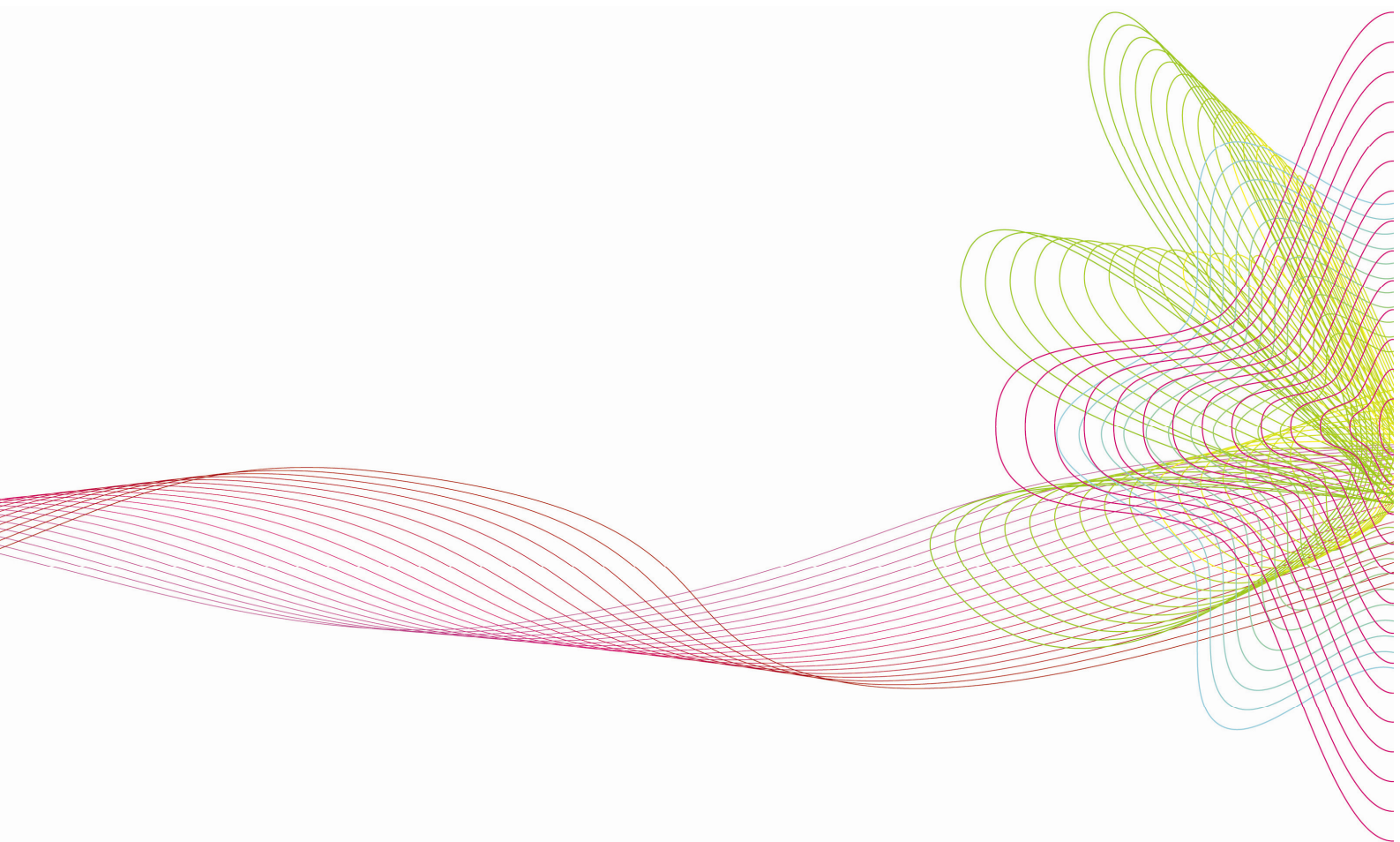


Złoto

Wydarzenia na rynku złota

Cena, 30 września 2009:	1 008 USD/oz
Docelowa cena, 2010 rok:	1 400 USD/oz
Docelowa cena, 2012 rok:	2 000 USD/oz



Raport analityczny

Piotr Kowalski

Analitik Investors

piotr.kowalski@investors.pl

tel. +48 22 5424389



Investors
DOM INWESTYCYJNY

Główne wnioski

Podtrzymujemy prognozę wzrostu cen złota w średnim terminie w cenach nominalnych i względem innych aktywów.

