



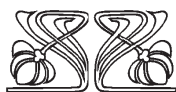
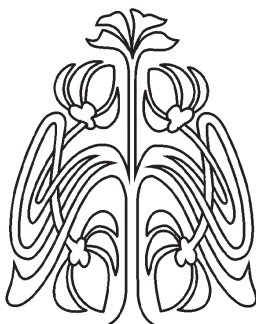
ЭКОНОМИКА

УДК 336.76.066

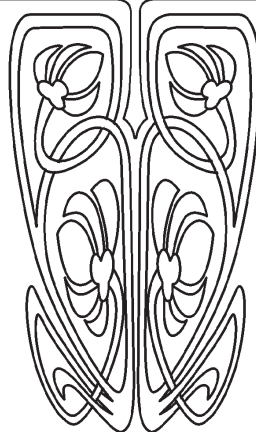
Экзогенные детерминанты тезаврационного спроса на спотовом рынке золота

А. А. Коробов

Коробов Андрей Александрович, доктор политических наук, профессор, профессор кафедры политических наук, Поволжский институт управления имени П. А. Столыпина – филиал РАНХиГС при Президенте РФ, Саратов, aakorobov@inbox.ru



НАУЧНЫЙ
ОТДЕЛ



Введение. Тезаврационный спрос на спотовом рынке золота обуславливается преимущественно неценовыми факторами, которые делятся на две большие группы: эндогенные, связанные с особенностями функционирования самого рынка золота, и экзогенные, отражающие процессы и тенденции внешней по отношению к рынку золота среды. Статья посвящена анализу внешних неценовых факторов спроса на физическое золото в тезаврационных целях. **Теоретический анализ** выявил в качестве экзогенных детерминант тезаврационного спроса на физическое золото три группы факторов: военно-геополитическую, финансово-экономическую, природно-техногенную, сила воздействия которых задается в каждом конкретном случае сложившейся конфигурацией экзогенных детерминант. Одни и те же экзогенные детерминанты в разной комбинации способны повысить, снизить или оставить на прежнем уровне тезаврационный спрос на спотовом рынке золота. **Эмпирический анализ** включил в себя сопоставление трех процессов: изменения золотого резерва ряда суверенных государств, объема слиткового золота в хранилищах ETF, специализирующихся на инвестициях в этот драгметалл, и золотого запаса наиболее крупных международных финансовых организаций с общемировыми тенденциями в области геополитики и в сфере денежно-кредитных отношений, с динамикой эталонной цены на золото в период 2000–2019 гг. Это позволило прийти к заключению, во-первых, о наличии между инвестиционным и тезаврационным спросом на спотовом рынке золота диалектической связи и, во-вторых, о возможной интерпретации экзогенных детерминант как факторов, воздействующих на изменение полезности драгметалла в новых условиях и, как следствие, трансформирующих инвестиционный спрос в тезаврационный. **Результаты.** Экзогенные детерминанты, обуславливающие тезаврационный спрос на спотовом рынке золота, имеют разную природу, разное проявление, разную силу воздействия на поведение участников рынка. Поскольку тезаврация золота одними экономическими субъектами сопровождается «встречным» процессом – продажей ранее накопленного золотого запаса другими субъектами, то экзогенные детерминанты спроса на спотовом рынке золота, вызывающие тезаврацию, одновременно обуславливают и дитезаврацию золота.

Ключевые слова: спотовый рынок золота, тезаврация, золотой запас, спрос на золото.

Поступила в редакцию: 13.12.2019 / Принята: 10.02.2020 / Опубликовано: 01.06.2020

Статья опубликована на условиях лицензии Creative Commons Attribution License (CC-BY 4.0)

DOI: <https://doi.org/10.18500/1994-2540-2020-20-2-124-133>

Введение

Современная тезаврация как процесс изъятия из обращения физического золота и его накопления отдельными экономическими субъектами претерпевает определенные структурные изменения. И происходит это, в первую очередь, по причине смены характера внешнего воздействия на потребительское поведение институциональных



участников спотового рынка золота. Установление причинно-следственных связей, корреляции между внешним фоном спотового рынка и спросом на золотые слитки, монеты в тезаврационных целях может способствовать более эффективному формированию золотого резерва как государства, так и частного хозяйствующего субъекта, выработке инструментов противодействия отдельным кризисным явлениям в сфере финансов, экономики и политики, разработке мер по снижению уровня валютных рисков и стабилизации экономического роста – что в своей совокупности определяет актуальность данного направления научных исследований. Отечественными и зарубежными учеными прикладываются определенные усилия для приращения новых научных знаний в данной области [1–5], но проводимые ими исследования не носят комплексного характера: или акценты расставляются преимущественно на эндогенных (внутренних) детерминантах спроса на мировом рынке золота, или не анализируется тезаврационный спрос отдельно от промышленного и инвестиционного, или, напротив, чересчур узко рассматривается динамика золотых резервов государств и частных финансовых компаний, что не позволяет выявить и в полной мере раскрыть всю специфику воздействия нерыночной среды на тезаврационный спрос. В итоге сложившаяся область знаний относительно внешних детерминант тезаврационного спроса на рынке золотых слитков и монет носит по ряду критериев фрагментарный характер. Восполнению некоторых белых пятен в этой области и посвящено данное исследование.

Цель настоящей статьи – выявление наиболее существенных экзогенных неценовых факторов, обуславливающих динамику тезаврационного спроса на спотовом рынке золота, ранжирование этих детерминант и определение их характера. В качестве методологии исследования выступает экономический анализ в сочетании с методом абстракции, методом аналогии и методом остатка – узкоспециализированным приемом научного познания, позволяющим выявлять сложносоставные причины, обуславливающие сложный результат. Временные рамки исследования составляют 2000–2019 гг., так как именно в этот период тезаврация золота стала переживать свой «ренессанс» – как со стороны центральных банков ряда развивающихся государств, так и со стороны многих частных финансовых организаций.

