

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO
VREDNOSTI ZLATA IN SREBRA V PRIHODNJE

Ljubljana, maj 2010

SAŠA BURJA

IZJAVA

Študentka Saša Burja izjavljam, da sem avtorica tega diplomskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom dr. Aleša Berk Skoka, in da dovolim njegovo objavo na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne _____

Podpis: _____

KAZALO

UVOD.....	1
1 MONETARNA ZGODOVINA ZLATA IN SREBRA.....	2
1.1 ZLATI IN SREBRNI STANDARD.....	2
1.2 CENA ZLATA IN SREBRA TER NJUNO RAZMERJE SKOZI ZGODOVINO	5
1.2.1 Cena zlata	5
1.2.2 Cena srebra.....	7
1.2.3 Razmerje med ceno zlata in srebra skozi zgodovino.....	8
2 PONUDBA ZLATA IN POVPRASEVANJE PO ZLATU	9
2.1 PONUDBA ZLATA	11
2.1.1 Primarna ponudba: proizvodnja zlata.....	11
2.1.2 Sekundarna ponudba: centralne banke (uradni sektor)	13
2.1.3 Sekundarna ponudba: reciklirano zlato	16
2.2 POVPRASEVANJE PO ZLATU.....	17
2.2.1 Zlatarstvo.....	18
2.2.2 Industrija in zobozdravstvo	18
2.2.3 Investicije	19
3 PONUDBA SREBRA IN POVPRASEVANJE PO SREBRU	22
3.1 PONUDBA SREBRA	23
3.1.1 Proizvodnja rudnikov	23
3.1.2 Reciklirano srebro	24
3.1.3 Prodaje centralnih bank in dezinvesticije.....	25
3.2 POVPRASEVANJE PO SREBRU	25
3.2.1 Industrija	26
3.2.2 Fotografija	26
3.2.3 Nakit in srebrnina.....	27
3.2.4 Investicije	28
4 CENE ZLATA IN SREBRA V PRIHODNJE	31
4.1 VREDNOST ZLATA V PRIHODNJE.....	32
4.2 VREDNOSTI SREBRA V PRIHODNJE	35
SKLEP.....	36
LITERATURA IN VIRI	39
PRILOGE.....	1

Kazalo slik

<i>Slika 1: Realna cena zlata od 1344 do 1998 v dolarjih iz leta 1998.....</i>	<i>6</i>
<i>Slika 2: Cena zlata med leti 1971 in 2009 in razmerje zlato-srebro.....</i>	<i>7</i>
<i>Slika 3: Realna cena srebra od 1344 do 2004 v dolarjih iz leta 1998 in razmerje med zlatom in srebrom.....</i>	<i>8</i>
<i>Slika 4: Cena srebra med leti 1971 in 2009 ter razmerje zlato-srebro.....</i>	<i>9</i>
<i>Slika 5: Svetovna proizvodnja zlata 1980-2005.....</i>	<i>11</i>
<i>Slika 6: Svetovne rezerve zlata, 2006.....</i>	<i>13</i>
<i>Slika 7: Primarni presežek in primanjkljaj ponudbe in povpraševanja, prodaje centralnih bank in napoved.....</i>	<i>14</i>
<i>Slika 8: Svetovna proizvodnja rudnikov in reciklaža zlata.....</i>	<i>17</i>
<i>Slika 9: Investicijsko povpraševanje v tonah.....</i>	<i>20</i>
<i>Slika 10: Povpraševanje po srebru od leta 1999 do 2008 (v milijonih unč).....</i>	<i>25</i>
<i>Slika 11: Investicijsko povpraševanje po srebru.....</i>	<i>28</i>
<i>Slika 12: Proizvodnja kovancev in njihova vrednost.....</i>	<i>30</i>
<i>Slika 13: Prihodnja teoretična cena zlata: linearna rast M3 (1) in eksponentna rast M3 (2).....</i>	<i>35</i>

Kazalo tabel

<i>Tabela 1: Ponudba in povpraševanje po zlatu (v tonah).....</i>	<i>10</i>
<i>Tabela 2: Povpraševanje po zlatu (v milijardah dolarjev).....</i>	<i>17</i>
<i>Tabela 3: Ponudba in povpraševanje po srebru v letih 2004 – 2008 (v tonah).....</i>	<i>23</i>
<i>Tabela 4: Napoved ponudbe in povpraševanja po zlatu od leta 2009 do 2015 (v tonah) ..</i>	<i>33</i>
<i>Tabela 5: Donosnost zlata in srebra.....</i>	<i>36</i>

UVOD

Zlato je prva kovina s katero se je v svoji zgodovini spoznal človek. Razlog za to je v njegovi kemijski nereaktivnosti in je zaradi tega ena redkih kovin, ki jo najdemo v naravi v metalni obliki. Človekovo zanimanje je zlato pritegnilo s svojim zlatorumenim sijajem in nezahtevnostjo oblikovanja s tolčenjem. Tako ne preseneča dejstvo da so znani primeri obdelave zlata že davno v kameni dobi. Z razvojem osnovnih metalurških postopkov je človek spoznal tudi srebro, ki zaradi svojega nizkega tališča ne potrebuje posebno zahtevnih tehnik taljenja, da se ga izloči iz svinčene rude. Ti dve kovini sta zaradi svoje lepote in redkosti vzpostavili arhetip vrednosti in s tem omogočili razcvet trgovine in s tem gospodarstva, ki je bilo prej omejeno s slabostmi, ki jih prinaša blagovna menjava. V začetku sta služili kot menjalno sredstvo v obliki zrn in palic, ko pa je lidijski vladar Croesus izdelal ploščice in nanje odtisnil svojo podobo pričnemo govoriti o pojavu denarja. Gre za dogodek v zgodovini, ki je omogočil še večji razmah trgovine obenem pa posamezniku omogočil shranjevanje, nalaganje in akumuliranje pridobljenega premoženja.

Stoletja so ljudje kopali zlato in srebro in njuna vrednost se je skozi zgodovino spreminjala. Do demonetizacije srebra sta bili obe kovini visoko cenjeni, ko pa so srebru odvzeli vlogo plačilnega sredstva, je status plemenite kovine ostal le zlatu. Po razmahu industrije pa je srebro zaradi svojih edinstvenih lastnosti postalo pomembno za tehnološki razvoj. Ko je povpraševanje na začetku 70. let prejšnjega stoletja preseгло ponudbo so vlagatelji odkrili srebro kot naložbo in srebru je bil status plemenite kovine povrnjen.

Namen mojega diplomskega dela je predstaviti trg dveh plemenitih kovin – trg zlata in trg srebra. Na podlagi ponudbe in povpraševanja želim oceniti ali je na teh dveh trgih presežek ali primanjkljaj omenjenih kovin. Predvsem me je zanimalo koliko časa v prihodnosti lahko primarna ponudba (proizvodnja rudnikov) zadosti potrebam povpraševalcev, predvsem industriji. Cilj diplomskega dela pa je na podlagi predstavljene ponudbe in povpraševanja ter ekonomskih dejavnikov, ki vplivajo na cene plemenitih kovin, oceniti kakšna bo vrednost zlata in srebra v prihodnje.

V prvem poglavju sem predstavila monetarno zgodovino zlata in srebra. Zlato in srebro sta bila dolgo časa podlaga denarnega sistema. Po demonetizaciji srebra pa je podlaga monetarnega sistema ostalo le še zlato. Leta 1971 so zlati standard ukinile Združene države Amerike kot vodilna gospodarska velesila. V prvem poglavju sem predstavila tudi ceno zlata in ceno srebra skozi zgodovino. Ker je za ocenjevanje prihodnje vrednosti obeh kovin, predvsem pa srebra pomembno tudi njuno zgodovinsko razmerje, sem predstavila tudi razmerje.

V drugem poglavju sem podrobno predstavila ponudbo in povpraševanje po rumeni kovini. Na strani ponudbe zlata se poleg proizvodnje rudnikov pojavlja še reciklirano zlato in prodaje uradnega sektorja, kamor spadajo centralne banke in druge uradne institucije. Povpraševanje po zlato pa je največje s strani zlatarjev. Ostalo povpraševanje sestavljajo še industrija in zobozdravstvo, investicijske palice in kovanci ter ETF skladi. Predvsem slednji v skupnem povpraševanju pridobivajo vse večji pomen.

Ponudbo in povpraševanje po srebru sem podrobno prikazala v tretjem poglavju. Podobno kot pri zlato, je tudi pri srebru ponudba sestavljena iz na novo izkopanega srebra, recikliranega srebra in prodaj centralnih bank. Na strani povpraševanja pa je, zaradi edinstvenih lastnosti srebra, največja skupina industrija. Ostalo povpraševanje po srebru sestavljajo še fotografija, industrija nakita in ostale srebrnine ter investicijski kovanci in palice.

V četrtem poglavju sem opisala manipulacije na trgu zlata in srebra, kot jih predstavljajo nekateri avtorji. Ocenila sem, da bodo kljub manipulacijam v prvi vrsti ceno plemenitih kovin določali ponudba in povpraševanje ter nekateri makroekonomski dejavniki. Predstavila sem kratkoročno in dolgoročno oceno cene za zlato in srebro.

1 MONETARNA ZGODOVINA ZLATA IN SREBRA

Zlato in srebro se kot uradno plačilno sredstvo prvič pojavita med vladavino Croesusa (560-546 p.n.š.), kralja Lydie (današnja Turčija), ko da skovati prva uradna in ožigosana kovanca, zlatega in srebrnega (World Gold Council¹, Gold and money, 2009).

Zaradi svojih fizikalnih lastnosti, redkosti in zaželenosti so s časoma vse civilizacije začele kovati zlatnike in srebrnike. Zato sta zlato in srebro postala primerna oblika denarja in sta bila pomembna tako v notranji kot v mednarodni trgovini.

1.1 ZLATI IN SREBRNI STANDARD

Zlatniki in srebrniki so se kot oblika kovanega denarja šteli (numeratorni način plačevanja) in za vrednost, ki je bila napisana na njem je odgovarjal vladar in pozneje država. Pravico kovanja so si običajno pridržali vladarji, če pa so bile na trgu normalne razmere je veljala kovna prostost in kdorkoli si je lahko dal skovati zlato in srebro. Pri kovni prostosti je vrednost zlatnika in srebrnika odvisna od vrednosti kovine iz katere je kovanec narejen.

¹ World Gold Council - v nadaljevanju WGC

Denarni sistem, kjer je vrednost denarja odvisna od zlata ali srebra imenujemo **vezana valuta** oziroma **zlati in srebrni standard**² (Ribnikar, 2006, str. 18).

Po stoletjih »specie denarja« (ang. Specie money), ko je bila vrednost kovanca odvisna od vrednosti same kovine, se je postopoma uveljavil »specie-backed« denar (prve oblike bančnih računov v srednjem veku in nato papirnati denar v 17. in 18. stoletju). Imetniki so lahko te različne oblike listinskega denarja zamenjali za zlato in srebro (WGC, The monetary history of gold, 2009). Vendar pa obstajata dva sistema zlate in/ali srebrne valute. Pri prvem so v obtoku zlatniki in srebrniki ter listinski denar, ki je 100 odstotno krit z zlatom. Ta sistem je le teoretičen. Pri drugem sistemu pa so poleg zlatnikov in srebrnikov v obtoku tudi bankovci, ki niso 100 odstotno kriti z zlatom in/ali srebrom. Države so v normalnih razmerah zagotavljale konvertibilnost bankovcev že z 20 do 25 odstotnim kritjem (Ribnikar, 2006, str. 62 - 63).

Zlato, srebro ali oboje skupaj sta bila dolgo časa podlaga monetarnega sistema. Države so lahko imele le zlato ali le srebrni standard ali pa oba hkrati, kar pomeni da so imele valuto dveh kovin, ki jo imenujemo bimetalizem ali dvojna valuta³ (Ribnikar, 2006, str. 96).

Večina držav je imela dolgo časa bimetalizem in običajno je srebro služilo za notranje transakcije in zlato za mednarodne transakcije. Vendar je bimetalizem v času ko je bilo menjalno razmerje med zlatom in srebrom uradno določeno, imel slabost, ki se imenuje Greshamov zakon in pojasnjuje pojav, ko slab denar izpodriva dobrega. Pančur (2003, str. 22) ga razloži takole: »Pri tem je »dober« denar podcenjen denar, »slab« denar pa je precenjen denar, ob enem pa sta obe vrsti denarja zakoniti plačilni sredstvi. Če sta v obtoku dve vrsti denarja A in B, ki imata enako nominalno vrednost, vendar je realna vrednost denarja B manjša od realne vrednosti denarja A, potem bodo ljudje za plačevanje dolgov in za nakupe prvenstveno uporabljali precenjen denar B in hranili uradno podcenjen denar A. Zato bo boljši in s tem drag denar A postopoma začel izginjati iz obtoka in bo v skrajnem primeru nazadnje med ljudmi krožil le še slabši in s tem poceni denar B.«

S časoma je večina držav, razen Kitajske, po svetu prešla na zlato standard, a je trajal razmeroma kratko obdobje: od 1870 do 1914, ko se je pričela prva svetovna vojna. Prva država, ki je prešla na *de facto* zlatega standarda je bila Velika Britanija leta 1717, ko je Isaac Newton izračunal menjalno razmerje med zlatom in srebrom. Razmerje je bilo približno 15,2 proti 1, kar je bilo preveč ugodno za zlato, zato je postalo precenjeno in srebrniki so izginili iz obtoka (Ribnikar, 2006, str. 98).

² V slovenščini se za zlato in srebrni standard uporabljata tudi izraza zlata valuta in srebrna valuta. (Ribnikar, 2006, stran 96)

³ Ribnikar (2006, str. 96) loči valuto dveh kovin na vzporedno ali paralelno in dvojno valuto. Pri prvi se menjalno razmerje med zlatniki in srebrniki oblikuje prosto, pri drugi obliki pa je menjalno razmerje uradno določeno.

Leta 1871 je na sistem zlate valute prešla tudi Nemčija, leto kasneje pa še skandinavske države, saj so bile trgovsko večino vezane na Nemčijo in Veliko Briatanijo. Slovenija, ki je tedaj spadala pod Avstro-Ogrsko, se je zlatemu standardu pridružila leta 1892 (Pančur, 2003, str. 222 in str. 260).

Pogledi na zlati standard in njegovo uspešnost so različni. V dobro se mu šteje predvsem stabilnost, ki jo je vnašal v mednarodne denarne in finančne tokove. Ribnikar (2006, str. 69) omenja dve pozitivni lastnosti zlatega standarda: avtomatičnost in brezosebnost, kar se nanaša na emisijo denarja in na devizne tečaje. Zato velika inflacija v tem denarnem sistemu na splošno ni možna, saj je količina denarja v obtoku odvisna od količine zlata v monetarni sferi. Količina denarja v obtoku v posamezni državi je odvisna od transakcij s tujino in je ne določa avtonomno posamezna država. Avtomatičnost pri deviznih tečajih pa pomeni, da se le ti avtomatično uravnavajo in nihajo le v ozkem razponu okrog kovne paritete ali uradnega tečaja. Za stabilnost deviznih tečajev ni bila potrebna intervencija države ali centralne banke, vendar je morala biti zagotovljena konvertibilnost domačega denarja za zlato.

Nasprotniki zlate valute pa so v času, ko se je zlati standard kot svetovni denarni sistem šele uveljavljal, videli predvsem eno slabost: premajhna količina denarja v obtoku. Po njihovem mnenju je bila takratna proizvodnja zlata premajhna, da bi lahko zadostila naraščajočim potrebam v gospodarstvu. Nasprotniki zlatega standarda so tudi trdili, da je naraščanje vrednosti zlatega denarja⁴ povzročilo splošno padanje cen po letu 1873. Vendar še danes ni znano ali je padanje splošnih cen povzročila premajhna količina zlatega denarja v obtoku ali pa je bila krivda na strani realnega gospodarstva. Nasprotniki zlate valute so se konec 19. stoletja zavzemali za bimetalizem in za enakopravni položaj srebra kot monetarne kovine (Pančur, 2003, str. 234).

Če so konec 19. stoletja potekale razprave za in proti zlati valuti glede na srebrni ali dvokovinski standard, pa se danes prednosti in slabosti zlatega standarda ocenjuje predvsem nasproti nekritega papirnategu denarju.

V času prve svetovne vojne, leta 1914, je bil zlati standard odpravljen, saj so države morale financirati vojno, kar pa je bilo možno le s tiskanjem nekritega papirnatega denarja. Po drugi svetovni vojni so se nekatere države zopet vrnile k zlatemu standardu. Leta 1944 so v Bretton Woodsu podpisali sporazum o zlato-deviznem standardu, ki je različne valute trdno vezal na dolar, dolar kot novo vodilno mednarodno valuto pa so vezali na zlato. Unča zlata je bila določena pri ceni 35,20 dolarja. Vendar tokrat ni šlo za valuto zlatih kovancev kakor pred vojno, temveč za valuto zlatih palic in/ali zlatih deviz. V obtoku ni bilo zlatnikov, temveč je bilo vse zlato za monetarne namene pri centralnih bankah, ki so

⁴ Države, ki so že imele zlato valuto so se znašle v težavah, saj je zaradi naraščanja cen zlata naraščala tudi vrednost njihovega denarja (Pančur, 2003, str. 234).

zagotavljale zamenljivost večje količine bankovcev za zlato ali zlate devize (Ribnikar, 2006, str. 61). Brettonwoodski sistem in s tem tudi zlati standard je bil ukinjen leta 1971, ko je takratni ameriški predsednik Richard Nixon enostransko ukinil zamenljivost dolarja v zlato. Pri zlatem kritje je do leta 1999 vztrajala le še Švica.

