

Filip Bogdziun

KN Hossa Procapital

Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

piątek, 3 marca 2017

## Analiza rynku złota pod kątem możliwości inwestycyjnych

„Pieniądzem jest złoto, i nic innego”

- J.P. Morgan, 1912

### **Wstęp**

Złoto i srebro to historycznie dwie najbardziej uniwersalne waluty cywilizowanych krajów. Zbędne jest wymienianie ich dobrze znanych właściwości, dzięki którym najlepiej spełniają rolę pieniądza. Złoto, jako środek płatniczy, pośredniczy w wymianach handlowych w krajach o odmiennych kulturach, językach i religiach od ponad 4 tysięcy lat. Już patriarcha Abraham w Księdze Rodzaju był opisywany jako człowiek „bardzo zasobny w trzody, srebro i złoto”<sup>1</sup>.

W dzisiejszym, kapitalistycznym modelu globalnej gospodarki, w paradoksalnym systemie który dąży do optymalizacji wszelkich procesów wymiany handlowej i jednocześnie sprzyja prowadzeniu wojen walutowych pomiędzy krajami w celu zwiększenia potencjału krajowych przedsiębiorców, waluty oparte na złocie stały się problematyczne dla prowadzenia polityki monetarnej przez banki centralne. Skalę problemu pokazują

---

<sup>1</sup> Rdz 13,2, internetowe wydanie Biblii Tysiąclecia, [www.biblia.deon.pl](http://www.biblia.deon.pl)

historie Wielkiej Brytanii oraz Stanów Zjednoczonych po uzgodnieniu i wprowadzeniu hybrydowego systemu walut dewizowo-złotowych w 1922 roku w Genewie. Systemowi, który przetrwał do roku 1939, problemów przysporzył okres w którym został wprowadzony: I Wojna Światowa, okres międzywojenny oraz Wielki Kryzys w Stanach Zjednoczonych. Niesprzyjające warunki geopolityczne i gospodarcze w krótkim czasie obnażyły niedoskonałości systemu, które pojawiły się przy wzmożonej podaży pieniądza.

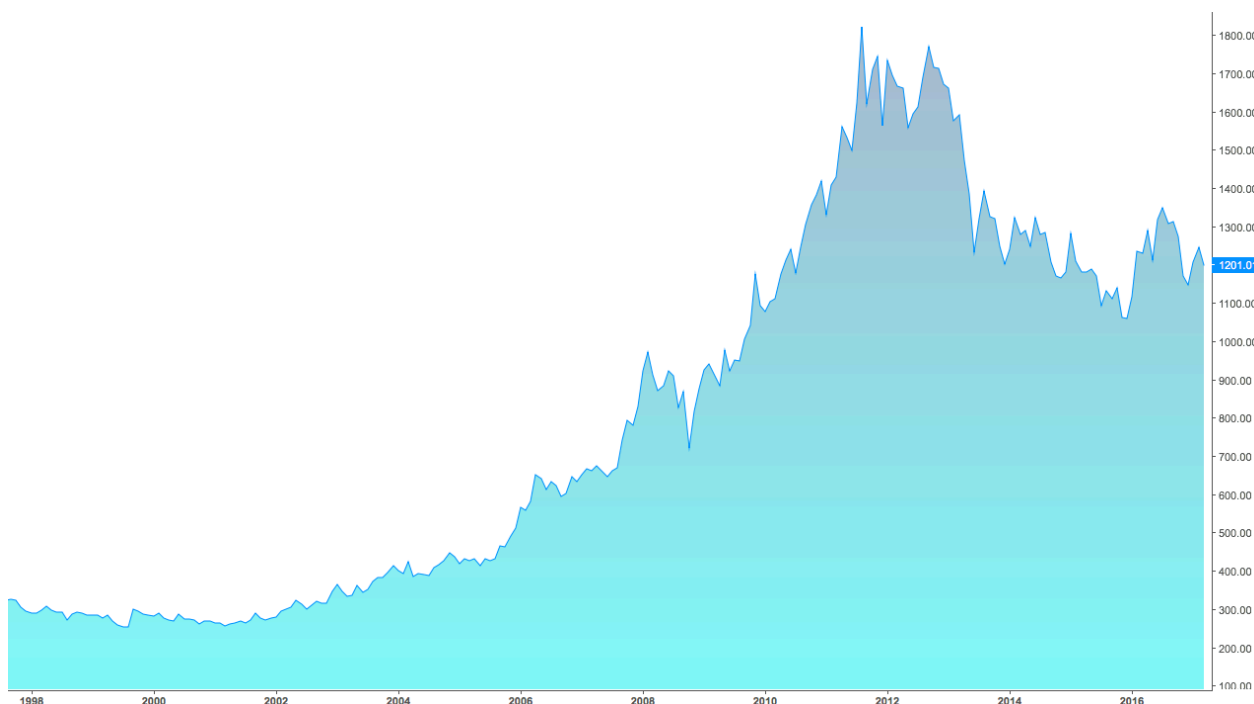
Dyskusja na temat roli złota w międzynarodowym systemie monetarnym wydaje się być zbyt emocjonalna by przeprowadzić racjonalną analizę. Z jednej strony przeciwnicy roli złota chętnie przypuszczają ataki ad hominem oraz posługują się analizami ekonomicznymi w dążeniu do poparcia swoich teorii o marginalnym jego znaczeniu. Odmienne poglądy bardzo często są reprezentowane przez „fanatyków” złota, którzy otwarcie rozpowszechniają informacje, że skarbcze Fort Knox od dawna stoją puste, a całe złoto zostało wywiezione do banków kruszcowych typu JPMorgan Chase i zastąpione połączanymi sztabkami z wolframu. Ten rzekomy przekręt miałby służyć tłumieniu wzrostu cen kruszcu, który ma pozbawić inwestorów zysku będącego wynagrodzeniem za ich dalekowzroczność oraz pozbawić złoto należnego mu miejsca w międzynarodowym systemie walutowym.

