

Od złotego standardu do spekulacji

Wanda Pełka

Złoto jako podstawa międzynarodowego systemu walutowego

Złoto od wieków budziło szczególną fascynację. Symbol złota jako pierwiastka chemicznego Au pochodzi od imienia greckiej bogini świtu Aurory. Ono samo, stworzone rzekomo jako kaprys Boga, inspirowało ludzi do wielkich czynów i zbrodni. Kruszc ten ze względu na swoje właściwości – trwałość i rzadkość występowania – stał się specyficznym towarem pełniącym funkcje pieniądza. Bito z niego monety i używano go jako środka płatniczego.

Złoto odegrało istotną rolę w rozwoju międzynarodowego systemu walutowego. Dominującą pozycję zdobyło w okresie funkcjonowania systemu złotej waluty (*Gold Standard*). Złoty standard został przyjęty najwcześniej w Wielkiej Brytanii, już w 1821 r. Ustanowiono wówczas wymienialność pieniądza papierowego na złoto. Podstawową zasadą tego systemu było uzależnienie emisji pieniądza krajowego od wielkości rezerw złota. W stosunkach z zagranicą złoto odgrywało rolę pieniądza światowego, wykorzystywanego do wyrównywania sald bilansów płatniczych. Reszta Europy i świata czekała na wprowadzenie złotego standardu do

1870 r. Złoty standard stał się jednak dla gospodarki światowej „złotym gorsetem”. Produkcja złota w II połowie XIX wieku rosła powoli, natomiast produkcja przemysłowa – szybko. Ta sama ilość złota nie mogła zapewnić realizacji zwiększających się obrotów międzynarodowych. Efektem była deflacja, ale nawet po jej pokonaniu kres systemowi położyła I wojna światowa. Nie powiodły się próby powrotu do złotego standardu w okresie międzywojennym¹.

W powojennym systemie monetarnym, którego zasady zostały określone podczas konferencji w Bretton Woods, złoto pełniło funkcję głównego środka rezerwowego i płatniczego. Kraje członkowskie Międzynarodowego Funduszu Walutowego zobowiązane były ustalić parytet swoich walut do dolara, który z kolei był jedyną walutą wymienialną na złoto według stałej relacji 35 USD za 1 uncję trojańską² złota. Początkowo Stany Zjednoczone dysponowały dużymi rezerwami złota, które gwarantowały stabilność kursu dolara. Jednak stopniowo konkurencyjność gospodarki amerykańskiej słabła. Na początku lat 60. wobec narastającego deficytu

¹ W. Morawski: *Zarys powszechnej historii pieniądza i bankowości*. Warszawa 2002, Wyd. TRIO, s. 187-189.

² 1 uncja trojańska stanowi 31,2 g.

tu w bilansie płatniczym USA dolar zaczął tracić na wartości, a jednocześnie słabło zainteresowanie produkcją złota, którego udział w zasobach światowych rezerw szybko się obniżał. Ówczesne amerykańskie zapasy złota zgromadzone w Fortcie Knox w stanie Kentucky pokrywały zagraniczne zobowiązania Stanów Zjednoczonych jedynie w 19%, podczas gdy w 1944 r. relacja ta wynosiła 250%. W rezultacie niemożliwość utrzymania dotychczasowego parytetu doprowadziła do zawieszenia wymienialności dolara na złoto. Oficjalnie złoto przestało być podstawą międzynarodowego systemu walutowego 15 sierpnia 1971 r.³

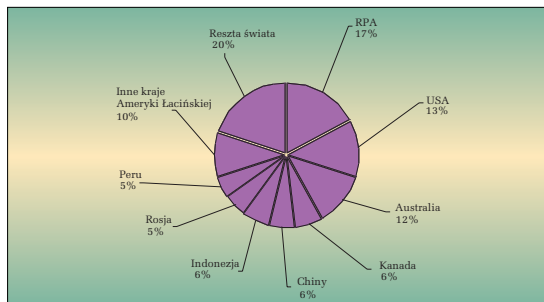
Po wyeliminowaniu z międzynarodowego systemu monetarnego złoto nie straciło jednak na znaczeniu, czego dowodem było rosnące w kolejnych latach wydobycie oraz wzrost jego ceny w okresach niestabilności w gospodarce światowej lub konfliktów politycznych. Współcześnie złoto jest składnikiem rezerw banków centralnych, cieszy się też powodzeniem jako lokata kapitału, a ponadto jest popularnym metalem wykorzystywanym w jubilerstwie i przemyśle.

Produkcja i światowe zasoby złota

Niemal całe złoto, które kiedykolwiek znaleziono, wciąż jest używane. Znajduje się w muzeach, świątyniach lub jest przechowywane w bankowych skarbcach jako rezerwa. Gdyby całe złoto odkryte przez ludzi zebrać w jednym miejscu, okazałoby się, że tworzy sześcian o boku 18 m, waży 147 tys. ton, a jego wartość stanowi nieco ponad 10% dochodów obywateli USA⁴.

