

гл. ас. д-р ЕЛЕНА СТАВРОВА

ЮГОЗАПАДЕН УНИВЕРСИТЕТ „НЕОФИТ РИЛСКИ“, БЛАГОЕВГРАД

ЗЛАТНИТЕ РЕЗЕРВИ И ГЛОБАЛНАТА ФИНАНСОВА КРИЗА

GOLD RESERVES AND THE GLOBAL FINANCIAL CRISIS

Chief Assistant Prof. Dr. ELENA STAVROVA

SOUTH-WEST UNIVERSITY “NEOFIT RILSKI”, BLAGOEVGRAD

Abstract: The dynamic transactions between investors in gold-seekers of their money in a volatile market and depreciating currencies caused fever in international markets and led to a further increase in gold prices to new heights missed. Driving in the past, held up as one of the factors responsible for the opening of the American continent, now investors monitor changing market quotations of gold.

This inevitably raises the question whether we are witnessing another price bubble as unstable level (whether positive or negative) of an asset, currency or commodity to its true value.

The question produced its dominant sound in the background of huge government debt of countries with substantial gold reserves, jeopardized economic growth and stability of the euro area and global finance as a whole.

Get historical place of gold as an object of exchange, factors affecting demand and increased its importance as an investment tool for central banks and governments is the purpose of this paper.

Key words: gold reserves, gold standard, government debts, reserves convertibility.

Когато преди близо 2000 години попитали Аристотел как той определя добрите пари, той отговорил:

- 1. Да бъдат трайни.**
- 2. Да бъдат неделими.**
- 3. Да бъдат преносими.**
- 4. Да притежават съществена стойност.**

- 5. Да са плътни.¹**

И след толкова години ние се съгласяваме с Великият философ, че единствено златото притежава всички тези характеристики.

В продължение на повече от 5000 години златото, комбинирайки блясък, гъвкавост, плътност, държи в плен човечеството както никой друг метал.

Използвано в началото като символ, пред когото са се свеждали глави или е служил за украса, то около 700 година преди Христа за пръв път монети, изработени от злато, са използвани като

средство за размяна, служи за съпоставяне на стойности и закриване на сделки.

С въвеждането на книжните пари в Европа през 16 век, използването на дълговите инструменти, емитирани от частни лица до 18 век, златото си дели търговски пространства с обезпечени със златни резерви банкноти. Между 1696 година и 1812 година златният стандарт е формализиран, предпоставян от драматичното увеличаване на световното производство и търговия, както и откриването на значителни залежи на злато.

В началото книжните пари са били обезпечени със злато, в САЩ е действал „златен стандарт“, изразяващ се с държавно златно обезпечение за всеки долар в обръщение. В съответствие с този стандарт всяко лице може да предяви отпечатана от правителството хартиена банкнота и да получи в замяна равностойността в злато. През 1821 година Великобритания приема златния стандарт използвайки Gold Sovereign

¹ Stanford Encyclopedia Of Philosophy, Aristotle, First published Thu Sept. 25, 2008

като единица, до 1871 година в Германия с „райсмарки“, а по-късно през 1970 година е последвана от останалите европейски страни.

Използването на златото, пряко или косвено, като основа на парите в обръщение ограничава възможностите на държавата да финансира дефицитите си за сметка на увеличаване на паричната маса и обезценяване на парите, поради което в първата половина на 20 век повечето страни се отказват от златното обезпечение на валутите си. През 1946 година влиза в сила споразумението Бретън Уудс и повечето страни приемат, съгласно него, да продават злато по 35 долара за унция, през 1971 година 38 долара за унция, през 1973 – 42 долара, докато накрая през 1973 година достига 120 долара за унция.

Последна приложила мярката за отмяна на златния стандарт към националната си валута е Швейцария през 2000 година се отказва от задължителното обезпечение на парите си. Това предизвиква тласък на печатането на „хартиени (книжни) пари“, които предизвикват инфлация и взривяване правителствените дългове по цялата планета. Сривът на доверието в хартиените банкноти е неизбежен.