1.2 CENA ZLATA IN SREBRA TER NJUNO RAZMERJE SKOZI ZGODOVINO

Cena zlata in srebra se je skozi zgodovino spreminjala tržno, torej glede na ponudbo in povpraševanje, ali pa je bila določena s strani države ali centralne banke. V nadaljevanju bom predstavila ceno za vsako kovino posebej, nato pa še njuno medsebojno razmerje.

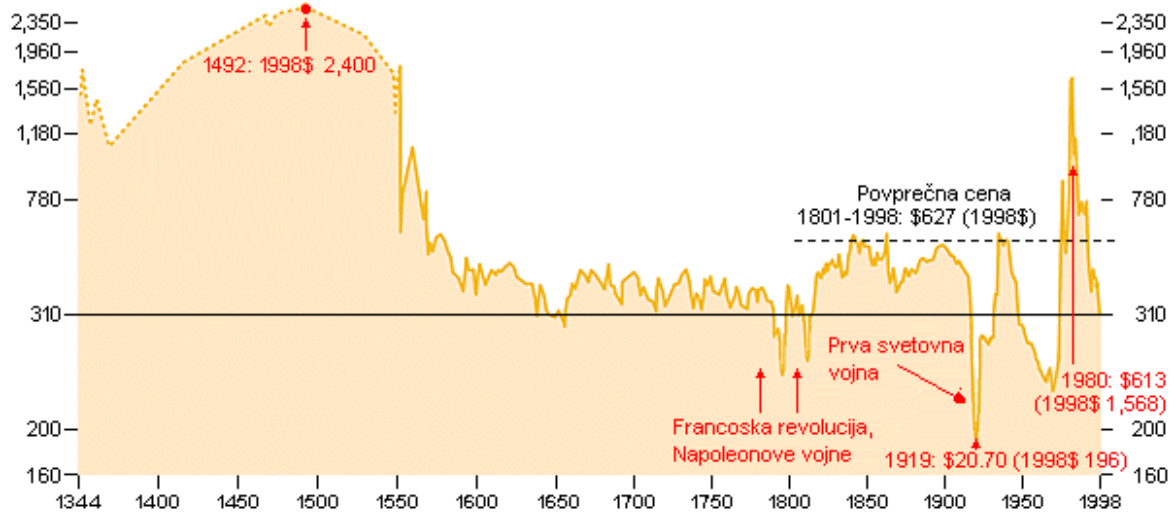
1.2.1 Cena zlata

Zgodovinsko nihanje cene zlata najbolj vidimo na inflaciji prilagojenem dolgoročnem grafu iz leta 1998, ki obsega približno 650 let (Slika 1). Zgodovinsko najvišjo ceno 2400 dolarjev, z upoštevanjo inflacije leta 1998, je zlato doseglo leta 1492, ko je Kolumb odkril Ameriko. Nenadno in trajno zniževanje cene v začetku 16. stoletja je povzročil dobavni šok. Svoje zlate zaloge so svetovnemu trgu predstavili Azteki in Inki, velike količine zlata so dodali še španski konkvistadorji in na zahodni polobli so se razcveteli zlati rudniki (Brimelov, 1998). Velik pritok zlata iz odkrite Amerike je znižal ceno zlata na ravnotežno raven, ki je trajala več kot 200 let. V času Napoleonovih vojn in francoske revolucije je cena zlata padla. V 19. stoletju se je cena zopet dvignila, čeprav je na trg prišla nova velika ponudba zlata iz južne Afrike in Aljaske. J.M. Miller (1998) to utemeljuje z dejstvom, da se je prebivalstvo v tem času močno povečalo, kar je zmanjšalo ponudbo na prebivalca in cene so se temu prilagodile. V času dvesto letne uravnotežene cene pa je bilo prebivalstvo stabilno.

V času prve svetovne vojne je cena zlata padla na najnižjo raven: 20,70 dolarja za unčo (oziroma 196 dolarjev za unčo z upoštevanjo inflacije iz leta 1998). To je bil fiksni tečaj in je čez vojno ostal nespremenjen vse do leta 1933 (WGC, The monetary history of gold, 2009).

Za časa Bretonwodskega sporazuma se je cena zlata gibala okoli 35 dolarjev za unčo. Za to je poskrbela Ameriška centralna banka, ko je leta 1961 ustanovila tako imenovani Gold Pool. V njem je bilo sedem evropskih centralnih bank, ki so imele nalogo, da tržno ceno zlata stabilizirajo pri okoli 35 dolarjih za unčo. To so dosegle tako, da so svoje zlato prodale na trgu, s tem zadostile povpraševanju in cena je padla. Prodano zlato naj bi potem odkupile nazaj po nižjih cenah. Vendar Gold Pool ni trajal dolgo in je leta 1968 propadel (Muller, 2007, str. 98 - 99).

Slika 1: Realna cena zlata od 1344 do 1998 v dolarjih iz leta 1998



Vir: J.M.Miller, *A possible gold price scenario 1998-?, 1998*.

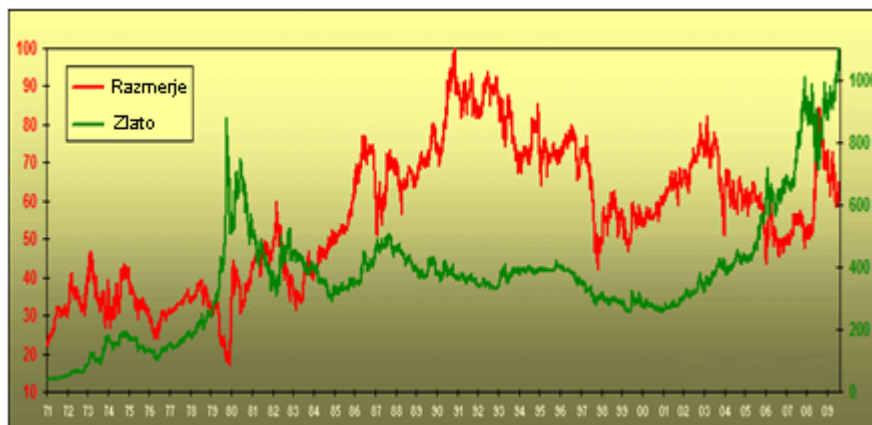
Sledil je dogovor centralnih bank o vpeljavi dvojne cene zlata. Centralne banke so med seboj trgovale po določeni ceni 35,20 dolarja za unčo, med tem ko se je na trgu prosto določala cena. To je trajalo do leta 1973 in od takrat naprej se cena zlata prosto giblje (WGC, Central bank agreements on gold, 2009).

Na začetku 80-ih let se je cena močno dvignila, na 613 dolarjev za unčo (prilagojena cena inflaciji je znašala 1568 dolarjev za unčo). Razlog za porast cene je v istočasnem dvigu cene srebra, ki sta jo na trgu srebra dvigovala brata Hunt.

Konec leta 1971 se je na newyorškem Commodity Exchange (COMEX) pričelo trgovanje s terminskimi pogodbami za zlato. Naraščajoči trg izvedenih finančnih instrumentov je negativno vplival na ceno zlata v 90. letih prejšnjega stoletja in konec 90. let je cena zlata padla na 260 dolarjev za unčo (nominalna cena) (Muller, 2007, str. 102 - 103).

Povprečna letna cena zlata 279,11 dolarjev za unčo se je od leta 2000 pa do leta 2006 več kot podvojila na ceno 603,46 dolarjev (Slika 2). Do leta 2009 se je cena še dvigovala, ko je povprečna letna cena znašala 972,35 dolarjev za unčo. Najvišjo vrednost 1212,50 dolarjev za unčo je zlato doseglo decembra 2009 (Kitco, Historical gold, 2010). Razlog za tako visoko ceno gre iskati predvsem v svetovni gospodarski krizi (v letih 2008, 2009), šibkem dolarju (manjše povišanje cene v evrih), nizkih obrestnih merah in inflacijskih pritiskih.

Slika 2: Cena zlata med leti 1971 in 2009 in razmerje zlato-srebro



Vir: Gold-Eagle, Charts, 2010.

1.2.2 Cena srebra

Podobno kot zlato je tudi srebro najvišjo ceno doseglo v 15. stoletju: 806 dolarjev za unčo (prilagojeno inflaciji iz leta 1998) leta 1477. Velike količine novega srebra, ki so jih v Evropo pripeljali konkvistadorji so ceno čez stoletja postopoma nižale do okoli 100 dolarjev za unčo.

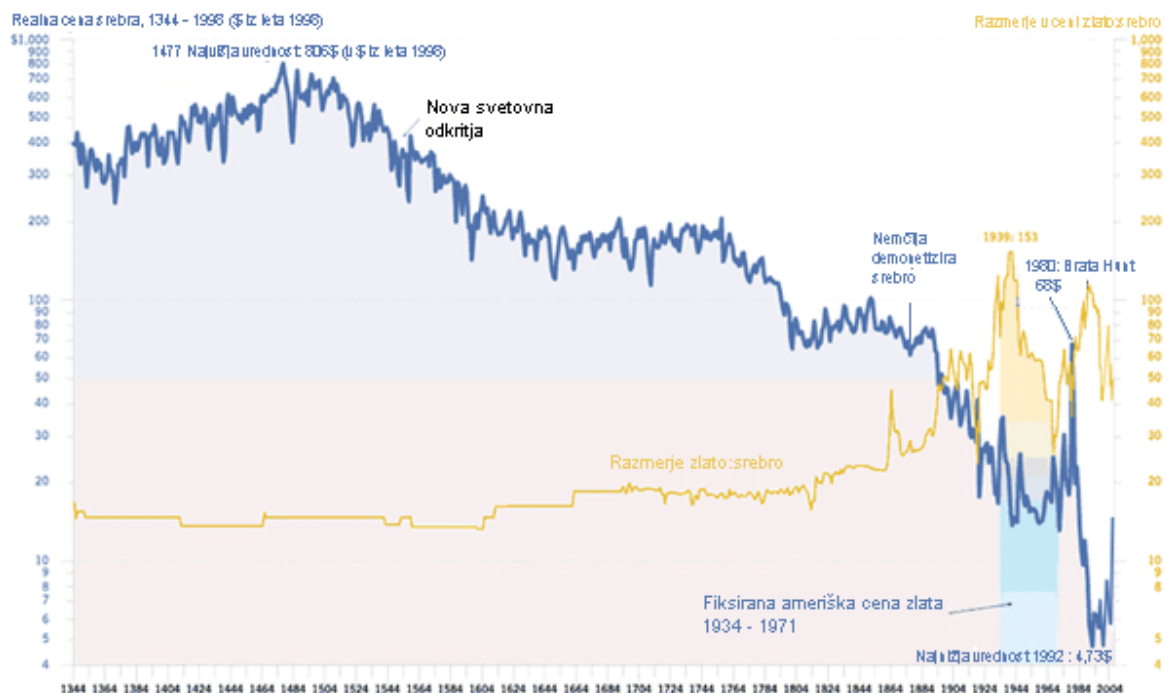
Proti koncu 19. stoletja, ko so srebru odvzeli vlogo plačilnega sredstva, je srebro postalo odvečna surovina. Odkrita so bila tudi nova nahajališča in cena je padla na okoli 20 dolarjev za unčo (Muller, 2007, str. 189). 60 let pozneje pa je srebro zopet postalo iskano, predvsem s strani industrije, kar je povzročilo postopno pomanjkanje srebra. Vse bolj se je povečevalo tudi povpraševanje po srebru kot naložbi. Sredi 60. let je ameriška državna zakladnica prodala milijardo unč srebra, da bi ceno ohranila na uradnem nivoju 1,29 dolarja za unčo. Leta 1971 je povpraševanje znova preseгло ponudbo (Deutsch, 2007, str. 257 - 258).

Srebro je postalo idealna naložba med vlagatelji, saj je bilo v tistem času posedovanje zlata prepovedano. Tako kot z zlatom se je tudi s srebrom na začetku sedemdesetih let pričelo trgovanje v obliki terminskih pogodb na COMEX-u. Med vlagatelji sta bila tudi teksaška milijarderja brata Hunt⁵, ki sta ceno srebra močno dvignila; najvišja raven je znašala 52,50 dolarja za unčo. Sledil je padec cene in dolga leta se je cena srebra gibala okoli vrednosti 5 dolarjev za unčo. Šele po letu 2003 se je cena ponovno začela višati (Muller, 2007, str. 189).

⁵ Zgodba o bratih Hunt je v Prilogi 1.

Podobno kot pri zlatu, se je tudi na trgu srebra cena 4,95 dolarjev leta 2000 močno dvignila do leta 2006; vendar se je tu skoraj potrojila na ceno 11,54 dolarjev za unčo. Do leta 2009 je cena še rasla: povprečna letna cena znaša 14,67 dolarjev, najvišja cena 19,18 dolarjev za unčo pa je bila dosežena decembra 2009 (Kitco, Historical silver, 2010).

Slika 3: Realna cena srebra od 1344 do 2004 v dolarjih iz leta 1998 in razmerje med zlatom in srebrom



Vir: Austin, Silver, 2009.

1.2.3 Razmerje med ceno zlata in srebra skozi zgodovino

Na tem mestu bom kratko predstavila razmerje med ceno zlata in srebra. Danes se pri napovedih cenah obeh kovin, predvsem pa srebra, pogosto gleda tudi njuno zgodovinsko razmerje.

V antiki je bilo srebro dragocenejša kovina kot zlato, saj je bilo zlato lažje pridobivati. Še dolgo potem je imelo srebro na vzhodu večjo vrednost kot na zahodu. Razmerje na zahodu je skozi tisočletja nihalo med 1:9 in 1:16, medtem ko je bilo razmerje v Aziji precej nižje; 1:6 ali 1:7 (Deutsch, 2007, str. 89 - 91).

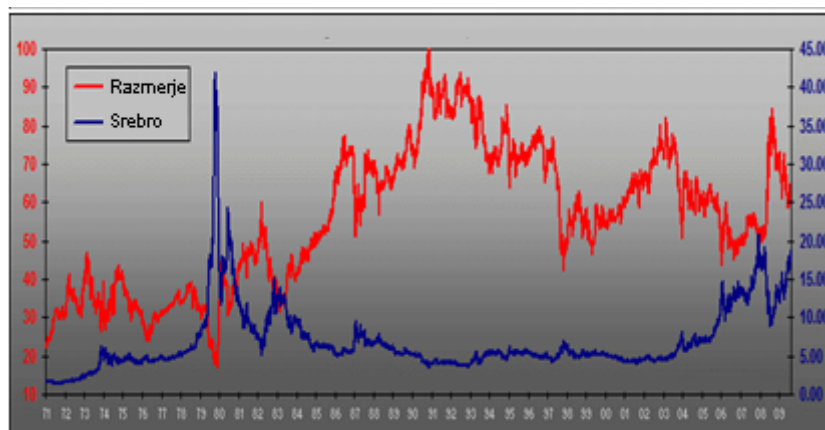
Po letu 1344 se je razmerje stoletja gibalo okoli 1:15 (Slika 3). Uradno menjalno razmerje 1:15,2 je bilo v Veliki Britaniji vpeljano leta 1717. Evropske države so razmerje določile

pri 1:15,5. Do padanja cen srebra v 70. letih 19. stoletja se je menjalno razmerje gibalo okoli uradnega menjalnega razmerja. Zaradi prehajanja držav s srebrnega oziroma dvokovinskega standarda na zgolj zlati standard je cena srebra močno padala zato se je razmerje dvigovalo v prid zlata. Povečano povpraševanje po zlatu in velika ponudba srebra sta razmerje dvignila s 15,5 leta 1870 na 35,05 leta 1898 in na 37,37 leta 1914 (Pančur, 2003, str. 286).

S Slike 4 je razvidno razmerje od leta 1971 do leta 2009. Do velikega padca leta 1980 je razmerje nihalo med 25 in 50. Zaradi močnega porasta cene srebra na račun velikih nakupov bratov Hunt je razmerje leta 1980 padlo na 14,01 (Gold Price, Gold-silver ratio, 2010).

Zlato in srebro sta se do leta 1991 gibala skupaj. Razmerje je počasi raslo do 1:98. Od leta 1991 pa je na trgu srebra glede na zlato opazen bikovski trend. Tako je do marca 1998 razmerje padlo na 46 (Sanik, 1999). Razmerje med zlatom in srebrom, izračunano iz letnih povprečnih cen obeh kovin, je leta 2000 znašalo 1:56. Leta 2003 se je dvignilo na 74, padlo na 52 leta 2006 in se leta 2009 zopet dvignilo na 66.

