

## Золото. Грядущие перспективы.

### Gold – challenging fundamentalism

**В золотодобыче, как и в добыче нефти и газа, технологические вопросы вторичны по отношению к рыночным, что является не особенно позитивной новостью. Камад Накви, аналитик по драгоценным металлам компании Barclays Capital Research излагает экономические и инвестиционные факты, которые не способствуют радужному восприятию перспектив золотодобывающей отрасли.**

**П**росматривая комментарии по рынку золота за последние месяцы можно было подумать, что золото является производным инструментом от Евро,

судя по их корреляции. В результате столь тесной зависимости в индустрии наблюдается некоторая эйфория как в отношении высоких цен на металл, так и в отношении структурных проблем, все еще стоящих перед рынком золота.

Со стороны «быков» слышно все больше идей о том, что золото находится лишь в начальной стадии большого роста. Эта эйфория в основном основывается на пяти «фундаментальных» идеях:

1. Цены на золото всегда будут расти.
2. Спрос будет увеличиваться благодаря Китаю (опередив Индию).
3. Предложение снижается.
4. Центральные Банки снова «поверят» в золото.
5. Долгосрочные инвесторы вернуться к вложениям в золото.

Мы полагаем, что большинство «бычьих» идей для рынка золота сильно преувеличены, бездоказательны или неправильны. Это не означает, что мы видим падение цен на золото ниже уровня в 300 долл.США за унцию. Это, однако, означает, что в общеэкономическом смысле (дальнейшем глобальном росте) цены на золото будут находиться под увеличивающимся давлением. Для золотодобывающих компаний это означает, что ценовые колебания их акций будут в большей степени отражать результаты деятельности компании, нежели напрямую зависеть от цен на золото.

### Цены на золото всегда будут расти.

Обратная зависимость между курсом доллара США и ценой на золото сейчас рассматривается как основа для тренда цены на золото, однако рост цен на золото начался совсем не с этого.

Основа для этого роста возникла в 1999 году, когда европейские центральные банки приняли коллективное соглашение ограничить продажи золота до уровня 400 тонн в год, убрав, таким образом, опасения нескончаемого потока продаж. Это событие имело неожиданный эффект на захедржированные позиции золотодобывающих компаний, волатильность и процентные ставки по золоту и, позднее, привело в вынужденному, а позднее добровольному, закрытию форвардных позиций, позднее получившему название «рас-хеджирование». Снижение рынка акций США с начала 2000 года вынуждало инвесторов искать альтернативные активы, включая золото, в то время, как последовательное снижение процентных ставок в США снизило стоимость владения металлом. В конце концов, всеобщие страхи после трагедии 11 сентября, затем войны в Афганистане и Ираке – на фоне всего этого золото исторически считалось средством сохранения стоимости в нестабильное время.

Конечно, в течение этого периода тренд валютного курса доллара США был важным фактором для тренда цен на золото, важным но не единственным. Сейчас, в 2004 году, большинство из факторов, не связанных с курсом доллара США, ослабили свое влияние, оставив золото на то чтобы быть зеркальным отражением курса американского доллара. В компании Barclays Capital мы прогнозируем рост евро до 1.33 в течение ближайших трех



Рас-хеджирование позиций золотодобытчиками обеспечило первоначальный импульс, но не более того

\*kamal.naqvi@barcap.com, tel: +44 (0)20 7773 6573



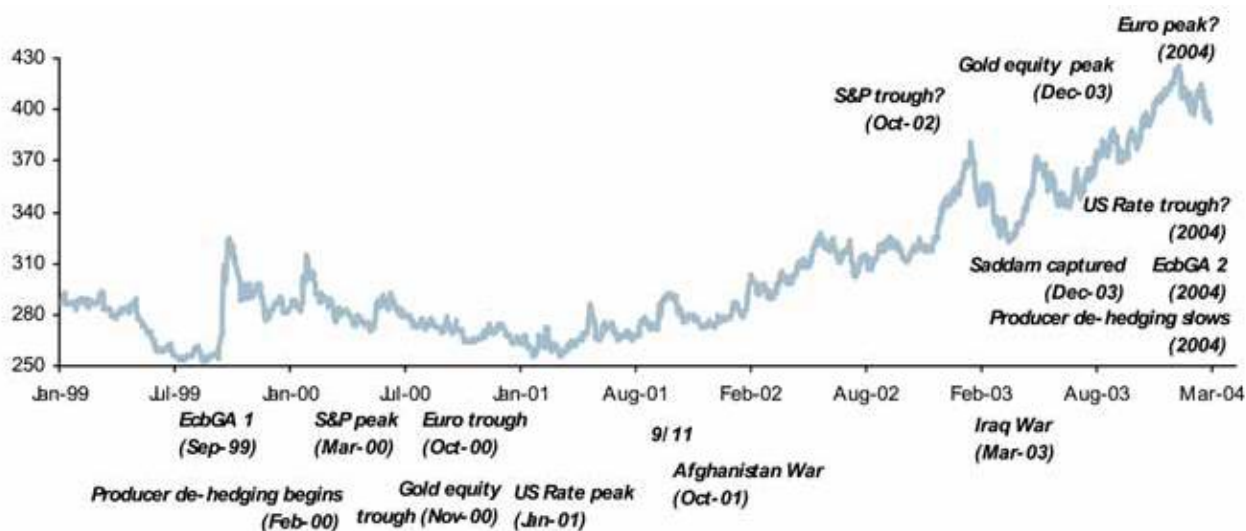
Циклическое снижение процентных ставок в США также оказало поддержку



Рост цен на сырье на фоне роста стоимости акций. Сейчас иная ситуация



Много зависит от судьбы евро... Но так ли много?