Nadal rekomendujemy zakup złota w celu dywersyfikacji portfela i zabezpieczenia w okresie spodziewanej inflacji z ceną docelową na poziomie 1 400 USD/oz w 2010 roku i 2 000 USD/oz w 2012 roku.

Jesień 2009 – zima 2010: wzrosty cen złota i nowe nominalne szczyty cenowe wyrażone w dolarach.

Uważamy, że bliski jest moment, kiedy ceny złota zaczną szybko rosnąć i ustanowią nominalne rekordy cenowe. Coraz wyraźniej budowane są fundamenty pod kilkuletni scenariusz wzrostowy, który może mieć charakter spekulacyjny. Do takich wniosków skłaniają nas kolejne przesłanki:

- sptykanie rynku kontraktów forward, wg prognoz do poziomu nieprzekraczającego 200 ton złota na koniec 2010 roku (kilka procent rocznej produkcji złota)
- forsowanie ograniczeń spekulacji na rynku ropy naftowej, w wyniku czego dawne banki inwestycyjne, fundusze hedgingowe będą starały się osiągać duże zyski na innych rynkach towarowych, w tym na złocie
- zmiany struktury popytu na złoto, ze zwiększeniem popytu inwestycyjnego ze strony instytucji i dużych rynków masowych jak Chiny
- mniejsza podaż złota ze strony banków centralnych w ramach CBGA, przy jednoczesnych deklaracjach popytu banków centralnych krajów rozwijających się, które pokrywają kontyngenty CBGA, co sugeruje m.in. duże transakcje pozarynkowe

Podtrzymujemy także nasze nastawienie na scenariusz osłabiania dolara i wzrostu inflacji, które powinny pomagać wzrostom nominalnym cen złota.

Wydarzenia warte odnotowania.

Lato 2009 obfitowało w kilka znamiennych wydarzeń na rynku złota. Zwracamy szczególnie uwagę na następujące z nich:

- Kanadyjska kopalnia Barrick Gold podała we wrześniu, że wyda 2.9 mld dolarów na wykup większości swoich kontraktów forward zabezpieczających produkcję złota. Jest to największy na świecie producent złota, który tym ruchem prawdopodobnie podbije ceny złota i spłyci rynek kontraktów.
- Banki centralne w tym roku, po raz pierwszy od 1998 roku, były kupcem netto złota, tzn. różnica pomiędzy kupnem i sprzedażą przez wszystkie banki centralne była dodatnia. W przypadku trwałego odwrócenia trendu, banki centralne jako sektor staną się stroną popytową na rynku.
- Podpisanie w sierpniu nowego 5-letniego porozumienia dotyczącego sprzedaży złota przez banki centralne, czyli Central Bank Gold Agreement (CBGA3). Zakłada ono m.in. utrzymanie roli złota w światowym systemie monetarnym, niższe limity sprzedaży złota w skali poszczególnych lat i całego 5-letniego okresu.
- Międzynarodowy Fundusz Walutowy zapowiedział rozpoczęcie sprzedaży 403 ton złota pod koniec września, w sposób, który nie wpłynie na załamanie notowań. W pierwszej kolejności złoto ma trafić do chętnych banków centralnych. W odpowiedzi dwóch przedstawicieli banku chińskiego potwierdziło zainteresowanie nabyciem złota. Sprzedaż złota przez MFW wliczona jest do limitów CBGA3, gdzie roczne maksimum wynosi 400 ton.
- „Dywersyfikacja” popytu na złoto i utrwalenie zmian w strukturze popytowej, czyli mniejszy udział jubilerów, większy udział inwestorów, deklaracje zakupowe banków centralnych państw rozwijających się oraz promocja złota w chińskiej TV publicznej.
- Zwiększenie kosztów wydobycia złota, średnia cena produkcji przekroczyła 600 USD/oz. W zależności od relacji walut lokalnych do dolara zmieniały się istotnie koszty i marże producentów na przestrzeni ostatnich miesięcy.
- Stabilność cen złota zarówno w okresie wiosna-lato 2009, pomimo bardzo znacznego, kilkudziesięcioprocentowego odbicia na rynkach akcji, jak i utrzymanie poziomu 1.000 USD/oz przez sporą część września 2009, co sugeruje, że może to być kolejny cenowy punkt odniesienia przed wzrostami.
- Stabilność poziomu aktywów w złocie największych ETFów, co sugeruje, że złoto nie było wymieniane na akcje w portfelach inwestycyjnych i niebawem jego udział powinien się zwiększać (co widać już po wrześniowych zakupach inwestorów).
- Zwiększenie wydobycia złota mimo wzrostu kosztów produkcji i braku nowych odkryć.