Slika 4: Cena srebra med leti 1971 in 2009 ter razmerje zlato-srebro



Vir: Gold-Eagle, Charts, 2010.

2 PONUDBA ZLATA IN POVPRÁŠEVANJE PO ZLATU

Na trgu zlata ponudbo predstavljajo novi izkopi te kovine, prodaje zlata uradnega sektorja (centralne banke in druge uradne institucije) in reciklirano zlato. Na strani povpraševanja pa se pojavljajo zlatarji, industrija in zobozdravstvo, investicijske palice in kovanci ter ETF in ostali skladi, ki vlagajo v zlato. Na strani povpraševanja se pojavljajo tudi centralne banke, vendar so bile do leta 2009 neto prodajalke, zato jih v nadaljevanju predstavljam na strani ponudbe.

V Tabeli 1 sta prikazana razčlenjena ponudba in povpraševanje po zlatu za zadnjih pet let. Ponudba zlata je bila v letu 2005 in 2006 višja od povpraševanja, v letih 2007 in 2008 pa je povpraševanje preseгло ponudbo. Primanjkljaj je v letu 2008 znašal 296 ton zlata. V letu 2009 je bilo na trgu ponovno več zlata kot je bilo povpraševanja po njem in ocenjeni presežek za leto 2009 je 504 ton zlata.

V nadaljevanju so predstavljeni posamezni ponudniki in povpraševalci po rumeni kovini.

Tabela 1: Ponudba in povpraševanje po zlatu (v tonah)

	2005	2006	2007	2008	2009	Letna sprememba v odstotkih 2009 vs 2008
Ponudba						
Proizvodnja rudnikov	2522	2486	2476	2409	2554	6
Hedging proizvajalcev	-86	-410	-444	-349	-257	...
Skupna dobava iz rudnikov	2436	2076	2031	2060	2296	11
Uradne prodaje sektorja	659	370	484	236	44	-81
Reciklirano zlato	889	1129	956	1217	1549	27
<u>Skupna ponudba</u>	3984	3574	3471	3513	3890	11
Povpraševanje						
Proizvodnja						
Zlatarstvo	2704	2285	2405	2187	1747	-20
Industrija in zobozdravstvo	429	459	462	436	368	-16
Skupna proizvodnja	3133	2744	2866	2622	2115	-19
Investicijske palice in kovanci	412	424	446	649	440	-32
Ostale maloprodajne investicije	-24	-19	-14	213	236	11
ETF-ji in ostali skladi	208	260	253	321	595	85
<u>Skupno povpraševanje</u>	3729	3409	3552	3806	3386	-11
"Izpeljane investicije"*	255	165	-81	-293	504	...
London PM Fix (\$US/oz)	444	604	659	872	972	12

Legenda: * »Izpeljane investicije« (ang. Inferred Investment): »to je preostanek od seštevka vseh drugih podatkov v tabeli. To vključuje institucionalne investicije, razen ETF-ov in podobnih skladov, gibanj delnic in drugih elementov.«

Vir: WGC: Gold Demand Trends. Full year and fourth quarter 2009, str.9, tabela 4.

Vir za leto 2006: Gold Demand Trends. Full year and fourth quarter 2008, str.9, tabela 4.

Vir za leto 2005: Gold Demand Trends. Full year and fourth quarter 2006, str.10, tabela 4.

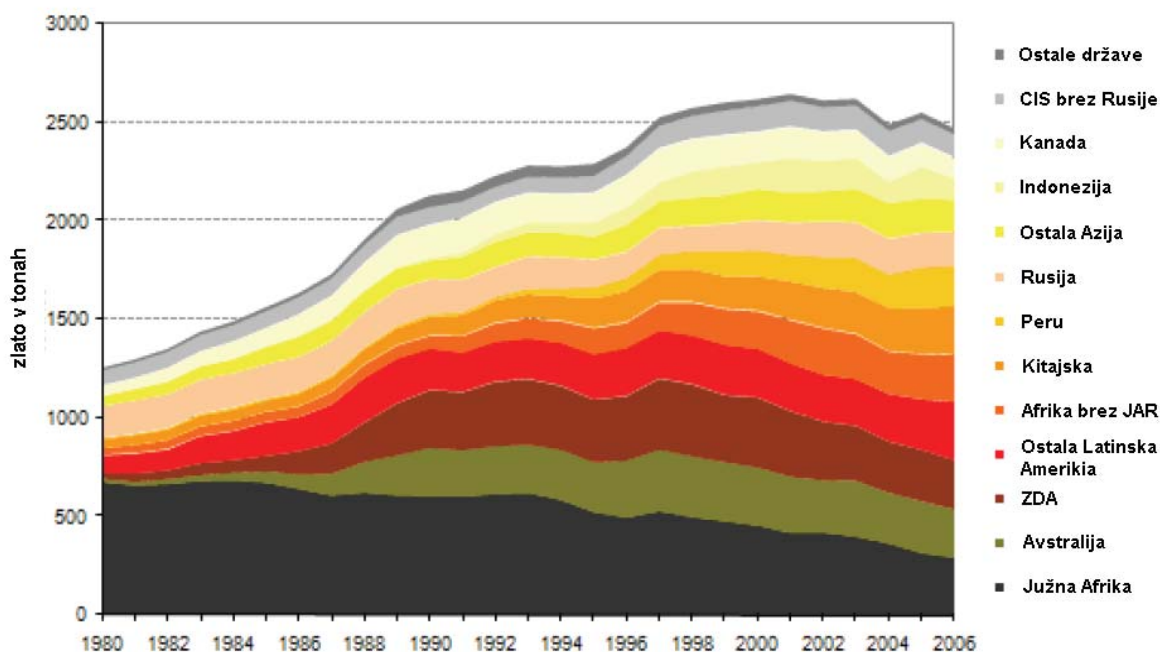
2.1 PONUDBA ZLATA

Skupna ponudba na trgu zlata je sestavljena iz na novo izkopanega zlata, prodaje uradnega sektorja in recikliranega zlata. Kot je razvidno iz Tabele 1 je celotna ponudba v letu 2007 znašala 3.471 ton zlata in je glede na predhodno leto padla za 3 odstotke, predvsem na račun povečanega *de-hedginga* in 15 odstotnega padca recikliranega zlata, vendar je veliko pomanjkanje na strani ponudbe izravnal uradni sektor s svojo povečano prodajo. Leta 2008 se je ponudba dvignila za 2 odstotka glede na leto 2007. Vpliv na povišano ponudbo sta imela predvsem večja reciklaža zlata in nižji *de-hedging*. V prvih treh četrtletjih leta 2009 se je ponudba postopoma zniževala zaradi naraščajočega *de-hedginga* in negativnega prispevka uradnega sektorja. Kljub temu je za leto 2009 ocenjena skupna ponudba 3.890 ton zlata, kar je največ v zadnjih štirih letih.

2.1.1 Primarna ponudba: proizvodnja zlata

Znano je, da so zlato kopali že Egipčani okoli leta 2000 p.n.š.. Skozi zgodovino je bilo izkopanega približno 158.000 ton zlata, od tega 66 odstotkov po letu 1950. Zlato kopljejo na vseh kontinentih, razen na Antarktiki kjer so izkopi prepovedani. Največja proizvajalka zlata v 20. stoletju je bila Južna Afrika, ki je na začetku 70. let prejšnjega stoletja proizvedla čez 70 odstotkov takratne svetovne proizvodnje (WGC, Gold Market Knowledge, 2007, str. 2).

Slika 5: Svetovna proizvodnja zlata 1980-2005



Vir: WGC: Gold Market Knowledge, 2007, str. 3.

Leta 2006 je bila Južna Afrika s 292 tonami oziroma 12 odstotki svetovne proizvodnje na prvem mestu proizvajalk zlata. Sledili sta ji Združene države Amerike s 252 tonami in Kitajska s 247 tonami zlata (WGC, Gold Market Knowledge, 2007, str. 2). V letu 2008 se je situacija obrnila: Južna Afrika je padla na tretje mesto lestvice proizvajalk zlata, za Kitajsko in ZDA, predvsem zaradi nesreč in varnostnih vprašanj ter političnih težav. Čeprav sta zmanjšano ponudbo Južne Afrike v letu 2008 nadomestili predvsem Indonezija in Rusija, je primarna ponudba zlata v tem letu padla za 3 odstotke glede na predhodno leto (WGC, Gold Demand Trends 2008, 2009, str. 9).

Proizvodnja zlata se je v tretjem četrtletju 2009 precej izboljšala in dosegla 6 odstoten dvig glede na tretje četrtletje 2008. Indonezija, Kitajska in Rusija so na državni ravni dosegle rekordne vrednosti v proizvodnji zlata (WGC, Gold Demand Trends Q3 2009, 2009, str. 9). Dvig primarne ponudbe za šest odstotkov na letni ravni (2.554 ton v letu 2009 nasproti 2.409 ton v letu 2008) je posledica številnih novih projektov oziroma novih proizvodenj v Tanzaniji in Senegalu (WGC, Gold Demand Trends 2009, 2010, str. 9).

Credit Suisse Standard Securities⁶ (2010, str. 12) je bil dolgo časa mnenja da bo primarna ponudba zlata padala za okrog 2 do 3 odstotke na leto. Sedaj ocenjujejo, da se bo zmanjševanje ponudbe začasno ustavilo za prihodnje obdobje od treh do petih letih, nato pa bo sledil kontinuiran padajoči trend. Razloga za stabilno obdobje sta naraščajoča cena zlata in rast večjih novih projektov, ki bodo predvidoma vplivali na povečano ponudbo (dodatnih 100 ton).

Drugi element proizvodnje aktivnosti je hedging proizvajalcev. To je del proizvodnje, ki je bil že vnaprej terminsko prodan. Nivoji de-hedginga, ki so imeli nekaj let zavirajoč vpliv na ponudbo, se sedaj zmanjšujejo. Proces de-hedginga je sedaj bolj kompleten in glavni rudarji ustvarjajo videz, da nimajo namena prevzemati novih hedgingov (WGC, Gold Demand Trends 2008, 2009, str. 10).

Izkopavanje zlata je geološko omejeno in pri primarni ponudbi zlata so pomembne tudi geološke rezerve in viri. Viri so znana nahajališča in jih (še) ni mogoče gospodarsko izkoristiti, medtem ko je izkopavanje rezerv možno in ekonomično. Viri običajno postanejo rezerve, ko cena iskane kovine raste (Muller, 2007, str. 128). U.S. Geological Survey v poročilu Mineral Commodity Summaries (2010) ocenjuje, da je na svetu še 47.000 ton rezerv zlata. Če bi torej vsako leto izkopali 2.554 ton zlata (kot v letu 2009), bi zlata zmanjkalo čez približno 18 let. Muller (2007, str. 128-131) na različne načine ocenjuje dobo trajanja rezerv zlata in dobi tudi različne rezultate konca izkopavanja zlata; leta 2026, 2036 in 2045. Ocene zaključijo z dejstvom, da je vseeno kdaj bo izkopavanja zlata konec (oziroma se bo izkopavanje asimptotično bližalo ničli; nikoli naj ne bi padlo povsem

⁶ Credit Suisse Standard Securities: v nadaljevanju CSSS.

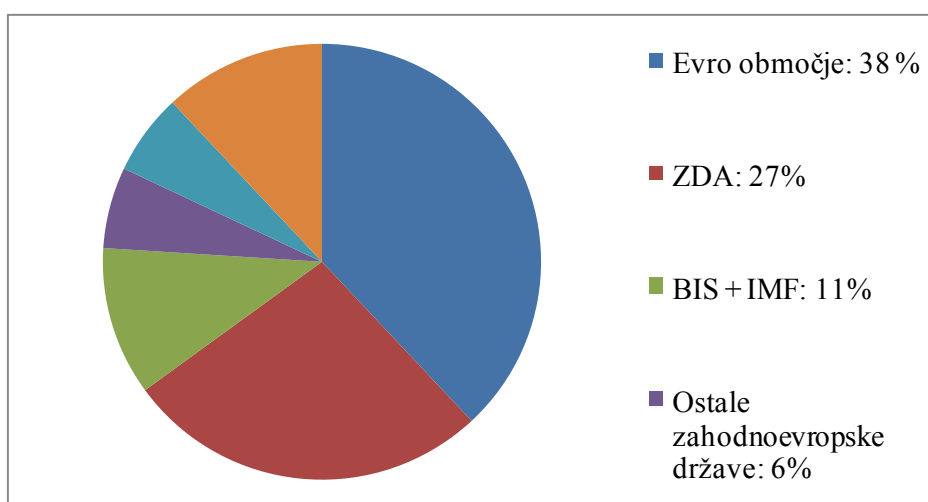
na nič); v vsakem primeru bo pridobivanje zlata vedno težje, tehnično zapleteno in drago. Primarna ponudba se bo s tega vidika morala zmanjšati.

2.1.2 Sekundarna ponudba: centralne banke (uradni sektor)

Centralne banke in uradne institucije imajo približno eno petino nadzemeljskih zalog zlata. To jim služi predvsem kot rezervno sredstvo, drugi vzroki pa so še diverzifikacija, ekonomska varnost, fizična varnost, nepričakovane potrebe in zaupanje javnosti (WGC, Why central banks hold gold, 2010).

Največje zaloge zlata imajo centralne banke v Evropi ter Severni Ameriki (Slika 6) in so bile prvinsko pridobljene kot rezerve klasičnega zlatega standarda. V zadnjem desetletju države svoje zlate rezerve še povečujejo. Države imajo v povprečju 10 odstotkov svojih rezerv v zlatu. Odstotek variira od države do države; od 83 odstotkov (Portugalska) do komaj odstotek ali celo nič rezerv v zlatu (npr. Kenija). Absolutno največ zlata ima Evropska centralna banka skupaj s centralnimi bankami držav članic Evrosistema. Decembra 2009 so zlate rezerve znašale 10.799 ton zlata, kar je približno 55 odstotkov rezerv v zlatu. Država, kot sama, ki ima največ zlata pa so Združene države Amerike, ki imajo 8.133 ton zlata oziroma 68 odstotkov rezerv v zlatu (december 2009). Slovenija je med vsemi državami in institucijami (npr. IMF, ECB) na svetu, ki imajo zlato v svojih rezervah, na 79. mestu. Centralna banka Slovenije je imela decembra 2009 3,2 tona zlata, kar predstavlja 9,7 odstotkov rezerv v zlatu (WGC, World official Gold Holdings, dec. 2009).

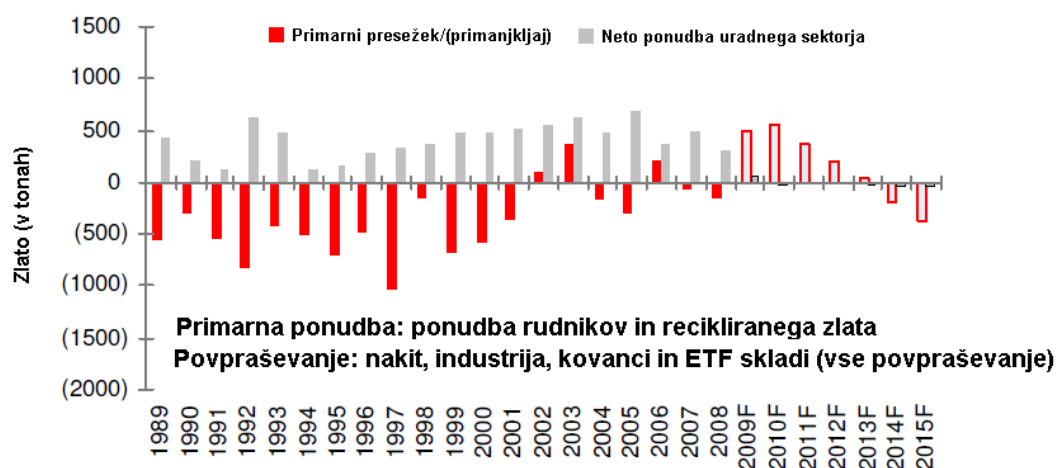
Slika 6: Svetovne rezerve zlata, 2006



Vir: WGC: Gold Market knowledge, 2007, str. 4.

Centralne banke oziroma uradni sektor so zelo pomembni ponudniki na trgu zlata. V zadnjih 20 letih so centralne banke prodale približno 8.025 ton, kar predstavlja 16,6 odstotkov primarne ponudbe (48.458 ton) v istem obdobju. Slika 7 pokaže kako so se v zadnjih 20 letih primankljaji primarne ponudbe (tu je poleg proizvodnje zlata zajeto še reciklirano zlato) zakrivali s ponudbo centralnih bank in s hedgingi proizvajalcev. Če ponudbe centralnih bank ne bi bilo, bi se cena zlata prilagodila primankljaju in se posledično dvignila (CSSS, 2010, str.13).

Slika 7: Primarni presežek in primanjkljaj ponudbe in povpraševanja, prodaje centralnih bank in napoved



Vir: Credit Suisse Standard Securities: Gold supply and demand update and price forecast, 2010, str. 14, slika 15.

