

Золото: стабилизатор резервов или источник риска?

Золото и другие драгоценные металлы всегда были защитными активами для инвесторов в периоды кризисов. И новый кризис, вызванный эпидемией COVID-19, сопровождается ростом цен на золото. Центральные банки мира и просто крупные банки активизировали свои покупки золота на фоне роста рисков и снижения процентных ставок как в развитых, так и в развивающихся странах. При этом цена на золото растет последние 1,5 года, до этого оно стабильно котировалось по \$1 100–1 300 за унцию.

Для России цена на золото является важным макроэкономическим фактором: во-первых, золотодобывающая промышленность играет важную роль в торговом балансе и НДПИ (хотя и существенно уступает нефтегазовой отрасли). Во-вторых, российские международные резервы имеют более высокую долю золота, чем в среднем у стран, не эмитирующих резервные валюты, то есть нуждающихся в резервах, как защиту от потенциальных санкций. В последние годы это способствовало переоценке резервов, однако в случае падения цен возникнет угроза двойного удара – и по поступлениям, и по резервам.

Добыча золота стабильно растет, а спрос на него из постоянных источников достиг пика еще 20 лет назад, поэтому баланс рынка склоняется в сторону избытка золота. Рост цены на золото в 2000–2011 годах не сопровождался увеличением постоянного спроса, наоборот, он даже снизился. Переменный (инвестиционный) спрос толкал вверх цены на золото, особенно с 2006 года, и именно благодаря ему цена на золото держится высоко и сейчас. Причина высокого инвестиционного спроса кроется в динамике реальных процентных ставок, которые снижались в последние годы и уходят в отрицательную область в 2020-м.

По мере восстановления экономики и нормализации денежно-кредитной политики центральных банков западных стран переменный спрос на золото развернется обратно, и цена может существенно снизиться, однако нормализация может занять более длительный период, чем в предыдущие циклы. На этом фоне вероятность сохранения высоких цен на золото в среднесрочном периоде весьма велика, как и возможность накопления рисков у инвесторов и центральных банков.

При этом в качестве защиты от инфляции наряду с золотом выступают и другие драгоценные металлы. Покупка наиболее дешевого из них (сейчас это платина) уберезит инвестора от излишних потерь на длинном временном горизонте.

Антон Табах,
управляющий директор
по макроэкономическому анализу
и прогнозированию
tabah@raexpert.ru

Антон Прокудин,
ведущий методолог
prokudin@raexpert.ru
Ноябрь

Контакты для СМИ

+7 (495) 225-34-44
(доб. 1706, 1650)
+7 (495) 225-23-54
(доб. 1706, 1650)
pr@raexpert.ru

АО «Эксперт РА»

Москва, ул. Николаямская, дом
13, строение 2
+7 (495) 225-34-44
+7 (495) 225-23-54
info@raexpert.ru

© 2020 АО «Эксперт РА».
Все материалы сайта являются интеллектуальной собственностью АО «Эксперт РА» (кроме случаев, когда прямо указано другое авторство) и охраняются законом. Представленная информация предназначена для использования исключительно в ознакомительных целях.

Настоящая информация не может распространяться любым способом и в любой форме без предварительного согласия со стороны Агентства и ссылки на источник www.raexpert.ru

Использование информации в нарушение указанных требований запрещено.

Рейтинговые оценки выражают мнение АО «Эксперт РА» и не являются установлением фактов или рекомендацией покупать, держать или продавать те или иные ценные бумаги или активы, принимать инвестиционные решения. Агентство не принимает на себя никакой ответственности в связи с любыми последствиями, интерпретациями, выводами, рекомендациями и иными действиями, прямо или косвенно связанными с рейтинговой оценкой, совершенными Агентством рейтинговыми действиями, а также выводами и заключениями, содержащимися в рейтинговом отчете и пресс-релизах, выпущенных агентством, или отсутствием всего перечисленного. Единственным источником, отражающим актуальное состояние рейтинговой оценки, является официальный сайт АО «Эксперт РА» www.raexpert.ru.

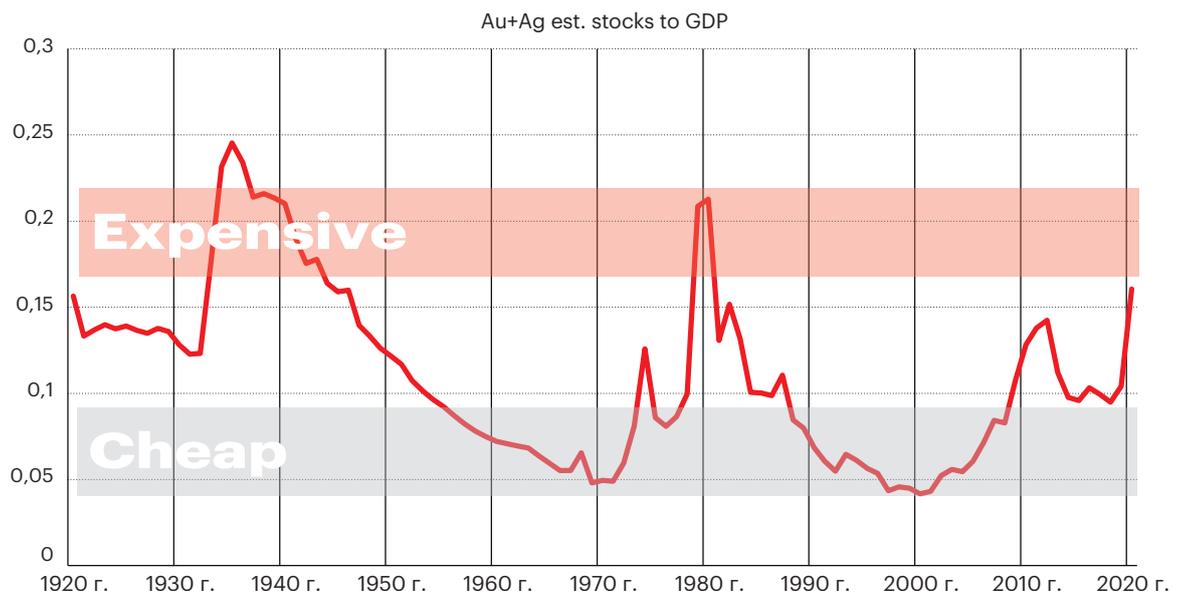
Золото и инфляция

Золото (наряду с серебром) сотни лет было основным платежным средством и обращалось в виде монет в экономиках большинства стран мира. В XIX и начале XX века золото и серебро находились в обращении параллельно с бумажными деньгами, выпускаемыми частными банками, а в 1944–1971 годах в мире действовал золотодевизный стандарт (Бреттон-Вудская система), когда в резервах у центральных банков были доллары США, а золотой запас Штатов обеспечивал доллары. После 1971 г. золото перестало использоваться в качестве обеспечения западными странами, и наступила эпоха необеспеченных денег.

