

Изменение структуры рынка золота в результате мирового финансового кризиса

В данной работе представлен анализ влияния мирового финансового кризиса на структуру международного рынка золота. Определены изменения поведения основных участников международного и национальных рынков золота, вызванные кризисными явлениями. Описаны новые черты рынка золота, которые были приобретены им именно под влиянием кризиса 2008 – 2009 г.г. Дана оценка возможных рисков инвестиций в золото.

В 2008 – 2009 г.г. тема золота вдруг стала модной и новой, а затем – понятной и обычной для людей, далеких от области финансов, инвестиций и торговли драгоценными металлами. В какой-то момент стали привычными сообщения о том, что цена желтого металла преодолела очередной рубеж и устремилась к следующему. Сводки с рынка золота заняли важное место в новостном пространстве, наряду с основными экономическими событиями международной и внутренней жизни страны. Те, кто заботился о сохранении своих накоплений, стали размышлять о ненадежности бумажных денег и о переводе части своих сбережений в золото. Банки, уловив эти настроения, с готовностью разработали и вывели на рынок новые продукты: обезличенные металлические счета, инвестиционные золотые монеты и слитки. На западных рынках, более развитых технологически, стали предлагаться такие продукты, как паи в торгуемых на бирже золотых фондах ETF (от англ. exchange traded funds), как правило, обеспеченных физическим золотом. Рекламная тактика банков и инвестиционных компаний не отличалась разнообразием – потенциальным инвесторам предлагалось сравнить доходность вложений в типичный фондовый актив и доходность вложения в желтый металл за период с 2001 г. по 2009 г. Трудно устоять перед предложением, доходность которого составляет 500% – 600%, тогда как индекс Dow Jones за тот же период снизился на 25%.

Те, кто задумывался о феномене золота, связывают возросший интерес к нему с кризисом. В беспокойные времена растет стремление инвесторов найти «тихую гавань», в роли которой традиционно выступает золото. Однако насколько выгодно сейчас покупать золото – после почти десятилетия безостановочного роста его цены? Следовать ли советам тех, кто нахваливает золото в качестве лучшего инструмента для сбережения накопленных средств?

Для ответа на эти вопросы необходимо осознать, что рынок золота качественно изменился по сравнению с тем, каким он был лет десять назад. Изменилась его структура, изменились фундаментальные основы движения цены золота. Это подтверждают данные международного совета по золоту (World Gold Council, 2010) о структуре спроса на золото в 2007 – 2010 г.г. Большинство экспертов по рынку золота отмечают возрастание роли инвесторов, интерес которых к золоту стал заметным именно в связи с мировым финансовым кризисом. Однако зарождение роста интереса к желтому металлу относится к более

раннему периоду, а именно – к 2002 – 2003 г.г., причем ведущую роль в этой тенденции западные аналитики (например, Nichols 2009) приписывают центральным банкам Китая и России. По мере развития рынка инвестиций в золото, он становится все более и более спекулятивным и волатильным, снижается привлекательность золота для долгосрочных вложений. Золото все больше приобретает свойства спекулятивного актива.

Структура рынка золота, понимание модели которой необходимо для принятия обоснованных инвестиционных решений, изменилась с началом мирового финансового кризиса. Рост цены, радовавший инвесторов в течение десятилетия, уже не является безусловным свойством желтого металла. Хотя среди аналитиков и экономистов растет число тех, кто сравнивает рынок золота с очередным финансовым пузырем (Боннер и Уиггин 2005, Nichols 2009), нам ближе сравнение рынка золота с амортизатором для перегретой международной экономики, который поможет избавиться от избыточной денежной ликвидности. Метафора «пузыря» применительно ценовым колебаниям рыночных активов стала распространенным приемом аналитиков, однако при этом отсутствует объективное определение этого явления. Существующие определения основаны на таких нечетких понятиях, как «неестественно быстрый рост активов», «существенное превышение справедливой цены», «стремительное снижение стоимости активов». Тем не менее, если не вдаваться в тонкости терминологии, следует согласиться с тем, что рано или поздно любой финансовый пузырь должен лопнуть.

