

Михальський В.В.,

кандидат економічних наук,
доцент кафедри міжнародної економіки
Національного авіаційного університету

ПРО ФІНАНСОВІ ТА ТОВАРНІ АСПЕКТИ РИНКУ ЗОЛОТА ЯК ОДИН ІЗ ЧИННИКІВ ЗРОСТАННЯ ЕКОНОМІКИ

Розглянуто світовий ринок золота. Досліджено причини коливання ціни золота. Визначено, що дорогоцінному металу притаманна подвійна природа: фінансового активу та товару. Також введено поняття “трансмсія”. За його допомогою визначено чинники та рівні впливу золота на економічне зростання.

The author considers the world's gold market and investigates gold price fluctuations. He points out that precious metal has dual nature: financial asset and commodity, also introduces the notion “transmission” and with its help determines factors and levels of the influence of gold on economic growth.

Для досягнення цілей, пов'язаних з економічним зростанням, існує необхідність диверсифікації вибору стратегічних напрямів розвитку господарства країни. Одним із них може бути реорганізація золотодобувної галузі України та формування повноцінного ринку дорогоцінних металів. Це можна пояснити насамперед тим, що застосування дорогоцінних металів, і зокрема золота, відомо зі стародавніх часів. Та лише сьогодні у світі його використання перетворилося на величезну індустрію. Крім того, на світових ринках золото, що є базовим активом для більшості похідних цінних паперів, значно перевищує обіг наявного металу. Разом з тим це також пов'язано зі змінами, що торкнулися самого ринку золота. Останніми роками ХХ й на початку ХХІ століття більшість характеристик і мотивації учасників світового ринку золота настільки змінилися, що можна говорити про новий етап його розвитку (ідеться про оптовий обіг дорогоцінного металу у фізичній, зливковій формах).

У світі існує багато наукових публікацій та досліджень, пов'язаних із розробкою стратегії застосування золота для розвитку країни та використання дорогоцінного металу як складової інвестиційного портфеля. Публікації російських економістів, зокрема М. Єршова та В. Орлова, а також дослідження американських учених Дж. Чова, Річарда Скотта-Рама й інших визначають, що використання дорогоцінних металів, і зокрема золота як фінансового активу, дає значні вигоди країні у фінансовому та економічному планах. Наочним прикладом також можуть бути здобутки економіки та фінансової системи Великої Британії, яка, не маючи родовищ на своїй території, встановлює світовий золотий фіксинг (Looco London), а такі компанії, як AngloGold, Rio Tinto та інші, роблять значні внески в економіку своєї країни.

© Михальський В.В., 2007

Україна не приділяє достатньої уваги використанню золота, майже відсутні дослідження впливу розвитку галузі як одного із чинників зростання економіки, хоча ідея становлення ринку дорогоцінних металів належала Вадиму Гетьману ще на початку 90-х років. На той час ринок був уже інституційно оформлений: створена УМВБ, почали встановлювати Київський фіксинг, а суб'єктами торгівлі стали комерційні банки. Верховна Рада України прийняла законодавчі акти, за якими мав функціонувати ринок. Почали торгувати дорогоцінними металами, а також видобувати золото. Крім того, при Мужіївському родовищі було побудовано афінажну фабрику.

Як відомо, основним інституційним власником золота в Україні є держава, яка розпоряджається природними родовищами та техногенними запасами золота. Разом із НБУ вона формує запас золота у складі золотовалютного резерву країни. Однак на Україні не приділяється достатньої уваги розбудові золотодобувної галузі й не проводяться дослідження подвійної природи золота та впливу торгівлі, а також видобутку металу для сталого розвитку економіки. Нині офіційний власник золота володіє сучасним родовищем у Карпатах. Та через брак державного фінансування ще не досягнуто потрібного рівня видобутку золота, банківські установи (порівняно із фінансово-кредитними установами на Заході) не у повному обсязі можуть проводити операції на внутрішньому та зовнішньому фінансовому ринках, а приватні інвестори не мають права займатися розвідкою нових родовищ та фінансувати вже виявлені запаси золота. Найбільш розширену торгівлю дорогоцінними металами на зовнішньому ринку проводить НБУ. На внутрішньому ринку банк "Надра" випускає золоті сертифікати під 5 % річних. В основі його контракту лежать 100-грамові зливки золота. Тому необхідність розв'язання проблеми фінансування золотодобувної галузі, вирішення фінансових питань удосконалення торгівлі і з'ясування впливу цих процесів на сталий розвиток економіки країни можуть надати широкий простір для досліджень.