Ocenia się, że w starożytności wydobyto około 10.000 ton złota. W latach 1493-1600 jego produkcja wyniosła 6,9 ton, w okresie 1801-1850 wzrosła do 23,7 ton. W następnym pięćdziesięcioleciu wydobyto już 207,9 ton. Tak gwałtowny przyrost podaży nastąpił w wyniku odkrycia bogatych złóż w Kalifornii, Australii, na Alasce i w Afryce Południowej. Po II wojnie światowej roczne wydobycie kształtowało się na poziomie powyżej 1.000 ton. W 1968 r. wydobyto np. 1.450 ton zło-

Wykres 1 Najwięksi producenci złota. Stan na koniec 1999 r.



Źródło: www.gold.org (15.05.2003 r.)

ta⁵, ale w 1999 r. 2.571 ton. W 2002 r. wydobycie było najniższe od 1995 r. i wynosiło 2.543 tony⁶.

Najważniejsze rejon wydobycia złota to Republika Południowej Afryki, Australia i Kanada. Geografia wydobycia złota w okresie powojennym niewiele się zmieniła, ale różnice w udziale poszczególnych państw są znaczne. Głównymi producentami złota w 1999 r. były: Republika Południowej Afryki (17%), Stany Zjednoczone (13%), Australia (12%), Kanada (6%), Chiny (6,0%), Indonezja (6,0%), Rosja (5%) i Peru (5%). Łącznie na kraje te przypada 70% światowej produkcji (wykres 1). Największym złożem złota na świecie po stu latach eksploatacji pozostaje Witwatersrand w Republice Południowej Afryki. Udział RPA w światowej produkcji w latach powojennych szybko się obniżał. W 1968 r. wynosił 67%, a w 1999 r. tylko 17%. Ten spadek nie wynika z ograniczenia produkcji w RPA, lecz bardzo szybkiego wzrostu wydobycia w innych państwach. Wśród wymienionych krajów szczególną pozycję zajmują Stany Zjednoczone, które są nie tylko producentem, ale również importerem złota, a przy tym potentatem w dziedzinie jubilerstwa. Pozostałe kraje są przede wszystkim producentami. Awans Stanów Zjednoczonych wynika też z faktu, że w USA 84% złota jest wydobywane w kopalniach odkrywkowych, podczas gdy na przykład w Kanadzie 90% wydobycia pochodzi z kopalń podziemnych.

Łączne światowe zasoby złota, obejmujące biżuterię, złoto jako składnik rezerw oficjalnych banków cen-

³ K. Lutkowski: *Międzynarodowy system walutowy*. Warszawa 1998, Poltext, s. 87-95.

⁴ W. Gadomski: *Boski metal*. „Wiedza i Życie”, nr 8/2003, s. 46.

⁵ E. Drabowski: *Pieniądz międzynarodowy*. Warszawa 1988, PWE, s. 20.

⁶ www.gold.org (14.03.2003 r.).

Tabela 1 Struktura światowych zasobów złota (stan na koniec listopada 2002 r.)

Wyszczególnienie	Tony	%
Biżuteria	67.300	45,8
Rezerwy złota banków centralnych	32.340	22,0
Prywatne inwestycje	25.200	17,1
Inne produkty	22.160	15,1
Łącznie	147.000	100,0

Źródło: www.gold.org (15.03.2003 r.).

tralnych, prywatne inwestycje (monety, sztaby) oraz złoto wykorzystywane do innych celów, wynosiły na koniec listopada 2002 r. 147 tys. ton. Blisko połowa światowych zasobów złota to biżuteria, a około 1/4 stanowi złoto rezerwowe banków centralnych (tabela 1).

Zasoby złota były zawsze skoncentrowane w niewielu państwach. Biorąc pod uwagę złoto rezerwowe, w bankach centralnych dziesięciu państw znajduje się obecnie około 70% zasobów złota tej kategorii (tabela 2). Największy udział mają Stany Zjednoczone (25,2%).

Stan posiadania USA i innych państw istotnie się zmieniał. W Stanach Zjednoczonych wielkość złota wzrosła gwałtownie po I wojnie światowej. W następnych latach złoto napływało do tego kraju, ponieważ obawiano się wybuchu kolejnej wojny, a także w czasie samej wojny. Dostawy wojenne i powojenna odbudowa Europy spowodowały, że prawie całe zasoby złota monetarnego Europy zasilili skarbiec Stanów Zjednoczonych. W rezultacie o ile na początku lat 30. USA dysponowały około 12.000 ton złota, o tyle po drugiej wojnie światowej zasoby te wzrosły do około 22.000 ton. W następnych latach rezerwy państwowe złota istotnie się zmniejszyły. W 1949 r. Stany Zjednoczone miały 69% światowych zasobów złota, w 1958 r. – 52%, a w 1968 r. tylko 27%.

