

## Золото, как транзитный инструмент.

На протяжении веков золоту отводилась центральная роль в обеспечении внутреннего денежного обращения и международных расчетах. Этот период связан с активным развитием бартерной экономики, где серебро конкурировало с золотом на внутреннем рынке, но из-за малой капитализации уступало ему во внешней торговле.

Со временем бумажные деньги вытеснили золотые монеты из наличного денежного обращения, оставив за монетарным золотом (слитки 995-9999 пробы) право быть частью золотовалютных резервов.

Уйдя на второй план в денежном обращении, золото сохранило за собой транзитную функцию. Как крайняя мера, она применялась и до сих пор используется при вынужденной смене юрисдикций, денежно-кредитных формаций и владельцев капитала.

Периоды мирного развития стран и народов сопровождались социально-экономическими кризисами и войнами. Когда наступали лихие времена, в золото конвертировали личные капиталы и обеспечивали его вывоз в стабильные гавани под защиту надежного суверена.

В первой половине 20-ого века золото несколько раз меняло свою юрисдикцию, пока не оказалось под защитой США, что позднее было закреплено Бреттон-Вудским Соглашением 1944 года. Однако и оно не выдержало испытание временем. В 70-х годах прошлого века при переходе из системы фиксированных курсов к системе СКВ (свободно-конвертируемых валют) золото стало транзитным инструментом по защите капитала от сильной инфляции.

Сейчас мы продолжаем жить в системе СКВ МВФ. Ее основой являются бумажные деньги. Это внешняя форма. Но по сути это американские кредитные деньги (доллар США). За 50 лет своего существования действующая монетарная система обеспечила высокий уровень развития стран развитых экономик (ОЭСР). Обратной стороной этого процветания стала сильная закредитованность всех участников денежно-кредитной системы СКВ МВФ: правительств, бизнеса и населения. Чрезмерная долговая нагрузка Западных стран привела к финансовому кризису 2008-2009 годов. Чтобы преодолеть рецессию кредитно-финансовых балансов Западные страны применили механизм бюджетного кредитования экономик (Bail-Out). Эти меры вызвали бюджетный кризис слабых экономик ЕС, из-за чего разразился долговой кризис ЕС 2010-11 годов. Чтобы его преодолеть, кредиторы и должники решили собрать налоги с активов бизнеса и населения и сократить госдолг до управляемого уровня. Этот процесс позволил бы участникам переговоров перезапустить кредитный цикл и обеспечить стабильное экономическое развитие Запада.

В соответствии с оценками BIS 2009 года долговая нагрузка Западных стран составила от 200 до 400% ВВП. В то же время управляемый долг не должен превышать 180% ВВП (1). Исходя из этих расчетов, в сентябре 2011 года The Boston Consulting Group определил, что в абсолютном выражении излишняя долговая нагрузка составила 15,16 трлн. евро или от 34% до 26 % от активов среднего класса ЕС и США. При этом неуправляемый долг должен быть списан в соответствии с новыми правилами санации кредитно-финансовых балансов (Bail-In). А именно за счет активов среднего класса, т.е. акционеров и кредиторов санируемой организации (население, малый и средний бизнес).

Принципы Bail-In были утверждены на ноябрьской сессии FSB G20 в Каннах "Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions". Далее с принятием Резолюции ООН от 09.09.2014 № 68/304 "Towards the establishment of a multilateral legal framework for sovereign debt restructuring

processes" начался широкомасштабный процесс легализации Bail-In (2). В большинстве стран легализация Bail-In прошла в период до 2017 года. Процесс затронул не только страны - члены G20, куда входит Российская Федерация, но и большинство стран мира, принявших вышеназванную резолюцию ООН.

Законы Bail-In писались на опыте дефолта Греции (суверенный Bail-In на 50 млрд. евро, март 2012) и санации Кипрских банков (банковский Bail-In на 10 млрд. евро, март 2014). Здесь не надо исключать из перечня и полезный опыт санации MF Global (октябрь 2011) с передачей позиций 50 тысяч клиентов – профессиональных участников биржевого рынка на 1,2 млрд. долларов США в пользу маржинального банка JP Morgan (биржевой Bail-In).

