

## Глава 2

# КЛЮЧЕВЫЕ ИГРОКИ

---

На рынке золота есть несколько ключевых игроков. Крупные инвесторы, как вы узнаете из этой главы, могут оказывать огромное влияние на цены, поэтому важно знать, кто они и что заставляет их менять позиции в своих портфелях. Большую часть времени ключевые инвесторы рынка золота действуют весьма неторопливо, и это положительный фактор для трендовых трейдеров, пытающихся прокатиться на волне, созданной большими деньгами.

Мы разделим ключевых игроков рынка золота на три основные группы:

**1.** Официальный сектор, включающий в себя центробанки, Международный валютный фонд (МВФ) и другие государственные органы.

**2.** Институциональные инвесторы и фонды, среди которых биржевые фонды, хедж-фонды, банки по операциям с золотом и другие крупные частные инвесторы.

**3.** Производители золота, которые могут пересекаться с двумя другими категориями (в данном случае мы имеем в виду частные компании, занимающиеся разведкой, добычей и выплавкой золота).

## Отношение ФРС к золоту

Федеральная резервная система (ФРС) США, как и большинство центробанков, поддерживает резервы капитала для обеспечения своих обязательств. Эти резервы (или активы) отображаются на балансе, за еженедельными изменениями которого можно следить на сайте ФРС. Они состоят из иностранной валюты или золота наряду с другими активами. Золотовалютные резервы могут использоваться для получения дохода и погашения международных обязательств. Но основная цель этих резервов схожа с той, которую преследуют долгосрочные инвесторы, использующие золото для диверсификации портфеля: золото является средством сбережения и представляет собой актив, который может применяться для укрепления доверия к денежной массе или для осуществления денежно-кредитной политики в случае необходимости.

Официально американский центробанк владеет 8133 тоннами золота, что соответствует примерно 5% этого металла, добытого когда-либо в мире за все время<sup>1</sup>. Это поразительная цифра, если учитывать, что все или почти все золото, добытое людьми за всю историю, в той или иной форме по-прежнему находится среди нас. Больше никто не владеет подобными запасами этого драгоценного металла, и это для нас одно из оснований по-прежнему настаивать на том, что доллар США, в сущности, обеспечен золотом, несмотря на то что эта связь никак не зафиксирована.

Отношения между центробанком США и золотом с течением времени изменились. Когда страна жила с золотым стандартом, центробанк мог выпускать валюту только в объеме, эквивалентном общей стоимости всего имеющегося в его резервах золота, либо в постоянной пропорции. Данное ограничение в сочетании с плавающей стоимостью золота в течение кризиса усложняло положение американского центробанка. Например, во время Великой депрессии ФРС вынуждена была обеспечить имеющимся у нее золотом как минимум 40% своей денежной массы. По мнению многих экономистов, эти фиксированные соотношения между золотом и способностью ФРС увеличивать или сокращать денежную массу стали одной из главных причин того, что Великая депрессия была такой тяжелой и продолжительной. Бен Бернанке,

---

<sup>1</sup> World Gold Council. Отчет по мировому золоту.

нынешний председатель ФРС, говорил об этом задолго до крушения рынка 2007–2008 годов. Он пообещал, что не позволит чему бы то ни было помешать ФРС увеличивать денежную массу в течение следующего кризиса ликвидности.

Как он и сказал, количество имеющегося у ФРС золота не мешало выпуску новых денег для пополнения банковских резервов посредством нескольких раундов «количественного смягчения». На момент написания этой книги избыточные резервы банков США немного снизились, но по-прежнему оставались близкими к триллиону. Не забывайте, что с 1960-х годов этот показатель приближался к нулю<sup>2</sup>.

Отношения между ФРС и золотом постоянно менялись, но мы полагаем, что основные изменения в них произошли в 1971 году во время «Никсон-шока». В течение этого периода американское правительство предприняло несколько попыток зафиксировать цены и зарплаты, а также запретить конвертацию долларов в золото. Вспоминая эти события, удивляешься, что следующие десять лет не обернулись для доллара более серьезным кризисом, чем тот, который был. В то время власти США могли использовать в своих интересах угрозу войны, а центробанки Франции, Западной Германии и Швейцарии — в качестве козлов отпущения, виновных в американских проблемах. Перекалывание вины на чужие плечи, возможно, помогло предотвратить более серьезные спекулятивные атаки на доллар США. Конечным результатом этого процесса, который часто называют «закрытием золотого окна», стал переход всех ключевых мировых валют на плавающие курсы. Предпринимался ряд попыток управлять валютами в рамках торговых коридоров и прочих фиксированных систем взаимоотношений, но почти все они потерпели неудачу.