На протяжении последних веков США и другие страны испытывали инфляционные скачки из-за войн и разных экономических бедствий, но обычно возвращались обратно к фиксированному курсу по отношению к золоту. При этом устойчивость банковской системы зависела от наличия достаточных запасов звонкой монеты в резервах: во второй половине XIX века нормальное соотношение между золотом и выпущенными банковскими банкнотами составляло 15 %. Поэтому барометром состояния финансовой системы являлось соотношение между денежной массой или ВВП¹ и запасом золота (и иногда серебра) в банках. В наше время такую точную отчетность не ведут, поэтому можно отталкиваться от соотношения ВВП или денежной массы ко всему золоту, добытому в мире. Учитывая, что объем денежной массы в развитых странах на примере США обычно составляет 60 % от ВВП, норма резервирования к ВВП равнялась бы 9 %.

График 1 наглядно показывает, что стоимость всего добытого золота (и серебра)² по сравнению с ВВП была высокой в 1930-х (после искусственного повышения цены на золото Рузвельтом), на рубеже 1970–1980-х (из-за взлета инфляции и потери доверия к валютам после отмены Бреттон-Вудской системы в 1971-м) и в этом году на фоне пандемии и кризиса. В спокойные времена оценка всего добытого золота и серебра опускается до 5 % от ВВП, как это было в конце 1960-х и 1990-х.

График 1. Оценка запасов золота и серебра к ВВП мира

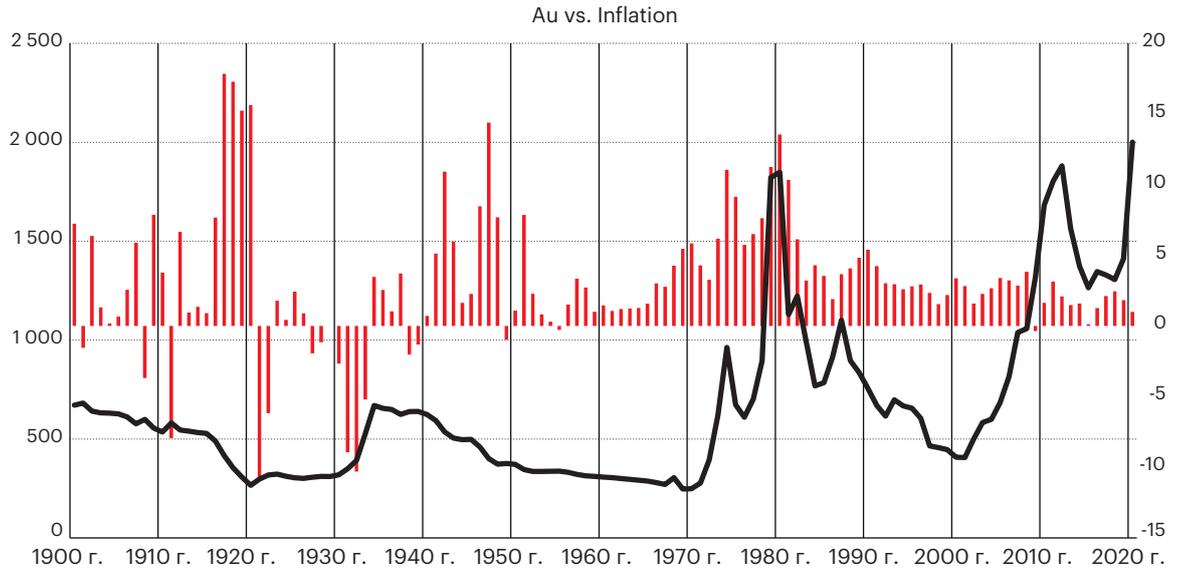


¹ Понятие ВВП и его расчеты появились в экономике только к середине XX века, в XIX веке о состоянии экономики судили по косвенным данным.

² Хотя в данных учтена оценка также всего добытого серебра, его доля в совокупных запасах добытого золота и серебра незначительная, поэтому график 1 отражает изменение цены на золото.

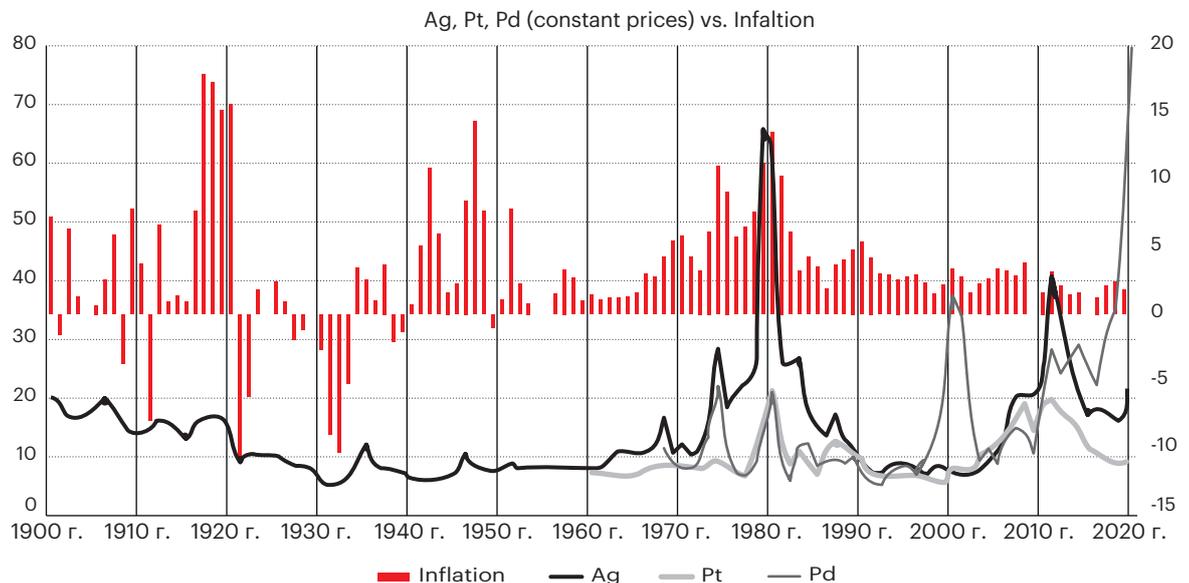
Если рассмотреть экономику США с 1900 года и уровень инфляции в ней, то становится очевидно, что после отмены Бреттон-Вудской системы высокая инфляция сопровождала рост цены на золото, однако высокая цена на золото сейчас наблюдается на фоне низкой инфляции. Поэтому причиной роста цены, вероятно, может быть не только высокая инфляция. В период золотого или золотодевизного стандарта в США высокая инфляция воспринималась как временное явление, за которым последует откат цен назад, и только в 1950-х годах стало ясно, что инфляция может быть постоянной, поэтому феномена роста цены на золото при инфляционном всплеске до середины XX века не наблюдалось.

