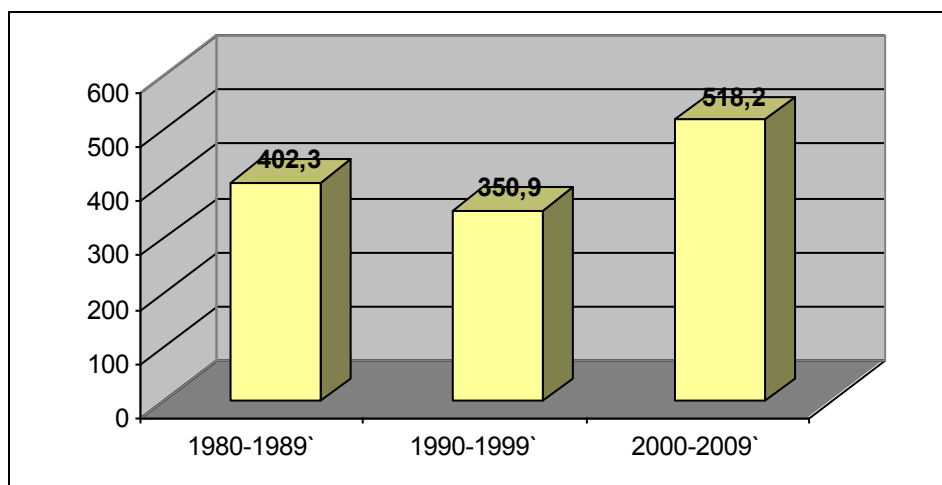


„KRUSZCOWA KAKOFONIA”

Trudno w tych tygodniach o większą dozę emocji i poglądów, niż te, która towarzyszą rynkowi złota. Z jednej strony, cena „żółtego metalu” ustanawia kolejne nominalne rekordy, przebijając w połowie listopada cenę 1160 dolarów za uncję. Z drugiej, pojawiły się właśnie tzw. „twarde dane” ze Światowej Rady Złota (ang. *World Gold Council*, w skrócie *WGC*), które entuzjazmu, przynajmniej w takiej skali, nie uzasadniają. Utwierdzać to może w przekonaniu, iż obserwowana fala wzrostów to przede wszystkim spekulacyjny rajd, stymulowany ujemnie skorelowanym z kruszcem dolarem, gdzie podstawową bazą pożyczkową dla *carry trading`u* jest nader mocno zdeprecjonowany „zielony”. Przy czym, presja aprecjacyjna na złoto jest obecnie tak silna (wywołana obawą inflacyjną), iż możliwa jest dalsza progresja cen, nawet wówczas, gdyby dolar się wzmocnił. Aktualny obraz rynku wskazywałoby na to, że mamy do czynienia z bańką, która prędzej, czy później musi pęknąć. I niezawodnie to nastąpi, ale należy mieć także świadomość, że rynek złota mniej więcej od przełomu lat 2005 - 2006 znajduje się w trakcie poszukiwania adekwatnych pułapów, odpowiadających nowej strukturze kapitału, pracy i konsumpcji w gospodarce światowej. W segmencie surowcowo – towarowym do takich zmian dochodzi mniej więcej raz na pokolenie. Przypuszczalnie ścieżka do ugruntowania się docelowych przedziałów cenowych wiedzie poprzez ustanowienie realnego rekordu, znajdującego się na granicy ok. 2200 dolarów, gdyż na tyle obecnie szacować należy pamiętne 850 USD za uncję z 21 stycznia 1980 r. Oznacza to również, że odwołanie się do prognoz analityków Credit Lyonnais Securities, zawartych w tekście z połowy czerwca br. (komentarz nr 23/09), gdzie podano wartość 3500 USD/oz na koniec 2010 r., w świetle „obecnej bańki na złocie” nie wygląda już tak nieprawdopodobnie.

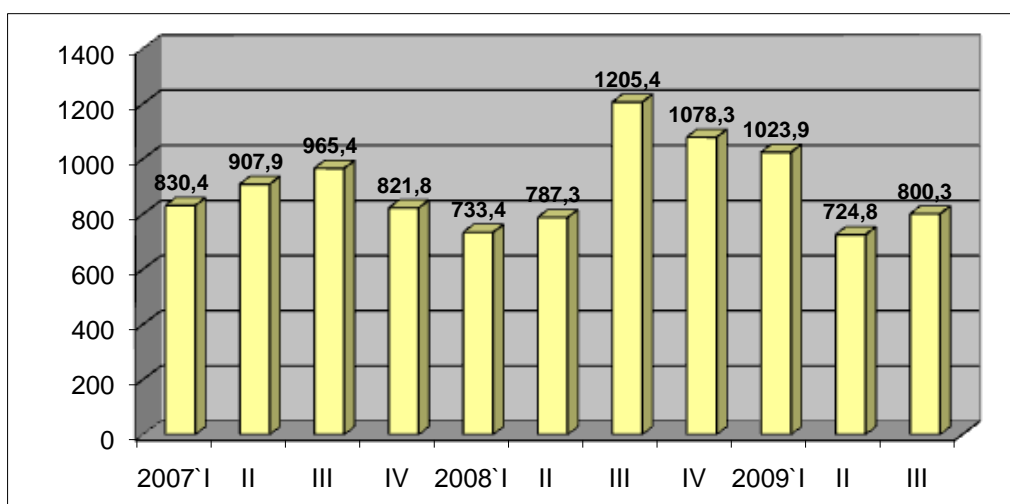
Rysunek 1. Przeciętne dekadowe ceny uncji złota na rynku londyńskim (w USD)



