

Г. П. Бортніков

кандидат економічних наук, провідний науковий співробітник відділу координації бюджетно-податкової та грошово-кредитної політики НДФІ ДННУ "Академія фінансового управління", Київ, Україна, gbgood@ukr.net

МОНЕТАРНЕ ЗОЛОТО ЯК СКЛАДОВА МІЖНАРОДНИХ РЕЗЕРВІВ

Анотація. Зазначено, що золото має зберігати свою роль важливої складової міжнародних резервів країни. Оптимальний обсяг золотих резервів Національного банку України має бути стабілізований із подальшим курсом на нарощування запасів монетарного золота. Підкреслено, що сьогодні провідні країни світу вживають заходів для примноження або принаймні стабілізації таких резервів. Центральні банки використовують цей дорогоцінний метал для підтримання ліквідності, захисту від знецінення інших міжнародних резервів, проведення операцій із кредитування та розміщення на депозитах у прийнятних банках, а також із метою підвищення довіри населення до них як органів монетарної політики. Зауважено, що ціноутворення для золота характеризується монополізацією на міжнародному рівні і складною сукупністю різноспрямованих факторів, котрі впливають на його попит і пропозицію. Наголошено на необхідності запровадження стандартів розкриття інформації про золотий запас із міркувань національної фінансової безпеки.

Ключові слова: золото, золотий запас, монетарна політика, міжнародні резерви, центральний банк, міжнародні фінанси.

Рис. 2. Табл. 5. Літ. 11.

Gennadiy Bortnikov

Ph. D. (Economics), SESE "The Academy of Financial Management", Kyiv, Ukraine, gbgood@ukr.net

MONETARY GOLD AS A COMPONENT OF INTERNATIONAL RESERVES

Abstract. It is noted that gold shall retain its essential role as a component of the international reserves of any country. The global financial crisis has given rise to prices, and even after the end of this crisis, the growth continues. We observe that the period of lowering prices is followed by growth with recovery of decline. This means that the central bank can receive a steady return on investment in gold in the long run outlook. The analysis of the dynamics of international reserves and gold reserves by countries globally allows to find that in 2014–2017 average share of gold stock in reserves increased from 9 % to 10 %, but in many developed countries, central banks hold more than 50 % of gold in reserves, including developed countries (the USA, Germany, Italy, France, the Netherlands, Portugal, and Greece). One of the main reasons for the growth of gold reserves is the sovereign debt crisis, which prompts banks to curtail government bond investments. The author recommends that the optimal size of the gold reserves be identified individually and stabilized with subsequent increase in the volume of monetary gold. The global trend is to build up or at least stabilize gold reserves. The central bank uses gold to maintain liquidity, protect against the depreciation or impairment of other international reserves, carry out gold lending operations, and place gold on deposits in eligible central banks, as well as increase public confidence in itself as a monetary policy authority. The pricing mechanism for gold is characterized by monopolization at the

© Бортніков Г. П., 2017

international level (international transactions of central banks with gold), and there is a complex combination of diverse factors that affect the supply and demand of gold. It is necessary to introduce standards for the disclosure of gold reserves for reasons of national financial security and adopt the legal provision in Ukraine on the requirement to approve the sale of gold reserves by the central bank with the Government of the country.

Keywords: gold, gold reserves, monetary policy, international reserves, central bank, international finance.

JEL classification: E42, E58, G21.

Г. П. Бортников

кандидат економічних наук, ведучий научний співробітник відділу координації бюджетно-налогової і денежно-кредитної політики НІФІ ГУНУ "Академія фінансового управління", Київ, Україна

МОНЕТАРНОЕ ЗОЛОТО КАК СОСТАВЛЯЮЩАЯ МЕЖДУНАРОДНЫХ РЕЗЕРВОВ

Аннотация. Отмечено, что золото должно сохранять свою роль важной составляющей международных резервов страны. Оптимальный объем золотых резервов Национального банка Украины должен быть стабилизирован с последующим курсом на наращивание запасов монетарного золота. Подчеркнуто, что ведущие страны мира принимают меры для наращивания или по крайней мере стабилизации таких резервов. Центральные банки используют этот драгоценный металл для поддержания ликвидности, защиты от обесценивания других международных резервов, проведения операций по кредитованию и размещения на депозитах в приемлемых банках, а также с целью повышения доверия населения к ним как органам монетарной политики. Замечено, что ценообразование для золота характеризуется монополизацией на международном уровне и сложной совокупностью разнонаправленных факторов, влияющих на его спрос и предложение. Подчеркнута необходимость введения стандартов раскрытия информации о золотом запасе из соображений национальной финансовой безопасности.

Ключевые слова: золото, золотой запас, монетарная политика, международные резервы, центральный банк, международные финансы.

Управління міжнародними резервами потребує вдосконалення в частині резерву монетарного золота, встановлення відповідальності й повноважень центральних банків щодо динаміки та зберігання золотого запасу, підвищення ефективності операцій із цим дорогоцінним металом з урахуванням підтримки ліквідності, доходності й прийняття допустимого ризику з огляду на специфіку механізму ціноутворення світових цін на золото. Зазначене безпосередньо стосується забезпечення національної фінансової безпеки.

Вітчизняні дослідники, такі як О. І. Береславська [1] та А. О. Єпіфанов [2], котрі зосереджені на загальній структурі золотовалютних резервів, залишають монетарне золото поза увагою. Серед зарубіжних учених порушена тема становить науковий інтерес тільки для обмеженого кола авторів. У цьому контексті варто відзначити дослідження британських дослідників, котрі вважають, що золото відіграє в міжнародній монетарній системі роль якоря для прив'язки валют, інструменту хеджування, застави та індикатора політики [3], а також експертів Світової ради із золота [4; 5].

Метою статті є визначення політики центральних банків щодо формування резервів за рахунок монетарного золота, особливо в період після глобальної фінансової кризи.