Причини, з яких інвестують кошти у золото, за сотні років не змінилися. До них відносять: довгострокову цінність золота; актив, що не втратить свою цінність; високу ліквідність металу; диверсифікованість активу. Це стало мотивацією того, що суспільство протягом тривалого часу використовувало золото як гроші, а сам метал виконував їхні функції. Та, починаючи з 1971 року, уряди розвинених країн прийняли низку міждержавних домовленостей, якими анульовано фіксований валютний курс. Ямайська угода 1976 року остаточно скасувала у міждержавних розрахунках розмін національних валют за фіксованим курсом, що дало можливість демонетизувати золото. Уряди почали надавати перевагу офіційним запасам цього металу як рудименту минулого, а ринок золота розглядають як світовий приватний ринок з добре організованими інфраструктурою, продуктами, правилами, процедурами та традиціями. При цьому центральні банки на ньому стали лише клієнтами. Однак 1978 року правління МВФ (коли було накопичено 33 000 т) дійшло висновку, що золото має подвійний характер: фінансового активу та товару.

Аналіз світового ринку золота виявив форми, за якими у світі відбуваються інвестиції. Вони можуть бути такими: у брускях чи зливках; у монетах, що викарбовуються Канадою, Південною Африкою, Мексикою та Сполученими Штатами Америки; у ф'ючерсних контрактах; сертифікатах; складських квитанціях; опціонах на монети; опціонах на ф'ючерси, що забезпечені золотом; у опціонах на золото у зливках. Увесь перелік форм потребує розвитку відповідних умов та принципів щодо нормального його функціонування, без яких ринок не може бути повноцінною структурою. До них можна віднести такі.

1. Найбільшою проблемою є попит та пропозиція на метал. Попит на золото переважно залежить від його застосування в інвестиційних цілях, особливо в ювелірній промисловості. Пропозиція визначається обсягами й собівартістю видобутку, потребою офіційного сектору у золотовалютних резервах, а також розвитком приватного сектору. Крім того, необхідно брати до уваги соціокультурні пріоритети Заходу та Сходу. Усе це загалом, разом із впливом вартості долара США формує ціну золота на ринку-спот.

2. Рівень розвитку самого ринку золота з наявністю суб'єктів торгівлі, видобутку та його фінансування, а саме інститутів, які функціонують на ринку.

3. Наявність тісного взаємозв'язку ринку дорогоцінних металів з секторами фінансового ринку та інвестиційна привабливість золота на сучасному етапі розвитку економіки.

Чинником, що інтегрує ці умови, є ступінь розвиненості механізму функціонування фінансового ринку в умовах обмеженості ресурсів, а також сучасні глобальні тенденції та процеси, що вирують у надрах світового господарства.

Пропозиція золота формується за допомогою знову видобутого золота, переробки брухту та вторинної переробки міді чи відходів від видобутку руди, яка через недосконалу технологію афінажу містить у собі залишки дорогоцінного металу (табл. 1).

Таблиця 1. Пропозиція золота за оцінками на 2005 рік (т)

Пропозиція	2004	2005	Співвідношення з попереднім роком, %
Видобуток	2 463	2 494	1,2 %
Продаж офіційного сектору	471	663	40,6 %
Передбачуване скорочення інвестицій	77	—	n/a
Лом	834	840	0,8 %
Пропозиція всього	3 846	3 997	3,9 %

Джерело: World Gold Council

Золото видобували з незапам'ятних часів, та рівень видобутку значно зріс із середини 1800-х років. На початку XX століття рівень видобутку золота становив 450 т на рік. До кінця століття він зріс до 2500 т на рік. Рівень виробництва золота й рівень видобутого золота взагалі не можна порівняти із жодним іншим ви-

дом товару. Більша частина видобутого золота не витрачалася відразу ж і не змогла повернутися на ринок через якийсь час. Водночас на ринку продається переважно тільки-но видобуте золото.