Inaczej wyglądała sytuacja w Europie. W 1950 r. rezerwy złota w krajach Europy Zachodniej wynosiły 3.500 ton i do połowy lat 60. wzrosły czterokrotnie. Dużo złota posiadała Francja, mimo że po przegranej wojnie w 1870 r. zapłaciła Niemcom olbrzymią kontrybucję w postaci 1.912 ton złota. Z posiadanych przed II wojną światową 4.000 ton po wojnie pozostało tylko 500, ale stan posiadania wzrósł w 1980 r. do 2.546 ton, a obecnie Francja posiada 3.024,6 ton i w związku z tym w Europie ustępuje tylko Niemcom (3.445,8 ton).

Japonia po wojnie posiadała tylko 2 tony złota. Obecnie powiększyła swoje zasoby do 765,2 ton. Duży udział w światowych zasobach mają także Włochy (7,6%) i Szwajcaria (6,1%).

Złoto rezerwowe banków centralnych

Rezerwy złota, wchodzące w skład oficjalnych aktywów rezerwowych poszczególnych banków centralnych, a także międzynarodowych instytucji finansowych, stabilizują gospodarkę światową, zabezpieczając ją przed gwałtownymi zmianami kursu walut. Obecnie banki centralne posiadają w swoich rezerwach ponad 32.000 ton złota, tj. 13 razy więcej niż wynosi jego roczna produkcja; jest to 1/4 wszystkich zasobów złota. Największy udział w rezerwach (powyżej 50%) ma złoto w Stanach Zjednoczonych, Francji i Włoszech, ale na przykład w Japonii udział złota wynosi niespełna 2%.

Jednym z największych posiadaczy złota na świecie jest Międzynarodowy Fundusz Walutowy, który na koniec listopada 2002 r. posiadał 3.217 ton złota. Jego rezerwy pochodzą z kwot udziałowych w części wnoszonych w złocie przez kraje członkowskie, spłat kredytów i odsetek, zakupów złota od krajów członkowskich, które w zamian nabywały waluty rezerwowe. Największych tego rodzaju transakcji dokonywano w latach 1970-1971; obejmowały one głównie sprzedaż złota MFW przez Republikę Południową Afryki⁷. Druga poprawka do statutu MFW z 1 kwietnia 1978 r. wyeliminowała złoto z systemu kursowego, zniosła oficjalną cenę złota i obligatoryjne wykorzystywanie go w transakcjach między MFW a jego członkami. Wcze-

⁷ Gold in the IMF. A Factsheet. World Gold Council, August 2002.

Tabela 2 Złoto jako składnik aktywów rezerwowych banków centralnych (stan na koniec listopada 2002 r.)

Wyszczególnienie	Ilość (tony)	Udział w światowych zasobach (%)	Udział złota w aktywach rezerwowych (%)
1. Stany Zjednoczone	8.149,0	25,2	56,7
2. Niemcy	3.445,8	10,7	38,9
3. Francja	3.024,6	10,7	38,9
4. Włochy	2.451,8	7,6	50,2
5. Szwajcaria	1.957,2	6,1	35,1
6. Holandia	873,6	2,7	47,3
7. Japonia	765,2	2,4	1,7
8. Portugalia	606,8	1,9	37,6
9. Hiszpania	523,4	1,6	14,4
10. Chiny	500,8	1,5	2,9
Pozostałe kraje	10.046,9	30,9	x
Strony WAG	14.789,9	30,9	x
EBC	766,9	2,4	x
MFW	3.217,3	9,9	x
Razem świat	32.345,1	100,0	x

Źródło: www.imf.org (15.03.2003 r.).

Tabela 3 *Udział złota w strukturze światowych rezerw (w %)*

Wyszczególnienie	1971	1981	1991	2001
Waluty rezerwowe	58	45	70	85
Złoto	32	50	25	11
SDR-y	5	2	2	1
Pozycja rezerwowa w MFW	5	3	3	3

Źródło: *www.imf.org* (14.03.2003 r.).

śniej, w latach 1957–1970, Fundusz sprzedawał złoto, aby uzupełnić rezerwy walutowe. W latach 1976–1980 sprzedał około 1/3 swoich zasobów złota w celu zredukowania jego roli w międzynarodowym systemie walutowym. Od grudnia 1999 r. do czerwca 2000 r. MFW sprzedał około 13 mln uncji dla pozyskania środków na wsparcie Inicjatywy HIPC (*Highly Indebted Poor Countries*), czyli programu pomocy dla najbardziej zadłużonych krajów świata.

Jak wynika z tabeli 3, prezentującej strukturę światowych rezerw w ciągu ostatnich 20 lat, złoto istotnie traciło na znaczeniu z wyjątkiem przełomu lat 70. i 80., kiedy wystąpił szczególny wzrost popytu na złoto. Na koniec 2001 r. złoto stanowiło jedynie 11% rezerw światowych, podczas gdy jeszcze w 1991 r. 25%. Wykształcenie się systemu wielodewizowego i pojawienie się wspólnej waluty euro ograniczyło zastosowanie złota w tej funkcji, zwłaszcza w warunkach utrzymujących się niskich cen złota.