Современная зарубежная и российская практика Bail-In 2017 года отличается по составу активов и глубиной списания долга. В Европе, к примеру, практикуют жесткие варианты, как в случае с "Banco Popular" (3), где пострадали держатели депозитов. В России власти не рискуют и идут на "мягкий" Bail-In, как в случае с банками "Пересвет" (4), "Открытие" (5) и "Бин-Банк" (6). Там, помимо акционеров, пострадали держатели субординированных облигаций, кредитов и депозитов на десятки и сотни миллиардов рублей без последствий для вкладчиков.

Однако разовые случаи санации кредитно-финансовых организаций имели место всегда и до легализации Bail-In. Это не должно волновать массовую аудиторию. Но сейчас в 2017 году мы столкнулись с реформой кредитно-финансовой системы планетарного масштаба. Речь идет о переходе от бумажных денег к криптовалюте, основанной на технологии Distributed ledger technology (DLT - Block Chain).

В период с 2008 до 2017 года власти пытались не афишировать свой официальный интерес к криптовалюте. Вместо этого они готовили благодатную почву для массового внедрения национальных криптовалют:

- "разрешили" свободное распространение частных пилотных проектов по криптовалюте (Bitcoin),
- вовлекли маргинальные, малообеспеченные и прочие специфические группы населения в финансовый оборот под патронажем Мирового Банка (исламский банкинг, микрофинансовые организации, банковские транспортные карты),
- добились снижения наличного обращения через программу ООН Better than Cash Alliance 2012-2017 (USAID, Bill & Melinda Gates Foundation, Citi, Ford Foundation, Omidyar Network, Visa Inc. и MasterCard).

Последний закрытый сбор по Block Chain прошел под председательством МВФ, Мирового Банка и ФРС США в Нью-Йорке с участием представителей 90 центральных банков мира в июне 2016 года (7). В феврале 2017 года был обозначен координационный центр в штаб-квартире BIS (Швейцария), куда входит представитель Банка России (8).

Начиная с 2017 года, пошел процесс легализации криптовалюты, как национального платежного денежного знака практически во всех странах мира. Первыми выступили Банк Швеции с проектом e-krona (9) и Банк Японии j-coin (10). В обоих случаях время вывода национальных криптовалют обозначено 2019-2020 годами. В частности, шведская модель, как в прочем и все остальные, построены по принципам Чикагского Плана США 2012 года (11). В ней предусмотрен переход от двухуровневой банковской системы к одноуровневой. Одноуровневая банковская система означает, что центральный банк напрямую ведет банковские счета и оказывает банковские услуги конечным потребителям либо разрешает третьим лицам оказывать банковские услуги по клиентским счетам в центробанке. Эти правила распространяются и на оборот "наличных" в форме электронных денег (e-krona), учитываемых на смартфонах и картах.

Получается, что в новом мире национальных криптовалют нет места сложившей банковской системе и наличным деньгам. При этом срок жизни существующей системы СКВ МВФ зависит от юрисдикции, но, по сути, ограничен ближайшими годами, максимум пятью лет.

Иными словами, речь идет о конвертации кредитно-финансовых активов из двухуровневой банковской системы СКВ МВФ в одноуровневую систему центральных банков, построенную на Block Chain, в 90 странах мира.

Здесь нужно обновить и дать дополнительную вводную информацию: об объеме активов, размера налогов на активы среднего класса и коэффициенте конверсии чистых активов в криптовалюту (после налогообложения).

- 1) В соответствии с графиком ИФ на 1 квартал 2017 года кредитно-финансовые активы составляют 217 трлн. долларов США или 327% мирового ВВП (12).
- 2) Повторим. В соответствии с расчетами BCG сказано, что BIS допускает уровень долга не более 180% ВВП (1).
- 3) В соответствии с документом МВФ Fintech and Financial Services: Initial Considerations (июнь 2017) конвертация активов пройдет с коэффициентом 1 к 1 (13).

Исходя из этого, возникает логичный вопрос, какие активы и какой объем окажется под санацией и какой объем очищенных активов перейдет на новую систему Block Chain (119 трлн. долларов, эквивалент 180% ВВП)? Очевидно, что не все.

Как это произойдет в России не известно. Будет ли это мягкий вариант Bail-In или жесткий (полный, как на Кипре), с конвертацией незастрахованных депозитов частных лиц (вне программы АСВ) в неликвидные акции проблемных банков? Каким будет возмещение по застрахованным депозитам в случае одномоментного массового приостановления или закрытия кредитных организаций?

На эти вопросы можно много спекулировать, но факт остается фактом.