Centralne banke na trg zlata vplivajo ne le s prodajo in kupovanjem, temveč tudi s posojanjem, menjavami in drugimi finančnimi inštrumenti, saj so na trgu glavni ponudniki pri izposojanju zlata. Banke z zlatom (*ang. Bullion banks*) si zlato izposojajo pri centralnih bankah ter ga nato prodajo na trg, da s mehanizmi hedginga zavarujejo svoje lastne transakcije; npr. z rudarskimi podjetji, ki zlato prodajo vnaprej (*forward*). Ko posojilo centralnih bank zapade v plačilo, bo ta povrnjen s protivrednostjo v zlatu bullion banke; npr. z zlatom, ki je bilo vnaprej prodano in v tem času dejansko izkopano in dobavljeno. Opisani mehanizem dejansko vpliva na čas dobave zlata na trg (WGC, Gold Market Knowledge, 2007, str. 3 - 4).

Naraščajoče prodaje centralnih bank v 90. letih so imele destabilizacijski učinek na trg zlata in na padajočo ceno zlata. Prizadele so tudi države, ki so proizvajale zlato. V odgovor na to je 26. septembra 1999 petnajst Evropskih centralnih bank sprejelo Sporazum centralnih bank o zlatu (*ang. The Central Bank Gold Agreement*) – CBGA. V sporazumu, ki je bil sklenjen za naslednjih 5 let, so navedli, da bo zlato še naprej pomemben del globalnih denarnih rezerv. Svoje kolektivne prodaje so omejili na 2000 ton v naslednjih petih letih (400 ton/letno). Napovedali so, da ne bodo povečali posojil in uporabe

izvedenih finančnih instrumentov v naslednjem petletnem obdobje. (Septembra 1999 je bila vsota posojenega zlata bank podpisnic 2119 ton). Z dogovorom je bil na trgu zlata odstranjen pomemben element nestabilnosti (WGC, Central bank agreement on gold, 2010).

Prvi sporazum je bil 27. septembra 2004 zamenjan z drugim Sporazumom centralnih bank o zlatu (CBGA2). Tudi ta je bil oblikovan za petletno obdobje in je poudarjal pomen zlata kot elementa svetovnih denarnih rezerv. Sporazuma sta imela dve pomembni razliki. Prvič; drugega sporazuma ni podpisala Velika Britanija, podpisali pa sta ga Grčija in decembra 2006 še Slovenija (tik preden je prevzela evro kot svojo valuto). Drugič; razlikoval se je znesek zlata, ki ga podpisnice lahko prodajo: dvignil se je na 2.500 ton v petih letih oz. 500 ton na leto. Banke podpisnice so se v drugem sporazumu dogovorile, da vsota posojenega zlata in vsota terminskih pogodb ter opcij ne bo preseгла zneskov, ki so bili določeni v prvem sporazumu. V času prvega sporazuma je posojanje zlata upadlo (WGC, Central bank agreement on gold, 2010).

27. septembra 2009 je pričel veljati tretji Sporazum o centralnih bankah (CBGA3), s čimer se je prekinil drugi sporazum. Kot prva dva, je tudi ta oblikovan za petletno obdobje; do 26. septembra 2014. V tretjem dogovoru je bilo ponovno potrjeno, da »zlato ostaja pomemben element globalnih monetarnih rezerv«. Tretji dogovor je skupno prodajo znižal na 2.000 ton v petih letih (400 ton/leto). CBGA3 tudi navaja, da se količina odproda tako, da bistveno ne vpliva na dodatno ponudbo na trgu zlata. In če IMF ne bi bil zmožen temu zadostiti s prodajo izven trga, bo prodaja potekala preko CBGA3. Tretji sporazum so podpisale države, ki so sprejele tudi CBGA2 (Evropska centralna banka in centralne banke držav Belgije, Nemčije, Irske, Grčije, Španje, Francije, Italije, Luksemburga, Nizozemske, Avstrije, Portugalske, Finske, Švedske in Švice) skupaj s centralnimi bankami Slovenije, Cipra, Malte in Slovaške (vse so se pridružile CBGA2, ko so sprejele evro) (WGC, Central bank agreement on gold, 2010).

V letu 2008 je neto prodaja centralnih bank znašala 236 ton zlata (Tabela 1) kar predstavlja 42 odstotkov manj kot v letu 2007. Čeprav je bila v drugem in tretjem četrtletju 2009 ponudba zlata s strani centralnih bank negativna, je ponudba v celotnem letu 2009 znašala 44 ton zlata. To predstavlja 81 odstotkov manj kot v letu 2008. CSSS (2010, str.13) je mnenja, da bodo centralne banke v letu 2010 postale neto kupci: da bodo kupile več zlata kot ga prodale. Navajajo, da bodo centralne banke držav Rusije, Kitajske in Indije še naprej akumulirale zlato.

2.1.3 Sekundarna ponudba: reciklirano zlato

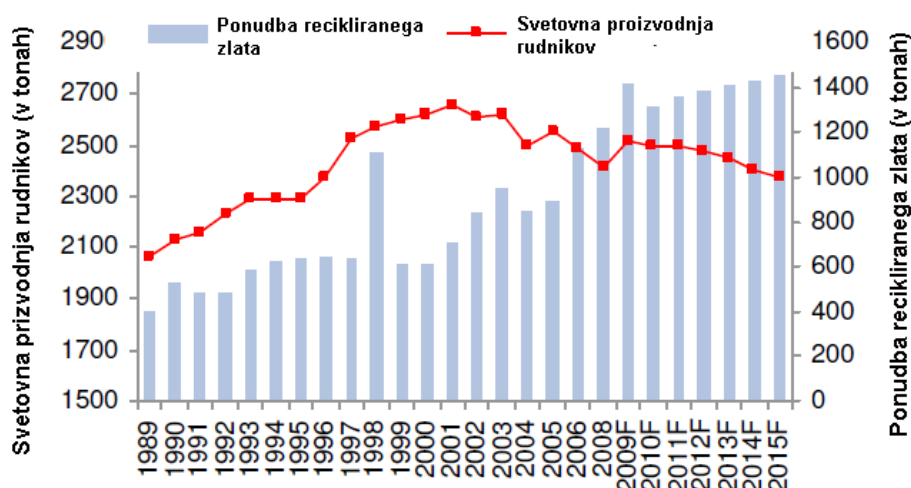
Reciklirano zlato ali ostanki (*ang. Scrap*) po definiciji pomeni zlato, ki je pridobljeno nazaj iz starih izdelanih predmetov in pretopljeno v palice. Največji delež recikliranega zlata predstavlja nakit, manjši delež elektronske komponente; redko so tu tudi investicijske palice in kovanci. Med to različico ponudbe pa ne spada nakit ki je bil zamenjan staro za novo in nato preprodan ne da bi bil preoblikovan. Tudi investicijske palice in kovanci, ki se preprodajo ne spadajo pod reciklirano zlato (WGC, Gold Market Knowledge, 2007, str. 4).

Zaradi svoje neuničljivosti skoraj vse zlato ki je bilo kdajkoli izkopano še vedno obstaja. Iz večine uporab je zlato možno pridobiti nazaj, ga pretopiti in ponovno uporabiti. Zato je ponudba recikliranega zlata vedno bolj pomemben dejavnik na trgu zlata (WGC, Gold Market Knowledge, 2007, str. 4).

Ponudba recikliranega zlata je v veliki meri odvisna od ekonomskih dejavnikov in cene zlata. Običajno ponudba raste v času ekonomske krize in/ali v času naraščajoče cene zlata (WGC, Gold market knowledge, 2007, str. 5). Oba omenjena dejavnika sta razlog za 27 odstotni dvig ponudbe recikliranega zlata v letu 2008 glede na leto 2007. Tudi v letu 2009 je reciklirano zlato poraslo za 27 odstotkov glede na leto 2008 (Tabela 1).

Slika 8 prikazuje naraščajoči trend ponudbe recikliranega zlata in padajočo proizvodnjo zlata. Vrh v ponudbi recikliranega zlata v letu 1998 je posledica azijske krize 1997-1998 (WGC, Gold market knowledge, 2007, str. 5). Tudi v naslednjih letih naj bi se ponudba recikliranega zlata povečevala in bila celo primerljiva s proizvodnjo zlata. Naraščajoča ponudba recikliranega zlata bo tudi (z večjo ali manjšo količino) kompenzirala učinke prodaj centralnih bank na celotno ponudbo zlata (CSSS, 2010, str. 16).

Slika 8: Svetovna proizvodnja rudnikov in reciklaža zlata



Vir: Credit Suisse Standard Securities: Gold supply and demand update and price forecast, 2010, str. 16, slika 18.

2.2 POVPRASEVANJE PO ZLATU

Povpraševanje po zlatu v grobem delimo na proizvodno in investicijsko povpraševanje. V prvo spada zlatarstvo, zobozdravstvo in industrijsko povpraševanje. Pod investicijsko povpraševanje spadajo nakupi investicijskih palic in kovancev ter vlaganje v ETF in ostale sklade. V zadnjih petih letih je bilo skupno povpraševanje največje v letu 2008 in je znašalo 3.806 ton zlata (Tabela 1). Naslednje leto je skupno povpraševanje padlo za 11 odstotkov, predvsem zaradi manjšega povpraševanja zlatarjev. Kljub temu je zlatarstvo s 1.747 tonami v letu 2009 največji kupec zlata. V letu 2009 glede na leto 2008 so največji odstotni dvig v povpraševanju imeli ETF skladi, ki so v letu 2009 pokupili 595 ton zlata.

Tabela 2: Povpraševanje po zlatu (v milijardah dolarjev)

	2007	2008	2009
Zlatarstvo	53,7	61,1	55,1
Industrija in zobozdravstvo	10,3	12,3	11,6
Znane investicije	15,3	32,5	38,9
Skupaj	79,3	105,9	105,6

Vir: World Gold Council, Gold Demand Trends 2009,2010, str. 3.

2.2.1 Zlatarstvo

Povpraševanje po zlatarskih izdelkih je pod vplivom različnih kulturnih in socialnih dejavnikov. Tako je zanimanje večje v državah, kjer je zlato že tradicionalno bolj cenjeno; to so azijske in muslimanske države. Največ zlata za nakit porabijo v Indiji (406 ton v letu 2009), sledi ji Kitajska s 372 tonami, ZDA s 150 tonami, Saudska Arabija s 82 tonami,... (WGC, Gold Demand Trend 2009, 2010, str. 15). Povpraševanje po nakitu je tudi izredno sezonsko: največje je v božičnem času in ostalih praznikih: ob kitajskem novem letu, v sezoni porok v Indiji,.. (WGC, Gold Market Knowledge, 2007, str. 5).

Povpraševanje po zlato za zlatarske namene je odvisno predvsem od cene zlata. V letu 2008, ko je cena zlata pričela dosegati visoke vrednosti in ko je gospodarstvo prizadela kriza je povpraševanje zlatarjev padlo glede na predhodno leto za 11 odstotkov na 2.187 ton zlata. Kljub temu so zlatarji v letu 2008 za kupljeno zlato plačali približno 7,4 milijarde dolarjev več kot v letu 2007 (Tabela 2). V letu 2009 je povpraševanje zlatarjev padlo še za dodatnih 20 odstotkov na 1.747 ton zlata, kar je najmanj v zadnjih petih letih.

CSSS (2010, str. 17) ocenjuje, da bo zlatarsko povpraševanje rahlo okrevalo v letu 2010, na okoli 1.812 ton. Raven iz leta 2008 naj bi povpraševanje zlatarjev ponovno doseglo do leta 2013.

2.2.2 Industrija in zobozdravstvo

Zlato je dober toplotni in električni prevodnik ter odporen na korozijo. Zaradi omenjenih fizikalnih lastnosti ga uporabljajo za elektronske komponente. Elektronika predstavlja približno 7 odstotkov celotnega povpraševanja po zlato in delež se spreminja glede na globalno ekonomsko rast in »premoženje« elektronske industrije. Največ elektronskih komponent, ki vsebujejo zlato, izdelajo v Severni Ameriki, zahodni Evropi in vzhodni Aziji. Zaradi biokompatibilnosti, odpornosti na bakterije in lahkega oblikovanja ima zlato dolgo zgodovinsko uporabo v medicini. Danes različna biomedicinska področja uporabe med drugim vključujejo uporabo zlatih žic pri srčnih transplantacijah in uporabo zlatih obročkov kot podporo oslabelem venam. Najbolj znana in najbolj razširjena uporaba zlata v medicini pa je prav gotovo zobozdravstvo, ki predstavlja pod 2 odstotka skupnega povpraševanja. Največje proizvajalke zobnih zlitin so Japonska, Združene države Amerike in Nemčija (WGC, Gold Market Knowledge, 2007, str. 7 - 8).

Zlato se uporablja tudi v številne druge industrijske in dekorativne namene: pozlačeni predmeti, zlate niti v tekstilu (*jari* v Indiji),... Njegove tehnične lastnosti, da odbija svetlobo in toploto ga delajo nepogrešljivega v laserski in optični tehniki. Te vrste uporabe

predstavljajo 2 do 3 odstotke celotnega povpraševanja po zlatu (WGC, Gold Market Knowledge, 2007, str. 8).

Raziskave zadnjega desetletja odkrivajo nove možnosti uporabe zlata v industriji, ki nakazujejo možnosti znatnega povečanja porabe na račun novih prihajajočih tehnologij. Tu zagotovo prednjači uporaba zlatih katalizatorjev v gorilnih celicah in čistilnih aplikacijah, veliko pa obeta tudi nova nanotehnologija zlatih paličic, ki premika meje v izdelavi malih barvnih LCD zaslonov za aplikacijo v elektronskih napravah (WGC, Gold Market Knowledge, 2007, str. 8).

V letu 2009 je povpraševanje za industrijo in zobozdravstvo znašalo 368 ton zlata, kar je za 16 odstotkov manj kot v letu 2008. Padeč na letni ravni je posledica ekonomske krize. Gledano razčlenjeno so v letu 2009 glede na leto 2008 padle vse podvrste tega povpraševanja: za elektroniko se je obseg povpraševanja znižal za 17 odstotkov, za zobozdravstvo 6 odstotkov in za ostale industrijske in dekorativne namene za 17 odstotkov. V letu 2010, ko naj bi globalno gospodarstvo okrevalo, se bo povečalo tudi povpraševanje po zlatu za industrijske in zobozdravstvene namene (WG, Gold Demand Trends 2009, 2010, str. 3, 6).

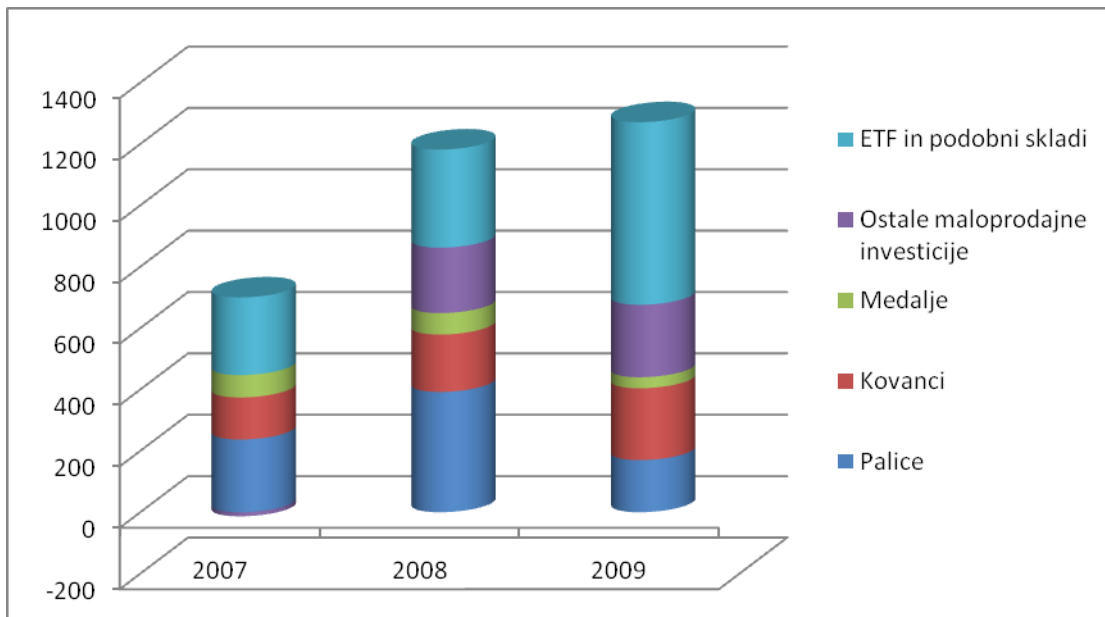
2.2.3 Investicije

Če je gospodarska kriza v letu 2008 povzročila zmanjšano proizvodno povpraševanje po zlatu, je na drugi strani močno dvignila investicijsko povpraševanje. Močan dvig je bil v letu 2008, ko so znane investicije obsegale 1.183 ton zlata, kar je 72 odstotkov več kot v letu 2007. V letu 2009 je investicijsko povpraševanje ocenjeno na 1.271 ton zlata oziroma 7 odstotkov več kot letu 2008. Znane investicije se delijo na zlate palice, zlate kovance, medalje, ostale maloprodajne investicije in ETF ter podobne sklade. V letih 2007 – 2009 se je povečeval obseg nakupov zlatih investicijskih kovancev ter obseg vlaganja v ETF sklade. Predvsem slednji doživljajo pravi razcvet, saj se je obseg tovrstnega povpraševanja v letu 2009 dvignil za 85 odstotkov glede na predhodno leto in je znašal 595 ton zlata (Tabela 1, Slika 9).