График 2. Цена на золото (в ценах 2020 года, шкала слева) и инфляция в США (шкала справа)



Стоимость серебра и других металлов не так сильно связана с циклами инвестиций, поэтому высокие цены на них могут не совпадать с пиками золота. Для сравнения на графике 3 показаны цены на серебро, платину и палладий по отношению к инфляции в США. Хорошо видно, что серебро было на пике стоимости в 1980-м, палладий – в 2000-м и 2020-м, а цены на платину ведут себя более спокойно, и она была дорогой в 1980-м и 2008–2010 годах.

График 3. Цена на серебро (в ценах 2020 года, шкала слева), платину, палладий и инфляция в США (шкала справа)



Выбирая между драгоценными металлами сегодня, можно с уверенностью сказать, что:

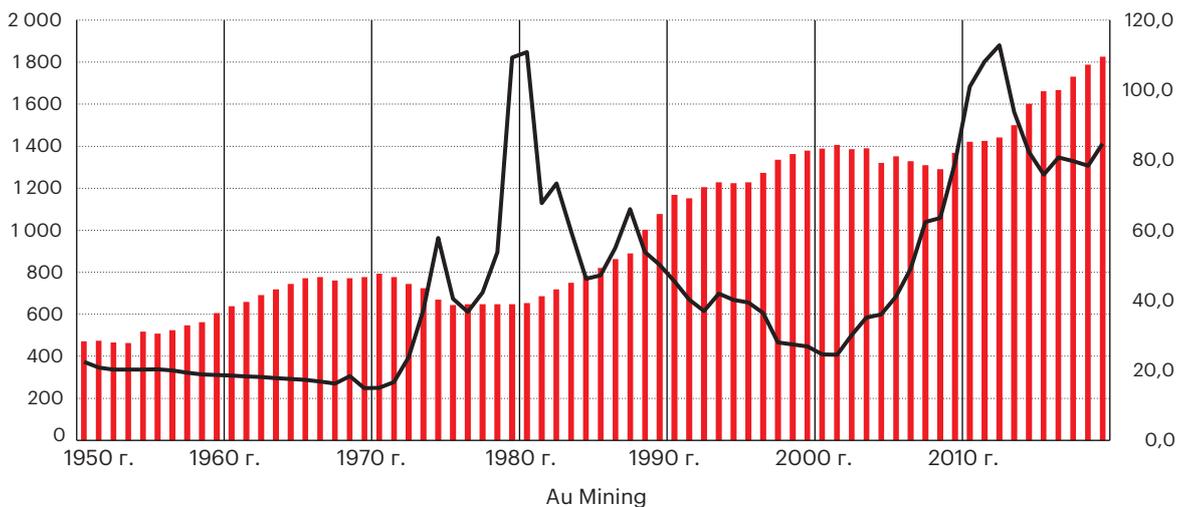
- золото стоит дорого по историческим меркам;
- палладий является самым дорогим из драгоценных металлов, и его цена имеет перспективы сильного падения;
- платина – наиболее дешевый из данных металлов,

поэтому инвесторам сейчас выгоднее выбрать не золото в качестве защитного актива, а платину. Цены на все перечисленные драгметаллы поднимаются на длинном временном горизонте вместе с инфляцией, поэтому они одинаково годятся для защиты сбережений от инфляции.

Производство и потребление золота

Производство золота росло на протяжении веков вместе с потребностью в деньгах, но и после отмены его обращения в мире отношение к этому товару как к средству сбережения сохранилось (здесь явно прослеживается логика закона Грешема), поэтому добыча золота продолжила расти и находится на рекордном уровне по итогам 2019 года.

График 4. Объем добычи золота в мире (шкала справа в млн унций) и цена на золото (в ценах 2020 года, шкала слева)

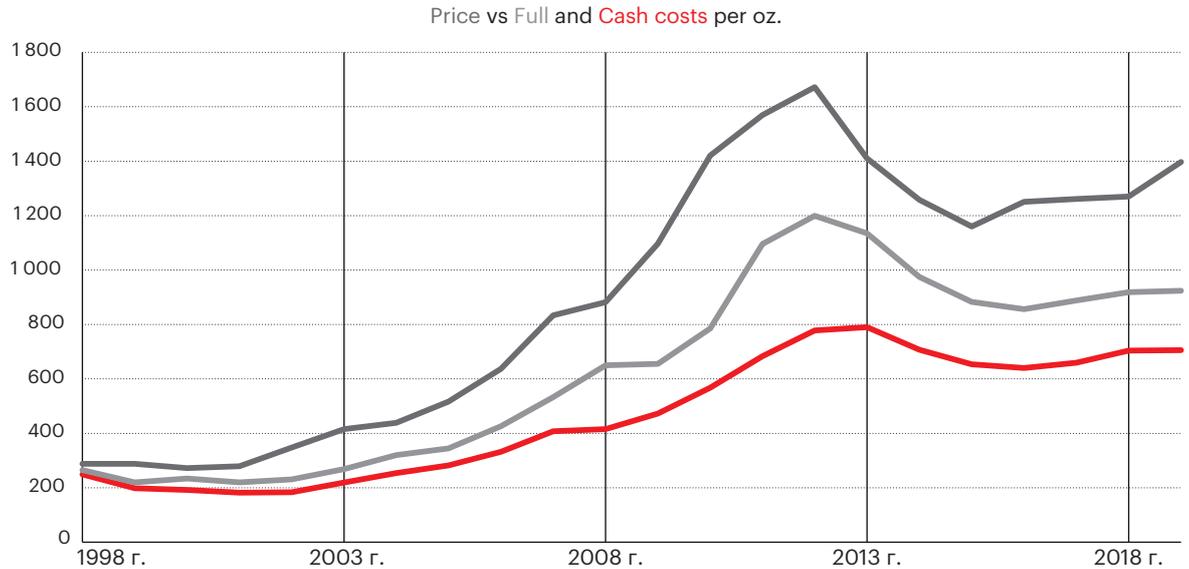


Производство золота, как будет показано далее, полностью покрывает потребности промышленности. Вторым постоянным источником золота является лом. Объемы его сбора также увеличиваются, и с 20 млн унций в начале 1990-х они выросли до 40 млн унций в последние годы. В 2019-м предложение золота из постоянных источников (добыча и лом) составило 150 млн унций в год.

При сохранении цен на уровне \$1 000–2 000 объемы добычи останутся на текущей отметке или даже возрастут, так как средняя себестоимость добычи намного ниже. Стоимость производства золота за последние 20 лет существенно возросла вслед за ценой. При этом по концу 1990-х видно, что при падении цены на золото одновременно падает и себестоимость в связи с прекращением добычи на затратных месторождениях.