Золото традиційно слугувало й далі слугує важливим резервом, що дає змогу центральним банкам диверсифікувати свої резервні активи. Розрізняють монетарне й немонетарне золото центробанків. Немонетарне охоплює все золото, крім монетарного. Останнє має належати органу монетарної політики та зберігатися як резервний актив. Немонетарне золото може мати некондиційну форму, тобто монет і зливків чистотою щонайменше 995 частин на 1000, золота, що зберігається на спеціальних розподілених рахунках, порошкового, неочищеного золота або у вигляді напівфабрикату, наприклад одержаного за рахунок переробки металобрухту.

В періоди нестабільності на фінансових ринках золото використовується як альтернативне інвестування, й тоді його ціна зростає. Керівники багатьох центробанків у всьому світі усвідомлюють, що міжнародна валютна система відходить від домінування долара США й у майбутньому золото відіграватиме значно більшу роль. Так, під час нещодавньої світової фінансової кризи ціна на золото сягнула історичного максимуму (понад 1900 дол. США за тройську унцію). Після того, як у 1973 р. країни – учасниці Великої сімки та МВФ відмовилися від золотого стандарту, члени Фонду не зобов'язані зберігати великі чи мінімальні золоті запаси. Частка золота в міжнародних резервах теоретично може бути знижена до нульового рівня. На сьогодні лише окремі центробанки оголошують свою політику щодо золотого запасу. Це ускладнює як її загальну оцінку, так і порівняння політик різних країн. Починаючи з 1990-х років загальні золотовалютні резерви центробанків зменшилися, проте золото залишається важливою складовою зовнішніх резервів та відіграє певну роль в управлінні ними.

Слід зазначити, що безпрецедентне підвищення ціни на золото під час світової фінансової кризи не вплинуло на діяльність центробанків, оскільки управління резервами орієнтоване на довгострокову перспективу. Золото досі розглядається як інструмент зниження ризиків і диверсифікації інвестицій, а також варіант вкладання коштів в умовах зростання інфляції й суверенного ризику. До того ж воно не пов'язане з певною країною (ризиком суверена) на відміну від інвестицій у валюті чи цінних паперів. При цьому варто мати на увазі, що:

- ціна на золото залежить від того, скільки учасників ринку готові за нього заплатити на певний момент;
- воно не приносить процентів, коли ставки близькі до нуля, що можна спостерігати починаючи з останньої світової кризи;
- зберігання золота, в т. ч. у сховищах інших центробанків, пов'язане з чималими витратами на безпеку та контроль.

Крім того, потрібно враховувати історичний фон, тобто кількість запасів дорогоцінного металу, які історично зберігаються відповідними центробан-

ками. Ті з них, що мають дуже великі його обсяги, не можуть продати багато золота за короткий проміжок часу, не порушивши рівновагу на його ринку. Зважаючи на всі перелічені фактори, кожен центробанк обирає власну стратегію управління золотовалютним резервом, універсального плану дій не існує. Будь-які обмежені великі обсяги операцій із продажу дорогоцінного металу здійснюються центробанками європейських країн поступово, щоб уникнути непотрібних порушень балансу попиту й пропозиції на його ринку. Слід зазначити, що протягом останніх років центробанки розвинутих країн утримувалися від продажу золота, водночас основні центробанки Азії, наприклад Китаю й Індії, придбали значні його обсяги. Центробанки Росії, Іраку, Туреччини та Казахстану теж збільшили свої резерви. Таким чином, за останніх 50 років придбано найбільший обсяг золота на ринку.

У табл. 1 відображено динаміку золотого запасу згідно з даними Всесвітньої ради по золоту (World Gold Council). Для того щоб проаналізувати сучасні тенденції, обрано країни євросони й колишні соціалістичні держави та охоплено період після світової фінансової кризи.

Наведена статистика дає можливість згрупувати країни за стратегією щодо золотого запасу:

1) переважно нарощування золотого запасу (найістотніше в Китаї, Болгарії, Казахстані, Киргизії, Росії, Сербії, Таджикистані, Туреччині);

Таблиця 1. Річні зміни золотого запасу вибірки країн світу
впродовж 2010–2017 рр., метричних тонн

Країни	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Білорусь	12,2	2,3	5,1	1,6	-1,9	-0,5	4,2	-2,9
Болгарія	0	0	0	0,1	0,1	0,1	0,1	0
Китай	0	0	0	0	0	708,2	80,2	0
Чехія	-0,2	-0,2	-0,9	-0,7	-0,3	-0,5	-0,3	-0,2
Євросона	-6,8	-3,6	-4,8	-4,0	4,8	4,6	-2,7	-2,2
Франція	0	0	0	0	0	0,2	0,2	0
Німеччина	-5,8	-4,7	-4,9	-4,2	-3,0	-3,2	-3,0	-2,3
Греція	-0,8	0	0,2	0,3	0,3	0,2	0,2	0,1
Угорщина	0	0	0	0	0	0	-3,1	3,1
Казахстан	-3,1	14,7	33,3	28,4	48,1	30,0	36,2	17,4
Киргизія	0	0	0,4	0,6	0,3	0,3	0,4	0,4
Росія	139,6	94,3	74,8	77,4	173,0	206,4	200,7	91,5
Сербія	0	1,2	1,0	0,9	1,3	0,6	0,6	0,2
Таджикистан	-0,6	2,9	1,6	-1,0	3,5	3,9	2,0	-1,9
Туреччина	0	79,2	164,3	160,1	9,4	-13,6	-138,5	64,2
Україна	0,5	0,5	7,4	6,8	-18,7	3,7	-1,9	0

Складено за даними World Gold Council (URL: <https://www.gold.org/>).

2) здебільшого скорочення золотого запасу (Чехія, Білорусь, Німеччина, країни єврозони);

3) стабілізація золотого запасу (Франція, Угорщина).