Представляя крупнейшую экономику в мире, ФРС в 1971 году сделала весьма удачный ход, превратив доллар в резервную мировую валюту, которой прежде было золото. С того времени многие центробанки сделали доллар самым крупным активом своих резервов, а некоторые, включая Индию и Китай, перевели почти все свои резервы в доллары. Это выгодно для США, поскольку крупнейшие страны заинтересованы в устойчивости американской экономики и ее валюты. Уход от частичного золотого стандарта

---

<sup>2</sup> ФРС Сент-Луиса. Излишки резервов депозитных институтов.

несет в себе особые риски. С одной стороны, ФРС для обеспечения гибкости и спасения банков в кризисные времена может печатать столько денег, сколько пожелает. Но, с другой стороны, слишком частый запуск электронного печатного станка может привести к потере доверия к доллару США со стороны инвесторов и выходу инфляции из-под контроля.

Теоретически гибкость — это хорошо, но в реальном мире экстремальная денежно-кредитная политика создает большую неопределенность. Подобное увеличение денежной массы в банковских резервах может оцениваться положительно, если будет известен будущий эффект таких действий. А поскольку будущее предсказать невозможно, ФРС серьезно рискует. Это одна из причин, почему инвесторы в последние годы находят золото столь привлекательным. Если вся эта затея ФРС обернется плохо (что совсем не обязательно) и последствия будут негативными, то доллар может резко упасть. Золото как средство сбережения должно обеспечить ФРС и индивидуальным инвесторам страховку от подобных потерь.

Экономисту не составит труда понять, почему ФРС ошибалась в этом отношении. Давайте взглянем на это со следующей точки зрения: если экономические прогнозы были абсолютно точными, то почему экономисты ФРС не предвидели кризис 2007–2008 годов, прежде чем он обрушился на нас? Они не могли его предвидеть, поэтому многие трейдеры (включая авторов этой книги) строят свои инвестиционные планы так, чтобы застраховаться или даже извлечь прибыль из неспособности предсказать будущее. Нынешнее увеличение темпов печати денег ФРС основывается на идеях, которые не были реализованы во время Великой депрессии, но в теории могли помочь. Расширение денежной массы, возможно, помогло бы США в 1930-х годах, но этого нам уже не узнать. Вполне вероятно, что ситуацию усугубили спекулятивные атаки на доллар. Однако выбор был сделан, и ФРС вливает в экономику триллионы долларов, чтобы избежать проблем с ликвидностью, как во время Великой депрессии, а также дефляции. Центробанк имеет для этого возможности, поскольку доллар больше не обеспечен золотом... Или все же обеспечен?

Полный отказ от обеспечения золотом в 1970-х годах изменил отношения между правительством и золотом, но если доллар держится исключительно на доверии к экономике и вере в добросовестность властей США, то зачем ФРС иметь золото на своем

балансе? Это очень важный вопрос, поскольку он помогает понять, зачем золото индивидуальным инвесторам. Позже мы рассмотрим его более подробно; кроме того, докажем, что центробанк США нуждается в золотых резервах, а также то, что центробанки в ближайшем будущем, скорее всего, не станут менять политику и будут продолжать покупать этот актив. Мы думаем, что даже в том случае, если нынешний кризис в 2012 годах начнет ослабевать, «бычье» давление на рынок золота останется, поскольку центробанки начнут диверсифицировать свои долларовые резервы золотом и другими активами. И это хорошо для инвесторов.

Есть три основных довода в пользу того, почему центробанкам следует существенно разбавить свои резервные активы золотом.

## Риск диверсификации

Основная предпосылка диверсификации заключается в том, что объединение в рамках одного портфеля независимых друг от друга активов снижает средний уровень риска, который гораздо выше, когда портфель состоит из одного актива. Золото является одним из нескольких активов, которые можно включить в портфель для достижения эффективной диверсификации. Это относится как к индивидуальным инвесторам, так и к центробанкам. Они, как и мы, не хотят, чтобы стоимость их резервов неожиданно упала. Если резервы центробанков в основном состоят из долларов США и евро (что касается практически всех), то в случае таких событий, как финансовый кризис 2007–2010 годов, они подвергаются серьезным рискам. Золото вполне подходит для диверсификации на государственном уровне, поскольку это один из самых крупных и ликвидных финансовых рынков. Наряду с валютами и суверенными долгами золото является одним из немногих активов, которые достаточно весомы, чтобы быть эффективными на таком уровне, оставаясь при этом относительно свободными от политических конфликтов интересов.

