

ЭКОНОМИКА МИНЕРАЛЬНОГО СЫРЬЯ
И ГЕОЛОГО-РАЗВЕДОЧНЫХ РАБОТ

УДК 622:338.45:336

ПРАКТИКА ИСПОЛЬЗОВАНИЯ ЗОЛОТЫХ КРЕДИТОВ
В НЕДРОПОЛЬЗОВАНИИ

В.Т. БОРИСОВИЧ

*Российский государственный геологоразведочный университет
117997, Россия, г. Москва, ул. Миклухо-Маклая, 23; e-mail: bvt@nm.ru*

Золотые займы (кредиты) недропользователи используют как для финансирования золотодобывающих работ, так и для хеджирования цены нового металла; аффинажные заводы и предприятия по производству изделий из золота — для управления рисками изменения цены на металл; коммерческие банки и портфельные инвесторы — для совершения арбитражных сделок и получения прибыли. Описаны схемы использования золотого займа на практике. Отмечается, что механизм форвардной продажи золота может быть скомбинирован с другими инструментами кредитного рынка и рынка срочных контрактов. Показана роль центрального банка в системе золотых займов.

Ключевые слова: золотые кредиты; золотые займы; лизинг золота; процентные ставки; лизинговые ставки; золотой LIBOR; депозитная сделка; депозитная ставка; аффинажный завод; коммерческий банк; кредитный рынок; рынок срочных контрактов; форвард; опцион; варрант.

THE PRACTICE OF USING GOLD CREDITS IN THE SUBSOIL USE

V.T. BORISOVICH

*Russian State Geological Prospecting University
117997, Russia, Moscow, Miklouho-Maklay street, 23; e-mail: bvt@nm.ru*

The mining companies use the gold loans (credits) both to finance gold-mining works, and to hedge the price of a new metal; refineries and enterprises for the production of articles made of gold use the gold credits to manage an exposure to fluctuations in metal prices; commercial banks and portfolio investors — for arbitrage deals and profit. The use of the gold loan scheme in practice is described. The mechanism for the forward sale of gold is shown to be able to be combined with other tools of the credit market and the derivatives market. The role of the central bank in the gold loans is described.

Key words: gold loans, gold credits, leasing gold, interest rates, leasing rates, gold LIBOR, deposit transactions, the deposit rate, the subsoil user, refinery plant, commercial bank, credit market, the derivatives market, the market for futures contracts, forwards, options, warrants.

Практика показывает, что золотодобывающие предприятия являются основными пользователями заёмного золота. Золотые кредиты иногда составляют 85 % годовой добычи металла; известен период времени, когда лизинг золота в мире воз-

растал до 4 000 т. Активизация сделок хеджирования золотодобывающими компаниями с целью страхования цены металла и дальнейшего развития горных проектов дали основной толчок золотым займам, а недропользователи получили новые ме-

ханизмы влияния на риски и большую уверенность в своих действиях [2].

Следует выделить три главных направления использования золотых кредитов:

1 Недропользователи используют золотые займы как для финансирования золотодобывающих работ, так и для хеджирования цены нового металла.

2 Аффинажные заводы и предприятия по производству изделий из золота используют золотые займы для управления рисками неблагоприятного изменения цены на металл в период трансформации металла в конечный продукт и его сбыта, что по своей сути также является механизмом хеджирования.

3 Коммерческие банки (КБ) и портфельные инвесторы применяют механизм золотого займа для совершения арбитражных сделок и получения прибыли за счет спреда между ценой покупки металла на одном рынке и ценой его продажи на другом.

Финансирование горных проектов за счёт золотого кредита заключается в том, что добывающая компания берёт определенное количество золота в заём и продаёт его, а полученные средства расходует на свои нужды. Возврат золота и уплата процентов, которые начисляются в золоте, происходит за счёт нового металла. Другими словами золотой кредит является форвардной продажей золота. Депозитная ставка (золотой LIBOR)¹ зависит на какой срок и в какое время берётся заём. Предприятиям это выгодно при условиях понижающейся цены на золото по двум причинам.