Україна характеризується непослідовною політикою щодо рівня золотого запасу, з переходом від його нарощування до скорочення з наступним частковим відновленням, при цьому найбільше його зменшення припадає на кризовий 2014 р.

Особливо активно центробанки країн світу купують золото в очікуванні кризи міжнародної валютної системи, адже золотий резерв є розумною диверсифікацією ризиків. У окремих випадках вони створюють хедж-фонди проти інфляції долара США. Наприклад, Китай фактично дотримується курсу на придбання дорогоцінного металу, розраховуючи на те, що в разі інфляції долара казначейські облігації США, котрі утримує Китай, девальвуватимуть, а вартість золота зростатиме.

На сьогодні золото становить значну частину міжнародних резервів багатьох країн світу (табл. 2). Поряд із центробанками МВФ і Банк міжнародних розрахунків мають солідні його запаси. Згідно зі статистикою, розміри та частка золотого запасу в резервах істотно різняться. Втім, на нашу думку, наведені дані не варто вважати на 100 % достовірними, оскільки окремі країни (центробанки) можуть завищувати або занижувати свої запаси з різних причин, а фізичний аудит запасів не є стандартною практикою.

Різні підходи центробанків стосовно запасу золота можна пояснити культурними особливостями. Наприклад, у країнах Сходу традиційними є високий попит на золото для прикрас та сприйняття його як засобу накопичення багатства. Спостерігається така закономірність: чим більша номінальна сума міжнародних резервів, тим частіше вагома частка в них належить золоту. Десятиліттями центральні банки виступали на ринку як нетто-продавці дорогоцінного металу, проте з 2010 р. вони стають чистими покупцями.

Джерелами поповнення золотого запасу для центральних банків світу є виробництво, відновлення та придбання золота. Всесвітня рада по золоту з головним офісом у Лондоні є організацією з розвитку його видобутку. Вона впливає на структурні зрушення в попиті на золото в основних секторах ринку, включаючи приватних та інституційних інвесторів, стимулює та підтримує його. До складу Ради увійшли 22 провідні світові компанії з видобутку золота в усьому світі, які мають гірничодобувні потужності в більш ніж 45 країнах.

Видобування золота найбільшою мірою впливає на його пропозицію, оскільки іншим джерелом є афінаж золота, тобто відновлення шляхом додаткового очищення, в т. ч. із лому. Тоді некондиційне золото може перетворюватися на кондиційне, або монетарне, але масштаби такого виробництва дуже незначні. На рис. 1 відображено розподіл країн за обсягами видобування золота. Як бачимо, міцні позиції на цьому ринку мають не тільки розвинуті, а й країни з перехідною економікою. Також спостерігається висо-

Таблиця 2. Перша двадцятка країн і організацій за розміром золотого запасу (станом на липень 2017 р.)

Місце	Країна/установа	Золотий запас, т	Частка в сукупних резервах, %
1	США	8 133,5	75,0
2	Німеччина	3 375,6	69,6
3	МВФ	2 814,0	–
4	Італія	2 451,8	67,4
5	Франція	2 435,9	64,9
6	Китай	1 842,6	2,4
7	Росія	1 706,8	17,1
8	Швейцарія	1 040,0	5,6
9	Японія	765,2	2,5
10	Нідерланди	612,5	66,5
11	Індія	557,8	6,0
12	ЄЦБ	504,8	27,7
13	Туреччина	441,3	17,0
14	Тайвань	423,6	3,8
15	Португалія	382,5	55,9
16	Саудівська Аравія	322,9	2,6
17	Великобританія	310,3	8,4
18	Ліван	286,8	22,3
19	Іспанія	281,6	17,6
20	Австрія	280,0	49,7
Світ загалом		33 399,2	–
Єврозона		10 783,8	55,9
Учасники Угоди CBGA 4		11 949,6	30,5

Складено за даними World Gold Council (URL: <https://www.gold.org/>).

ка концентрація видобування золота: майже 49 % цього металу видобувають перші п'ять країн.

Щоб запобігти ринковій турбулентності чи обвалу цін на золото, європейські центробанки координують свої продажі дорогоцінного металу починаючи з 1999 р. Трансакції із золотом фактично регулюються угодами центральних банків про золото (Central Bank Gold Agreements – CBGA), зміст яких полягає в тому, що банки, в принципі, вільні вибирати обсяг золотого запасу та місце його зберігання. Причиною укладання першої угоди стала загроза дестабілізації цін на ринку золота після оголошення казначейством Великобританії про намір продати 58 % золотих запасів через аукціони Банку Англії, а також Швейцарським національним банком, центробанками Австрії, Бельгії й Нідерландів, а також МВФ про плани з продажу

