

Michał Buszko

Uniwersytet Mikołaja Kopernika w Toruniu

ZŁOTO JAKO RODZAJ ALTERNATYWNEJ INWESTYCJI W OKRESIE ZAWIROWAŃ NA RYNKACH FINANSOWYCH

Streszczenie: Złoto stanowi coraz bardziej popularny rodzaj inwestycji. Metal ten stosowany był do produkcji biżuterii i monet, a w XIX w. stał się międzynarodowym pieniądzem rezerwowym. Przez wiele lat cena złota na rynku światowym była stała, co pozwalało na pełnienie przez złoto funkcji środka płatniczego i przechowywania bogactwa. Zawirowania polityczne i gospodarcze lat 70. XX w. doprowadziły do uwolnienia ceny złota, a sam metal zaczął być traktowany jako zabezpieczenie przed inflacją. W XXI w. złoto stało się inwestycją portfelową, a na rynku światowym pojawiły się liczne instrumenty finansowe opierające na jego cenie. Dostęp do złota stał się tym samym powszechny. Wartość złota w latach 2002-2009 istotnie wzrosła, co spowodowało, że metal ten stał się jedną z najlepszych form zabezpieczenia kapitału w okresie kryzysu *subprime*.

Słowa kluczowe: złoto, inwestycje, instrumenty pochodne, produkty strukturyzowane, ETF.

1. Wstęp

Okresy zawirowań politycznych i gospodarczych, załamanie koniunktury na rynkach finansowych, a także destabilizacje sektorów bankowych przyczyniają się do poszukiwania przez inwestorów zarówno instytucjonalnych, jak i indywidualnych, coraz bardziej bezpiecznych i stabilnych inwestycji. W szczególności dużym zainteresowaniem cieszą się wówczas skarbowe papiery wartościowe, emitowane przez kraje o największej międzynarodowej wiarygodności, a także inwestycje w aktywa niefinansowe, posiadające permanentną wartość wewnętrzną lub użytkową. W warunkach kryzysowych inwestorzy poszukują przede wszystkim rozwiązań zapewniających niską korelację dochodu z wynikami osiąganymi na tradycyjnych rynkach finansowych. Jedną z podstawowych inwestycji, którą określa się jako alternatywną w stosunku do rynku pieniężnego i kapitałowego, i która powszechnie wykorzystywana jest w okresie zawirowań w gospodarce światowej, jest niewątpliwie złoto. Metal ten powszechnie traktowany jest jako składnik majątkowy chroniący kapitał inwestorów w okresie ogólnoswiatowej dekoniunktury, zabezpieczający przed inflacją, a także przed deprecjacją waluty krajowej. Złoto stanowi również alternatywę

dla depozytów w okresie spadku zaufania do stabilności i bezpieczeństwa działalności banków.

Lata 2008-2009 charakteryzowały się bardzo poważnym załamaniem rynków pieniężnych, kapitałowych, a także walutowych. W wymienionym okresie doszło do znaczącej utraty wartości przez dolara amerykańskiego, co stymulowało inwestorów do zakupu niefinansowych aktywów rozliczanych w tej walucie. W szczególności zwiększony popyt uwidocznił się na rynku towarów, w tym zwłaszcza metali szlachetnych (złota, srebra, platyny i palladu), prowadząc do szybkiego wzrostu ich cen. Już na początku 2008 r. cena złota osiągnęła poziom nienotowany wcześniej w historii, w marcu 2008 r. przekroczyła 1000 dolarów za uncję, a w listopadzie 2009 r. sięgnęła poziomu 1190 dolarów. Na tle stałej wartości z lat 70. XX w. cena rynkowa złota zwiększyła się trzydziestoczekrotnie. Złoto jednocześnie przestało być utożsamiane ze składnikiem aktywów rezerwowych o stabilnej wartości, ale zaczęło być traktowane jako rodzaj inwestycji.

Ponieważ złoto jest rodzajem aktywów o dochodzie niepowiązanym z rynkiem kapitałowym czy pieniężnym, jest coraz częściej wybierane jako element portfeli inwestycyjnych, a także stanowi podstawę tworzenia licznych nowych instrumentów finansowych wzbogacających rynki instrumentów pochodnych oraz produktów strukturyzowanych, niniejszy artykuł ma na celu scharakteryzowanie złota jako inwestycji alternatywnej, przybliżenie procesu inwestowania w rozważany metal, scharakteryzowanie rynku złota oraz czynników kształtujących ceny na tym rynku. W tekście przedstawiona zostanie również zależność pomiędzy dochodami osiąganymi ze złota oraz z innych aktywów finansowych i niefinansowych.

2. Cechy charakterystyczne złota

Złoto zaliczane jest do grupy towarowej metali szlachetnych. Jego cechami charakterystycznymi są metaliczny połysk, nieprzejrzystość, kowalność, spójność oraz możliwość łączenia z innymi metalami. Metal ten wykazuje dużą odporność na korozję i utlenianie, a także jest z natury homogeniczny. Złoto określa się stopniem czystości podawanym w karatach¹. W praktyce złoto może występować na rynku w formie: sztabek, bryłek, monet, medali, a także papierów wartościowych potwierdzających dostawę lub depozyt złota. Złoto może być również przedmiotem pożyczek, a także podstawą tworzenia nowoczesnych instrumentów finansowych o prostej lub złożonej strukturze.

