уровням весны прошлого года. И хотя подтверждений инфляционному сценарию в США мы не видим, этот риск потихоньку начинает учитываться участниками рынка – экономика США выглядит достаточно сильной, а постепенное сокращение программы QE3 вряд ли принципиально скажется на реальном секторе по причине большого объема неиспользуемых банковских ресурсов (судя по избыточным резервам банков). Так, спрэд между пятилетними UST и US TIPS (гособлигации с «защитой» от инфляции) в декабре вышел выше 2% и плавно движется вверх (см. рис. ниже). **Повысившиеся инфляционные риски создают угрозу реальным ставкам.**

Валютный фактор

Состояние валютных рынков, ключевых для золота, не способствует позиционированию игроков. Так, с одной стороны, доллар остается весьма слабым, открывая спекулятивный апсайд по золоту. Но потенциал дальнейшего ослабления доллара выглядит небольшим. С другой, есть риск укрепления доллара к мировым валютам, что ограничивает активную игру по золоту. Этот сценарий может реализоваться по двум основаниям: а) в случае, если ЕЦБ предпримет меры по стимулированию кредитования и б) в случае последовательного выхода ФРС из QE3, что к осени может повлечь сокращение баланса Федрезерва и фазу оттока капитала с других рынков (в том числе и частично с рынка золота). Причем отток капиталов, очевидно, может ждать раньше, как превентивную меру.

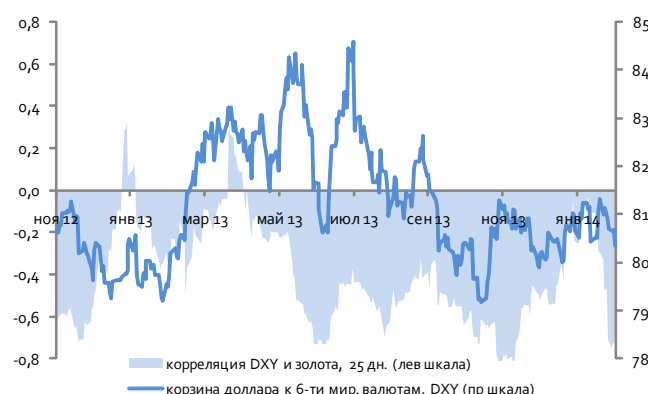
Отметим, что корреляция котировок «вечной ценности» с корзиной DXY (корзина доллара к 6-ти мировым валютам) находится на пиковых значениях (-0,7х). Скорее наоборот, более вероятна фаза укрепления доллара. Однако зависимость от конъюнктуры валютных рынков может несколько ослабнуть с пиков в будущем, - мы видим в инфляционных ожиданиях, крепком физическом спросе на золото и повышенной волатильности на рынках (отток капитала из EM и переток на развитые рынки) неплохой повод покупать ключевой актив в группе драгоценных металлов с близкими целями.

Инфляционные ожидания растут, поддерживая золото



Источник: Reuters

корреляция с долларом - крайне высока, по историческим меркам



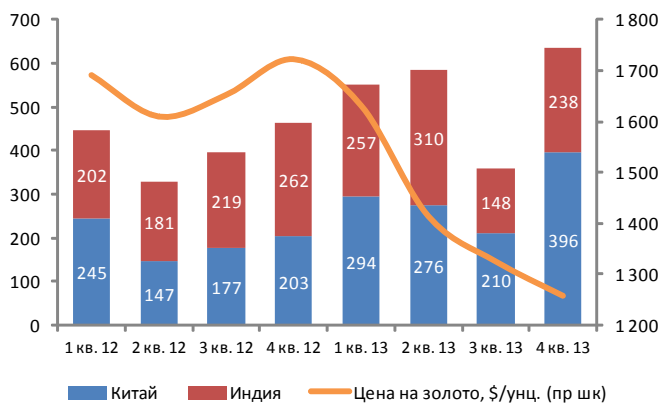
Источник: Reuters

Фундаментальный фактор

Падение цен на золото в 2013 году спровоцировало спрос на металл со стороны потребителей, частично нивелировав давление на котировки из-за продаж со стороны ETF, и тем самым уменьшив профицит предложения на рынке. Особенно значимый вклад в этот процесс был со стороны Китая. По оценкам China Gold Association спрос на золото в стране в 2013 году составил 1176 т, что на 52% больше чем в 2012 году. При этом если анализировать поквартальный спрос, то максимума он достиг в 4 кв. 2013 года, когда цены на золото достигали минимальных значений. В 4 кв. 2013 года потребление золота в Поднебесной составило около 400 т. В целом же в 2013 году в совокупности с Индией Китай обеспечили прирост спроса на драгоценный металл порядка 500 т (из 800 т по всему миру). Это всего на 100 т меньше, чем было продано фондами (около 900 т). По нашему мнению рост спроса оказал демпфирующий эффект, остановив падение котировок на золото.