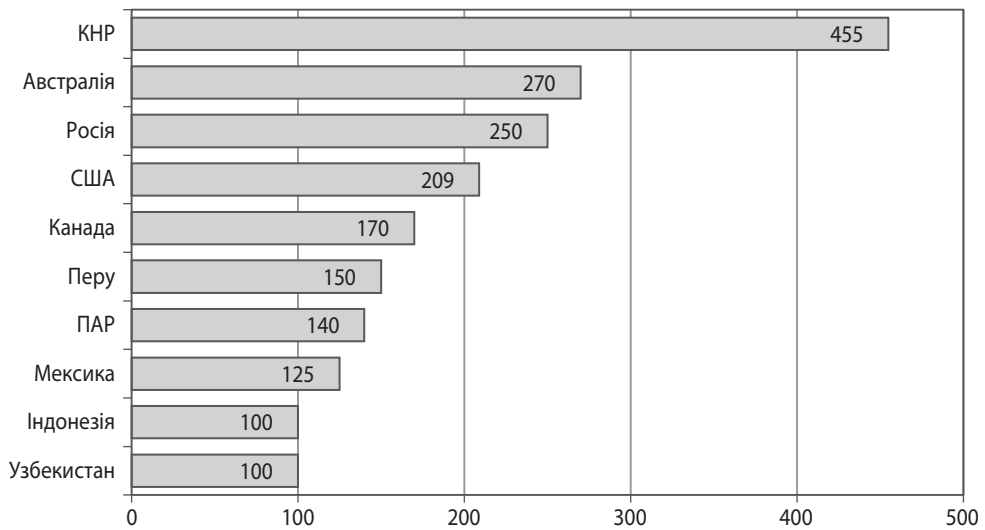


Рис. 1. Країни-лідери за видобуванням золота (станом на 2016 р.), т

Джерело: Padhy S. 10 Largest Producers of Gold by Country. 2017. Aug., 28. URL: <https://investingnews.com/daily/resource-investing/precious-metals-investing/gold-investing/top-gold-producing-countries/>.

своїх запасів. На відміну від багатьох європейських країн, котрі повідомляли про такі операції після їх проведення, рішення казначейства Великобританії оголошувалося заздалегідь, викликавши найбільше занепокоєння інвесторів. Інші центробанки скористалися перевагами збільшеного попиту на запозичене золото, зокрема для кредитування. Зростання останнього, як правило, приводило до додаткового продажу дорогоцінного металу. Крім дестабілізуючого ефекту від цих розпродажів, ринкові побоювання щодо намірів центробанку продавати золото призвели до подальшого падіння цін на нього, що спричинило чималі труднощі для країн-виробників.

Перша СВГА була підписана 26 вересня 1999 р. на щорічних зборах МВФ у Вашингтоні між ЄЦБ і центробанками 11 країн, що брали участь у створенні нової валюти – євро, а також Швеції, Швейцарії та Великобританії. Сторони домовилися, що золото має залишитися важливим елементом глобальних золотовалютних резервів, та про обмеження своїх продажів. Учасники СВГА 1999 р. сконцентрували в себе понад 43 % світових запасів золота. Крім того, ряд інших основних держателів золотих запасів, включаючи США, Японію, Австралію, МВФ і Банк міжнародних розрахунків, або неофіційно пов'язували себе із СВГА або оголосили згодом, що не продаватимуть власні запаси цього дорогоцінного металу. Угода поновлюється кожні п'ять років (табл. 3).

Для з'ясування намірів щодо своїх золотих авуарів підписанти четвертої СВГА декларують, що золото залишається важливим елементом глобальних валютних резервів; вони й надалі координуватимуть свої угоди про

Таблиця 3. Учасники міжнародних угод про золото

Країна	CBGA 1 (1999–2004)	CBGA 2 (2004–2009)	CBGA 3 (2009–2014)	CBGA 4 (2014–2019)
	Обмеження загального обсягу щорічних продажів усіма учасниками			
	400 т із вересня 1999 р., 2000 т у наступних п'ять років	500 т у 2004 р., 2500 т у наступних п'ять років	400 т щороку	конкретні обмеження не встановлено
ЄЦБ	+	+	+	+
Бельгія	+	+	+	+
Німеччина	+	+	+	+
Ірландія	+	+	+	+
Австрія	+	+	+	+
Іспанія	+	+	+	+
Франція	+	+	+	+
Італія	+	+	+	+
Португалія	+	+	+	+
Фінляндія	+	+	+	+
Нідерланди	+	+	+	+
Люксембург	+	+	+	+
Великобританія	+	<i>Банк Англії вийшов з Угоди</i>		
Швейцарія	+	+	+	+
Швеція	+	+	+	+
Греція		+	+	+
Кіпр			+	+
Словенія			+	+
Мальта			+	+
Естонія				+
Словаччина				+
Латвія				+

Складено за даними ЄЦБ (URL: <https://www.ecb.europa.eu/>).

нього, щоб уникнути ринкових потрясінь; наразі вони не планують продавати великі обсяги дорогоцінного металу.

На наш погляд, такі угоди дуже схожі на картельні, але не підпадають під антимонопольне регулювання. Тож виникає питання щодо можливості маніпулювання попитом і пропозицією з метою впливу на ціну золота в інтересах його виробників та/або центральних банків.

Україна підтримує свій золотий запас практично на стабільному рівні, проте частка цього металу в її резервах є незначною (табл. 4). Золото, що належить Національному банку, але не є резервним активом, до монетарного

Таблиця 4. Динаміка золота як складової міжнародних резервів України, млн дол. США

Резерви	2016				2017		
	січень	квітень	липень	жовтень	січень	квітень	липень
Офіційні резервні активи (ОРА), млн дол. США	13 442	13 241	14 082	15 515	15 445	17 175	17 795
Резерви в іноземній валюті, млн дол. США	12 400	12 076	10 586	11 639	11 732	12 963	13 571
Резервна позиція в МВФ	0	0	0	0	0	0	0
СПЗ	63	54	2 415	2 820	2 733	3 179	3 193
Золото, млн дол. США	979	1 111	1 081	1 056	980	1 033	1 030
частка в ОРА, %	7,3	8,4	7,7	6,8	6,3	6,0	5,8
кількість, млн трійських унцій	0,88	0,88	0,81	0,83	0,82	0,82	0,82

Джерело: Міжнародні резерви / Нац. банк України. URL: https://bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=7693066.

не включається. НБУ не оприлюднює ніякої інформації про політику управління міжнародними резервами в частині золотого запасу, про його незалежний аудит, місце й умови зберігання. У проголошеній грошово-кредитній політиці не розкрито цільові значення цього запасу та його частки в міжнародних резервах.