Според Кейнс системата на книжните пари служи единствено да унищожи средната класа и в крайна сметка - икономиката. И той несъмнено е прав, мотивирайки действията си със стремежа за омекотяване спада в бизнес цикъла по време на криза от страна на управляващите. В книгата си „Обща теория на заетостта, лихвата и парите“ Кейнс определя златния стандарт като варварска реликва. За Алън Грийспан липсата на златен стандарт минимизира възможностите за защита на спестяванията от инфлацията.

Премахването на златният стандарт не отменя монетарните свойства на златото и то продължава да бъде обект на внимание от страна на инвеститори,

които влагат средства в инвестиционни монети или златни кюлчета.

От началото на 2011 година борсовите нива достигнаха непрогнозируеми цени на този актив, вълнувал човечеството от няколко хилядолетия. Това неизбежно поставя въпроса дали сме свидетели на поредния ценови балон като нестабилно равнище, (независимо дали е позитивно или негативно) на даден актив, валута или стока спрямо неговата истинска цена.

Разбира се в теорията съществуват тезите за „рационални“ (когато инвеститорите знаят за размера на балона и имат различни очаквания за неговата продължителност, но се водят от нереалистичните си очаквания и допускания) и „ирационални“ балони.

В много публикации цената на златото се определя като етап на „осъзнат балон“ с колебания значително по-осъзнати, отколкото останалите търгуеми стоки.¹

Теоретични аспекти

Пазарът на злато може да бъде разгледан в контекста на който и да е стоков пазар, осъществяващ среща между търсенето и предлагането на инвестиционен актив с изчерпаеми, т.е. от гледна точка на реализираните запаси или количества във времето, при равни други условия.²

Ако приемем, че очакваната възвращаемост на златото детерминира търсенето количество на пазарите, то

Ако : ER_G е очакваната възвращаемост

P_t - цената на златото днес

¹ Farchy, J. (2011), Soros sharpens gold bubble debate, Financial Times, 20 of May 2011.

² Мишкин, Фр., (2003), Теория на парите, банковото дело и финансовите пазари, Отворено общество, С., 106-109.

P_{t+1}^{exp} очакваната цена на златото

G_e - очакваната печалба

P_{t+1}^{exp}

То: $ER_G = \frac{P_{t+1}^{\text{exp}}}{P_t} - 1 = G_e$

Ако през следващата година се очаква една цена, значително по-висока от настоящата означава, че се предполага нарастване на цената и съответно по-висока очаквана печалба. По-ниската цена днес ще предполага по-висока възвращаемост през следващата година и съответно нараснало търсене. Нарасналото търсене и очакваната инфлация коригират и равновесната цена на пазара на злато.

Предлагането на пазара на злато е сравнително постоянна величина поради малкия добив през годината и е приоритетно на база създадени през изминати години резерви.

Изменения на равновесната цена може да се получи при промяна на търсенето и предлагането или в резултат на фактор, който е извън неговата цена. Отчитайки, че златото е актив, олицетворяващ преди всичко богатство, то е налице търсенето на висока възвращаемост в сравнение на възвращаемостта и ликвидността на други алтернативни активи. Следователно, златото ще бъде желан инвестиционен инструмент ако нараства очакваната му възвращаемост спрямо останалите активи и когато относителният риск поради намалена волатилност на пазарите също намалява

Промени в предлаганите количества на злато на пазара могат да възникнат в резултат на иновативни технологии за добиване и преработка или намаляване на златният резерв от страна на Централна банка.

Тъй като златото е стока, деноминирана в щатски долари,

получава реалната си цена под въздействието на инфлацията на щатската валута. Следователно – трябва да бъде дефлирана по един и същ начин като всяка друга стока, деноминирана в щатски долари, а реалната му стойност в която и да е валута да бъде определяна по обменен курс на долара и местната валута през процента инфлация в САЩ. Това означава, че е трудно се определи наличието на балон за цената на златото, докато компонент може да бъде стойността на долара. Ако гледаме на златото като на валута, то тя също трябва да има своя инфлация, измерваща скоростта, с която се изменя покупателната ѝ стойност. Но поради фактът, че то не се използва в ежедневен обмен, няма начин как да се наблюдава промяната на инфлацията и оттам процесът на промяна на стойността му.