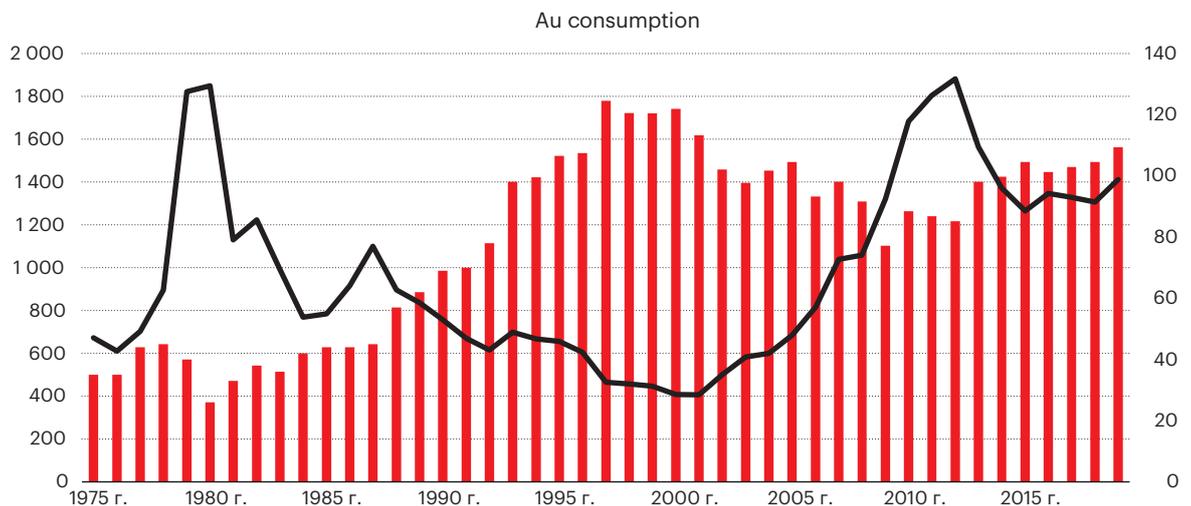
Издержки последних лет размером \$700 явно указывают на большой запас для снижения цены на золото. Предложение даже при \$700 сохранится высоким.

График 5. Цена на золото, полные затраты на добычу (AISC) и операционные затраты на добычу в среднем по 10 крупнейшим компаниям-производителям



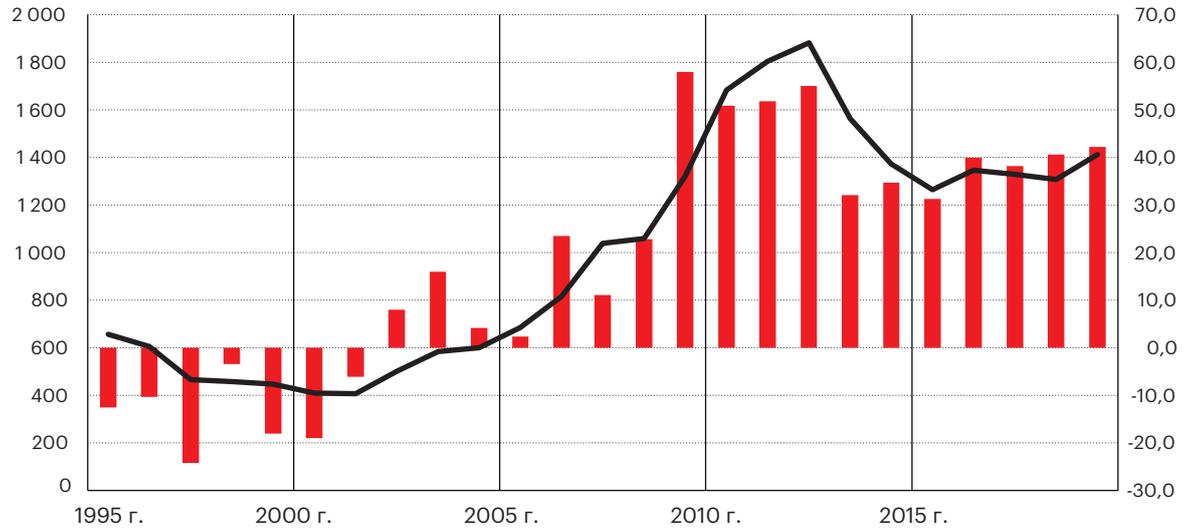
Постоянный спрос на золото состоит из его промышленного потребления: в основном производство ювелирных украшений, также электронная промышленность, производство монет. Промышленное потребление золота росло до конца 1990-х на фоне снижения реальной цены на него. Максимальный спрос составил 120 млн унций в год. Далее потребление снизилось из-за роста цены. Снижение наблюдалось и в конце 1970-х при скачках цен на золото. Очевидно, что поддержку со стороны промышленности цены на золото могут получить лишь при значениях в \$400–1 000.

График 6. Потребление золота промышленностью (млн унций, шкала справа) и цена на золото (в ценах 2020 года, шкала слева)



Баланс рынка складывается из постоянного предложения золота за минусом его промышленного потребления. Инвестиционный спрос и спрос со стороны центральных банков могут иметь как отрицательное, так и положительное сальдо, поэтому игнорируются на графике 7.

График 7. Баланс рынка золота (млн унций, шкала справа) и цена на золото (в ценах 2020 года, шкала слева)