За результатами аналізу динаміки міжнародних резервів і золотого запасу країн світу автором встановлено, що за 2014–2017 рр. частка дорогоцінного металу в резервах зростає в середньому з 9 до 10 %, однак центробанки багатьох країн, включаючи розвинуті, розміщують у ньому понад 50 % резервів (США, Німеччина, Італія, Франція, Нідерланди, Португалія, Греція). Однією з основних причин нарощування золотого запасу є кризи суверенних боргів, котрі спонукають банки згортати інвестиції в облігації урядів. Як зазначають економісти, золото залишається привабливим інструментом для диверсифікації міжнародних резервів навіть в умовах стагнації або короткострокового зниження цін на нього [3].

Хоча після розпаду в 1973 р. Бреттон-Вудської системи фіксованих валютних курсів золото перестало відігравати центральну роль у міжнародній валютній системі, воно залишається важливим активом у резервних фондах багатьох країн, а МВФ досі належить до групи найбільших у світі офіційних власників цього дорогоцінного металу. Відповідно до моделі нового доходу Фонду, з 2008 р. прибуток від обмежених продажів золота використовувався з метою створення фундаменту та посилення пільгового кредитування МВФ для країн із низьким рівнем доходів. Фонд має в розпорядженні близько 90,5 млн унцій (2814,1 т) золота в призначених депозитаріях. За історичною вартістю сукупні золотовалютні запаси МВФ оцінюються в 3,2 млрд СПЗ (близько 4,5 млрд дол. США), а за поточними ринковими цінами – близько

80,1 млрд СПЗ (майже 112,7 млрд дол.) [6]. МВФ придбав свої золоті запаси через чотири основних канали. По-перше, при створенні Фонду в 1944 р. було вирішено встановити виплату 25 % початкової квотної підписки й наступного збільшення квоти золотом, що забезпечило левову частку цього дорогоцінного металу в активах МВФ. По-друге, проценти за користування кредитами від країн-членів, як правило, надходили в золоті. По-третє, кожен учасник МВФ, котрий бажає придбати валюту іншого учасника, може це зробити, продаючи золото Фонду (найвідоміший випадок реалізації цього положення – продаж золота МВФ Південною Африкою в 1970–1971 рр.). По-четверте, країни-члени можуть використовувати дорогоцінний метал для повернення раніше отриманих кредитів Фонду.

Варто розглянути політику центробанків світу щодо золотого запасу. В межах цієї статті зупинимося на діяльності Європейського центрального банку та Швейцарського національного банку. ЄЦБ створений у 1998 р. для управління економічною й валютною інтеграцією ЄС. До 1 січня 1999 р., дати офіційного відкриття єдиної європейської валюти, центробанки майбутньої єврозони передали свої міжнародні резервні активи новій установі. Керівна рада ЄЦБ вирішила, що золото має бути їх частиною, й під час первісної передачі активів, на суму майже 40 млрд євро, встановила його частку на рівні 15 % усіх резервів, підкресливши важливу роль дорогоцінного металу в поліпшенні балансу центрального банку та підвищенні довіри громадськості. ЄЦБ наголосив, що згадані передачі золота не вплинуть на його загальний консолідований запас у єврозоні. Решта 85 % резервів були передані в активах у іноземній валюті, при цьому юрисдикції могли надавати більше золота, ніж 15 % [7]. Незважаючи на продаж частини запасу, через різке зростання ціни на золото його частка в загальних резервах ЄЦБ істотно збільшилася.

Швейцарія утримує золоті резерви в обсязі 1040 т, посідаючи 8-е місце у світі [4]. Основна частина її золотого запасу знаходилася у США, що тримають 4-е місце. Швейцарський національний банк (SNB) розкриває лише мінімум інформації про свої операції з дорогоцінним металом. До 2000 р. Швейцарія мала 2590 т золота й за 2000–2005 та 2007–2008 рр. продала тільки 1550 т своїх золотих резервів [5]. Причому програми продажу були заплановані SNB ще в 1990-х роках за погодженням із урядом країни, хоча на той час центробанк не мав відповідних повноважень.

У 1997 р. конституційна вимога щодо того, що швейцарський франк має на 40 % забезпечуватися золотом, була знижена до 25 %. Трохи згодом експертна група у складі представників центробанку й Федеральної адміністрації рекомендувала громадянам країни на референдумі підтримати рішення про продаж 1300 т дорогоцінного металу, аргументуючи це тим, що за зменшеного попиту на золото Швейцарія в кінцевому підсумку матиме його надлишки. У квітні 2000 р. на розгляд електорату були запропоновані додаткові конституційні поправки стосовно зниження норми у 25 % та взагалі скасування прив'язки національної валюти до золота. Після цього центро-

банк протягом 2000–2005 рр. продав 1300 т дорогоцінного металу (в рамках першого й другого “золотих” договорів), у т. ч. 730 т Банку Англії [8].

У 2007–2008 рр. SNB додатково продав 250 т золота, пояснивши цей крок необхідністю збалансування структури резервів між дорогоцінним металом та іноземною валютою. В річному звіті центробанку повідомлялося, що SNB надає частину свого золотого резерву першокласним вітчизняним та іноземним фінансовим установам; отримує процентні доходи за розміщення золота; кредитні операції з останнім проводяться на забезпеченій основі; ризик цін на золото залишається на SNB [9]. Золотовалютні резерви центробанку Швейцарії становлять мізерну частку в загальних резервних активах. Це пояснюється тим, що SNB швидко нарощував свій баланс у період між 2011 і 2015 рр. задля підтримання цільового обмінного курсу між швейцарським франком та євро на рівні 1,20, а це вимагало придбання величезної кількості іноземної валюти.