Złoto już od czasów starożytnych uznawane było za symbol władzy, potęgi, za możliwości i dobrobytu. Jego wykorzystanie do produkcji biżuterii datowane jest na

¹ Liczba karatów określa zawartość złota w 1000 jednostek wagi stopu. Poszczególne klasy czystości złota są następujące: złoto 8-karatowe – 333 jednostki na 1000, 9-karatowe – 375 na 1000, 10-karatowe – 416 na 1000, 14-karatowe – 585 na 1000, 18-karatowe – 750 na 1000, 22-karatowe – 917 na 1000, 24-karatowe – 999 na 1000.

4 tysiąclecie p.n.e, natomiast wykorzystanie w formie pieniądza – od około VI wieku p.n.e². W XIX w. rozważany kruszec dał podstawę stworzenia systemu waluty złotej, w ramach którego złoto stało się powszechnie uznawanym pieniądzem międzynarodowym zabezpieczającym wartość pieniądza papierowego³. Po II wojnie światowej na jego bazie stworzono system dewizowo-złoty i poprzez jego wartość wyznaczano wzajemne kursy walutowe państw członkowskich MFW.

Chociaż uważa się, że złoto jest zasobem rzadkim, w praktyce wydobywa się je na każdym kontynencie (za wyjątkiem Antarktydy). Metal ten pozyskiwany jest najczęściej z górskich pokładów skalnych lub poprzez przepłukiwanie złotonosnego żwiru w korytach strumieni i rzek. Wielkość światowych złóż złota szacowana jest dziś na około 100 000 ton zlokalizowanych w 900 kopalniach⁴. Produkcja złota uzależniona jest zasadniczo od jego ceny na rynku oraz kosztów wydobycia, które opłacalne stają się w przypadku uzyskania co najmniej 2,5 grama złota z każdej tony skał lub ziemi. Samo wydobycie złota od kilku lat wykazuje lekko spadkowy trend i w 2008 r. wyniosło 2407 ton⁵. Wartość ta jest około 8 razy niższa od rocznego wydobycia srebra, ale jednocześnie około 12,5 razy wyższa od rocznej produkcji platyny oraz palladu. Ze względu na wysokie wymogi kapitałowe, a także złożoność samego procesu poszukiwania, fizycznego dotarcia do złóż złota, wydobycia, transportu, obróbki i rafinacji, produkcja rozważanego kruszcu jest mało elastyczna, a tym samym nie może dostosowywać się do bieżących zmian popytu lub krótkoterminowych trendów cenowych. Niezwykle ważne jest przy tym to, że wytworzona produkcja tego metalu nie podlega fizykochemicznemu zużyciu i może funkcjonować w obrocie rynkowym niemal permanentnie. Cecha ta istotnie odróżnia złoto od innych towarów, zwłaszcza ropy naftowej czy miedzi, i umożliwia zabezpieczenie odpowiedniej płynności złota w transakcjach na rynku światowym. W razie zwiększonego zapotrzebowania na złoto dodatkowa podaż pochodzi najczęściej z upłynienia rezerw banków centralnych lub dzięki odzyskowi złota z przetopu wyrobów jubilerskich. W 2008 r. łączna wielkość zasobów złota wynosiła 163 tys. ton, z czego 51% (83,6 tys. ton) stanowiły wyroby jubilerskie, 18% (29,7 tys. ton) – aktywa rezerwowe instytucji finansowych, 17% (27,3 tys. ton) – inwestycje oraz 12% (19,7 tys. ton) – zasoby przemysłowe⁶.

² F.J. Fabozzi, R. Fuss, D.G. Kaiser, *The Handbook of Commodity Investing*, Wiley, New Jersey 2008, s. 696.

³ Zob. D.K. Eiteman, A.I. Stonehill, M.H. Moffett, *Multinational Business Finance*, Addison-Wesley, Boston 2000, s. 24-26; *Finanse międzynarodowe*, red. B. Bernaś, PWN, Warszawa 2006, s. 201; K. Lutkowski, *Finanse międzynarodowe. Zarys problematyki*, PWN, Warszawa 2007, s. 22.

⁴ F.J. Fabozzi, R. Fuss, D.G. Kaiser, wyd. cyt., s. 696.

⁵ Demand & Supply, World Gold Council, <http://www.invest.gold.org/>, 14.11.2009.

⁶ Tamże.

3. Podaż na rynku złota

Podaż złota na rynku światowym generowana jest zasadniczo z trzech źródeł: wydobycia, odzysku (złomu) oraz ze sprzedaży przez banki centralne. W 2008 r. podaż rozważanego kruszcu na rynku światowym wyniosła około 3468 ton, przy czym z pierwszego źródła pochodziło 59% (2044 tony), z drugiego – 33% (1146 ton), a z trzeciego – 8% (279 ton)⁷. Wydobycie stanowi podstawowe i jednocześnie najmniej elastyczne źródło podaży. Ze względu na koszty procesu pozyskania złota (zwłaszcza jego wydobycia z pokładów skalnych zlokalizowanych ok. 3-4 tys. metrów p.p.m.) oraz brak technicznych możliwości dostosowania produkcji do bieżących warunków rynkowych kopalnie i producenci złota są w stanie zaspokoić jedynie część popytu na rynku światowym. Istotne wsparcie podaży zapewnia odzysk złota z przetapianego złomu. W przypadku tego źródła możliwe jest elastyczne dostosowanie produkcji do potrzeb nabywców, a tym samym stabilizowanie ceny złota na rynku światowym. Źródłem podaży złota na rynku światowym są również banki centralne lub międzynarodowe instytucje finansowe, w tym Międzynarodowy Fundusz Walutowy oraz Bank Rozrachunków Międzynarodowych. W przeszłości wymienione instytucje były jednymi z najważniejszych uczestników rynku złota, skupując rozważany metal dla celów tworzenia rezerw dewizowych. Z powodu spadających cen złota pod koniec lat 80. XX w. banki centralne zaczęły jego wyprzedaż, aczkolwiek już na początku pierwszej dekady XXI w. proces ten został zatrzymany z powodu systematycznej deprecjacji dolara USA oraz pojawienia się nowego trendu wzrostu cen kruszcu. W praktyce udział złota w aktywach rezerwowych banków centralnych jest zróżnicowany, przy czym w USA oraz większości krajów UE, złoto stanowi dominujący składnik⁸.