Теоретический анализ

Сформулируем отправные точки (исходные позиции) настоящего исследования.

Первое. Тезаврационный спрос на золото имеет прочную основу, лежащую в области че-

ловеческой психологии. Золото – самый древний финансовый инструмент, выступающий на протяжении последних пяти тысяч лет источником накопления богатства, капитала, состояния, что и создает почти мистическую веру людей – даже в современную эпоху демонетизации золота и цифровизации экономики – в данный драгметалл. Именно благодаря этой вере золото сохраняет свою ценность для экономических отношений – оно способно стабилизировать курс национальной валюты, противостоять инфляции и финансовым кризисам. Физико-химические свойства золота таковы, что оно не портится с течением времени, не окисляется, не деформируется без внешнего воздействия. По всем этим причинам золото является центральным объектом тезаврации, хотя помимо золота тезаврация охватывает и другие драгоценные металлы: серебро, платину, металлы платиновой группы, а также драгоценные камни, предметы искусства и т.п.

Второе. В общем виде тезаврационный спрос на золото подразделяется на институциональный – со стороны центральных банков, министерств финансов, казначейств суверенных государств, национальных и транснациональных корпораций, международных финансовых организаций и т.п.; и частный – со стороны граждан и домохозяйств. Неравенство бюджетов (а следовательно, и возможностей) двух этих категорий экономических субъектов обуславливает доминирующую роль институциональных участников спотового рынка золота при формировании и изменении тезаврационного спроса на драгметалл. Поэтому целесообразно ограничиться в настоящей статье рассмотрением тезаврационного спроса лишь со стороны первой категории экономических субъектов. Такое абстрагирование не приведет в нашем случае к каким-либо серьезным искажениям и погрешностям результатов исследования.

Третье. Увеличение спроса на реальное золото со стороны одних экономических субъектов может быть удовлетворено преимущественно путем уменьшения спроса со стороны других участников рынка. За всю историю человечества добыто и накоплено, по подсчетам Всемирного совета по золоту (World Gold Council), порядка 190 тыс. тонн драгметалла (на конец 2017 г.) – это так называемое «надземное золото». Ежегодно золотодобывающие компании увеличивают этот объем не более чем на 3 тыс. тонн [6], т.е. на январь 2020 г. общий объем добытого из недр планеты данного драгметалла составляет порядка 196 тыс. тонн. Соответственно, тезаврационный спрос на спотовом рынке золота нацелен, в первую очередь, на перераспределение «надземного золота».



Отталкиваясь от данных позиций, раскроем теоретический аспект рассматриваемой проблемы.

Экзогенные детерминанты тезаврационного спроса могут быть интерпретированы как некое дискретное множество внешних обстоятельств, условий, устойчивых во времени, вызывающих изменения потребительского поведения (смену потребительских предпочтений) в сторону формирования золотого резерва/запаса. Экономические субъекты, поведение которых может подобным образом измениться под влиянием внешних факторов, условно делятся на три класса:

- постоянные участники спотового рынка золота;
- не постоянные участники спотового рынка золота;
- не участники спотового рынка золота (например, нефтедобывающие корпорации, аграрные ТНК, строительные компании).

Естественно, что экзогенные факторы, в первую очередь, определяют тезаврационный спрос первых двух классов субъектов и лишь во вторую очередь – не участников (или косвенных, опосредованных участников) спотового рынка золота, так как для последних требуется гораздо более сильное внешнее воздействие.

Рассматриваемое дискретное множество внешних обстоятельств имеет разную результативность воздействия на выбор предпочтений участников спотового рынка золота. Неоднородность институциональных экономических субъектов, прямо, опосредованно или отдаленно связанных со спотовым рынком золота, по размеру капитала, по сфере деятельности, международно-правовому статусу и т.д. отражается на их устойчивости к внешним воздействиям. У одних акторов чувствительность к изменениям внешней среды практически отсутствует; для других субъектов ощутимые изменения в их потребительском поведении способны вызвать лишь одновременное воздействие всей совокупности внешних факторов; для третьих – смена предпочтений в пользу тезаврации золота возможна и при возникновении одного–двух факторов.

Это обуславливает ситуацию, когда одно внешнее обстоятельство, способное выступить в качестве экзогенной детерминанты тезаврационного спроса по отношению к одному экономическому субъекту (одному классу субъектов), не может выступить в этом же качестве одновременно в отношении другого субъекта (класса субъекта). Поэтому экзогенные факторы можно поделить на три типа: а) способные привести к смене потребительских предпочтений в сторону тезаврации золота только у постоянных участ-

ников спотового рынка; б) способные привести к аналогичной смене предпочтений постоянных и не постоянных участников рынка – причем в равной степени; в) способные привести к изменению потребительского выбора в пользу создания золотого запаса как у участников спотового рынка золота, так и у других хозяйствующих субъектов, вынужденных для удовлетворения своих новых потребностей выйти на рынок физического драгметалла.

Обозначим эти группы экзогенных факторов детерминантами третьего (а), второго (б) и первого (в) порядка – по силе воздействия на потребительское поведение и смену предпочтений хозяйствующих субъектов. Соответственно, экзогенные детерминанты первого порядка как наиболее резонансные должны лежать в проблемной области геополитики (международные конфликты, гонка вооружений, рост международно-политической напряженности) и частично мировой экономики – например, ожидание глобального финансового кризиса. Детерминанты второго порядка – это риски природно-техногенных катастроф, нестабильность мировой финансовой системы, затяжные региональные/локальные вооруженные конфликты. К внешним факторам третьего порядка относятся разного рода слухи, опасения экономического спада и затяжной рецессии, возрастающие валютные риски и т.п.