Spis treści

1. Główne wnioski
2. Fundamenty wzrostu
 - i. De-hedging
 - ii. Chiński popyt
 - iii. Popyt inwestycyjny
3. Banki centralne
4. Załączniki:
 - i. Wartość złota względem akcji
 - ii. Stopy zwrotu



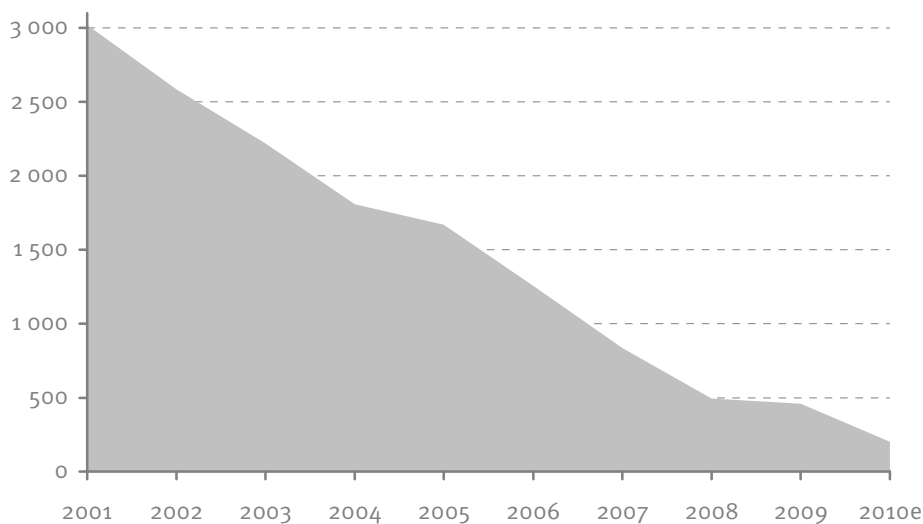
Fundamenty wzrostu

Wydaje się, że krystalizują się fundamenty pod dalszy wzrost cen złota w najbardziej wg nas prawdopodobnym scenariuszu. Zakłada on wzrosty, które będą nabierały przyspieszenia, aż dojdziemy w ciągu kilku lat do fazy czysto spekulacyjnej, przekraczającej rozsądne ceny złota względem innych aktywów.

Zanik rynku kontraktów forward.

Producenci sprzedają złoto przez kontrakty forward, aby zabezpieczyć się przed spadkiem cen poniżej poziomu, który zapewniał właściwą płynność finansową. W pewien sposób hamuje to wzrosty ceny złota, ale daje kopalniom gwarancję finansowania.

proces de-hedgingu [tony]



źródło: dane VM Group, Haliburton Mineral Services



Investors
DOM INWESTYCYJNY

W latach 90-tych XX w. proces zabezpieczania (*ang. hedging*) był intensywny z uwagi na spadek cen złota w drugiej połowie dekady. Pod koniec ubiegłego stulecia ceny złota były czterokrotnie niższe niż obecnie, a rynek kontraktów forward obejmował 3 tys. ton złota, co z nawiązką pokrywało roczną światową produkcję złota. Szczyt hedgingu przypada na 2001 rok, od kiedy zaczęły się wzrosty cen złota i rozpoczął się proces „odbezpieczania”, czyli de-hedging.