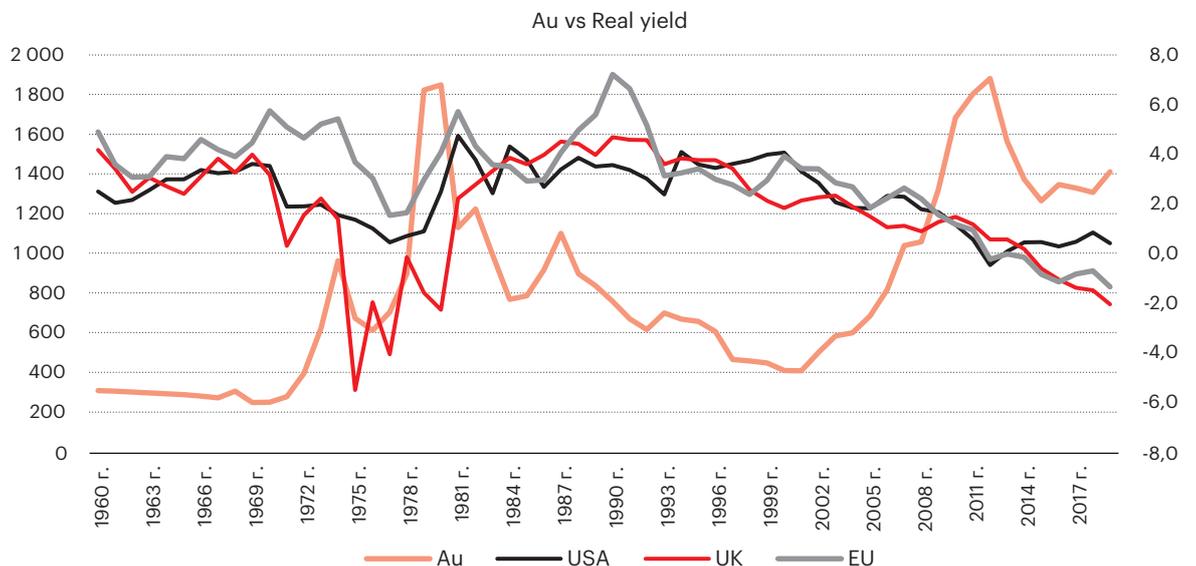


По балансу видно, что низкие цены на золото конца 1990-х сопровождались нехваткой производства, а с 2006 года наблюдается постоянный избыток золота на рынке на фоне высоких цен. Инвестиционный спрос и спрос со стороны центральных банков был негативным в 1990-е, а в последние 10 лет он поглощает 40–60 млн унций в год. Когда интерес инвесторов переключится на другие инвестиции, то цена золота может достаточно резко упасть в направлении \$500–800 за унцию, где предложение сократится, а спрос подрастет.

Цена золота и безрисковая доходность

Инвестиционный спрос на золото связан прежде всего с экономической конъюнктурой, а именно с реальными процентными ставками по госдолгу. При отсутствии возможности получить положительную безрисковую доходность инвесторы уходят в защитный актив (золото). Поэтому исторически при очень низкой реальной доходности, что бывает при двух комбинациях доходности и инфляции, цены на золото росли. При стабильной ситуации с доходностями золото не пользовалось спросом.

График 8. Реальные доходности 10-летних облигаций США, Великобритании, Германии (шкала справа) и цена на золото (в ценах 2020 года, шкала слева)

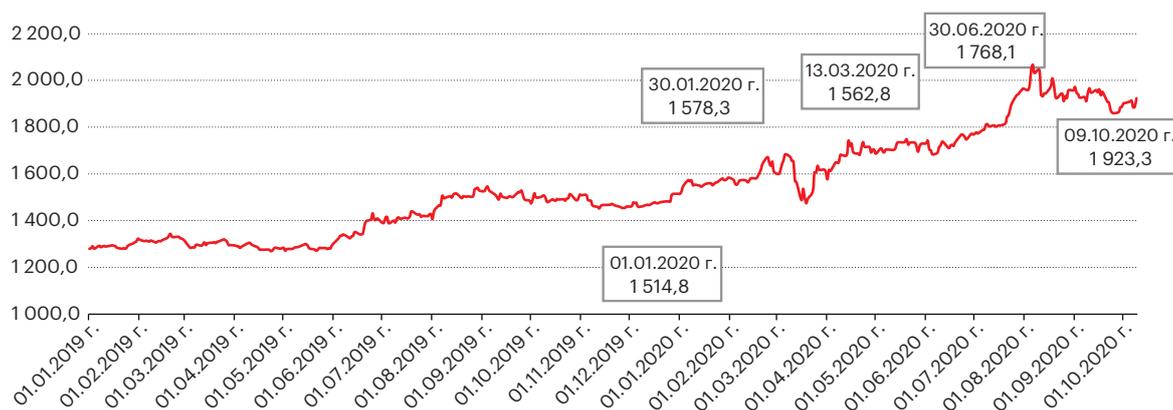


Высокие цены на золото связаны с конъюнктурой финансовых рынков, не позволяющих инвесторам заработать доходность больше уровня инфляции, что приводит к перетеканию средств в защитные активы (прежде всего в золото). При этом производство золота намного превышает постоянный спрос при существующих ценах, и изменение политики центральных банков на более жесткую приведет к перетоку инвесторов обратно из защитных активов в рисковые. Цена на золото при этом существенно упадет.

Текущая ситуация на рынке золота

В 2020 году экономический кризис, вызванный пандемией COVID-19, перевел золото в категорию главных инвестиционных хеджирующих активов. Высокий уровень неопределенности и экстра-мягкая монетарная политика центральных банков развитых стран оказали серьезное повышательное давление на уровень цен на золото, в некоторых валютах цена золота достигла рекордного значения. По результатам первого полугодия доходность золота на уровне 17% превзошла доходности всех крупных глобальных активов – индексов NASDAQ, S&P500, американских казначейских облигаций, не говоря о нефти.

График 9. Цена на золото, долларов США за тройскую унцию



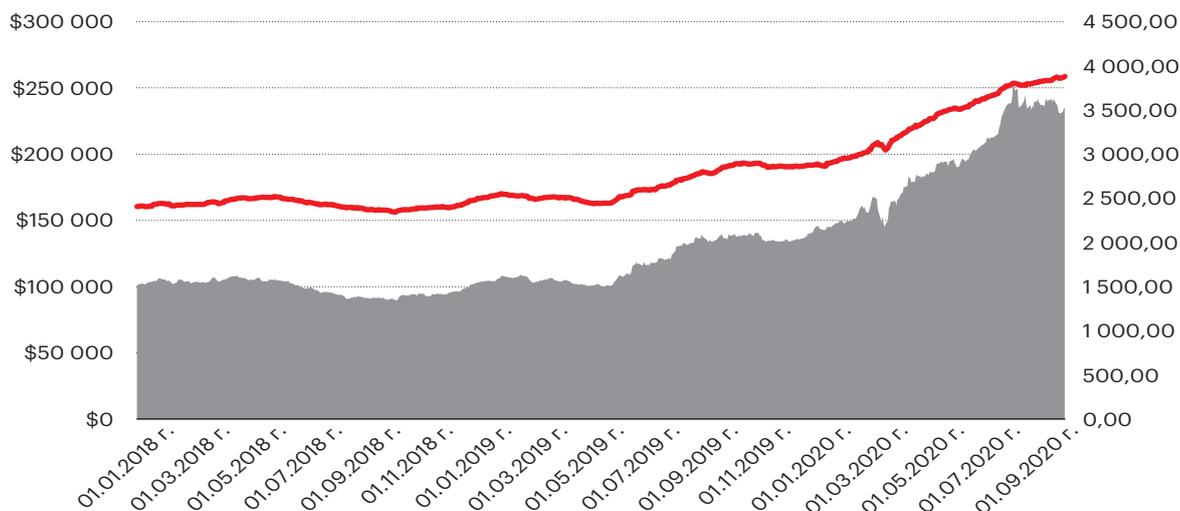
Источник: Gold Council

В первом полугодии 2020 года наблюдалось падение спроса на физическое золото (в том числе на монеты и слитки) на 6% по отношению к первому полугодью 2019 года. Спрос электронной промышленности упал на 14%, стоматологического сектора – на 30%. Спрос на ювелирные изделия упал в первом полугодии на 39% в силу ограничения экономической деятельности. Центральные банки также уменьшили спрос на золото – на 39% по отношению к первому полугодью 2019 года.

