

УДК 339.72

О НЕКОТОРЫХ ПРОТИВОРЕЧИЯХ ГЛОБАЛЬНОГО РЫНКА ЗОЛОТА: ТЕОРЕТИЧЕСКИЙ АСПЕКТ

Буневич Константин Георгиевич,

*канд. экон. наук, доцент, заведующий кафедрой финансов и кредита
Московского университета им. С.Ю. Витте,
e-mail: kbunevich@miiv.ru,*

Миняева Мария Васильевна,

*магистрант факультета экономики и финансов, кафедра финансов и кредита
Московского университета им. С. Ю. Витте,
e-mail: kbunevich@miiv.ru*

Процесс глобализации экономики оказал куда более значительное воздействие на функционирование мирового рынка золота, чем это предполагалось. Под воздействием данного процесса перед рынками золота на сегодняшний день встала необходимость достижения максимальной прозрачности и создания возможностей для входа как можно большего количества участников. Эти цели сегодня являются и ключевыми проблемами на глобальном рынке золота, которые только начинают решаться.

Ключевые слова: рынок золота, ценообразование, бумажное золото, глобализация, трансформация рынка золота, мировые финансы

DOI 10.21777/2587-9472-2017-4-14-20

В современном мире движение на пути экономической глобализации привело к появлению ряда особенностей. В частности в результате тесной связи всех мировых экономических субъектов, глобализированный рынок быстро передает негативные потрясения от одного сектора к другому на над-страновом уровне. Результатом таких явлений стала необходимость защиты национальной экономики от внешних воздействий. Данная потребность нашла свое выражение по всему миру в усилении роли золота как страхового актива. С ростом спроса со стороны центральных банков и крупных инвесторов все большее внимание стало уделяться функционированию мировых рынков золота, которые оказались не в состоянии обеспечить одновременно необходимый оборот драгоценного металла и прозрачность торговых операций. Данный рынок в силу своей некогда большой значимости сохранил высокую степень секретности. Процессы эволюции на мировом рынке золота шли разнонаправлено, с одной стороны, под влиянием глобализации происходили изменения в сторону открытости. С другой – протекционистские настроения поощряли консервативные взгляды. Актуальность исследования заключается в первую очередь в том, что сегодня мировой рынок золота находится на этапе своей трансформации. Предсказать результат этого процесса пока трудно, однако, уже сейчас можно проследить главные проблемы и противоречия рынка золота, которые подталкивают его к естественному изменению.

Предметом данного исследования выступают процессы и явления, приводящие к формированию на глобальном рынке золота равновесной цены и соотношение спроса и предложения.

Цель работы – выявление ключевых проблем функционирования мировых рынков золота на современном этапе.

Современные особенности золота как финансового актива и сырьевого товара

В результате заключения Ямайского соглашения была проведена демонетизация золота, означающая, что этот драгоценный металл перестал быть монетарным металлом, то есть перестал выполнять денежные функции и быть деньгами, как в рамках суверенных государств, так и в международном масштабе. Для подтверждения суждения предлагается рассмотреть основные денежные функции золота и их актуальность в настоящее время [1].

В данной работе на рассмотрение выносятся следующие функции:

- мера стоимости;
- средство обращения;

- средство накопления;
- средство платежа;
- мировые деньги.

Долгое время золото успешно справлялось с первой функцией, определяя стоимость всех товаров и услуг. Однако возвращение к этой практике представляется крайне маловероятным, поскольку объемов реального золота не хватит для обслуживания хозяйственных отношений в их сегодняшнем масштабе и объеме.

Выполняя функцию средства обращения, золото служило посредником в процессе обмена товара на товар. В настоящее время, золото используется в качестве залога ЦБ при выдаче кредитов коммерческим банкам, что можно расценить, как частичное сохранение функции средства обращения.

Функция золота как средства накопления в настоящее время проявляется в самом очевидном виде. Не смотря на не прибыльность хранения данного актива, в золоте концентрируется большое количество стоимости, поэтому накопление золота – это фактически накопление богатства в наиболее ликвидной форме. Следовательно, золото как средство накопления имеет возможность существовать и в дальнейшем, как минимум, в национальных экономиках отдельных государств.