4. Popyt na złoto

Popyt na złoto generowany jest przez trzy główne źródła, tzn.: produkcję wyrobów jubilerskich, inwestycje oraz wykorzystanie przemysłowe⁹. W 2008 r. łączny

⁷ *Gold Demand Trends. Full Year and Fourth Quarter 2008*, World Gold Council, www.gold.org, 20.11.2009.

⁸ We wrześniu 2009 r. najwyższą wartość aktywów rezerwowych utrzymywanych w złocie posiadały: Stany Zjednoczone – 8134 t (77,4% aktywów), Niemcy – 3408 t (69,2%), Międzynarodowy Fundusz Walutowy – 3217 t, Włochy – 2452 t (66,6%), Francja 2445 t (70,6%), Chiny – 1054 t (1,9%), Szwajcaria – 1040 t (29,1%), Japonia – 765 t (2,3%), Holandia – 612,5 t (59,6%), Rosja – 568,4 t (4,3%). Narodowy Bank Polski utrzymywał w tym czasie około 102,9 t złota, co stanowiło 4,2% jego aktywów rezerwowych. Zob. *World Official Gold Holdings*, World Gold Council, September 2009, www.gold.org, *International Financial Statistics*, International Monetary Fund, www.imf.org oraz *Oficjalne aktywa rezerwowe*, Narodowy Bank Polski, www.nbp.pl.

⁹ Popyt na złoto skoncentrowany jest przede wszystkim w Indiach, Azji Wschodniej oraz na Bliskim Wschodzie, na które to regiony przypadało 70% globalnego zapotrzebowania w 2008 r. Dodać

popyt na złoto na rynku światowym wyniósł 3659 ton przy czym udziały poszczególnych źródeł stanowiły odpowiednio 68% (2138 ton), 19% (1091 ton) oraz 14% (430 tony).

Dominujące zapotrzebowanie na złoto na rynku światowym generuje produkcja wyrobów jubilerskich, stanowiących w krajach wysoko rozwiniętych produkt luksusowy o niskiej elastyczności cenowej. W praktyce zapotrzebowanie na złotą biżuterię uzależnione jest od koniunktury ogólnogospodarczej, w tym sytuacji na rynku pracy. W warunkach recesji lub kryzysu gospodarczego popyt na wyroby ze złota zazwyczaj maleje. W przypadku krajów azjatyckich oraz krajów arabskich Bliskiego Wschodu, gdzie zakup złotej biżuterii wynika przede wszystkim z przyczyn religijnych lub kulturowych, popyt na wyroby jubilerskie nie jest zasadniczo uzależniony od bieżącej sytuacji ekonomicznej obywateli. W szczególności wzrost popytu na złoto pochodzący z rozważanego źródła odnotowywany jest w pierwszym i czwartym kwartale roku, co wiąże się ze zwiększonymi zakupami wyrobów z okazji chińskiego nowego roku, sezonu ślubów w Indiach, Bożego Narodzenia oraz hinduskiego święta Diwali, a także z okazji końca ramadanu w krajach islamskich. Ogólnie dla rynku wyrobów jubilerskich pożądana jest zwłaszcza stabilizacja ceny złota lub jej stopniowy wzrost¹⁰.

Drugie źródło popytu na rynku złota obejmuje inwestycje portfelowe instytucji i klientów indywidualnych. Popyt inwestycyjny na złoto jest współcześnie podstawowym czynnikiem wzrostu ceny kruszcu i koncentruje z roku na rok coraz większy udział. Tylko w latach 2003-2008 inwestycje w złoto wzrosły o 412%, osiągając w 2008 r. wartość ok. 30 mld USD. Podstawową przesłanką kupna złota w celach inwestycyjnych jest przewidywanie długoterminowej nadwyżki popytu na ten kruszec w stosunku do jego podaży, wynikającej m.in. ze zwiększonej konsumpcji złota w bogacących się krajach *emerging markets* (zwłaszcza w Indiach i Chinach). Ponadto inwestowanie w złoto traktowane jest jako alternatywa w stosunku do tradycyjnych inwestycji w akcje czy obligacje. Złoto, będąc zasobem rzadkim, posiadającym niezmiennie parametry fizykochemiczne oraz realną wartość wewnętrzną, zabezpiecza inwestora przed możliwością nagłej utraty wartości kapitału oraz w długim horyzoncie charakteryzuje się stosunkowo niewielką zmiennością.

Trzecie i zarazem najmniejsze źródło popytu na złoto, to wykorzystanie przemysłowe. Ponieważ złoto jest bardzo dobrym przewodnikiem elektrycznym oraz przewodzi ciepło, a przy tym jest odporne na korozję oraz utlenianie, stosowane jest często w urządzeniach i układach elektrycznych bądź elektronicznych. Złoto znajduje swoje zastosowanie również w przemyśle motoryzacyjnym i chemicznym. Metal ten wykorzystuje się także w medycynie, biomedycynie i stomatologii.

nały, że 55% popytu na złoto generowane było łącznie przez 5 krajów, takich jak: Indie, Włochy, Turcja, USA oraz Chiny. Zob. World Gold Council, <http://www.invest.gold.org/>.