Центробанки периодически продают или покупают золото как индивидуальные инвесторы. Но исторически так сложилось, что они прибегают к этому в плохие времена, поскольку, как и индивидуальные инвесторы, стремятся извлечь из этого прибыль. Это означает, что в спокойные периоды, когда мировые валюты стабильны, стоимость золота снижается и центробанки стремятся

избавиться от своих убыточных позиций в золоте, перейдя на более привлекательные активы. Но, когда небо затягивают тучи и будущее американского доллара, иены или евро покрывается туманом, центробанки снова бросаются скупать золото и диверсифицировать свои резервы. Одна из множества дилемм, с которыми сталкиваются инвесторы (включая руководителей центробанки), заключается в том, что диверсифицироваться гораздо дешевле и легче в стабильные времена, когда вы в этом не нуждаетесь, однако это становится намного дороже и сложнее, если защита вам необходима.

Хоть руководители центробанки и любят думать о себе как о людях консервативных и рациональных, их последние достижения говорят об обратном. Это совсем неплохо для индивидуальных инвесторов в золото, поскольку диверсификация на государственном уровне может оказывать долгосрочную поддержку цене на золото. Конечно же, эта идея не нова. На протяжении последних нескольких лет многие центробанки грозились диверсифицировать свои долларовые резервы. Россия, Китай и Индия — три крупнейших развивающихся рынка — уже публично заявили об этом. Несмотря на то что они пока не очень активно двигаются в этом направлении, очевидно, что последние три-четыре года стали для них серьезным уроком. Даже если некоторые из них серьезно возьмутся за диверсификацию своих активов, это окажет сильное влияние на цену золота.

## **Экономическая независимость**

В отличие от американского доллара, золото не выпускается правительством и его стоимость не может быть надолго изменена конкурентами или союзниками. Если вы хотите стабильности и иммунитета против действий третьей стороны, то золото — отличный вариант, поскольку владение суверенными долгами или иностранными валютами ставит центробанки в зависимость от третьих сторон, которые могут повлиять на стоимость их активов. Рассмотрим нынешние отношения между китайскими и американскими властями. Соединенные Штаты продолжают выпускать в большом количестве долговые облигации, чтобы за счет привлеченного капитала покрыть дефицит и продлить действие политики количественного смягчения. Китайцы не скрывали своего

желания купить большую часть этих долгов, которые в настоящий момент оцениваются в 1 трлн долларов. Безусловно, это огромная сумма, и для политических комментаторов стало обычным делом, касаясь этой ситуации, порассуждать о зависимости США от Китая, который является крупнейшим кредитором страны. Но они не совсем правы. На самом деле это Китай сильно зависит от стабильности американской валюты. Данный факт означает, что китайцы попали в зависимость от американских политиков и ФРС, имея при этом весьма ограниченный контроль над своими огромным «активом». Не исключено, что китайцы решат продать свои американские долги, выполняющие у них роль резервного актива, но если они пойдут на это, то цена долговых облигаций США резко упадет, а вместе с ней снизится и стоимость китайских активов. Для Китая это станет проблемой, поскольку власти страны уже сегодня пытаются противостоять серьезной инфляции, потенциал роста у которой весьма велик, и в том случае, если инвесторы потеряют доверие к китайской валюте из-за обесценивания резервов, рост цен может выйти из-под контроля.

Главные риски китайского правительства заключаются в облигациях казначейства США. Это означает, что если они начнут падать в цене, то потянут за собой и центробанк. Суть в том, что у китайцев нет необходимой для них независимости. Этот риск должен быть диверсифицирован, и, к сожалению, это означает, что в ближайшей перспективе они будут зависеть от американской экономики, являющейся крупнейшим клиентом и заемщиком Китая. Мы понимаем, что это спорный вопрос, но независимо от того, кто кого контролирует — Китай США или наоборот, для инвесторов в золото эта ситуация создает отличные возможности. Мы уверены: большинство трейдеров и аналитиков согласятся, что отношения между Китаем и США в лучшем случае дисфункциональны и что-то нужно менять, дабы укрепить независимость. Вероятно, это означает диверсификацию (понимаете, о чем это говорит?), в случае которой золото как резервный актив будет пользоваться большим спросом.

## **Защитный пут**

Защитный пут может быть применен инвестором в отношении определенной длинной позиции или для компенсации общего



«бычьего» настроя его портфеля. Защитный пут действует как страховой полис, прикрывающий инвестора от крупных потерь. Представьте, что у вас есть акции XYZ, стоящие 100 долларов; компания готовится представить отчет по доходам, и вы опасаетесь, что они могут разочаровать инвесторов. Если доходы компании оказались значительно ниже поставленных ранее целей, то цена ее акций за один день может опуститься на 20–50%. Однако, если у вас есть защитный пут по этим акциям, он позволит вам в случае падения их стоимости компенсировать львиную долю потерь. Как вы понимаете, защитный пут не бесплатен, он очень похож на страховку от крупных потерь, поэтому требует инвестиций.