Если теперь представить развернутый перечень экзогенных детерминант тезаврационного спроса на спотовом рынке золота, включающий детерминанты всех трех порядков, он будет иметь следующий вид:

- геополитическая неопределенность;
- международная военно-политическая напряженность;
- рост числа вооруженных конфликтов в мире;
- «валютные» и «торговые» войны;
- нестабильность мировой финансовой системы;
- предпосылки (или ожидания) финансово-экономического кризиса;
- опасения экономического спада и затяжной рецессии;
- возрастание валютных рисков;
- природные катаклизмы;
- техногенные катастрофы.

Эти внешние факторы могут быть классифицированы по трем группам: военно-геополитические, финансово-экономические, природно-техногенные, а также поделены на объективные и субъективные детерминанты. Ранжировать экзогенные детерминанты можно и по тезавра-



ционной модели поведения участников спотового рынка золота, и по силе воздействия на тезаврационный спрос.

Но здесь необходимо иметь в виду, что тезаврационный спрос на торгуемые золотые стандартные/мерные слитки в немалой степени определяется субъективным предпочтением покупателей, количеством покупателей – экономических субъектов, участвующих в процессе тезаврации на спотовом рынке золота, и ожиданиями будущей цены на этот драгметалл и на субституты: серебро, платину, палладий – альтернативные объекты тезаврации. Все эти три причины являются, во-первых, взаимообусловленными (например, восходящий тренд цены обуславливает стремление к покупке актива, что приводит к росту числа покупателей золота), во-вторых, каждая из приведенных причин является сложносоставным фактором спроса. Предпочтение (выбор) в сторону золота может быть одновременно связано с несколькими детерминантами, такими как прогноз развития экономической ситуации, слухи на рынке, политические, финансовые кризисы, техногенные или природные катастрофы и т.п. Но все эти детерминанты спроса не равнозначны друг другу. Одни факторы (или отдельные их составляющие) приводят к резкому возрастанию спроса на мерные слитки золота, другие – к плавному и незначительному. Кроме того, изменения тезаврационного спроса возможно в сторону как роста, так и снижения – в зависимости от «перегруппировки» экзогенных детерминант. Одни и те же экзогенные детерминанты в разной комбинации способны увеличить, уменьшить, оставить на прежнем уровне совокупный тезаврационный спрос на физическое золото.

При этом еще необходимо учитывать, что тезаврационный спрос – это всегда долгосрочная (длительная) потребность хозяйствующего субъекта в приобретении и хранении «сокровищ», в нашем случае – слитков золота. Подобная долгосрочная потребность в современных условиях, когда скорость оборота денежных средств и других финансовых активов благодаря высоким технологиям достигла не мыслимых ранее величин, может быть обусловлена лишь очень весомыми внешними причинами, которые как раз и подпадают под категорию экзогенных детерминант.

Эмпирический анализ

Проведенный анализ экзогенных детерминант тезаврационного спроса на спотовом рынке золота в теоретико-концептуальной плоскости показал, что внешняя среда (по отношению к рынку золота) генерирует некие обстоятельства, вызывающие у субъектов экономической деятельности потребность в тезаврации золота. Однако в реальных рыночных условиях обозначенные внешние обстоятельства далеко не всегда и далеко не для всех хозяйствующих субъектов становятся экзогенными детерминантами тезаврационного спроса. Чтобы в этом убедиться, рассмотрим линию поведения трех классов институциональных экономических субъектов в сфере тезаврации золота в период 2000–2019 гг.

1. Изменения золотого запаса суверенных государств. Из данных табл. 1 видно, что тезаврационный спрос на реальное золото в последние 15 лет создавали центральные банки лишь некоторых государств: КНР, России, Индии. Остальные либо удерживали запасы золота на одном уровне ($\pm\Delta$), как США, Италия, Япония, либо

Таблица 1 / Table 1

Динамика золотых резервов десяти государств мира с наибольшим (на конец 2019 г.) объемом золота, тонн
Dynamics of gold reserves of ten countries of the world with the largest (at the end of 2019) volume of gold, tons

Государство	Направление изменения объема золотого запаса	2004	2007	2010	2013	2016	2019
США	~	8136,0	8133,46	8133,46	8133,46	8133,46	8133,46
ФРГ	↘	3433,2	3422,51	3406,77	3391,34	3380,98	3366,5
Италия	~	2451,8	2451,84	2451,84	2451,84	2451,84	2451,84
Франция	↘	2985,3	2688,91	2435,41	2435,41	2435,63	2436,0
Россия	↗	387,0	400,27	676,03	981,62	1414,5	2252,1
КНР	↗	599,98	599,98	1054,09	1054,09	1762,31	1948,3
Швейцария	↘	1354,3	1290,09	1040,1	1040,07	1040,06	1040,06
Япония	~	765,22	765,22	765,22	765,22	765,22	765,22
Индия	↗	357,7	357,75	557,75	557,75	557,75	618,2
Нидерланды	↘	777,5	640,94	612,45	612,45	612,45	612,45

Сост. по: [7, 8].



снижали запасы путем детезаврации: постепенно и незначительно, как ФРГ и Франция, или более существенно, как Швейцария и Нидерланды.