W II połowie lat 90. banki centralne ograniczały wykorzystanie zasobów złota i planowały jego dużą sprzedaż. Mogło to spowodować znaczny spadek cen złota na rynkach światowych, gdyż około 2/3 rezerw złota przypadają na kraje wysoko rozwinięte, które ponadto miały wysoki udział złota we własnych aktywach rezerwowych ogółem.

26 września 1999 r. zawarto, na zasadzie dobrowolności, Porozumienie Waszyngtońskie (*The Washington Agreement on Gold – WAG*)⁸. Porozumienie podpisały: Europejski Bank Centralny, 11 narodowych banków centralnych strefy euro oraz banki centralne Anglii, Szwecji i Szwajcarii. Celem Porozumienia jest ochrona wartości aktywów rezerwowych oraz zapewnienie większej stabilności i przejrzystości na rynku złota, który w ostatnich latach charakteryzowała tendencja spadkowa cen. Zgodnie z założeniami Porozumienia, złoto ma pozostać ważnym elementem światowych aktywów rezerwowych, a sygnatariusze Porozumienia zobowiązali się przestrzegać ustalonych limitów sprzedaży. Banki centralne zobowiązały się bowiem nie sprzedawać więcej niż 400 ton rocznie, a łączna wartość sprzedaży nie powinna przekroczyć 2.000 ton w ciągu 5-letniego okresu obowiązywania Porozumienia.

Powyższą umowę podpisały europejskie banki centralne dysponujące łącznie 45-procentowym udziałem w światowych rezerwach złota. Łączna wartość rezerw objęta nowymi zasadami, z uwzględnieniem rezerw banków popierających Porozumienie, wynosi 85%. Stanowi to m.in. Zarządu Rezerwy Federalnej, który nie będąc sygnatariuszem udzielił cichego poparcia, jak też Międzynarodowego Funduszu Walutowego i Banku Rozrachunków Międzynarodowych. Limity sprzedaży wynikające z Porozumienia WAG pozwoliły zapewnić stabilność cen na rynku złota i zapobiec ich znacznemu spadkowi. Kiedy w połowie 1999 r. Bank Anglii sprzedał część swojego złota, cena spadła do 252 USD za uncję, tj. do poziomu najniższego od 20 lat. Po podpisaniu Porozumienia wzrosła do 320 USD i w następnych latach wykazywała tendencję wzrostową.

Od początku 2003 r. toczy się dyskusja nad przedłużeniem Porozumienia. Jego dotychczasowi sygnatariusze będą popierać stabilność cen złota i uczestniczyć w kolejnym porozumieniu w 2004 r. Opowiadają się jednak za zwiększeniem limitów sprzedaży z 400 do 500 ton złota rocznie, czyli do 2.500 ton w całym kolejnym 5-letnim okresie obowiązywania Porozumienia. Niskie dochody z pożyczania złota przez banki centralne do transakcji hedgingowych zachęcają do kontynuacji sprzedaży zasobów złota⁹.

Światowy popyt na złoto

Istnieją różne rodzaje popytu na złoto: popyt konsumpcyjny (na biżuterię), inwestycyjny (popyt na monety wyprodukowane po 1800 r. lub złoto w formie sztabek) oraz popyt przemysłowy i na potrzeby stomatologii.

W 2001 r. największy popyt konsumpcyjny na złoto odnotowano w Indiach (726,7 ton), USA (413,9 ton), Chin (205,9 ton), Arabii Saudyjskiej (165,4 ton) i Japonii (113,9 ton)¹⁰. Popyt na biżuterię w 2002 r. obniżył się, głównie ze względu na pogorszenie sytuacji w gospodarce światowej, do 2.726,7 ton, podczas gdy w 2000 r. wynosił 3.186,6 ton (tabela 4).

⁸ *The Washington Agreement on Gold, Half-term Report*, World Gold Council, May 2002.

⁹ K. Morrisson: *Central banks to extend pact*. "Financial Times" z 24.07.2003 r.

¹⁰ *Annual Report 2001*. World Gold Council.

Tabela 4 Światowy popyt na złoto w latach 2000-2002 (w tonach)

Wyszczególnienie	2000	2001	2002
Popyt na biżuterię	3.186,6	3.063,0	2.726,7
Banki i inwestorzy	148,9	340,4	340,7
Popyt przemysłowy	388,4	289,7	278,4
Stomatologia	68,8	69,2	68,7
Łącznie	3.792,7	3.762,3	3.414,5

Źródło: Gold Demand Trends, World Gold Council 2002.

W 2001 r. podwoił się popyt inwestycyjny – do około 340 ton. Oznacza to, że inwestorzy uważają złota za bezpieczną lokatę kapitału w okresie niestabilnej sytuacji gospodarczej i politycznej. Popyt sektora przemysłowego również się obniżył, co potwierdza pogorszenie się sytuacji w branży elektronicznej.