месяцев, что вызовет повышение долларовых цен на золото до новых уровней. Однако, к концу года Barclays Capital видит восстановление доллара до уровня 1.18 к евро, и, следовательно, в отсутствие влияния других факторов, к концу года мы ожидаем коррекцию цен на золото до \$350/тр.унц.

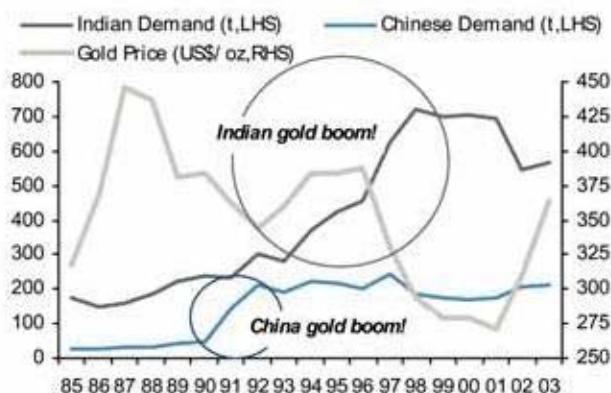
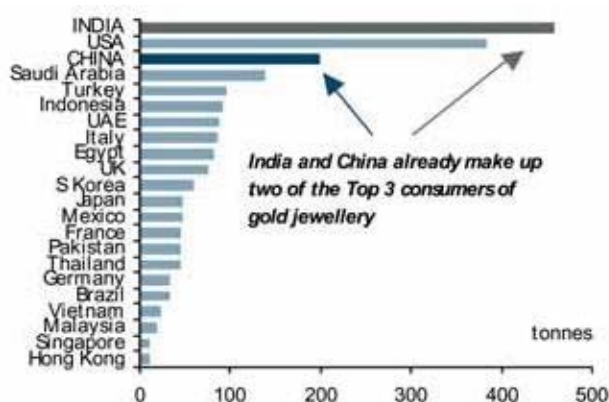
### Спрос будет увеличиваться благодаря Китаю.

Китай стал весьма важной темой для сырьевых рынков. Однако золото до сих пор было исключением, так как спрос со стороны Китая стагнировал за последние 10 лет, по сравнению со спросом на другие сырьевые товары, увеличившимся в несколько раз. Это привело к прогнозам, что рост китайского спроса на золото неизбежен благодаря росту доходов и большей либерализации местного рынка золотых слитков.

Однако эти прогнозы требуют комментария. Во-первых, Китай и так является третьим в мире потребителем ювелирных изделий. Во-вторых, Китай уже испытал взрывной рост спроса на золото в период с 1989 по 1992 год, когда спрос на золото увеличился с 40

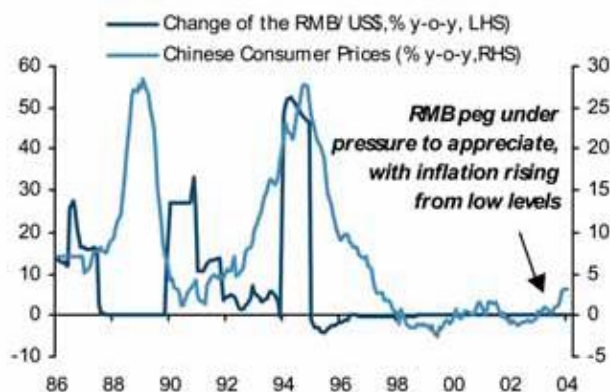
до 210 тонн. Этот рост был вызван либерализацией рынка, ростом доходов и обесцениванием национальной валюты. Интересно, что с тех пор уровень спроса не увеличивался, а также, что подобная ситуация наблюдалась в Индии в конце 1990-х. Разница лишь в том, что начальный уровень спроса был 200 тонн, затем подскочил до 700 тонн, прежде чем опустится до текущего уровня в 600 тонн в год.

Высокий спрос на золото на развивающихся рынках объясняется тем, что в отсутствие альтернативы, золото играет ключевую роль для хеджирования инфляционного риска и риска обесценения национальной валюты. Однако, с 1990-х годов в Китае и Индии (крупнейшие азиатские рынки) наблюдалась тенденция стабильности валютного курса и дезинфляции. Некоторое время назад экономический рост выразился в укреплении национальных валют, в то время как инфляция оставалась под контролем. Это не совсем те обстоятельства при которых наблюдался повышенный спрос на золото на развивающихся рынках.



Китай и Индия самые крупные потребители ...

после бума на золото в этих странах в 1990-х.



Китай: давление на усиление национальной валюты и низкая инфляция

Индия: усиление курса Рупии и низкая инфляция

Тем не менее, потенциально огромный спрос на золото со стороны Китая объясняется не столько макроэкономикой, сколько ростом населения. В Китае наименьший уровень потребления золота на душу населения, и это аргумент в пользу роста этого коэффициента по мере дальнейшей либерализации рынка золота. При таком населении и традиционной привязанности к золотым изделиям можно предположить что уровень потребления золота на душу населения поднимется до уровня Индии, и, следовательно, спрос на золото в Китае может вырасти в три раза.

