

ВЛИЯНИЕ МИРОВОГО ФИНАНСОВОГО КРИЗИСА НА РЫНОК ЗОЛОТА

Представлен анализ влияния мирового финансового кризиса на международный рынок золота. Проведен анализ развития финансово-экономического кризиса 2007 – 2010 г.г. Проведен ретроспективный анализ развития рынка золота в 2001 – 2010 г.г. Выполнен анализ изменений в поведении основных категорий участников международного и национальных рынков золота, вызванных развитием мирового финансового кризиса. Сделаны выводы о влиянии финансового кризиса на рынок золота, выявлены уникальные черты рынка золота, которые были приобретены именно под влиянием кризиса.

Начавшись как ипотечный кризис в США, мировой финансовый кризис 2008 г. перерос в масштабный системный экономический кризис, в который вовлечены все субъекты экономической деятельности – организации и индивидуумы, страны и институты. Негативные проявления кризиса обширны и многообразны: падение спроса и неплатежи потребителей, рост безработицы, падение фондовых рынков, снижение стоимости и ликвидности бизнеса и инвестиционных портфелей, банкротство компаний и домохозяйств. Кризис затронул все отрасли, в первую очередь недвижимости, кредитно-финансовых услуг, фондовый, сырьевой, валютный. Хотя в каждой стране последствия кризиса имеют национальные особенности, есть общие для всех стран проблемы: возрастание дефицита бюджета, снижение занятости, рост инфляции. Острыми проявлениями кризиса в России явились: «мягкая» девальвация рубля, составившая 40% в течение 4-го квартала 2008 г., двукратное падение спроса на продукцию строительной и автомобильной отраслей, стремительное уменьшение золотовалютных резервов, высокий уровень запланированного дефицита бюджета в 2009 г., низкая эффективность антикризисной политики федеральных и региональных властей.

Международный рынок золота также ощутил на себе влияние кризиса. Цена желтого металла впервые в своей истории перешагнула рубеж 1000 долларов США за тройскую унцию. Нашлись эксперты, предрекающие 10 000 и даже 40 000–долларовые рубежи для цены металла в ближайшие несколько лет. Другие не столь явные рекорды золотого рынка – исторически максимальный уровень годовой волатильности, значительное снижение спроса на ювелирные изделия до минимальных уровней с 1980 г., также являются следствием факторов, среди которых финансовый кризис является важнейшим.

Является ли взлетевшая цена золота важнейшим индикатором рынка желтого металла, демонстрирующим всю мощь влияния кризиса на этот рынок? Этот вопрос многие эксперты посчитают риторическим – что же еще, если не цена? По нашему мнению, цена золота, хотя и заметно увеличила динамику своего роста с лета 2007 г., т.е. с начала кризиса в США, больше удивляла не своим значением, а волатильностью своей динамики.

Начало кризиса в США в 2007 г. и, особенно наступление международ-

ной стадии финансового кризиса в 2008 г., показало насколько нервным и изменчивым может быть рынок золота. Все рынки волатильны в периоды экономических потрясений, однако поведение золота в периоды кризисов, являющегося одновременно и металлом промышленного применения и товаром с функциями денег, подчиняется иным законам. Волатильность рынка золота определяется спекулятивным поведением инвесторов. Впервые с момента отмены золотого стандарта в 1971 г., потребители ювелирной продукции отошли на второй план в качестве ведущей силы на рынке золота, а ведь именно потребители обеспечивали плавность и предсказуемость этого рынка в течение последних десятилетий 20 века. Роль маркетмейкеров заняли трейдеры.

Финансовый кризис перекроил структуру рынка золота. В конце 2008 г. инвесторы обошли потребителей ювелирных изделий по объему вложений в золото, рынок золота стал приобретать свойства спекулятивного. Аналитики заговорили об опасности «золотого пузыря», аналогично другим пузырям – доткомов (2000 – 2001 г.г.) и ипотечному (2006 – 2007 г.г.).

Принято считать, что начало структурных изменений рынка золота положено терактами в США 11 сентября 2001 г. Однако именно с началом международного этапа финансового кризиса в 2008 г. ускорился темп изменений, и произошла качественная перестройка рынка золота.

Структурные изменения рынка золота являются результатом небывалой активизации инвесторов и центральных банков, снижением спроса со стороны потребителей ювелирных изделий. Поведение других участников рынка не сыграло заметной роли в изменении рынка золота, например, золотодобывающие компании, несмотря на прямую заинтересованность в наращивании выпуска, не смогли бы этого сделать в силу огромной инертности своих производственных мощностей.

Таким образом, мировой финансовый кризис ускорил структурные изменения рынка золота, способствовал выходу инвестиционного спроса на первое место, сместив спрос на ювелирные изделия на второе. Кроме того, кризис явился важнейшим фактором для взлета цен на золотую унцию и установления новых ценовых рекордов, а также для роста волатильности биржевых цен желтого металла.

Чтобы понять, насколько заметные изменения произошли на рынке золота в связи с финансовым кризисом, коснемся истории рынка золота с 1971 г. до настоящего времени.

По данным Международного совета по золоту («WGC»), к 2010 г. общие запасы добытого золота в мире составляют около 163 тыс. тонн (WGC, 2009). В том числе в ювелирных изделиях хранится 83,6 тыс. тонн, золота в виде частных инвестиций - 27,3 тыс. тонн, золотые запасы стран мира - 28,7 тыс. тонн, золота промышленного назначения - 19,7 тыс. тонн. Местонахождение еще нескольких тысяч тонн неизвестно. Кроме того, объем золота в кладах на морском дне составляет около 26 тыс. тонн. На протяжении всей истории рынка золота потребители ювелирных изделий были главной категорией игроков рынка золота, накопившей запасы этого металла, превышающие запасы всех остальных групп вместе взятых.