Formy inwestowania w złoto

Złoto jest przedmiotem inwestycji osób prywatnych, jak też instytucji finansowych. Inwestowanie w ten kruszec może polegać na zakupie biżuterii, monet, sztabek, akcji kopalń złota, kontraktów *futures*, opcji kupna i sprzedaży złota oraz inwestycjach w fundusze powiernicze złota¹¹.

Biżuteria jest niezbyt korzystną formą inwestycji, ponieważ w jej cenie uwzględnia się nie tylko wartość złota, lecz również koszt jej wytworzenia. Większość osób prywatnych inwestujących w złoto preferuje złote monety. Ich cena zależy od zawartości kruszcu, aktualnej ceny złota oraz wartości numizmatycznej. Na rynku złota znajdują się monety różnego rodzaju. Są to monety, które były w obiegu w czasach złotego standardu i wcześniej, lub współczesne kopie takich monet emitowane przez mennice. Najpopularniejszymi monetami są obecnie: angielski suwerek, szwajcarska helvetia oraz kanadyjski Maple Leaf. Moneta ta zawiera 1 uncję trojańską złota. Z kolei RPA emituje monetę zwaną Krugerrandem. Jest ona bita w kilku wielkościach, od jednej uncji do 1/10 uncji. Do innych monet cieszących się popularnością należą: australijska moneta Nugget, chińska Panda, moneta dwudziestodolarowa (American Double Eagle) oraz dukat austro-węgierski¹².

Przedmiotem obrotu na międzynarodowym rynku złota z udziałem banków centralnych są sztabki zawierające 400 uncji (12,5 kg) o wartości około 70.000 funtów. Inni inwestorzy nabywają mniejsze sztabki, od 1 kg do 1 g.

Inwestor może nabyć także akcje przedsiębiorstw wydobywających złoto, co nie jest równoznaczne z posiadaniem złota. Na wartość firmy i emitowanych przez

nią papierów mogą mieć wpływ takie czynniki, jak strajk, pożar czy stabilność polityczna w kraju wydobycia złota. Należy zauważyć, że zakup akcji może być bardziej ryzykowną inwestycją niż zakup złota. Zmienność cen akcji firm wydobywczych często jest bowiem wyższa niż zmienność kursu złota. Wynika to z kosztów funkcjonowania tych przedsiębiorstw niezwiązanych z ceną złota na rynku. Najbardziej korzystne powinny być więc inwestycje w akcje firm nowych, o niskich kosztach własnych, które będą przynosiły zysk w okresie wzrostu cen złota, a w sytuacji gdy cena złota będzie spadać, będą również zarabiać lub przynosić tylko niewielkie straty.

Kolejną możliwością jest inwestowanie w fundusze złota. W grupie około 20 największych funduszy do najważniejszych należą: American Century Funds, Gabbelli Gold Funds, VanEck Funds i Prudent Bear Funds¹³.

Poziom cen złota

Złoto może być inwestycją bardzo ryzykowną. Cena złota, tak jak innych aktywów, może się obniżać, o czym świadczą przypadki z przeszłości. Poza tym konieczność bezpiecznego przechowywania, ubezpieczenia oraz określenia próby złota zmniejsza potencjalne zyski z inwestycji. Również dobrze zorganizowany międzynarodowy rynek złota nie chroni przez wahaniami cen. W 1971 r. po zniesieniu wymienialności dolara na złoto i dewaluacji dolara cena złota zaczęła rosnąć. Wzrost ten był nieregularny, z wahaniami w górę i w dół. Pierwsza fala wzrostu, w 1974 r., miała względnie łagodny przebieg. Cena złota doszła do 186 dolarów za uncję (wykres 2).

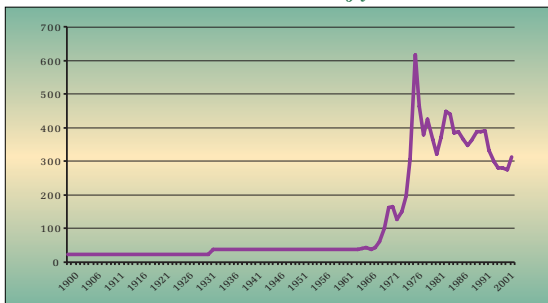
Niezwykłym wydarzeniem, jeśli chodzi o poziom cen, była gorączka złota w latach 1979-1980, która nastąpiła po całkowitej demonetyzacji złota, dokonanej podczas konferencji MFW w Kingston na Jamajce w 1976 r. Od tego momentu złoto stało się jednym z wielu towarów, mających swoją cenę na rynkach światowych. Zrezygnowano też z wyznaczania jakichkolwiek oficjalnych parytetów.

¹¹ H. Mayo: *Wstęp do inwestowania*. Warszawa 1997, Liber, s. 716.

¹² www.taxfreegold.co.uk (16.07.2003 r.).