Istnieją silne przypuszczenia dotyczące wykorzystania złota w połączeniu z uznaniową polityką monetarną. Nie brak również dowodów na rządowe interwencje na rynku złota. Wszystkie te aspekty skłaniają do przeprowadzenia wnikliwej analizy złota, która wykaże potencjał inwestycyjny (lub też jego brak) dotyczący rynku złota.

### **Rynek złota**

Aby zrozumieć strukturę i złożoność współczesnego rynku złota, warto wiedzieć czym złoto nie jest. Rozważania na temat złota i jego istotności jako środka ro-

zliczeniowego dotyczą fizycznej postaci surowca. Fundusz inwestycyjny oparty na złocie i notowany na giełdzie nowojorskiej nie jest złotem. Kontrakty terminowe na złoto, którymi handluje się na rynku COMEX (CME Group) nie są złotem. XAUUSD (instrument pochodny dostępny na popularnym rynku Forex) również nie jest złotem. Wymienione przykłady instrumentów, które pośrednio pozwalają inwestorom i spekulantom zarabiać na zmianach cen kruszcu, stanowią element systemu rynku złota (w skład



*Rys. 1. Cena uncji złota wyrażona w dolarach amerykańskich*

którego notabene, również wchodzi złoto). Nie oznacza to, że nie możemy inwestować w instrumenty pochodne oparte na złocie. Rzecz w tym, że kupując je, handlujemy tylko umowami, a nie samym złotem. Podstawową różnicą pomiędzy złotem a instrumentem pochodnym opartym na złocie jest ryzyko. Inwestycje w kontrakty obciążone są ryzykiem, które nie występuje w przypadku inwestycji w fizyczną formę złota, np. niewywiązanie się kontrahenta ze zobowiązań (nawet solidny uczestnicy rynku jak banki i rządy w nadzwyczajnych okolicznościach mogą anulować zawarte umowy, lub

postanowić rozliczyć je w walucie zamiast w złocie). Jediną formą złota spełniającą definicję Johna Pierponta Morgana („pieniądem jest złoto, i nic innego”) jest fizyczna postać kruszcu, nieobciążona dodatkowym ryzykiem, przechowywana poza systemem bankowym. Każda inna forma to tylko warunkowe roszczenia oparte na złocie.