После отмены золотого стандарта в 1971 г. с ценой золота не связана ни одна валюта – оно перестало служить синонимом денег, его роль как средства расчетов постоянно снижалась. В течение последней четверти 20 века золото постепенно вытеснялось кредитными деньгами из внутренних и международных расчетов. Как утверждает Julian Phillip (Phillip, 2010), в течение последней четверти 20 века цена золота подвергалась нерыночному сдерживанию со стороны США. Действительно, США, обладая крупнейшими запасами золота, активно продавали его на международном рынке с целью дискредитации роли золота как международных денег и, соответственно, для поддержания доллара в качестве единственной глобальной расчетной и резервной валюты. Администрация США, возглавляемая президентом Никсоном, предприняла для этого ряд успешных шагов, в частности, расчеты за нефть стали осуществляться исключительно в долларах. Разрабатывались и внедрялись финансовые инструменты, системы электронных расчетов и торгов, ориентированные на кредитные деньги, выгодно противопоставляющие их «несовременному» золоту. Такая политика позволила опустить его цену золота с пиковых \$ 850 в 1980 г. до \$ 275 в 2001 г. за тройскую унцию. В течение этого периода растет роль бумажных денег, расчеты между государствами производятся в валютах развитых стран, в первую очередь в долларах. С отменой золотого стандарта и прекращением размена на него кредитных денег отпала необходимость оплаты золотом международных обязательств.

По мере того, как золото теряло свои монетарную и сберегательную функции, все больше драгметалла потреблялось в промышленности. За период с 1990 г. по 2005 г. мировое потребление золота ювелирной промышленностью возросло в 2 раза, примерно до 3 тыс. тонн в год. В конце 1990-ых на ювелирные изделия уходило до 85 % всего продаваемого золота.

В апреле 2001 г. среднемесячная цена золота составила \$ 260,5 за тройскую унцию. Этому способствовали высокие объемы производства золота (как первичного, так и вторичного), длительный рост курса доллара по отношению практически ко всем валютам мира, активная распродажа центральными банками своих золотых запасов. С появлением евро в 1999 г., банки еврозоны заключили Вашингтонское Соглашение, ограничивающее продажу ими золота, что защищало их активы от обесценивания. С этого момента продажи золота европейскими банками сокращались, а продажи золота со стороны США прекратились полностью.

Падение цены золота делало бизнес золотодобывающих компаний все менее и менее рентабельным. Производители часто прибегали к золотым займам у центральных банков для последующих расчетов за счет добытого золота. На падающем рынке производители золота успешно зарабатывали на коротких продажах золота, не увеличивая нерентабельную добычу.

11 сентября 2001 г. – переломная дата в истории рынка золота – именно этот момент принято считать началом роста цены золота в 21 веке. За день до этих событий тройская унция золота стоила \$ 271, а уже через неделю \$ 293. Замедление темпов роста экономики США, ослабление курса доллара, спад на фондовом рынке NASDAQ подогрели интерес инвесторов к золоту, что способ-

ствовало повышению его цены в последующие годы. В 2002 г. ухудшение геополитической ситуации на Ближнем и Среднем Востоке и неспособность США разрешить иракский кризис также подстегнули интерес инвесторов к золоту. С 2003 г. к факторам роста цены золота добавились рост курса евро по отношению к доллару и напряженность вокруг КНДР. Унция золота подорожала с \$ 320 до \$ 385. Рост цены на золото способствовал росту объема предложения золотого лома. За 2002 г. он вырос на 14 % и достиг 778 тонн. Повышение цены золота вызвало интерес центральных банков к продажам своего золота. В 2002 г. они продали 549 тонн золота, тогда как раньше этот показатель не превышал 500 тонн. В 2003 – 2004 г.г. у цены золота появилось еще больше поводов для роста. Ухудшение финансового положения ряда компаний, банкротство гигантов Enron и WorldCom, вялая конъюнктура на рынках корпоративных ценных бумаг заставляли инвесторов увеличивать свои золотые резервы. Роль инвесторов в формировании цены золота постепенно увеличивалась. С середины первого десятилетия 21 века этот металл начал торговаться как рискованный актив – аналогично другим сырьевым активам, акциям и валютам. В 2005 – 2006 г.г. произошел дальнейший рост цен на золото на мировых рынках. Уже к концу 1-го полугодия 2006 г. котировки золота поднялись на 40% с начала года. Интерес центральных банков все более и более возрастал. Крупными покупателями золота в начале 21 века стали центральные банки стран Юго-восточной Азии и Ближнего Востока.

Таким образом, к моменту начала мирового финансового кризиса золото становится одним из ведущих финансовых инструментов. Ниже приведено общее описание кризиса, влияние которого на рынок драгметалла было значительным.

Мировой финансовый кризис вырос из кризиса ипотечного кредитования в США. В марте 2007 г. увеличилось количество просроченных платежей на рынке недвижимости США, а в августе кризис на рынке ипотечного кредитования США распространился на Европу, Японию, Австралию, Канаду. В сентябре Федеральная резервная система США понизила ставку рефинансирования с 5,25 % до 4,75%. В ноябре инвесторы стали перемещать средства из финансового сектора в сырьевой. Цена барреля нефти приблизилась к \$ 100. В декабре банки и инвестиционные фонды начали сообщать о значительных убытках. В январе 2007 г. упали фондовые рынки в Европе и Азии. В феврале ЦБ РФ признал падение ликвидности российских банков. Инвесторы стали покидать фондовые рынки и переходить в недвижимость, цены на жилье в РФ начали значительно расти. Симптомы финансового кризиса стали проявляться во всех значимых для мировой экономики странах.

В июне и июле 2008 г. цены на недвижимость в развитых странах продолжали падать, строительный рынок начал останавливаться.

7 сентября 2008 г. Министерство финансов США взяло под свое управление Freddie Mac и Fannie Mae, которые контролировали 70% всех ипотечных кредитов в США. 15 сентября 2008 г. инвестбанк Lehman Brothers, имевший долги на сумму \$ 613 млрд., объявил о своем банкротстве. Другой инвестиционный банк из «большой пятерки» Merrill Lynch был куплен за 50 млрд. долла-

ров или 70% своей рыночной стоимости банком Bank of America.