Масштаби світової торгівлі золотом наближаються до 200 млрд дол. США на день [10]. Лондон, Цюріх і Нью-Йорк залишаються основними її центрами. Ціни на дорогоцінний метал зазвичай котируються в доларах США за тройську унцію (1 унція дорівнює 31,103 г). Лондонська асоціація учасників ринку дорогоцінних металів (The London Bullion Market Association – LBMA) [11] має глобальну клієнтську базу та включає в себе більшість центральних банків, що володіють золотом, інвесторів приватного сектору, гірничодобувні компанії, виробників і переробників. Наразі діяльність LBMA охоплює, зокрема, складання переробних стандартів, оформлення торговельної документації та розроблення належних торгових практик. Золоті зливки центробанків для визнання в ролі резервного активу мають відповідати Правилам належної доставки (Good Delivery) LBMA за розмірами, масою й чистотою металу: мінімальна прийнятна чистота становить 995,0 частин на 1 т; зливки повинні мати серійний номер і марку проби сертифікованого рафінатора (стандартний зливко: 400 унцій, або близько 12,5 кг; завдовжки майже 25 см, завширшки близько 7 см та завтовшки майже 4 см). LBMA також веде через уповноважену структуру реєстр золотих злиwkів.

У Лондоні щодня проводяться аукціони з реалізації золота, а також срібла, платини й паладію. Ціна встановлюється двічі на день (о 10.30 і 15.00, під час проведення торгів на ринку LBMA) в доларах США за дрібну тройську унцію (рис. 2). Ціни на фунт стерлінгів і євро теж існують, але вони є індикативними, тобто слугують лише для розрахунків. Аукціон золотих злиwkів експлуатується та управляється найнадійнішим і найдосвідченішим у світі адміністратором для регульованих ринкових індикаторів – компанією “ICE Benchmark Administration” (IBA), котра є незалежно капіталізованим дочірнім підприємством корпорації “Міжконтинентальна біржа” (Intercontinental Exchange, Inc.), що керує такими системно важливими індикаторами, як ICE LIBOR, LBMA Gold Price та ICE Swap Rate. Її діяльність уповноважена й регулюється британським органом фінансового нагляду FCA. IBA зобов’язана до-



Рис. 2. Динаміка світових цін на золото протягом 2007–2017 рр., дол. США за унцію

Джерело: Gold Fixing Price 10:30 A.M. (London time) in London Bullion Market / Federal Reserve Bank of St. Louis. URL: <https://fred.stlouisfed.org/series/GOLDAMGBD228NLBM>.

тримуватися правил FCA, встановлених для адміністраторів контрольних показників. 1 жовтня 2015 р. ІВА репрезентувала нову комерційну модель для фіксації ціни на золото LBMA. Фірмам, котрі користуються послугами останньої, розсилаються ціни на стандартні золоті продукти. Акредитованими учасниками встановлення ціни на дорогоцінний метал у LBMA є:

- китайські банки (Bank of China, Bank of Communications, China Construction Bank, Industrial and Commercial Bank of China);
- західноєвропейські банки (Societe Generale, Standard Chartered, UBS);
- американські банки (Goldman Sachs International, HSBC Bank USA, JP Morgan Chase, Morgan Stanley) та компанії “Jane Street Global Trading LLC” і “INTL FCStone”;
- канадські банки (Bank of New Scotland – ScotiaMocatta, The Toronto Dominion Bank).

Ціни LBMA на золото також доступні в 16 валютах: австралійських доларах, британських фунтах стерлінгів, канадських доларах, євро, континенталь-

них та гонконгівських юанях, індійських рупіях, японських ієнах, малайзійських рінггітах, російських рублях, сингапурських доларах, південноафриканських рандах, швейцарських франках, тайванських доларах, тайських батах і турецьких лірах. Однак це лише орієнтовні ціни для розрахунків. ІВА забезпечує платформу для аукціону, методологію, управління – як загальне незалежне, так і для фіксації ціни LBMA на золото, при цьому остання володіє правами на інтелектуальну власність.

Динаміка цін відображає їх хвилеподібні зміни з періодами тривалого зростання, короткочасними коливаннями в діапазоні ± 100 ф. ст. (132 дол.). Протягом останніх кількох років ціна за тройську унцію золота становила 1200–1400 дол. США, незалежно від його курсу. Глобальна фінансова криза дала поштовх підвищенню цін, котре триває навіть після її завершення. Помічено, що після періоду зниження цін обов'язково настає фаза їх зростання з відновленням. Отже, центробанк може мати стійкі доходи від вкладень у золото в довгостроковій перспективі.

Баланс попиту та пропозиції останнього визначається потребами ювелірної й електротехнічної промисловості, схильністю інвесторів купувати золоті зливки та монети, продажем і купівлею цього металу центробанками. Золото вважається стратегічним металом у багатьох країнах, і його ціна є ключовим показником світової довіри бізнесу. Втім, попит і пропозиція не єдині чинники руху цін на нього: виражена в доларах ціна тісно корелює з долларом США і процентними ставками в цій валюті. Для прогнозу цін на золото важливо враховувати темпи інфляції у світі, платіжний баланс провідних економік, передусім США, країн Західної Європи, Японії, КНР та Індії.

Час від часу центробанки можуть позичати частину свого золотого запасу іншим учасникам ринку, щоб заробити додаткові доходи (так званий золотий лізинг). При цьому зливки не “виносяться” безпосередньо на ринок і не надаються фізично в оренду (тобто золото не переміщується), але можуть зберігатися для зручності в центробанках юрисдикцій, що належать до міжнародних фінансових центрів. Центробанки користуються послугами установ, які здійснюють банкінг злиwkів (*banking bullion* – BB). Найвідомішими з численних установ, котрі проводять операції й надають послуги для клієнтів, є Barclays, Goldman Sachs, JP Morgan, Bank of America, UBS і Citibank.