¹⁰ Stopniowo wzrastająca cena złota wpływa na wzrost cen wyrobów jubilerskich, zwiększając tym samym zainteresowanie biżuterią jako formą przechowania bogactwa oraz wzrostu zamożności. W efekcie na rynku wyrobów jubilerskich pojawia się zjawisko wzrostu popytu przy jednoczesnym wzroście cen złota.

5. Inwestowanie w złoto

Inwestowanie w złoto może odbywać się poprzez fizyczny zakup jego zasobów na rynku kasowym bądź terminowym, a także poprzez nabycie lub wystawienie instrumentów finansowych opartych na cenie złota lub dających prawo do jego fizycznego zasobu. Ponieważ złoto wykazuje wiele cech pieniądza papierowego, na rynku tego metalu możliwe jest wprowadzanie różnych instrumentów i mechanizmów wspomagających jego płynność, a także ułatwiających proces inwestowania. Złoto w praktyce może być zarówno przedmiotem oprocentowanych depozytów, jak i pożyczek, a także podstawą do tworzenia instrumentów pochodnych oraz produktów strukturyzowanych¹¹.

Podstawową formą inwestowania w złoto jest jego fizyczny zakup na rynku kasowym. Złoto kupuje lub sprzedaje się w postaci sztab o zróżnicowanej wadze oraz czystości powyżej 965,0 jednostek złota na 1000 jednostek stopu. Sztaby złota mogą mieć różne formy i kształty i zasadniczo dzieli się je na duże lub małe. Pierwszy rodzaj zawiera powyżej 1000 gram czystego złota i występuje w trzech standardowych odmianach o wagach: 400 uncji, 100 uncji oraz 3000 gram. Drugi rodzaj tworzy bardzo zróżnicowaną grupę zarówno pod względem masy, jak i form. W praktyce na rynku można spotykać 55 rodzajów małych sztab o wadze 1000 lub mniej gram¹². Na rynku kasowym inwestycje w złoto można również realizować również poprzez kupno złotych monet (bulionowych). Monety te wykonywane są bezpośrednio ze złota o czystości charakterystycznej dla złota w sztabach¹³. W praktyce mogą one funkcjonować wyłącznie jako przedmiot inwestycji lub jednocześnie stanowić środek płatniczy danego kraju. Ogólnie wartość inwestycyjna monet uzależniona jest przede wszystkim od czystości złota i masy monety, a także od marży emitenta oraz kursu dolara. Monety o znaczeniu historycznym, niebędące już prawnie obowiązującym środkiem płatniczym, mają zazwyczaj dodatkową wartość kolekcjonerską, która może wielokrotnie przekraczać wartość samego złota.

¹¹ Handel złotem w praktyce odbywa się przede wszystkim na rynkach hurtowych OTC w Londynie, Nowym Jorku oraz Zurychu. Głównym miejscem światowego handlu złotem jest przy tym rynek pozagieldowy w Londynie tworzony i koordynowany przez London Bullion Market Association (LBMA). Klientami rynków o charakterze OTC są zwłaszcza banki centralne i komercyjne (krajowe i zagraniczne), kopalnie i producenci złota, firmy jubilerskie, firmy wykorzystujące złoto w celach przemysłowych oraz instytucje finansowe pośredniczące w obrocie złotem oraz inwestujące w złoto. Zob. *A Guide to The London Precious Metals Markets*, London Bullion Market Association – The London Platinum and Palladium Market, August 2008, www.lbma.org.uk.

¹² Zob. *Bar Weights & Purities*, Gold Bars Worldwide, www.goldbarsworldwide.com, 18.11.2009.

¹³ Najpopularniejsze na rynku złota monety to: American Gold Eagle, British Gold Sovereign, Krugerrand, Panda oraz Leaf. W Polsce NBP sprzedaje inwestorom monety Orzeł bielik o nominalach 50 zł, 100 zł, 200 zł i 500 zł i odpowiadającej im masie złota 0,1, 0,25, 0,5 i 1 uncja. Zob. szerzej. *Współczesna bankowość inwestycyjna*, red. A. Szelałowska, CeDeWu, Warszawa 2009 r., s. 264-266.