Zlato je investitorjem skozi zgodovino zagotavljalo »varen pristan« (ang. »safe haven«) v negotovih časih. Še danes velja, da je zlato varen hranilec vrednosti v nestanovitnih časih, kot so časi gospodarskih in finančnih kriz. Zato investitorji zlato pogosto vključijo v svoj portfelj investicij in s tem diverzificirajo tveganje. Dempster in Artigas (2009) sta v študiji prikazala, da je zlato dobro zavarovanje v času inflacije in dolgoročna strateška dobrina. Za tri različna obdobja sta zlato primerjala s tremi indeksi: S&P GCSI (proizvodno pogojen indeks dobrin), BB REITs (Bloombergov nepremičninski indeks) in TIPS (Barclay'sov indeks zakladnih obveznic z indeksirano inflacijo). V visoko inflacijskih letih

je imel zlato najboljše realne donose obenem pa tudi najboljše razmerje med donosom in varnostjo.

Slika 9: Investicijsko povpraševanje v tonah



Vir: World Gold Council: *Gold Demand Trends 2009, 2010*, str. 7, tabela 3.

Investitor lahko vlaga v fizično zlato ali v izvedene inštrumente, ki se nanašajo na zlato. Pri fizičnem nakupu zlata lahko vlagatelj izbira med širokim izborom kovancev in palicami; oboji se razlikujejo po teži in čistosti. Pri tem velja omeniti, da so kovanci zakonito plačilno sredstvo v državi, kjer so bili izdani in to za njihovo nominalno vrednost in ne tržno. V mnogih državah, tudi v celotni Evropski Uniji, so nakupi zlata za investicijske namene oproščeni davka na dodano vrednost (WGC, *How to invest*, 2010).

Investitor ima pester izbor možnosti tudi za vlaganje v izvedene inštrumente na zlato (WGC, *How to invest*, 2010):

1. Kotirajoči indeksni skladi – ETF skladi (*ang. Exchange Traded Funds*). Vrednostne papirje teh skladov je mogoče kupiti ali prodati na borzi in so 100 odstotno podprti s fizičnim zlatom. Ti vrednostni papirji imajo velik vpliv na trg zlata in so v letu 2009 predstavljali 17 odstotkov celotnega povpraševanja.

2. Termnske pogodbe (*ang. futures*) in **opcije** (*ang. options*). Termnske pogodbe za zlato določajo, da bo določena količina in čistost zlata dobavljena na dogovorjen dan po dogovorjeni ceni. Začetni kapital ali gotovinski polog, ki je plačan posredniku je le del cene zlata osnovne pogodbe. Vlagatelj lahko na ta način doseže fiktivno lastništvo nad zlatom, katerega vrednost je višja od prvotnih izdatkov. Ta vzvod investitorjem v primeru

pozitivnega gibanja cene zlata prinese dobiček, v primeru negativnega gibanja cene pa izgubo. Futures cena je običajno višja od borzne cene, saj vključuje še obresti izposojenega zlata, stroške zavarovanja in stroške skladiščenja. S terminskimi pogodbami se trguje na organiziranem trgu – borzi surovin v New Yorku, Chicagu, Tokyu, Indiji in Dubaju.

Opcije, za razliko od futures pogodb, dajejo imetniku pravico, in ne obveznost, da na določen dan kupi (call opcija) ali proda (put opcija) določeno količino zlata po vnaprej določeni ceni. Cena opcije je odvisna od borzne cene zlata, višine vnaprej dogovorjene cene (izvršna cena), obrestne mere in predvidevanj glede nihanja cene.

3. Strukturirani produkti (*ang. structured products*). Strukturirani proizvodi so forward pogodbe, obveznice vezane na zlato (*ang. gold-linked bonds*) in strukturirane menice (*structured notes*). Z njimi trgujejo predvsem institucionalni investitorji, saj je minimum vrednosti naložbe običajno visok. S forward pogodbami se trguje na izvenborznem (OTC) trgu (*ang. over-the-counter*). Forward pogodba je sklenjena neposredno med dvema strankama, ter jima omogoča izmenjavo zlata po dogovorjeni ceni na določen dan. Takšne pogodbe omogočajo obvladovanje tveganja in špekulacije. Obveznice vezane na zlato so na voljo le pri velikih trgovcih s plemenitimi kovinami in investicijskih bankah ter investitorju omogočajo kombinacijo: izpostavljenosti nihanja cene, donos in zaščito. Strukturirane menice omogočajo vložitev dela premoženja za nakup call ali put opcij, odvisno od trenda na trgu (bikovski ali medvedji trg). Za razliko od zlatih obveznic, ta strukturirani produkt omogoča različne stopnje sodelovanja na denarnih trgih in s tem višjo možnost dobička, obenem pa še vedno zagotavlja nekaj varnosti, ki jo prinaša zlato.

4. Računi na zlato (*ang. gold accounts*). Banke, ki se ukvarjajo s plemenitimi kovinami (*ang. bullion banks*) ponujajo dva tipa »zlatih računov«; dodeljene in ne dodeljene račune. Pri dodeljenih računih ima vsak posamezni vlagatelj dodeljene zlate palice (ali kovance), ki so oštevilčene in jih ima spravljene v trezorju, ki je v lasti banke ali trgovca plemenitih kovin. Imetnik dodeljenega računa, ki plača tudi stroške zavarovanja in skladiščenja, ima polno lastništvo nad zlatom na računu in banka s tem zlatom ne sme trgovati ali ga posojati. Pri ne dodeljenih računih vlagatelj zlatih palic nima dodeljenih. Pri teh računih ni stroškov zavarovanja in shranjevanja in banka ima pravico, da si zlato izposodi. Banke običajno ne poslujejo s količinami manjšimi kot 1000 unč, zato so njihove stranke institucionalni investitorji, centralne banke in investitorji, ki želijo kupiti ali si izposoditi velike količine zlata.

5. Zlata varčevalna shema (*ang. gold accumulation plans – GAP*). To je oblika varčevalne sheme, pri kateri vlagatelj vsak mesec vloži določeno količino denarja, s katerim kupi zlato po trgovalni ceni, ki velja tisti dan. Mesečni vložki so lahko tudi relativno majhni. Ker se zlato kopiči v daljšem časovnem obdobju, je tveganje manjše da bi bila velika vsota denarja vložena ob napačnem času. Ko vlagatelj zapre račun lahko dobi

svoje zlato v obliki palic ali kovancev, včasih tudi v obliki nakita. Če se odloči za prodajo zlata dobi izplačilo v obliki denarja.

6. Skladi usmerjeni v zlato (*ang. gold orientated funds*). Različne vrste skladov vlagajo v delnice ali terminske pogodbe zlatih in drugih rudarskih podjetji. Naložbe v lastniški kapital zlatega rudarskega podjetja se razlikujejo od vlaganj v naložbeno zlato. Razlika je v tem, da je donos v teh skladih odvisen ne le od cene zlata, temveč tudi od poslovanja rudarske družbe, verjetnosti novih odkritij in drugih dejavnikov.

7. Elektronsko plačevanje z zlatom (*ang. electronic currencies*). Tu gre za elektronske »valute«, ki so vezane na zlato, le to pa je spravljeno v dodeljenih skladiščih. S takimi valutami se lahko preprosto in stroškovno učinkovito kupuje in prodaja zlato in se ga uporablja kot denar. Takšne valute omogočajo, da se z zlatom lahko plača spletna plačila po vsem svetu.

8. Zlati certifikati (*ang. gold certificates*). Zlate certifikate je do leta 1933 izdajala ameriška državna blagajna iz državljanske vojne. Bili so denominirani v dolarjih in zamenljivi za enako vrednost zlata. Danes zlate certifikate izdajajo posamezne banke, predvsem v Švici in Nemčiji in investitorjem dajejo možnost, da imajo v lasti zlato, ne da bi ga fizično posedovali. Tako se izognejo težavam pri shranjevanju in varnosti zlata.

3 PONUDBA SREBRA IN POVPRASEVANJE PO SREBRU

Na trgu srebra ponudbo te kovine sestavljajo proizvodnja rudnikov, reciklirano srebro in prodaje uradnega sektorja. Na strani povpraševanja pa je največji porabnik srebra industrija. Ostale skupine povpraševalcev se še fotografija, industrija nakita, srebrnina ter investicijske palice in kovanci.

Tabela 3 prikazuje ponudbo in povpraševanje na trgu srebra za obdobje 2004 – 2008. Ponudba in povpraševanje po srebru sta v letih 2007 in 2008 znašali 27.632 ton oziroma 888,4 milijonov unč. Če iz ponudbe izvzamemo prodaje centralnih bank, je strukturni primanjkljaj v letu 2007 znašal 4,8 odstotkov in v letu 2008 3,5 odstotkov. V nadaljevanju sta ponudba in povpraševanje predstavljena razčlenjeno.

Tabela 3: Ponudba in povpraševanje po srebru v letih 2004 – 2008 (v tonah)

	2004	2005	2006	2007	2008	2008 vs 2007 v %
Ponudba						
Proizvodnja rudnikov	19.066	19.816	19.946	20.659	21.178	2
Recikliranje srebra	5.714	5.786	5.848	5.658	5.493	-3
Prodaje centralnih bank	1.925	2.050	2.432	1.315	961	-27
Hedging proizvajalcev	299	858	/	/	/	/
Neto dezinvesticije	/	/	/	/	/	/
<u>Skupna ponudba</u>	27.004	28.510	28.226	27.632	27.632	0
Povpraševanje						
Industrija	11.418	12.600	13.203	14.105	13.909	-1
Fotografija	5.561	4.986	4.429	3.881	3.261	-16
Industrija nakita	5.440	5.406	5.172	5.085	4.924	-3
Srebrnina	2.093	2.109	1.903	1.829	1.783	-3
Kovanci in medalje	1.319	1.244	1.237	1.234	2.019	63
<u>Skupaj industrija</u>	25.831	26.345	25.944	26.134	25.896	-1
De-hedging proizvajalcev			211	730	174	-76
Vključene neto investicije	1.173	2.165	2.071	768	1.562	203
<u>Skupno povpraševanje</u>	27.004	28.510	28.226	27.632	27.632	0
Cena srebra (\$/oz)	6,658	7,312	11,549	13,384	14,989	12

Vir: The Silver Institute: Demand and Supply in 2008, 2010.

3.1 PONUDBA SREBRA

Na trgu srebra ponudbo predstavljajo novi izkopi iz rudnikov, reciklirano srebro in neto prodaje centralnih bank. Največji delež v celotni ponudbi ima proizvodnja rudnikov; v letu 2008 je le ta znašal 77 odstotkov. Ponudba recikliranega je zadnjih pet let relativno stabilna; povprečno je znašala 5.700 ton srebra. Ponudbo srebra so v letu 2008 glede na leti 2005 in 2006 za več kot polovico zmanjšale centralne banke. Tako so v zadnjem letu centralne banke prispevale le 4 odstotke srebra k celotni ponudbi.

3.1.1 Proizvodnja rudnikov

Lastnost srebra je, da se v naravi pojavlja z drugimi elementi, predvsem s svincem, cinkom, bakrom in zlatom. Rudniki, kjer je glavni cilj izkop srebra se imenujejo primarni rudniki. Le ti so v letu 2008 nakopali 191 milijonov unč srebra oziroma 28 odstotkov ponudbe rudnikov. Ostalih 72 odstotkov je bilo izkopanih kot stranski proizvod prej

omenjenih elementov; največ (37 odstotkov) pri izkopu svinca in cinka (Gold Fields Mineral Services⁷, World Silver Survey 2009, 2009, str. 9).

Več kot polovica izkopenega srebra prihaja iz Amerike. Največji proizvajalec srebra na svetu je Peru (118,3 milijonov unč v letu 2008), sledijo mu Mehika, Kitajska, Avstralija in Čile (The Silver Institute, Demand and Supply in 2008, 2010).

V letu 2008 je proizvodnja srebra iz rudnikov dosegla najvišji obseg izkopov v zadnjih desetih letih; 680,9 milijonov unč oziroma 21.178 ton srebra, kar je tudi 3 odstotke več kot v letu 2007. Čeprav je proizvodnja industrijskih kovin in tudi zlata v letu 2008 ohranila padajoči trend je izkopana količina srebra še vedno ohranila naraščajočo tendenco, ki naj bi se spremenila v letu 2009 ravno zaradi zmanjšane proizvodnje drugih industrijskih kovin, saj koprodukcija srebra predstavlja znaten delež ponudbe srebra in obenem vpliva na ceno produkcije neplemenitih kovin (GFMS, World silver survey 2009, 2009, str. 8).

Srebro ima geološko posebnost, da se ga večina nahaja malo pod površjem Zemlje. Torej, globlje kot se vrta več je zlata in manj je srebra. Zato bo v prihodnosti geološko vedno težje najti nova nahajališča (Muller, 2007, str. 186). Kljub temu je po podatkih U.S. Geological Survey (Mineral Commodity Summaries 2010, Silver) na Zemlji še 400.000 ton rezerv srebra. Če bi vsako leto izkopali enako količino srebra kot v letu 2008 (21.178 ton) bi se ponudba rudnikov končala v slabih 19 letih.

3.1.2 Reciklirano srebro

Povrnjeni stari izdelki iz srebra na trgu ponudbe predstavljajo reciklirano srebro. Pod stare izdelke je zajeto star nakit, fotografske kemikalije in celo zavrženi računalniki. Pod reciklirano srebro pa ni vključeno srebro, ki se vrne nespremenjeno iz proizvodnega procesa ali nikoli ne postane končni izdelek - industrijski odpadek. Običajno reciklirano srebro predstavlja približno petino celotne ponudbe srebra (GFMS, World silver survey 2009, 2009, str. 8).

Ponudba recikliranega srebra se je v letu 2008 zmanjšala za 3 odstotke glede na predhodno leto in je obsegala 5.493 ton srebra. Padec je presenetljiv, saj se je povprečna cena srebra v dolarjih dvignila za 12 odstotkov in v indijskih rupijah za 15 odstotkov. Prav v Indiji je obseg recikliranega srebra padel. Kljub temu je visoka cena povečala reciklažo nakita in drugih srebrnih izdelkov na trgih Srednjega Vzhoda, vzhodne Azije in ponekod na zahodu. Padec reciklaže fotografskih izdelkov je bil nadomeščen z reciklažo nakita, srebrnine in

⁷ Gold Fields Mineral Services – v nadaljevanju GFMS

rahlo večjim prispevkom starih industrijskih produktov (GFMS, World silver survey 2009, 2009, str. 8, 9).

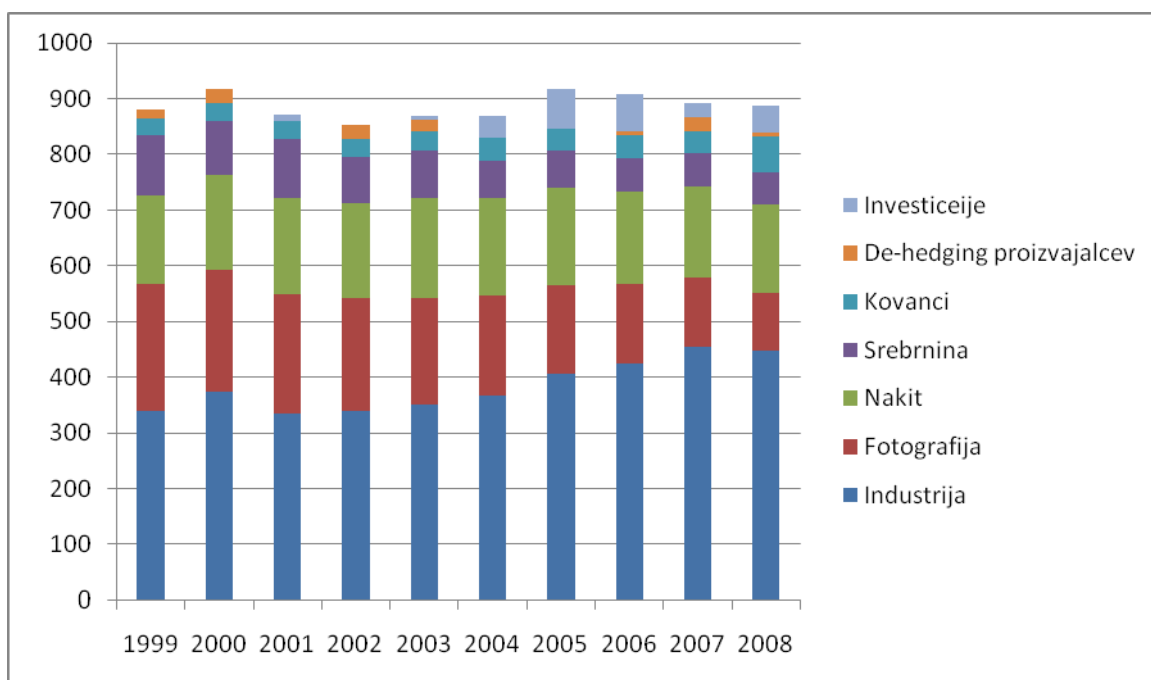
3.1.3 Prodaje centralnih bank in dezinvesticije

Srebro v obliki palic in kovancev na trgu prodajajo tudi centralne banke in privatni sektor. Vendar ni nujno, da sta vsako leto uradni in privatni sektor neto prodajalca. Zadnja leta privatni sektor nastopa na trgu kot neto kupec in tudi centralne banke zmanjšujejo svoje prodaje. Tako so v letu 2008 trgu prodale le 961 ton srebra, kar je za 27 odstotkov manj kot v letu 2007 (GFMS, World silver survey 2009, 2009, str. 8).