Obecnie głównymi graczami na rynku kontraktów są Barrick Gold i AngloGold Ashanti, czyli pierwszy i trzeci producent złota na świecie. Na początku września Barrick Gold wydał oświadczenie o wykupieniu większości swoich zobowiązań za 2.9 mld USD do końca 2010 roku. Uzasadnia to przekonaniem o wzroście cen złota, które lepiej będzie sprzedawać po przyszłej rynkowej cenie. AngloGold Ashanti zapowiedział w tym roku redukcję pozycji zabezpieczających o 1.9 mln uncji (59 ton), do poziomu 4.1 mln uncji (127.5 tony) na koniec roku.

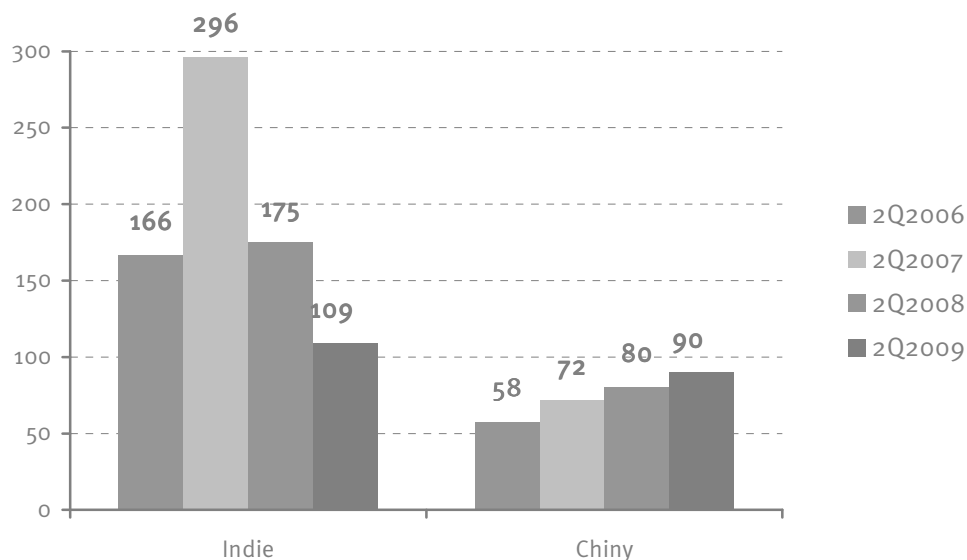
Szacuje się, że proces de-hedging'u doprowadzi do zaniku rynku kontraktów forward, bowiem jego wartość może spaść do mniej niż 200 ton do końca przyszłego roku. Jednocześnie wpłynie to na wzrost kursu złota i uczyni bardzo ryzykownym obstawianie spadku cen na rynkach terminowych przez inwestorów instytucjonalnych. Będą się oni musieli liczyć z trudnością (a właściwie wysoką ceną) odkupienia złota w momencie rozliczenia transakcji.



Apetyt na złoto na Wschodzie

Chiny jako państwo otwarcie mówi o konieczności gromadzenia złota przez instytucje rządowe. Co więcej namawia do kupowania złota swoich obywateli.

popyt konsumencki w Indiach i Chinach [tony]



źródło: World Gold Council

Przyzwyczailiśmy się do bardzo dużego popytu na fizyczne złoto ze strony Indii oraz państw arabskich. W tej chwili wysokie ceny złota i kryzys sprawiają, że rośnie tam rynek wtórny, czyli odzysku złota i konsumpcja netto jest dużo mniejsza. Tymczasem na rolę lidera konsumpcji mogą niedługo wyrosnąć Chiny. Popyt jest tam kreowany przez dwa główne źródła: państwowe fundusze inwestycyjne (2 biliony dolarów) oraz rynek masowy (1.3 mld obywateli).

Oficjalnie Chiny dążą do dywersyfikacji swoich bogactw, m.in. poprzez zakupy strategicznych surowców i złota. Niedawno pojawiła się także informacja o nadawanych w państwowej telewizji komunikatach zachęcających obywateli do kupna fizycznego złota i srebra, które dostępne jest w lokalnych bankach w postaci sztab o różnej wadze.

Żeby uzmysłowić sobie skalę zjawiska, należy przypomnieć że jeszcze relatywnie niedawno w Indiach obowiązywał zakaz importu złota. Głównym zajęciem radzieckich (jeszcze wówczas) marynarzy zawijających do indyjskich portów był masowy przemysł złota. Możliwość swobodnego handlu spowodowała, że w ciągu kilku lat Indie stały się



największym konsumentem złota jako kraj i niemal papierkiem lakmusowym rynku. Szacuje się, że w Indiach w prywatnych rękach jest 15 tys. ton złota w postaci fizycznej.