źródło: *London Gold Fixing*

Realny (czyli fizyczny, a nie terminowy) rynek złota w III kwartale br. objęty obserwacją WGC (z wyłączeniem transakcji banków centralnych) sygnalizuje wprawdzie ogólny wzrost popytu na „żółty metal” - w stosunku do II kwartału br. 75,5 ton (tj. +10,4 %), ale także wykazuje bardzo wyraźny jego spadek w odniesieniu do analogicznych III kwartałów z lat 2007 - 2008 r. W porównaniu do 2007 r. popyt w III kwartale br. był mniejszy o 165,5 ton (tj. -17,1 %), a w relacji do 2008 r. skurczył się aż o 405,1 ton (tj. -33,6 %). Dla porównania największa ostatnio hurtowa transakcja na rynku złota, pomiędzy sprzedającym Międzynarodowym Funduszem Walutowym (MFW), a nabywcą Bankiem Centralnym Indii opiewała ma „zaledwie” 200 ton kruszcu.

Rysunek 1. Wielkość realnego popytu na złoto w okresie I kw. 2007 – III kw. 2009* (w tonach)



źródło: World Gold Council; *wielkości zidentyfikowane przez WGC (z wyłączeniem transakcji banków centralnych)

Największą aktywność pomiędzy lipcem a wrześniem tego roku, zgodnie z wcześniejszymi sygnałami (z sierpnia, *vide*: „Jubilerzy odzyskują rynek”, komentarz nr 34/09) wykazała branża jubilerska. Jej zagregowany popyt wyniósł w tym okresie 473,5 ton wobec 227,2 ton sektora inwestycyjnego (wraz z funduszami typu ETF) i 99,6 ton łącznych zakupów przemysłu i stomatologii. Dzięki temu udział jubilerów w globalnej strukturze popytu na złoto ponownie oscyluje wokół 60 %. Potrzebując dwóch kwartałów, aby odbudować się po tąpnięciu z pierwszych trzech miesięcy 2009 r., kiedy skurczył się do 33,7 %, a wielkość zakupów wynosiła w sumie 345,1 ton.

Tabela 1. Struktura sektorowa kwartalnego popytu na złoto na świecie w okresie I kw. 2007 r. – III kw. 2009 r.*

Wyszczególnienie	III 2009	II 2009	I 2009	IV 2008	III 2008	II 2008	I 2008	IV 2007	III 2007	II 2007	I 2007
Jubilerzy	59,2	56,0	33,7	50,8	55,8	65,7	61,0	69,4	62,4	73,0	68,0
Przemysł*	12,4	13,0	7,7	8,4	9,4	15,0	15,8	13,4	12,1	13,0	14,0
Inwestycje	28,4	31,0	58,6	40,8	34,8	19,3	23,2	17,2	25,5	14,0	18,0

źródła: WGC; *wielkości zidentyfikowane przez WGC (z wyłączeniem transakcji banków centralnych);**wraz z popytem stomatologicznym

Tabela 2. Kwartalny popyt światowej branży jubilerskiej na złoto w okresie I kw. 2007 r. – III kw. 2009 r.*

Wyszczególnienie	III 2009	II 2009	I 2009	IV 2008	III 2008	II 2008	I 2008	IV 2007	III 2007	II 2007	I 2007
Tony	473,5	406,2	345,1	548,4	673,0	517,7	446,6	570,3	602,3	662,9	565,1
mld USD	14,6	12,0	10,0	14,0	18,8	14,9	13,3	14,4	13,7	14,2	11,8
USD/oz**	960,0	922,1	908,4	794,7	871,6	896,3	924,8	821,8	965,4	907,9	830,4

źródła: WGC; *wielkości zidentyfikowane przez WGC (z wyłączeniem transakcji banków centralnych)

Ograniczone impulsy popytowe znajdują poniekąd potwierdzenie w giełdowych notowaniach jubilerskich spółek. Po okresie dynamicznego odbicia wiosną i latem br. ostatnie dwa miesiące przyniosły wyraźne stonowanie tendencji wzrostowej. Znajdujące zresztą potwierdzenie w wynikach finansowych przedsiębiorstw.

Obroty Tiffany & Co. spadły w II kw. (w tej spółce jest to 31 lipca) o -16 %. Z kolei dla obu firm z mediolańskiej giełdy drugi kwartał zamknął się na zdecydowanych stratach. Wynik operacyjny Bvlgari wyniósł -8,2 mln euro, a strata netto -11,1 mln euro. W przypadku Casa Damiani strata operacyjna przekroczyła -3,0 mln, a wynik netto -4,7 mln euro. Nad kreskę udało się wyjść tureckiej spółce Goldas Kuyumculuk,

w tym przypadku zysk operacyjny i zysk netto wynosiły w II kwartale odpowiednio: +2,0 mln lir i 10,0 mln lir.

Tabela 3. Stopy zwrotu z inwestycji w akcje akcji wybranych spółek o zdecydowanym profilu jubilerskim

Nazwa spółki	1 miesiąc	6 miesięcy	1 rok	5 lat
Tiffany & Co.	+1,52 %	+56,3 %	-112,0 %	+32,5 %
Bvlgari SpA	+0,1 %	+65,6 %	+27,8 %	-31,8 %
Casa Damiani SpA	-11,0 %	+5,5 %	+29,5 %	
Goldas Kuyumculuk	-19,8 %	-12,3 %	+39,34 %	

źródło: na podstawie „Financial Times”

Wojciech Szymon Kowalski
Główny Ekonomista
INVESTcon GROUP S.A.