Выполняя функцию средства платежа, золото, до начала хождения бумажных и металлических денег, использовалось при операциях купли-продажи. С развитием Internet и платежных систем, таких как Webmoney, у золота появилась возможность в трансформированной форме выполнять указанную функцию, в частности посредством использования G-кошельков.

Функция мировых денег предполагала, что золото – всеобщий эквивалент, который выступает в международном товарном обмене и мерой стоимости, и средством обращения, и средством платежа. В настоящее время золото утратило эту роль.

Таким образом, можно сделать вывод, что золото остается уникальным активом, который не лишился всех денежных свойств и во многом смог адаптироваться в современной экономике.

Большинство экономистов относят данный металл именно к финансовым активам, следовательно, рынок золота классифицируют как финансовый. Основным их аргументом является все укрепляющаяся роль золота как гаранта в условиях мировой экономической нестабильности. В кризисных ситуациях золото обладает рядом преимуществ, таких, как независимость от экономики конкретной страны, высокая ликвидность, отсутствие инфляционных рисков и др. Этим обуславливается накопление центральными банками золотых резервов. То есть золото – экономически значимый устойчивый финансовый актив, не имеющий аналогов.

В то же время золото представляет собой сырьевой товар, применяющийся в производстве в различных отраслях: ювелирная промышленность, стоматология, радиотехника и др. Приводя в качестве аргументов демонетизацию золота и его сырьевую природу, экономисты не редко высказываются с предложением расценивать золото как товар наравне с другим сырьем.

Данная позиция имеет место быть, однако в настоящей работе авторы склонны относить золото к финансовым активам. Анализ особенностей процесса ценообразования золота базируется на том, что формирование данного процесса происходит именно на финансовом рынке.

Основные принципы и проблемы лондонского ценообразования на современном этапе

Глобальный рынок золота представляет собой совокупность международных и внутренних рынков. Одним из главных международных центров торговли является Лондон, где устанавливается эталонная цена золота. Она служит ориентиром для участников рынка по всему миру, поэтому прозрачность процесса ее установления так важна. Противоречия в поведении цены золота проявлялись на протяжении последних 20 лет, однако в последние годы все более очевидным становился тот факт, что западные монетарные власти с помощью инвестиционных банков проводят манипуляции с ценой золота [2]. В результате, в 2015 г. система установления эталонной цены (Лондонский золотой фиксинг) была заменена электронным аукционом LBMA Gold Price. Подробнее рассмотрим эту проблему.

Лондонский золотой фиксинг (LGF) действовал следующим образом: пять банков-членов дважды в день выставляли заявки на продажу металла и его покупку. Цена фиксировалась в тот момент, когда суммарные объемы заявок на продажу и покупку золота совпадали. Говоря о манипуляциях с

ценами, предполагают регулирование количества и объемов заявок на покупку/продажу металла и использование инсайдерской информации об итоговых ценах в личных целях. Основными целями при создании новой системы были максимальная прозрачность и допуск как можно большего круга участников к процессу ценообразования.

Теоретически новая система ценообразования действительно напоминает прозрачный аукцион, в котором на сегодняшний день принимают участие 13 маркет-мейкеров [3]. Однако на практике созданный механизм имеет немало недостатков.

В отличие от LGF аукцион LBMA не требует наличия всех авторизованных участников. В большинстве случаев их число оказывается далеко не полным (от 7 до 10). Минимальное зафиксированное количество участников – 5 банков. Минимальное допустимое количество участников – 3, в противном случае аукцион не проводится, цена фиксируется на уровне открытия [4].

Как видно реформированная система фиксинга пока не справляется с задачей расширения круга участников. Некоторые эксперты считают, что ужесточенное регулирование снизило желание банков и других финансовых институтов быть маркет-мейкерами. Однако такое объяснение расходится с тем фактом, что на протяжении последних 3 лет банки продолжали активно присоединяться к аукциону LBMA.