Най-важната промишлена употреба на златото е в електронната промишленост.

Златото притежава качествата на високоефективен проводник, издържащ на ниски токове, устойчиво е на корозия. Един грам злато може да се изтегли на жица, дълга 3 километра, а златното фолио може да достигне дебелина от 0,0001 милиметра. Тези качества правят компонентите, изработени от злато полифункционални високо надеждни. Много малко количество злато, оценявано в центове, се използва при производството на сложни електронни устройство като мобилни телефони, персонални компютри, калкулатори, дори най-големите електронни телевизори. Въпреки незначителното количество когато става въпрос за милиарди телефони с продължителност на живота около 2 години, загубите от ценния метал за обществото се оценяват в значителни количества.

Не по-малко полезно е медицинското приложение на златото. То е химически инертно, не предизвиква алергични реакции, а има противовъзпалително действие и лесно се обработва. Като

средство за лечение слабият разтвор на злато лекува ревматоиден артрит, чрез имплантиране в тъкани излъчва и лекува някои видове рак.

Много хирургически инструменти и електронно оборудване ползват малки количества злато заради неговата надеждност за поддържане на устройствата.

НАСА използва злато по многобройни поводи при изработването на космически кораби заради неговата висока проводимост и способност за съединяване. Във вакуум пространство златото е част от смазочни вещество между механични части.

Златото е скъп материал, за да бъде използван не по предназначение. Нарастващото търсене, ограничените възможности за заместване и ограниченото предлагане, ще са факторите, предизвикващи постоянното нарастване на неговата цена.

Правилното структуриране на инвестиционния портфейл е мечта за всеки инвеститор. Често златото служи за диверсифициране на инвестиционни портфейли поради негативната си корелация с основните класове активи като акции, международни капиталови инструменти, включително държавни ценни книжа и съкровищни бонове. Като причина се счита, че факторите, променящи цената на златото се различават от факторите, определящи възвращаемостта на други активи.

Пред множеството участници на глобалните финансови пазари стои предизвикателството да балансират поетите рискове едновременно с нарастването на богатството. Инвеститорските портфейли включват акции, облигации, взаимни фондове, както и други традиционни инвестиционни продукти.

Голяма част от инвеститорската общност инвестира в злато чрез закупуване на златни монети и слитъци.

Защо е атрактивна една такава инвестиция?

1. Златото има дългосрочна икономическа жизнеспособност и осигурява стабилност на всеки инвестиционен портфейл, гарантирайки дългосрочен растеж. Макар и с темпове по-бавни отколкото нарастват други вложения, растежът е необратим. Всяко решение за инвестиция в злато се основава на дългосрочни макроикономически прогнози.

2. Златото е реална ценност. Покупката акции и облигации носи права, които могат да бъдат реализирани във времето, докато златото е достъпно като стока, всеки може да си го купи и го съхранява по избран от него начин.

3. Стойността на златото не се свързва с национална валута, а преди всичко от търсенето на метала в глобалната икономика. Тази инвестиция е най-сигурният инструмент за диверсификация и защита от риск в условия на несигурност.

4. Познаването на тенденциите в развитието на пазара на златото могат да стоят в основата на инвестиционни и бизнес стратегии независимо от природата на инвестираните активи. Бюлетините за търсенето на инвестиционно и ювелирно злато са тясно свързани с информационните бюлетини на централните банки както по отношение инвестиционната, така и кредитната активност.

5. Инвестициите в златни монети и златни ювелири като консервативен начин за инвестиране в злато и притежават сравнително по-висока ликвидност. Решението за инвестиции от такъв характер от страна на финансови институции ограничава тяхната ликвидност и може да се отрази трайно върху кредитоспособността им¹.