Центробанк будет инвестировать в золото по той же самой причине, по которой инвестор покупает защитный пут: для страховки от редких, но катастрофических потерь. Например, сильные позиции в золоте позволяют заработать в случае падения стоимости валюты; кроме того, его можно использовать для оплаты международных соглашений, если валюта подвергается спекулятивным атакам. Конечно же, центробанк надеется, что подобных чрезвычайных ситуаций не будет и не придется использовать резервное золото именно для таких целей, однако события, подобные пожарам или авариям, происходящие редко, но сопровождающиеся катастрофическими последствиями, невозможно предсказать. Это могут быть войны, неожиданный скачок инфляции и торговые конфликты с ведущими партнерами. Все эти события из разряда редких и маловероятных, но, когда они происходят, лучше иметь страховку.

Индии пришлось пустить в дело свое золото, чтобы пережить экономический кризис 1991 года. На его развитие повлияли серьезное превышение расходов над доходами, падающий экспорт и неустойчивая экономика. В то время как индийские власти пытались найти выход из сложившейся ситуации, инвесторы начали уходить из страны, избавляясь от ее валюты. Индия переживала кризис доверия и была на пути к экономическому краху. В попытке предотвратить катастрофу правительству удалось договориться с МВФ и Японией о кредите в размере 2,2 млрд долларов, который был обеспечен 47 тоннами золотых резервов, перевезенных на хранение в Банк Англии. Этот залог равнялся 70% всех золотых запасов индийского правительства. Можете себе представить, что могло бы произойти, если бы план не сработал? Индии повезло, что у нее было достаточно золота для обеспечения того кредита, но его хватало лишь



на один раунд финансирования. Конец у этой истории был относительно позитивный: власть перешла в руки других людей, которые провели необходимые реформы. Несмотря на то что кризис оказался серьезным, к краху он не привел, поскольку у центробанка были золотые резервы, которые сработали как защитный пут.

Одними из ключевых факторов, приведших к кризису, стали дефицит текущего (торгового) счета и чрезмерно высокие бюджетные расходы. А как же другие экономики, скажете вы, имеющие гораздо большие дефициты текущих счетов, — те, чьи расходы намного превышают доходы? То, что произошло с Индией, произойдет снова. В том случае, если у инвесторов возникнет кризис доверия к доллару США, у ФРС есть достаточно золота в резервах, чтобы поддержать его ценность в тяжелые времена. Хотя защитный пут и не может спасти от всех потерь, его может быть достаточно для того, чтобы предотвратить катастрофу. Список событий, которые могут вызвать подобный кризис, довольно длинный, и это оправдывает дороговизну золотых запасов, но также говорит и о важности их наличия. Учитывая продолжающийся глобальный рост и то, что все больше стран осознают необходимость страховки от больших потрясений, мы думаем, что это приведет к росту спроса на золото. Долгосрочные инвесторы могут извлечь пользу из этого фундаментального тренда, введя в свой портфель ряд позиций по драгоценным металлам.

## Центральные банки

Мы уже обсудили причины того, почему центробанки должны в качестве резервного актива держать золото, и поговорили о мотивах, которые, скорее всего, заставят ряд банков с развивающихся рынков диверсифицировать свои резервы золотом. Однако центробанки не только покупают золото, но и могут быть крупными продавцами. Хотя сейчас никто не торгует большими объемами, это может стать серьезной проблемой для трейдеров, пытающихся спрогнозировать потенциальное влияние пресловутой «гориллы в комнате» (крупная компания, большой игрок) на рынок.

Помимо США и МВФ другие золотые «гориллы» сконцентрированы в Западной Европе и Великобритании. Суммарный объем запасов золота Германии, Франции и Италии превосходит золотые резервы США, а если к ним добавить еще запасы Швейцарии,

Голландии, Европейского центробанка (ЕЦБ), Португалии и Великобритании, то они превысят совокупные золотые резервы США и МВФ. Есть еще множество других центробанков с меньшим количеством золота в резервах, и любой из них может стать чистым продавцом, выбрасывая золото на рынок и понижая тем самым цены. Это проблема не только для трейдеров, пытающихся спрогнозировать силу золотого тренда; другие центробанки также обеспокоены таким риском. В отличие от ищущих выгоду инвесторов, центробанки влияют на рыночную активность по политическим мотивам, которые трудно объяснить и предсказать. Для хотя бы частичного решения такой проблемы большая часть ведущих центробанков подписала соглашения, подробно оговаривающие, сколько золота они продадут и где. Об этих соглашениях известно рынку, поэтому существует некоторый уровень прозрачности.