Pomimo skrajnych poglądów ekonomicznych reprezentowanych przez Adama Smitha i Karola Marksa zgodnie definiowali towary. Towary to niezróżnicowane dobra, wytwarzane w celu zaspokojenia różnych potrzeb konsumentów. Ropa naftowa, pszenica, rudy żelaza w przeciwieństwie do złota, spełniają tę definicję. Towary wykorzystuje się w postaci żywności, energii lub jako surowiec do produkcji innych dóbr konsumpcyjnych. Pomimo tego, że złoto jest pożądane przez człowieka, popyt na nie wynika z funkcji tezauryzacyjnej jaką spełnia. Nawet uwzględniając przemysł jubilerski, nie można powiedzieć, że złoto jest towarem konsumpcyjnym (biżuteria stanowi ozdobną formę bogactwa-forma pieniądza, którą można nosić).

Złoto które od kilku tysięcy lat utrzymuje realną wartość majątku nie jest również inwestycją. Inwestycja polega na wymianie pieniędzy na instrument obciążony ryzykiem, który w zamian za poniesione ryzyko daje szansę osiągnięcia zysku. Złoto nie jest obciążone żadnym ryzykiem charakterystycznym dla instrumentów finansowych. Jest walutą akceptowaną na każdym kontynencie, w każdym kraju i w każdych warunkach. Banki mogą upaść, giełdy zostać zamknięte ale wartość wewnętrzna złota - wartość tezauryzacyjna pozostanie nienaruszona.

### **Wartość wewnętrzna złota**

Każdego dnia media finansowe publikują informację o wzroście lub spadku wartości złota, przyczyniając się do niezrozumienia istotności złota i dezinformacji. Prawdą jest, że wartość uncji złota jest zmienna w czasie i w zależności od warunków

rynkowych, tanieje lub drożeje. Dzięki powszechnie uznanej dominacji, amerykański dolar pełni rolę denominatora wartości na rynkach finansowych. W ślad za rynkiem towarowym, przyjęło się, że wartość złota również jest wyrażona w dolarach. Pozostaje wyjaśnić kwestię, czy wachania ceny uncji złota wynikają ze zmiany wartości złota, czy wartości dolara.

Aby odpowiedzieć na to pytanie trzeba odpowiedzieć na pytanie co jest wyznacznikiem wartości w dzisiejszych czasach. Przez ostatnie tysiąclecia złoto było powszechnie uważane za środek płatności i tym samym, wyznacznik wartości. Zmieniło się to jednak w 1971 roku, kiedy to Prezydent Nixon zerwał z wymienialnością dolara - waluty największej wówczas gospodarki świata, na złoto. Pod naciskiem Stanów Zjednoczonych, również specjalna komisja Międzynarodowego Funduszu Walutowego oficjalnie zaleciła demonetaryzację złota i zwiększenie roli SDR w międzynarodowym systemie monetarnym. Załóżmy, że cena złota wyrażona w dolarach zmieniła się z 1500\$ na 1495\$. Jeżeli ktoś w myśl międzynarodowych instytucji finansowych uważa dolara za jedyną formę pieniądza na świecie, odpowie, że złoto potaniało. Jeżeli przyjmujemy punkt widzenia Morgana, i uznamy złoto jako denominatora lub standard monetarny, adekwatniejszą odpowiedzią będzie powiedzenie, że to dolar się umocnił. Powyższy przykład ilustruje, że wartość złota ma charakter wewnętrzny i nie jest funkcją wartości globalnej waluty. Waluty natomiast są zmienne i pozbawione wartości wewnętrznej.

Jednym z efektów ubocznych degradacji złota jako zasobu pieniężnego przez MFW jest brak poważnej, merytorycznej edukacji na najważniejszych uniwersytetach ekonomicznych o rynku złota (nie licząc wzmianek historycznych). W lipcu 2013 roku, szef jednej z największych instytucji finansowych na świecie, wykształcony na najlepszych światowych uczelniach (Massachusetts Institute of Technology i Harvard), Ben Bernanke - ówczesny przewodniczący Rady Gubernatorów Rezerwy Federalnej, przed