Сентябрь 2008 г. принято считать началом международной фазы кризиса, поскольку именно в этот период правительства предпринимают осознанные шаги по преодолению последствий кризиса. Во второй половине сентября 2008 г. происходит обвал мировых фондовых рынков. Центральные банки ведущих мировых стран принимают решение влить сотни миллиардов долларов в глобальную банковскую систему для преодоления последствий финансового кризиса.

С осени 2008 г. мировая экономика погрузилась в рецессию. Кризис охватил страны с формирующимся рынком и низкими доходами. В 20 веке экономически слабые страны были защищены от кризисов слабой интеграцией в международную торговлю и финансовую систему, низким уровнем инвестиций в активы США и ограниченным присутствием внешних инвесторов на своих финансовых рынках. Однако в начале 21 века из-за тесной интеграции национальных банковских и финансовых систем сокращение кредита и резкое снижение стоимости активов распространились на все страны, охватывая практически все секторы экономики. Спад потребительской и предпринимательской уверенности также проявился во всех странах и секторах экономики. С наступлением мировой стадии кризиса завершился биржевой бум. Согласно МВФ (МВФ, 2009), во второй половине 2008 г. индекс цен на биржевые товары снизился почти на 55 %. Осенью 2008 г. цена барреля нефти упала ниже \$ 100. Резкое снижение цен на товары было вызвано снижением потребительского спроса. Одной из главных причин снижения цен на биржевые товары был более резкий, чем ожидалось, спад в середине 2008 г. в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах, на долю которых приходилась большая часть прироста спроса в период бума.

На всех рынках уровни экономической активности и торговли резко снизились в последнем квартале 2008 г. и продолжали снижаться в начале 2009 г. В четвертом квартале 2008 г. мировой ВВП сократился более чем на 6 % в годовом исчислении.

В начале 2009 г. общий уровень инфляции в странах с развитой экономикой опустился ниже 1 %. В странах с формирующимся рынком уровень инфляции был также невысоким, за исключением стран, серьезно ослабивших курс своих валют и сохранивших зависимость от импорта товаров потребительского сектора. Россия была среди стран, использовавших обменный курс в качестве амортизатора. Входящие капиталы уменьшились, национальные валюты в странах с гибкими валютными режимами относительно резко обесценились. Снижение курсов валют негативное сказалось на бизнесе, который был обременен кредитами в иностранной валюте. Это привело к сокращению инвестиционных программ и занятости. За этим последовали снижение темпов роста кредита и обвал промышленного производства и экспорта. В развивающихся странах после нескольких лет устойчивого роста объема производства произошел его спад более чем на 5% в 2009 г. Общие бюджетные позиции стран с низкими доходами ослабли, в основном это касается экспортеров нефти. Страны с ослабленной бюджетной позицией обратились к донорам за дополнитель-

ной поддержкой.

Практически все страны с развитой экономикой значительно пострадали от проблем на финансовых рынках и ухудшения ситуации на рынках жилья. Такие страны как Канада, Австралия и Новая Зеландия снизили экспорт в другие развитые страны, прежде всего в США. Страны Европы с формирующимся рынком испытали сокращение потоков капитала и бегство рискованных капиталов. Экономика стран этой категории зависит от притоков капитала Запада для поддержания внутреннего спроса на потребительские и ипотечные кредиты. Страны СНГ в 2008 г. испытали сокращение экспорта, снижение цены на биржевые товары, в основном, энергоносители, снижение потока внешнего финансирования. Этому способствовала открытость финансовых систем стран СНГ, а значит, большая уязвимость перед внешними негативными факторами. Страны Восточной Азии, Япония, Германия и Бразилия, экономика которых находится в сильной зависимости от экспорта продукции обрабатывающей промышленности, пострадали от снижения объема экспорта. В Азии страны с развитой экономикой пострадали из-за большой зависимости к внешнему спросу, особенно на потребительские товары. Экономика Японии в 4 квартале 2008 г. сократилась на 14% в годовом исчислении – сильная йена и жесткие кредитные условия остановили японский экспорт. Страны Ближнего Востока пострадали от снижения нефтяного экспорта, сокращения денежных переводов и притоков иностранного капитала. На фоне смены направлений капитала упали цены на рынках акционерного капитала и недвижимости. Страны Южной Америки пострадали от снижения туризма, экспорта, прямых иностранных инвестиций. Падение цен на нефть в 2009 г. оказало негативное воздействие на экономику нефтедобывающих стран этого региона. Страны Центральной Америки и Карибского бассейна пострадали от резкого сокращения доходов от туризма и денежных переводов извне.

В странах Африки, несмотря на относительно слабый уровень их интеграции в международную экономику, снизился объем экспорта, сократились денежные переводы и приток иностранного капитала.

Таким образом, международный финансовый кризис 2007 – 2009 г.г., по своему влиянию на страны и отрасли, является самым масштабным экономическим кризисом за последние несколько десятилетия. Не обошел кризис своим влиянием и рынок золота.

Дать введение о влиянии кризиса на рынок золота через категории участников рынка золота, кратко охарактеризовать влияние каждой группы на цену золота, объем и структура сделок, волатильность рынка.

С наступлением кризиса поведение инвесторов и спекулянтов ускорило структурные изменения рынка золота, и именно благодаря инвесторам и спекулянтам рынок желтого металла приобрел основное свойство рынка спекулятивного товара, например, высокую волатильность.

Ряд экспертов рынка золота (Bill Strazullo, 2009) высказали опасение возникновением «золотого пузыря». Действительно, волатильность является результатом эмоционального поведения трейдеров. Трейдеры, не обладающие четкой стратегией, на фоне неопределенности подчиняются «толпе» других

инвесторов и спекулянтов. Прослеживается аналогия с поведением толпы, описанная Гюставом Лебоном (Лебон, 2007) в труде «Психология народов и масс». Поведение трейдеров, ведомых рынком, обнаруживает такие свойства, как потеря самостоятельности, отсутствие критичности, снижение ответственности за свои действия, снижение уровня интеллекта. Так, если цена золота растет, несмотря на сильное сопротивление, все становятся покупателями. Затем, когда наиболее осторожные спекулянты пытаются зафиксировать прибыль, цена снижается, пока крупный покупатель не совершит следующую операцию. Таким образом, волатильность является результатом поведения мелких спекулянтов. Крупный же инвестор заходит на рынок, делает покупку и «тихо уходит».