Одно из наиболее важных соглашений, действующих в настоящий момент, известно как третье соглашение центробанков о золоте. Его заключили центробанки Европейского союза, Швеции, Швейцарии и МВФ на срок до 2014 года. По его условиям подписавшие его банки в год могут продавать не более 400 тонн золота. Его цель состоит в том, чтобы гарантировать, что рынок сможет принять и распланировать поставки золота от этих центробанков без серьезных ценовых потрясений. Интересно было наблюдать за тем, как менялось отношение центробанков к продаже золота после возникновения кредитного кризиса 2007–2008 годов и в течение следующих двух лет, когда он усугублялся. В рамках этого соглашения (а также двух предыдущих) продажи золота стартовали с 400 тонн в 1999 году; в 2004 году был достигнут максимум в размере 497 тонн (годовой лимит в то время был на уровне 500 тонн), однако в 2010 году объемы упали на 20 тонн.

Это соглашение затрагивает два вопроса. Во-первых, почему центробанки десять лет назад продавали золото, а теперь нет? Во-вторых, зачем вообще им нужно какое-либо соглашение? Ответ на первый вопрос: у центральных банков много общего с плохими индивидуальными инвесторами; они распродают инвестиции внизу рынка и покупают (или держат), когда рынок вверх. Кризис ликвидности изменил отношение инвесторов к золоту как средству сбережения, и центральные банки ничем не отличаются от инвесторов.

Второй вопрос более интересен. Соглашение было необходимо по той причине, что центробанки, выбрасывая золото на рынок,

обрушивали его цену. Это было не очень хорошо для тех из них, которые по-прежнему чувствовали необходимость в золоте как резервном активе. Кроме того, это могло дестабилизировать частные компании (например, крупные банки), которые имели серьезные позиции в золоте. В их общих интересах было предотвратить безумные распродажи золота на рынке. На тот момент лучшее, что они могли сделать, это согласиться с ограничением объемов продаж и сообщить об этом рынку. Насколько серьезно это помогло стабилизировать рынок, неизвестно, но то, что первоначальное соглашение было подписано, когда цены золота достигли 20-летнего минимума, и после этого «медвежий» рынок закончился, не кажется совпадением. Заключение этого соглашения также совпало со стратегическим решением ФРС США понизить курс доллара на международном рынке. Эти два фактора создали на рынке идеальные условия для затяжного золотого ралли.

Инвесторы в золото могут сделать из этого вывод, что на данном рынке всегда присутствует риск в лице крупных потенциальных продавцов. Мы считаем, что в течение следующих 10–20 лет экономические условия будут требовать наличия больших резервов для сохранения доверия к валюте, но риск возникновения неожиданных событий есть всегда. Трейдерам золота следует обращать внимание на действия крупных официальных инвесторов и анализировать, почему и как они покупают и продают.

## МВФ

Странно, но Международный валютный фонд является лишь третьим по величине в мире инвестором в золото, уступая США и Германии и опережая Францию с Италией. У МВФ есть несколько важных миссий, но главными из них являются поддержка международных валютных курсов, выдача кредитов нуждающимся в поддержке экономикам и стабилизация международных рынков. На наш взгляд, все это можно кратко сформулировать следующим образом: миссия МВФ состоит в восстановлении или создании доверия. По поводу того, можно ли на самом деле добиться этого путем искусственного вмешательства, мы не станем высказываться. (Ой! Кажется, мы только что это сделали...)

До этого момента в нашей книге мы придерживались точки зрения, что крупные запасы золота позитивно коррелируют

с высоким уровнем доверия к валюте. В 1944 году, когда был создан МВФ, золотой стандарт присутствовал практически повсеместно. Первые члены организации обязаны были вносить ежегодные взносы в форме золота. Вместе с количеством новых членов росли и активы МВФ. Однако золото не приносит дохода до тех пор, пока вы не начнете его продавать, и вот в апреле 2008 года МВФ одобрил продажу  $\frac{1}{8}$  своих запасов золота, или примерно 400 тонн, для финансирования текущих операций. Золото продавалось другим представителям официального сектора (центробанкам), поэтому серьезного изменения баланса между ведущими игроками рынка золота не произошло. Передача золота подобным образом, может быть, и не увеличила уровень предложений, но в определенной степени сократила спрос, и этот эффект нас по-прежнему немного беспокоит.