Держатели субординированных облигаций Открытия потеряли всё, и сами активы на сумму 111,2 млрд. рублей, и процентный доход. В схожем положении находятся держатели незастрахованных вкладов (свыше 1,4 млн. рублей) и обезличенных металлических счетов. Они несут риски до 100% потерь при отзыве банковской лицензии. Список на отзыв большой. По данным рейтингового агентства Fitch (14) в ближайшее время число банков сократится вдвое, т.е. из 600 будет закрыто 300 кредитных организаций. При этом сделано предположение, что России достаточно и 50 банков.

В соответствии с вышесказанным можно сделать следующие выводы:

- 1) наличные денежные знаки большинства государств будут повсеместно выведены из обращения,
- 2) незастрахованные вклады будут конвертированы в неликвидные акции saniруемых организаций,
- 3) прочие субординированные активы и акции проблемных банков будут списаны полностью либо конвертированы в акции saniруемой организации,
- 4) застрахованные вклады будут конвертированы из валюты в криптовалюту центрального банка в соотношении 1 к 1,

5) прочие активы, выведенные из оперативного оборота кредитно-финансовой системы страны, не подпадут под санацию и останутся в той же (физической) форме.

Здесь можно выделить акции в хранении у реестродержателей, активы в закрытых паевых фондах, драгоценные металлы и камни, картины, машины и недвижимость. Первая категория доступна, в основном, профессиональным инвесторам. Последняя категория подпадает под усиливающееся налогообложение. Из драгоценных металлов, камней и произведений искусств, только золотые инвестиционные монеты имеют глубокий рынок (250 млрд. руб.), высокую ликвидность и понятную систему ценообразования.

Получается, что из представленной выборки самым интересным активом являются золотые инвестиционные монеты. Спрос на них, как и на прочие капиталоемкие (физические) активы будет расти по мере осознания средним классом и состоятельными гражданами рисков, связанных с переходом на криптовалюту.

### **Исходя из этого, можно сделать следующий прогноз.**

Золото станет **законным транзитным инструментом** при переводе частного капитала из действующей на новую монетарную систему. Исходя из баланса спроса и предложения внутри страны и зарубежом \*, котировки золота вырастут в цене в рублях и долларом эквиваленте. Произойдет это за очень короткий срок, в период санации кредитно-финансовых балансов на 217 трлн. долларов США в 2018 - 2020 годах. Предпочтительная форма владения золотом - физическая, в России в виде инвестиционных монет и/или паев ЗПИФ (15) .

---

\* В соответствии с данными WGC за 30.06.2017 золото в физической форме, добытое за всю историю человечества, оценивается в 7,667 трлн. долларов США , в том числе, в слитках и монетах 1,533 трлн. долларов США (16).