2. Изменения объема физического золота в хранилищах, специализирующихся по золоту инвестиционных и, прежде всего, биржевых фондов (ETF). Несмотря на то что, по оценкам Всемирного совета по золоту, в общей структуре спроса на спотовом рынке золота доля ETF – это не более 6–7% [9], биржевые фонды, как правило, ежедневно (или периодически с небольшим временным интервалом) публикуют данные по объему сделанных ими покупок или продаж драгметалла, что позволяет непрерывно отслеживать динамику роста/снижения совокупных золотых запасов институциональных хозяйствующих субъектов – основных клиентов таких фондов. В мире существует довольно много разнообразных «золотых» ETF, инвестирующих как в физический драгметалл, так и во фьючерсы на золото, а также имеющие более сложную инвестиционную модель. Наиболее крупными биржевыми инвестфондами физического золота являются: SPDR Gold Trust (SPDR Gold Shares ETF; GLD), занимающий порядка 60% всего рынка золотых биржевых фондов, iShares Comex Gold Trust (IAU) и ETFS Physical Swiss Gold Shares (SGOL). У первого фонда хранилище золотых слитков расположено в Лондоне. Режим сохранности этих слитков контролируется HSBC Bank USA. Биржевой фонд IAU хранит золотые слитки частично в Лондоне, Торонто и Нью-Йорке. Ответственность за сохранность драгметалла фонда возложена на финансовый холдинг JP Morgan Chase. Фонд SGOL золото своих клиентов хранит в Швейцарии, ответственным за его сохранность

тоже является JP Morgan Chase. Биржевые фонды данного типа оказались удобным инструментом не только для инвестиций, ради чего они, собственно, и начали создаваться в первой половине 2000-х гг., но и для устойчивого формирования золотого запаса физических и юридических лиц, в том числе и не участников спотового рынка золота. Ряд прикладных экспертно-аналитических работ, посвященных закономерностям изменения объема слиткового золота в золотохранилищах биржевых инвестиционных фондов – т.е. интенсивности движения золота «в» и «из» ETF под воздействием ценовых и не ценовых факторов [10–12], – выявил прямо пропорциональную зависимость вектора, скорости и объема потоков драгметалла от его спотовой цены. При этом было эмпирически зафиксировано, что в ряде случаев незначительная коррекция цены золота вниз вызывала непропорционально большое сокращение объема золотого резерва биржевых фондов, т.е. распродажу золота в слитках; а в других случаях, при значительном росте спотовой цены золота, наблюдалось несоизмеримо малое увеличение золотого запаса в хранилищах фондов. Установление этого факта позволяет сделать предположение о наличии определенной корреляции между инвестиционным и тезаврационным спросом на спотовом рынке золота, а также и между детерминирующими оба вида спроса факторами.

3. Изменения золотого запаса наиболее крупных межгосударственных финансовых организаций, таких как Международный валютный фонд (МВФ), Европейский Центральный банк (ЕЦБ), Банк международных расчетов (БМР), представлены на рис. 1.

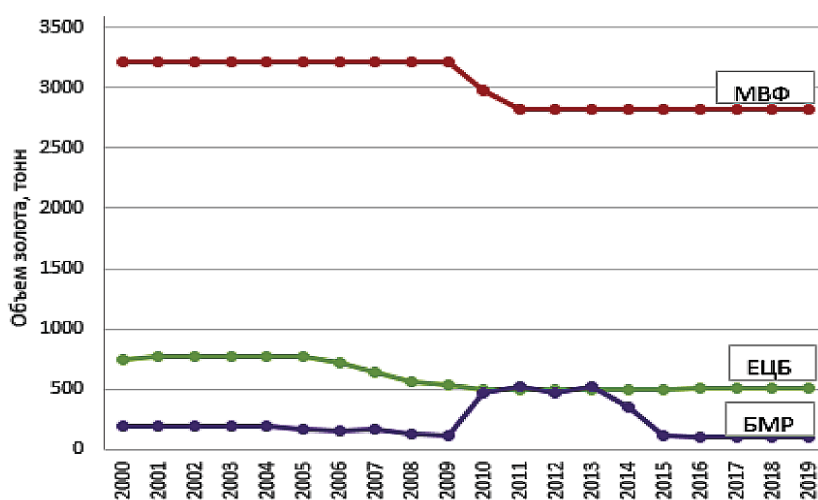


Рис. 1. Динамика золотого запаса межгосударственных финансовых организаций в период с 2000 по 2019 г. (сост. по: [7])

Fig. 1. The dynamics of the gold reserve of interstate financial organizations in the period from 2000 to 2019 (compiled by according to [7])



Как видно из графиков, МВФ с 2000 по 2009 г. держал запас золота на уровне 3217,32 т, затем его несколько снизил, и с 2011 по 2019 г. он был на уровне 2814 т. Европейский Центральный банк с 2000 по 2019 г. тоже плавно снизил объем своего золотого резерва с 747,41 т (на данном временном отрезке наибольший объем золота в резерве пришелся на 2001–2003 гг. и составил 766,88 т) до 504,8 т (при этом наименьший объем золота, 501,45 т, был зафиксирован в 2010 г.). Более противоречивым было снижение золотого резерва у Банка международных расчетов: с 199,03 т в 2000 г. до 102 т в 2019 г. с «заходом» в 2010–2014 гг. в коридор 347,06–526,69 т.

Все вышепоказанные изменения (в одних случаях плавные, в других – импульсные) уровней золотого запаса экономических субъектов с 2000 по 2019 г. происходили под воздействием экзогенных факторов тезаврационного спроса, раскрытых ранее в процессе проведения теоретического анализа. В частности, это: террористическая атака «Аль-Каиды» на Нью-Йорк в сентябре 2001 г., война США и их союзников в Ираке 2003–2011 гг., «арабская весна», российско-американское противостояние в войне с ИГИЛ (запрещена в Российской Федерации) на территории Сирии в 2015–2017 гг., эскалация конфликта между США и Ираном в 2019 г. и т.п. [13; 14, с. 179; 15, с. 30–31] – экзогенные детерминанты класса «международная военно-политическая напряженность»; мировой финансово-экономический кризис 2007–2009 гг. и опасения затяжной рецессии; двусторонние и многосторонние «валютные войны» между центральными банками государств в 2010–2015 гг., торговая война между КНР и США в 2017–2019 гг., инициированная Дональдом Трампом – экзогенные детерминанты класса «валютные», «торговые» войны; и др.