МВФ спланировал продажи таким образом, чтобы избежать чрезмерного влияния на рынок золота, не выходя за рамки 400 тонн в год, установленных ведущими европейскими центробанками, в первую очередь сбывая металл другим инвесторам официального сектора, прежде чем предложить его частным покупателям. Фонд обещал публиковать данные по этим продажам как можно скорее, чтобы держать других участников рынка в курсе. До нынешнего момента чуть более половины реализуемого золота было продано официальным покупателям (в основном Индии). В 2010 году МВФ заявил, что вторую половину золота будет продавать на открытом рынке, а доходы от этих продаж направит на выдачу кредитов и диверсификацию активов организации. Большое заблуждение считать, что МВФ сегодня такой же, как в 1944, 1980 или 1990-м. Поведение фонда с течением времени серьезно изменилось, и иногда он выступает как крупный продавец золота. С 1976 по 1980 год МВФ продал треть своих золотых активов членам организации по цене 35 долларов за унцию. Мы не хотим утверждать, что МВФ является «темной лошадкой» на рынке золота, но взаимоотношения организации с ее членами и другими участниками рынка немного странные. Это показывает, что стратегия вполне может измениться и вызвать падение цен.

Как мы уже отмечали, эти изменения запасов золота МВФ являются частью новой стратегии финансирования. Фонд не может жить лишь на доходы от кредитования, поскольку его займы подвергаются серьезным рискам. Такая деятельность, конечно,

выглядит странной, но она является частью мандата МВФ и одним из его предназначений. Новая доходная стратегия заключается в продаже золота и инвестировании доходов от продаж в растущие развитые экономики для получения прибыли, которая будет поддерживать деятельность фонда и покрывает убытки по кредитам, выданным проблемным экономикам. В настоящий момент у МВФ 1,3 млрд специальных прав заимствования (SDR<sup>3</sup>), которые являются непогашенными задолженностями стран, получивших кредиты от фонда. Что ж, надеемся, его инвестиционная деятельность окажется успешной.

До сих пор эта стратегия не приводила к большим проблемам, поскольку на рынке в течение последних нескольких лет наблюдался избыточный спрос, который оказывал поддержку ценам на золото, а также по той причине, что МВФ тратил доходы от продаж на покупку большого количества краткосрочных государственных облигаций США, стран еврозоны и Японии. Это отличная инвестиционная стратегия, когда облигации находятся в огромном «пузыре» активов (2008–2010), но если он лопнет, то у МВФ будут большие неприятности. В данном случае мы не пытаемся критиковать МВФ (это было бы слишком просто) и лишь хотим быть уверены, что вы осознаете наличие еще одного источника риска для рынка золота. Возможно, в будущем МВФ придется продавать больше золота, и, если официальных покупателей будет недостаточно, данный рынок начнет расширяться. Это увеличение предложения может оказать краткосрочное «медвежье» давление на цену золота.

Данный факт не означает, что цена золота непременно упадет, когда МВФ понадобится продавать больше; он лишь говорит о том, что существует риск обрушения, поэтому инвесторам в золото следует быть гибкими. Мы думаем, что спрос в течение следующего десятилетия будет достаточно высоким, чтобы поглотить все продаваемое МВФ золото, но лучше знать о рисках прежде, чем они превратятся в проблему. На данный момент мы считаем, что можно с уверенностью предположить: МВФ будет достаточно открытым, чтобы инвесторы в золото могли предвидеть его дальнейшие шаги.

---

<sup>3</sup> SDR (специальные права заимствования) — специальная валюта МВФ, используемая для выдачи кредитов. Это количество эквивалентно примерно 2 млрд долларов США.

## ETF и фонды инвестиций в золото

Фонды инвестиций в золото и биржевые индексные фонды (ETF) — очень крупные организации, и хотя они, как правило, покупают и продают не очень быстро, но являются одними из основных игроков на данном рынке. Чтобы иметь ориентиры на будущее, обратите внимание на то, что по состоянию на конец 2010 года запасы казначейства США составляли чуть менее 8133 тонн золота, а резервы SPDR Gold Shares ETF (GLD) были на уровне 1299 тонн. Иными словами, запасы одного биржевого фонда равны 16% всех золотых резервов американского казначейства. GLD является крупнейшим в своем роде биржевым фондом, а также одной из инвестиционных альтернатив, которые мы будем позднее обсуждать в этой книге. Есть и другие фонды, вкладывающие в золотые слитки так же, как это делает GLD, но по своим размерам он их серьезно превосходит. К примеру, у iShares есть биржевой фонд (IAU), который владеет физическим золотом и отслеживает его цену, используя методы GLD, но у него в распоряжении всего 86 тонн металла. Мы обсудим преимущества и недостатки самых популярных биржевых фондов в главе о золотых продуктах.