Однако в реальности все сложнее. Подобный анализ довольно поверхностен, так как он не принимает во внимание изменения в структуре спроса. Более глубоким анализом было бы проанализировать процентную часть дохода, которая тратится на золото. При таком сравнении Средний Восток, Индийский полуостров и страны Азии очевидно и предсказуемо тратят на золото существенно большую часть своего дохода. Китай, с другой стороны, находится в середине таблицы, в то время как западные страны тратят на золото наименьшую часть дохода.

Очевидно, что по мере развития экономики, способы расходования денег и возможности для инвестирования существенно расширяются. Это помогает объяснить почему спрос на золото в Китае

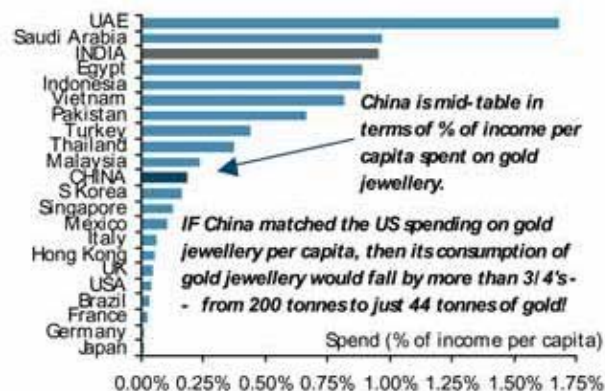
за последние десять лет не увеличивался несмотря на быстрый рост экономики. На самом деле, в конкуренции за растущий располагаемый доход в Китае золото очень быстро теряет свою долю рынка. При условии, что экономическое развитие Китая продолжится и сохранится увеличивающееся глобальное влияние западной культуры (а оно негативно для золота), мы можем предположить, что расходы на золото в Китае будут продолжать снижаться. На самом деле, это может оказаться справедливым не только для Китая, но и для других крупных покупателей золота!

Этот тренд снижения части дохода которая тратится на золото заставляет нас полагать, что, в долгосрочной тенденции, для золотодобывающей промышленности весьма важно восстановление спроса на золото (как ювелирные изделия, так и в качестве объектов инвестиций) со стороны западного мира. Запад не только имеет наибольший потенциал роста спроса (для увеличения доли в расходах), но может усилить существующие позиции золота в развивающихся экономиках, и замедлить снижение доли располагаемых доходов затрачиваемых на золото. Конечно, все это нелегкая задача, но это не делает ее менее важной.

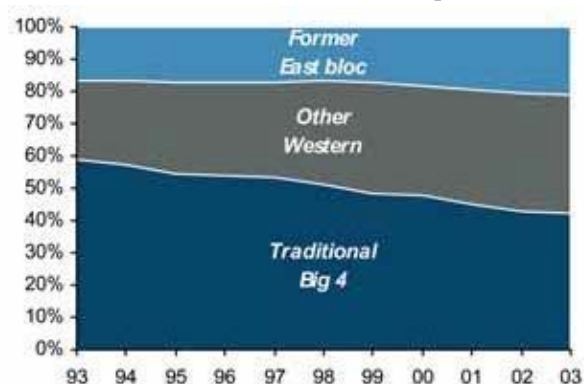
### Предложение падает.

Несмотря на повышательный тренд в области государственных продаж золота, а также в области предложения переработанного золота, ожидания

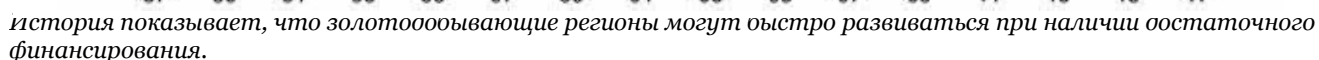




Упасение ... снижение части дохода затрачиваемой



ПРОЦЕССУАЛЬНЫМИ ДОПОЛНИТЕЛЬСТВАМИ

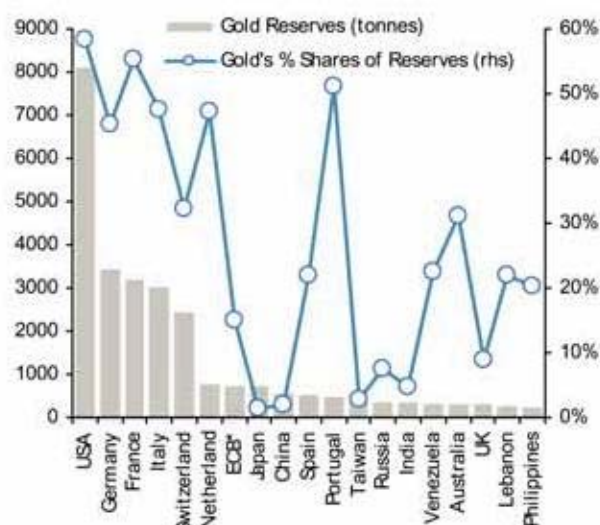


на разведку, а ближайшие годы ожидается снижение запасов нескольких крупных месторождений. Однако, основная проблема с этим аргументом заключается в том, что он базируется на опыте западных золотодобывающих компаний и профиля их добычи в традиционных основных добывающих странах, таких как Южная Африка, США, Канада и Австралия.