¹³ www.eaglewing.com (30.06.2003 r.); www.usfunds.com (30.06.2003 r.).

Wykres 2 Średnie roczne ceny złota w latach 1900-2002 w USD za uncję



Źródło: opracowanie własne na podstawie *Past Historical London Fix*, www.kitco.com (30.06.2003 r.).

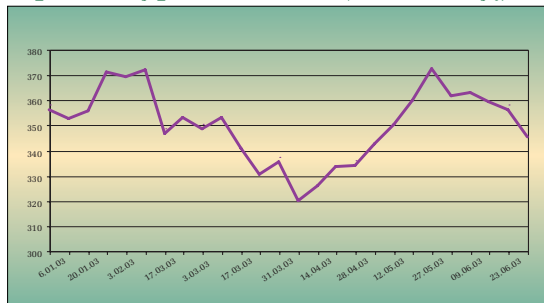
W lipcu 1979 r. cena złota na rynku w Londynie przekroczyła poziom 300 dolarów za uncję, a pod koniec grudnia – 500 dolarów. W rekordowym 1980 r. średnia cena złota wynosiła 612 dolarów za uncję, a przez krótki okres kształtowała się nawet na poziomie 850 USD. Nastąpiła panika giełdowa i ucieczka od walut. Złoto stało się ceną inwestycyjną, ponieważ w większości państw wskutek kryzysu naftowego rosła inflacja napędzana wzrostem cen energii. Głównym powodem inwestowania w złoto był pogląd, że jest ono dobrym zabezpieczeniem przed inflacją. Jednak już w następnym roku ceny złota spadły do 425 USD, a w latach późniejszych do około 390 dolarów za uncję. Przeciętna roczna cena złota w 1995 r. wynosiła tylko 384 USD/uncję¹⁴.

Cena złota jest wyznaczana przez rynek, ale szczególny charakter popytu sprawia, że trudno jest przewidzieć kształtowanie się w przyszłości popytu i podaży. Podczas agresji Iraku na Kuwejt i wojny w Zatoce Perskiej wbrew powszechnym oczekiwaniom wydarzenia te nie spowodowały wzrostu ceny złota. Co prawda, w obliczu zbliżającego się konfliktu cena złota nieco wzrosła, ale po wybuchu działań wojennych spadła do poprzedniego poziomu 377 dolarów za uncję, a w miesiąc później do 360 dolarów. Z kolei gdy od 2001 r. widoczna była recesja w gospodarce światowej, inwestorzy rozpoczęli poszukiwać innych form lokat niż akcje i obligacje. W trakcie spadku cen akcji rosły ceny złota. W okresach znacznej niepewności co do przyszłości aktywów papierowych złoto skupiało na sobie uwagę. Tak było po 11 września 2001 r. oraz w czasie afer na amerykańskim rynku akcji.

Wrześniowy atak terrorystyczny wywarł istotny wpływ na rynek detaliczny złota. W USA do końca września sprzedano ponad 52.000 uncji trojańskich złota, podczas gdy w ciągu poprzednich 20 miesięcy średnia sprzedaż wynosiła 15.000 uncji.

W ostatnich miesiącach 2002 r. i na początku 2003 r. złoto stało się alternatywną inwestycją pozwalającą

Wykres 3 Cena złota na rynku w Londynie w pierwszej połowie 2003 r. (w USD/uncję)



Źródło: jak do wykresu 2.

zdywersyfikować ryzyko. Spowalniająca gospodarka światowa spowodowała zmniejszenie zakupów biżuterii, ale zwiększyła popyt inwestycyjny. Spowodowało to wzrost ceny złota, która kształtowała się w przedziale od 345 do 355 USD za uncję. Groźba wybuchu wojny była głównym czynnikiem, który w lutym 2003 r. wywindował cenę do poziomu 370 USD, czyli najwyższego od ponad 6 lat (wykres 3). Zagrożenie wojną zachęcało do przenoszenia lokat w bezpieczne aktywa, jak złoto. Po raz drugi cena złota przekroczyła ten poziom w maju 2003 r. W tym przypadku istotnym bodźcem do wzrostu ceny były zakupy spekulacyjne dokonywane przez fundusze hedgingowe w sytuacji wahań notowań na rynku akcji, niepokoju o stan gospodarki światowej i obaw przed nasileniem ataków terrorystycznych. Poza tym cena złota w dużym stopniu zależała od sytuacji na rynku walutowym. Spadek kursu dolara do euro powodował wzrost ceny złota i odwrotnie.

Największe rynki złota

Międzynarodowy rynek złota wykształcił się w latach 50., jednak nie w Stanach Zjednoczonych, które posiadały największe zasoby tego kruszcu, lecz w Londynie. Niska pozycja USA w handlu złotem wynika stąd, że prawo zabraniało niegdyś obywatelom posiadania złota w sztabach. Ograniczenia te zostały zniesione w 1974 r. Dopiero w ostatnich latach zaczęły więc zyskiwać na znaczeniu takie ośrodki, jak Nowy Jork i Chicago.