Во-первых, процентные ставки на денежные кредиты обычно значительно выше, чем лизинговые на спот рынке (за исключением явления бэквардейш²), когда цены на форвардные контракты ниже спотовых). Во-вторых, в условиях низкой цены на металл, производители застрахованы против ценового риска, но с другой стороны, при повышении цены на золото сумма упущенной выгоды растёт. Размеры золотых кредитов различаются по регионам от 0,5 до 9,0 т. Хотя стоит заметить, что были прецеденты более значительных объёмов, например, компания Newmont получила более 31 т металла в лизинг [1].

Процесс использования золотого кредита для финансирования производства состоит из определённых этапов (рис. 1).

Открытие позиции: 1) коммерческий банк (КБ) берет золотой заём под процент; 2) выдаёт кредит недропользователю под более высокий процент; 3) недропользователь продает заёмный металл через банк по цене спот; 4) полученные денежные средства инвестирует в развитие производства. **Заккрытие позиции:** 5) недропользователь возвращает кредит с учётом процентов КБ (погашение золотого займа происходит за счёт нового металла в натуральной форме, а проценты по займу определяются в металле от основного объёма выдаваемого в займы золота; 6) КБ возвращает золото центральному банку (ЦБ) с первоначальным процентом.

Стоит отметить несколько обстоятельств. Во-первых, если КБ не имеет своего золота или

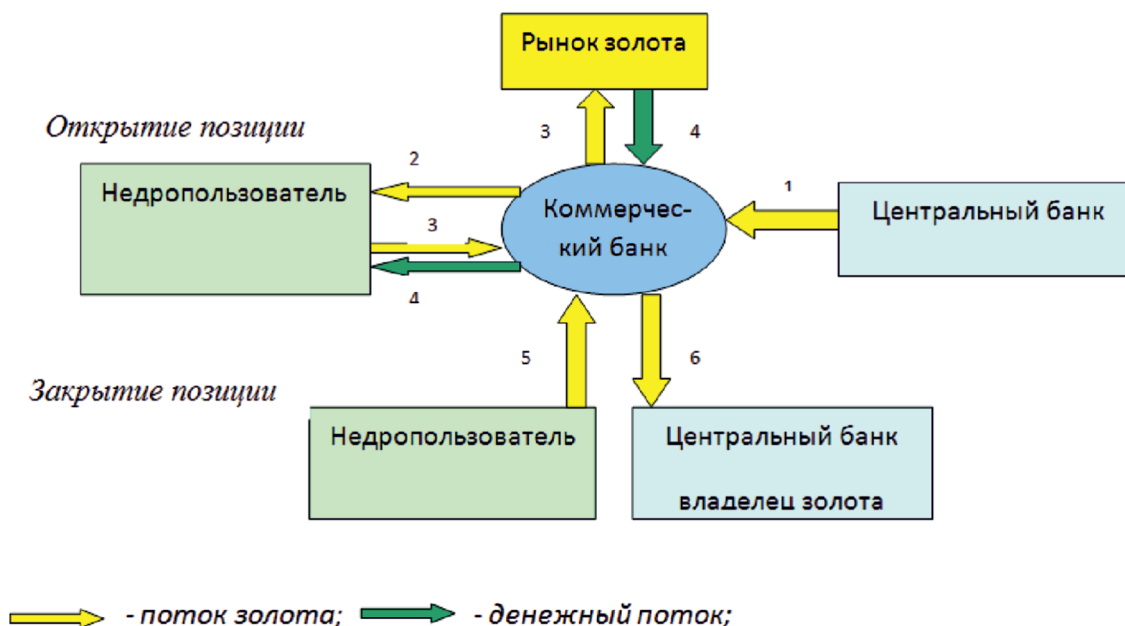


Рис. 1. Схема финансирования горных работ за счёт золотого кредита

¹ Золотой LIBOR (London Interbank Offered Rate — Лондонская межбанковская ставка предложения) — ставка лизинга золота. Рассчитывается LIBOR — GOFO (Gold Forward Offered Rate) - форвардная ставка по золоту. Подробнее: <http://www.ipotek.ru/libor.php>

² Бэквардейш — рыночная ситуация, когда цена фьючерсных контрактов меньше цены контрактов с немедленной поставкой.