Окрім знову добутого золота, на світових ринках також пропонують брухт. Його правильніше називати негативним попитом. Здебільшого до брухту відносять ювелірні вироби, які переробляють на нові ювелірні вироби. За умови зростання вартості зростає й пропозиція брухту. У часи азізької кризи 1997—1998 років значно зріс потік брухту із країн, яких торкнулася криза. Це сталося частково через кризу взагалі, а частково — через зростання ціни на золото та падіння курсу національних валют. Прикладом може бути кампанія збору золота у Південній Кореї, де жителів усіляко заохочували обмінювати золото на національні облигації¹.

Друга властивість золота пов'язана з тим, що значна його частка, яку видобувають, іде на ювелірні вироби, тезавраційні монети та зливки, що використовують як подарунки приватним особам. Саме попит на ці інвестиції визначає золото як товар (70 %—80 %). Чинники, що визначають цей попит, пов'язані з економічною кон'юнктурою. Так, у розвинених країнах з 1994-го до 1999 року попит на золоту продукцію зріс з 890 т до 967 т. У відсотковому відношенні (за базу взято 1994 рік) — на 92 %. 2003 року золота на ювелірні прикраси тощо використали 683 т. Це на 207 т менше базового року. 2004 року на ювелірні вироби та цільове інвестування витратили 3085,7 т, а 2005-го — 3306,6 т (див. табл. 2).

Таблиця 2. Порівняльна оцінка попиту на золото

Споживання золота	Роки			Співвідношення з попереднім роком, %	
	2003	2004	2005	2004	2005
Ювелірні вироби	2 533	2 618	2 739	3,4	4,6
Інші види виробництва	385	553	573	43,6	3,6
Всього: фабрикаційний попит	3 049	3 171	3 312	4	4,5
Тезавраційні зливки	131	248	263	89	6,2
Всього: хеджування виробника	310	427	195	37,7	—54,2
Передбачуване скорочення інвестицій	783	—	226	п/а	п/а
Попит всього	4 156	3 846	3 997	—7,5	3,9

Джерело: Зведено автором за даними GFMS за 2004—2006 роки.

Золото у світі знаходиться в офіційному та приватному секторах, і більша його частина припадає на офіційний сектор — 1060,16 млн тр. унцій (станом на кінець 2004 року). При цьому частка розвинених країн — 900,55 (84,94 %), а країн, що розвиваються, — 159,61 млн тр. унцій (15,06 %). Інформація про запаси золота щороку публікується міжнародними організаціями та Центральними банками

¹ <http://www.gold.org>.

різних країн світу. Як видно з публікацій, значна частка офіційних запасів припадає на розвинені країни. У цій підгрупі перше місце посідає США — 261,55 млн тр. унцій, а друге — Німеччина — 110,38 млн тр. унцій. Країни, що розвиваються, мають незначну частку запасів у загальній кількості золота у світі (див. табл. 3). Треба визначити, що в Азії значними запасами володіє Китай (19,29 млн тр. унцій), а в Європі — Росія (12,44 млн тр. унцій).

Таблиця 3. Загальна кількість золота в офіційному секторі станом на кінець 2004 року

№ з/п	Країна	Кількість, млн тр. унцій	Відсоток від загальної кількості	Відсоток від загальної кількості у світі
I.	Розвинені країни	900.55		84.94
1.	США	261.55	29.04	24.67
2.	Австралія	2.56	0.28	0.24
3.	Японія	24.6	2.73	2.32
4.	Німеччина	110.38	12.56	10.41
5.	Італія	78.83	8.75	7.44
6.	Велика Британія	10.04	1.11	0.95
7.	Іспанія	16.83	1.87	1.59
8.	Нідерланди	25.00	2.78	2.36
9.	Португалія	14.86	1.65	1.40
10.	Швейцарія	43.54	4.83	4.11
11.	Інші країни	312.41	34.69	29.43
12.	Євросоюз	390.00	43.31	36.77
II.	Країни, що розвиваються	159.61		15.06
1.	Африка	13.23	8.29	1.25
2.	Азія	63.83	39.91	6.02
2.1.	Китай	19.29	30.22	1.82
2.2.	Інші країни	44.54	69.78	4.20
3.	Європа	29.69	18.60	2.80
3.1.	Росія	12.44	41.9	1.17
3.2.	Україна	0.51	1.72	0.05
3.3.	Інші країни	16.74	56.38	1.57
4.	Середній Схід	34.46	21.59	3.25
5.	Західна півкуля	18.34	11.49	1.73
	Разом:	1060.16		100

Джерело: Зведено автором за даними International Financial Statistics. Vol. LVII, No 5, May 2005. Washington D.C. Page 35.

