



## ZŁOTO – WALOR NIEZŁOMNY

W środę 2 stycznia 2008 r. tuż po godzinie 17 na nowojorskiej giełdzie NYMEX cena baryłki tzw. lekkiej ropy (*Light Crude*) pokonała psychologiczną granicę 100 dolarów. Początkowo część obserwatorów jeszcze nie dowierzała, lecz wkrótce rzecznik nowojorskiego rynku potwierdził zawarcie takiej transakcji w handlu elektronicznym, obejmującym dostawę tysiąca baryłek z realizacją na luty 2008 r. I choć szybko się okazało, że był to efekt ambicji maklera, który w ten sposób chciał przejść do historii (chwilę potem odsprzedał ten kontrakt ze stratą), to nie zmienia to faktu, że była to swoista uwertura dla wielu niesamowitych wydarzeń, które w całym 2008 r. miały miejsce.

Kiedy więc już na przedpołudniowym fixingu w Londynie, cenę uncji złota ustalono na 865,35 dolarów USA, nastąpiło wymazanie 28-letniego rekordu wartości tego kruszcu. Potem, w niepełna dwa tygodnie, złoto przekroczyło kolejną nominalnie graniczną wysokość 900 USD/oz, by po niezbyt długim odpoczynku, już w dniu 14 marca, przełamać magiczną (nominalnie) barierę 1000 USD/oz. Obowiązujący do dziś rekord London Gold Market Fixing Ltd. padł ostatecznie w dniu 17 marca. Wówczas to cenę uncji ustalono na 1023,5 USD. Warto wspomnieć, że już kilkanaście godzin wcześniej podczas notowań w Sydney, cena złota wspięła się do 1030,8 USD/oz, by na zamknięciu sesji kosztować 1026,10 USD/oz.

### Decyzje Nixona

Współczesne tendencje cenowe mają swój początek w przełomowych wydarzeniach 1971 r. W wyniku narastających problemów z amerykańskim deficytem budżetowym i handlowym oraz towarzyszącej temu powszechnej ucieczce od dolara, zwłaszcza na rzecz marki RFN, ówczesny prezydent Stanów Zjednoczonych Richard Nixon podjął decyzję o zaprzestaniu obowiązującej od 1949 r. na mocy układu z Bretton Woods, wymienialności dolarów USA na złoto. Dla kruszcu nastąpiła nowa, iście „złota era”. W latach 1971 – 1979, dekadzie kryzysu naftowego oraz wysokiej inflacji w krajach Zachodu, średnioroczne ceny uncji złota wzrosły z ok. 41 do 307 dolarów, czyli około siedmiopółkrotnie. Apogeum tej bezprecedensowej fazy wzrostu przypadło jednak na rok 1980 r., w którym przeciętna cena żółtego metalu uległa podwojeniu wynosząc 614,6 USD/oz. Najwyższą zaś dzienną wysokość 850 USD/oz odnotowano popołudniu 21 stycznia, tj. nazajutrz po wkroczeniu wojsk radzieckich do Afganistanu.

Przez dwa następne dziesięciolecia londyńska cena uncji (w ujęciu średniorocznym) wahała się w przedziale 460 – 280 USD/oz. Odwróceniu trendu po 1980 r. towarzyszył m.in. ponowny wzrost zaufania do potencjału amerykańskiej gospodarki, przypadający na okres tzw. „reaganomiki”, a także zwycięskie dla Zachodu zakończenie „zimnej wojny”. Tendencje te zostały pogłębione w latach 90., gdy po upadku Muru Berlińskiego upowszechniło się na świecie przekonanie o „końcu historii”.