Inwestowanie w złoto może być realizowane także za pomocą wielu instrumentów pochodnych oraz produktów strukturyzowanych o charakterze zarówno giełdowym, jak i pozagiełdowym. Wśród instrumentów finansowych rynku pozagiełdowego opartych na złocie można wymienić: kontrakty *forward*, kontrakty odroczonej dostawy *spot*¹⁴, swapy, warranty, opcje, certyfikaty złota (*gold certificates*), a także obligacje powiązane ze złotem (*gold-linked bonds*). Instrumenty giełdowe to: kontrakty *futures* i *minifutures*, opcje, ETF'y, a także produkty strukturyzowane, w tym certyfikaty indeksowe. Kontrakty *forward* i *futures* są instrumentami wykorzystywanymi zwłaszcza przez kopalnie oraz producentów złota do zabezpieczania naturalnie posiadanych pozycji długich. W kontraktach uczestniczą spekulanci dążący do osiągnięcia lewarowanych stóp zwrotu ze wzrostu cen złota¹⁵. Swapy stosowane są zwłaszcza przez instytucje finansowe utrzymujące rezerwy złota lub przez dealerów złota domykających pozycje otwarte w transakcjach z klientami. Warranty są instrumentami o większej elastyczności na tle poprzednich kontraktów, aczkolwiek współcześnie są one wypierane z rynku przez opcje zarówno giełdowe, jak i pozagiełdowe. Opcje na złoto występują w postaci europejskiej lub amerykańskiej. Mogą mieć przy tym formę prostego instrumentu (*plain vanilla*) lub występować w postaci egzotycznej (*Asian, barrier, window*). Oprócz wymienionych instrumentów inwestorzy mogą inwestować w złoto za pośrednictwem certyfikatów złota (*gold certificates*), stanowiących rodzaj nowoczesnych instrumentów dłużnych. Certyfikaty te emitowane są przez banki inwestycyjne i zabezpieczone fizycznie zgromadzonymi zasobami złota. Cechą charakterystyczną rozważanych certyfikatów jest powiązanie ich ceny bezpośrednio z wartością złota oraz możliwość dokonywania obrotu kruszcem bez konieczności jego fizycznego transportu, składowania czy ubezpieczenia. Alternatywą dla certyfikatów złota mogą być notowane na giełdzie certyfikaty indeksowe uzależnione od ceny złota. Certyfikaty te naśladują bezpośrednio koniunkturę na rynku złota, aczkolwiek na tle opisanych instrumentów ich rozliczenie następuje bez fizycznej dostawy kruszcu. Proces inwestowania w złoto na giełdzie papierów wartościowych może się odbywać również za pośrednictwem jednostek ETF (*Exchange-Traded Funds*). Wymienione instrumenty podobne są w swojej istocie do certyfikatów złota, certyfikatów indeksowych, jak również do funduszy inwestycyjnych. Cechą charakterystyczną ETF jest możliwość emisji tytułów uczestnictwa w trybie ciągłym oraz możliwość ich umarzania w zamian za wydanie rzeczywistych zasobów kruszcu¹⁶. ETF, podobnie do certyfikatów, relatyw-

¹⁴ Kontrakty odroczonej dostawy *spot* (*spot deferred contract*) stanowią serię rolowanych kontraktów *forward*, umożliwiającą osiągnięcie większej elastyczności inwestycji lub hedgingu na tle tradycyjnych kontraktów *forward*. Kontrakty te nazywane są także *floating rate forwards*.

¹⁵ Ze względu na możliwość długoterminowego składowania złota oraz relatywnie niskie stopy procentowe pożyczania kruszcu, cena złota w kontraktach terminowych *forward* i *futures* zazwyczaj wykazuje tendencję *contango*.

¹⁶ Fundusze ETF są szczególnie korzystną formą lokowania środków w inwestycje odzwierciedlające indeksy aktywów (np. indeksy giełdowe). Zob. szerzej D.S. Kidwell, D.W. Blackwell, D.A. Whidbee, R.L. Peterson, *Financial Institutions, Markets and Money*, Wiley, New Jersey 2008, s. 600-604.

nie dobrze odzwierciedlają na giełdzie papierów wartościowych bieżącą cenę złota. Do inwestycyjnych produktów rynku złota można zaliczyć również obligacje oparte na cenie złota (*gold-linked bonds*). Obligacje te umożliwiają tworzenie ekspozycji na rynku złota, przy dostosowaniu profilu zysk-ryzyko do indywidualnych potrzeb inwestorów. Mogą one zawierać ochronę części lub całości inwestowanego kapitału, a także mogą tworzyć ekspozycję o ryzyku mniejszym, lub większym od ryzyka ekspozycji na rynku kasowym złota bądź jej równym.

Inwestowanie w złoto może się odbywać również poprzez nabywanie akcji lub obligacji kopalni złota, pośredników w obrocie złotem lub spółek jubilerskich, a także jednostek uczestnictwa lub certyfikatów inwestycyjnych funduszy inwestujących w papiery wartościowe takich podmiotów¹⁷.

6. Cena złota

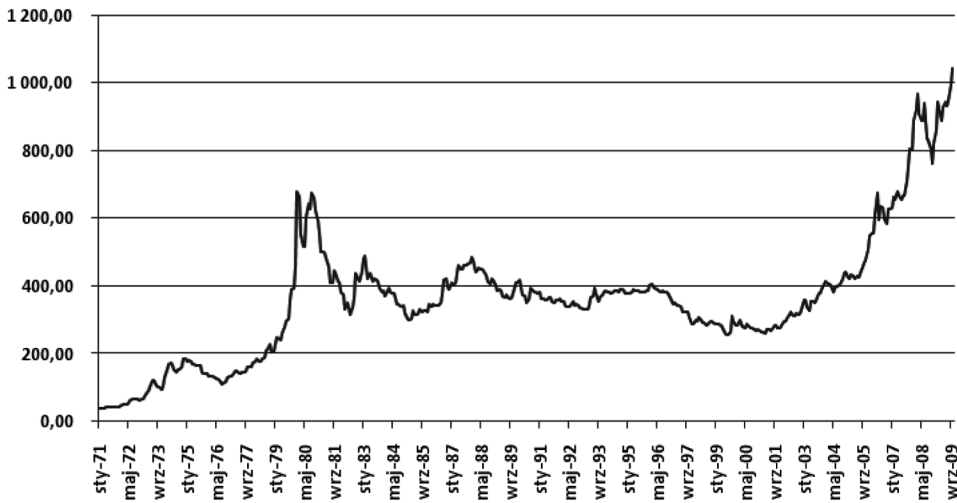
Złoto do końca lat 60. XX w. stanowiło podstawę funkcjonowania systemu z Bretton Woods oraz miało stałą wartość do dolara amerykańskiego, a tym samym – do innych walut. Ze względu na destabilizację gospodarki amerykańskiej oraz brak możliwości podtrzymania działalności systemu z Bretton Woods w oparciu na stałym kursie wymiany XAU/USD, cena złota została uwolniona pod koniec lat 60. XX w. W latach 1968-2009 wartość uncji złota wyrażona w USD wzrosła z 35 USD do 1190 USD, przy czym szczególnie wyraźne wzrosty obserwowane były w okresach 1972-1974, 1977-1980 oraz 2002-2009. W 1980 r. cena złota pierwszy raz w historii wzrosła o ponad 100% r/r, osiągając maksimum na poziomie 850 USD. W kolejnych latach na rynku złota uwidoczniła się tendencja spadkowa, a w 2002 r. pojawił się ponownie trend wzrostowy trwający do końca 2009 r. W pierwszej połowie 2007 r. nominalna cena złota przekroczyła historyczny poziom z 1980 r., a w marcu roku 2008 osiągnęła poziom 1000 USD za uncję (wykres na rys. 1)¹⁸.