Это как раз подтверждает сделанное ранее (теоретическим путем) предположение, что одни и те же внешние обстоятельства могут являться экзогенными детерминантами тезаврационного спроса в отношении одних участников спотового рынка золота и одновременно не являться таковыми в отношении других участников этого же рынка.

Из проведенного эмпирического анализа следует, что рассматриваемые в настоящей статье экзогенные детерминанты обуславливают совершение экономическими субъектами одного из трех действий:

- сохранение ранее созданного золотого запаса/резерва (при его наличии);
- увеличение золотого резерва (или создание его в случае отсутствия такового);

– сокращение объемов и скорости ранее начатой детезаврации, т.е. даже в ситуации самой острой необходимости в распродаже золотого запаса сведение этого процесса к минимуму, что вносит определенную коррекцию в ранее полученные результаты теоретического анализа – существенно расширяет поле воздействия внешних факторов на тезаврационный спрос физического золота. И главное следствие из всего этого – экзогенные детерминанты тезаврационного спроса выполняют своего рода защитную функцию: предохраняют экономические субъекты от полной распродажи своего золотого запаса.

Еще раз отметим, экзогенные детерминанты – это неценовые факторы воздействия на тезаврационный спрос. Однако специфика спотового рынка золота в современных условиях такова, что характер воздействия рассматриваемых внешних детерминант на спрос меняется в зависимости от динамики спотовых цен на золото. Происходит это по следующей причине. Между тезаврационным спросом и инвестиционным есть прочная диалектическая связь, вследствие чего обозначенный в настоящей статье ряд экзогенных детерминант переводит спрос из формата инвестиционного в тезаврационный. (Линия поведения субъектов на спотовом рынке золота меняется из-за смены предпочтений в использовании слиткового золота, а выбор этот меняется вследствие начала доминирования «резервно-защитных», стабилизационных свойств физического золота над всеми прочими свойствами драгметалла.) А инвестиционный спрос неразрывно связан со стоимостью золота, как текущей, так и прогнозируемой. В этой связи нельзя обойти стороной анализ косвенной, опосредованной зависимости тезаврационного спроса от спотовой цены на золото, в том числе его эластичности.

В самом общем виде интегрированный спрос на физическое золото представляет собой сумму промышленного, бытового, инвестиционно-спекулятивного и, соответственно, тезаврационного спроса. Промышленный спрос на драгметалл и бытовой (спрос на ювелирные украшения и изделия из золота со стороны населения) – это в обоих случаях функция зависимости величины спроса от цены, имеющая линейный ($Q_d(P) = a - b \cdot P$) или не линейный вид ($Q_d(P) = k \cdot P^{-n}$). Любые неценовые факторы изменяют данную функцию, ее графический вид и положение относительно системы координат. При увеличении промышленно-бытового спроса на золото график функции $Q_d(P)$ смещается в правую сторону, при снижении – в левую сторону относи-



тельно исходного. Инвестиционный и, намного реже, спекулятивный спрос на спотовом рынке золота имеет диаметрально противоположную зависимость величины спроса от спотовой цены драгметалла, внешне напоминающую эффект Веблена: увеличение цены приводит к увеличению спроса на золото в инвестиционных целях, а снижение цены обуславливает снижение величины спроса [16]. С 2001 по 2012 г. мировая цена на золото росла почти по экспоненте (рис. 2), и в этот же период синхронно росли объемы инвестирования в драгметалл, о чем можно судить по динамике вложения денежных средств в ETF, специализирующихся на инве-

стициях в реальное золото (например SPDR Gold Trust [10]). Резкое падение цены на золото в 2013 г. привело к такому же резкому падению величины спроса на данный актив и к активной распродаже золота. Тезаврационный же спрос ведет себя иным образом. Если сопоставить данные изменений золотого резерва суверенных государств из табл. 1, графики на рис. 1 и динамику эталонной мировой цены на золото в 2000–2019 гг. (см. рис. 2), то можно отметить, что в одних случаях тезаврационный спрос абсолютно не коррелирует с динамикой цен на рынке золота, в других случаях взаимосвязь слабо, но все же прослеживается.

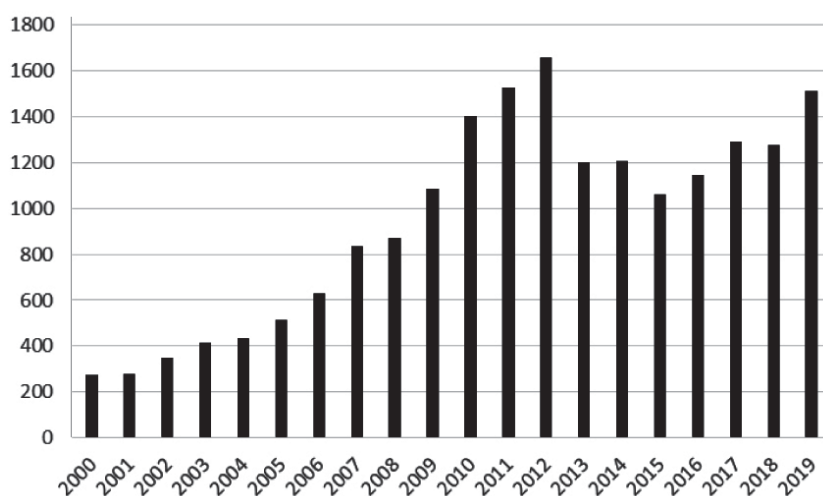


Рис. 2. Динамика мировой (эталонной) цены золота с 2000 по 2019 г. по данным Лондонского золотого фиксинга – до 2015 г., и далее по данным LBMA Gold Price (AM fix) на последний рабочий день каждого года, USD/oz t; 1 oz t (тройская унция) = 31,1034768 грамм