желает нести только кредитный риск он может произвести заём у ЦБ или на межбанковском рынке под более низкий процент и выдать это золото недропользователю под более высокий процент. Во-вторых, погашение золотого займа и процентов по нему допускается в денежном выражении, но только все расчёты должны происходить по текущей цене на золото или на дату закрепленную в договоре займа. В-третьих, операции, связанные с золотыми займами, происходят исключительно с обезличенным металлом по счетам типа аналлокейт³, а все транзакции имеют вид записей по соответствующим счетам и, как правило, не связаны с физическим перемещением металла, за исключением момента погашения открытой кредитной позиции в натуральной форме.

Стратегии хеджирования, основанные на использовании деривативов и золотых кредитов, отвечают основным требованиям управленческих рисков, что означает более сложную ситуацию, чем финансирование добычи золота.

Схема хеджирования нового металла состоит из нескольких этапов (рис. 2).

Открытие позиции: 1) недропользователь заключает форвардный контракт; 2) КБ одновременно продает его заёмное золото на рынке по цене спот; 3) КБ получает денежные средства от продажи золота; 4) полученные средства дилер размеща-

ет на денежном рынке под процент; 5) КБ страхует форвардную поставку недропользователя путём золотого займа от ЦБ. **Закрытие позиции:** 6) денежные средства с процентом инвестиционного дохода изымаются с денежного рынка; 7) недропользователь поставляет новый металл; 8) КБ производит оплату за поставленный металл; 9) КБ возвращает заёмный металл с уплатой процентов по нему.

При использовании золотого займа для хеджирования будущей цены металла указанная схема усложняется, принимает вид форвардной продажи кредита и является базой для более сложных финансовых инструментов. Её отличие заключается в том, что денежные средства, полученные от продажи золота, инвестируются на рынке капиталов под более высокий процент, чем процент займа в абсолютном выражении, а спред между ними и будет формировать премию, которая определяется на момент реализации кредита. Механизм форвардной продажи золота может быть скомбинирован и с другими инструментами кредитного рынка и рынка срочных контрактов, такими как: свопы, форвардные соглашения по процентным ставкам золотого займа или инвестиционного дохода, варранты, опционы и др. Стоит учитывать, что слишком сложные инструменты хеджирования трудны для управления и контроля, а затраты по их использованию не всегда экономически оправданы.