Чтобы лучше понять суть структурных изменений рынка золота, рассмотрим причины, которые привели к этим изменениям. Любой экономический или финансовый кризис – это неспособность или невозможность определенных субъектов, в том числе отвечающих за функционирование экономической инфраструктуры – государства, банков и бирж – осуществлять свою деятельность и нести свои обязательства перед другими субъектами. Последние кризисы начинались с резкого подрыва доверия к определенным активам, ценность которых неестественно выросла в результате спекулятивных операций и ажиотажного спроса. Это справедливо для азиатского кризиса 1997 г., обрушения рынка российских ГКО в 1998 г., dotcom-кризиса в 2000 г. То же характерно и для ипотечного кризиса, разразившегося в 2007 г. в США. Зародившись на рынке ипотечного кредитования США, кризис перекинулся на смежные рынки – банковское кредитование, строительный рынок, автомобильную отрасль США, внешнюю торговлю США. Выйдя на международный уровень, кризис поразил рынки капитала – в первую очередь рынок ипотечных ценных бумаг, валютный и фондовые рынки. Распространение кризиса в 2008 г. происходило в соответствии с эффектом домино, когда проблемы передавались от рынка к рынку, от страны к стране.

Американские домохозяйства прекратили покупать, а американский бизнес перешел в режим жесткой экономии. Для стимулирования остающейся экономики ФРС начала снижать учетную ставку, и процесс этого снижения растянулся более чем на полтора года до уровня 0,1 – 0,25 процента.

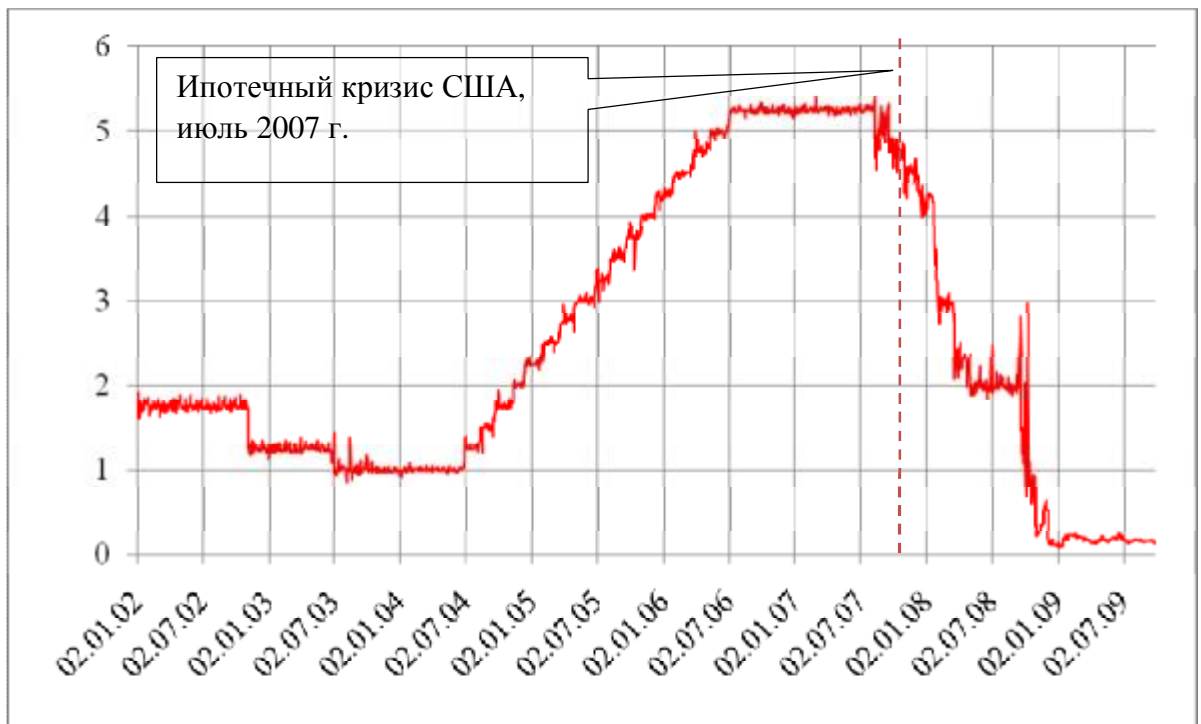


Рис. 1. Учетная ставка ФРС, %. Источник: ФРС США

Действия ФРС по «накачке» ликвидности, хотя и спасли банковскую и инвестиционную отрасль США от банкротств, не заставили американских потребителей больше тратить. В первую очередь из-за растущего ощущения неопределенности, чему способствовал рост безработицы и снижение уровня доходов. В частности за период с января 2008 г. по октябрь 2009 г. уровень безработицы вырос с 5% до 10% от числа трудоспособного населения, согласно бюро статистики Департамента по Трудю правительства США. Что касается объема дохода домохозяйств, то он за этот период, наоборот, упал на 1% - 2% для всех категорий домохозяйств, кроме 5% богатейших, которые смогли на 2% - 3% улучшить свое материальное состояние (данные US Census Bureau). Данные бюро статистики Департамента по Трудю подтверждают – потребление американцев в 2009 г. снизилось примерно на 2% по сравнению с 2008 г.