Много вопросов остается и по поводу самого процесса формирования цены. До середины марта 2017 г. стартовую цену, а также цену в каждом из последующих раундов аукциона, определял живой независимый председатель, чья личность никогда не разглашалась [5]. По какому принципу глава аукциона подбирал цену открытия, оставалось неясным. Однако в конце марта 2017 г. в аукцион был внедрен алгоритм ценообразования, «учитывающий текущие рыночные условия и активность на аукционе». На данный момент на сайтах LBMA Gold Price, ICE нет конкретных сведений о том, как работает автоматизированный алгоритм и какие логические правила он использует.

Данный краткий анализ показал, что сейчас аукцион LBMA далек от достижения поставленных перед ним целей, в первую очередь касающихся прозрачности.

Несмотря на очевидную значимость результатов ценообразования на лондонском рынке, в последние годы все большая роль отводится операциям на нью-йоркском фьючерсном рынке COMEX. На данный момент все актуальней становится вопрос, какой рынок устанавливает цену на золото – бумажный или физический.

Теоретические аспекты соотношения роли бумажного и физического рынков в ценообразовании. Структурные особенности мировых рынков золота

Пред тем, как начинать анализ поставленного вопроса необходимо разобраться, что представляет собой международная цена золота. В предшествующем разделе речь шла только об эталонной цене, однако в зависимости от контекста, под международной ценой могут понимать котировку спотового рынка золота, чаще всего, лондонского (LOTС), или цену золотых фьючерсных контрактов на Американской товарной бирже (COMEX), или комбинацию этих цен. Далее пойдет речь о роли каждого рынка в процессе формирования цены золота.

Как правило, чем выше торговый объем и ликвидность на рынке актива, тем больше данный рынок влияет на определение цены этого актива. Однако на мировом рынке золота возникают противоречия с данным утверждением.

Большая часть объема всемирной торговли золотом – 78% приходится на лондонский внебиржевой рынок и еще 7,7 % (в 2015 г.) на COMEX [6]. COMEX в отличие от LOTС представляет собой централизованную торговую площадку. До перехода рынка фьючерсов в 2006 г. на платформу GLOBEX, место формирования цен в значительной степени диктовалось дневными часами в каждом регионе. После перехода, внутрисуточные колебания снизились, и цены фьючерсов на американской бирже стали изменяться последовательно, независимо от рыночных часов. Это снижение иллюстрирует, как «более рыночная» структура, доступная на международном уровне, может опровергать важность географического местоположения и создавать более интегрированный глобальный рынок [6].

На данный момент, большинство экспертов сходятся во мнении, что американский фьючерсный рынок вносит больший вклад в процесс ценообразования по сравнению с LOTС, несмотря на то, что он в десять раз меньше. Это утверждение показывает, что структура рынка и тип финансовых

инструментов имеют большее значение, чем размер и ликвидность рынка (что характерно только для рынков золота). Данная мысль поддерживает идею о том, что ключевые функции централизованного рынка, относительная прозрачность, встроенное финансовое плечо и способность избегать использования базового актива способствуют непропорционально большой роли данного рынка в определении цены.

Из проведенного анализа логически следует, что международная цена на золото целиком определяется бумажными рынками, которыми по своей структуре являются и LOTS, и COMEX. Спрос и предложение физического золота не играют роли в определении цены металла на этих рынках. Транзакции с физическим золотом на всех других рынках наследуют цену, обнаруженную на бумажных рынках.

Весьма интересным представляется вопрос о возможности перехода роли площадки ценообразования к рынкам физического золота. Далее представлено краткое гипотетическое рассуждение на эту тему.

Переход доминирования в определении цены на золото от бумажных рынков к физическим возможен, по нашему мнению, только через разделение цен физического и бумажного золота. Такое разделение возможно в случае изменения торгового поведения на бумажных рынках и/или при острой несимметричности баланса спроса и предложения на рынке физического золота.

Под изменением торгового поведения на бумажных рынках золота имеется в виду повышение частоты конвертирования бумажных платежных требований на золото в физические резервы. Опосредованный вариант заключается в продаже бумажного золота и последующей покупке физического золота у дилеров. Такой переход к физическому золоту, вероятно, поднимет спрос на него настолько, что он превысит доступное предложение. В то же время международная цена золота упадет из-за давления продаж на бумажных рынках, что приведет к разделению цены бумажного и физического золота.