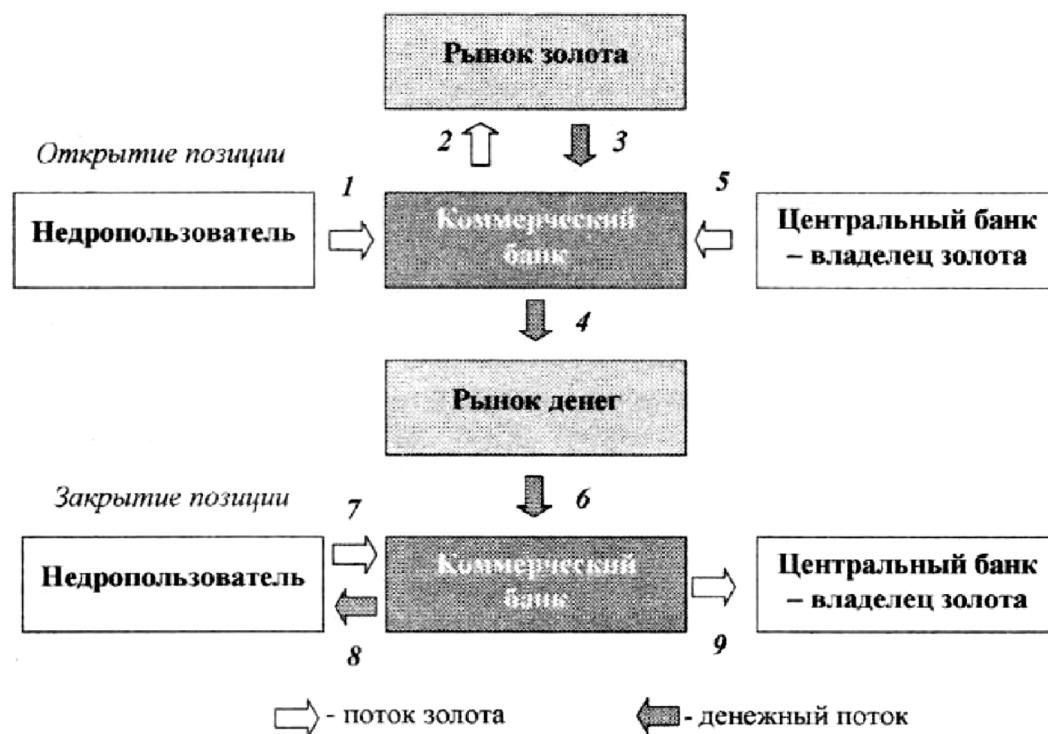


Рис. 2. Схема использования золотого займа для хеджирования цены нового металла

³ Аналлокейт — обезличенный металлический счет (ОМС), на котором учитывается обезличенный драгоценный металл без указания индивидуальных признаков мерных слитков.

Отечественному недропользователю не стоит пугаться сложности механизмов хеджирования, но в тоже время помнить, что они не являются 100 % защитой от падения цены на металл.

При принятии решения о хеджировании добычи металла в будущих периодах, необходимо проследить прогноз четырёх главных факторов: цены на золото, процентной ставки на кредит, ставки инвестиционного дохода и обменного курса национальной валюты к доллару США. Неэффективное управление этими рисками может привести к противоположным результатам и недропользователь понесёт убыток. В последние годы появились новые модификации хеджирования. Производители золота к своим хеджевым портфелям добавляют металл, купленный по форвардам или путам⁴. Но основная масса нового хеджирования осуществляется по требованиям проектного финансирования, объём которого оценивается более чем в 100 т. Золотодобывающие компании уже при разведке и разработке новых месторождений начали рассматривать стратегии, которые могли бы защитить стоимость рыночных активов в виде запасов полезных ископаемых в недрах. На хеджирование недропользователей расходуется почти 60 % общего объёма золотых кредитов.

Обычно производители хеджируют будущую продукцию по одной из двух причин. Во-первых, производители могут обеспечить форвардную премию по авансовым продажам в форме контанго цены золота. Контанго представляет собой разницу между процентной ставкой, которая может быть получена по денежному депозиту (LIBOR) и депозитной ставкой, выплачиваемой по лизингу физического золота. Во-вторых, хеджирование осуществляется для защиты доходов от падения цены золота.

Если цена на золото не изменяется существенно, то недропользователь получает более высокую цену реализации металла за счёт спреда между процентными ставками на денежные ресурсы и золотой кредит. Ситуация меняется, когда цена имеет положительную динамику. В этом случае недропользователь несёт упущенную выгоду, если цена на рынке спот превышает уровень цены реализации золотого займа и премии, получаемой за счёт спреда между процентными ставками.