Najwyższa pozycja Londynu wynika również z tradycji. Przed II wojną światową w Londynie sprzedawano całe wydobyte Imperium Brytyjskiego. W czasie wojny rząd brytyjski zawiesił handel złotem; wznowiono go w 1954 r. i Londyn odzyskał swoją pozycję. Obecnie stanowi najważniejszy ośrodek globalnego rynku w zakresie obrotu metalami. Londyński Rynek Złota (*London Bullion Market*) jest rynkiem pozagiełdowym. Tworzą go domy pośredniczące w handlu złotem, w tym głównie tzw. złota piątka: NM Rothschild & Sons Ltd., The Bank of Nova Scotia – ScotiaMocatta, Deut-

¹⁴ H. Sylwestrzak: *Złoto w przyrodzie i dziejach*. Warszawa 1997, Wiedza i Życie, s. 181.

sche Bank AG, HSBC Bank USA i Societe Generale. Konsorcjum tych wyspecjalizowanych firm pod przewodnictwem NM Rothschild & Sons Ltd. zbiera zamówienia i oferty sprzedaży. Codziennie o godzinie 10.30 i 15.00 przedstawiciele „złotej piątki” ustalają średnią cenę złota (Gold Fixing), przekazywaną m.in. do Zurichu, a stamtąd do Banku Rezerw RPA – największego dostawcy. Cena złota jest podawana nie tylko w dolarach USA, ale również w euro i funtach szterlingach. Oprócz „złotej piątki” aktywnymi uczestnikami na rynku złota jest około 20 banków komercyjnych, jak ABN Amro, Barclays Bank, Citibank, Commerzbank i JP Morgan. W transakcjach uczestniczą też banki centralne, fundusze inwestycyjne, hedgingowe, spółki wydobywania złota i inni pośrednicy. Wszystkie te sektory mają swoich reprezentantów w Stowarzyszeniu Londyńskiego Rynku Złota (London Bullion Market Association).

Ogółem na świecie istnieje około 50 rynków złota. Najważniejsze, poza Londynem, to: Zurich, Paryż, Bruksela, Frankfurt, Toronto i Tokio. Ponadto 30 października 2002 r. rozpoczęła swoją działalność Giełda Złota w Szanghaju (Shanghai Gold Exchange). Obrót złotem odbywa się jedynie w formie transakcji natychmiastowych (*spot*), nie ma transakcji terminowych. Przedmiotem obrotu są sztabki trzech rodzajów: 1 kg, 3 kg i 12,5 kg. Giełda liczy 108 członków. Są nimi: banki, kopalnie złota, firmy jubilerskie. Rozważa się dopuszczenie do rynku także inwestorów indywidualnych. Giełda ta stanowi istotny element azjatyckiego rynku złota. Chiny są bowiem jednym z największych konsumentów złota na świecie¹⁵.

Obroty rynku londyńskiego są największe. Mimo to ze względu na tajemnicę bankową i atmosferę zaufania większość nowej produkcji złota z Republiki Południowej Afryki przechodzi przez Szwajcarię. Szwajcaria jest też głównym ośrodkiem handlu złotymi monetami. Ponadto ważnym ośrodkiem handlu złotem jest Paryż, którego specjalnością jest sprzedaż złotych sztabek dostępnych dla średnio zamożnych nabywców. Sztabki te mają masę 1kg, 0,25 kg, a nawet 0,1 kg, podczas gdy w obrocie międzynarodowym handluje się sztabkami o masie 400 uncji (12,5 kg.).

Wysokiej pozycji Europy pod względem rozwoju rynków złota sprzyjał także pokój, panujący w tym rejonie w okresie powojennym. Rynki złota na Bliskim Wschodzie nie mogły się rozwinąć z powodu niestabilności politycznej. Do czasu wojny w Libanie głównym ośrodkiem był Bejrut, później Kuwejt, a obecnie ich rolę częściowo przejął Dubaj. Ośrodki handlu złotem na Dalekim Wschodzie znajdują się w Hongkongu, Singapurze i Tokio. Przez te rynki wędruje do Japonii i Stanów Zjednoczonych złoto ze złóż Australii, Filipin i Wysp Oceanii.

Derywaty i spekulacje na rynku złota

Ostatnie 20 lat charakteryzuje szybki rozwój rynku derywatów na złoto, co stworzyło nowe możliwości dla inwestorów, ale i wzrost ryzyka. Banki centralne pożyczają złoto, aby zminimalizować koszty jego przechowywania według stopy GOFO (*Gold Forward Offered Rate*), stanowiącej oprocentowanie pożyczek złota udzielanych w transakcjach wymiany na dolary na okres 1, 2, 3, 6 i 12 miesięcy. Przeciętnie banki centralne pożyczają 14% swych zasobów złota rezerwowego, chociaż proporcje te w poszczególnych krajach są różne. Inwestorzy realizujący strategię hedgingu na rynku złota pożyczają złoto od banków centralnych i sprzedają na rynku *spot*, a pozyskane dochody lokują na rynku pieniężnym według stopy LIBOR. Jednocześnie zawierają kontrakty *forward* na zakup złota od spółek wydobywczych lub pośredników w handlu złotem. W terminie realizacji kontraktu złoto otrzymane przez banki komercyjne w ramach kontraktów *forward* jest zwracane do banku centralnego, który udzielił pożyczki. W praktyce pożyczki te są rolowane, co stwarza kolejną możliwość zawarcia transakcji terminowej. O opłacalności każdej takiej operacji złotem decyduje różnica pomiędzy stopą LIBOR i GOFO¹⁶.