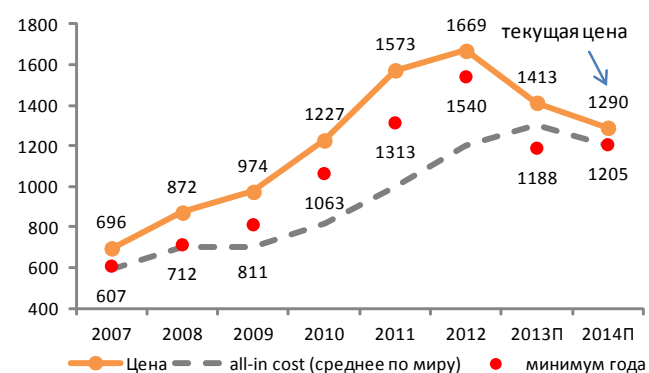
Немаловажным фактором, который оказывает поддержку ценам металл и дает фундаментальную базу для сохранения цен на золото выше 1200 \$/унц. является средний уровень издержек all-in cost (производственные издержки + инвестиции на поддержание текущих мощностей + SG&A расходы). По нашим оценкам сейчас они находятся на уровне 1200 \$/унц., падение цен ниже этой отметки делает нерентабельным добычу золота порядка 25-30% производителей. Такая ситуация, в случае сохранения текущих трендов в структуре балансе спроса и предложения на металл может сформировать дефицит предложения золота порядка 500 т, что станет рекордным показателем за последние 10 лет. Сбалансированным рынок выглядит при сокращении предложения в 2014 году на 5-7%. При таком сценарии ценам на золото сложно будет надолго опуститься ниже 1200 \$/унц., но и подняться выше 1400 \$/унц.

Спрос на золото в Индии и Китае, т



Источник: WGC, PSB Research

Динамика средних цен на золото и издержек (all-in cost), \$/унц.



Источник: PSB Research

ОАО «Промсвязьбанк»

Управление по исследованиям и аналитике

114115, Москва, Дербеневская набережная, д.7, стр.22

e-mail: RD@psbank.ru

Bloomberg: PSBF <GO>

<http://www.psbank.ru><http://www.psbinvest.ru>

УПРАВЛЕНИЕ ИССЛЕДОВАНИЙ И АНАЛИТИКИ

Николай Кашеев Директор департамента	KNI@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4739
Роман Османов Главный аналитик по глобальным рынкам	OsmanovR@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-7010

НАПРАВЛЕНИЕ АНАЛИЗА ОТРАСЛЕЙ И РЫНКОВ КАПИТАЛА

Евгений Локтюхов	LoktyukhovEA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4761
Илья Фролов	FroloviG@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4706
Олег Шагов	Shagov@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4734
Екатерина Крылова	KrylovaEA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-6731
Игорь Нуждин	NuzhdinIA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-7011

НАПРАВЛЕНИЕ АНАЛИЗА ДОЛГОВОГО РЫНКА

Игорь Голубев	Golubevia@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4729
Елена Федоткова	FedotkovaEV@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4716
Алексей Егоров	EgorovAV@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4748
Вадим Паламарчук	PalamarchukVA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4781
Александр Полюттов	PolyutovAV@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-6754

ТЕХНИЧЕСКИЙ АНАЛИЗ

Владимир Гусев	GusevVP@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4783
-----------------------	-------------------	----------------------------------

ДЕПАРТАМЕНТ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

ПРОДАЖИ ИНСТРУМЕНТОВ С ФИКСИРОВАННОЙ ДОХОДНОСТЬЮ

Пётр Федосенко	FedosenkoPN@psbank.ru	+7 (495) 228-33-86
Богдан Круть	KrutBV@psbank.ru	+7 (495) 228-39-22
Иван Хмелевский	Khmelevsky@psbank.ru	+7 (495) 411-51-37
Ольга Целинина	TselininaOI@psbank.ru	+7 (495) 228-33-12

