Вячеслав БЕРДНИКОВ,
руководитель отдела публичного анализа акций, ПАО «Совкомбанк»

Золото в портфеле: страховка, а не двигатель доходности

С ноября 2013 года по август 2026-го рублевый инвестор, не покупавший ничего сложнее депозита, заработал около 11 % годовых. Индекс Московской биржи полной доходности за тот же период дал 10.5 %. Классический портфель из 60 % акций и 40 % облигаций — 10.2 %. Почти тринадцать лет рыночного риска, две многолетние просадки и одна пятидесятипроцентная — ради того, чтобы отстать от денег, лежащих в банке.

Единственный ликвидный рублевый актив, заметно обыгравший кеш на этом отрезке, — золото

Единственный ликвидный рублевый актив, заметно обыгравший кеш на этом отрезке, — золото. 18.1 % годовых.

При этом доходность далась не без риска — волатильность золота в рублях — 24.2 %, максимальная просадка — 62.6 %. Глубже, чем у акций. Актив, который принято называть защитным, оказался самым рискованным (с точки зрения просадки) в наборе.

Как обе эти цифры уживаются в одном инструменте — и есть содержательная часть разговора о золоте.

КАК ФОРМИРУЕТСЯ ЦЕНА?

У золота нет денежного потока, а значит, нет и модели дисконтирования. Цену определяет не будущая прибыль, а готовность предельного покупателя платить. Отсюда три вещи, которые полезно знать о золоте на разных временных горизонтах.

Первая — сверхдлинный горизонт. Жалованье римского центуриона составляло около 38.6 унции золота в год; по нынешним ценам это примерно оклад капитана американской армии. За 2000 лет и десяток исчезнувших империй одно и то же количество металла покупает то же количество труда. Тезис верный, но следует из него не то, что обычно выводят: реальная доходность золота на очень длинном горизонте равна нулю. Золото не создает стоимости — оно ее переносит. Всё, что инвестор получит сверх инфляции за десять лет, определяется точкой входа, а не свойствами металла. Тем не менее с ролью сохранения капитала золото справилось.

Вторая — среднесрочные драйверы: реальные ставки в долларе США, индекс доллара и фаза экономического цикла. Золото не платит купона, поэтому чем выше реальная безрисковая доходность, тем дороже владение активом без денежного потока. Лучшие результаты золота приходились на пик экономического цикла и начало

Таблица 1
Результаты портфелей акций, облигаций, золота и комбинированного портфеля за период с 5 ноября 2013 года по 10 августа 2026 года

Источники: Московская биржа, расчеты Совкомбанка

Портфель	Доходность, %	Волатильность, %	Шарп	Макс. просадка, %
Денежный рынок (ключевая ставка)	11.0	0.5	–	0.0
Акции (MCFTR)	10.5	23.2	0.10	−53.5
Облигации (ОФЗ + корпораты)	8.7	5.2	−0.37	−15.9
Золото (GLDRUB_TOM)	18.1	24.2	0.38	−62.6
60/40 без золота	10.2	14.7	0.03	−37.5
60/40 + 10 % золота	11.5	13.0	0.10	−32.1
60/40 + 15 % золота	12.1	12.4	0.15	−31.0
60/40 + 20 % золота	12.7	11.9	0.19	−29.9

смягчения денежно-кредитной политики ФРС США. Золото работало тогда, когда плохо было глобальным акциям и корпоративному кредиту.

Третья — потоки. Цена золота почти не коррелирует с объемом металла в ювелирных изделиях, слитках и монетах или на балансах центробанков, но имеет корреляцию около 0.74 с объемом золота в биржевых фондах. Финансиализация через ETF с середины 2000-х сдвинула реальную цену вверх и с тех пор во многом ее и определяет. Кроме того, в последнее время к значимым покупателям добавились центробанки, которые аккумулируют золото на своих балансах.

2026 год показал это с редкой наглядностью. Во II квартале центральные банки купили рекордные 289 тонн — на 62 % больше, чем годом ранее; Китай покупал двадцатый месяц подряд. И всё это на фоне обвала цены, потому что частный инвестор из фондов (ETF) выходил. Центробанк покупает по количеству, а не по оценке.

ВТОРАЯ ЧАСТЬ ДОХОДНОСТИ: КУРС РУБЛЯ

Для нас цена золота — произведение двух слабо связанных переменных: мировой котировки и курса рубля. Отсюда и главное достоинство инструмента, и его основной подвох, и оба видны на одном эпизоде.

Максимальная просадка рублевого золота за тринадцать лет — те самые 62.6 %. Пик пришелся на 10 марта 2022 года, 7950 рублей за грамм, дно — на 19 июля того же года — 2974 рубля. Мировая цена за эти четыре месяца практически не изменилась: обвалился не металл, а курс — рубль сначала улетел к 120 за доллар, потом вернулся к 50. Вернуть мартовский максимум удалось только к октябрю 2024-го. Два с половиной года в просадке на активе, который считают убежищем.