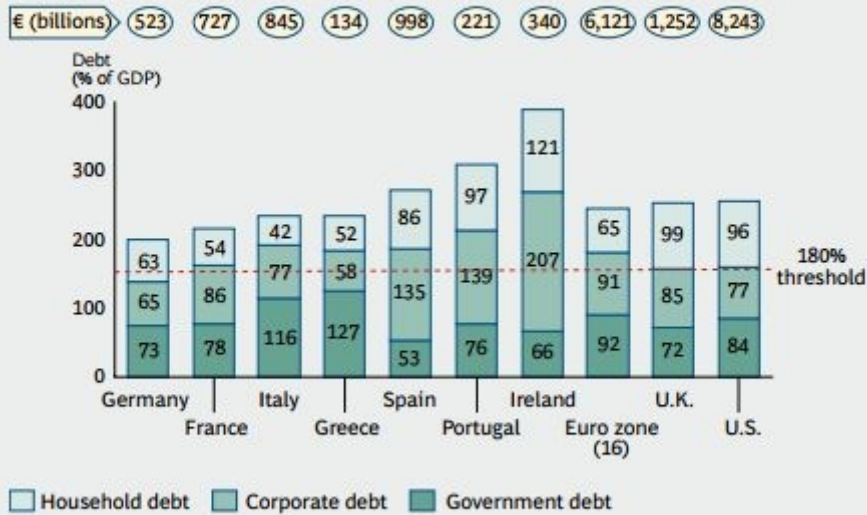
---

### **Ссылки**

- (1) BCG <http://www.zerohedge.com/news/muddle-through-has-failed-bcg-says-there-may-be-only-painful-ways-out-crisis> (Приложение 1)
- (2) UN <https://static.bullionstar.com/blogs/koos-jansen/wp-content/uploads/2015/03/UN-resolution-68304.-Towards-the-establishment-of-a-multilateral-legal-framework-for-sovereign-debt-restructuring-processes.pdf>
- (3) Banco Popular <http://www.zerohedge.com/news/2017-06-07/spains-banco-popular-bailed-acquired-santander-€100>
- (4) Пересвет <http://www.rbc.ru/finances/23/06/2017/594ccd639a7947153449ffe3>
- (5) Открытие <http://www.rbc.ru/finances/26/09/2017/59ca749b9a794783cd0f18aa?from=main>
- (6) Бин-Банк <http://www.rbc.ru/finances/04/10/2017/59d4cb8a9a7947cbbadb61b2?from=newsfeed>
- (7) 90 <https://www.coindesk.com/central-banks-blockchain-federal-reserve/>
- (8) BIS <http://www.bis.org/cpmi/publ/d157.pdf> (Приложение 2)
- (9) e-krona [http://www.riksbank.se/Documents/Rapporter/E-krona/2017/rapport\\_ekrona\\_170920\\_eng.pdf](http://www.riksbank.se/Documents/Rapporter/E-krona/2017/rapport_ekrona_170920_eng.pdf)
- (10) j-coin <https://cointelegraph.com/news/japan-considers-launching-j-coin-eliminating-cash-before-tokyo-2020-games>
- (11) the Chicago Plan <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp12202.pdf> (Приложение 3)
- (12) 217 трлн. usd <http://www.zerohedge.com/news/2017-09-17/bis-finds-global-debt-may-be-underreported-14-trillion> (Приложение 4)
- (13) IMF <http://www.imf.org/en/Publications/Staff-Discussion-Notes/Issues/2017/06/16/Fintech-and-Financial-Services-Initial-Considerations-44985> (Приложение 5)
- (14) Fitch <https://www.fitchratings.com/site/pr/1030301>
- (15) ЗПИФ <http://www.spbcmc.ru/>
- (16) WGC <https://www.gold.org/research/gold-investor/gold-investor-september-2017> (Приложение 6)

**EXHIBIT 2 | Write-offs Necessary to Achieve Sustainable Debt Levels**

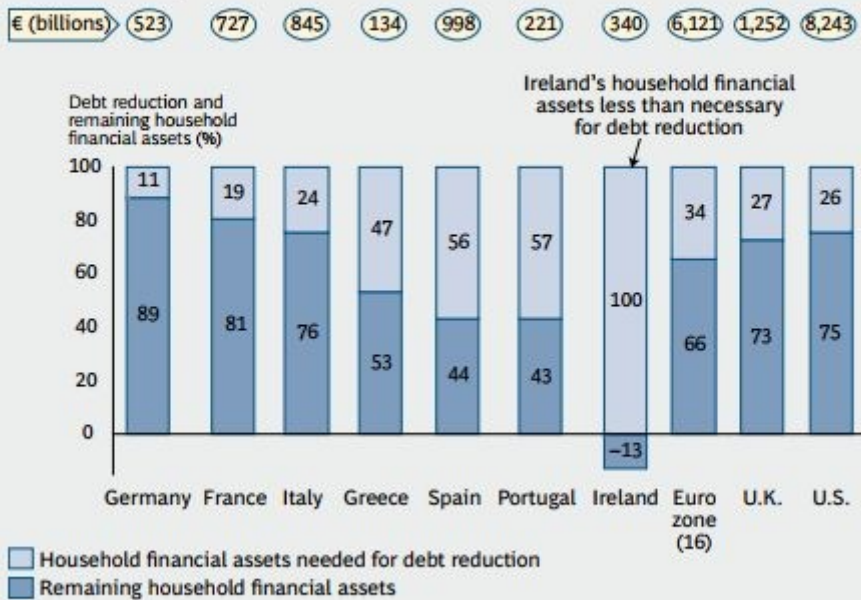
**Necessary debt reduction to reach 180 percent debt-to-GDP ratio**



Sources: Eurostat; Federal Reserve; Thomson Reuters Datastream; BCG analysis.  
Note: All data as of 2009.

**EXHIBIT 3 | One-Time Wealth Tax That Would Be Required to Cover the Costs of Debt Restructuring**

**Necessary debt reduction to reach 180 percent debt-to-GDP ratio**



Sources: Eurostat; Federal Reserve; Thomson Reuters Datastream; BCG analysis.  
Note: All data as of 2009.