W pierwszej dekadzie XXI w. złoto umożliwiło inwestorom osiągnięcie dodatniej długoterminowej stopy wzrostu niezależnie od rodzaju waluty inwestycji (USD, EUR, GBP, PLN). W okresie styczeń 2000-listopad 2009 stopa zwrotu z inwestycji w złoto w USD oraz GBP wyniosła ok. 270%. Zwrot z inwestycji realizowanej w EUR i PLN był niższy i sięgnął ok. 160% (wykres na rys. 2)¹⁹.

¹⁷ W tym przypadku wynik inwestycyjny zależy jedynie pośrednio od ceny złota. Kluczową rolę odgrywają tu czynniki takie, jak: ogólna sytuacja na rynku kapitałowym, sposób zarządzania spółką, poziom zadłużenia, ryzyko rynkowe, operacyjne i walutowe.

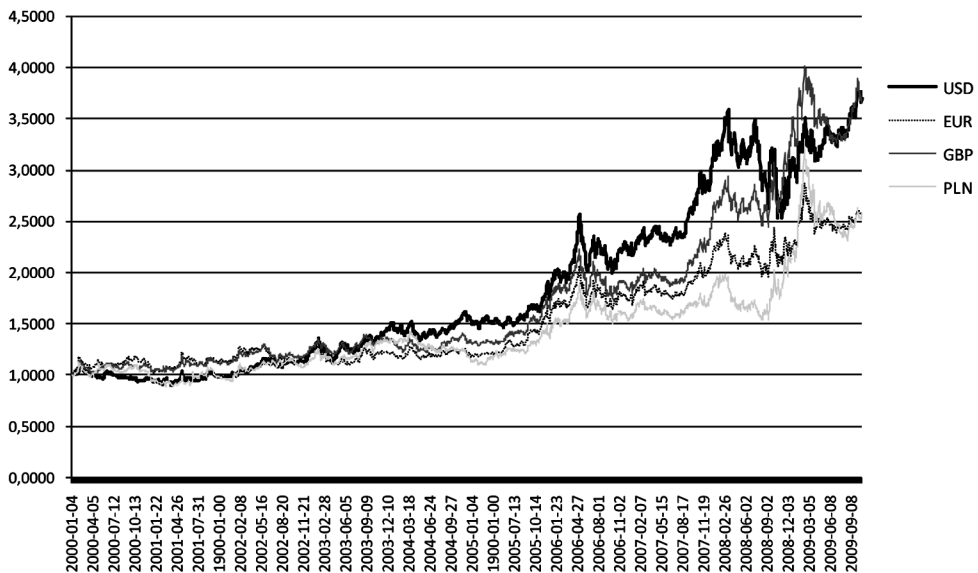
¹⁸ Jeśli maksymalną cenę złota 1980 r. (850 USD za uncję) skorygowałoby się o poziom inflacji w USA, to jego bieżąca cena wyniosłaby w 2009 r. ok. 2230 USD. Oznacza to, że efektywność złota jako instrumentu zabezpieczenia przed inflacją zależy w praktyce od momentu i ceny jego zakupu.

¹⁹ Na tle długoterminowej inwestycji w złoto, zdecydowanie gorszy wynik osiągnęły inwestycje giełdowe. W przypadku głównych indeksów zwroty w tym samym czasie wyniosły: DJIA (-)14,48%, S&P 500 (-)28,79%, DAX (-)19,79%, FTSE100 (-)24,29%, WIG20 (+)22,77%.



Rys. 1. Cena złota w USD w okresie 1971-2009

Źródło: opracowanie własne na podstawie cen fixingu złota na rynku londyńskim.



Rys. 2. Wartość inwestycji w złoto w okresie 2000-2009

Źródło: opracowanie własne na podstawie fixingu złota na rynku londyńskim.