Предложение золота также упало в первом полугодии 2020 года на 6% вследствие падения добычи из-за локдаунов и ограничений экономической деятельности.

В первую очередь рост цены на золото обеспечил значительное увеличение потоков в золотые ETF. В первом квартале приток капитала в золотые ETF составил 16,6%, во втором квартале темп роста разогнался до 27%.

Во втором квартале 2020 года рост цен на золото поддерживал повышающийся уровень неопределенности – вероятность V-рецессии падала с распространением коронавируса, более вероятными становились U- и W-варианты рецессии. Центральные банки развитых и существенной части развивающихся стран расширяли меры смягчающей монетарной политики: помимо уже ставшего почти традиционным количественного смягчения были объявлены программы покупки корпоративных активов. Кроме того, свою роль сыграл рост цен на золото в первом квартале.

График 10. Вложения в золотые ETF, тонны золота, млрд долларов


Источник: Gold Council

В третьем квартале рост притока средств в золотые ETF замедлился до 14,5%, что вероятно связано с замедлением роста цены на золото в конце третьего квартала. Несмотря на замедление роста цен, основные факторы, обеспечивавшие рост цен на золота в первом полугодии сохраняются: неопределенность относительно пандемии COVID-19, мягкая политика центральных банков. Кроме того, поддерживающим фактором для цен на золото стало заявление ФРС о возможности превышения инфляцией таргета в 2% без ответных действий.

Роль золота для российской экономики

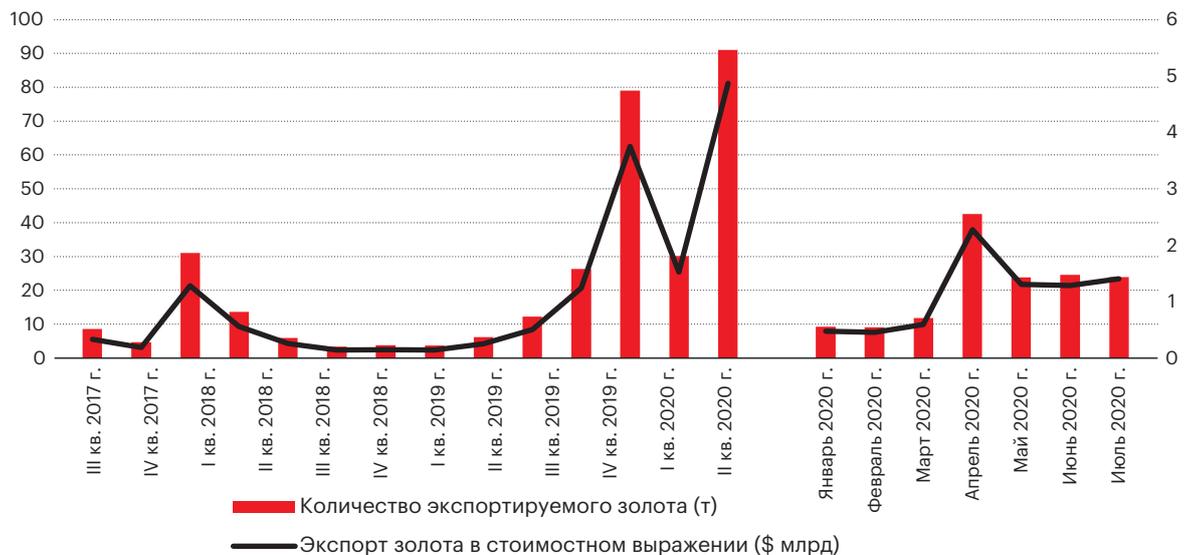
1. Экспорт

Россия – нетто-экспортер золота, причем за 2019–2020 годы экспорт золота вырос как в количественном, так и в стоимостном выражении. В 2019 году экспорт золота вырос более чем в семь раз в физическом объеме и более чем в восемь раз в стоимостном выражении по сравнению с 2018-м. Основным покупателем стала Великобритания – страна купила золота на \$5,33 млрд из проданных \$5,75 млрд. Ряд экспертов связывают рекордный спрос на золото с неопределенностью относительно Brexit. Однако, следует помнить о том, что Великобритания – крупнейший финансовый центр, поэтому существенная часть потоков может проходить через нее транзитом.

С II квартала 2020 года экспорт золота снова увеличился – пиковый экспорт в апреле составил 42,5 т, на протяжении апреля – июня Россия экспортировала примерно по 24 т золота в месяц. Рост экспорта золота в апреле 2020 года, позволивший хотя бы незначительно компенсировать падение общего экспорта РФ, связан с тремя главными факторами.

- В апреле 2020 года изменились в России правила вывоза золота за рубеж: золотодобывающим и аффинажным компаниям предоставили право получения генеральных (а не разовых) лицензий на вывоз золота за границу. Ранее предполагалась продажа золота кредитуемым компаниям банкам, а банки в свою очередь имели подобные генеральные лицензии. Золотодобывающие и аффинажные компании и ранее могли получать разовые лицензии на вывоз золота, однако это было связано с существенными дополнительными издержками.

- 1 апреля 2020 года ЦБ РФ объявил о приостановлении покупок золота для наполнения золотовалютных резервов. Фактически объем покупок снизился с начала 2020 года. Подробнее политика ЦБ РФ в отношении накопления золотовалютных резервов будет рассмотрена в следующем разделе.
- В конце марта 2020 года на фоне неопределенности, связанной с пандемией COVID-19, на рынке появились опасения относительно физического дефицита золота на Нью-Йоркской товарной бирже (COMEX). Опасения спровоцировали рост количества поставочных контрактов, а также увеличившаяся разница между ценами фьючерсов на американской бирже и спот-контрактов в Европе.

График 11. Количество и стоимость экспортируемого золота


Источник: ФТС

График 12. Доля золота в экспорте РФ, %


Источник: ФТС

Доля золота в общем экспорте РФ относительно невелика и до конца 2019 года составляла доли процента. Для сравнения: доля экспорта сырой нефти в общем российском экспорте до 2020 года составляла около 30 % (в II квартале 2020 года снизилась до 20 % в связи с падением цен на нефть). Однако в конце 2019-го и в II квартале 2020 года наблюдался значительный рост в связи с вышеописанными событиями, доля золота в экспорте в II квартале 2020 года увеличилась почти до 7 %.

Вероятно, подобная доля золота в экспорте РФ будет сохраняться на фоне относительно высоких цен на золото и низких – на нефть, а также неопределенности из-за пандемии COVID-19.

2. Налоговые поступления от золотодобычи

Добыча золота облагается налогом на добычу природных ископаемых (НДПИ). НДПИ – прямой федеральный налог, поэтому его изменение отражается в доходной части федерального бюджета. В общем случае для золота ставка налога составляет 6 %, налоговая база – стоимость добытого ископаемого (концентрата или другого полупродукта, содержащего золото).