Объём золотозаимствования зависит от взаимодействием трёх групп участников рынка: горных предприятий, которые успешно развивают новые источники золотого обеспечения; КБ — хранители золота, действовавшие не только в качестве посредников, но и новаторов финансирования для нужд недропользователей; ЦБ, которые через займы и свопы обеспечили значительную часть ликвидности рынка; они активно ссужают золото и стали более продуктивными в управлении своими

резервами, повышая прибыльность своих активов, увеличивая ссудную ставку до 1—2%. Решение задачи заключалось в привлечении огромных резервов ЦБ, на котором мог основываться бизнес хеджирования. В практическом смысле данный процесс мобилизации практически не требовал физической доставки золота из его начального местоположения в Лондон, являющимся основным рынком по сделкам золотозаимствования. Большая часть этой работы была проделана КБ. КБ построили взаимоотношения с провайдерами ликвидности и адаптировали технологии и стратегии, которые использовались на финансовых рынках для удовлетворения специфических потребностей золотодобывающей отрасли. В частности, было предложено использовать форвардное контанго, что обеспечило получение прибыли перспективным хеджерам и повысило качество ценообразования будущей продукции. Первоначально КБ использовали для кредитования недропользователей свою ликвидность, состоящую в основном из нераспределённых счетов частных инвесторов. Но когда золото доказало высокую рентабельность в качестве финансового инструмента, то стало очевидным, что данная база ликвидности вскоре станет недостаточной для удовлетворения потребностей на более длительные сроки возрастающего спроса производителей на золотые займы. КБ смогли объединить роль посредничества и получения прибыли на основе новых технологий финансирования и активного использования рынка производных финансовых инструментов. В результате КБ получили возможность предлагать производителям среднесрочные золотые кредиты, что структурно более подходило к соотношению их активов и обязательств, также как и к структуре форвард-но-опционного хеджирования, которое предполагает использование комплекса обязательств на споте, форвардных, фьючерсных и опционных рынках. Дополнительно имело место значительная пролонгация временного горизонта для сделок хеджирования, в некоторых случаях до 10—12 лет. В результате добывающие компании получили возможность хеджирования более значительных объёмов будущей продукции.

Однако возникла проблема, КБ не могли предложить финансовые инструменты, которые полностью удовлетворяли потребности недропользователей из-за недостатка ликвидности. Традиционные КБ, обладающие золотыми запасами в виде вкладов своих клиентов были готовы давать их в долг под приемлемый процент только на краткосрочные периоды. В тоже самое время многие ЦБ стали искать возможность извлечения хоть какой-то прибыли от своих «мёртвых» золотых запасов, так как они приносили одни убытки в виде

⁴ Пут — опционный контракт, дающий право продать заданное количество золота по оговоренной цене в определённый день.

высоких затрат на хранение и обслуживание. Этим не замедлили воспользоваться КБ, извлекая прибыль из спреда между процентом ЦБ и более высоким процентом, под который они выдавали металлические займы недропользователям. Большие запасы официального сектора позволили банкам обеспечить постоянный поток металла — почти 75 % золотых займов обеспечиваются государственными кредитными организациями.

КБ стали играть важную роль посредника между официальным сектором — самым большим источником золотых займов и недропользователями. Как правило, большинство золотых займов выдаётся на условиях «локо Лондон» или «локо Нью-Йорк», т. е. металл доступен в Лондоне или Нью-Йорке, а недропользователь находится в другой части мира. КБ в данном случае путём свопа по местонахождению металла организует выдачу займа в необходимой стране, а путём краткосрочных займов (перезаймов) обеспечивает недропользователя металлом на более длительные сроки.

Все виды инструментов хеджирования нового металла основаны на механизме золотого займа, но в отдельных странах-производителях получили распространение определённые его модификации. В одних — распространены форварды с фиксированной процентной ставкой на золотой заём, форвард с отсроченной поставкой и так называемые экзотические опционы, в других — компании предпочитают использовать стратегию одновременной продажи опциона колл и покупки опциона пут, а также форварды с отсроченной поставкой, а в некоторых, где курс национальной валюты нестабильный, хеджирование нового металла осуществляется с помощью золотых займов и валютных опционов колл.

Российская золотодобывающая отрасль характеризуется большим числом предприятий с сезонным характером добычных работ, что делает такие предприятия особенно уязвимыми к риску неблагоприятного изменения цены на металл.