Цената на златото се формира на един сложен и динамичен пазар,

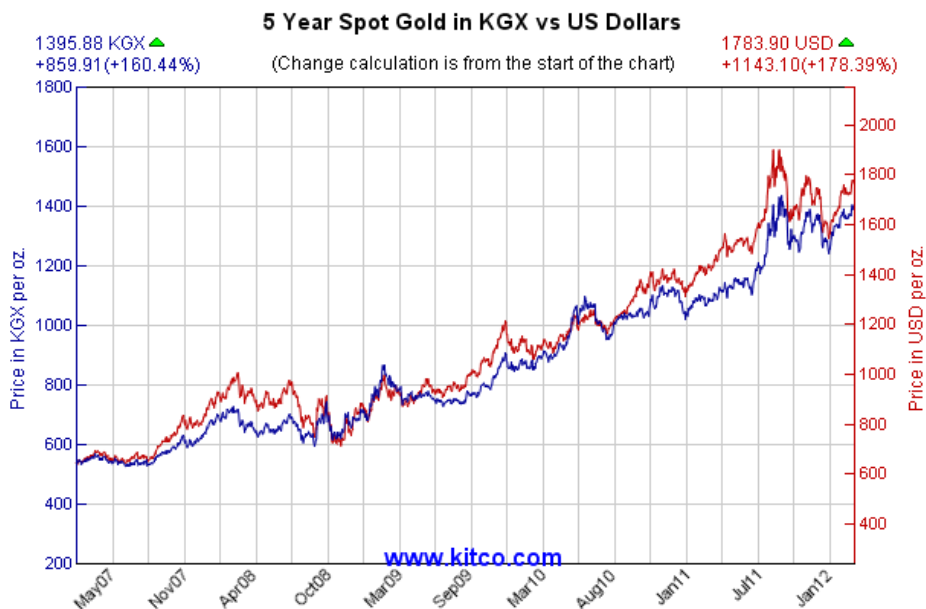
¹ Естествено трябва да се прави разлика между физическата инвестиция във злато и „златни сертификати“ или деривативни инструменти поради различното равнище на ликвидност на този вид инвестиционни инструменти.

изложен на въздействието на множество фактори. Стойността на щатския долар и значителната му дефлация оказват пряко влияние. Силният долар въздейства пряко върху по-значително при нарастване на стойността и значително по-малко при неговото понижаване.

Анализът на световните тенденции на добива и пласмента на златото през

последните 25 години показва, че активно се проявяват тенденции като на увеличение, така и на намаляване на производството на злато. Многократното повишаване на пазарните цени на златото през седемдесетте година кардинално е повлияло на активността на производството на много страни по света (Графика №1).

Графика № 1: Динамика на цената на златото.



Източник : www.kitco.com

Географската структура и технологиите за добив на злато коренно са изменени през последните две десетилетия.

Основните групи потребители-потребители на злато формират две групи:

Първата - това са развитите индустриални страни, които използват златото в различни области на техниката, промишлените отрасли и за производство на ювелирни изделия. Лидери в тази група са Япония, САЩ и Германия. Тук златото е индикатор за степента на развитие на високите технологии в електронната,

електротехническата и космическата промишленост.

Втората група включва страни, които използват златото предимно в ювелирната промишленост и резултат от традиции и народопсихология. В Европа такива страни са Италия, Португалия, в Азия – Китай, Индия, страните от островна Азия – Индонезия и Малайзия, в Близкия Изток – Кувейт, Египет, Обедините Арабски Емирства.

Нарасналото използване на златото в редица съвременни производства повиши значително търсенето, процес, идентичен с този на суровия петрол.

Подобно на много активи на финансовите пазари, върху цената на златото оказват влияние и някои неценови - политически, фактори, какъвто е, например войната в Близкия Изток, или международната финансова криза. Международната нестабилност стимулира инвестициите в злато и така оказва натиск върху неговото ценовото равнище.

По време на валутно-финансовата криза в Югоизточна Азия през 1998 година, е отбелязано намаление на промишленото търсене на злато с 5%, като най-значителен принос за това има електронната промишленост. Аналогична ситуация е отбелязана през 2001 година когато светът отново е навлязъл в икономическа рецесия и търсенето отбелязва спад от 1,5%. През 2001 година в условията на ръст на цените на петролните продукти и отслабващ долар при аналогични други условия, потреблението на злато в ювелирната промишленост е нараснало със 17% (1 411 тона).