### Struktura podażowo – popytowa

Dzisiejsze pola obserwacji i analizy rynków finansowo – towarowych cechuje zdecydowane przechodzenie od koncentracji na czynnikach do koncentracji na zbiegu (koincydencji) czynników. Złoto ze względu na swe walory i zastosowanie cechuje się stałym



popytem i podażą ze strony finansowych i niefinansowych podmiotów gospodarczych, w tym naturalnie i gospodarstw domowych. W wyniku ciągłego rozwoju i upowszechnia się różnych zinstytucjonalizowanych (i nie tylko) płaszczyzn obrotu kruszcem, ich obecność na rynku różni się na ogół skalą i zakresem, czasem jeszcze formą, ale coraz rzadziej już miejscem aktywności. Trudno więc też znaleźć rodzaj aktywów legitymujących się równie szerokim wymiarem społecznym, kulturowym i geograficznym.

Konstrukcja cenowa złota jest z jednej strony - naturalną pochodną popytu i podaży, na które nakłada się szereg różnych czynników geopolitycznych, makroekonomicznych i sezonowych. Z drugiej strony – pozostaje pod wpływem określonych, „technicznych” korelacji, z innymi kategoriami towarowymi, a zwłaszcza z ropą naftową. Relacje kruszczu z „czarnym złotem” są na tyle koherentne, iż często mówi się o ich morficznym charakterze. Stronę podażową złota w zdecydowanie największym stopniu reprezentują przedsiębiorstwa wydobywcze. Stanowią one średnio o podaży w ok. 62 – 65 %. Pozostała część, mniej więcej po połowie - pochodzi ze źródeł wtórnych, uzyskiwanych poprzez skup złomu, recykling, rafinację oraz od redukujących swe zapasy instytucji finansowych, głównie banków centralnych. W ujęciu geograficznym największymi producentami kruszczu są (w różnych okresach przemienne): Afryka Południowa (ok. 14 %), Stany Zjednoczone (ok. 11 %), Australia (10 %), a dalej Chiny (9-10 %), Rosja (7 %), Peru (7 %).

W zakresie popytu – niezmiennie dominuje tzw. realna sfera gospodarki, zgłaszająca 80 % ogólnego zapotrzebowania na kruszec, 20 % - przypada na sferę skarbowo – finansową. W ujęciu branżowym absolutnie największym konsumentem złota jest sektor jubilerski. W latach 2005 – 2008 wielkość rocznego popytu zgłaszanego przez jubilerów wynosiła 2,2 – 2,4 tys. ton, przekładając się na kwoty rzędu 43 – 53 mld USD, co stanowiło ok. 80 % obrotów światowego rynku złota. Wartości te, dotyczą jedynie transakcji zidentyfikowanych przez powstałą w 1987 r. Światową Radę Złota (WGC), w rzeczywistości rynek ten jest niewątpliwie znacznie większy. Dopełnienie gospodarczego zapotrzebowania na złoto stanowi przemysł, a w szczególności gałęzie związane z elektroniką (podzespoły, części, nośniki danych itp.). Globalny popyt reprezentujący tę dziedzinę wytwórczości szacowany jest w skali roku na 308 – 310 ton, tj. 6 – 7 mld USD, czyli ok. 9 % całościowego popytu. Pozostałe industrialne i budowlane zastosowanie złota (branże samochodowe, lotnictwo, w tym lotnictwo wojskowe i astronautyka ) pochłania obroty nie przekraczające 3 %. Istotnym odbiorcą złota jest natomiast ciągle branża dentystyczna. Jej średnioroczny popyt wynosi ok. 60 ton i oscyluje wokół 2 %.

W sferze, ogólnie rzecz ujmując - popytu pekuniarnego, nabywanie złota w największym stopniu wiąże się z celami tezauryzacyjnymi (sztabki) oraz numizmatyką, biciem odznaczeń i medali. Ten rodzaj działalności generuje ok. 12 % globalnego zapotrzebowania. Pozostałe ok. 8 % światowych obrotów kruszcem jest podstawą funkcjonowania różnych komercyjnych instytucji finansowych, oferujących inwestycje oparte na złocie, zwłaszcza w instrumenty typu: *Gold ETCs Commodity ETCs* itp. Rzeczywisty zakres aktywności na rynku złota ze strony tego rodzaju podmiotów - jest więc mimo wszystko mniejszy, niż można by było sądzić. Zwłaszcza w kontekście dość osobliwej ostatnio petryfikacji poglądów o wyłącznie rosnącej skali alokacji, tak bezpośrednio w sam żółty metal, jak i jego instrumenty pochodne.