## Annex B: Members of the working group

|  |                                      |
|--|--------------------------------------|
| Chairman   | Klaus Löber (European Central Bank)  |
| Reserve Bank of Australia                        | David Emery                          |
| National Bank of Belgium                         | Filip Caron                          |
| Central Bank of Brazil                           | Daniel Gersten Reiss                 |
| Bank of Canada                                   | Wade McMahon                         |
| European Central Bank                            | Dirk Bullmann                        |
| Bank of France                                   | Paul Capocci                         |
| Deutsche Bundesbank                              | Johannes Klocke (until October 2016) |
|  | Heike Winter (from October 2016)     |
|  | Marcus Härtel (from October 2016)    |
| Hong Kong Monetary Authority                     | Shu-pui Li (until November 2016)     |
|  | Nelson Chow (from November 2016)     |
| Reserve Bank of India                            | Supriyo Bhattacharjee                |
| Bank of Italy                                    | Michela Tocci                        |
|  | Giuseppe Galano                      |
| Bank of Japan                                    | Shuji Kobayakawa                     |
|  | Akiko Kobayashi                      |
| Bank of Korea                                    | Dong sup Kim                         |
| Bank of Mexico                                   | Angel Salazar Sotelo                 |
| Netherlands Bank                                 | Kirsten van Driel                    |
| Central Bank of the Russian Federation           | Vadim Kalukhov                       |
| Saudi Arabian Monetary Authority                 | Mohsen Al Zahrani                    |
| Monetary Authority of Singapore                  | Tze Hon Lau                          |
| South African Reserve Bank                       | Arif Ismail                          |
| Sveriges Riksbank                                | Björn Segendorf                      |
| Swiss National Bank                              | Marco Cecchini                       |
|  | Nino Landerer                        |
| Bank of England                                  | Simon Scorer                         |
| Board of Governors of the Federal Reserve System | David Mills                          |
|  | Brendan Malone                       |
| Federal Reserve Bank of New York                 | Wendy Ng (until November 2016)       |
|  | Ray Fisher (from November 2016)      |
|  | Vanessa Lee                          |
| Secretariat                                      | Paul Wong                            |
|  | Emanuel Freire                       |

Significant contributions were also made by Andrea Pinna (European Central Bank); Bas Koolstra (Netherlands Bank); and Ayse Sungur, Pankaj Setiya and Mario Griffiths (Secretariat).

Приложение 3

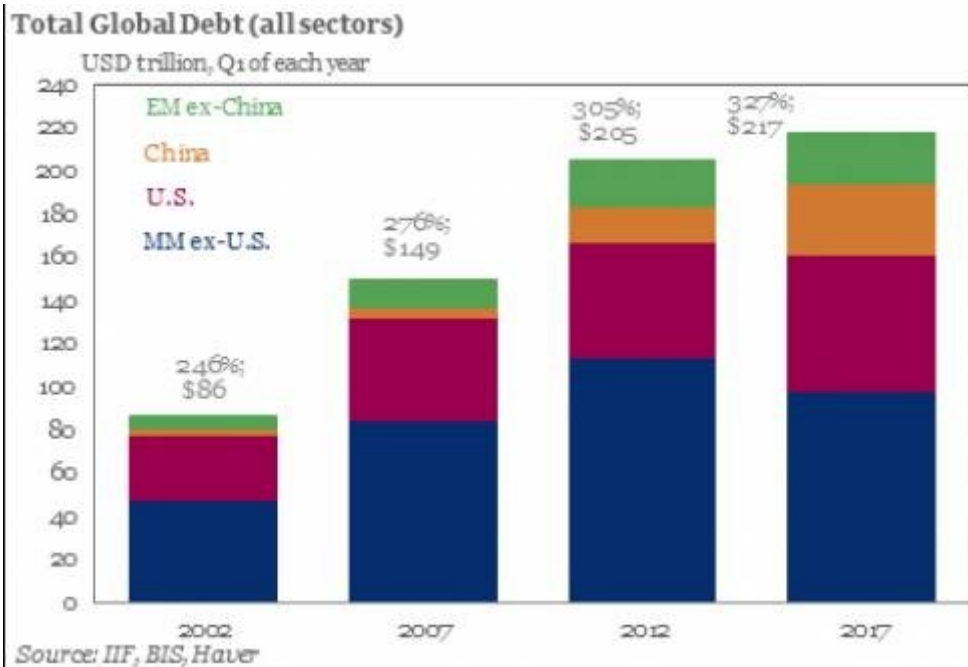
**Prior to Chicago Plan**

|     |                               |     |          |
|-----|-------------------------------|-----|----------|
| 20  | Gov. Bonds                    |     |          |
| 100 | Short-Term and Mortgage Loans | 184 | Deposits |
| 80  | Investment Loans              |     |          |
|     |                               | 16  | Equity   |