Застосовуються такі форми, як прямий лізинг, свопи центробанків та пряме хеджування. Центробанки здійснюють прямий лізинг, коли надають золото в кредит для BB-установ за ставкою близько 1 %. Потім останні виходять із таким золотом на ринок LBMA або продають його на відкритому ринку, а на отриману від продажу злитків готівку купують казначейські цінні папери (з дохідністю до 4 %). Проте BB-установи отримують золото лише на певний термін та зрештою повинні повернути його центробанкам, котрі вразливі до ризику коливань цін на дуже нестабільному ринку, коли їх підвищення відбувається на тлі зниження дохідності державних облігацій. Для захисту від такого ризику використовують ринок ф'ючерсів: BB-установи купують ф'ючерсні контракти, забезпечують доставку дорогоцінного металу за кон-

кретною ціною, на певну дату в майбутньому. В ідеалі після витрат на лізинг золота й хеджування цінових ризиків ВВ-установа залишається з невеличким доходом у 1–2 %. Центробанки одержують прибуток від свого золота, здійснюючи тиск на його ціну, щоб утримувати реальну інфляцію та стимулювати попит на казначейські облігації. Приблизна плата за лізинг золота визначається з урахуванням ставки Лондонського міжбанківського ринку запозичень (LIBOR) і так званого золотого форварда (*Gold Forward – GOFO*):

$$\text{Ставка оренди (лізингу)} = \text{LIBOR} - \text{GOFO},$$

де *LIBOR* – ставка, за якою банки можуть одержувати позики один від одного без забезпечення; *GOFO* – ставка, за котрою ВВ-установи готові позичити золото на умовах свопу з доларами США.

Проценти будуть нараховані на продаж золота за долари з наступним придбанням його через кілька місяців – один, два, три, шість або дванадцять (табл. 5). Ставка оренди золота являє собою спред, котрий можна отримати за рахунок кредитування цього металу в доларах, а потім реінвестування останніх за ставкою LIBOR.

Золоті свопи (*gold swaps*) дуже схожі на прямий лізинг та відрізняються від нього тим, що обмін золотом зазвичай відбувається між двома центробанками, коли один із них дає золото за валюту іншому центробанку. Як і золото, що орендується ВВ-установами, майбутні дата й ціна встановлюються для чергової доставки дорогоцінного металу центробанку-постачальнику. Найчастіше обидві сторони вважатимуть трансакцію забезпеченою заставою позикою. Можна розглядати цю практику як подвійне врахування резервів. Тобто центробанк-лізингодавець золота не вилучає його зі своїх балансів, а центробанк-отримувач не додає його до свого балансу.

Хеджування шляхом укладання форвардних контрактів – це форма лізингу золота, котру практикують його виробники, найвідомішим із яких є канадська гірничодобувна корпорація “Barrick Gold”. Форвардний контракт укладається в разі, коли виробник випускає на спотовий ринок дорогоцінний метал, котрий ще потрібно видобути із землі. Втім, більшість покупців

Таблиця 5. Поточні ставки лізингу золота у 2016 р., %

Період, місяці	Ставка		
	Середня по ринку	Bid	Offer
1	0,17	0,02	0,32
3	0,50	0,35	0,65
6	1,00	0,85	1,15
9	1,50	1,35	1,65
12	2,00	1,85	2,15

Джерело: BullionStar.com. URL: <https://www.bullionstar.com/blogs/koos-jansen/wp-content/uploads/2016/02/Gold-lease-rate-curve.png>.

бажає отримати фізичне золото. Отже, виробник орендує золото центробанку, сподіваючись на те, що поверне його назад за рахунок майбутнього видобутку. Проте ці виробники іноді продають своє золото за заниженими цінами на спотовому ринку та більше, ніж можуть виготовити. Форвардні ціни відображають очікування учасників ринку за теперішніх обставин та не визначають реальну спотову ціну в перспективі. Спреди можуть варіювати й обумовлюються ліквідністю форвардного контракту. Для ліквідних контрактів, котрі продаються у великих обсягах, спред є дуже “тонким” (це означає, що розкид між пропозицією і пропозицією котирувань незначний). Водночас для неліквідних контрактів спреди є широкими.

Доречно згадати про закономірність зворотної кореляції між змінами цін на золото та ставками його оренди: в період глобальної фінансової кризи ціна на нього спочатку впала, потім почала зростати, а ставка лізингу – навпаки. Договори оренди золота укладають на різні терміни – від одного місяця до кількох років, що дає змогу центробанкам аналізувати ці ринки та призначати найкращий час для операцій, а також стримувати ціну на дорогоцінний метал.

Підсумовуючи викладене, доходимо таких висновків, на підставі яких можна скоригувати політику Національного банку України:

1. Золото має зберігати свою важливу роль складової міжнародних резервів країни. Оптимальний обсяг золотих резервів варто стабілізувати з подальшим курсом на нарощування запасів монетарного золота. Наразі у світі спостерігається тенденція нарощування або принаймні стабілізації таких резервів. З огляду на нестабільність провідних іноземних валют і ризики вкладень у суверенні облігації, частку золота в міжнародних резервах слід поступово підвищити хоча б до 10 % (на сьогодні – 6 %).

2. Для формування необхідного золотого резерву України потрібно враховувати загальну кон'юнктуру фінансових і товарних ринків. Із цією метою доцільно систематично відстежувати кореляцію світових цін на золото з цінами на енергоносії й метали, курсами світових (резервних) валют, а також визначати відношення ВВП і обсягів зовнішньої торгівлі до золотих резервів для економік різного рівня відкритості й розвитку.

3. Операції із золотом становлять великий інтерес для центробанків, зокрема його використання для підтримання ліквідності, проведення операцій із кредитування та розміщення на депозитах у прийнятних центробанках. Цей дорогоцінний метал широко використовується для розрахунків за кредитами МВФ, а також у надзвичайних ситуаціях, наприклад для стабілізації курсу національної валюти.