3.2 POVPRÁŠEVANJE PO SREBRU

Največji kupec na trgu srebra je industrija, ki predstavlja kar polovico celotnega povpraševanja po srebru (Slika 10). Povpraševanje po srebru za nakit je naslednji največji segment povpraševanja (18 odstotkov celotnega povpraševanja), vendar je relativno cenovno občutljiv. Fotografija je tretji največji kupec, vendar se ta trg zmanjšuje zaradi prehoda na digitalno fotografijo. Sedem odstotkov celotnega povpraševanja predstavljajo investicijski kovanci in 6 odstotkov srebrni izdelki. Odvisno od leta, se lahko na strani povpraševanja pojavljajo še centralne banke, hedging proizvajalcev in neto investicije.

Slika 10: Povpraševanje po srebru od leta 1999 do 2008 (v milijonih unč)



Vir: The Silver Institute, Demand and Supply in 2008, 2010.

3.2.1 Industrija

Srebro je zaradi svojih fizikalnih, kemijskih in bioloških lastnosti nepogrešljiv element v industriji. Pri sobni temperaturi je najboljši električni in toplotni prevodnik. S kisikom iz zraka ne reagira in ne oksidira. Zato je nezamenljiv v številnih električnih in elektronskih konstrukcijskih delih: kondenzatorjih, stikalih, varovalkah in kontaktih. Vsako električno stikalo za prižig luči v hiši, televizor, sesalec, pralni stroj, stikala v avtomobilih,... vsebujejo srebro. Zaradi dobre odbojnosti svetlobe se srebro uporablja v ogledalih, avtomobilskih oknih, sončnih očalih in sončnih celicah. Zaradi naravnega protibakterijskega učinka se srebro pojavlja v gospodinjskih vodnih filtrih, povojih za opeklino, oblačilih ki imajo lastnost stabilizirati telesno temperaturo; tudi hladilniki imajo notranjo stran prevlečeno s tanko plastjo srebra. Dobra vlečljivost srebra (iz enega grama srebra dobimo dva kilometra dolgo žico) odpira nove uporabo v proizvodnji t.im. čipov za radiofrekvenčno identifikacijo, ki omogočajo elektronsko varovanje za različne vrste blaga (Muller, 2007, str. 167–178).

Naraščajoče svetovno prebivalstvo in težnja za boljši standard bo povečevalo povpraševanje po omenjenih izdelkih in s tem povpraševanje po srebru. Industrijsko povpraševanje po srebru je namreč neelastično, saj je v produktih majhen delež srebra in na končno ceno izdelka praktično ne vpliva. Zato povpraševanje ne bo padlo, tudi če bo cena rasla, saj trenutno ni materiala ki bi nadomestil srebro s svojimi edinstvenimi lastnostmi (Muller, 2007, str. 179).

Povpraševanje po srebru za industrijske namene je v letu 2008 rahlo padlo, medtem ko je prejšnja štiri leta konstantno raslo. Padeč povpraševanja za 1,4 odstotke v letu 2008 glede na leto 2007 je bil posledica začetka gospodarske krize v zadnjem četrtletju 2008. Oslablost povpraševanja je bila opazna v večini sektorjev za končno uporabo, medtem ko povpraševanje za fotovoltaične celice še naprej raste (GFMS, World silver survey 2009, 2009, str. 9).

3.2.2 Fotografija

Srebro se, zaradi svoje občutljivosti na svetlobo, uporablja v klasični fotografiji. Z eno unčo srebra se lahko posname okoli 5.000 fotografij oziroma je za film s 36 posnetki potrebnih 0,2 grama srebra (Muller, 2007, str. 171). Fotografski filmi na osnovi srebra se uporabljajo tudi pri rentgenskem slikanju in grafični umetnosti (GFMS, World silver survey 2009, 2009, str. 11).

Povpraševanje po srebru na namene fotografije že nekaj časa upada. Rekorden padeč je bil v letu 2008, ko se je povpraševanje zmanjšalo za 16 odstotkov glede na leto 2007 in je

znašalo zgolj 961 ton srebra. Zaradi menjave načina fotografiranja, iz klasične na digitalno, se je povpraševanje znižalo v Evropi, Združenih državah Amerike, Japonske in Kitajske. Povpraševanje po srebru pa se je rahlo zvišalo za namene rentgenskega slikanja (GFMS, World silver survey 2009, 2009, str. 10).

3.2.3 Nakit in srebrnina

Svetovno povpraševanje po srebrnem nakitu je leta 1999 znašalo 159,8 milijonov unč. Nato se je povpraševanje dvigovalo in leta 2003 doseglo vrh pri 179 milijonov unč. Naslednja leta je povpraševanje padalo in je v letu 2008 znašalo 158,3 milijone unč (The Silver Institute, Demand and Supply in 2008, 2010). Vzroka za tri odstoten padec v letu 2008 glede na leto 2007 sta predvsem višja cena srebra in gospodarska kriza.

Največje proizvajalke srebrnega nakita v letu 2005 so bile Tajska (1.005 ton), Italija (980t), Indija (560t), Kitajska in Mehika. Proizvodnja srebrnega nakita je visoko koncentrirana, saj teh 5 držav skupaj proizvede dve tretjini svetovne proizvodnje (primerjava z zlatom: vodilnih pet držav je proizvedlo 56 odstotkov zlatega nakita v letu 2005). Potrošnja srebrnega nakita je bila v letu 2005 največja v ZDA (1.670t). Sledili sta ji Indija (457t) in Nemčija (375t) (GFMS, Silver Jewelry Report, 2007, str. 6).

Značilnost trga srebrnega nakita so visoke marže na končne izdelke, zato so višje cene srebra lažje absorbirane. V večini držav je rezultat tega dokaj neelastično povpraševanje na spremembe cene srebra. Večji vpliv na povpraševanje imajo zunanji dejavniki, kot so prihodek, demografske značilnosti in moda. Kljub temu imajo dramatične spremembe cene srebra (ki smo jim priča v zadnjem času) vpliv na potrošnjo srebrnega nakita (GFMS, Silver Jewelry Report, str. 7, 37).

V nekaterih državah, npr. v Indiji, pa je srebrni nakit prodan z relativno nizkimi maržami in lahko služi kot zasilna investicija. V teh državah ima sprememba cene srebra vpliv na potrošnjo srebrnega nakita. Prav cenovna občutljivost Indijskega trga je v letu 2005 v največji meri povzročila padec svetovnega povpraševanja po nakitu. Da ima Indija vpliv na sliko globalnega povpraševanja po nakitu priča dejstvo, da je proizvodnja srebrnega nakita Indije v letu 1996 predstavljala 23 odstotkov svetovne proizvodnje, v letu 2005 pa le še 10 odstotkov (GFMS, Silver Jewelry Report, 2007, str. 6, 37).

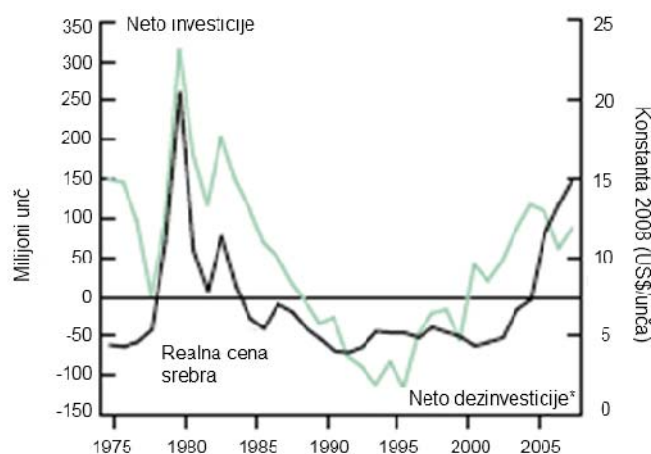
Svetovna proizvodnja srebrnine je leta 1996 znašala 114 milijonov unč in se je do leta 2008 preplopolovila na 57 milijonov unč. Razlog za zmanjšano proizvodnjo srebrnih izdelkov je stalen posveten upad potrošnje na zahodnih trgih in vpliv rasti cene srebra. V letu 2008 je na povpraševanje vplivala tudi gospodarska kriza. Potrošnja srebrnine je začela upadati že v začetku 80. let 20. stoletja in upad je bil predvsem cenovno pogojen. Vzrok za

kasnejša upadanja pa so predvsem spremembe v okusu in življenjski stil potrošnikov. To je zmanjšalo povpraševanje po srebrnem priboru in posodi ter večjimi okraski. Na zahodnih trgih se je upadanje povpraševanja po srebrnini najverjetneje ustalilo. Možnosti za rast povpraševanja imajo razvijajoče države, kot je Kitajska, kjer bi si premožnejši potrošniki lahko privoščili srebrne izdelke (GFMS, Silver Jewelry Report, 2007, str. 17).

3.2.4 Investicije

Trg srebra je bil od konca 80-ih let prejšnjega stoletja do leta 2000 v negativnih investicijah. Slika 11 zajema vključene neto (dez)investicije in od leta 1990 tudi povpraševanje po investicijskih kovancih. Vključena (dez)investicija (*ang. implied net (dis)investment*) je »izravnava postavk neodvisno izračunanih elementov ponudbe in povpraševanja po srebru v ravnotežje. Predstavlja vso kovino, ki je bila dodana ali odvzeta iz privatnih zalog in predstavlja vpliv aktivnosti investitorjev na fizične trge z izjemo povpraševanja po kovancih, obenem pa omogoča izravnavo neindeficiranih tokov, ki ne spadajo pod definicijo investicij.« (GFMS, The Silver Investment Market, 2009, str. 8). V letu 2001 so se investicije prestavile na pozitivno raven. V obdobju 2003-2009 je na trgu srebra opazen bikovski trend in pomembnost investicij v celotnem povpraševanju se povečuje. Predvsem je zraslo povpraševanje za ETF sklade; iz 170,3 milijonov unč v letu 2007 na 265,4 milijonov unč srebra v letu 2008 (GFMS, The Silver Investment Market, 2009, str. 5, 21).

Slika 11: Investicijsko povpraševanje po srebru



Legenda: * Vsota vključenih neto (dez) investicij in proizvodnja kovancev. Podatki za proizvodnjo kovancev do leta 1990 niso dosegljivi, zato obdobje 1975-1989 zajema le vključene neto (dez)investicije.

Vir: GFMS: The Silver Investment Market, 2009, str. 8.

Od leta 2006 dalje je cena srebra višja od 10 dolarjev. Pozitiven trend cene je eden izmed razlogov za povečane investicije v srebro. Dejstvo, da je bila najvišja nominalna cena srebra 50 dolarjev za unčo v letu 1980, je za nekatere kupce dobra motivacija. Investitorji se za srebro odločajo ne le zaradi cene, temveč tudi zaradi naraščajočih skrbi glede vrednosti dolarja, inflacije in stabilnosti finančnega sistema. Povečanim investicijam v letih 2008, 2009 je botrovala tudi gospodarska in finančna kriza (GFMS, The Silver Investment Market, 2009, str. 5).

In kdo so investitorji v srebro in kakšni so **vzroki za vlaganja v srebro**? GFMS (The Silver Investment Market, 2009, str. 12) investitorje deli v tri skupine:

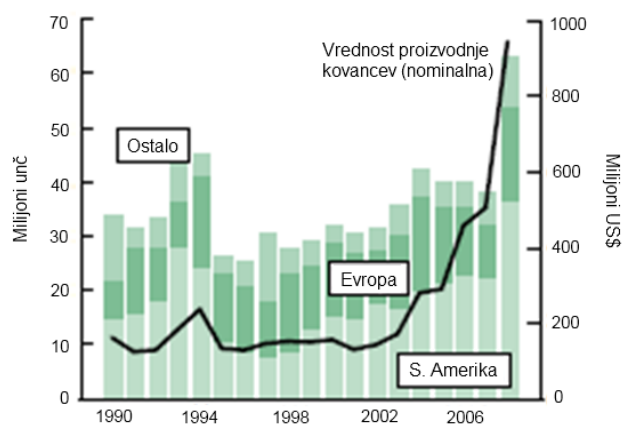
* Investitorji, ki poslujejo na drobno (*ang. retail investors*). Ta skupina investitorjev ima srebro kot navidezno denarno blago. Zanje je srebro (kot tudi zlato) boljši hranilec vrednosti kot fiat denar, saj slednji nima nobene intrinzične vrednosti. Običajno investitorji v svoj portfolio vključijo različne količine srebra in zlata, včasih tudi paladij in platino. In ravno v povezavi z zlatom številni investitorji poslujejo s srebrom. Tisti, ki imajo kratkoročna pričakovanja rajši izberejo srebro kot zlato zaradi bikovskega trenda na trgu, saj ima srebro boljšo volatilitnost in zato višje pričakovane dobičke. Investitorji s srednje in dolgoročnimi pričakovanji pa izberejo srebro zaradi možne podcenjenosti srebra v primerjavi z zlatom (osnova za ta predvidevanja je zgodovinsko razmerje, predvsem v začetku 80-ih let 20. st.) in predvidevajo da se bo cenovno razmerje vrnilo na zgodovinske vrednosti. Majhno število investitorjev pa je mnenja, da bo rast industrijskega povpraševanja večja kot je upadanje porabe za fotografijo in da bo padala tudi primarna produkcija, s čimer bi danes majhna investicija lahko pomenila velike dobičke v prihodnosti.

* Institucionalni investitorji (*ang. institutional investors*). V to skupino spadajo pokojninski in hedge skladi ter druge tovrstne institucije. Ker srebro spada med plemenite kovine, obenem pa tudi med dobrine ga mnoge institucije vključijo v svoj portfelj. Zanimanje za vlaganje v dobrine (*ang. commodities*) je veliko zaradi šibkega dolarja, naraščajočih inflacijskih pričakovanj in splošnega povečanja po alternativnih investicijah. V srebro vlagajo tudi skladi, ki so bolj tehnično usmerjeni. Te skladi špekulirajo na kratkoročnih gibanjih cen in uporabljajo tako dolge kot kratke inštrumente za doseganje dobičkov.

* Visoko čisto premoženje (*ang. high net-worth*). Sem spadajo investitorji, ki imajo veliko premoženja in njihov glavni cilj je ohranitev premoženja, ne kratkoročni špekulativni dobički. Zato so njihove strategije srednje in dolgoročno usmerjene. Vzroki za vlaganje v srebro so podobni vzrokom prvi in drugi vrsti investitorjev: srebro je plemenita kovina in spada v širši kompleks dobrin; cena srebra je bolj volatilna od cene zlata; pričakovanja da se bo razmerje zlato:srebro vrnilo na zgodovinsko razmerje.

Načini investiranja v srebro so različni. Investitor lahko kupi **fizično srebro** ali denar vlaga v različne papirnate inštrumente, ki so povezani s srebrom. Z nakupom fizičnega srebra so povezani določeni stroški: stroški kovanja kovancev ali palic; stroški skladiščenja (pri privatnem hranjenju investitor tvega izgubo srebra zaradi tatvine; pri varovanem hranjenju se pojavljajo stroški najema sefa); v nekaterih državah tudi davčni stroški. V Ameriki, kjer pokupijo največ fizičnega srebra (Slika 12), davka na srebro ni. Davek na dodano vrednost za srebro se pojavlja predvsem v Evropi. Višina davčne stopnje je odvisna od države in oblike investicijskega srebra (palice ali kovanci) (GFMS, *The Silver Investment Market*, 2009, str. 15). V Nemčiji, ki je druga največja svetovna proizvajalka srebrnih kovancev, je na kovance z nominalno vrednostjo 7 odstotna in na palice 19 odstotna davčna stopnja. V Sloveniji z davčnega vidika razlike med kovanci in palicami ni in davek na dodano vrednost za srebro znaša 20 odstotkov.

Slika 12: Proizvodnja kovancev in njihova vrednost



Vir: GFMS: *The Silver Investment Market*, 2009, str. 25.