## Снижение запасов, рост затрат и экологическое давление



Международные официальные резервы (СДР, млрд.)



крупнейшие 20 владельцев официальных золотых запасов

способствуют снижению добычи золота в Южной Африке и Северной Америке, и мы считаем, что этот тренд будет иметь продолжение.

Однако, это еще не все. Несмотря на то, что добыча золота четырьмя основными золотодобывающими странами снижалась с 1996 года, мировая добыча золота росла до 2001 года и затем оставалась на прежнем уровне. Это происходило благодаря росту в 1990-х в Южной Америке, иных странах Африки и Северо-Восточной Азии, вместе с тем недавно мы наблюдали рост добычи в странах бывшего Восточного блока. Этот рост свел на нет сокращение добычи со стороны традиционных золотодобытчиков. Важно, что потенциал и текущая деятельность в таких странах, как Китай и Россия предполагают, что этот тренд не только продолжится, но и усилится, особенно принимая во внимание текущие уровни цен и доступность любых видов финансирования на развитие проектов. Принимая все это во внимание мы полагаем с уверенностью, что ожидания глобального снижения добычи золота вряд ли оправдаются.

### Центральные Банки снова «поверят» в золото.

Одной из «бычьих» тем для золота набравших вес за последние месяцы является идея, что азиатские центральные банки постараются заменить свои огромные резервы в активах, деноминированных в американских долларах на золото. Эти надежды и, в некоторых случаях, ожидания возникли в январе после комментариев японского министра финансов Садакацу Танигаки: «Существуют различные обсуждения о положении, которое золото занимает среди международных резервов, даже среди чиновников ответственных за валютные операции. Мы с осторожностью будем относиться к подобным вещам, так как они могут повлиять на рынок золота. Я имею в виду, что эффект на рынок золота может быть весьма значительным, поэтому я бы хотел отнестись к этому с осторожностью.»

Мы оставим в стороне тот факт, что азиатские долларовые резервы увеличиваются в результате интервенций с целью предотвратить укрепление национальных валют, а не как следствие решений по размеще-

нию активов. В самом деле, покупки золота не только не помогут их национальным валютам, но и то, что азиатские центральные банки начали покупать золото вместо долларовых активов может еще больше ослабить доллар США. Аргумент для приобретения золота азиатскими центральными банками основан, во-первых на том, что азиатские центральные банки имеют чрезмерные вложения в снижающийся доллар США, но все еще проявляют осторожность к вложениям в Йену или евро, и, во-вторых, что альтернативная стоимость владения золотом существенно снизилась благодаря снижению процентных ставок.

Нет сомнения, что крупные азиатские центральные банки имеют небольшую долю золота в своих резервах, по сравнению с европейскими центральными банками и ФРС США. Стоит, однако, заметить, что Япония (765 тонн) и Народный Банк Китая (600 тонн) входят в десятку крупнейших держателей золота, и на самом деле, держат количество золота, сопоставимое с ЕЦБ (767 тонн). Разница, конечно, в доле золота в общей сумме резервов.

Мы старались развенчать надежды, что азиатские центральные банки покупают золото, на фоне широкомасштабных продаж центральными банками золота в последнее десятилетие. Стоит, однако, освежить наш скепсис:

- Низкая доходность** – можно сказать, что доходность долларовых активов значительно упала. Однако, золото это не только очень низкодоходный актив, возможность кредитования золотом весьма ограничена: из 30,000 тонн золота, находящегося в официальных резервах только 4000 тонн обращается на рынке кредитования. Рынок кредитования золотом, по крайней мере в настоящее время, определяется спросом заемщиков, который существенно сократился из-за снижения форвардных продаж добывающими компаниями, минимумом спекулятивных коротких продаж и низким спросом на наличный металл.
- Низкая ликвидность** - по данным Банка Международных Расчетов (БМР), Трехлетнего Обзора Центральных Банков в области Валютных Операций и Рынка Деривативов в 2001 году, выпущенного в марте 2002 г., средний дневной оборот

в мире на валютном рынке составлял почти \$1200 млрд. Это можно сравнить со средним дневным оборотом золота в апреле 2001 года, по информации бирж LBMA, Comex и ТОСОМ, в объеме \$7.3 млрд. В соответствии с обзором БМР 2001 г. И информации основных рынков золота, ликвидность золота лишь немного превышает ликвидность новозеландского доллара.

iii. Выйти не просто – необходимость для европейских центральных банков иметь соглашение с целью ограничить золотые запасы, это весьма жесткий пример трудности избавления от больших наличных запасов золота. Само существование этого соглашения – это очень существенный фактор и пример для других центральных банков, которые могут рассматривать вопрос об увеличении своих золотых запасов до значительного уровня.

iv. Сложно войти – даже если одна из крупных азиатских стран захочет увеличить золотые резервы до значительного уровня, она не сможет это сделать без существенного влияния на цену золота из-за небольших размеров рынка. Например, если Япония захотела бы иметь такую же пропорцию золота в своих резервах как и ЕЦБ, ей пришлось бы приобрести на рынке почти 6800 тонн. Принимая во внимание, что это соответствует добыче золота за 2,6 лет, такая схема выглядит невозможной для реализации иначе как гигантской рыночной сделкой..