Эти фонды в совокупности оказывают серьезное влияние на рынок золота. Учитывая, что спрос со стороны индивидуальных и институциональных инвесторов продолжает расти, они будут покупать золото и выпускать больше акций. Эти покупки увеличивают совокупный спрос и, возможно, за последние пять лет внесли свой вклад в рост цен на золото. Большое количество инвесторов по-прежнему предпочитает вкладывать в физическое золото, однако биржевые фонды, инвестирующие в золото, постепенно набирают популярность, поскольку предлагают легкий, ликвидный и недорогой доступ к активу, который может превосходить физическое золото (в зависимости от личной склонности к риску). Несмотря на то что в течение долгого времени цены на золото падали и росли, крупные инвесторы, еще 20 лет назад имевшие ограниченный доступ к инвестициям в золото, своими покупками будут создавать давление, которое обеспечит долгосрочный «бычий» тренд на рынке золота. Это одна из нескольких причин, которые заставляют нас говорить о том, что золото находится в начале затяжного подъема. Поскольку все больше мелких и средних инвесторов осознают, что приемлемая диверсификация может быть достигнута лишь путем

включения золота в их портфели, золотые ETF и фонды инвестиций в золото будут продолжать расти.

## Банки по операциям с золотом

До этого момента мы старались не усложнять разговор рассказом о том, как работает рынок золота. На нем есть ключевые продавцы и покупатели, которые в настоящее время весьма активны, и мы знаем, что в будущем часть из них, возможно, повысит свою активность. Если бы все так и оставалось, то было просто думать о рынке с точки зрения спроса и предложения на определенное количество золота, ежегодно поставляемое производителями. Таким образом, если бы валютные колебания были умеренными, а спрос на золото превышал объемы новых поставок, то мы могли бы предположить, что цены будут расти.

Здесь есть несколько сложных моментов, которых мы коснулись лишь слегка, поскольку они не имеют большого значения для индивидуальных инвесторов и не помогут спрогнозировать движение цен более точно. Но, к сожалению, одну трудность мы не можем проигнорировать. Это банки по операциям с золотом. Когда эти игроки выходят на рынок, он начинает вести себя, прямо скажем, необычно. Такие банки крайне заинтересованы в том, чтобы вести максимально непрозрачную деятельность, так что их поведение довольно сложно оценить. У ведущих центробанков очень тесные взаимоотношения с этими частными компаниями, так же как у МВФ и членов клиринговой палаты Лондонского рынка драгоценных металлов. В какой-то момент большая часть мировых инвестиций в золото проходила именно через них.

В любом списке банков, работающих с золотом, можно найти Barclay's Capital (Великобритания), Deutsche Bank AG London (Германия), Société Générale (Франция), HSBC (Гонконг/Великобритания), Goldman Sachs (США), JPMorgan Chase Bank (США), Royal Bank of Canada (Канада), Bank of Nova Scotia (Канада) и UBS AG (Швейцария). Эти банки являются маркетмейкерами на Лондонском рынке драгоценных металлов и отвечают за фиксинг золота (это не то, о чем вы подумали), совершая крупные сделки. Как вы понимаете, в таких банках полно умных и уверенных в себе инноваторов, которые не боятся рисковать. Работающие с золотом банки разными способами обеспечивают рынок ликвидностью,



и одним из них является леверидж, причем используемый очень активно. Неприятная правда о золоте (последней безопасной инвестиции) заключается в том, что на этом рынке очень высока доля заемных средств, причем точную ее величину назвать невозможно. Из-за левериджа предложения по золоту учитываются дважды, однако эти банки, как правило, данный факт не раскрывают.

Выглядит это следующим образом: представьте, что работающий с золотом банк хочет продать 50 тонн этого металла и французское правительство готово предоставить необходимое для продажи золото. Для финансовых рынков ничего необычного в такой торговле нет, это примерно то же самое, что вы обычно делаете при коротких продажах акций. Центробанк получит проценты за одолженное золото, а продающий его банк попытается заработать на торговой сделке. Беспроблемный сценарий в чистом виде, верно? Проблемы возникают в тот момент, когда вы пытаетесь понять, какой эффект оказывает такая продажа на глобальное предложение золота. Французское правительство не собирается раскрывать, что оно одолжило свое золото; таким образом, его баланс остается прежним — и в то же время появляется новый покупатель. Получается, что на рынке только что было 50 тонн золота, и вдруг стало 100.