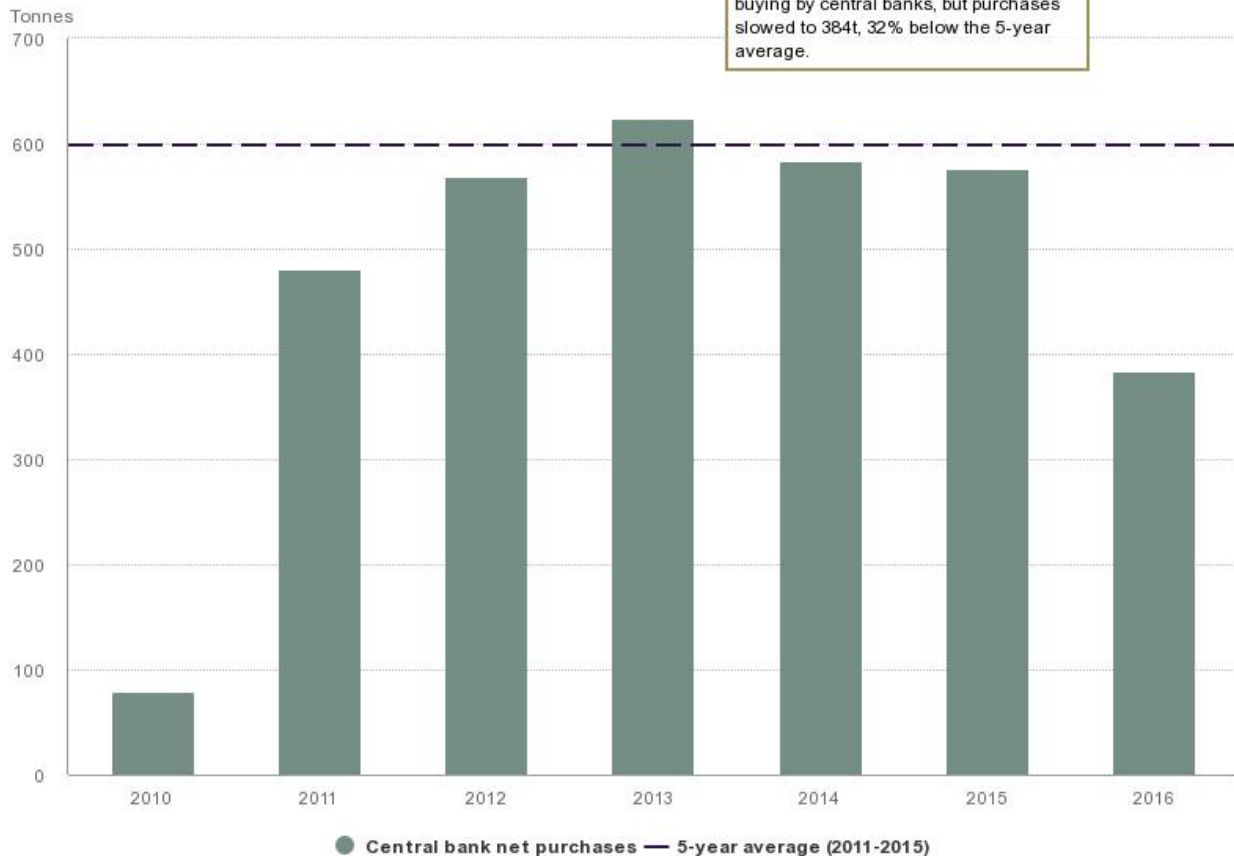
senacką komisją bankową powiedział: „Tak naprawdę nikt nie rozumie cen złota i nie będę udawał, że w moim przypadku jest inaczej”. Niski poziom edukacji skutkuje nagromadzeniem się wielu mitów o złocie. Jednym z najpoważniejszych wypaczeń i zarazem jedynym które zostanie omówione w referacie jest teoria głosząca, że złoto nie może być podstawą współczesnego systemu monetarnego, gdyż nie dysponujemy odpowiednią ilością, która zaspokoi potrzeby światowego handlu i finansów.