## „Cykl etnograficzny”

Na wahania cen złota istotny wpływ wywierają czynniki *stricte* sezonowe. Cykl uaktywnienie się impulsów o podłożu kalendarzowo – etnograficznym rozpoczyna się jesienią w Indiach. Po podliczeniu bilansu zysków i strat spowodowanych letnimi monsunami nastaje okres zaślubin. Według reguł kraju, zgłaszającego ok. 1/5 światowego popytu na kruszec, złoto i wyroby jubilerskie stanowią formę swoistej polisy majątkowej dla pani młodej. W przypadku ewentualnego rozwodu wolno jej będzie zabrać ze sobą tylko to, co dosłownie wniosła na siebie w momencie zawierania małżeństwa. Okres ten zbiega się z wielce istotnymi dla rynku złota wydarzeniami w świecie muzułmańskim. Zakończenie ramadanu przypadającego na dziewiąty miesiąc kalendarza muzułmańskiego (w tym roku ramadan trwa on od 1 do 29 września) wiąże się z boomem zakupów dóbr luksusowych. Poczesne miejsce wśród podarków znajduje biżuteria i wyroby ze złota. Udział samych tylko państw leżących nad Zatoką Perską w globalnym popycie szacować można w skali roku przynajmniej na 12 – 14 %. Inny kraj muzułmański Turcja, to z kolei drugi - trzeci światowy rynek zbytu dla złota (ok. 11 %), po Indiach i USA (ok. 12 %). Zwieńczenie tych trendów następuje zazwyczaj w lutym, a wynika z rozpoczęcia (ruchomego) nowego roku w Chinach. Chiński rok jest krótszy od naszego i najczęściej przypada właśnie na drugi miesiąc kalendarza gregoriańskiego. Chiny wraz z Hongkongiem reprezentują potencjał nabywcy zbliżony do Turcji.

## Co dalej ?

Rok 2008 zapisał się już w historii gospodarczej jako ten, w którym uncja złota przełamując symboliczną barierę 1000 dolarów USD, poprawiła nominalny rekord cenowy sprzed 28 lat. Przedział czasu, jaki upłynął pomiędzy przełomem lat 70. i 80. poprzedniego wieku, a teraźniejszością wymaga jednak urealnienia, co pozwala spojrzeć na tegoroczne pułapy cenowe z innej też perspektywy. Kurs uncji ze stycznia 1980 r. w wysokości 850 USD/oz przekładałby się przy dzisiejszych cenach na kwotę oscylująca wokół 2200 - 2210 USD/oz. Należy jednak przypomnieć, że ówczesny horrendalnie wyśrubowany rekord był rezultatem splotu szczególnego napięcia geopolitycznego. Dotyczącego nie tylko na Afganistanu, Iranu i Iraku, lecz odnoszącego się do bezpośrednich relacji pomiędzy USA, NATO a Związkiem Radzieckim. Nie można także zapominać, że w tamtym okresie kraje socjalistyczne miały poważnie utrudniony dostęp do „twardej waluty”, a posiadane przez ZSRR zasoby złota stanowiły kluczowe źródło pozyskania dewiz.

Czy zatem w przewidywalnej przyszłości możliwe jest zbliżenie się cen do granicy „urealnionego” rekordu ? Niewątpliwie jest to prawdopodobne, ale w najbliższym okresie zdarzenie to należałoby wiązać jedynie z katastrofalnymi wydarzeniami w gospodarce światowej - utratą płynności finansowej w gospodarce Stanów Zjednoczonych, załamaniem się dolara, czy ewentualnym początkiem rozpadu strefy euro (np. zapowiedź secesji przez któreś z państw strefy). Natomiast w krótszej perspektywie, np. do przełomu stycznia - lutego 2009 r. nie można wykluczyć choćby jeszcze jednego silnego „odbicia się” cen kruszcu w kierunku 1 000 USD/oz. Godnym uwagi jest także i to, że w okresie obserwowanych zawirowań na Wall Street, ceny złota wykazały zdecydowanie większą stabilność, niż ropa naftowa i metale przemysłowe. Zaangażowania się instytucji finansowych w „grę na surowcach” było w ostatnich dwóch – trzech latach chyba znacznie większe, niż można by