В 2009 г. будущее мировой экономики в глазах инвесторов было настолько неопределенно, что любые новости по-разному воспринимались спекулянтами. Спреды, т.е. разница между ценой покупки и продажи, расширяется с ростом страха и неопределенности. Любые новости, например, о создании петровалюты (валюты ОПЕК), толкают экономику, основанную на долларе, к новым рубежам неопределенности.

В 2008 – 2009 г.г. все больший интерес к золоту стали проявлять инвесторы за пределами США. Приведем пример из российской практики. По данным Сбербанка, в 2008 г. он продал физическим лицам 55 тонн драгоценных металлов в золотом эквиваленте на 49 млрд. рублей. Это в три раза больше, чем в 2007 г. (Российская Газета – Центральный выпуск № 4849 от 13.02.2009 г.). Самыми выгодными вложениями в условиях кризиса становятся обезличенные металлические счета. Только в Сбербанке в прошлом году их было открыто 300 тысяч на 40 тонн золота.

Именно несогласованные действия международных инвесторов, подстегиваемые новостями, приводят к серьезным колебаниям цены металла. Инвесторы стали более чутко реагировать на объявления о планируемых продажах и покупках, на макроэкономические новости. С начала кризиса, существенно увеличился поток аналитических материалов, новостей о состоянии рынка золота, прогнозов. Усиление информационного фона, как правило, негативного, приводит к росту нервозности инвесторов. Например, в исследовании (Shaun K. Roache, Marco Rossi, 2009), посвященном влиянию новостей на поведение инвесторов, утверждается, что рынок золота реагирует на макроэкономические объявления острее, чем другие рынки. Основным фактором, повышающим нервозность инвесторов является неоднозначный информационный фон, что и было подтверждено статистическими расчетами и подробно описано в вышеупомянутой работе.

В исследовании (Hess, 2009), основанном на анализе влияния фьючерсных цен на золото с января 1997 г. по июнь 2009 г., сделан вывод о том, что чувствительность рынка золота увеличивается именно во время рецессий. В качестве источника данных использовались 160 макроэкономических новостей агентства Bloomberg, примерно по 13 новостей в месяц. Цена золота чувствительна к ряду плановых макроэкономических новостей, по таким областям, как розничные продажи, зарплата в промышленности, инфляция, учетные ставки

ФРС и ЕЦБ. Особенно чувствительна цена золота к негативным новостям, что заставляет инвесторов реагировать с некоторой задержкой. Это объясняется желанием взять тайм-аут для оценки ситуации и принять обоснованное решение.

Цена золота чувствительна к новостям о сделках между банками. Согласно работе (Cai, Cheung и Wong, 2001), объявления центральными банками о продаже своих золотых резервов приводят к снижению цены золота.

Таким образом, именно новая спекулятивная модель поведения инвесторов, приобретенная ими в связи с кризисом, трансформировало рынок золота.

Мировой финансовый кризис заставил центральные банки активнее торговать на рынке золота, сделав их одним из ведущих факторов роста цены золота. В настоящее время золото используется фактически всеми государствами в качестве страхового резервного фонда. Учтенные государственные запасы золота, сосредоточенные в Центральных банках и резервах МВФ, составляет сегодня более 31 000 тонн, значительная часть этих запасов может быть выставлена на продажу.

С началом кризиса не все центральные банки меняют структуру своих резервов. В частности запасы США, Японии, Германии, Италии, остаются без изменения в натуральном выражении. Другие развитые страны и организации – Евросоюз в целом, МВФ, Франция, Великобритания, Нидерланды, Швейцария, Испания, Португалия – показали падение золотых запасов. Большинство из этих стран уменьшали запасы золота и раньше, однако динамика этого уменьшения усилилась после второго квартала 2007 г.

С начала международной стадии кризиса заметный рост запасов золота показали Китай и Россия. Особенно впечатляет рост золотых запасов Китая – если в течение нескольких лет до донца 2008 г. эта в резервах поднебесной было 600 тонн, то уже в 2009 г. этот показатель составил более 1000 тонн. У России заметно меньший темп прироста золота. На начало 2009 г. в составе золотовалютных резервов РФ было около 500 тонн золота. Индия увеличила запасы золота в 4 квартале 2009 г., что соответствует данным о покупке 200 тонн золота у МВФ, объявленной 29 ноября 2009 г. Другими покупателями золота у МВФ стали Шри-Ланка (10 тонн), Маврикий (2 тонны). Оставшиеся у МВФ 201,3 тонны ждут своих покупателей, наиболее вероятным из которых является Китай.

Хотя сделки между центральными банками проводятся в режиме *over the counter*, рынок на них реагирует. Сделка между МВФ и Индией на 200 тонн золота оказала на рынок отрезвляющее действие. В декабре 2009 г., сразу после сделки, было зафиксировано снижение цены золота, которое восстановилось до ноябрьских значений только в мае 2010 г. Согласно экспертам WGC, центральные банки активно работают и на бирже драгметалла. Покупая золото на рынке, они фактически закрывали короткие позиции, открытые ранее для привлечения капитала, что способствовало росту цены золота.

Важно, что центральным банкам не выгодны резкие колебания цены золота. Например, несмотря на интерес центрального банка КНР к золоту, даже минимальные изменения в валютной структуре этих резервов Китая способны

«уронить» не столько американский финансовый рынок, сколько всю китайскую экономику. В феврале 2009 г. Пекин на биржах Юго-Восточной Азии обменял символическую часть американских обязательств на золото, «получив за это проблемы с китайскими капиталами в Гонконге и Аомыне» (Российская Газета – Федеральный выпуск № 5127 от 10.03.2010 г.). Представитель МИД КНР И Ган отметил: «Я не хочу, чтобы наши инвестиции в американские гособлигации связывали с политикой. Мы являемся надежным, предсказуемым инвестором».