В последние годы стоимость добытого золота сохранялась примерно на одном уровне, несмотря на колебания количества добытого продукта, аналогично сумма уплаченного НДПИ сохранялась на той же отметке – в размере около 4–4,5 % (процент ниже 6 обусловлен случаями специального налогообложения). Например, в 2019 году российская золотодобыча наработала продукта на 747 млрд рублей, что принесло в казну 34 млрд рублей НДПИ.

График 13. Количество и стоимость добытого налогооблагаемого золота



Источник: ФНС

Доля налогов на добычу золота занимает небольшую часть в доходах федерального бюджета РФ. Например, в 2019 году доля НДПИ за золото составила около 0,56 %, тогда как почти 96 % – налог на добычу сырой нефти и природного газа. Несмотря на относительно постоянную абсолютную сумму уплаченного за золото НДПИ, доля этого налога в доходах федерального бюджета снижалась на протяжении последних нескольких лет.

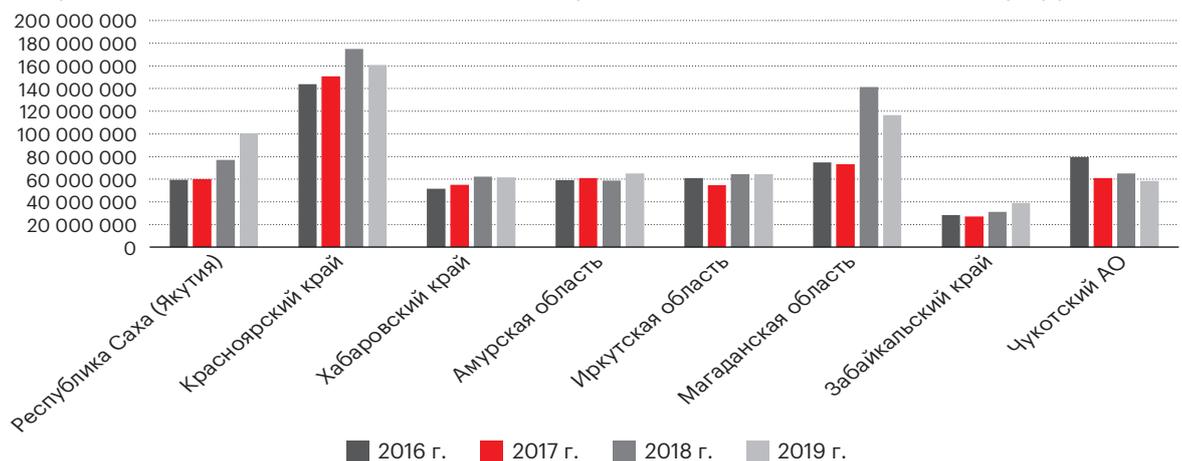
Вероятно, по результатам 2020 года можно будет наблюдать увеличение доли золотых налогов в бюджете за счет роста стоимости этого драгоценного металла и снижения цен на нефть.

Среди российских регионов по добыче золота можно выделить Республику Саха (Якутия), Красноярский, Хабаровский и Забайкальский края, Амурскую, Иркутскую и Магаданскую области, а также Чукотский АО. В сумме эти регионы добывают почти 90 % российского золота в стоимостном выражении.

Лидером по стоимости добытого золота в 2019 году (как и в предыдущие несколько лет) стал Красноярский край, в котором было добыто золота на 160 млрд рублей в стоимостном выражении.

График 14. Доля золотых доходов российского бюджета


Источник: ФНС

График 15. Стоимость добытого полезного ископаемого, концентраты и другие полупродукты, содержащие золото, налогооблагаемые по общеустановленной налоговой ставке, млрд рублей


Источник: ФНС

Центральным природным ресурсом в соответствии с начисленными налогами золото является для Хабаровского края, а также Амурской и Магаданской областей.

Таблица 1. Доля НДПИ за золото в общем начисленном НДПИ по регионам, 2019 год

Регион	НДПИ за золото, млрд руб.	НДПИ по региону в целом, млрд руб.	Доля НДПИ за золото в НДПИ по региону в целом, %
Республика Саха (Якутия)	3,87	144,14	3
Красноярский край	9,29	273,62	3
Хабаровский край	2,92	3,94	74
Амурская область	2,19	2,55	86
Иркутская область	2,72	173,42	2
Магаданская область	3,66	5,14	71
Забайкальский край	2,21	43,07	5
Чукотский АО	3,22	15,10	21

Источник: рассчитано на основе данных ФНС

Еще одна статья доходов федерального бюджета – налоги с производителей ювелирных украшений.

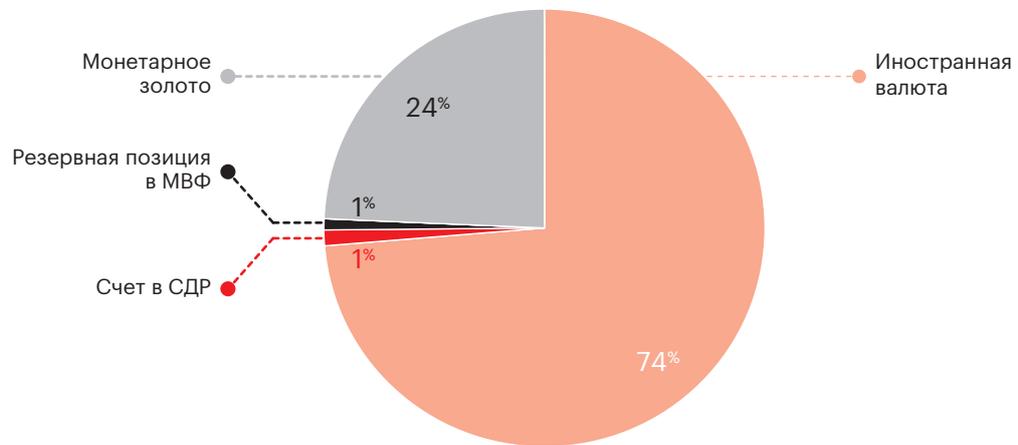
3. Золото в золотовалютных резервах России

Золото – один из важнейших активов для хранения в составе международных резервов центральными банками, один из центральных активов для международных резервов Банка России.

Международные резервы РФ на сентябрь 2020 года почти на четверть состояли из монетарного золота. Еще 74 % приходилось на иностранную валюту, по 1 % – на счет в СДР (SDR, special drawing rights), резервную позицию в МВФ.

Структура иностранной валюты в международных резервах РФ публикуется Центральным банком с задержкой в полгода для смягчения реакции рынка. На конец 2019 года в резервах РФ около 30 % занимало евро, почти четверть – доллар США, около 20 % – золото, 12,4 % – юань, 6,5 % – фунт стерлингов.