Значительное падение цен на жилье в США продолжилось. С середины 2006 г. индекс Case-Shiller цен на жилье в 20 крупнейших городах США упал более чем на 22% в реальном исчислении (данные Standard & Poor's).

Меры ФРС по накачке экономики США ликвидностью привели к росту дефицита федерального бюджета, который увеличился в 2008 г. на 5% и составил 9 654 млрд. долларов. Это добавило негатива к образу США, считавшейся ведущей и самой устойчивой экономикой мира.

Взвешенный курс доллара по отношению к корзине мировых валют снизился, что также стало одним из факторов снижения доверия к доллару. Хотя курс доллара непрерывно снижался с 2001 г. и было бы некорректно утверждать, что кризис сыграл роль спускового механизма, тем не менее, кризис стал фоном, на котором снижение курса доллара происходило без остановок и временных подъемов. Вплоть до начала международной стадии кризиса, когда проблемы стали испытывать экономики всех стран.

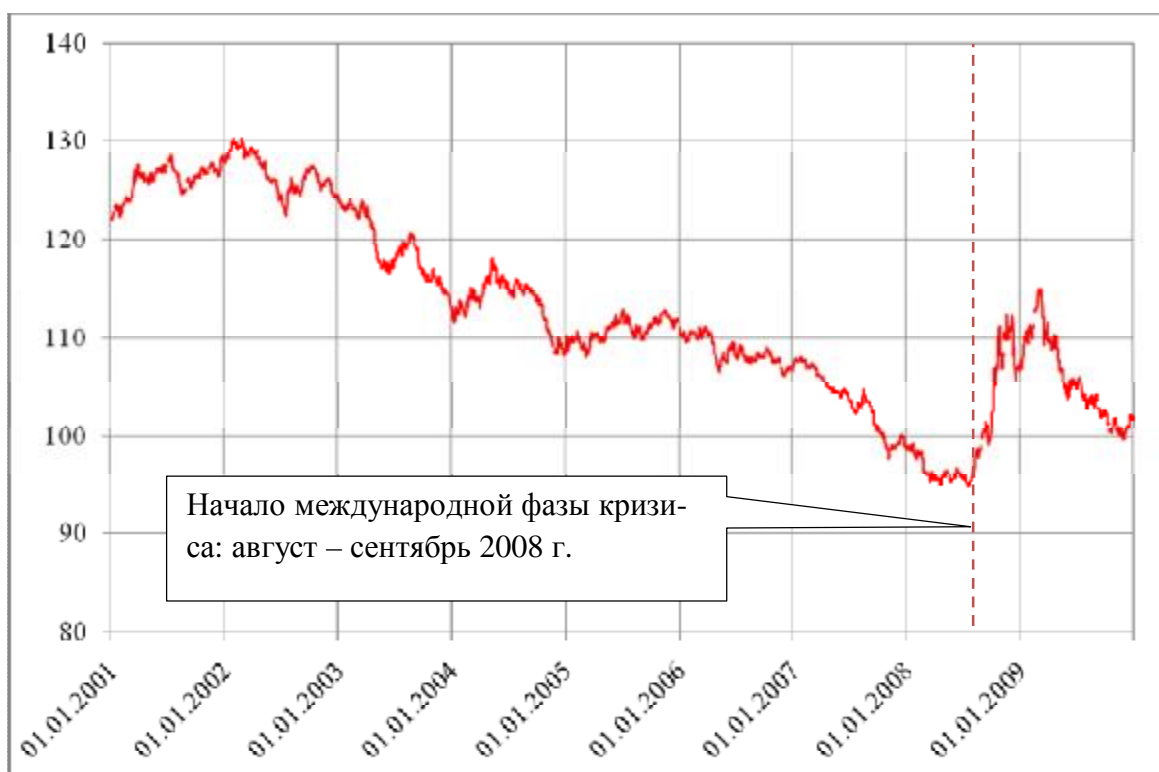


Рис. 2. Взвешенный индекс доллара. Источник: ФРС США

В условиях растущего риска снижения доверия к доллару США использует широкий спектр не экономических, а политических, дипломатических, военных мер по «устранению конкурентов доллара». Бюджетные проблемы ряда стран Европейского Союза, напряженность на севере Африки, на Ближнем Востоке, в отношениях между Северной и Южной Кореями, военный конфликт между Россией и Грузией прекрасно оттеняют относительную политическую стабильность доллара США на фоне неопределенности других региональных валют. Что касается военных расходов США, то кризис «благоприятно» сказался на этой отрасли: согласно данным Мирового Банка, доля военных расходов США в структуре бюджета выросла с 4% в 2007 г. до 4,8% в 2009 г.

Наряду с реализованными рисками ухудшения положения США, существовали и неоправданные страхи держателей долларовых активов и торговых партнеров США. В первую очередь это инфляция. Ожидалось, что вливания в фондовый и банковский секторы экономики США приведут к инфляции, однако этого не случилось. Падение спроса потребителей на товары основной корзины не удалось остановить даже почти что нулевыми кредитными ставками, и в течение всего 2009 г. можно было наблюдать такое явление, как дефляция реального курса доллара, составившая 0,34% по итогам 2009 г. (данные Бюро статистики по труду США).