Podobnie będzie z Chinami, które dopiero kilka lat temu zezwoliły na swobodny obrót złotem swoim obywatelom, a teraz zaczynają ten proces stymulować. W przypadku Chin mamy ogromny potencjał, nawet względem Indii: więcej ludzi, wyższe średnie dochody, nastawienie na gromadzenie bogactwa i brak zakumulowanego majątku.

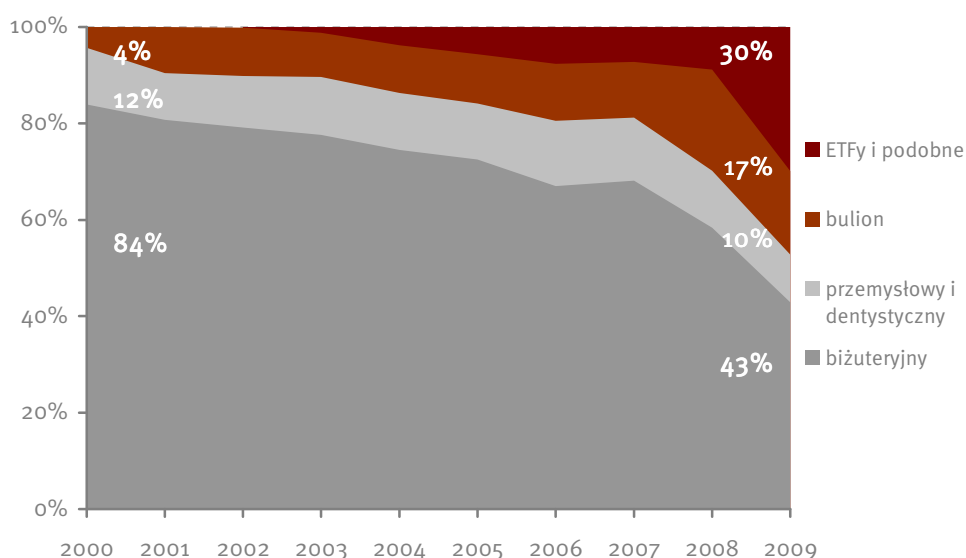
Dodać do tego należy, że Chiny są już są liderem produkcji złota. Produkcja ta powinna się jeszcze zwiększyć w najbliższym czasie, a dodatkowo Chiny zwiększają swoje wpływy i budują mocny przyczółek gospodarczy w Afryce, która jest bogata w surowce strategiczne.



„Dywersyfikacja” popytu

Obserwujemy nadal opisane w poprzednim raporcie zjawisko zwiększania się roli popytu inwestycyjnego kosztem jubilerskiego. Biorąc pod uwagę również wcześniej wspomniane geograficzne źródła popytu możemy użyć stwierdzenia „dywersyfikacji” popytu. Z reguły jest to pozytywne zjawisko, bo uniezależnia rynek od jednego sektora, czy regionu popytu.

struktura popytu na złoto [%], dane roczne, dla 2009 za pół roku



źródło: World Gold Council

W połowie roku zaobserwowaliśmy dodatkowo, że banki centralne stały się kupcem netto złota. Jeżeli ta tendencja się utrwali, banki centralne staną się kolejną pozycją na wykresie.

Zorganizowany popyt inwestycyjny wydaje się zjawiskiem trwałym. Świadczy o tym choćby stabilne zaangażowanie funduszy na rynku złota wiosną i latem, mimo dużych wzrostów cen akcji. We wrześniu zaobserwowaliśmy już początek kolejnej fali zakupów złota.

Widać, że coraz więcej inwestorów dostrzega benefity złota. Należy przypuszczać, że zwiększą się inwestycje w samo złoto na rynku fizycznym poprzez ETFy i na rynku terminowym, a także w zwiększające swoją wartość akcje producentów metali szlachetnych. Będzie to z pewnością impuls do wzrostu cen złota.



Banki centralne

Widać zmianę nastawienia banków centralnych wobec poziomu złotych rezerw, roli złota w systemie monetarnym i kwestii przejrzystości rynku.