Analizując czynniki wpływające na cenę złota, a tym samym na stopę zwrotu z inwestycji w złoto, należy wskazać, iż historycznie metal ten zyskiwał na wartości przede wszystkim w okresach zawirowań w gospodarce światowej, działań wojennych oraz destabilizacji politycznej. Wzmoczone zakupy złota uwidaczniały się również w okresach występowania podwyższonej inflacji lub podwyższonej zmienności inflacji w Stanach Zjednoczonych²⁰. Na cenę złota wpływał też wzrost ryzyka kredytowego i osłabienie dolara amerykańskiego względem innych walut²¹. W praktyce pierwsze znaczące wzrosty cen złota zostały odnotowane w latach 1973 i 1974, co stanowiło reakcję na wybuch wojny Yom Kippur oraz idącą za tym dużą podwyżkę cen ropy, a także narastającą w szybkim tempie inflację w USA. Kolejny wzrost cen złota wystąpił w okresie 1979-1980 także na skutek wydarzeń na arenie międzynarodowej. Rewolucja islamska w Iranie, wojna iracko-irańska, prowadząca do ograniczenia dostaw ropy, a także inwazja ZSRR w Afganistanie spowodowały wzrost niepewności i ryzyka na rynkach światowych, a tym samym skierowały uwagę inwestorów na bezpieczne i stabilne lokowanie kapitału. Ponowny trend wzrostowy na rynku złota pojawił się w 2002 r., tzn. kilka miesięcy po atakach na WTC, w warunkach kryzysu związanego z inwestycjami w spółki technologii internetowych (pęknięcie bańki spekulacyjnej *dot-com*). W kolejnych latach złoto drożało, pomimo relatywnie dobrych warunków panujących na rynkach kapitałowych oraz szybkiego rozwoju gospodarki światowej. O zakupach złota decydował w tym przypadku spadek kursu dolara amerykańskiego do innych walut wymienialnych, a także zwiększone zainteresowanie instytucji finansowych i ich klientów inwestycjami w aktywa alternatywne. Narastanie kryzysu finansowego na światowym rynku finansowym, znaczny wzrost ryzyka kredytowego oraz pojawiający się kryzys płynności instytucji finansowych w latach 2007-2008 wpływały na dalsze osłabienie dolara i na jednoczesny wzrost cen złota. W marcu 2008 r. przekroczona została bariera 1000 USD za uncję, przy historycznie wysokim poziomie kursu EUR/USD wynoszącym 1572²². Pogarszająca się kondycja wielu instytucji finansowych spowodowała istotny odływ środków pieniężnych zarówno z rynków kapitałowych, jak i towarowych oraz ich alokację w amerykańskie skarbowe papiery wartościowe. W efekcie w okresie marzec-listopad 2008 r. doszło do krótkoterminowego spadku kursu dolara i do spadku ceny złota o ok. 30%. Od połowy listopada 2008 r. złoto znowu zaczęło drożeć, a pod koniec listopada 2009 r. osiągnęło rekordową cenę 1191,6 USD.

²⁰ Złoto często określane jest jako instrument hedgingu inflacji.

²¹ Zob. E.J. Levin, R.E. Wright, *Short-run and Long-run Determinants of Price of gold*, World Gold Council, June 2006.

²² Współczynniki korelacji Spearmana między kursem EUR/USD, CHF/USD, GBP/USD, JPY/USD i PLN/USD a ceną złota wyznaczone dla notowań dziennych w okresie 2000-2009 wyniosły odpowiednio: 0,87, 0,88, 0,48, 0,60 i 0,83. Autor przeprowadził test istotności współczynnika korelacji na poziomie istotności $\alpha = 0,05$.

Analizując zachowanie cen złota w okresie ostatnich trzech lat, tzn. w warunkach zawirowań w światowym systemie finansowym, warto zwrócić uwagę również na zależność między stopą zwrotu z inwestycji w złoto, a stopami zwrotu osiąganymi z innych aktywów w okresie wrzesień 2007- wrzesień 2009 (tab. 1).

Tabela 1. Korelacja między tygodniowymi stopami zwrotu ze złota oraz innych aktywów

Towary	Ropa naftowa	Srebro	Pallad	Platyna	Miedź	Aluminium	Ołów	Nikiel
Współczynnik korelacji	0,34	0,82	0,45	0,59	0,25	0,28	0,23	0,16
Akcje	DJIA	S&P	FT100, TR Index	CAC40	DAX30 Index			
Współczynnik korelacji	-0,12	-0,07	-0,21	-0,21	-0,18			
Rynek pieniężny	US 3-Month T-bill	UK Lending rate 3-Month	CHF LIBOR 3m	EURIBOR 3m				
Współczynnik korelacji	-0,23	0,01	-0,027	0,2				
Rynek długu	Barclays Capital Global Treasuries TR Index	Barclays Capital Global Treasuries TR Index GBP	Barclays Capital Global Treasuries TR Index EUR					
Współczynnik korelacji	0,34	0,03	-0,07					

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych World Gold Council, www.gold.org.

Na podstawie powyższych danych można wnioskować, że stopy zwrotu z inwestycji w złoto nie są skorelowane w warunkach zawirowań na rynkach finansowych z dochodami z innych inwestycji, w tym zwłaszcza z tradycyjnymi papierami wartościowymi. Relatywnie wysoki stopień zależności widoczny jest jedynie w przypadku stóp zwrotu złota i srebra, co może świadczyć o odwróceniu się w warunkach recesji od rynków finansowych i napływie kapitału na rynki aktywów mających naturalną wartość wewnętrzną lub użytkową.