Całkowita podaż złota na świecie bez zasobów niewydobytych w 2013 roku wyniosła około 163 tysięcy ton, z czego 31 868,8 ton należy do instytucji oficjalnych (banki centralne, skarby państw, MFW). Przyjmując średnią cenę uncji złota z ostatnich lat na poziomie 1500\$, instytucje kontrolują złoto warte 1,7 bln dolarów. Jest to wynik o wiele mniejszy niż całkowita podaż pieniądza największych potęg gospodarczych świata. W Stanach Zjednoczonych podaż pieniądza M1, podawana przez Rezerwę Federalną, wynosiła pod koniec czerwca 2013 roku: 2,5 biliona dolarów. Dodając więcej instrumentów - otrzymujemy podaż M2 na poziomie 10,6 bilionów dolarów. Uwzględniając podaż Europejskiego Banku Centralnego, Banku Japonii oraz Ludowego Banku Chin otrzymujemy podaż czterech największych stref ekonomicznych w wysokości 20 bln oraz 48 bilionów dolarów (M1 i M2 odpowiednio). Ograniczając podaż pieniądza z papierowych 48 bilionów do 1,7 biliona w złocie, wywołana zostałaby pustosząca rynki deflacja oraz ogólnoświatowy kryzys. Przeciwnicy systemu monetarnego opartego na złocie, z szerokim uśmiechem prezentują podobne wyliczenia twierdząc, że światowy handel i finanse są zbyt duże, by móc powrócić do złota, którego jest za mało. Utwierdzeni w swoich przekonaniach nie dostrzegają jednak, że to nie ilość złota, a jego cena stanowi problem. Gdyby złoto było denominowane po cenie około 17 500 \$ za uncję, oficjalna podaż złota zrównałaby się z łączną podażą M1 w strefie euro, Japonii, Chinach i Stanach Zjednoczonych.

## Instytucjonalny popyt na złoto

Pomimo zażartych dyskusji zwolenników i przeciwników złota na poziomie naukowym, może się wydawać, że banki centralne uznały temat za zamknięty i od kilku

### Change in annual gold demand, 2016 v 2015



Source: Metals Focus; GFMS, Thomson Reuters; World Gold Council

lat w ciszy stoją po stronie zwolenników złota w tej debacie. Dane statystyczne mówią same za siebie i nie wymagają zbędnego komentarza. Banki centralne, które skupują złoto w tempie niespotykanym od lat 70. XX wieku, ponownie weszły w okres gromadzenia złota. W 2009 roku zakończył się okres sprzedaży netto złota przez banki centralne i pomimo spadku rocznego popytu w 2016 roku, był to 7 rok z rzędu który banki zakończyły z dodatnim bilansem netto. Dominującymi kupcami złota w minionym roku byli: Rosja, Kazachstan oraz Chiny, które zgromadziły ponad 80% całego rocznego zakupu. Różnica pomiędzy sprzedażą netto a zakupami netto między 2002 a 2012 rokiem wyniosła ponad 1000 ton rocznie, co stanowi ponad jedną trzecią rocznej pro-

dukcji złota, która od 5 lat nieprzerwanie rośnie. Przyjmując, że banki centralne realizują program stopniowego zwiększania zapasów złota, wyciszenie działań banków jest bardzo racjonalne. Złoto jest charakterystycznym przedmiotem obrotu rynkowego. Można go

*Tabela 1. Produkcja złota (tony), dane: World Gold Council*

2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
2744,8	2846,2	2917,3	3076,3	3155,3	3233,0	3236,0

łatwo kupić i sprzedać, ale przyjmując skalę obrotów banków centralnych, rynek jest płytki, a cena podatna na wahania pod wpływem większych transakcji. Najwięksi nabywcy na takim rynku za wszelką cenę starają się ukryć zamiary, żeby uniknąć zawyżania cen w oczekiwaniu nieelastycznych zleceń zakupu.

*Tabela 2. Największe światowe rezerwy złota (marzec 2017)*

Kraj	Tony	% rezerw walutowych *
United States	8 133,5	74,6%
Germany	3 377,9	68,8%
IMF	2 814,0	1)
Italy	2 451,8	67,8%
France	2 435,8	63,8%
China	1 842,6	2,3%
Russia	1 645,1	16,2%
Switzerland	1 040,0	6,0%
Japan	765,2	2,4%
Netherlands	612,5	63,9%
India	557,8	6,0%
ECB	504,8	26,7%
Taiwan	423,6	3,6%
Turkey <sup>6)</sup>	411,0	15,0%
Portugal	382,5	59,1%