Sprzedający zmienia się w kupca

W drugim kwartale tego roku zaobserwowaliśmy zjawisko, które można nazwać „sprzedający zmienia się w kupca”. Od wielu lat banki centralne jako sektor były stroną podaźową na rynku złota. W sposób uregulowany i przejrzysty mamy z tą sytuacją do czynienia od podpisania pierwszej umowy Central Bank Gold Agreement 10 lat temu. W tym roku po raz pierwszy zmienia się trend i banki centralne stają się kupcem netto. Na to zjawiskołożyło się kilka czynników jednocześnie.

Po pierwsze niższa podaż złota w ramach umowy CBGA2 w ostatnich kwartałach. Warto przypomnieć, że kilka krajów pozbyło się bardzo istotnych ilości złota przez ostatnią dekadę. Najlepszym przykładem jest Szwajcaria, która sprzedała 60% rezerw złota (1 550 ton).

Kraj/bank	Złoto sprzedane [% pierwotnych rezerw]	Złoto sprzedane [tony]
Szwajcaria	60%	1 550 ton
Wielka Brytania	51%	329 ton
Hiszpania	46%	241 ton
Holandia	38%	370 ton
Portugalia	37%	224 tony
Europejski Bank Centralny	33%	246 ton
Austria	31%	127 ton
Szwecja	29%	53 tony
Francja	19%	574 tony

źródło: World Gold Council, ubytek złota w ramach CBGA

Po drugie po stronie popytowej nie stoją już tylko pojedyncze banki kupujące sporadycznie złoto ze swoich krajowych kopalni, tylko cała grupa banków realizująca plan zwiększania rezerw złota.

Po trzecie deklaracje gromadzenia złota ze strony banków posiadających największe rezerwy walutowe są coraz bardziej konkretne i policzalne. Wrażenie robią wypowiedzi Władimira Putina, który mówi, że bank centralny Rosji powinien posiadać 10% rezerw w złocie. To samo dotyczy rezerw chińskich, dla których wg miejscowych przedstawicieli rządowych absorpcja złota z Międzynarodowego Funduszu Walutowego (403 tony) wydaje się być kwestią uzyskania dobrej ceny.

W wywiadzie udzielonym w ostatnim numerze Forbes, były premier, a obecny prezes Pekao S.A. J.K.Bielecki, mówi że NBP powinien się zastanowić nad zamianą większej części rezerw dewizowych w złoto, żeby zabezpieczyć się przed utratą ich wartości.

Central Bank Gold Agreement 3

W sierpniu podpisano kolejną, trzecią umowę ustalającą warunki sprzedaży złota przez banki centralne. Wchodzi ona w życie 27 września 2009. Sygnatariuszami jest 18 europejskich banków krajowych i Europejski Bank Centralny. Intencje sygnatariuszy oddają poniższe punkty:

1. złoto pozostaje ważnym elementem globalnych rezerw walutowych
2. roczna sprzedaż złota w ramach CBGA₃ nie przekroczy 400 ton, a całkowita sprzedaż w ciągu 5 lat obowiązywania CBGA₃ nie przekroczy 2 000 ton
3. sygnatariusze CBGA₃ wiedząc o planowanej sprzedaży 403 ton złota przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy, wkalkulowują go w powyższe limity
4. umowa będzie obowiązywać 5 lat do czasu jej prawdopodobnego przedłużenia

Warunki umowy są pozytywnym sygnałem dla inwestorów. Zapewniają przejrzystość podaży ze strony banków centralnych, określając górne limity sprzedaży. Jednocześnie limity te zostały zmniejszone bezpośrednio o 20% z 500 ton rocznie do 400 ton i analogicznie w całym okresie z 2 500 ton do 2 000 ton, a biorąc pod uwagę sprzedaż rezerw przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy aż o 37%. MFW rozpoczyna sprzedaż już we wrześniu 2009 i jak zapowiadają przedstawiciele tej instytucji, możliwie poza otwartym rynkiem, aby nie wpływać na notowania cen złota. Oznacza to, że kupującym będą państwowe banki centralne.