Глобалната нестабилност 2002-2003 година предизвика кулминация на пазара на злато, като резултат от което бе достигнат връх от 320 до 385 долара за унция.

През 2005 година световното потребление е отбелязало ръст от 21 % (1939 тона) 29 % в доларово изражение.

През първата четвърт на 2006 година световното потребление е намаляло с 16% до 835,7 тона, в сравнение с предходната година, като най-значителен спад, до 534 тона, е намаляло потреблението в ювелирната промишленост. През първата четвърт на 2006 година котировките на златото са отбелязали скок от 24% и максимална цена на 12 май 2006 година от 725 долара за унция, т.е. ръст от началото на годината от около 40%.

Следователно, в условията на икономическа и политическа криза златото се използва преди всичко като финансов инструмент и застраховка от другите борсови рискове, в частност

обезценката на долара и нестабилността на останалите световни валути. При нормални условия намаляването на цените на стоките води след себе си ръст на търсенето на злато и това предизвиква нарастване на цените на търгуемите стоки на международните пазари.

През последните десет години централните банки на редица западни страни се явяват значителни нетни продавачи на злато. Частични продажби от златните си държавни резерви са продали Холандия, Белгия, Австрия, Канада, Австралия, Великобритания, Швейцария. Обявлението на Английската централна банка, че ще продаде на аукцион 415 тона злато през лятото на 1999 година е предизвикало срив на борсовите котировки. За коригиране на установената тенденция на 26 септември 1999 година Централните банки на Великобритания, Швеция, Швейцария, ЕЦБ и 11-те страни-членки на Евронзоната, се договарят да не продават злато, освен договорените сделки, които през следващите 4 години не трябва да превишават 400 тона. В резултат на това, в края на септември същата година, стойността на една тройунция¹ достига 300 долара.

През с 2011 година централните банки и международните финансови институции са провеждали активна политика по управление на златните си резерви, като преобладаваща част от тях са ги намалили, единствено Международния валутен фонд е повишил размера на златните си резерви (Табл.№ 1).

¹ 1 тройунция = 31.1035 грама злато

Таблица № 1: Динамика на основните златни резерви

№	Държава	Размер на златния резерв (тона) м.01.2011	Размер на златния резерв (тона) м.09.2011
1.	САЩ	8 965,6	8 133, 5
2.	Германия	3 749,8	3, 401,0
3.	МВФ	1 137,9	2 814,7
4.	Италия	2 702,6	2 451,4
5.	Франция	2 684,6	2 435,4
6.	Китай	1 161,9	1 054,1
7.	Швейцария	1 146,5	1 040,1
8.	Русия	854,5	775,2
9.	Япония	843,5	765,2
10.	Холандия	675, 2	615,5
11.	Великобритания		310,3

Източник: www.businessinsider.com

Златото на борсата

Търсенето на злато през първата четвърт на 2011 година, поради всеобщото инвестиционно търсене на монети и ювелери, е нараснало с над 40%, в сравнение със същия период на миналата година. Преминаването на психологическата граница е от 1500 USD за унция в края на м. Май 2011 година. Засиленото търсене на злато се дължи основно на покупките от страна на инвестиционния сектор.

През първото тримесечие на 2011 година е отбелязан спад в цените, генериран от намаленото търсене на борсово злато. Това с особена сила важи за пазарите на САЩ и Великобритания в резултат на нетни продажби. От ситуацията на ниски цени са се възползвали инвеститори като възможност да подобрят инвестиционните си портфейли. Инвестиционното търсене на златни ювелери и монети е стимулирано от понижението на цените през януари, високите равнища на инфлация в голяма част от страните, влошените дългови позиции на страните от Евророната, нестабилността в Близкия Изток и Южна Африка. Продължаващите дългови кризи в Европа, стимулирани от последното понижаване на кредитните рейтинги на Гърция и Португалия са следствие от

ръста на регионалните държавни дългове и се очаква тези сили да продължат трайно да оказват влияние върху процесите на пазара на злато и неговите приложения.

Индия и Китай продължават да бъдат главните двигатели на търсенето на ювелирно злато, отчитайки 63% от общото търсене през първото тримесечие на 2011 година с 556,9 тона или със 7% повече от същия период на миналата година. Ако търсенето в Китай е отбелязало ръст от 21% спрямо същия период на миналата година или 143 тона.