4. Механізм ціноутворення для золота характеризується монополізацією на міжнародному рівні (міжнародні угоди центробанків) і складною сукупністю різноспрямованих факторів, що визначають його пропозицію та попит. Доцільно запровадити в НБУ моніторинг цін на золото й чинників, що впливають на їх фіксацію на світових ринках. Стан і тенденції на цих ринках дають підстави очікувати подальшого підвищення цін на дорогоцін-

ний метал, а загальна динаміка відображає хвилеподібні коливання, особливо під час криз. Ціни на золото історично знижуються лише в коротко-строкових періодах із наступним відновленням.

5. У всьому світі наявність золотого запасу стає предметом пильної уваги громадськості, що зумовлено тенденцією посилення економічного націоналізму. Варто запровадити практику розкриття детальної інформації в річних звітах НБУ про результати аудиту зберігання золота в сховищах, що сприятиме підвищенню довіри громадськості до центробанку, а також положення щодо необхідності погодження продажів НБУ золотого запасу з Урядом України.

Список використаних джерел

1. Береславська О. І. Золотовалютні резерви України: джерела поповнення та ефективність управління. *Наукові записки Національного університету "Острозька академія". Сер. : економіка*. 2014. Вип. 27. С. 62–68.
2. Методологічні засади формування та управління золотовалютними резервами : звіт про НДР / ДВНЗ "Укр. акад. банк. справи Нац. банку України"; кер. А. О. Єпіфанов. Суми, 2010. 115 с.
3. Astrow A. Gold and the International Monetary System : A Report by the Chatham House Gold Taskforce. 2012, Febr. URL: <https://www.chathamhouse.org/sites/files/chathamhouse/public/Research/International%20Economics/r0212gold.pdf>.
4. Official central bank gold reserves by country / World Gold Council. URL: <http://www.gold.org/research/latest-world-official-gold-reserves>.
5. Quarterly times series on World Official Gold Reserves since 2000 / World Gold Council. URL: <https://www.gold.org/research/quarterly-times-series-world-official-gold-reserves-2000>.
6. Gold in the IMF. 2016. 21 Sept. URL: <http://www.imf.org/en/About/Factsheets/Sheets/2016/08/01/14/42/Gold-in-the-IMF>.
7. Manly R. European Central Bank gold reserves held across 5 locations. ECB will not disclose Gold Bar List. Posted on 15 Nov. 2016. URL: <https://www.bullionstar.com/blogs/ronan-manly/european-central-bank-gold-reserves-held-across-5-locations-no-physical-audits-will-not-disclose-gold-bar-list/>.
8. SNB sales of gold – lessons and experiences : Speech by Philipp Hildebrand, Member of SNB Governing Board, 5 May 2005. URL: <http://www.bis.org/review/r050509b.pdf>.
9. SNB Annual Report 2012. URL: http://www.snb.ch/en/mmr/reference/annrep_2012_komplett/source/annrep_2012_komplett.en.pdf.
10. Gold Investor. June 2017 / World Gold Council. URL: <http://www.gold.org/research/gold-investor>.
11. A Guide to the London Bullion Market Association. May 2017. URL: http://www.lbma.org.uk/assets/downloads/presspack/LBMA_Overview_Brochure.pdf.

References

1. Bereslav's'ka, O. I. (2014). Zolotovalyutni rezervy` Ukrainy`: dzherela popovnennya ta efektyvnist` upravlinnya [Foreign exchange reserves of Ukraine: sources of replenishment and management efficiency]. *Naukovi zapysy'sky` Nacional`noho univertytetu "Ostroz`ka akademiya"*. Seriya: ekonomika [Scientific Proceedings of Ostroh Academy National University, series "Economics"], 27, 62–68 [in Ukrainian].
2. Yepifanov, A. O. (Ed.). (2010). *Metodolohichni zasady` formuvannya ta upravlinnya zolotovalyutny`my` rezervamy`* [Methodological principles of formation and management of reserves]. Sumy: DVNZ "Ukrayins`ka akademiya bankivs`koyi spravy` Nacional`noho banku Ukrainy`ny`" [in Ukrainian].

3. Astrow, A. (2012, February). *Gold and the International Monetary System: A Report by the Chatham House Gold Taskforce*. The Royal Institute of International Affairs. Retrieved from <https://www.chathamhouse.org/sites/files/chathamhouse/public/Research/International%20Economics/r0212gold.pdf>.
4. World Gold Council. (n. d.). *Official central bank gold reserves by country*. Retrieved from <http://www.gold.org/research/latest-world-official-gold-reserves>.
5. World Gold Council. (n. d.). *Quarterly times series on World Official Gold Reserves since 2000*. Retrieved from <https://www.gold.org/research/quarterly-times-series-world-official-gold-reserves-2000>.
6. International Monetary Fund. (2016, September 21). *Gold in the IMF*. Retrieved from <http://www.imf.org/en/About/Factsheets/Sheets/2016/08/01/14/42/Gold-in-the-IMF>.
7. Manly, R. (2016, November 15). *European Central Bank gold reserves held across 5 locations. ECB will not disclose Gold Bar List*. Retrieved from <https://www.bullionstar.com/blogs/ronan-manly/european-central-bank-gold-reserves-held-across-5-locations-no-physical-audits-will-not-disclose-gold-bar-list/>.
8. Hildebrand, Ph. (2005, May 5). *SNB sales of gold – lessons and experiences*. Retrieved from <http://www.bis.org/review/r050509b.pdf>.
9. Swiss National Bank. (2012). *Annual Report*. Retrieved from http://www.snb.ch/en/mmr/reference/annrep_2012_komplett/source/annrep_2012_komplett.en.pdf.
10. World Gold Council. (2017, July 6). *Gold Investor. June 2017*. Retrieved from <http://www.gold.org/research/gold-investor>.
11. LBMA. (2017, May). *A Guide to the London Bullion Market Association*. Retrieved from http://www.lbma.org.uk/assets/downloads/presspack/LBMA_Overview_Brochure.pdf.