Załącznik – stopy zwrotu wybranych aktywów

Cykl hossy złota jest dłuższy niż w przypadku akcji i surowców przemysłowych. Dodatkowo zmiany cen złota nie są skorelowane ze zmianami cen tych aktywów. Dzięki temu, w skali roku złoto charakteryzuje się stabilnymi wzrostami na tle zmienności cen akcji i surowców, a jednocześnie wyższymi stopami zwrotu od papierów skarbowych. W efekcie ma to wpływ na ostateczną, skumulowaną stopę zwrotu.

stopy zwrotu wybranych aktywów od początku dekady: obligacje, akcje, surowce

2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009*	skumulowane
bony	bony	ropa	miedź	miedź	ropa	miedź	ropa	bony	miedź	złoto
15.83%	17.26%	57.26%	48.83%	42.23%	40.37%	39.54%	57.77%	5.74%	100.84%	249.66%
US T2yr	US T2yr	złoto	WIG20	ropa	miedź	WIG20	złoto	złoto	ropa	miedź
6.43%	5.13%	22.87%	33.89%	33.61%	37.32%	23.75%	31.06%	5.51%	65.44%	225.82%
ropa	złoto	bony	S&P500	WIG20	WIG20	złoto	miedź	US T2yr	WIG20	ropa
4.69%	2.46%	10.84%	26.38%	24.56%	35.42%	23.08%	6.49%	3.29%	22.50%	174.73%
WIG20	S&P500	miedź	złoto	S&P500	złoto	S&P500	WIG20	S&P500	S&P500	bony
1.54%	-13.04%	6.60%	21.74%	8.99%	17.95%	13.62%	5.19%	-38.49%	17.03%	116.57%
miedź	miedź	US T2yr	bony	bony	bony	US T2yr	US T2yr	WIG20	złoto	US T 2yr
-2.32%	-21.83%	3.30%	5.69%	5.97%	6.37%	4.40%	4.77%	-48.21%	14.66%	40.75%
złoto	ropa	WIG20	ropa	złoto	US T2yr	bony	bony	miedź	bony	WIG20
-5.55%	-25.97%	-2.71%	4.23%	4.95%	3.12%	4.32%	4.21%	-53.86%	5.04%	22.57%
S&P500	WIG20	S&P500	US T2yr	US T2yr	S&P500	ropa	S&P500	ropa	US T2yr	S&P 500
-10.14%	-33.47%	-23.37%	1.82%	1.95%	3.00%	-0.34%	3.53%	-55.67%	0.69%	-28.05%

bony – rentowność polskich 52-tyg. bonów skarbowych o terminie zapadalności na koniec danego roku

US T 2yr – rentowność amerykańskich 2-letnich obligacji (2-years treasury notes) o terminie zapadalności 31 grudnia kolejnego roku

WIG20 – akcje polski, **S&P500** – akcje amerykańskie

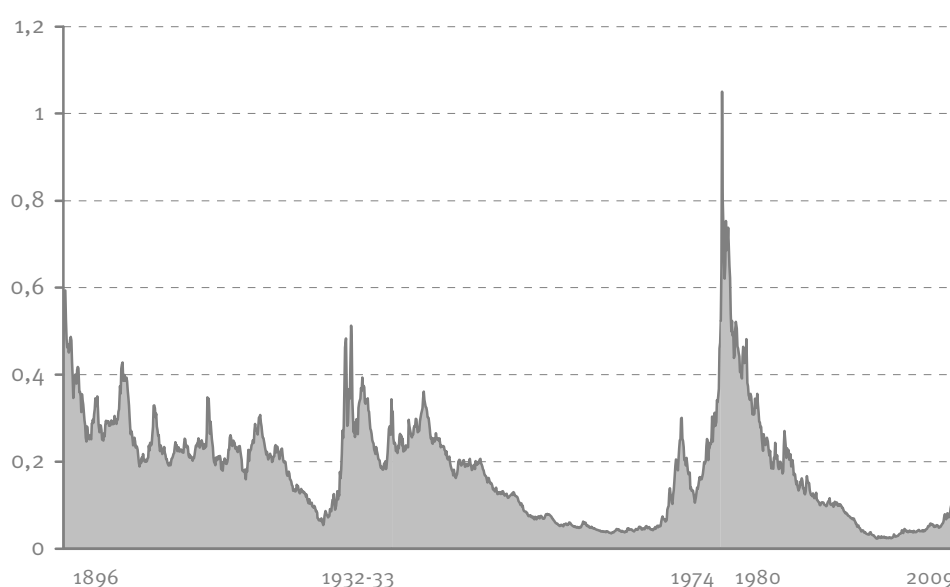
złoto – gold spot (XAUUSD), **miedź, ropa** – kontrakty futures