Недропользователь жестко привязан к срокам начала добычи, а следовательно реализации металла. График поступления выручки имеет нулевое значение в зимний период и максимальное значение в летнее время, а большинство таких предприятий работает в климатических условиях, где тёплое время года является непродолжительным. Следовательно, очень важно быть уверенным в том, что именно в конкретное время цена реализации нового металла будет приемлемой и достаточной. Таким образом, российский недропользователь не сможет получить наибольший экономический эффект. Цена на золото имеет тенденцию к росту в зимние и снижению в летние периоды времени.

Предприятия с круглогодичным характером работы менее подвержены сезонным колебаниям цены, но в условиях долгосрочного падения цены на металл также нуждаются в управлении ценовым риском. В практике российских золотодобытчиков были прецеденты применения золотых займов для финансирования золотодобывающих работ, но, как правило, это были правительственные займы, значительная часть которых была неэффективно использована.

Аффинажные заводы, которые являются независимыми от недропользователей, могут также использовать золотые займы в ходе своей хозяйственной деятельности. На рис. 3 показана схема финансирования аффинажа золота через золотой кредит. В период между открытием и закрытием позиции существует риск неблагоприятного изменения цены, а также достаточно высокие ставки по денежному кредиту. Снижение риска неблагоприятного изменения цены на золото и затраты по обслуживанию заёмных средств возможно при использовании механизма золотого займа (рис. 3).

Открытие позиции: 1) недропользователь поставляет металл на аффинажный завод; 2) завод производит оплату за поставленное сырьё; 3) одно-

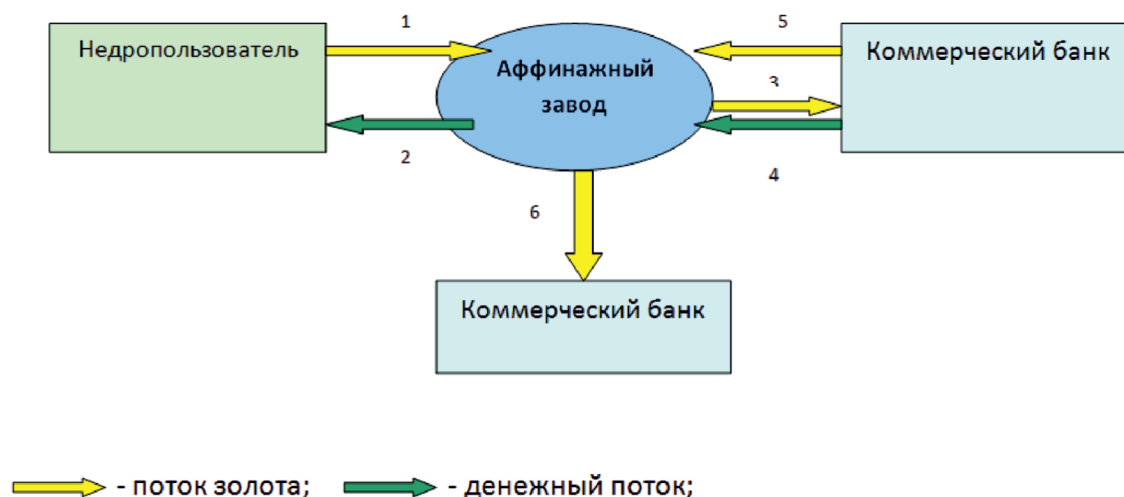


Рис. 3. Финансирование аффинажа металла через золотой заём

временно завод продает в КБ золото на условиях спот; 4) полученные денежные средства идут на оплату недропользователю за поставленный металл; 5) завод берёт золотой заём для покрытия сделки продажи золота в КБ на условиях спот. *Заккрытие позиции:* 6) после аффинажа золото идёт на возврат металлического займа.

Процент по займу может быть погашен в денежной форме отдельно. Использование золотого займа помогает аффинажному предприятию по сути ликвидировать риск снижения цены на золото в период осуществления аффинажа и сократить выплаты по процентам. В случае роста цены аффинажный завод несёт только упущенную выгоду, но это, по сути, будет являться страховой премией уплаченной за «спокойную жизнь». Золотой кредит снижает норматив оборотных средств, необходимых для приобретения металла, что, безусловно, является неоспоримым преимуществом данного инструмента. Другими словами, золотые займы могут быть использованы как инструмент логистики для управления инвентарными запасами.