Триггером, способным вызвать смещение интереса с бумажного золота на физическое, может стать осознание критической массой владельцев бумажного золота того, что резервы физического металла ограничены, тогда как бумажные платежные требования на золото в лучшем случае лишь частично обеспечены. С этой точки зрения актуальным становится вопрос о существовании «пузыря» на рынке золота. Далее представлено авторское суждение, основанное на ряде экспертных оценок, касаемо существования проблем недостаточности физического золота на рынке.

Проблемы ограниченности физического золота: влияние деятельности ЦБ на общее состояние рынка

Современные рынки физического золота в последние годы стали свидетелями устойчивого перемещения актива на Восток, связанного с повышенным спросом на драгоценный металл, исходящим из азиатских стран. По мере того как все больше золота отправляется в Китай и Индию, откуда оно как правило не возвращается, в наземных хранилищах остается все меньше золота для покрытия дефицита предложения [7].

Наиболее интересным представляется ситуация с лондонскими хранилищами, поскольку Лондон является центром рынка золотого кредитования. Именно там ЦБ и коммерческие слитковые банки проводят сверхсекретные транзакции, увеличивающие доступные резервы золота. Слитковые банки называют это предоставлением ликвидности, но на практике эти транзакции способствуют избытку предложения на рынке золота. Подробности о транзакциях рынка золотого кредитования не разглашаются, в противном случае, они бы непосредственно влияли на цену.

В балансовых отчетах ЦБ золотые кредиты и свопы не отделяются от золотых резервов, они приводятся в единой статье: «Золото и дебиторская задолженность по золоту». Таким образом, реальное состояние золотых резервов Центральными банками, участвующих в золотом кредитовании или золотых свопах, неизвестно [8].

Для внесения ясности в сущность процесса золотого кредитования центральных банков через слитковые банки на рисунке 1 приводится схема осуществления данных сделок.

Центральные банки предоставляют слитковым банкам золото в обмен на платежное требование с низкой процентной ставкой. Слитковые банки продают это золото на рынке, после чего рефинансируют краткосрочные золотые депозиты в центральном банке.