Таким образом, антикризисная политика банков способствовала предотвращению резких колебаний цены золота, а также недопущению резкого снижения цены драгметалла. Это и объясняет тот факт, почему так сдержанно освещались сделки между банками, почему банки стремились их проводить в режиме *over the counter*.

Способствовали росту цены золота и действия монетарных и финансовых властей стран мира, реагирующих на кризис. Антикризисные политика и мероприятия властей имеют общие черты – они направлены на защиту национальных интересов: сохранение рынка и внутреннего потребительского спроса, внутренних и международных активов и резервов. Однако в силу различных стартовых позиций, предпринимаемые ими действия различаются, хотя и имеют много схожих черт, среди которых: увеличение государственных расходов, введение ограничения по международным финансовым операциям, ослабление национальной валюты, использование резервов, накопленных в годы экономического бума. В частности, Тайвань запретил инвестирование иностранных капиталов в срочные депозиты внутри страны. Некоторые страны, как, например, Бразилия в ноябре 2009 г., объявили о введении налога на иностранные инвестиции на внутреннем фондовом рынке, а также на инвестиции в инструменты с фиксированным доходом. Это было сделано для ослабления национальной валюты с целью сохранения позитивного сальдо внешнеторгового баланса.

Что касается России, серьезно пострадавшей от кризиса, то антикризисные меры ее правительства, были выражены в снижении курса рубля и использовании средств резервного фонда как источника финансирования бюджетных расходов и спасения госкорпораций. Снижение курса рубля с одной стороны повысило привлекательность российского экспорта и повысило конкурентоспособность местных производителей, а с другой стороны снизило нагрузку социальных обязательств государства на бюджет. Кроме того, финансовые власти РФ стремились подчинить большему контролю входящие и исходящие потоки капиталов. Властью были сделаны заявления об усилении роли рубля как региональной и международной валюты, снижении зависимости экономики от доллара. 5 ноября 2008 г. в Послании Федеральному Собранию РФ (Российская Газета, 05.11.2008 г.) президент РФ Дмитрий Медведев заявил: «Нужно предпринять практические шаги по усилению роли рубля в качестве одной из валют международных расчетов. И, наконец, начать переход к расчетам в рублях, который мы, к сожалению, затянули – конечно, прежде всего, за газ и за нефть. Надо стимулировать размещение новых эмиссионных ценных

бумаг именно в рублях и желательно – на российском рынке. Конечная цель всех этих процессов – сделать рубль одной из региональных валют.». Дмитрий Медведев добавляет: «Не зря мы накапливали золотовалютные и бюджетные резервы. Не зря перешли на среднесрочное бюджетное планирование. А при первых признаках воздействия глобального кризиса на нашу финансовую систему – предприняли оперативные шаги по нормализации положения. Правительство приняло программу действий по минимизации последствий кризиса в России. По оздоровлению банковской системы и поддержке отдельных секторов экономики.... Надо, прежде всего, пробить образовавшиеся в экономике "финансовые тромбы". Так, чтобы выделенные средства дошли до их конечных получателей. Я имею в виду предприятия в таких отраслях как сельское хозяйство и строительство, машиностроение и оборонно-промышленный комплекс. А также - до малых предприятий. При этом каждый рубль должен тратиться эффективно, значит - с умом.»

Согласно еженедельной газете Independent (Великобритания) от 20 августа 2009, Китай, Россия, Франция и Япония совместно с ближневосточными производителями нефти обсудили переход на недолларовые расчеты за нефть через создание новой валюты, которая была бы привязана к корзине валют, включающую в себя евро, китайский юань и японскую йену. Также сообщалось, что к формированию и использованию новой валюты приглашались страны Персидского залива, включая Саудовскую Аравию, Абу Даби, Кувейт и Катар. В качестве возможного кандидата на роль новой валюты рассматривались специальные права заимствования (SDR), эмитируемые МВФ. Использование SDR не означает полного отказа от доллара, так как корзина валют МВФ на 44% состоит из доллара, однако даже переход на SDR в нефтяных расчетах нанесет ощутимый удар по доллару, а это в свою очередь будет толчком для роста цены золота. Эта новость сильно подрывает доверие к доллару, и, следовательно, подстегивает рост цены золота. В августе 2009 г. цена золота уверенно шла вверх.

Таким образом, хотя антикризисная политика правительства РФ не оказывала прямого воздействия на рынок золота, заявления первых лиц государства о создании альтернативных доллару систем расчетов серьезно подрывали позиции доллара и способствовали росту цены золотой унции.

Что касается антикризисной политики США, она не оказала заметного влияния на рынок золота, по крайней мере, не внесла коррективы в докризисные тенденции. Основная задача США – удержание доверия к доллару как единственному средству расчетов и финансовых резервов.

Антикризисные меры США в основном были направлены на стимулирование внутреннего спроса. Массированные государственные займы, стимулирующие беспрецедентное производство долларов, были направлены на обслуживание внешнеторгового долга, оплату социальных расходов, поддержку стратегически важных корпораций. Следует упомянуть финансирование военных расходов и других мер по недопущению появления и усиления новых центров экономической силы, способных поставить под сомнение безоговорочную власть доллара. В первую очередь речь идет о Китае, и союзах с участием КНР,

РФ, Германии, Франции, Турции, Ирана.

Несмотря на заявления администрации США о необходимости укрепления доллара, в действительности происходило его ослабление. Основными причинами этого являются значительное отрицательное сальдо внешнеторгового баланса и растущий внешний долг, а также низкий уровень внутреннего потребительского спроса и низкий уровень процентной ставки доллара. В целом, предпринимаемые действия США уже не оказывают опережающего влияния на рынок золота. Власти США, скорее, заняли круговую оборону слабеющего доллара, падение авторитета которого приведет к структурным изменениям мировой финансовой системы.