Механизм работает и в обратную сторону. Мировая цена прошла пик 2 марта 2026 года и к августу потеряла около 20 %, а в июне доходила до минус 26 % от максимума; в рублях та же коррекция составила 14 %. Ослабление рубля срезало просадку почти вдвое.

Это и есть честное описание рублевого золота: не ставка на металл, а смесь ставки на металл со ставкой против рубля, причем пропорция меняется сама собой. В таком сценарии золото может быть одним из немногих ликвидных рублевых инструментов, сочетающих эти свойства. При крепком рубле они гасят друг друга.

ЧТО ЗОЛОТО СДЕЛАЛО С ПОРТФЕЛЕМ

Ниже — портфели с ежемесячной ребалансировкой на рядах Московской биржи с ноября 2013 года (первый полный месяц торгов GLDRUB_TOM) по 10 августа 2026-го. Акции — MCFTR, облигации — поровну RGBITR и индекс корпоративных бумаг, золото — GLDRUB_TOM.

Картина выглядит слишком хорошо, и это первое, что должно насторожить: каждый добавленный процент золота одновременно повышал доходность, снижал волатильность и уменьшал просадку. Так не бывает — за снижение риска обычно платят доходностью.

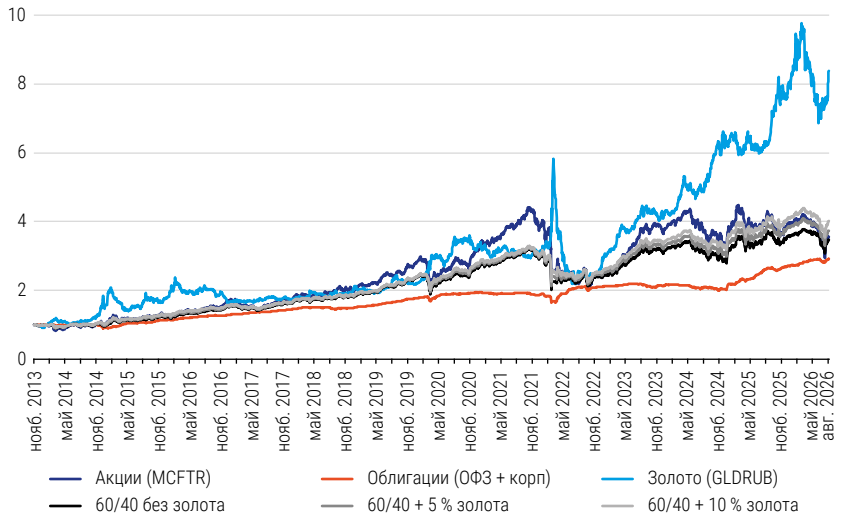
Объяснение простое: 18.1 % годовых у золота — не премия за риск, а результат переоценки. Металл вошел в период дешево и вышел дорого, к чему добавилось существенное ослабление рубля.

Отсюда первый практический вывод: **аллокацию в золото нельзя обосновывать ожидаемой доходностью.** Ответ слишком чувствителен к тому, чего мы не знаем.

Обосновывать можно снижением риска — и здесь тоже есть неприятная деталь. Принято считать, что золото отрицательно коррелирует с рынком акций. Но исторические данные для российского рынка это не подтверждают.

Рисунок 1
Динамика портфелей акций, облигаций, золота и комбинированного портфеля за период с 5 ноября 2013 года по 10 августа 2026 года

Источники: Московская биржа, расчеты Совкомбанка



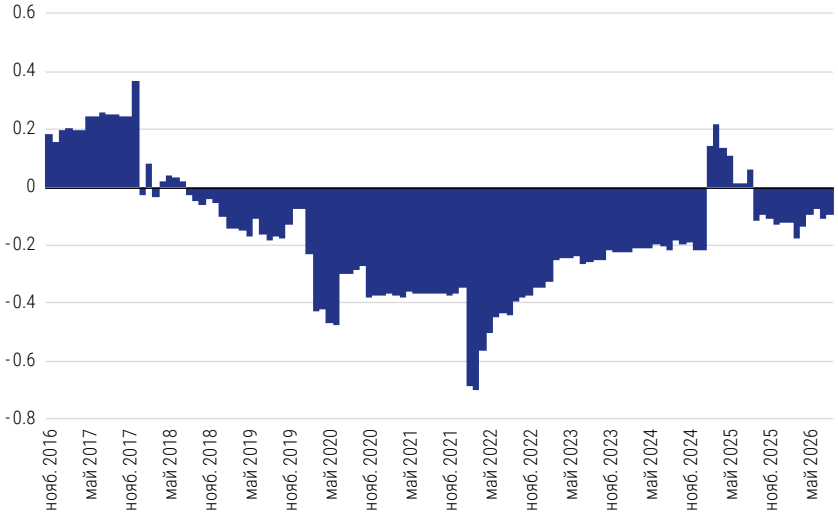


Рисунок 2
36-месячная корреляция доходностей российского рынка акций и золота в рублях