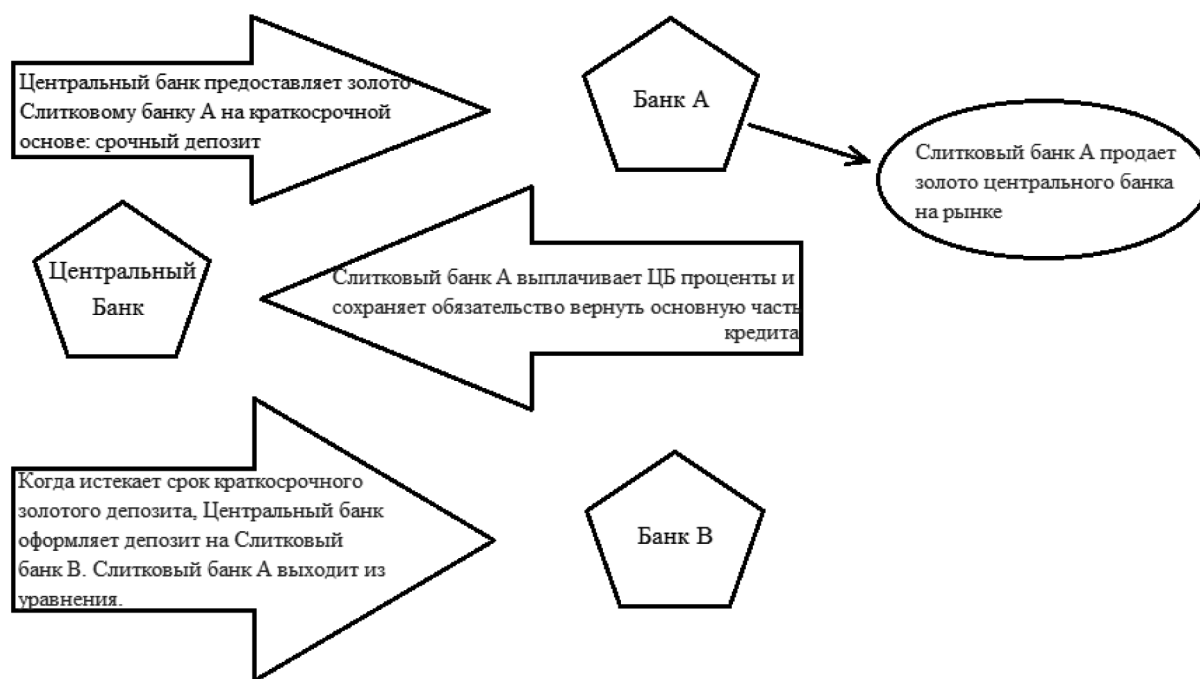


Рисунок 1 – Схема золотого кредитования

Такое переоформление краткосрочных депозитов в ЦБ может продолжаться многократно: золото уходит, а у ЦБ остается платежное требование к слитковому банку, владеющему золотым депозитом. То есть, когда ЦБ ссужает золото, он теряет право собственности на него в обмен на платежное требование на золото. В таком случае Центральный банк является необеспеченным кредитором слиткового банка.

Вышесказанное является косвенным подтверждением того, что бумажный рынок золота – это потенциальный «пузырь», где большое количество платежных требований обеспечено несоизмеримо меньшими резервами физического золота. При наихудшем развитии событий только владение реальным драгоценным металлом способно защитить от коллапса финансовой системы и разрушения золотой банковской системы с частичным обеспечением.

Для дальнейшего анализа ситуации на бумажном и физическом рынках золота предлагается рассмотреть особенности предложения драгоценного металла.

Теоретические противоречия в формировании предложения на рынке золота и его влияние на цену

Золото как сырьевой товар или финансовый актив уникально тем, что его не потребляют. Этот факт порождает две противоположные по смыслу идеи.

Первая заключается в том, что «предложение» золота, традиционно определяемое как объем мировой добычи, практически не имеет значения при определении его цены. Цена золота формируется в результате изменения соотношения запасов к потоку на рынке. Под запасом понимается весь объем когда-либо добытого металла, под потоком – количество физического золота, доступного для покупки в конкретный момент.

Соответственно, для значительного роста цены золота не обязателен большой приток желающих обменять свои валютные активы на металл. Достаточно лишь существующим владельцам изъять свой запас из продажи. В результате, когда физическое золото уйдет с рынка, спрос со стороны людей, предлагающих валюту, увеличится в соответствии с возрастающей ценой. Причиной, по которой держатели физического металла предпочтут изъять его из оборота, служит стремление защитить реальную покупательную способность от падения курса необеспеченной валюты.

У вышеизложенной идеи есть еще одна сторона: чем больше поток, тем больше продается золота, и тем ниже его цена. Учитывая разрыв между оборотом на рынке бумажного золота и физического, возникает проблема искажения потока, то есть его искусственного увеличения на рынке физического

металла за счет операций с бумажным золотом. Следовательно, если именно поток определяет цену, то она, очевидно, является сильно заниженной.

В защиту данной теории традиционно приводится два аргумента:

1 Недавно добытое золото составляет лишь небольшую долю от существующих запасов и, следовательно, его предложение настолько мало, что не влияет на цену.

2 Торги на Лондонском рынке показывают, что объемы, эквивалентные общей годовой добыче золота, обращаются там менее чем за неделю, таким образом, это настолько небольшая часть от общих объемов торгов золотом, что она не имеет влияния на цену [9].

Противоположная теория гласит, что цена золота напрямую зависит от поставок добытого металла. Данная позиция основывается на критике вышеизложенных аргументов. Дело в том, что подавляющее большинство надземных запасов золота не выставляется на продажу. Объемы недавно добытого золота занимают около двух третей от объемов ежегодного предложения золота. Это считается главным недостатком первой теории.

Теоретически, с ростом цены произойдет рост предложения, но при отсутствии значительных ценовых шоков предложение золота из существующих запасов составит относительно небольшой процент от общего предложения, следовательно, объемы добытого золота оказывают решающее значение на определение цены.

Что касается второго аргумента в защиту предыдущей теории, то он предполагается несостоятельным, так как сравнение рынков бумажного золота и физического не имеет смысла. Лондонский спотовый рынок золота и COMEX являются площадками, на которых поставки реального золота очень малы по сравнению с объемом осуществляемых сделок. Соответственно объемы торгов на этих рынках не имеют отношения к физическому спросу на золото [10].