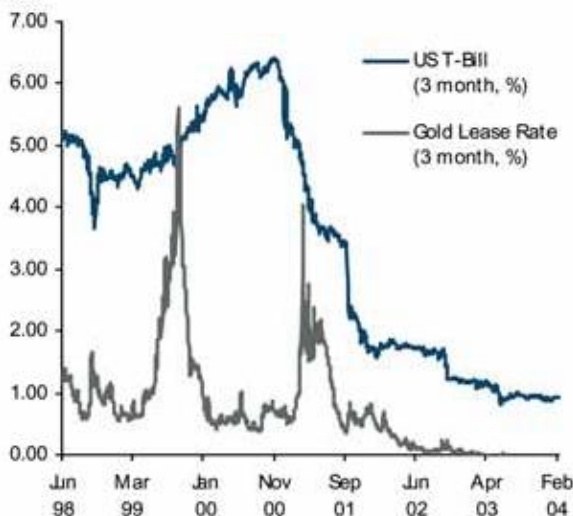
Есть ли надежда? Для тех кто верит в золото надежда всегда есть! До сентября 1999 мало кто на рынке верил в то, что европейские центральные банки могут объединиться и подписать соглашение об ограничении продаж золота на рынке, однако это случилось и фундаментально изменило рынок. Если какая-нибудь азиатская страна примет решение об увеличении доли золота в своих резервах, то, прежде чем европейские центральные банки подпишут новое соглашение (увеличив на следующие 5 лет объем годовых продаж с 400 до 500 тонн), азиатская страна, вероятно, договорится с Европой о покупке нескольких тысяч тонн вне рынка.

На наш взгляд, одноразовая крупная сделка это единственный практический путь, которым крупный азиатский центральный банк может увеличить свои резервы значительным образом. Таким образом, новое соглашение европейских центральных банков уничтожает сколько-нибудь реалистичные надежды на то, что азиатские центральные банки могут начать широкомасштабные покупки золота!

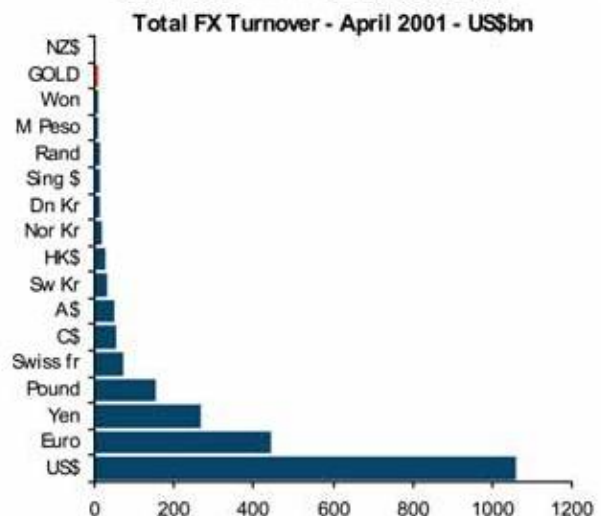
### Долгосрочные инвесторы вернуться к вложениям в золото.

Аргументы в пользу вложений в золото с целью диверсификации портфеля, хеджирования рисков инфляции и рисков обесценения доллара США и т.п. не новы. Рост альтернативных активов и, конечно, восстановление цен на золото вернуло этот металл на экраны некоторых инвесторов. Тем не менее, после длительного снижения цен, практические препятствия для многих потенциальных инвесторов, особенно институциональных, означает, что инвестирование в наличное золото связано со значительными трудностями и затратами по сравнению с альтернативами.

Однако, спонсированные Расписки на Золотые Слитки (Gold Bullion Securities), спонсированные World Gold Council, попытались справиться с этой проблемой путем введения в торговлю на биржах Фондов на Золотые Слитки (gold bullion funds, ETFs). Эти ETF имеют листинг, как и любые другие ценные бумаги на бирже акций, и каждая акция представляет собой одну десятую унции на аллокированном металлическом счете. Таким образом держатель ETF владеет наличным золотом, но освобожден от всех проблем, связанных с приобретением и хранением наличного металла. Эту схему стали применять в Австралии в марте 2003 и она стала уверенно набирать обороты в течение всего года. Еще более впечатляющим был ее запуск в Великобритании, где за первую неделю чистые активы выросли на 25 тонн. Однако с тех пор этот инструмент находился в стагнации. Большие надежды возлагаются на листинг в США, который ожидается уже несколько месяцев. Они основаны на больших объемах инвестиций фондов в