Ожидалось также, что большой бюджетный дефицит приведет к увеличению налогообложения. В частности известный эксперт по рынку золота Jeffrey Nichols, достаточно точно описавший в своей речи на конференции «Gold Outlook Asia 2009» в Гонконге основные тенденции рынка, сложившиеся в двадцать первом веке, предрекал не только рост инфляции, но и рост налогообложения. Однако и этот страх не оправдался.

Однако растущая сила факторов, подрывающих доверие к доллару, заставила партнеров США – кредиторов и инвесторов – пересмотреть свою политику финансирования крупнейшей мировой экономической державы. Кризис подорвал доверие к доллару США и номинированные в нем ценные бумаги.

В течение, по крайней мере, одного десятилетия до начала кризиса Китай, Япония, другие азиатские страны, а также Россия кредитовали США, накапливая доллары и покупая ценные бумаги правительства США. Это позволяло им наращивать и удерживать экономическую мощь, иметь высокий уровень занятости, формировать крупнейшие по размеру международные резервы. Согласно данным Центрального Банка Российской Федерации, в период с 01.01.2011 г. по 01.08.2008 г. объем международных резервов РФ увеличился с 24 264 млн. долларов США до 582 679 млн. долларов США, т.е. на 2301%. Такой значительный рост был обеспечен именно за счет накопления валютных резервов. В тоже время долларовая оценка объем золота в составе российских золотовалютных резервов за тот же период увеличилась с 3 708 до 13 887 млн. долларов США, или всего на 275%.

Снижение доверия к доллару заставило центральные банки задуматься об увеличении доли золота в структуре своих ЗВР. В первую очередь речь идет о Китае и России. С третьего квартала 2007 г. по первый квартал 2009 г. количество золота в составе ЗВР России увеличилось с 428,5 до 531,9 тонн. За этот же период ЗВР Китая увеличились до 1054 тонны, что на 659 тонны больше чем в 2007 г.