Fig. 2. Dynamics of the world (reference) gold price from 2000 to 2019 according to the London gold fixing – until 2015, and then according to LBMA Gold Price (AM fix) on the last working day of each year, USD/oz t

В силу наличия на спотовом рынке золота диалектической связи между инвестиционным и тезаврационным спросом экзогенные детерминанты последнего можно интерпретировать как факторы, трансформирующие инвестиционный спрос в тезаврационный или, иными словами, воздействующие на изменение полезности драгметалла в новых условиях и, как следствие, на смену предпочтений и выбора потребителей золота. Главное условие здесь – наличие альтернативы у хозяйствующего субъекта: или инвестировать, или создавать резерв.

Переход спроса на спотовом рынке золота из инвестиционного в тезаврационный разряд возможен не только под действием экзогенных обуславливающих факторов, но и в результате

эндогенных причин, таких как динамика доходов экономических субъектов, увеличение/уменьшение размера их бюджета, изменение целей деятельности, неустойчивость финансового положения, дефицит ликвидности, введение/снятие ограничений на операции с физическим золотом – установление новых правил торговли на мировом рынке золота.

Институциональный субъект, становясь участником спотового рынка золота, отдает предпочтение или инвестиции, или тезаврации золота, исходя из максимальной полезности для него первой или второй формы потребления драгметалла в текущей экономической ситуации. А эта полезность определяется как функция зависимости от проявления экзогенных детерминант.



И еще одно важное дополнение. Как известно, прямая эластичность зависит от степени насыщения потребностей. Следовательно, на стадии начального накопления золотого запаса/резерва снижение спотовой цены ведет к росту спроса на физическое золото. А любой скачок цены мгновенно останавливает рост спроса. Однако на завершающей стадии формирования золотого запаса даже существенное снижение спотовой цены приводит лишь к небольшому росту спроса на золото. Тезаврационный спрос из эластичного превращается в неэластичный:

$$|\Delta Q_d / \Delta P| > 1 \rightarrow |\Delta Q_d / \Delta P| < 1.$$

Но далее вступают в действие временные законы: спрос более эластичен по цене на длинном временном отрезке, нежели на коротком (к изменившемуся соотношению цен нужно приспособиться, а на это нужно время), возвращающие тезаврационный спрос в лоно эластичности. Вы-

рисовывается картина цикличности проявления эластичных свойств тезаврационного спроса на спотовом рынке золота. А поскольку первая половина этого цикла зависит от интенсивности накопления золотого запаса, то можно говорить о ведущей роли экзогенных детерминант тезаврационного спроса в данном цикле, обуславливающих интенсивность тезаврации. То есть получается, что экзогенные детерминанты – катализаторы эластичности тезаврационного спроса.

Эластичность спроса по цене конкретного товара также напрямую зависит от количества возможных направлений его потребления (от разнообразия видов использования). Чем больше направлений, тем выше уровень эластичности спроса. Физическое золото (драгметалл) используется сразу в нескольких сферах деятельности человека, но в разных объемах и пропорциях (табл. 2).

Таблица 2 / Table 2

Объемы освоенного физического золота в разных областях жизнедеятельности человека на 2017 г.
Volumes of physical gold mastered in different areas of human life for 2017

Область использования золота	Общий вес, тонн	% от общего объема
Ювелирные изделия	90 718	47,7
Частные инвестиции и тезаврационные накопления	40 035	21,1
Золотой резерв/запас суверенных государств и межправительственных финансовых организаций	32 575	17,1
Прочие области (электроника, медицина и т.п.)	26 711	14,1
Итого	190 039	100,0

Сост. по: [17].

Результаты

Обобщив все вышесказанное, можно прийти к следующим заключениям.

Тезаврационный спрос обуславливается одновременно экзогенными и эндогенными детерминантами. Причем обе эти группы факторов не просто дополняют друг друга; одна из них, как правило, находится в доминирующем состоянии, задает причинно-следственную связь, мотивацию, а другая группа в это же время пребывает в рецессивном состоянии. В начале XXI в. удельный вес экзогенных (внешних) детерминант тезаврационного спроса на золото стал – в силу разных причин – несоизмеримо больше удельного веса эндогенных (внутренних) факторов, обуславливающих тезаврацию.

Поскольку тезаврация золота сопровождается «встречным» процессом – продажей ранее накопленного золотого запаса в инвестиционных, спекулятивных, залоговых, кредитных, тезаврационных и т.п. целях, то, следовательно,

экзогенные детерминанты спроса на спотовом рынке золота, обуславливающие тезаврацию, одновременно вызывают и детезаврацию золота.

Тезаврационный спрос на спотовом рынке золота – не постоянный, возникает эпизодически под воздействием ряда внешних условий. Это означает, что воздействие экзогенных детерминант носит прерывной импульсный характер.

Геополитический фактор – первый из ранжированного списка групп экзогенных детерминант – определяет уровни военно-политических, энергетических, коммуникативно-технологических, инфраструктурных рисков для мировой экономики в целом. Чем выше уровни этих рисков, тем выше вероятность дестабилизации экономических отношений, нарушения нормального функционирования мировой финансовой системы, международной торговли и т.п. Следующими по силе воздействия на тезаврационный спрос выступают внешние финансово-экономические факторы, затем – природно-техногенные. При наличии таких экзогенных детерминант участ-



ники спотового рынка золота начинают отдавать предпочтение тезаврации взамен инвестициям и спекулятивным операциям, причем независимо от того, субъективный или же объективный характер носят внешние детерминанты.