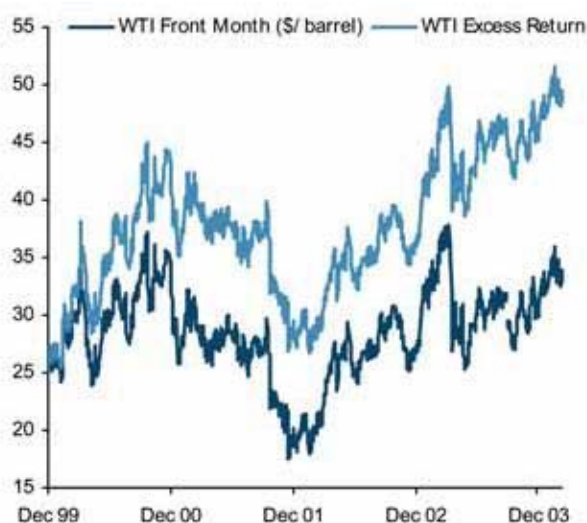
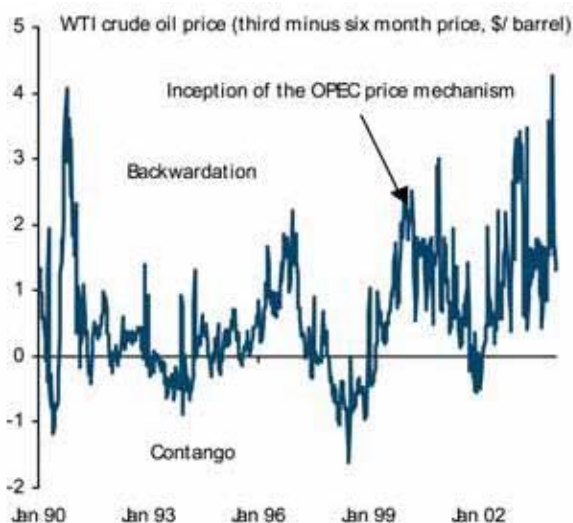
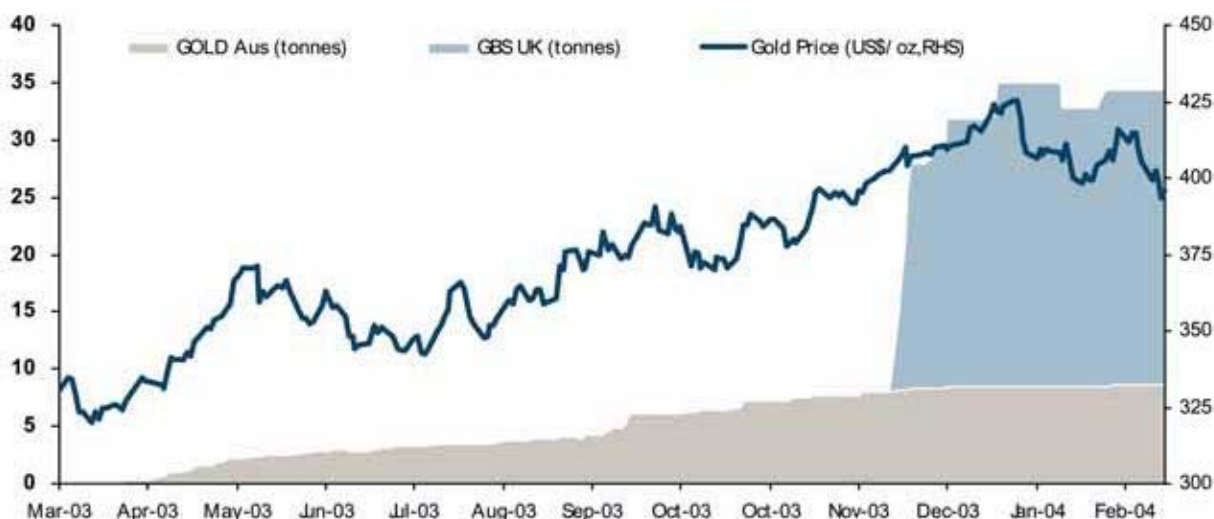


Больше чем просто альтернативна стоимость вложения ...



... основной проблемой является отсутствие ликвидности.





Временная структура цен на сырую нефть

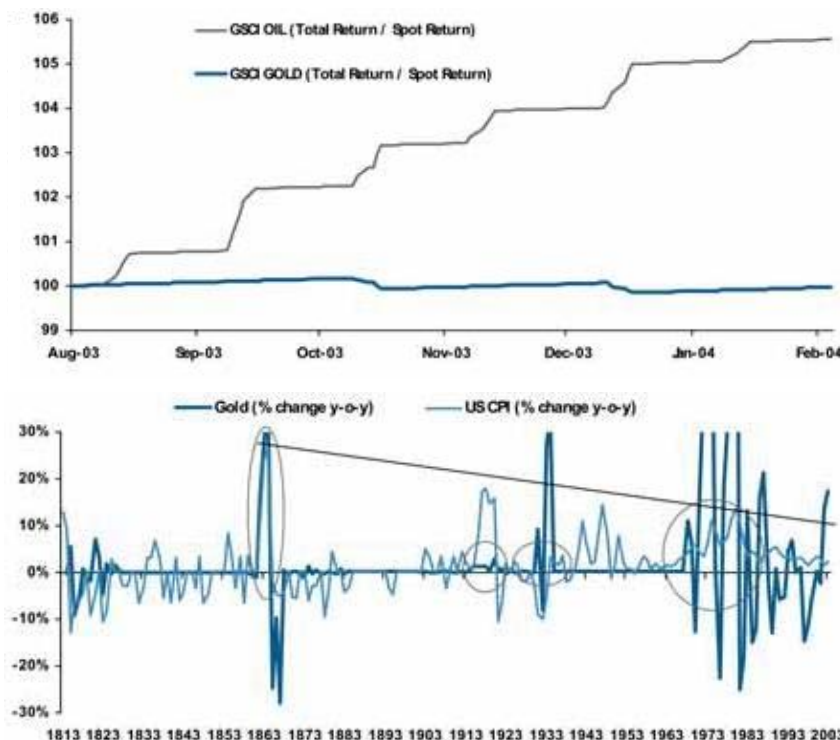
Бэквордация повышает доходность вложений в нефть

США, а также традиционно высокий уровень вложений в акции золотодобывающих компаний.