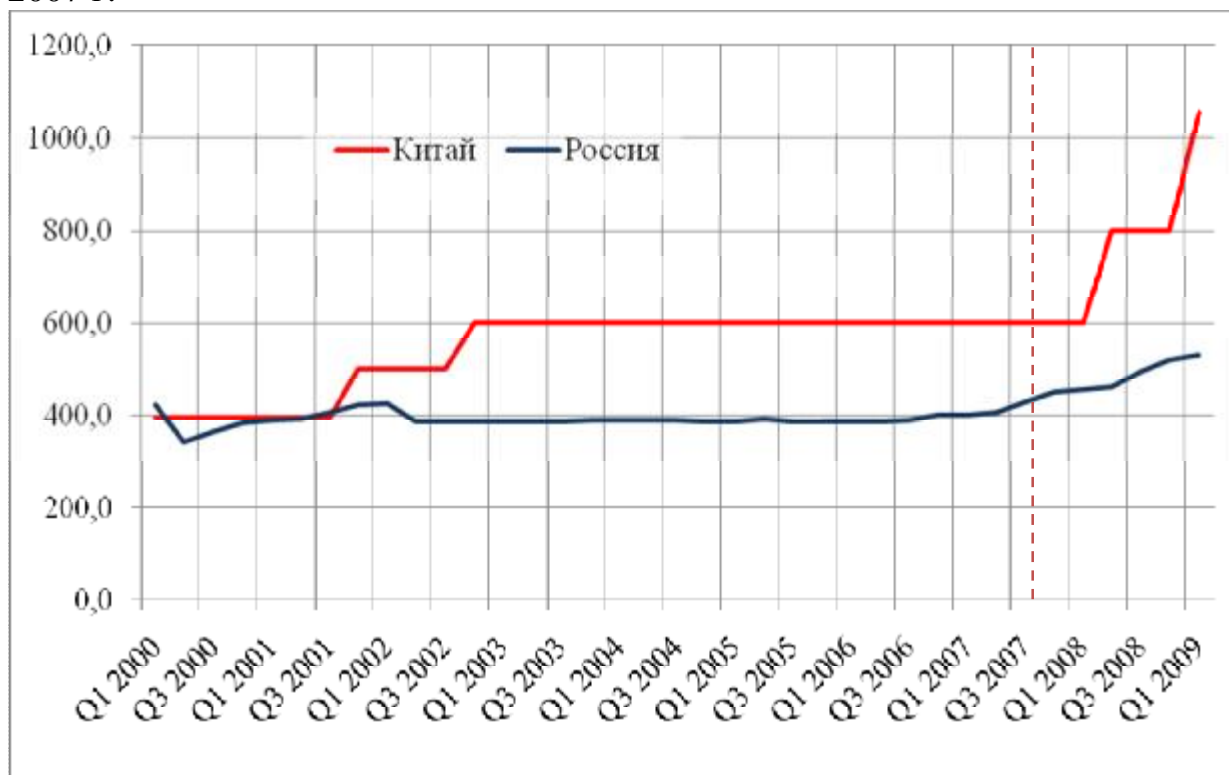


Рис. 3. Количество золота в составе ЗВР Китая и России, тонны. Источник: World Gold Council.

Ожидается, что для диверсификации рисков ЦБ азиатских стран будут искать новые недолларовые виды активов. А правительства, заинтересованные

в диверсификации накоплений, будут развивать и укреплять доступ к ресурсам – золотым, нефтяным, рудным, минеральным. Однако данный вид активов также подвержен «инфляции». Политические и военные конфликты в странах Ближнего Востока, Северной и Центральной Африки, где у Китая были и остаются интересы – фактически приводят к инфляции китайских инвестиций в ресурсоориентированную экономику этих стран.

Кризис также заставил центральные банки европейских стран, которые держат до 55% своих резервов в золоте, пересмотреть политику управления своими ЗВР. С 1999 г., когда цена желтого металла составляла \$ 275 за унцию, ряд европейских ЦБ, в том числе Англии, Швейцарии, Франции, Италии, Испании, Португалии, реализовали на рынке 3 900 тонн желтого металла. Осознавая, что продажи золота центральными банками имеют негативный эффект на его цену, Европейский Центральный Банк объявил в сентябре 1999 г. о достижении соглашения о золоте (Gold Agreement) об ограничении продаж золота в 400 тонн в год в течение пятилетнего периода. Соглашение было пролонгировано в 2005 г. с теми же условиями – европейским банкам разрешалось продавать не более 500 тонн в год в течение последующих пяти лет.

Хотя золотое соглашение было еще раз пролонгировано в 2009 г., европейские ЦБ уже не стремились избавляться от драгоценного металла, находящегося в их распоряжении. Общий объем продаж европейского золота в период действия второго золотого соглашения составил всего 150 тонн. Даже Греция, Португалия и Испания, чей дефицит бюджета привел к снижению кредитного рейтинга и ухудшению условий заимствования на внешнем рынке, не стали предпринимать продаж своего золота.

Важно отметить, что рост интереса центральных банков к золоту дал толчок к развитию стагнирующей в начале 21 века золотодобывающей отрасли. Власти Китая и Россия объявили о планах увеличения объема покупок золота непосредственно у местных производителей, минуя рынок (источник – Российская Газета от 10.03.2010 г.). В частности, в апреле 2009 г. Китай объявил, что закупил 454 тонны золота с 2003 г. по настоящее время, увеличив объем золота в ЗВР до 1054 тонн. Предполагается, что Центральный банк Народной Республики будет покупать золото у китайских золотодобывающих компаний в объеме не менее 75 тонн в год.