Заключение

Таким образом, по нашему мнению, обе теории имеют как преимущества, так и недостатки. Вышеизложенное утверждение, касающееся разрыва между физическим рынком золота и бумажным, действительно говорит о том, что сравнение спроса на этих рынках не имеет смысла, поскольку они удовлетворяют разные потребности участников. Однако, как указывалось выше в данной работе, рынки физического металла не играют роли в ценообразовании и служат приемниками ценовой информации. В то же время тот факт, что большая часть предложения золота формируется за счет добычи, ставит под сомнение первую теорию.

Следует подчеркнуть, что весьма важно продолжать исследования особенностей глобального рынка золота в современных условиях с учетом тенденций золотовалютных резервов России. Также представляется интересным провести статистический анализ вышеизложенных процессов.

Список литературы

1. Кафтулина Ю.А., Русакова Ю.И. Россия на международном рынке золота // Вестник ПГУ. – 2015. – № 3 [Электронный ресурс]. URL: http://vestnik.pnzgu.ru/files/vestnik.pnzgu.ru/vestnik_pgu_3_11_2015.pdf
2. Никулин А.А. Будущее рынка золота. – М.: РИСИ, 2015 [Электронный ресурс]. URL: <https://riss.ru/analytics/21517/>
3. LBMA GOLD PRICE. [Электронный ресурс]. URL: <https://web.archive.org/web/20170309065447/https://www.theice.com/iba/lbma-gold-price>
4. LBMA GOLD PRICE // MINIMUM NUMBER OF AUCTION PARTICIPANTS // ICE [Электронный ресурс]. URL: https://web.archive.org/web/20170309071553/https://www.theice.com/publicdocs/Gold_minimum_auction_participation.pdf
5. ICE. LBMA GOLD PRICE // AUCTION PROCESS [Электронный ресурс]. URL: <https://web.archive.org/web/20170309065447/https://www.theice.com/iba/lbma-gold-price>
6. Hauptfleisch M., Tālis J. Putniņš, Brian L. Who sets the price of gold? London or New York // Journal of Futures Markets. – 2015. – 22 February – P. 2.
7. Индия и Китай скупили все физическое золото на LME // Gold.ru [Электронный ресурс]. URL: <http://gold.ru/news/indija-i-kitaj-skupili-vsjo-fizicheskoe-zoloto-na-lme.html>

8. *Kotasonov V.* IMF Information Leaks: Central Banks Gold Manipulations // Strategic Culture. – 2013 [Электронный ресурс]. URL: <https://www.strategic-culture.org/news/2013/02/07/imf-information-leaks-central-banks-gold-manipulations.html>
9. *Lewis N.* The Supply and Demand for Gold // New World Economics. – 2011. – 3 November [Электронный ресурс]. URL: <http://www.24hgold.com/english/news-gold-silver-the-supply-and-demand-for-gold.aspx?article=3690369640G10020&redirect=false&contributor=Nathan+Lewis>
10. *Andy N.* О вопросах торговли золотом и влиянии вновь добытого золота на его цену // Livejournal. – 2013 [Электронный ресурс]. URL: <http://ru-economics.livejournal.com/977657.html>

ON SOME CONTRADICTIONS OF THE GLOBAL GOLD MARKET: THEORETICAL ASPECT

Bunevich K.G.,

*cand. econ. in Economics, Associate Professor, Head of the Department of Finance and Credit,
Moscow University S. Yu. Witte,
e-mail: kbunevich@muiv.ru,*

Minyaeva M.V.,

*graduate student of the Faculty of Economics and Finance, Department of Finance and Credit,
Moskovsky University S. Yu. Witte,
e-mail: kbunevich@muiv.ru*

The process of globalization of the economy had a much greater impact on the functioning of the world gold market than it was supposed to. Under the influence of this process, before the gold markets, today it became necessary to achieve maximum transparency and create opportunities for the entry of as many participants as possible. These goals today are also key problems in the global gold market, which are just beginning to be resolved.

Keywords: gold market, pricing, paper gold, globalization, transformation of the gold market, world finance