В недавно опубликованном обзоре, Barclays Capital Equity Gilt Study 2004, детальный анализ подтвердил, что инвесторам стремящимся найти защиту от инфляции необходимо создавать диверсифицированные портфели вложений в реальные активы (акции, сырье и права владения имуществом), комбинируя активы с разными характеристиками волатильности. Более интересно, особенно, в отношении к золоту, анализ выявил, что сырье является лучшим активом для защиты от любых неожиданных скачков инфляции (и это имеет непосредственное отношение к золоту, мы вернемся к этому ниже). Однако, сложность получения реального дохода от инвестиций в сырье не так хорошо известна. Не движение вверх спотовых цен, но доход от пролонгирования фьючерсных контрактов является

самым важным фактором, генерирующим прибыль от вложений в сырье на средние и длинные сроки.

Инвестор в акции закладывает на будущие доходы компании, инвестор в облигации – на колебания процентных ставок. И то и другое в целом отражают ожидания успешной деятельности компании и общеэкономические условия. В противоположность этому рынки сырья складываются в результате взаимодействия наличного спроса и предложения в конкретный момент времени. При покупке фьючерсного контракта на нефть и его пролонгации инвестор получает доход от колебаний спроса и предложения, которые периодически выталкивают цены на сырье, например, нефть резко вверх. Еще более важным моментом является возможность получения прибыли вследствие фактора, характерного только для рынка сырья, и называемого бэквордация.



*Отсутствие прибыли от пролонгации означает отсутствие в портфелях фондов*

*Лучшими аргументами в пользу золота могут быть внезапные скачки инфляции*

Понятие бэквордации на фьючерсном рынке сырья прямо относится к взаимодействию наличного спроса и предложения, которое определяет цены на сырье. Оно отражает факт, что в условиях нехватки металла, конечным потребителям для поддержания производственной деятельности ничего не остается кроме как платить премию за своевременную поставку наличного металла. Это приводит к понижающейся кривой цен по времени на фьючерсном рынке в которой фьючерсные цены активного месяца превышают фьючерсные цены последующих месяцев. Пока существует подобная ситуация, инвестор получает дополнительную прибыль за пролонгацию открытой позиции с активного месяца на более поздние. Когда нехватка конкретного сырья наблюдается в течение продолжительного срока, контракты более поздних месяцев также вырастут в цене, когда эти месяцы станут активными, генерируя дополнительную прибыль от пролонгации открытых позиций.

Существует неправильное понимание обратной ситуации (контанго, когда фьючерсные цены более дальних сроков превышают цены более близких сроков), отражающей стоимость хранения сырья. Оно заключается в том, что контанго считается «нормальной» ситуацией для рынка и что стоимость пролонгации позиций съедает прибыль от инвестиции в сырье. На самом деле, многие рынки большую часть времени находятся в ситуации бэквордации, нежели контанго. Более того, в то время как для ситуации контанго существует теоретический предел, единственным пределом для ситуации бэквордации служит желание или способность потребителя платить премию за поставку сырья на определенных условиях и в конкретные сроки. В общей ситуации, чем уже рынок на данный вид сырья, тем шире бэквордация.

Из этого следует, что инвестор, который открыл обычную длинную позицию по фьючерсам на нефть в конце 1999 года получил существенную прибыль от пролонгации контрактов.

Из 50-ти переносов позиции на более поздний срок, 33 были бы сделаны в условиях бэквордации. Из прибыли в 24 доллара на баррель нефти к сегодняшнему дню, примерно 16 долларов на баррель возникло бы как результат пролонгации на более поздние сроки, и только 8 долларов на баррель было бы следствие повышения спотовой цены..

Однако, золото весьма редко находится в ситуации бэквордации вследствие значительных частных и государственных запасов, которые доступны рынку по низким процентным ставкам (процентные ставки по золоту). Следствием преобладания ситуации контанго на рынке золота является отсутствие дохода от пролонгации контрактов. На графике ниже показана разница в доходе на рынке золота и рынке нефти, возникающая вследствие этого, за последние 6 месяцев, не говоря уже о более длительных сроках. Ситуация постоянного контанго на рынке золота и, как следствие, отсутствие дохода от пролонгации фьючерсных контрактов на золото, позволяет сделать прямой вывод, что золото не является гарантированной защитой от инфляции, которая является столь важной для пенсионных фондов.

Тем не менее, в то время как почти постоянное состояние контанго на рынках золота означает, что удерживать процентное соотношение золота в структуре базового портфеля для пенсионного фонда достаточно трудно, если не невозможно, это не означает, что золото не может играть какой-нибудь роли для таких фондов (и, в принципе, для любого портфеля). Инвестиции пенсионных фондов варьируются между «стратегической» базовой структурой портфеля и «тактическими» вложениями. Золото, конечно, может быть включено в «тактические» инвестиции. Мотивации для таких инвестиций могут быть основаны на разных идеях, хотя основной спектр идей все-таки находится в области различных валютных или инфляционных сценариев.