Če se investitor odloči za **vlaganja v papirnate inštrumente, ki so povezani s srebrom** ima pri tem kar nekaj različnih možnosti (GFMS, *The Silver Investment Market*, 2009, str. 15-20):

1. Borze surovin (*ang. Commodity Exchanges*). To je pogost pristop na trg srebra predvsem institucionalnih investorjev, ki trgujejo preko izvedenih finančnih inštrumentov na blago. Borza surovin zagotavlja komercialnim hedgerjem in investorjem način, ki obvladuje riziko cene in obenem omogoča špekulacijo na osnovi gibanj cene srebra v prihodnosti. Najbolj pogost inštrument takšnega zagotavljanja je termimska pogodba (*ang. futures*), ki je standardizirana pogodba za kupovanje ali prodajanje imetja v prihodnosti po vnaprej določeni ceni. Poleg futures pogodb so precej razširjene tudi opcije (*ang. options*), ki za razliko od futures pogodb dajejo imetniku pravico (ne obveznost) kupiti ali prodati imetje za katerega je opcija izdana. Čeprav so termimske pogodbe za srebro lahko

uporabljene za dejansko fizično kovino, je večina pogodb izravnana pred dospelostjo. Zanimanje za srebro in terminske borzne posle raste že nekaj let. Eden izmed razlogov je, da na dolgi rok dobrine ponujajo enake donose kot standardne delnice obenem pa visok delež dobrin v portfelju zagotavlja stabilnost naložbe. Drugi razlog je, da visok delež dobrin v portfelju minimizira nihanje trenutne vrednosti portfelja.

Trenutno je šest borz, ki ponujajo izvedene finančne inštrumente na srebro: Comex, CME Group/NYSE Euronext, Tocom, Shanghai Futures Exchange, India Exchanges in Dubai Gold and Commodities Exchange.

2. Prosti trg – OTC (*ang. over-the-counter*). Precejšen del aktivnosti investorjev v srebro se izvaja z zunajborzno trgovino. Glavne prednosti OTC produktov so povezane z nižjimi stroški, fleksibilnostjo in zaupnostjo. Pri srebru so na OTC trgu še druge prednosti, predvsem v državah kjer so fizični nakupi srebra obdavčeni. Investitorji, npr. v Evropi, lahko akumulirajo srebro brez plačila davka tako dolgo, kot je kovina v ne dodeljeni obliki nasproti dodeljenim kovinskim računom. Tako kot pri zlatu, ima investor tudi pri srebru možnost izbire med forward pogodbami in opcijami.

3. Kotirajoči indeksni skladi – ETF skladi (*ang. Exchange Traded Funds*). Prvi ETF sklad – iShares Silver Trust je bil ustanovljen aprila 2006. S tem so investitorji dobili možnost, da so udeleženi na trg srebra preko borze vrednostnih papirjev, kar jim omogoča stroškovno učinkovitost obenem pa jih ne obvezuje, da prevzamejo ali v prihodnosti kupijo srebro na katerega je vezan vrednostni papir.

4 CENE ZLATA IN SREBRA V PRIHODNJE

Na prostem trgu se cena izoblikuje na podlagi ponudbe in povpraševanja. Vendar bi za trg zlata in trg srebra težko govorili o popolnoma prostem trgu in prosto oblikovani ceni, saj mnogi avtorji, npr. Muller (2007, str. 109) in Maloney (2008, str. 134), govorijo o manipulaciji cene tako za zlato kot za srebro. Muller (2007, str. 109) navaja, da centralne banke prodajajo in posojajo zlato, da namerno ohranjajo nizko ceno zlata. Poleg tega naj bi centralne banke zakrivale resnične zaloge zlata, saj naj bi uradne zaloge močno presegale dejanske zaloge. Tudi na trgu srebra naj bi se manipuliralo s ceno te kovine. Maloney (2008, str. 134) je mnenja, da je COMEX tisti, ki ceno srebra drži nizko, saj naj bi prodajal srebro, ki sploh ne obstaja. To naj bi izvajal s kratkimi terminskimi pogodbami. Maloney še navaja, da je srebro dobrina, ki ima največ kratkih pozicij. Tudi Muller (2007, str. 157-167) opisuje manipulacijo cene srebra. Trdi, da so s ceno sprva manipulirale centralne banke, vendar naj bi jim zaloge srebra pošle zaradi porabe v industriji. Navaja Ameriško centralno banko, ki mora za kovanje srebrnika ameriški orel srebro kupovati na trgu. Tudi

Muller trdi, da je danes cena srebra manipulirana s »papirnatim srebrom« oziroma s pogodbami na terminskem trgu. Leta 2002 je papirnato srebro z 41.142 milijona unč za 52-krat preseгло fizični (realni) trg z 792,2 milijona unč. COMEX naj bi preko kratkih pozicij leta 2002 eno in isto unčo srebra posodil do 200-krat. Muller še navaja, da se je koncentracija kratkih pogodb na COMEX-u zmanjšala na le štiri trgovce.

Ne glede na zgoraj opisana dejstva, v prvi vrsti bo ceno kovin še vedno določalo razmerje med ponudbo in povpraševanjem in drugi (makro)ekonomski dejavniki. Dolgoročno se bo cena obeh kovin dvigovala zaradi padanja vrednosti denarja, dejstva o zmanjševanju geološke ponudbe, industrijske porabe in investicijskega povpraševanja. Zaradi slabo stabilnega pokojninskega sistema pridobivajo predvsem dolgoročne investicije v zlato in srebro vse večji pomen, saj mnogo malih vlagateljev želi določeno zavarovanje svojega premoženja na dolgi rok.

Na porast cene zlata in srebra v prihodnje utegne pozitivno vplivati tudi poziv kitajske vlade, ki preko medijev javnega obveščanja svojim državljanom svetuje naj kupujejo zlato in srebro in tako zaščitijo del svojega premoženja pred tveganji valutnih nihanj. Kitajska je svoje državljanke preko javne televizije podučila kako kupovati investicijsko zlato in srebro (Williams, 2009).

Analitiki zlata in srebra imajo o prihodnji kratkoročni in dolgoročni vrednosti kovin različna mnenja. V nadaljevanju bom predstavila nekatera mnenja, najprej za zlato in nato še za srebro.

4.1 VREDNOST ZLATA V PRIHODNJE

Credit Suisse Standard Securities (2009, str. 9) v svojem poročilu Gold supply and demand update and price forecast podaja **kratkoročno oceno** ponudbe in povpraševanja zlata ter njegovo ceno (Tabela 4).

V letu 2010 naj bi po mnenju CSSS-ja (2009, str. 9 - 11) na ceno zlata vplivali: šibek dolar, zmanjšano investicijsko povpraševanje ETF skladov in nakupi centralnih bank. Cena zlata je močno povezana z vrednostjo ameriškega dolarja in v letu 2010 naj bi šibek dolar dvigoval ceno zlata. Večji vpliv na ravnotežje ponudbe in povpraševanje ter ceno zlata naj bi v letu 2010 imelo zmanjšano povpraševanja za investicije v ETF sklade. CSSS ne pričakuje enakega trenda povpraševanja kot je bil v letu 2009, ko je bilo investicijsko povpraševanje veliko zaradi finančne krize in so vlagatelji vlagali v »varno zlato«, kar je ceno zlata dvigovalo. V letu 2010 naj bi se svetovno gospodarsko okolje spremenilo in izboljšalo, kar bo zmanjšalo investicijsko povpraševanje za zlate ETF sklade. V letu 2010

naj bi na ceno zlata vplivali tudi neto nakupi centralnih bank. Predvsem centralne banke Rusije, Kitajske in Indije bodo nadaljevale s povečevanjem svojih zlatih rezerv. Izračuni CSSS-ja kažejo velik presežek ponudbe zlata v letu 2010, kar bo imelo posledično vpliv na nižanje cene zlata. Povpraševanje naj bi preseгло ponudbo v letu 2014 in od takrat dalje se bo primanjkljaj na trgu zlata le še povečeval.

Tabela 4: Napoved ponudbe in povpraševanja po zlatu od leta 2009 do 2015 (v tonah)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Proizvodnja rudnikov	2516	2500	2500	2500	2475	2450	2400
Reciklirano zlato	1416	1330	1310	1318	1382	1407	1431
Primarna ponudba	3932	3830	3810	3818	3857	3857	3831
Nakit	1709	1812	1920	2035	2185	2287	2424
Industrija in zobozdravstvo	374	385	397	409	421	434	447
Palice, kovanci in medalje	706	727	749	771	795	818	843
ETF skladi	590	350	380	400	450	500	500
Primarno povpraševanje	3379	3274	3446	3616	3823	4039	4214
Primarni presežek / (primanjkljaj)	553	556	364	202	34	(182)	(383)
CBGA ponudba uradnega sektorja	153	100	70	70	60	50	50
Ponudba ostalega uradnega sektorja (IMF)	5	5	5	5	5	5	5
Nakupi uradnega sektorja	90	120	80	85	90	95	100
Skupna ponudba uradnega sektorja	68	(15)	(5)	(10)	(25)	(40)	(45)
Neto (de)-hedging	(245)	(100)	(80)	(25)	0	0	0
Neto presežek / (primanjkljaj)	376	441	279	167	9	(222)	(428)
Cena zlata \$/unčo	974	1025	1000	1010	1090	1120	1150

Vir: Credit Suisse Standard Securities: Gold supply and demand update and price forecast, 2010, str. 19, slika 22.

Muller (2007, str. 147) predstavlja teorijo cene s katero je mogoče izračunati **dolgoročno teoretično ceno zlata**. Teorija temelji na matematični formuli Paula van Eedena s katero se izračuna teoretično ceno zlata v odnosu do rasti denarnega agregata dolarja in do preostale svetovne količine zlata. Pri tem se predpostavlja da je zlato, ki je bilo kdaj koli izkopano, še vedno na razpolago. (To sicer drži le deloma, saj se nekaj zlata nepovratno porabi v industriji.) Torej nova količina zlata zmanjšuje njeno vrednost na enoto količine. Druga predpostavka je fiksna kupna moč zlata, zato naraščajoči denarni agregat (njegova inflacija oziroma zmanjšanje kupne moči) dolarja povzroča rast cene zlata.

Formula:

$$Au(t) = Au(t-1) \times \frac{M3(t)}{M3(t-1)} \times \frac{PZ(t-1)}{PZ(t)} \quad (1)$$

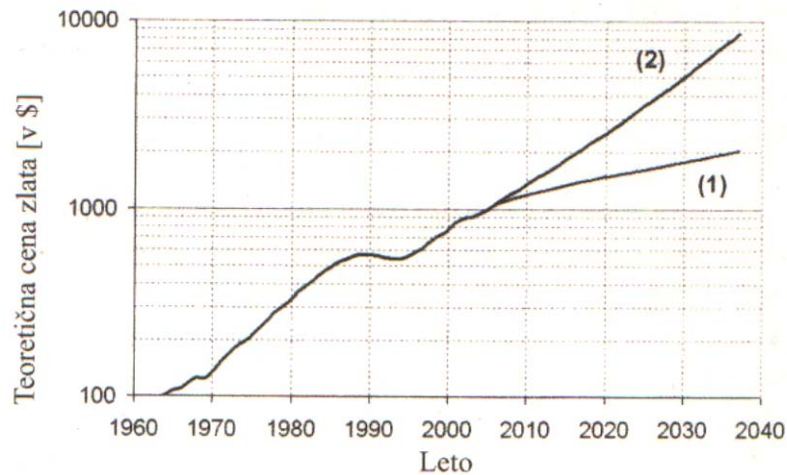
$Au(t)$ je cena zlata v določenem trenutku

M3 je denarni agregat ameriškega dolarja

PZ je komulirana zgodovinska proizvodnja zlata

Muller (2007, str. 150) je dosedanje vrednosti ekstrapoliral v prihodnost (številčne nize je na podlagi njihovega dosedanjega poteka podaljšal v prihodnost). Pri tem je upošteval dve možnosti za rast dolarskega denarnega agregata M3: linearno in eksponentno rast. Ob upoštevanju vseh omenjenih predpostavk je Muller prišel do naslednjih ugotovitev (Slika 13): če bo denarni agregat M3 naraščal eksponentno, bo eksponentno rasla tudi cena zlata; tako bi teoretična cena zlata leta 2040 znašala 10.000 dolarjev za unčo. Pri linearni rasti denarnega agregata M3 pa bi se teoretična cena gibala med 2.000 in 2.100 dolarjev za unčo.

Slika 13: Prihodnja teoretična cena zlata: linearna rast M3 (1) in eksponentna rast M3 (2)



Vir: J. Muller, *Generacija zlato*, 2007, str. 150, slika 4.23.

4.2 VREDNOSTI SREBRA V PRIHODNJE

Pri napovedovanju **kratkoročnih cen srebra** so mnenja analitikov različna. Cohn (2010) navaja ceno 21 dolarjev za unčo srebra do konca leta 2010. ScotiaMocatta (Precious Metals Forecast 2010 Silver, str. 7) napoveduje, da se bo cena srebra v letu 2010 gibala med 13 in 25 dolarji za unčo. Schulte (2009) pričakuje »trimestne kotacije srebra v prihajajočih dveh letih«. Kratkoročne ocene se v višini cene močno razlikujejo, medtem ko so si analitiki o dolgoročni ceni dokaj enotni.

Mnogi analitiki **prihodnje dolgoročne cene** srebra napovedujejo glede na cene zlata. Večina jih je mnenja, da je srebro podcenjeno in da bo v primerjavi z zlatom bolj donosno zaradi izenačitve na zgodovinsko razmerje, ki je znašalo 1:15. To razmerje ni umetno saj odraža dejansko razmerje med vsebnostjo zlata in srebra v zemeljski skorji. Tudi razmerje nadzemeljskih zalog je bilo v teh okvirjih, dokler niso v drugi polovici 19. stoletja odkrili novih učinkovitejših načinov pridobivanja zlata in tako je leta 1896 to razmerje že spremenjeno, a še vedno v prid srebra (nadzemeljske zaloge zlata 30.000 ton in srebra 83.000 ton). Danes je to razmerje povsem obrnjeno, saj so bile leta 2006 nadzemeljske zaloge zlata 142.000 ton in srebra le 30.000 ton (Deutsch, 2007, str. 145 - 146). Zlato, ki je bilo kdaj koli izkopano namreč še vedno obstaja v različnih oblikah, medtem ko je bilo srebro nepovratno porabljeno v industriji saj nizka cena ni opravičevala stroškov recikliranja.

Če torej upoštevam zgodovinsko razmerje 1:15 in je borzna cena zlata danes (31.3.2010) 1.107 dolarjev, potem bi morala biti cena srebra 73,8 dolarjev.

V povezavi z zlatom Gradante (2009) pričakuje večjo rast cene srebra kot zlata, če bo cena na trgu plemenitih kovin rastla. Če bo cenovni trend plemenitih kovin padal, pričakuje manjši padec cene srebra kot cene zlata. In če bo trg plemenitih kovin cenovno stabilen Gradante pričakuje relativno rast cene srebra glede na zlato zaradi zgodovinskega razmerja med zlatom in srebrom.

Zanimiva je tudi **primerjava med donosnostjo pri zlatu in srebru** (Tabela 5). Izračunala sem jo iz povprečnih januarskih London Fix (Kitco, Historical Gold, Historical Silver, 2010) cen posamezne kovine za eno, tri, pet in deset letno obdobje glede na povprečno januarsko ceno leta 2010.

Tabela 5: Donosnost zlata in srebra

	ZLATO v %	SREBRO v %
1-letna donosnost	30	57
3-letna donosnost	77	38
5-letna donosnost	63	169
10-letna donosnost	293	243

Dolgoročna, 10-letna donosnost je bila boljša pri zlatu; za 50 odstotkov je bila višja kot pri srebru. Vlagatelji, ki so v kovini vlagali januarja leta 2005 so do leta 2010 pri zlatu zaslužili 63 odstotkov vrednosti in pri srebru mnogo boljših 169 odstotkov vrednosti vložnega denarja. Donosnost v zadnjih treh letih je bila boljša pri zlatu; znašala je 77 odstotkov in pri srebru 38 odstotkov. V letu 2010 pa je glede na leto 2090 imelo srebro za 27 odstotkov boljšo donosnost kot srebro. V zadnjem letu je srebro pridobilo 57 odstotkov in zlato 30 odstotkov vrednosti.

Obe plemeniti kovini bosta (zaradi že omenjenih razlogov) v prihodnosti prinašali pozitivne donose. Osebno menim, da bo dolgoročno srebro boljša oziroma donosnejša investicija. Višjo ceno bo v glavni meri narekoval primanjkljaj te kovine, saj kot je že bilo omenjeno srebro v industriji ni nadomestljivo. Ali kot je svoj članek naslovil Sanik (1999): »Zlato se bo lesketalo, toda srebro bo zasijalo«.

SKLEP

V diplomskem delu sem predstavila trga dveh plemenitih kovin: zlata in srebra. Najprej sem predstavila njuno monetarno zgodovino. Stoletja sta imeli kovini funkcijo denarja.