Россия также покупает золото у своих производителей. По мнению российского премьера Владимира Путина, Россия должна иметь не менее 10% своих ЗВР в форме золота, тогда как сейчас (в 2009 г.) только 3% – 4%. Согласно официальным статистическим данным в течение первых семи месяцев 2009 г. ЦБ РФ закупил около 50 тонн золота.

Таким образом, учитывая изменение настроения банков по отношению к золоту, можно утверждать, что 2009 г. – поворотный момент в истории золота, момент усиления роли золота как резервного актива.

В отличие от центральных банков частные и институциональные инвесторы покупать золото у золотодобывающих компаний напрямую не могут. Тем не менее, интерес к приобретению золота на рыночных условиях привел к тому, что инвесторы превратились в важнейший фактор развития и рынка золо-

та. Согласно данным World Gold Council, в первом квартале 2009 г. объем инвестиций в золото превысил объем мировой ювелирной промышленности.

Существенное влияние на рынок оказало появление и растущая популярность золотых паевых фондов – золотых ETF. Золотые ETF – это инвестиционные инструменты, а именно – ценные бумаги, торгуемые на фондовом рынке, на 100% обеспеченном физически существующими слитками золота. Паи ETF торгуются как ценные бумаги на бирже, и они не подлежат налогообложению, не требуют складских мощностей в отличие от физического металла.

Появление этих инструментов привело к увеличению числа участников рынка золота – среди частных лиц, хеджевых и пенсионных фондов, прочих институциональных инвесторов. Рост интереса к этим инструментам настолько велик, что объем золотых депозитариев, связанных с ETF, составлял в 2009 г. 1 729 тонн, что больше, чем золотое хранилище центрального банка Швейцарии или Китая (источник: World Gold Council). И это при том, что история ETF началась в 2003 г.! Интерес к золотым ETF проявляют не только организации, но и обычные граждане, для которых владение золотом стало более доступным.

Рост доступности золота для инвестиций, рост доли инвесторов на рынке желтого металла привели к тому, что золото стало постепенно терять свою привлекательность в качестве «безопасной гавани» для сохранения сбережений. Спекулятивные сделки, нервозность и изменчивость настроений трейдеров – это те новые свойства, которые приобрел рынок золота. Волатильность золота, рассчитанная на основе ежедневных котировок, по своей фигуре стала походить на график месячной волатильности индекса доллара США, рассчитанного на основе средневзвешенного курса по отношению к основным валютам.

На диаграмме ниже представлены графики волатильности золота и индекса доллара США. Совпадения фигур в моменты «А» (ипотечный кризис в США) и в «Б» (начало международного финансового кризиса) говорят о том, что психология участников валютного и золотого рынков становится похожей – рынок золота, с приходом инвесторов и спекулянтов, приобрел свойственную им нервозность.