Возможность кризиса доллара США – это очевидный сценарий при котором стоит рассматривать инвестиции в золото. Однако, мы возвращаемся в обзор Equity Gilt Study 2004, в котором сырье считается лучшим инвестиционным активом для защиты от внезапных скачков инфляции. Этот аргумент в наибольшей степени относится к золоту, которое за большой период времени (см. график ниже) показало себя в качестве впечатляющего средства хеджирования от рисков инфляционных скачков и продемонстрировало лучшую ценовую динамику по сравнению с другими сырьевыми активами за этот период. Далее, вероятность увеличения инфляции возрастает, принимая во внимание опасения по поводу слишком свободной монетарной политики; уровней частного, корпоративного и государственного долгов, завышенных цен на недвижимость; а также повышающихся цен на сырьевые товары. Мы считаем эти аргументы наиболее вескими в пользу тактических или страховых инвестиций в золото.

### Выводы.

Мы полагаем, что большинство «бычьих» идей для рынка золота сильно преувеличены, бездоказательны или неправильны. Это не означает, что мы видим падение цен на золото ниже уровня в 300 долл.США за унцию. Это, однако, означает, что в общеэкономическом смысле (дальнейшем глобальном росте) цены на золото будут находиться под увеличивающимся давлением.

1. Еще один рывок цен на золото вверх. Рост цен на золото

начался и поддерживался многими специфическими для рынка золота, а также общеэкономическими факторами. Однако, большинство из них ослабили поддержку золота, оставив его зависеть в основном от изменения курса евро. В компании Barclays Capital мы прогнозируем рост евро до 1.33 в течение ближайших трех месяцев, что вызовет повышение долларовых цен на золото до новых уровней. Однако, к концу года Barclays Capital видит восстановление доллара до уровня 1.18 к евро, и, следовательно, в отсутствие влияния других факторов, к концу года мы ожидаем коррекцию цен на золото до \$350/тр.унц..

2. Спрос на золото останется на прежнем уровне или снизится. Золото до сих пор было исключением по сравнению с другими сырьевыми товарами. Спрос на него со стороны Китая за прошедшее время не увеличивался. Вследствие этого многие предсказывали, что массивный спрос на него со стороны Китая неизбежен. Однако, такое предположение не принимает во внимание изменения в структуре спроса. В конкуренции за увеличивающийся располагаемый доход в Китае золото теряет свою долю рынка. При условии, что экономическое развитие Китая продолжится и что влияние западной культуры также будет возрастать (а оно является негативным для золота), мы можем ожидать дальнейшее снижение части дохода используемой на приобретение золота в Китае, которое как минимум снизит положительный эффект от роста доходов.

3. Добыча золота не увеличивалась, однако существенное снижение рынка маловероятно. Добыча золота стагнировала за последние годы; снижение расходов на разведку в 1990-х и ожидаемое снижение запасов на нескольких крупных месторождениях свидетельствуют о том, что снижение добычи действительно будет иметь место. Однако, этот аргумент базируется на опыте четырех традиционных

крупнейших золотодобывающих стран, в которых добыча снижалась с 1996 года и, вероятно, будет снижаться и дальше. Вне этих стран рост добычи был значительным. Важно, что потенциал и текущая деятельность таких стран как Китай и Россия предполагают, что этот тренд не только останется, но и будет ускоряться, особенно, принимая во внимание текущий уровень цен и доступность различных видов финансирования для разработки проектов. Принимая это во внимание, ожидания существенного снижения добычи золота вряд ли будут реализованы.

4. Центральные банки в целом останутся продавцами золота.

Одна из «бычьих» идей, получивших развитие в последние месяцы, предполагает, что азиатские центральные банки постараются заместить свои обширные долларовые резервы на золото. К сожалению, доходность золота близка к нулевой (из-за ограничений в кредитовании металлом), ликвидность золота сопоставима с ликвидностью новозеландского доллара, а рынок наличного металла не достаточно велик для того, чтобы центральные банки могли покупать или продавать значительные доли своих запасов не раскачивая рынок существенным образом. Лишь масштабная внебиржевая сделка напрямую с одним или несколькими европейскими банками позволит какому-либо азиатскому центральному банку значительно увеличить долю золота в своих резервах, однако возможность этого сейчас нереальна на фоне объявления о возобновлении Золотого Соглашения Европейского Центрального Банка.

5. Золото может играть роль «тактических» или «страховых» инвестиций. Рост цен на другие активы и, конечно, восстановление цен на золото вернуло этот металл на экраны инвесторов. Тем не менее, после длительного снижения цен, практические барьеры для многих потенциальных инвесторов, особенно институциональных, означают, что инвестирование в золото сопряжено со значительными трудностями и расходами по сравнению с большинством альтернативных инвестиций. Начало биржевой торговли фондами золотых слитков предлагает определенное решение этого вопроса. К сожалению, почти постоянная ситуация контанго, и, как следствие, отсутствие какого-либо дохода от пролонгирования фьючерсных контрактов, означает, что общий уровень доходности по золоту не предоставляет гарантированной защиты от инфляции, что является весьма важным фактором для стратегий пенсионных фондов. Тем не менее, золото, конечно, может считаться «тактическим» вложением. В особенности золото проявило себя, за достаточно большой промежуток времени, очень хорошим средством хеджирования рисков резких скачков инфляции, и в такие периоды демонстрировало лучшую ценовую динамику, по сравнению с другими сырьевыми товарами. Ямы считаем это наиболее сильным аргументом использования золота в качестве тактического или страхового инвестиционного инструмента.

**Статья основана на презентации, сделанной в марте 2004 г.в Ассоциации Prospectors & Developers Канады в Торонто.**