7. Zakończenie

Pierwsze dziesięciolecie XXI w. z pewnością może być określane jako dekada złota. Złoto stało się nie tylko produktem coraz częściej kupowanym przez bogacące się klasy średnie w krajach rozwijających się, takich jak Chiny czy Indie, ale także rodzajem aktywów stanowiących składnik portfeli inwestycyjnych instytucji finansowych, w tym banków komercyjnych, funduszy i spółek inwestycyjnych. Możliwość zabezpieczenia dzięki złocie realnej wartości kapitału w warunkach inflacji, podwyższonego ryzyka rynkowego oraz kredytowego, przyczyniła się do powstania wielu instrumentów finansowych opartych na cenach rozważanego kruszcu. Dzięki nim na rynku złota mogły się pojawić nowe grupy inwestorów, w tym osoby fizyczne oraz podmioty niezwiązane z wydobyciem i produkcją złota. W efekcie złoto stało się relatywnie płynnym rodzajem inwestycji, a strategie finansowe budowane na jego bazie – coraz bardziej złożone. Na rynku złota możliwa stała się spekulacja kasowa i terminowa w warunkach zarówno wzrostu, jak i spadku cen. Inwestorzy zaczęli wykorzystywać również dźwignię finansową w procesie inwestowania w złoto, a do tego zaczęto spekulować na zmianie stóp oprocentowania depozytów złota. Rozwój rynku instrumentów pochodnych na złoto umożliwił realizację arbitrażu oraz strategii zabezpieczających (*hedging*). Wprowadzenie na światowy rynek finansowy produktów strukturyzowanych opartych na złocie dało z kolei możliwość tworzenia na indywidualnie dostosowywanych profilu inwestycyjnych zysk-ryzyko.

Załamanie w gospodarce światowej w okresie 2008-2009, połączone ze zwiększonymi deficytami budżetowymi oraz wzrastającymi potrzebami pożyczkowymi na świecie z pewnością spowodowało spadek zaufania do tradycyjnych inwestycji giełdowych lub bankowych. W długim horyzoncie atrakcyjną formą lokowania kapitału wydaje się dziś złoto, które ponownie uważane jest za uniwersalny pieniądz międzynarodowy o rosnącej wartości wewnętrznej i użytkowej. W związku z postępującą w ostatnich kilku latach deprecjacją amerykańskiego dolara, w najbliższej przyszłości można będzie oczekiwać zwiększenia udziału złota w aktywach rezerwowych banków centralnych kosztem depozytów lub papierów skarbowych denominowanych w USD. Działanie to wydaje się szczególnie prawdopodobne w przypadku banków centralnych Chin, Rosji, Indii czy Japonii, mających obecnie relatywnie niewielkie udziały kruszcu w swoich aktywach. Należy również pamiętać, że coraz większe zainteresowanie złotem i coraz łatwiejszy dostęp do tego rynku ze strony wielu grup inwestorów, instytucji finansowych i niefinansowych, przy jednoczesnej relatywnie stałej podaży kruszcu może w stosunkowo krótkim czasie doprowadzić do powstania bańki spekulacyjnej. Nie można wykluczyć, że początki tej bańki zaczynają się obecnie.

Literatura

- A Guide to The London Precious Metals Markets*, London Bullion Market Association – The London Platinum and Palladium Market, August 2008, www.lbma.org.uk.
- Bar Weights & Purities*, Gold Bars Worldwide, www.goldbarsworldwide.com.
- Demand & Supply*, World Gold Council, <http://www.invest.gold.org>.
- Eiteman D.K., Stonehill A.I., Moffett M.H., *Multinational Business Finance*, Addison-Wesley, Boston 2000.
- Fabozzi F.J., Fuss R., Kaiser D.G., *The Handbook of Commodity Investing*, Wiley, New Jersey 2008.
- Finanse międzynarodowe*, red. B. Bernaś, PWN, Warszawa 2006.
- Gold Demand Trends. Full Year and Fourth Quarter 2008*, World Gold Council, www.gold.org.
- International Financial Statistics*, International Monetary Fund, www.imf.org.
- Kidwell D.S., Blackwell D.W., Whidbee D.A., Peterson R.L., *Financial Institutions, Markets and Money*, Wiley, New Jersey 2008, s. 600-604.
- Levin E.J., Wright R.E., *Short-run and Long-run Determinants of Price of Gold*, World Gold Council, June 2006, www.gold.org.
- Lutkowski K., *Finanse międzynarodowe. Zarys problematyki*, PWN, Warszawa 2007, s. 22.
- Oficjalne aktywa rezerwowe*, Narodowy Bank Polski, www.nbp.pl.
- World Official Gold Holdings*, World Gold Council, September 2009, www.gold.org.
- Współczesna bankowość inwestycyjna*, red. A. Szelałowska, CeDeWu, Warszawa 2009, s. 264-266.

GOLD AS AN ALTERNATIVE INVESTMENT IN TIMES OF FINANCIAL MARKETS DISTURBANCES

Summary: Gold is historically treated as a safe and steady investment. It is especially traded when political, economic or financial turbulences occur. Very often gold is also identified as a hedging instrument against inflation. Since 2002 gold quickly has increased its value, and in 2008 it reached 1000 USD per ounce. Gold price has been moving quite independently on prices of other financial assets and despite financial crisis 2008-2009 it got the maximum value in the history (1190 USD/ounce in November). As gold succeeded in being an effective alternative investment for shares and bonds, it became a subject of particular interest of many different groups of investors, also individuals and hedge funds. There have been many new financial instruments based on gold price introduced onto financial markets and stock exchanges during the last several years. This paper presents gold as an investment asset. It analyzes its main features, supply and demand sources and instruments of trade. Also, the paper describes gold markets and factors influencing price of gold.