У приватному секторі золото зберігається у вигляді тезавраційних монет, зливків, ювелірних прикрас, депозитів або золотих сертифікатів. Достовірної інформації про обсяг запасу золота у цьому секторі не опубліковано жодною міжнародною організацією. На рівень придбання металу у цьому секторі впливають коливання попиту та пропозиції, тобто ціна-спот. Так, 1999 року було зафіксо-

вано найнижчу ціну золота (пропозиція була вищою за попит на метал), що привело до підписання Вашингтонської угоди, яка регламентувала цінову поведінку на ринку металу провідними країнами світу й впроваджувала застосування деривативів у галузь. Ціни на золото почали значно зростати 2001 року, після атаки на хмарочоси у США, коли сталося падіння всіх фінансових активів. З того часу попит на золото неухильно зростає. Так, на середину квітня 2006 року ціна-спот на золото становила 602,25/602,75 дол. за тр. унцію, а через місяць вона вже перевищила 700 дол. за тр. унцію².

Як сировина метал має собівартість та витрати виробництва. Собівартість видобутку залежить від концентрації металу у руді (г/т), місцезнаходження родовища, способу видобутку (відкритим або шахтним) та технології афінажу (кислотна чи лужна). Найбільш низькі собівартість та витрати виробництва — на родовищі Янакоча у Перу³. Їх порівнюють з ціною-спот, яка склалася на ринку. Коли витрати більші за ринкову ціну, видобувати золото недоцільно і видобуток переходить у стадію підтримування родовища (чи шахти) у робочому стані чи закривається. Коли ціна-спот золота вища за собівартість, видобуток металу зростає.

Привабливість інвестування у золото пояснюється, по-перше, тим, що його ціна залежить на 50 % від пропозиції і на 50 % від макроекономічних чинників (25 % — від долара США, 10 % — інфляції, 10 % — монетарної політики та на 5 % — від процентної ставки). По-друге, ціна дорогоцінного металу й ціни фінансових активів співвідносяться в оберненій залежності⁴. Виходячи з двох особливостей формування ціни золота, хронологія їхнього коливання не завжди складалася на користь металу. Так, після довготривалого падіння максимальна ціна золота була зафіксована 1987 року. Вона визначалася рівнем у 503 дол. за тр. унцію. 1999 року ціна впала до мінімуму — 253 дол. за тр. унцію. 2002 року ціна сягнула 400 дол. за тр. унцію (рис. 1). У квітні 2004 року вона була вже вищою за 310 дол. за тр. унцію, а у подальшому — лише зростала. До кінця першої половини 2006 року ціна була вищою за 600 дол. за тр. унцію.

Фінансовий характер подвійної природи золота (параметр “функція”) дає можливість виділити три основні напрями застосування золота, як одного із чинників економічного зростання, через його унікальні ринкові можливості. По-перше, через аналіз впливу грошово-кредитної політики на чинники економічного зростання. По-друге, за допомогою аналізу відповідних механізмів трансмісії грошово-кредитної політики, що забезпечує зворотний зв’язок між фінансовим ринком і реальним сектором економіки. По-третє, через розгляд складу та функції фінансових інструментів, які забезпечені золотом.

² <http://www.gfms.co.uk>

³ Михальський В.В. Роль фінансового ринку в економічному розвитку реального сектору вітчизняної економіки. К.: Ника-центр, Эльга, 2005. — 293 с.

⁴ Михальський В.В. Золото: фінансовий актив та інструмент управління прибутковістю інвестиційного портфеля // Фінанси України. — 2004. — № 2. — С. 132 —138.



Джерело www.thefinance.com.