А теперь представьте, что происходят тысячи таких сделок. Сколько предложений по золоту сейчас учитывается дважды? Мы не знаем, а диапазон оценок колеблется от совершенно безумных до тех, что всего лишь вызывают тревогу. В настоящий момент от ФРС требуют большей прозрачности, в том числе и раскрытия информации о сделках с ведущими банками по операциям с золотом. Возможно, это к лучшему, и будем надеяться, что движение в сторону увеличения прозрачности продолжится и мы сможем увидеть, насколько действительно распространен леверидж на рынке золота. Желание знать это обусловлено беспокойством инвесторов в отношении того, что центробанки могут ссудить слишком много золота банкам, которые с ним работают, чтобы держать его стоимость низкой, а валютные курсы — высокими, что, в свою очередь, позволит сохранять низкими процентные ставки. Центробанки постоянно вмешиваются в рынки активов для поддержания цен и достижения своих стратегических целей, поэтому вряд ли мы будем далеки от истины, предположив то же самое и в отношении рынка золота. Количественное смягчение

является одним из примеров стратегии, которую ФРС использует для удержания процентных ставок низкими, а цены на облигации казначейства — высокими. Что мешает делать то же самое на рынке золота? К сожалению, в настоящее время масштабы этой проблемы неизвестны, поэтому придется подождать.

До тех пор пока рынок золота не станет более прозрачным, мы не будем знать, сколько одалживают «золотые» банки и каковы условия этих займов. Но светлой стороной всего этого является мнение большинства трейдеров, которые считают, что если мы не в курсе происходящего на рынке золота, значит золото скорее недооценено, чем переоценено. Мы склонны полагать, что неопределенность сказывается на рыночных ценах, но, если между публикуемыми предложениями и реальными по-прежнему будет сильный разрыв, это станет плюсом для цен на золото. Темной же стороной этой неопределенности является то, что скрывающиеся во тьме проблемы могут оказаться достаточно серьезными, чтобы стать причиной крупных экономических потрясений. Кредитные дефолтные свопы (CDS) и рынки субстандартного ипотечного финансирования в 2007–2008 годы чуть было не привели западные экономики к полному краху, поэтому следует помнить о том, что использование левирджа на рынке золота может быть губительным.

## Индивидуальные инвесторы

Чуть менее половины ежегодного совокупного спроса на золото приходится на ювелирную отрасль. Как вы догадываетесь, когда мировая экономика на подъеме, спрос на золото как дискреционный потребительский товар (т.е. товар не первой необходимости) растет, и это может толкнуть его цены еще выше. Однако такой вид рассредоточенного спроса очень трудно оценить, как и выявить его тренд. Индивидуальные или «розничные» инвесторы также покупают золотые депозиты в банках или вкладывают в слитки и монеты. Розничные инвесторы на удивление активны и по состоянию на конец 2010 года приближались к поглощению 1000 тонн золота ежегодно. Учитывая кредитный кризис, разгоревшийся в 2007 году, спрос в розничном секторе уже был довольно сильным, и мы считаем, что этот тренд не ослабнет в ближайшем будущем. Продолжающееся количественное смягчение, активный рынок и дефицит государственного бюджета будут поощрять розничных инвесторов

страховать свои активы физическим золотом. Мы расскажем об инвестиционных альтернативах, доступных на спотовом рынке золота, в разделе о золотых продуктах. Владеть физическим золотом на самом деле довольно дорого, и для мелких или неопытных инвесторов это может оказаться сложнее, чем работа с биржевыми индексными фондами или фьючерсами на золото, но популярность и спрос стимулируют инновации, поэтому мы ожидаем, что будут появляться и усовершенствованные варианты.

## Производители золота

Производители золота также играют важную роль на рынке этого металла, и мы чуть позже обсудим инвестиционные возможности вложения в золотодобывающие компании, но сейчас роль этих компаний как поставщиков нового золота должна быть очевидна. Если цены высокие, добыча может быть увеличена или сохранена на текущем уровне, что определенно влияет на рыночные предложения. Производители золота в течение последних нескольких лет были относительно стабильны, и их влияние на цены было в основном позитивным с того момента, когда в начале 2000-х годов эта индустрия перешла на другие методы хеджирования.

Когда центробанки Европы в 1999 году договорились ограничить годовые продажи золота, крупнейшие мировые производители золота начали применять новые виды хеджа. Дополнительным преимуществом этих перемен стало то, что участники рынка могли быть уверены, что в будущем цены будут выше. Способ, использованный производителями золота для хеджирования против будущих цен, по сути, был аналогом ускоренной поставки. Когда они перестали страховать, предложение тут же исчезло с рынка, что благоприятно повлияло на цены. Почему производители золота перестали активно заниматься хеджированием? Это вопрос непростой и выходит за рамки нашей книги, но главное, что тем самым они снизили свое негативное влияние на рынок. Большинство трейдеров предполагает, что производители золота еще воспользуются этим способом (без крупных хеджей), и если это произойдет, то данный факт очень быстро станет известен рынку, поскольку многие из этих компаний являются публичными и вся информация об их деятельности открыта.