Правительство США и ФРС внимательно следят за уровнем потребительской уверенности, особенно за активностью на рынке готовой недвижимости. До позитивных сдвигов в области потребительской уверенности или состояния рынка недвижимости, администрация США и ФРС не станут предпринимать никаких действий. Позитивными сдвигами можно было бы считать повышение трат потребителей на товары первой необходимости. Однако факты говорили об обратном, по крайней мере в 2009 г. импорт товаров из КНР в США снижался. Рост импорта нефти также был бы сигналом о завершении рецессии в США, однако поставки нефти в США, ее цена, а также связанная с импортом нефти доля дефицита внешнеторгового баланса стабилизировалась. Изменение уровня торгового дефицита США также являлось бы сигналом об экономическом подъеме. Как только США начнут выходить из рецессии, их торговый дефицит начнет расти, веса доллара к корзине валют будет снижаться. В ноябре 2009 г. торговый дефицит США увеличился на 9,7 % до \$ 36,4 млрд., что было вызвано высокими ценами на нефть. Экспорт рос в течение 7 месяцев (с апреля 2009 г.), однако темпы роста импорта в ноябре 2009 г. были выше. Торговый дефицит в целом по 2009 г. составит \$340.6 млрд., существенно ниже по сравнению с 2008 г. (\$654.1 млрд.) и 2007 г. (\$720 млрд.). Это свидетельствует о том, что рецессия в 2009 г. не прекращалась. Действительно, доллар демонстрировал в конце 2009 г. – начале 2010 г. стабильность, также и цены на золото оставались стабильными.

В целом, поведение правительства США и ФРС с точки зрения влияния на рынок золота можно оценить как достаточно пассивное или выжидательное. Признаков стратегического управления ценой золота нет.

Считаем важным упомянуть Китай, потому что это вторая крупнейшая и сама быстрорастущая экономика мира. Известно, что Китай объявил о планах увеличения золота в составе своих золотовалютных резервов. Действительно, по темпам роста объемов золота в составе своих резервов Китай занимает первое место в мире, одна все сделки по закупке желтого металла осуществляются в режиме *over the counter* и не влияют на биржевые цены золота. Более существенным по влиянию на цену золота является сам факт роста китайской экономики, приближающейся по объему к экономике США. Население Китая более чем в два раза превосходит население Евросоюза и США вместе взятых. Темпы роста экономики Китая выражаются двузначными числами, тогда как развитые страны балансируют на уровне нулевой отметки. Китай целенаправленно

выстраивает экономику полного цикла от сырья до потребительских товаров, формирует собственный средний класс, готовый потреблять значительную долю выпускаемой в Китае продукции. В то же время Евросоюз и США обладают весьма фрагментированной «постиндустриальной» экономикой.

Экономическая мощь, более чем \$ 2 трлн. золотовалютных резервов Китая требуют выхода юаня на финансовую сцену в качестве одной из важнейших валют международных расчетов и резервирования. Укрепление юаня нанесет серьезный удар по господству доллара в мире. Однако миру не нужна новая национальная валюта, которая подчинит себе все остальные национальные экономики. Мир заинтересован в валютной системе, основанной на отсутствии доминирования одной национальной валюты над другими.

В любом случае, переход на новую монетарную систему, даже в отдаленной перспективе, наносит удар по доллару США, и, тем самым, толкает цены на золото вверх.

Китай является также участником консорциума, прорабатывающим вопрос недолларовых расчетов за поставки нефти, наряду с Россией, Японией, Францией и странами ОПЕК. Это наносит удар по позициям доллара, который более 40 лет практически повсеместно использовался в качестве единственной валюты расчетов за нефть. 13 октября 2009 г. Китай и Россия в лице Газпрома и китайской нефтяной компанией CNPC заключили меморандум о торговле газом и нефтью на ближайшие несколько лет. По этому поводу председатель российского правительства Владимир Путин заявил «... нефтяные компании, в частности Газпром, подняли вопрос использования национальных валют. Мы готовы изучить вопрос продажи энергетических ресурсов за рубли, но нашим китайским партнерам нужны для этого рубли. Мы также готовы торговать за юани...». В конце 2009 г. в опрос перехода на расчеты с национальных валютах должен быть поднят на встрече министров финансов стран, входящих в Шанхайскую организацию сотрудничества.

Таким образом, кризис заставляет страны искать альтернативные формы ведения международных расчетов, и это приведет к падению веса доллара по отношению к другим национальным валютам, и, соответственно к росту цены золота. Мир стоит перед дилеммой: с одной стороны доллар должен потесниться, с другой стороны смена монетарной системы должна произойти настолько плавно, чтобы интересы держателей долларовых активов не пострадали. Отсутствие резких движений в сторону укрепления юаня, а также незначительное число новостей об участии Китая в «антидолларовых» консорциумах, говорит о том, что правительство Китая не заинтересовано в резкой смене финансового устройства мира. Китайское правительство по-прежнему жестко контролирует потоки капиталов в китайские предприятия, а курс юаня поддерживается на низком уровне для обеспечения высокой конкурентоспособности китайской продукции и сохранения гигантского профицита внешней торговли.

Таким образом, политика правительства Китая способствует плавному росту цены золота, без провоцирования всплесков волатильности. Тоже самое можно сказать и о правительствах других крупнейших стран. В отличие от спекулянтов, государства заинтересованы не в сиюминутном выигрыше от ко-

лебания цен на золото, а в стабильности стоимости своих активов, среди которых золото пока уступает валютным накоплениям.

Потребители ювелирного золота, ювелирная промышленность, потеряли статус движущей силы на рынке золота, а с началом кризиса ускорился темп снижения их доли в структуре спроса на желтый металл. Если в 2001 – 2007 г.г. темпы падения спроса на золотую ювелирную продукцию составляли от 0,1% до 3%, то в 2008 – 2009 г.г. темпы падения составляли 15% - 20%.

Спрос на наличное золото со стороны ювелирной промышленности, определяется ценой: чем ниже цена, тем выше спрос. Но эта закономерность действует в периоды мирового экономического подъема, а в периоды спада спрос в ювелирной промышленности уменьшается и при относительно низких ценах. Предприятия ювелирной промышленности приобретают драгоценный металл с оглядкой на настроения потребителей.