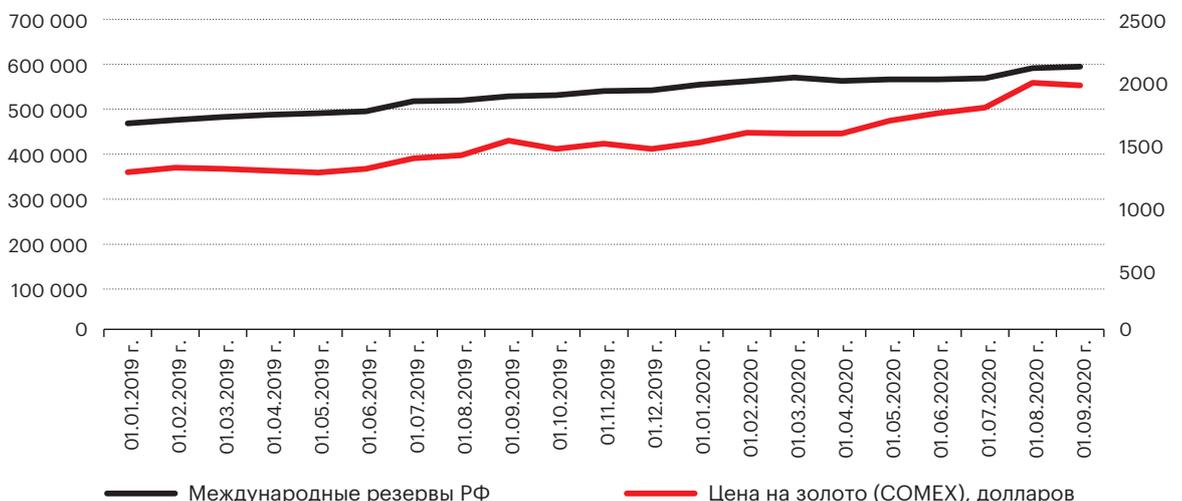
График 16. Структура золотовалютных резервов РФ, сентябрь 2020 года



Источник: ЦБ РФ

В последние годы Центробанк проводил политику дедолларизации российской экономики и с этой целью снижал долю американских долларов и евро в международных резервах, закупая в больших объемах золото и китайские юани. Объем международных резервов стабильно увеличивался в последние годы, что в 2019 году было связано с дополнительными покупками активов в ЗВР, а в 2020-м – в первую очередь с курсовой переоценкой резервов.

График 17. Объем международных резервов РФ, цена на золото



Источник: ЦБ РФ

Однако с начала 2020 года покупки золота ЦБ РФ были существенно сокращены, а в апреле Банк России объявил об остановке закупок золота. Ранее Банк России был крупнейшим покупателем золота в мире – операции проводились в целях дедолларизации валютных резервов. Например, с 2012 года Банк России закупил 1 416 т золота, а следующий крупнейший покупатель – Китай – только 894 т.

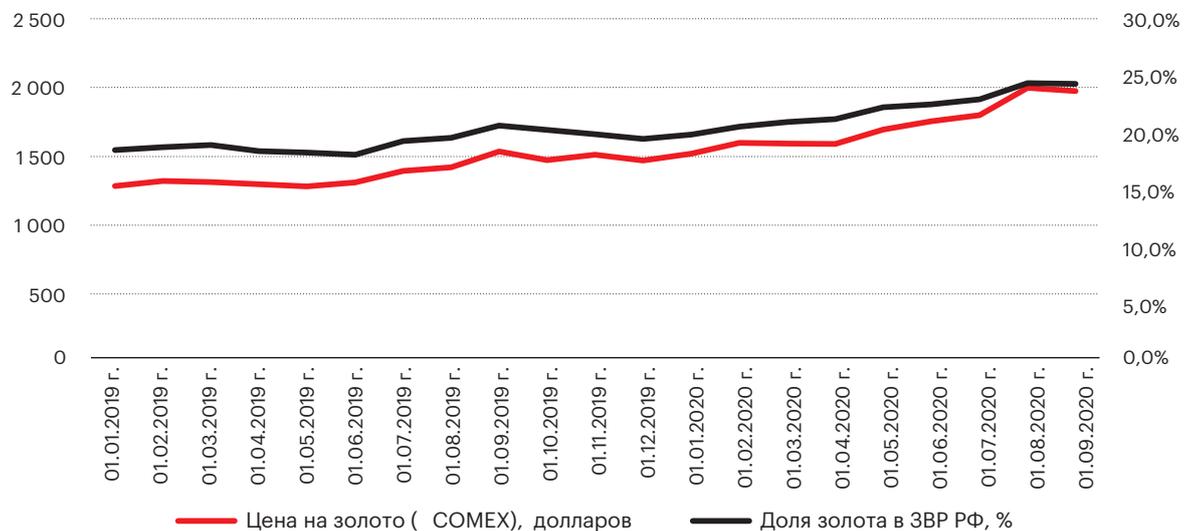
Таблица 2. Центральные банки – крупнейшие покупатели золота, объем закупок (т)³

Страна	2012 г.	2013 г.	2014 г.	2015 г.	2016 г.	2017 г.	2018 г.	2019 г.	2020 г.
Россия	74,8	77,4	173,0	206,4	200,7	223,5	274,3	158,1	28,2
Китай	0,0	0,0	0,0	708,2	80,2	0,0	10,0	95,8	0,0
Турция	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	85,9	51,4	159,0	190,2
Казахстан	33,3	28,4	48,1	30,0	36,2	41,8	50,6	35,0	-5,1
Узбекистан	0,0	47,3	57,2	37,0	17,1	7,8	18,7	-19,3	-5,3
Польша	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	25,7	100,0	0,0
Индия	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	42,3	34,5	29,2

Источник: Gold Council

Остановка в покупке драгоценного металла связана с угрозой для степени диверсификации золотовалютных резервов: на фоне пандемии COVID-19 цены на золото начали расти, а его доля в ЗВР России уже в марте 2020-го достигла 21 %, а к сентябрю текущего года превысила 24 %, что также связано с курсовой переоценкой международных резервов, а не с дополнительными закупками золота.

График 18. Доля золота в золотовалютных резервах РФ



Источник: ЦБ РФ

В настоящее время Россия находится в десятке стран по доле золота в международных резервах страны.

³ В данной таблице в отношении Турции представлены только покупки золота ее Центральным банком, а не коммерческими банками, которые могут хранить свои резервы в золоте.

Таблица 3. Страны по объему золота в ЗВР

Страна	Золото, т	Доля золота в резервах, %
США	8 133,5	79,9
Германия	3 362,4	77,1
Италия	2 451,8	72,9
Франция	2 436,1	67,8
Россия	2 299,4	24,5
Китай	1 948,3	3,7
Швейцария	1 040,0	6,8
Япония	765,2	3,5
Индия	664,2	7,8
Нидерланды	612,5	70,2

Источник: Gold Council