Na rynku złota rozwinęły się także kontrakty *futures*. Są one przedmiotem obrotu na giełdach towarowych. Większość transakcji odbywa się na New York Commodity Exchange (COMEX) oraz Tokyo Commodity Exchange (TOCOM). Na giełdzie nowojorskiej oferowane są również opcje *call* i *put* na złoto¹⁷.

Sytuacja na rynku złota w ostatnich latach dowodzi, że złoto przestaje być tylko bezpieczną lokatą i staje się przedmiotem spekulacji. Świadczą o tym obroty kontraktami terminowymi *futures*. Do 24 grudnia 2002 r. długie pozycje na nowojorskiej giełdzie COMEX, oznaczające kontrakty kupna, przewyższały pozycje krótkie (sprzedaży) o 5,7 mln uncji. Był to największy spekulacyjny poziom netto pozycji kupna od 1996 r. O spekulacyjnym charakterze transakcji świadczy ponadto fakt, że ożywienie na rynku transakcji terminowych *futures* nie pokrywało się z obrotami na fizycznym rynku kruszcu w Londynie. Od 1999 r. jego aktywność spadła o ponad połowę. Widoczne przy tym w 1999 r. gwałtowne wahania cen, mimo że sytuacja w gospodarce światowej była ustabilizowana, sygnalizowały powrót inwestorów do złota w kategorii zarządzania ryzykiem bądź realizacji strategii spekulacyjnych. Ostatni kwartał 2002 r. potwierdził, że o ile inne rynki wykazywały oznaki spowolnienia i recesji, a tym samym ograniczone możliwości zarabiania, o tyle rynek złota oferował nowe możliwości.

¹⁶ M. Marr-Johnson: *The Effect of Lease Rates on Precious Metals Markets*, www.lbma.org.uk (30.06.2003 r.).

¹⁷ A. Neuberger: *Gold Derivatives: The market Impact*. World Gold Council, May 2001.

Podsumowanie

Złoto przez wieki było pieniądzem. Najpierw w postaci monet, a następnie jako podstawa systemu monetarnego. Od 1971 r. przestało być podstawą międzynarodowego systemu walutowego, ale nadal jest wykorzystywane jako środek oszczędności w wielu krajach. Banki centralne i instytucje finansowe gromadzą złoto jako składnik aktywów rezerwowych. Inwestorzy

natomiast traktują je jako bezpieczną lokatę kapitału. Cena złota w ostatnich latach bardzo się jednak waha. Złoto kupowane zwykle w okresach niepewności na rynkach finansowych obecnie staje się więc przedmiotem spekulacji. Ze względu na dużą nieprzewidywalność rynków finansowych, powodowaną sytuacją polityczną na świecie, złoto może w ciągu najbliższych kilku lat istotnie zwiększyć swój udział w portfelach inwestorów.

Literatura

1. *Annual Report* (2001). World Gold Council.
2. E. Drabowski (1988): *Pieniądz międzynarodowy*. Warszawa, PWE.
3. W. Gadomski (2003): *Boski metal*. „Wiedza i Życie” nr 8, s. 46.
4. *Gold Demand Trends* (2001). World Gold Council, November.
5. K. Lutkowski (1998): *Międzynarodowy system walutowy*. Warszawa, Poltext.
6. M. Marr-Johnson: *The Effect of Lease Rates on Precious Metals Markets*; www.lbma.org.uk.
7. W. Morawski (2002): *Zarys powszechnej historii pieniądza i bankowości*. Warszawa Wyd. TRIO.
8. K. Morrisson: *Central banks to extend pact*. “Financial Times” z 24.07.2003 r.
9. H. Mayo (1997): *Wstęp do inwestowania*. Warszawa, Liber.
10. A. Neuberger (2001): *Gold Derivatives: The market Impact*. World Gold Council, May.
11. *Past Historical London Fix*, www.kitco.com.
12. H. Sylwestrzak (1997): *Złoto w przyrodzie i dziejach*. Warszawa, Wiedza i Życie.
13. *The Washington Agreement on Gold* (2002), Half-term Report, World Gold Council, May 2002.
14. www.sge.com.cn.
15. www.gold.org.
16. www.imf.org.
17. www.taxfreegold.co.uk.
18. www.eaglewing.com.
19. www.usfunds.com.