Фактор растущей цены золота оказал негативное влияние на все национальные ювелирные рынки, в наименьшей степени это отразилось на рынках Индии, крупнейшем покупателе золотых ювелирных украшений, и Китая. Это объясняется иной, чем на западе покупательской психологией. В Индии говорят: «золото всегда лучше, чем рупия». Именно поэтому Индия и Китай – единственные страны, где потребление продукции ювелирной промышленности в 4 квартале 2009 г. выросло по сравнению с аналогичным периодом 2008 г. на 27% и 2% соответственно. Что касается следующих 10 крупнейших стран по уровню потребления золота, то величина потребления ювелирного золота составила в них от 5% (Япония) до 50% (Турция) в сравниваемые периоды (4 кварталы 2009 и 2008 г.г.).

Ювелирная промышленность России в 2009 г. снизила потребление золота на 38,2% до 43,2 тонн. (Российская Газета – Бизнес N738 от 09.02.2010 г.) Между тем серебра в 2009 г. ювелиры стали использовать в производстве больше на 34,8%, до 235,6 тонн.

Таким образом, кризис привел к значительному снижению спроса на золотую ювелирную продукцию, что лишило динамику рынка золота плавности и сезонной предсказуемости.

Финансовый кризис отрицательно сказался и на рыночной нише золота для электронной и медицинской промышленности. Однако в силу малого размера этой ниши – примерно 15% от всего объема потребляемого золота – влияние снижения потребления золота в промышленности – незначительное.

Как и в случае с ювелирной промышленностью драйвером роста выступает потребительский спрос. В секторе электронной промышленности, так же, как в ювелирной отрасли, наблюдается спад, хотя и не такой значительный. Например, в 2008 г. потребление золота электронной промышленностью снизилось по сравнению с 2007 г. на 10%, но уже в 2009 г. уровень снижения составил 15%. Это значительно меньше снижения в ювелирной отрасли, поскольку доля цены золота в структуре конечной продукции этих двух отраслей – принципиально разная.

Что касается золотодобывающей отрасли, кризис оказал на нее стимулирующее воздействие. Несмотря на то, что объемы добычи золота обладают

значительной инерционностью и предложение добытого золота из года в год, как правило, имеет небольшую вариацию, с наступлением международной стадии финансового кризиса темпы прироста золотодобычи значительно возросли.

В конце 20 века и начала 21 века географическая структура добычи золота претерпевала плавные изменения. Так, в 1980 г. суммарное производство золота в западных странах составляло 944 т, причем в ЮАР производилось 675 т, или более 70 %. К 1990 г. произошли резкие перемены – ЮАР продолжала оставаться крупнейшим в мире продуцентом, но ее производство снизилось до 605 тонн или 35 % суммарного выпуска золота в западных странах. В то же время производство золота в западных странах возросло на 83 % по сравнению с 1980 г. – до 1755 т. Повышалось быстрыми темпами производство золота в США – до 294 т, что в 10 превысило уровень 1980 г., в Австралии – до 244 т (в 14 раз), в Канаде – до 169 т (почти в 3,5 раза). Возникли новые крупные продуценты золота в юго-западной части бассейна Тихого океана – Филиппины, Папуа - Новая Гвинея и Индонезия. Росла добыча золота в Латинской Америке. Существенные сдвиги в территориальной структуре золотодобычи имели место и на протяжении 90-х годов. В 1996 – 2001 г.г. цены на золото падали, золотодобывающие компании значительно снизили текущие и капитальные удельные затраты. Это достигалось путем уменьшения объемов геологоразведочных работ, закрытия нерентабельных рудников, внедрения капиталоемких и трудосберегающих технологий, ускоренного развития золотодобычи в странах с дешевой рабочей силой. Если в 1980-х годах основной прирост добычи золота за рубежом обеспечивали США, Австралия и Канада, то с середины 1990-х добыча в этих странах стабилизируется, а затем и снижается. В то же время быстро росла добыча в Китае, Индонезии, Перу, Гане.

За период с 2001 г. по 2007 г. объем добычи золота снизился на 9%. Объяснить это можно тем, что золотодобывающие компании вполне удовлетворялись высокой прибылью за счет высоких цен на золото, а не объемов добычи.

Однако в 2008 г. произошел резкий скачок уровня производства золота по сравнению с 2007 г. – сразу на 7%. 2010 г. станет еще более удачным для золотодобывающих компаний – в первом квартале 2010 г. было добыто на 5% больше золота, чем за аналогичный период 2009 г., а во втором квартал 2010 г., соответственно, на 3 % больше.

Объяснить подъем добычи золота можно тем, что производителям опять, как в 1970-ые годы стало выгодным перерабатывать бедные и труднообогащаемые руды; вовлекать в эксплуатацию забалансовые запасы, прежде считавшиеся непригодными к добыче по технико-технологическим и экономическим причинам; возобновлять эксплуатацию ранее заброшенных и законсервированных карьеров и полигонов, рудников и шахт; перерабатывать техногенные отвалы многих горно-обогатительных комбинатов, содержащих определенное количество металлов в качестве попутных компонентов или не полностью извлеченных при первичной обработке.

Извлечение золота из лома также находилось на подъеме в период с 2001 г. по 2007 г., что объясняется растущей ценой золота. Объем производства золота из лома вырос за этот период от 800 тонн в 2001 г. до примерно 1000

тонн в 2007 г. Однако уже в 2008 г. вторичное производство золота составило 1316 тонн, или более 31% к предыдущему году, а в 2009 г. эти показатели составили 1673 тонны и 27% соответственно. Такой скачок роста извлечения золота из лома объясняется только возросшей рентабельностью производства вторичного золота благодаря возросшей цене желтого металла.

Рост цены золота сказались и на российской золотодобывающей отрасли, позволив развивать ранее не рентабельные проекты. Россия по итогам 2009 г. увеличила добычу и производство золота на 11,2% до 205,2 тонны. Добыча золота возросла на 8,8%, попутное и вторичное производство увеличилось на 16,8% и 52,4% соответственно (Российская Газета - Бизнес № 741, 16.03.2010).

Что касается капитализации российских публичных золотодобывающих компаний, то по итогам 2009 г. она удвоилась.