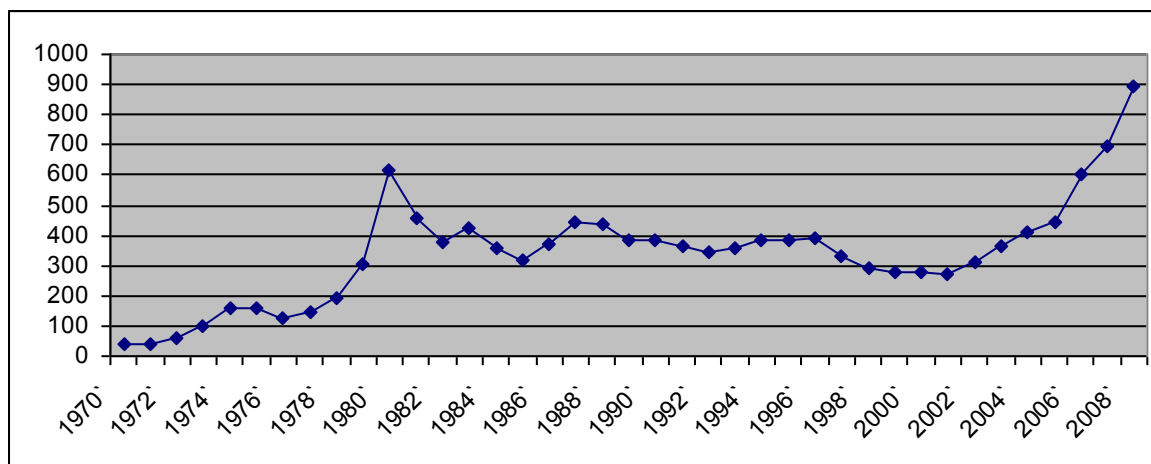
jeszcze do niedawna sądzić. Intensywna przecena surowców to rezultat konsekwentnego zamykanie pozycji „towary”. W przypadku złota wpływ tego typu impulsów na cenę kruszcu, ze względu na jego funkcje tezauryzacyjne powinien pozostawać ciągle dużo mniejszy.

**Tabela. Historyczne pułapy cenowe uncji złota wg notowań na *London Fixing Gold Market Ltd.***

Pułap cenowy 1 uncji złota (w USD)	Data sesji	Cena 1 uncji złota na koniec danego dnia (w USD)
200	28 lipca 1978 r. (piątek)	201,30
300	18 lipca 1979 r. (środa)	302,15
400	1 października 1979 r. (poniedziałek)	414,75
500	28 grudnia 1979 r. (piątek)	512,00
600	3 stycznia 1980 r. (czwartek)	634,00
700	16 stycznia 1980 r. (środa)	760,00
800	18 stycznia 1980 r. (piątek)	835,00
<b>850</b> (poprzedni rekord)	21 stycznia 1980 r. (poniedziałek)	850,00
865,35	3 stycznia 2008 r. (czwartek)	858,85
900	14 stycznia 2008 r. (poniedziałek)	902,00
1000	14 marca 2008 r. (piątek)	1003,50
<b>1023,50</b> (nowy rekord)	17 marca 2008 r. (poniedziałek)	1011,25

źródło: *London Gold Market Fixing*; (R) najwyższa w historii cena na *London Gold Market*

**Rysunek. Średnioroczne ceny złota w latach 1970 – 2008\***



źródło: obliczenia własne na podstawie danych *The London Bullion Market Association*:

\* dla 2008 r. stan do dnia 19 grudnia

**Wojciech Szymon Kowalski**  
Główny Ekonomista  
INWEST CONSULTING S.A.