Saudi Arabia	322,9	2,3%
United Kingdom	310,3	8,6%
Lebanon	286,8	20,7%
Spain	281,6	17,1%
Austria	280,0	45,4%
Kazakhstan	259,8	34,1%
Belgium	227,4	36,8%
Philippines	196,3	9,4%
Venezuela	187,5	64,8%
Algeria	173,6	5,6%

\* procentowy udział posiadanego złota w łącznej ilości rezerw walutowych obliczony przez World Gold Council. Cena złota przyjęta do obliczeń pochodzi z końca Stycznia 2017 roku (1212,8\$)

1) bilans Międzynarodowego Funduszu Walutowego nie pozwala na obliczenie procentowego udziału złota w rezerwach walutowych

Mario Draghi, szef Europejskiego Banku Centralnego, otwarcie podzielił się swoimi poglądami na temat obecnej roli złota w systemie monetarnym w 9 października 2013 roku w Kennedy School of Government, odpowiadając na pytanie reportera Tekoa Da Silvy o podejście EBC do złota:

*„Pyta pan (...) człowieka, który był gubernatorem Banku Włoch. Bank Włoch jest posiadaczem czwartych co do wielkości rezerw złota na świecie. (...)*

*Nigdy nie wydawało mi się, aby sprzedawanie złota było mądre, ponieważ dla banku centralnego jest ono rezerwą bezpieczeństwa. Kraj uważa je za taką rezerwę. W przypadku krajów niedolarowych zapewnia dość skuteczną ochronę przed wahaniami kursu dolara, więc jest kilka przyczyn, dywersyfikacja, ryzyka itd. Dlatego właśnie banki centralne, które kilka lat temu zaczęły wyprzedawać złoto, w zasadzie (...) się z tego wycofały. Właściwie żaden już nie sprzedaje. Doświadczenie kilku banków centralnych,*

*które jakieś 10 lat temu upłynniły całe swoje złoto, też nie było oszałamiającym sukcesem”<sup>2</sup>*

Niewiele jest bardziej tendencyjnych komentarzy w kierunku złota niż aprioryczne stwierdzenie, że system waluty złotej nie może się sprawdzić na obecnym poziomie rozwoju (wielkości) wymiany międzynarodowej. Kwestia kupowania złota przez banki centralne i sprowadzania go z powrotem do kraju wydają się ściśle powiązane, będąc częścią procesu przygotowawczego do przywrócenia kruszcowi fundamentalnej roli w międzynarodowym systemie monetarnym.

### **Podsumowanie**

Powyższe rozważania prowadzą do trywialnego, choć bardzo istotnego stwierdzenia: w procesie fundamentalnej wyceny złota, jego cena, jako światowego pieniądza jest proporcjonalna do popytu instytucjonalnego, który jest determinowany przez nurt konwencji kształtujących obecny model polityki monetarnej. W celu zrozumienia planów instytucji monetarnych, co do przyszłego kształtu systemu pieniądza i roli jaką złoto ma odegrać w tym systemie, konieczne jest rozeznanie w działaniach instytucjonalnych uczestników rynków kapitałowych (szczególnie na rynku złota i rynkach walut rezerwowych wchodzących w skład Special Drawing Rights emitowanych przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy) oraz rozeznanie w poglądach ekonomicznych władz instytucji które kształtują kierunek, w którym dane instytucje podążają.

Analizując obecną sytuację na rynku złota wśród uczestników instytucjonalnych na podstawie przytoczonych danych można odnieść wrażenie, że najwięksi posiadacze złota nie chcą przyznać rosnącej roli złota w świecie polityki monetarnej, ponieważ sys-

---

<sup>2</sup> Mario Draghi, wykład wygłoszony podczas John F. Kennedy Jr. Forum w Instytucie Polityki Uniwersytetu Harvarda w Cambridge, Massachusetts, 9 października 2013, <http://iop.harvard.edu/forum/public-address-mario-draghi>

tem pieniądza papierowego jest dla nich korzystniejszy. Mniejsi posiadacze złota również o tym nie mówią, ponieważ wolą w dalszym ciągu kupować kruszec po atrakcyjnej cenie i uniknąć jej wzrostu, co byłoby nieodłącznym następstwem zaostrenia się „walki” o złoto (spowodowanej otwartością w dyskusji).