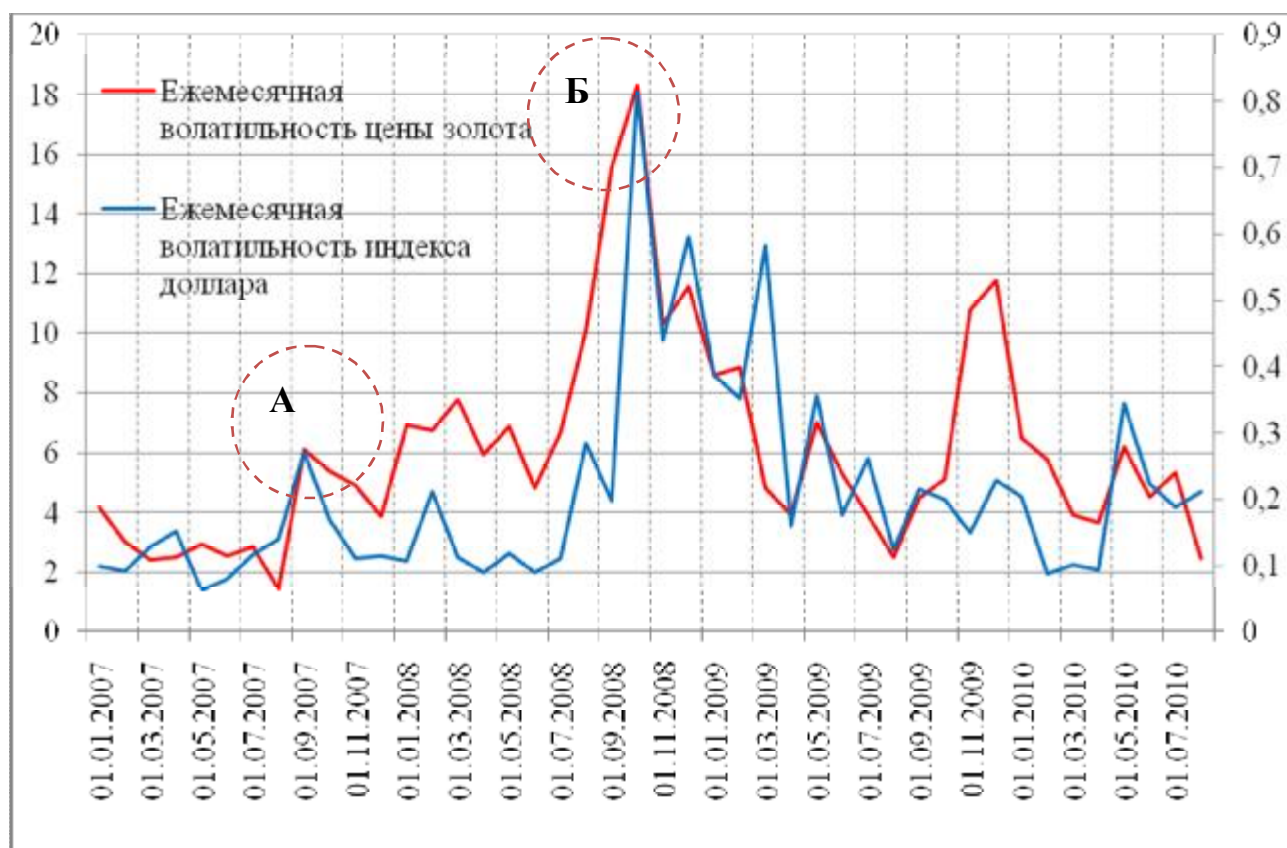


Рис. 4. Волатильность цены золота и индекса доллара

Показатель месячной волатильности рассчитан по формуле:

$$\frac{\sigma_{sd}}{\sqrt{T}}$$

Где σ_{sd} – стандартное отклонение цены финансового инструмента за выбранный период – календарный месяц;

T – количество выбранных периодов в календарном году = 12.

Центральные банки и инвесторы – это по большей части покупатели золота. Что касается поставщиков желтого металла, то к моменту начала кризиса золотодобывающая промышленность демонстрировала медленное снижение объемов добычи. Относительное снижение добычи золота с 2001 г. по 2008 г. составило 14%. Вот общая картина по объему добычи непосредственно в предкризисные годы. Годовой объем мирового производства золота в 2005 г. составил 2518 метрические тонны, в 2006 г. – 2469 тонн, в 2007 г. - 2444 тонн, в 2008 г. – 2356. Однако уже в 2009 г. производство золота продемонстрировало рост и составило 2572 тонн (источник: World Gold Council).

До начала 2009 г. снижение добычи золота являлось следствием роста стоимости производства, роста затрат, связанных с разведкой новых месторождений и истощением существующих месторождений, что приводило к удорожанию извлечения единицы желтого металла (удельной стоимости извлечения на существующих месторождениях). В некоторых золотодобывающих странах вступили в силу ужесточения законодательных ограничений в области защиты окружающей среды.

Другой особенностью влияния кризиса на золотодобывающую отрасль яв-

ляется то, что центр мирового производства перемещается из стран «большой четверки» к растущим национальным рынкам, в частности к Китаю, России, Индонезии и Перу. В частности, в 2007 г. Китай стал крупнейшим производителем золота, чему способствовала политика государства, направленная на поддержку разработок рудников и рационализации промышленности. Вероятно, политика продолжится, и следует ожидать, что рост производства золота в Китае продолжится – как в натуральном выражении, так и относительно объема мирового производства. Усилия по геологическим исследованиям и разведке предпринимаются в разных регионах по всему миру, и Китай с Россией являются лидерами в этом процессе. Тем не менее, следует учитывать инертность золотодобывающей отрасли, вяло реагирующей на рост цен, что является следствием длительного процесса «от разведки до масштабного производства», который в среднем занимает от 5 до 10 лет.