ТОРГОВЛЯ ИНСТРУМЕНТАМИ С ФИКСИРОВАННОЙ ДОХОДНОСТЬЮ

Юлия Рыбакова	Rybakova@psbank.ru	+7 (495) 705-9068
Анатолий Павленко	APavlenko@psbank.ru	+7 (495) 705-9069
Андрей Воложев	Volozhev@psbank.ru	+7 (495) 705-9096
Евгений Жариков	Zharikov@psbank.ru	+7 (495) 705-9096
Денис Семеновых	SemenovykhDD@psbank.ru	+7 (495) 705-9757
Дмитрий Грицкевич	Gritskevich@psbank.ru	+7 (495) 777-1020, доб. 77-4714

ДЕНЕЖНЫЙ И ВАЛЮТНЫЙ РЫНОК, ДЕРИВАТИВЫ

Андрей Скабелин	Skabelin@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 70-47-56
Иван Заволоснов	ZavolosnovIV@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 70-50-54

УПРАВЛЕНИЕ БРОКЕРСКОГО ОБСЛУЖИВАНИЯ

Игорь Федосенко	FedosenkoIY@psbank.ru	+7 (495) 705-97-69
Виталий Туруло	TuruloVM@psbank.ru	+7 (495) 411-51-39

ОАО «Промсвязьбанк». Все права защищены.

Настоящий информационно-аналитический обзор предоставляется исключительно в информационных целях. Содержащаяся в настоящем обзоре информация и выводы были получены и основаны на источниках, которые ОАО «Промсвязьбанк», в целом, считает надежными. Однако, ОАО «Промсвязьбанк» не дает никаких гарантий и не предоставляет никаких заверений, что такая информация является полной и достоверной, и, соответственно, она не должна рассматриваться как полная и достоверная. Выводы и заявления, сделанные в настоящем обзоре, являются лишь предположениями, которые могут существенно отличаться от фактических событий и результатов. ОАО «Промсвязьбанк» не берет на себя обязательство регулярно обновлять информацию, содержащуюся в настоящем обзоре, или исправлять неточности, и оставляет за собой право пересмотреть ее содержание в любой момент без предварительного уведомления.

Содержащаяся в обзоре информация и выводы не являются рекомендацией, офертой или приглашением делать оферты на покупку или продажу каких-либо ценных бумаг и других финансовых инструментов. Обзор не является рекомендацией в отношении инвестиций и не принимает во внимание какие-либо специальные, особые или индивидуальные инвестиционные цели, финансовые обстоятельства и требования какого-либо конкретного лица, которое может быть получателем настоящего обзора. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем обзоре, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок.

Инвесторам необходимо принять во внимание, что доход от ценных бумаг или других инвестиций может меняться, и цена или стоимость ценных бумаг и инвестиций может как расти, так и падать, и, как следствие, результаты инвестирования могут оказаться меньше первоначально инвестированных средств. Результаты инвестирования в прошлом не гарантируют доходов в будущем. Множество факторов может привести к тому, что фактические результаты будут существенно отличаться от прогнозов и выводов, содержащихся в настоящем обзоре, включая, в частности, общие экономические условия, конкурентную среду, риски, связанные с осуществлением деятельности в Российской Федерации, стремительные технологические и рыночные изменения в отраслях, в которых действуют соответствующие эмитенты ценных бумаг, а также многие другие риски.

ОАО «Промсвязьбанк», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения получателей настоящего обзора, основанные на информации, содержащейся в нем, за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникшие в результате использования получателем настоящего обзора информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами. Прежде чем принять решение о приобретении ценных бумаг, потенциальный инвестор должен самостоятельно изучить и проанализировать все риски, связанные с такими инвестициями. Использование информации, представленной в настоящем обзоре, осуществляется потенциальным инвестором на свой собственный страх и риск.

Если прямо не указано обратное, настоящий обзор предназначен только для лиц, являющихся допустимыми получателями данного обзора в той юрисдикции, в которой находится или к которой принадлежит получатель обзора, и которые могут получать данный отчет без того, чтобы распространение данного отчета таким лицам нарушало или не соответствовало законодательным и регуляторным требованиям указанной юрисдикции. Соответственно, каждый получатель данного обзора вправе использовать обзор только в случае, если он является допустимым получателем.