Рис. 1. Зростання ціни-спот на золото з 2004 року

Свого часу ще Дж. Кейнс зробив припущення щодо системи змінних, за допомогою яких позиція грошей впливає на економічну активність. Цей ефект дістав назву трансмісії. Було визначено, що вона має дві риси. Перша містить думку, що центральний банк може регулювати пропозицію фінансових активів, які не забезпечені грошима (зовнішні грошові кошти). Коли влада проводить такі операції з активами на відкритому ринку, вона впливає на ліквідність банківської системи та процентні ставки. Цими діями вона може контролювати ціни широкого спектра внутрішніх і зовнішніх фінансових активів.

Друга риса теорії трансмісії визнає наявність номінальних перепон у національній економіці, що перешкоджають негайному коригуванню цін (нееластичність цін на товари, негнучка заробітна плата, недосконалість фінансового сектору, що стримує вихід домогосподарств на фінансові ринки, тощо).

Визначають три механізми, що стимулюють впровадження теорії трансмісії із залученням золота для сталого розвитку економіки. По-перше, це процентний чи грошовий підхід (*topeu view*). Залучити золото у цей канал можна через використання системи цифрових грошей, що номіновані та забезпечені золотом у електронній формі. По-друге, кредитний підхід (*lending view*). Він пов'язаний з емітуванням цінних паперів (подвійних складських свідоцтв) на обсяги золота у сховищах. По-третє, біржовий механізм (*supply view*), який забезпечить механізм його функціонування в економіці. Тут на чинники виробництва може впливати чотирирівнева система фінансових інструментів із застосуванням широкого кола деривативів⁵.

Як доводить світовий досвід, вплив золота як чинника зростання економіки має багатогранну природу. Насамперед це вплив культурних цінностей різних

⁵ Бауэр В.П. Золото как фактор экономического роста: методологический аспект // Финансы и кредит. — 2004. — № 27 (165). — С. 48–58.

частин світу, що визначають фабрикаційний попит на золото загалом, обсяг виробів і вартість виготовлення ювелірних прикрас зокрема, а також рівень економічного розвитку тієї чи іншої країни. Як наслідок зростає ступінь довіри до національної грошової одиниці, платоспроможність та забезпеченість населення, що має можливість робити заощадження. Рівень розвиненості механізму ринку дорогоцінних металів та його зв'язок із фондовим і валютним секторами фінансового ринку. Тоді і лише тоді, відповідно до своїх властивостей, золото може стимулювати економічний розвиток країни через механізм трансмісії.

Золото не можна відносити до боргових активів, хоча й на ринку дорогоцінних металів його видають у кредит і використовують для накопичення на депозитному рахунку. Це пояснюється тим, що воно історично значний час виконувало роль грошових засобів. До 1971 року метал був основою систем фіксованого валютного курсу. Він виконував функції загального еквівалента та функцію збереження й накопичування зокрема. В Азії ця функція і дотепер є мірилом багатства. А у західних країнах накопичені значні запаси золотовалютних резервів і в офіційному секторі, і у приватних осіб.

З переходом до плаваючого керованого валютного курсу золото втратило свої позиції грошового еквівалента, його було віднесено до товару з особливими властивостями. Та подальше вивчення природи золота, значні його запаси в офіційному секторі, застосування деривативів та кредиту довели, що значна частка його властивостей обслуговує фінансовий сектор. Таким чином, золото має подвійну природу і може бути водночас і товаром, і фінансовим активом (параметр “власність—функція”). Сутність такої подвійності міститься у тому, що товарне золото може забезпечити функції фінансового інструмента. Особливо його фінансовий характер може виявлятися у моменти політичних потрясінь у світі як інвестиційний актив. Коли у портфелі міститься до 8 % золота, його вартість може приносити прибуток у кризових фінансових і нефінансових ситуаціях. Це визначається властивістю золота зростати у ціні з падінням ціни фондових цінностей.

Отже, на світових фінансових ринках існує тенденція зниження вартості фондових цінностей, коли постійно зростає ціна на золото. Це також віддзеркалює й рух економічного циклу всієї золотодобувної галузі, що здійснюється у напрямі, протилежному розвитку глобальної економіки. Водночас відповідно до своїх властивостей золото може стимулювати економічний розвиток країни через механізм трансмісії. На сучасному етапі розвитку фінансового ринку визначено три напрями його дії: процентний, кредитний та біржовий. Причому останній складається з чотирьох рівнів і повинен бути пов'язаний із застосуванням широкого кола деривативів.