И последнее. По многим показателям тезаврация тормозит экономическое развитие, и в этом плане экзогенные детерминанты тезаврационного спроса имеют негативный оттенок. Однако если учесть, что рост тезаврационного спроса у одних экономических субъектов удовлетворяется за счет снижения спроса у других субъектов, а также за счет дитезаврации, то происходит уравновешивание одних факторов другими и негативные последствия нейтрализуются.

Список литературы

1. Борисович В. Т., Заернюк В. М. О возвращении золота в финансовую систему: тенденции и движущие силы // Финансовая аналитика : проблемы и решения. 2018. Т. 11, № 3. С. 342–353. DOI: <https://doi.org/10.24891/fa.11.3.342>
2. Кучеров И. И. Монетарные металлы и тезаврация // Деньги и кредит. 2016. № 5. С. 63–72.
3. Щедрова О. Рост накопления золота и мировая финансовая система // Фонд стратегической культуры : электронное издание. URL: <https://www.fondsk.ru/news/2014/12/06/rost-nakoplenia-zolota-i-mirovaja-finansovaja-sistema-30775.html> (дата обращения: 10.12.2019).
4. Blumen R. Misunderstanding Gold Demand // Acting Man : Pater Tenebrarum's Commentary on the Economy and Markets. July 20, 2015. URL: <https://acting-man.com/?author=1117> (дата обращения: 11.11.2019).
5. O'Connor F. A., Lucey B. M., Batten J. A., Baur D. G. The Financial Economics of Gold – A Survey // International Review of Financial Analysis. 2015. № 41. P. 186–205.
6. How much gold has been mined? // World Gold Council : [site]. URL: <https://www.gold.org/about-gold/gold-supply/gold-mining/how-much-gold> (дата обращения: 06.01.2020).
7. Драгоценные металлы : [сайт]. URL: http://gold-silver.com.ua/gold/ten_countries_gold_reserves.html (дата обращения: 05.12.2019).
8. Мировые финансы : [сайт]. URL: <http://global-finances.ru/mirovyie-zolotyie-rezervyi/> (дата обращения: 03.01.2020).
9. ETF-фонды снизили на треть свои запасы золота // GOLD.RU : [сайт]. URL: <http://gold.ru/news/etf-fondy-snizili-na-tret-svoi-zapasy-zolota.html> (дата обращения: 05.01.2020).
10. Savill S. What is GLD's gold inventory telling us? (May 6, 2019) // The speculative investor blog. URL: <https://tsi-blog.com/2019/05/what-is-glds-gold-inventory-telling-us/> (дата обращения: 27.12.2019).
11. World Gold Council: ETF фонды опять перехватили эстафету спроса // Вестник золотопромышленника : [сайт]. URL: <https://gold.lprime.ru/analytics/20191112/339337.html> (дата обращения: 28.12.2019).
12. Как ETFs изменили рынок золота за 10 лет // BCS Express. URL: <https://bcs-express.ru/novosti-i-analitika/kak-etfs-izmenili-rynok-zolota-za-10-let> (дата обращения: 28.12.2019).
13. Wars and Main Events on 2008 (on 2009, ..., 2019) // WARS IN THE WORLD. URL: <https://www.warsintheworld.com/?page=static1260448836> (дата обращения: 13.01.2020).
14. Коробов А. А. Геополитическая неопределенность и ее влияние на глобальные товарно-сырьевые рынки // Среднерус. вестн. общественных наук. 2019. Т. 14, № 3. С. 175–192. DOI: 10.22394/2071-2367-2019-14-3-175-192
15. Коробов А. А. Динамика мирового рынка золота в контексте импульсных геополитических процессов современности. Ч. 1. Введение в проблему // Вестн. БФУ им. И. Канта. Сер. Гуманитарные и общественные науки. 2019. № 3. С. 26–34.
16. Чайкина Е. В. Структурные изменения спроса и предложения на рынке золота // Финансы и кредит. 2014. № 5 (581). С. 7–14.
17. World Gold Council : [site]. URL: <https://www.gold.org/about-gold/gold-supply/gold-mining/how-much-gold> (дата обращения: 16.12.2019).

Образец для цитирования:

Коробов А. А. Экзогенные детерминанты тезаврационного спроса на спотовом рынке золота // Изв. Саратов. ун-та. Нов. сер. Сер. Экономика. Управление. Право. 2020. Т. 20, вып. 2. С. 124–133. DOI: <https://doi.org/10.18500/1994-2540-2020-20-2-124-133>

Exogenous Determinants of Hoarding Demand at Gold Spot Market

A. A. Korobov

Andrey A. Korobov, <https://orcid.org/0000-0001-8786-8168>, Stolypin Volga Region Institute of Administration of the Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration, 23/25 Sobornaya St., Saratov 410031, Russia, aakorobov@inbox.ru