Таким образом, кризис позитивно сказался как на добыче золота, так и на извлечении драгметалл из лома. Благодаря кризису была переломлена отрицательная динамика производства первичного металла, и была существенно ускорена динамика переработки изделий из желтого металла.

Международный валютный фонд заслуживает особого упоминания, поскольку является крупнейшей организацией, имеющей золотой резерв, по объему уступающий только резервам США и Германии. Также МВФ является активным участником мероприятий, направленных на преодоление последствий кризиса странами – участниками МВФ. По нашему мнению, политика Фонда не оказала заметного влияния на рынок золота.

Из-за снижения уровня экспортных доходов некоторые страны обратились в МВФ за кредитами для финансирования платежного баланса, для сохранения сложившейся структуры импортно–экспортных операций. МВФ, совместно с Всемирным Банком и региональными банками развития расширил потенциал кредитного портфеля. В качестве источника ресурсов для финансирования программ кредитования планировались депозиты стран – участников МВФ, а также собственное золото МВФ. Нарастание финансового кризиса привело к рекордному уровню кредитных обязательств МВФ в 2009 г. Фонд утвердил кредиты 15 государствам-членам в размере 65,8 млрд. СДР по льготной субсидированной процентной ставке. Уже во второй половине 2008 г. в МВФ был поднят вопрос о достаточности собственных финансовых ресурсов для осуществления программ кредитования. В результате было принято решение об утроении кредитных ресурсов за счет увеличения взносов участников фонда, а также продажи золота. Хотя планы продажи МВФ 400 тонн золота стали известны участникам рынка уже в апреле 2008 г., особого влияния на рынок эти планы не произвели. После того, как в конце ноября 2009 г. была совершена первая сделка между МВФ и Индией на продажу 200 тонн золота, рынок отреагировал снижением цены золота. Рынку потребовалось 6 месяцев, чтобы достичь уровня цен золота, который был до сделки.

В целом влияние антикризисных мер МВФ на рынок золота не являлось значительным. Это объяснялось внебиржевым характером сделок, и вялым информационным потоком о продажах золота. В действительности, как обладатель почти 3000 тонн золота, МВФ не заинтересован ни в раздувании золото-

го пузыря, ни в резком падении цены желтого металла.

Считаем важным коснуться важнейшего элемента инфраструктуры современного международного рынка слиткового золота – LBMA, или Лондонская Ассоциация рынка золотых слитков. LBMA была организована 14 декабря 1987 г. для выражения интересов участников оптового рынка золотых слитков и содействия развитию этого рынка в Лондоне. Участниками LBMA являются: Bank of Nova Scotia (Scotia Mocatta), HSBC, Deutsche Bank AG, Societe Generale Corporate & Investment Banking и Barclays Capital. К услугам участников LBMA прибегают центральные банки КНР и РФ для наращивания своих золотых запасов, а также банки европейских стран для реализации своих золотых резервов. Почти 90% всего оборота золота проходит через Лондон, причем после осуществления всех взаимозачетов осуществляется физическое перемещение слитков золота.

Ежедневно в форме селекторного совещания проводятся утренние и дневная сессии, участники которых оперативно информируют своих клиентов о фактических и планируемых движениях цены золота. Сессия завершается, если достигнут баланс спроса и предложения по последней согласованной между участниками цене, причем максимально допустимое расхождение между спросом и предложением составляет 50 слитков весом 400 тройских унций каждый.

LBMA является важнейшим механизмом оптового рынка золота, работа которого происходит по единым правилам независимо от состояния мировой экономики или состояния отдельных национальных экономик. Хотя с начала кризиса продолжительность сессий заметно увеличилась, а в ноябре 2009 г. был установлен рекорд продолжительности за всю 22-летнюю историю LBMA, на показатели рынка золота это никак не повлияло.

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.

Не выявлены факторы, которые в среднесрочной перспективе способны вывести мир из рецессии, а также успокоить рынок золота и снизить его цену, поэтому цена золота будет расти, следуя законам спекулятивного рынка. В среднесрочной перспективе пределы роста золота будут определяться пределом

доверием инвесторов к доллару.

Список литературы:

1. Bill Strazullo, партнер Bell Trading Curve. В. (2009).
2. Cai, Jun, Yan-Leung Cheung, Michael C. S. Wong. «What moves the gold market?», Journal of Futures Markets, Volume 21 Issue 3, стр. 257-278, 2001.
3. Hess, Dieter, He Huang, Alexandra Niessen. «How Do Commodity Futures Respond to Macroeconomic News?», Journal of Financial Markets and Portfolio Management, Volume 22, Number 2, 2008.
4. Independent (Великобритания), 20 августа 2009 г.
5. Phillip, J. D. «Gold Price Suppression and Management to End». Gold Forecaster (www.goldforecaster.com).
6. Shaun K. Roache, M. R. «The Effects of Economic News On Commodity Prices. Is Gold Just Another Commodity?», IMF, 2009 г.
7. World Gold Council - отчеты и аналитические материалы, www.gold.org.
8. Российская Газета, 5 ноября 2008 г., Послание Президента РФ Федеральному Собранию РФ.
9. Российская Газета – Федеральный выпуск № 5127, 10.03.2010 г. «Поднебесная не будет менять свои долларовые резервы на золото».
10. Российская Газета – Бизнес № 741, 16.03.2010 г. «Золотой год Чукотки».
11. Российская Газета - Бизнес № 738, 9.02.2010 г., «Отрасль снизила потребление золота за счет более дешевого металла».
12. Российская Газета – Центральный выпуск № 4849, 13.02.2009 г., «Наступление золота».
13. Лебон, Г. (2007). Психология народов и масс. Директмедиа Паблишинг.
14. МВФ. (2009). Международный Валютный Фонд. Годовой Отчет 2009. Преодоление Глобального Кризиса. Вашингтон, США: International Monetary Fund.
15. Щеголева Н.Г., (2004). Валютные операции: Учебник. Москва: ООО «Маркет ДС Корпорейшн».
16. Мировой рынок золота, www.ereport.ru.