2009, skumulowane - dane na 30.09.2009, w przypadku bonów i obligacji liczone jako 9/12 rocznej rentowności

Załącznik – relacje cen złota do wartości akcji

Biorąc pod uwagę relacje złota do innych aktywów, np. akcji, złoto jest nadal niedowartościowane. Na koniec września 2009 roku cena złota [USD] wynosiła 10% wartości indeksu akcji Dow Jones Industrial Average. Patrząc na historyczne zależności wysokie ceny złota względem akcji obserwowaliśmy przy poziomach 30-50%, a pod koniec lat 70-tych XX w., przy dużej inflacji doszły do poziomu 100% wartości DJIA.

cena złota [USD] / wartość indeksu DJIA, dane miesięczne od 1896 r.



źródło: obliczenia własne na podstawie kwotowań złota i DJIA



Nota prawna

Dom Inwestycyjny Investors S.A. prowadzi działalność maklerską na podstawie decyzji Komisji Nadzoru Finansowego. Podlega regulacjom ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi. Nadzór nad działalnością DI Investors S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Powyższe opracowanie zostało przygotowane w celach informacyjnych i nie powinno być wykorzystywane w charakterze lub traktowane jako oferta lub nakłanianie do oferty sprzedaży, kupna lub subskrypcji papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych. Powielanie bądź publikowanie powyższego opracowania lub jego części bez zgody DI Investors S.A. jest zabronione, w szczególności ani powyższe opracowanie, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

Powyższe opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania i mogą podlegać zmianom bez uprzedniego powiadomienia. Powyższe opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu. Wszelkie informacje i opinie zawarte w powyższym opracowaniu zostały przygotowane lub zaczerpnięte ze źródeł uznanych przez DI Investors S.A. za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. Korzystając z tego opracowania, nie należy go traktować jako substytutu do przeprowadzenia własnej niezależnej oceny. Ani to opracowanie, ani żaden jego fragment nie jest poradą inwestycyjną, prawną, księgową, podatkową czy jakąkolwiek inną.

DI Investors S.A. nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie powyższego opracowania i zawartych w nim opinii inwestycyjnych. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie powyższego opracowania i ewentualne szkody poniesione w ich wyniku ponoszą wyłącznie podejmujący takie decyzje.

Metody wyceny zastosowane w prezentowanym dokumencie opierają się na metodach i modelach opisanych i powszechnie wykorzystywanych w literaturze fachowej. Używanie ich wymaga szacowania dużej liczby parametrów, m.in. takich jak: stopy procentowe, kursy walut, przyszłe zyski, przepływy pieniężne i wiele innych. Parametry te są zmienne w czasie, subiektywne i w rzeczywistości mogą różnić się od tych przyjętych do wyceny. Każda wycena zależy od wartości wprowadzonych parametrów i jest wrażliwa na ich zmianę.

Pomiędzy DI Investors S.A. a Podmiotem Raportu nie występują powiązania i nie są mu znane informacje, o których mowa w §9 i §10 Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców. Jest możliwe, że DI Investors S.A. świadczył, świadczy lub może świadczyć usługi na rzecz podmiotów wymienionych w publikacji.



Dom Inwestycyjny Investors S.A.

www.investors.pl

e-mail: di@investors.pl

02-516 Warszawa, ul. Rejtana 17

tel. +22 5424380, fax +22 5424390

infolinia: 0 801 00 33 70

Di Investors S.A. działa na podstawie zezwolenia Komisji Nadzoru Finansowego z dn. 23 stycznia 2008r. Di Investors S.A. został zarejestrowany przez Sąd Rejonowy dla M. St. Warszawy w Warszawie XIII Wydział Gospodarczy. Kapitał zakładowy jest równy kapitałowi wpłaconemu i wynosi 1.249.800 zł.

KRS 0000277384 | REGON 140943747 | NIP 1080003081



Investors
DOM INWESTYCYJNY