Другой канал поставки золота на рынок – переработка золотого лома – испытывает более динамичный подъем. В отличие от первичного производства золота, производство вторичного золота быстро реагирует на ценовые изменения. Весь 2008 г. и начало 2009 г. цены на золото росли, превысив \$ 1000 за унцию, и продавцы золотого лома приняли решение о том, что цены достаточно высоки для того, чтобы заниматься переработкой. В результате, поставка золотого лома выросла. Переработка золотого лома, которая в среднем оценивалась в 1000 тонн в год, увеличилась в 2 раза в четвертом квартале 2008 г. и первом квартале 2009 г. (источник: World Gold Council).

Рост продаж золотого лома объяснялся не только растущими ценами, но и тем, что держатели ювелирных украшений (не профессиональные продавцы, а простые потребители) столкнулись с экономическими проблемами, решили продать свои золотые сбережения.

Следует рассмотреть также производство ювелирной продукции, которое до недавних лет было стабильным и надежным источником для удовлетворения потребностей в золотых украшениях. Объем производства золотых украшений достиг максимума в 1997 г., что составило 3 342 тонны, и с тех пор этот показатель снижается. В 2009 г. этот показатель составил 2 100 тонн. Снижение объемов производства с 2001 г. стало следствием снижения спроса, что в свою очередь стало следствием роста цен. Цены выросли как в долларах, так и в национальных валютах.

Кризис ударил по розничному рынку – снизилось потребление вообще, особенно на рынках США и Европы. Возросли складские остатки в ювелирной рознице, дистрибуции, и, соответственно, на складах готовой продукции у производителей.

Тем не менее, еще остаются факторы, позитивно влияющие на рост производства. Это рост спроса на развивающихся рынках, прежде всего в Индии и Китае. Однако негативное влияние на спрос будет оказывать рост цен на сам металл. Трезвое понимание этих изменений, понимание того, как меняется цена, какие продукты существуют на рынке, позволит избежать рисков потери сбережений, принять неверные инвестиционные решения на рынке золота. Уровень будущей цены золота, по крайней мере, в среднесрочной перспективе,

не будет иметь ничего общего с балансом спроса и предложения ювелирной продукции, как это было раньше. Плавность движения цены золота будет определяться не фундаментальными причинами, такими как сезонный и ритуальный спрос на украшения, уровень поставки золота на первичный или вторичный рынок. Инвесторы и спекулянты привнесли на этот консервативный рынок черты спекулятивных рынков, таким он и останется до наступления медвежьей стадии своего развития.

Таким образом, основным влиянием кризиса на рынок золота стало его структурное изменение. Впервые за более чем 30 лет важнейшими действующими лицами стали инвесторы, а не потребители ювелирной продукции. В свою очередь большая масса международных инвесторов, для которых в условиях неопределенности характерно нервное и безыдейное поведение, придали рынку золота свойства спекулятивного и высоковолатильного. С отходом потребителей ювелирного золота на второй план, рынок потерял плавность и сезонную предсказуемость. Антикризисное поведение монетарных властей и центральных банков в стремлении защитить и диверсифицировать свои активы, подрывает устои доллара как доминирующей валюты расчетов и резервирования, что косвенно играет в пользу роста цены золота. На золотодобывающие предприятия кризис оказал позитивное влияние – несмотря на то, что рост цены золота непрерывно происходит с 2001 г., только в 2008 – 2009 г.г. кризис сделал добычу этого металла высокорентабельным бизнесом, а акции золотодобывающих компаний – выгодными инвестициями.

ЛИТЕРАТУРА

1. Боннер У., Уиггин Э. Судный день американских финансов: мягкая депрессия XXI в. - Челябинск: Социум, 2005.
2. Международные резервы Российской Федерации. Центральный Банк Российской Федерации: www.cbr/hd_base/mrrf.
3. Российская Газета – Федеральный выпуск № 5127, 10.03.2010 г. «Поднебесная не будет менять свои долларовые резервы на золото».
4. Case-Shiller Home Price Index. Standard & Poor's: www.standardandpoors.com/indices/sp-case-shiller-home-price-indices.
5. Consumer price index. Bureau of Labor Statistics: www.bls.gov/news.release/cpi.toc.html.
6. Gold demand trends. World Gold Council: www.gold.org/investment/research/regular_report/gold_demand_trends.
7. Gold reserve statistics. World Gold Council: www.gold.org/government_affairs/gold_reserves.
8. Nichols J. Gold Market Situation & Outlook // Gold Outlook Asia 2009 Conference Hong Kong – 22 октября, 2009.
9. Spall J. How to Profit in Gold. McGraw-Hill, New York. 2011.
10. World Military Spending. www.globalissues.org/article/75/world-military-spending.