Почти 15 % золотых займов используются для управления инвентарными запасами, как один из инструментов логистики. Это произошло на фоне роста спроса на физическое золото в виде ювелирных украшений, монет, медалей и других изделий. В погоне за спросом производители ювелирных украшений стали использовать заёмное золото в виде сырья как альтернативу денежному кредиту, который шел впоследствии на приобретение металла. Возврат производится в натуральной форме, когда на полученные денежные средства от продажи ювелирных украшений приобретается металл, либо расчёт ведётся в денежной форме по цене спот на момент закрытия сделки.

Золотые займы также применяются для совершения арбитражных спекулятивных сделок. На рынке срочных контрактов, используемых золотодобывающими компаниями для хеджирования нового металла, существуют множество дилеров, которые покупая форвардные контракты недропользователей берут под них золотые кредиты и продают металл, а денежные средства инвестируют. Открытые позиции погашаются, когда компания поставяет металл по форвардному контракту.

Золотые займы также используются для осуществления коротких продаж в период высокой волатильности цены на золото. Дилер берёт золотой заём с целью продажи с надеждой на то, что в течение нескольких минут, часов или дней цена упадет еще ниже и он сможет выкупить такое же количество золота с учётом процента по займу за

этот короткий промежуток времени и погасить открытую кредитную позицию. Спред между более высокой ценой продажи и более низкой ценой покупки за вычетом комиссионных и будет составлять прибыль дилера. Срок реализации коротких продаж может составлять от нескольких минут до нескольких дней или месяцев. Как правило, при таких сделках процент изменения цены значительно превышает размер процента по золотому займу за столь короткое время. К тому же полученные от продажи золота денежные средства можно «прокрутить» на кредитном рынке до момента обратного выкупа золота и получить дополнительный доход. Объёмы коротких продаж резко возрастают при росте волатильности цены на золото и роста процентных ставок на денежные средства.

Развитие рынка деривативов позволило владельцам золотых запасов начать активно использовать опционы колл (право на покупку) для получения прибыли от «мертвых» золотых запасов. На этом секторе срочных контрактов основными игроками обычно выступают центральные банки и другие государственные кредитные организации, обладающие золотыми запасами. Схема действий в этом случае может выглядеть следующим образом. Центральный банк выпускает опцион колл с ценой страйк, которую он считает эффективной и продаёт его контрагенту. Если цена на рынке спот падает ниже цены страйк, контрагент не реализует приобретенный опцион колл, а центральный банк получает прибыль в виде премии, уплаченной контрагентом за этот опцион. Если цена на рынке спот растёт выше цены страйк, контрагент реализует приобретенный опцион колл, в данном случае банк не несёт больших потерь, убытки частично покрываются премией, уплаченной контрагентом за данный опцион. Портфель из нескольких опционов колл с разными ценами страйк позволяют в данном случае избежать вообще убытков [3].

Под приобретённый опцион колл контрагент может взять золотой заём и зафиксировать его стоимость по опционной цене страйк или финансировать приобретение данного опциона через механизм золотого займа, как наиболее дешевого источника инвестиций. Объём золотых займов, вовлечённых в спекулятивные арбитражные сделки, оценивается до 20% от общего объёма золотых займов. Таким образом, при любой волатильности цены на золото и разнонаправленного движения золотодобывающей отрасли золотые кредиты и производные финансовые инструментов будут играть важную роль в формировании рынка драгоценных металлов.

ЛИТЕРАТУРА

1. Борисович В.Т., Юсипов Р.А. Методика оценки золотого займа // Горный информационно-аналитический бюллетень, 2000. № 4. С. 37–44.
2. Gold Survey 2006, GFMS, London, 2006.
3. World Silver Survey, the Silver Institute, Washington—London, 2011.