**Chicago Plan 2**

|     |                  |     |                 |
|-----|------------------|-----|-----------------|
| 184 | Reserves         | 184 | Deposits        |
| 80  | Investment Loans | 71  | Treasury Credit |
|     |                  | 9   | Equity          |

Приложение 4



### What Kind of Central Bank Digital Currency?

**7. The impact of a CBDC will depend crucially on (i) the CBDC's basic design; (ii) its other characteristics; (iii) how it is distributed; and (iv) the technology used.**

**8. In terms of basic design, the CBDC would presumably respect the following requirements:** it would be issued in the same unit of account as fiat money; it would be a liability of the central bank and would be exchanged at par with its other non-equity liabilities—mainly cash and commercial bank reserves; these other components of base money would continue to be issued, at least initially to ensure a smooth transition; and the CBDC would be exchanged electronically and would have no physical existence (it is an entry in one or several ledgers). By these criteria, commercial bank reserves are a form of CBDC.

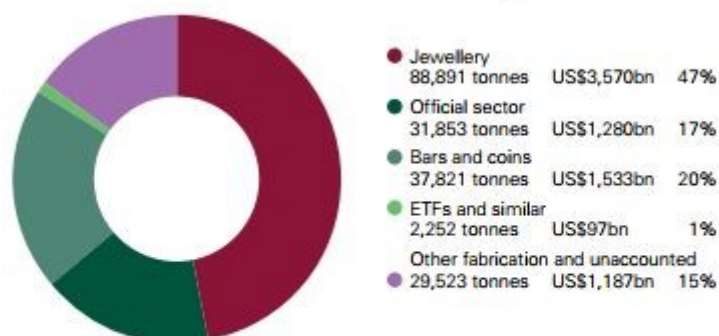
**10. The central bank would have to make decisions relative to distribution.** The basic questions are how and to whom it would distribute its digital currency. In this respect, whether the CBDC should be issued and transferred in token rather than account-based form constitutes an important consideration. For simplicity, two distribution models can be distinguished.<sup>7</sup> In the first, the central bank offers to exchange its non-equity liabilities at par against digital currency to commercial banks. The digital currency would then be "retailed" through these banks to other banks and non-banks including individuals, corporations, wallet providers and operators of the payments system. This would avoid the need for the central bank to deal with technical difficulties of end-user usability and platform compatibility. The central bank would, however, want to monitor and regulate the market in which its liabilities are traded, the service providers, and the technology. It should also encourage innovation and competition at least among wallet providers. In this arrangement, the central bank would thus limit its involvement to ensuring the standards and functionality of the digital currency are adequate, and to distributing the currency to banks. The central bank would thus be part operator and part catalyst.

**11. The second model of distribution would have the central bank making its digital currency available not only to reserve banks, but also to select other banks and non-banks.** Here, as in the first model, the proportion of central bank digital currency in the central bank's balance sheet would depend on the preferences of banks and non-banks, but transfers of CBDC among (authorized) holders including non-banks would take place directly on the balance sheet of the central bank, whereas in the first model only exchanges among the reserve banks would take place on it. This second model would thus involve the central bank much more closely into operating the system and may raise privacy concerns, especially if transactions are validated by multiple participants (although so-called "zero-knowledge verification" systems are being developed).



**Financial gold accounts for more than a third of above ground gold stocks**

Market size (in tonnes and US\$ value) for various gold sectors\*



\* Estimated tonnage as of 30 June 2017. US-dollar values calculated using YTD 2017 average LBMA Gold Price of US\$1,243/oz. Financial gold is defined as the sum of official sector holdings, bars and coins, and ETPs\*\* (72,973 tonnes, US\$2.9bn, 38%).

\*\*ETPs include gold-backed exchange traded funds (ETFs) and similar products.

Source: Bloomberg; GFMS, Thomson Reuters; ICE Benchmark Administration; Respective ETP Providers; World Gold Council