Златото все още се смята за важен резервен актив на повечето централни банки, въпреки, че не е масово търгуван инвестиционен инструмент. Тъй като то се търгува свободно, без да има издаваща институция (емитент), златото е неподвластно на инфлационното обезценяване, което постигат националните валути, които са инструмент за провеждане на парична политика от централните банки.

Въпреки проблемите с обмяната на златото в налични финансови средства, то се явява сериозен резерв на държавите при управление на дълговият им портфейл (Табл. № 2)¹.

¹ www.imf.org

Табл.№ 2: **Съотношения Държавен дълг/Златен резерв на някои страни от Еврозоната и собствени изчисления**

№	Държава	БВП	Държавен дълг	БВП/ДД	Златен Резерв (тона)	Стойност (1,794 USD/oz)	Зл. резерв/ Държ. дълг
1.	Италия	2055,114	2 443,255	118,4	2451,8	141,416	5,81%
2.	Португалия	229336	190 578	83,1	382,5	22,062	11,58%
3.	Испания	1409946	468 522	64,5	281,6	16,242	3,37%

Източник: МВФ, 2010.

Макар, че общата стойност на златните резерви на тези страни с държавни дългови проблеми, опасни за състоянието на Еврозоната като цяло, може да послужи за покриване на значителна част от емитирани вече държавни облигации, както и за гарантиране на бъдещи дългови емисии.

Последствията от всяко използване на злато като обезпечение държавни облигации, би могло да се твърди, да бъде много положително :

1. Правителството на страната-емитент ще бъде в състояние да осигури най-малко степен тласък на доверие у инвеститорите в емитираните дългови инструменти. Не само защото златният резерв е инструмент за "застраховка" върху облигациите, но също така, защото държавата-емитент срещу емисията на дълг стои залог с "истинска", докато е налице обратното, когато се предлагат само на хартиени пари и обещания. Такава опция и възможността за реална загуба на златни ключета, може дори да бъде в състояние да предизвика въвеждането на политики и реформи, макар че политиките обикновено ненавиждат да преследват, особено когато са непопулярни като мерки сред избирателите.

2. Докато гаранция, т.е. достъп на ключета, предлагани като обезпечение, ще се проведе само в случай на неизпълнение на задължението, потенциалното увеличение на цената на златото може да създаде много силно търсене на самите облигации, като търсенето може дори да има положителният ефект на намаляване на лихвените ставки по дълговите инструменти.

3. Не на последно място, използването на златото като обезпечение на държавни облигации е вероятно да утвърди статута на златото като основен

носител на стойност, а и може би вярата, че вече до голяма степен присъства в глобалния финансов дискурс. Подобно възприемане на свой ред вероятно ще се увеличи търсенето на злато, и следователно, увеличаване на златото (като съотношението спрямо дълга с очевидни ползи и за двете страни) - държавите-емитенти на кредит и успокоение сред инвеститорите. Такъв позитивен тренд за развитие може дори да бъде в състояние да осигури на държавите емитенти на дълг, възможности за емисия на нов дълг, с който да се стимулират прораствателни политики, като логична предпоставка за погасяване на държавен дълг.

В заключение, макар, че използването на златните резерви няма да бъде ефективен заместител за необходимите структурни, икономически и фискални реформи, които страните в дългова криза трябва да предприемат, вероятно ефектът за предоставянето на сигурен залог - злато срещу дългови инструменти на страната-длъжник може да им предостави известно време за вземането на важни решения в тези области и - не по-маловажно - да успокои инвеститорите и засили доверието в тях относно погасяването на поетите дългови ангажименти. Реализирането на такава проста идея би могла може да се възприеме и оцени от централните банки. И то не защото иначе общоизвестната и древна идея (нека не забравяме, че кралски височества от векове са гарантирали дълговете си с благородния метал), че такова решение би внезапно заложило на понятието, че Златото наистина е пари, а поради които то може да се превърне в конкурент на любимата играчка на централните банки - книжните валути.