Introduction. Hoarding demand at gold spot market is mainly determined by non-price factors, which are divided into two large groups: endogenous, associated with the specifics of the functioning of the gold market, and exogenous, reflecting the processes and trends of the external environment relative to the gold market. The article analyzes the external non-price factors of demand for physical gold with hoarding purposes. **Theoretical analysis** revealed three groups of factors as exogenous determinants of hoarding demand for physical gold: military-geopolitical, financial-economic,



natural-technological, the influence of which is set in each case by the prevailing configuration of exogenous determinants. The same exogenous determinants in different combinations can increase, reduce or maintain the hoarding demand at gold spot market. **Empirical analysis** included a comparison of three processes: changes in the gold reserve of a number of sovereign states, the volume of gold bullion in ETF vaults specializing in investments in this precious metal, and the gold reserves of the largest international financial organizations, with global trends in geopolitics and in the sphere of monetary credit relations, with the dynamics of the gold reference price in the period 2000–2019. This allowed us to conclude, firstly, that there is a dialectic connection between investment and hoarding demand at gold spot market and, secondly, about the possible interpretation of exogenous determinants as factors affecting the change in the usefulness of precious metals in new conditions, and, as a result, – transforming investment demand into hoarding demand. **Results.** Exogenous determinants that determine hoarding demand at gold spot market have a different nature, different manifestations, different power of influence on the behavior of market participants. Since the gold hoarding by some economic entities is accompanied by a “counter” process – the sale of previously accumulated gold reserves by other entities, the exogenous determinants of demand at gold spot market that determine the hoarding, at the same time, also determine gold dishoarding. **Keywords:** gold spot market, hoarding, gold reserve, demand for gold.

Received: 13.12.2019 / Accepted: 10.02.2020 / Published: 01.06.2020

This is an open access distributed under the terms of Creative Commons Attribution License (CC-BY 4.0)

References

1. Borisovich V. T., Zaermyuk V. M. On the Return of Gold to the Financial System: Trends and Driving Forces. *Financial Analytics: Science and Experience*, 2018, vol. 11, no. 3, pp. 342–353 (in Russian). DOI: <https://doi.org/10.24891/fa.11.3.342>
2. Kucherov I. I. Monetary metals and hoarding. *Den'gi i kredit* [Russian Journal of Money and Finance], 2016, no. 5, pp. 63–72 (in Russian).
3. Schedrova O. The growth of gold accumulation and the global financial system. *Fond strategicheskoi kul'tury* (Strategic Culture Fund: electronic publication). Available at: <https://www.fondsk.ru/news/2014/12/06/rosta-nakoplenia-zolota-i-mirovaja-finansovaja-sistema-30775.html> (accessed 10 December 2019) (in Russian).
4. Blumen R. Misunderstanding Gold Demand. *Acting Man: Pater Tenebrarum's Commentary on the Economy and Markets*, July 20, 2015. Available at: <https://acting-man.com/?author=1117> (accessed 11 November 2019).
5. O'Connor F. A., Lucey B. M., Batten J. A., Baur D. G. The Financial Economics of Gold – A Survey. *International Review of Financial Analysis*, 2015, iss. 41, pp. 186–205.
6. How much gold has been mined? *World Gold Council. Site*. Available at: <https://www.gold.org/about-gold/gold-supply/gold-mining/how-much-gold> (accessed 6 January 2020).
7. *Dragocennyye metally* (Precious metals. Site). Available at: http://gold-silver.com.ua/gold/ten_countries_gold_reserves.html (accessed 5 December 2019) (in Russian).
8. *Mirovye finansy* (World finance. Site). URL: <http://global-finances.ru/mirovyye-zolotyie-rezervyi/> (accessed 3 January 2020) (in Russian).
9. ETF funds reduced their gold reserves by a third. *GOLD.RU. Site*. Available at: <http://gold.ru/news/etf-fondy-sniizili-na-tret-svoi-zapasy-zolota.html> (accessed 5 January 2020) (in Russian).
10. Saville S. What is GLD's gold inventory telling us? (May 6, 2019) *The speculative investor blog*. Available at: <https://tsi-blog.com/2019/05/what-is-glds-gold-inventory-telling-us/> (accessed 27 December 2019).
11. World Gold Council: ETF funds again seized the baton of demand. *Vestnik zolotopromyshlennika* (Bulletin of the gold producer. Site). Available at: <https://gold.lprime.ru/analytics/20191112/339337.html> (accessed 28 December 2019) (in Russian).
12. How ETFs changed the gold market in 10 years. *BCS Express*. Available at: <https://bcs-express.ru/novosti-i-analitika/kak-etfs-izmenili-rynok-zolota-za-10-let> (accessed 28 December 2019) (in Russian).
13. Wars and Main Events on 2008 (on 2009, ..., 2019). *WARS IN THE WORLD*. Available at: <https://www.warsintheworld.com/?page=static1260448836> (accessed 13 January 2020).
14. Korobov A. A. Geopolitical uncertainty and its impact on global commodity markets. *Srednerusskiy vestnik obschestvennykh nauk* [Central Russian Journal of Social Sciences], 2019, vol. 14, no. 3, pp. 175–192 (in Russian). DOI: 10.22394/2071-2367-2019-14-3-175-192
15. Korobov A. A. The dynamics of the world market of gold in the present pulse geopolitical processes. Part 1. Introduction to the problem. *Vestnik Baltiyskogo federal'nogo universiteta im. I. Kanta. Ser. Gumanitarnye i obschestvennye nauki* [IKBFU's Vestnik. Ser. The humanities and social science], 2019, no. 3, pp. 26–34 (in Russian).
16. Chajkina E. V. Structural changes in supply and demand in the gold market. *Finansy i kredit* [Finance and Credit], 2014, no. 5 (581), pp. 7–14 (in Russian).
17. World Gold Council. Site. Available at: <https://www.gold.org/about-gold/gold-supply/gold-mining/how-much-gold> (accessed 16 December 2019).

Cite this article as:

Korobov A. A. Exogenous Determinants of Hoarding Demand at Gold Spot Market. *Izv. Saratov Univ. (N. S.), Ser. Economics. Management. Law*, 2020, vol. 20, iss. 2, pp. 124–133 (in Russian). DOI: <https://doi.org/10.18500/1994-2540-2020-20-2-124-133>