Источники: Московская биржа, расчеты Совкомбанка

Это аргумент не против золота, а против ленивой формулировки. Диверсификация возникает не от отрицательной корреляции как таковой, а от того, что у активов разные источники дохода. У золота нет ни кредитного риска эмитента, ни зависимости от корпоративной прибыли, ни привязки к рублевой процентной ставке — этого достаточно, чтобы оно вело себя иначе, когда акции и длинный долг страдают от одного и того же.

А страдают они у нас от одного и того же чаще, чем принято думать: корреляция индекса ОФЗ с рынком акций на той же выборке — плюс 0.34. Госбумаги в рублевом портфеле не диверсификатор, а соинструмент.

Не менее важна активная ребалансировка веса золота в портфеле. 15% золота, купленного и забытого, дали 11.7% годовых при просадке 38.4%; с ежемесячной ребалансировкой до необходимой доли (15%) — 12.1% при просадке 31%. Сорок базисных пунктов доходности и семь процентных пунктов просадки — цена отсутствия дисциплины. Волатильность золота становится источником дохода только через регулярное возвращение к целевому весу; без него она остается просто волатильностью.

КАК МОЖНО КУПИТЬ ЗОЛОТО?

Биржевой спот GLDRUB_TOM — основа рынка: расчеты «завтра», физическое обеспечение в НКЦ, узкий спред, порог входа — один грамм. Неочевидная деталь: брокер здесь не налоговый агент — декларировать доход придется самостоятельно, льгота долгосрочного владения не применяется.

БПИФы — самый простой путь, но фонды различаются принципиально. GOLD от УК ВИМ — единственный держит физические слитки, комиссия — 0.66%. Остальные реплицируют GLDRUB_TOM (в скобках — комиссии): BCSG (1.03%), SBGD (1.3%), AKGD (1.5%), TGLD (около 2%). Комиссия существенна, но взамен — налоговое администрирование через брокера и право на льготу долгосрочного владения; плата, кроме комиссии, — ошибка слежения, у отдельных фондов свыше 2 п. п. в год.

ОМС — порог от сотых долей грамма, нет НДС и расходов на хранение. Взамен: счет не входит в систему страхования вкладов, спред устанавливает банк, кредитный риск остается.

Слитки и монеты. С марта 2022 года операции физлиц со слитками освобождены от НДС, при владении свыше трех лет — от НДФЛ. Но спред, экспертиза, хранение и требования к сохранности упаковки делают формат пригодным для сбережения, а не для управления портфелем.

Фьючерсы, включая вечный GLDRUBF, — инструмент хеджа, а не хранения: высокая ключевая ставка, закладываемая в стоимость удержания, съедает существенную часть результата.

Облигации с привязкой к золоту — редкий гибрид: ценовая экспозиция плюс купонный поток, номинал привязан к учетной цене грамма, квалификация не требуется. Но у конструкции есть обратная сторона: переоценка золотого долга разгоняет обязательства эмитента. Кредитное качество может ухудшаться ровно в том сценарии, ради которого бумагу покупают.

Акции золотодобытчиков — не заменитель металла. Несмотря на то что драйвер выручки тот же, цены на акции также зависят от корпоративного управления, налогообложения и динамики рынка акций.

ВЫВОД

Золото может быть уместным элементом диверсификации портфеля, но не по тем причинам, которые обычно приходят в голову.

Оно не хеджирует краткосрочную инфляцию. Оно перестало быть отрицательно коррелированным с российскими акциями. Его собственная рублевая просадка оказалась глубже, чем у индекса акций, и длилась два с половиной года.

При этом на Московской бирже нет другого ликвидного рублевого актива, который одновременно дает экспозицию на мировой уход от риска и на ослабление рубля. В портфеле, где акции и ОФЗ ходят вместе, а денежный рынок два года подряд обыгрывает и тех и других, такая опциональность важна.

В рамках диверсифицированных стратегий доля золота нередко находится в диапазоне 5–15%, но оптимальная доля зависит от целей, горизонта и допустимого риска инвестора. С точки зрения прямых издержек одним из наиболее экономичных способов получения рублевой спотовой экспозиции на золото может быть GLDRUB_TOM, однако инвестору следует учитывать налоговые и операционные особенности. Для того чтобы диверсификация хорошо работала, обязательное условие — заранее определенное правило ребалансировки.

Золото в портфеле не про рост доходности. Золото в портфеле дает доходность, когда другие активы подводят и ведут себя одинаково.