Sprva v fizični obliki v denarnih tokovih, kasneje pa kot podlaga listinskega denarja. Srebro je status denarja izgubilo z demonetizacijo proti koncu 19. stoletja in podlaga denarja je z vpeljavo zlatega standarda ostalo le še zlato. Zlati standard je bil v večini držav dokončno ukinjen z ameriško odpravo zlatega okna leta 1971. V prvem poglavju sem predstavila tudi razmerje med vrednostjo zlata in srebra, ki se je skozi zgodovino spreminjalo od tradicionalnih 1:15 do rekordnih 1:98 v letu 1991, do današnjih 1:65.

V nadaljevanju diplomske naloge sem se seznanila s ponudbo in povpraševanjem na trgu zlata. Ponudbo zlata poleg novih izkopov predstavljajo še centralne banke in reciklirano zlato, vendar se pričakuje da bodo centralne banke v prihodnosti postale neto kupci zlata in bodo prešle na stran povpraševalcev. Ponudba zlata naj bi po analizah v naslednjih dveh do treh letih še zadostovala potrebam povpraševanja, čeprav se bo povpraševanje po zlato povečevalo. Povpraševanje naj bi raslo v vseh segmentih: nakitu, industriji in zobozdravstvu ter investicijskem zlato. Predvsem slednje naj bi raslo, zaradi lastnosti plemenitih kovin v portfelju investicij: zavarovanje premoženja pred inflacijskimi pritiski. Menim, da bo v prihodnosti povpraševanje sčasoma preseгло ponudbo (CSSS napoveduje primanjkljaj od leta 2014 dalje). Dejstvo je, da se bo proizvodnja rudnikov zmanjševala in ocenjuje se, da bodo geološke rezerve zlata (pri sedanjem trendu izkopavanja) pošle okoli leta 2028. Vendar pri tem velja omeniti še eno dejstvo. Zlato, ki je bilo kdaj koli izkopano je še vedno shranjeno na Zemlji. V tem pogledu se zlato in srebro močno razlikujeta. Večina srebra se namreč nepovratno porabi.

Seznanila sem se, da je srebro zaradi svojih edinstvenih fizikalnih lastnosti nepogrešljiv v industriji. Celotno moderno življenje je namreč povezano z industrijskimi izdelki, ki vsebujejo srebro. Vsako stikalo za prižig luči v hiši, televizorji, sesalci, pralni stroji, ogledala, novejši hladilniki, sončne celice, vodni filtri, oblačila ki stabilizirajo telesno temperaturo,... vsebujejo srebro. Pri posameznem izdelku je količina srebra sicer majhna, vendar rast ogromne količine velikih vrst izdelkov povečuje povpraševanje po srebru. Pri močno naraščajočem svetovnem prebivalstvu bodo rastle tudi potrebe po omenjenih izdelkih, predvsem v razvijajočem svetu (Kitajska, Indija) kjer si bodo prizadevali doseči moderno raven življenja. Povpraševanje po srebru se dviguje tudi za investicijske namene. Mnogo investorjev je mnenja, da je srebro podcenjeno in vidijo v srebru donosno naložbo in dolgoročnega ohranjevalca vrednosti. Na strani ponudbe je največji segment proizvodnja rudnikov, recikliranega srebra je relativno malo. Pri izkopavanju ima srebro dve lastnosti: prvič, večino se ga pridobi kot stranski produkt izkopov drugih elementov (večina svinca in cinka) in drugič, njegova geološka posebnost, da se ga večina nahaja malo pod površjem Zemlje in ne globlje v Zemlji. Geološka ponudba srebra je pri sedanjih tendenci izkopov ocenjena na še približno 19 let. Ocenjujem, da se bo pri naraščajočem prebivalstvu in s tem naraščajočem povpraševanju po modernih izdelkih ter naraščajočem povpraševanju po investicijskem srebru, na trgu srebra začel pojavljati primanjkljaj te kovine, kar pa bo vodilo tudi do višjih vrednosti srebra.

Pri vrednostih zlata in srebra v prihodnje se mnenja analitikov plemenitih kovin razlikujejo. Sama sem mnenja, da bo na dolgi rok cena obeh kovin rasla zaradi dolgoročnega primanjkljaja na obeh trgih. Povpraševanje po zlatu bodo dvigovale investicijske potrebe tako malih vlagateljev kot centralnih bank; slednje ga vidijo predvsem kot pomemben element svetovnih denarnih rezerv. Na višjo ceno zlata bo vplivalo tudi makro ekonomsko okolje: inflacija in padanje vrednosti denarja. Nekateri analitiki so mnenja, da lahko zlato doseže tudi vrednosti 10.000 dolarjev.

Tudi na trgu srebra bodo na ceno vplivali ekonomski dejavniki. Vendar sama dajem prednost dejstvu, da bo srebra nekoč zmanjkalo. Že opisane geološke posebnosti bodo zmanjševale ponudbo in že opisane fizikalne lastnosti srebra bodo povečevale povpraševanje, kar bo vrednost srebra dvigovalo. Industrija bo kupovala srebro ne glede na njegovo ceno, saj kot že omenjeno je v posameznem izdelku srebra malo in na lastno ceno izdelka skoraj nima vpliva. Tudi investicijsko povpraševanje se povečuje, zaradi pozitivnega trenda cene v zadnjih letih. Za srebro se investitorji odločajo tudi zaradi verjetne podcenjenosti srebra naproti zlatu in so mnenja da srebro lahko ponovno doseže zgodovinsko razmerje 1:15, kar bo njegovo vrednost potisnilo precej visoko. Menim, da bo zaradi vseh opisanih dejavnikov dolgoročno srebro zelo iskana kovina, kar ji bo pripisovalo visoko vrednost. Nekateri menijo, da bo nekoč ta vrednost tudi 1.000 dolarjev za unčo.

LITERATURA IN VIRI

1. Brimelow, P. (1998, 5.april). Gold miners versus haberdashes. *Forbes*. Najdeno 8. decembra 2009 na spletnem naslovu <http://www.forbes.com/global/1998/0504/0103032a.html>
2. *Central bank agreements on gold [World Gold Council]*. Najdeno 18. novembra 2009 na spletnem naslovu http://www.reserveasset.gold.org/central_bank_agreements
3. *Charts [Gold-Eagle]*. Najdeno 15. aprila 2010 na spletnem naslovu <http://www.gold-eagle.com/charts/gegsr.html>
4. Cohn, L. (2010). It's Not Just Gold That Glitters. *Kiplinger's Personal Finance*, 64 (4), 49.
5. *Demand and Supply in 2008. [The Silver Institute]*. Najdeno 28. februarja 2010 na spletnem naslovu http://www.silverinstitute.org/supply_demand.php
6. Dempster, N. & Artigas J.C. (2009). *Gold as a tactical inflation hedge and long-term strategic asset*. Najdeno 27. oktobra 2009 na spletnem naslovu http://www.invest.gold.org/sites/en/why_gold/gold_and_inflation/
7. Deutsch, R. (2007). *Zarota srebra*. Tržič: Učila International, elementum.
8. *Gold and money [World Gold Council]*. Najdeno 18. novembra 2009 na spletnem naslovu http://www.goldipedia.gold.org/gold_and_money
9. *Gold Demand Trends. Full year and fourth quarter 2006 [World Gold Council]*. Najdeno 28. februarja 2010 na spletnem naslovu http://www.gold.org/deliver.php?file=/assets/file/pub_archive/pdf/GDT_Q4_2006.pdf
10. *Gold Demand Trends. Full year and fourth quarter 2008 [World Gold Council]*. Najdeno 28. februarja 2010 na spletnem naslovu http://www.gold.org/assets/file/pub_archive/pdf/GDT_Q4_2008.pdf
11. *Gold Demand Trends. Full year and fourth quarter 2009 [World Gold Council]*. Najdeno 28. februarja na spletnem naslovu http://www.gold.org/assets/file/pub_archive/pdf/GDT_Q4_2009.pdf
12. *Gold Demand Trends. Third quarter 2009 [World Gold Council]*. Najdeno 28. februarja 2010 na spletnem naslovu http://www.gold.org/deliver.php?file=/assets/file/pub_archive/pdf/GDT_Q3_2009.pdf
13. *Gold Market Knowledge [World Gold Council]*. Najdeno 18. novembra 2009 na spletnem naslovu <http://www.gold.org/assets/file/marketknowledge/GoldMktKnowledgeSuppDem.pdf>
14. *Gold-silver ratio [Gold Price]*. Najdeno 15. aprila 2010 na spletnem naslovu <http://www.goldprice.org/gold-silver-ratio.html>
15. *Gold supply and demand update and price forecast [Credit Suisse Standard Securities]*. Najdeno 7. februarja 2010 na spletnem naslovu <http://www.scribd.com/doc/25266571/CS-Gold-Supply-and-Demand-Update>

16. Gradante, C. (2009). Why silver may outshine gold. *Futures: News, Analysis & Strategies for Futures, Options & Derivatives Traders*, 38 (5), 18.
17. *Historical gold [Kitco]*. Najdeno 28. februarja 2010 na spletnem naslovu http://www.kitco.com/scripts/hist_charts/yearly_graphs.plx
18. *Historical silver [Kitco]*. Najdeno 30. marca 2010 na spletnem naslovu <http://www.kitco.com/charts/historicalsilver.html>
19. *How to invest [World Gold Council]*. Najdeno 12. februarja 2010 na spletnem naslovu http://www.invest.gold.org/sites/en/how_to_invest/
20. Maloney, M. (2008). *Guide to investing in gold and silver: everything you need to know to profit from precious metals now*. New York: Business Plus.
21. Miller J. M., 1998, A possible gold price scenario 1998-?. Najdeno 8. decembra 2009 na spletnem naslovu http://www.gold-eagle.com/analysis_98/jmiller050598.html
22. Muller, J. (2007). *Generacija zlato*. Tržič: Učila International in Elementum.
23. Pančur, A. (2003). *V pričakovanju stabilnega denarnega sistema*. Celje: Zgodovinsko društvo.
24. *Precious Metals Forecast 2010 Silver [ScotiaMocatta]*. Najdeno 28. Marca 2010 na spletnem naslovu <http://www.scotiamocatta.com/scpt/scotiamocatta/prec/SilverForecast2010.pdf>
25. Ribnikar, I. (2006). *Monetarna ekonomija I*. Tretja izdaja. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
26. Sanik, S (1999). Gold may glitter, but silver will shine. *Futures: News, Analysis & Strategies for Futures, Options & Derivatives Traders*, 28 (3), 30.
27. Schulte, T. (2009, 12. oktober). Srebro, investicija za prihodnost. *Kapital*, str. 34 - 35.
28. *Silver [Austin]*. Najdeno 18. novembra 2009 na spletnem naslovu <http://goldinfo.net/silver600.html>
29. *Silver Jewelry Report (2007) [Gold Fields Mineral Services]*. Najdeno 28. februarja 2010 na spletnem naslovu <http://www.silverinstitute.org/images/stories/silver/PDF/SilverJewelryReport.pdf>
30. *The monetary history of gold [World Gold Council]*. Najdeno 18. novembra 2009 na spletnem naslovu http://www.reserveasset.gold.org/monetary_history
31. *The Silver Investment Market (2009) [Gold Fields Mineral Services]*. Najdeno 28. februarja 2010 na spletnem naslovu <http://www.silverinstitute.org/images/pdfs/SilverInvestReport09.pdf>
32. U.S. Geological Survey (2010). *Gold*. Mineral Commodity Summaries. Najdeno 22. februarja 2010 na spletnem naslovu <http://minerals.usgs.gov/minerals/pubs/commodity/gold/mcs-2010-gold.pdf>
33. U.S. Geological Survey (2010). *Silver*. Mineral Commodity Summaries. Najdeno 22. februarja 2010 na spletnem naslovu <http://minerals.usgs.gov/minerals/pubs/commodity/silver/mcs-2010-silver.pdf>
34. *Why central banks hold gold [World Gold Council]*. Najdeno 12. februarja 2010 na spletnem naslovu http://www.reserveasset.gold.org/why_hold_gold/

35. Williams, L. (2009, 3.september). 2009's Top Story: China pushes silver and gold investment to the masses. *Mineweb*. Najdeno 25. marca 2009 na spletnem naslovu <http://www.mineweb.com/mineweb/view/mineweb/en/page33?oid=88452&sn=Detail>
36. *World official Gold Holdings December 2009 [World Gold Council]*. Najdeno 12. februarja 2010 na spletnem naslovu http://www.gold.org/assets/file/value/stats/statistics/archive/pdf/World_Official_Gold_Holdings_Dec_2009.pdf
37. *World Silver Survey 2009 - A Summary [Gold Fields Mineral Services]*. Najdeno 28. Januarja 2010 na spletnem naslovu <http://www.silverinstitute.org/images/stories/silver/PDF/wss09sum.pdf>

PRILOGE

PRILOGA 1: Zgodba bratov Hunt

Kronologija dogodkov glede investicij srebra bratov Hunt

s spletne strani Elementum: <http://www.elementum.si/index.php?stran=0310>

Na začetku trgovanja s srebrom v zgodnjih sedemdesetih je bila družina Hunt verjetno najbogatejša družina v ZDA. Njihovo premoženje je temeljilo predvsem na nafti. Oče H.L. Hunt, raznolika osebnost južnih držav, ki je v zgodnjih dvajsetih z dobički pri pokru vrtal za nafto v El Dorado, Arkansas. Uspeh je doživel že s svojim prvim vrelcem nafte. Po zaslugi prijatelja se je kasneje odločil, da se bo angažiral na vzhodu Teksasa, kjer je kasneje postal vodilni, neodvisni proizvajalec na največjem naftnem polju, ki je bil kdajkoli najden, »East Texas Oilfield« pri mestu Kilgore.

H.L. Hunt je bil trikrat poročen (z dvema ženama naenkrat) in iz teh zakonov je imel skupaj 15 otrok. Tudi nekateri izmed njegovih sinov so bili v naftnem poslu in so imeli licence zunaj ZDA, npr. v Libiji. Pri dogodkih okoli trga s srebrom so bili udeleženi 3 mlajši otroci iz prve družine, Bunker, Herbert in Lamar.

1970: V tistih časih je postajala inflacija v ZDA vedno močnejša, Vietnam je pretresel ZDA in prinesel dvom na vlado in v deželo proteste; bližnji vzhod je bil kot sod smodnika. Bunker Hunt je verjel, da se lahko razmere v svetu poslabšajo in se zato odločil, da bo svoje premoženje zaščitil. Ker je bila za prebivalce ZDA posest zlata prepovedana, je bila investicija v srebro kot nalašč. Bunker se je odločil za nakup srebra pri tečaju 1,50 ameriških dolarjev za unčo. Med 1970 in 1973 sta Bunker in njegov brat Herbert kupila okoli 200.000 unč srebra; istočasno pa se je tečaj v tistem času podvojil na 3 dolarje za unčo.

1973-1974: Inflacija je še vedno naraščala in Herbert ter Bunker sta se odločila, za velikopotezni nakup srebra. Do začetka 1974 sta kupila pogodbe v obsegu 55 milijonov unč srebra ali približno 8% takratne svetovne ponudbe. Brata sta si pustila dostaviti vseh 55 milijonov unč. Ker pa je Bunkerja skrbelo, da lahko država odvzame premoženje, je večino spravil v Evropo.

1974: Spomladi 1974 je cena srebra narasla na 6 dolarjev za unčo in začele so se razširjati govorice, da želita Hunta pozicijo, ki bi jima omogočila nadzor nad trgom. V tistem času je znašala letna proizvodnja srebra 245 milijonov unč, povpraševanja pa je bilo za 450 milijonov. Takrat se je Bunker Hunt pojavil na COMEXu in začel razglašati, da je »skoraj vse boljše kot papirnat denar« in da »lahko vsak tepec požene tiskarski stroj«. Potem je začela mehiška Centralna banka prodajati srebro in cena je padla na 3-4 dolarje za unčo, ampak Bunkerju in Herbertu to ni vzelo poguma.

1975: Bunker in Herbert si zaman prizadevata, da bi prepričala finančnega ministra Perzije, s čimer bi družina Pahlevi investirala v srebro. Želela sta se srečati tudi z kraljem

Saudove Arabije, Faisalom, vendar ga je umoril lastni nečak tik pred dogovorjenim terminom.

1976: Bunker in Herbert kupita dodatnih 20 milijonov unč od firme »Great Western United«.

1978: Bunker Hunt se v Washingtonu sreča z nekim saudskim šejkom in leto kasneje ustanovi skupaj z Herbertom in dvema saudskima šejkoma družbo »International Metal Investment Group«.

1979: Cena srebra se na začetku 1979 nezadržno povzpne na 8 dolarjev za unčo. Poleti kupita Hunta skupaj z saudskima partnerjema v sodelovanju z »International Metal Investment Groupom« preko 43 milijonov unč pogodb srebra preko borz COMEX in CBOT z dostavnim rokom v jeseni. Poleg tega se je cena srebra jeseni v samo dveh mesecih podvojila od 8 na 19 dolarjev za unčo. Tudi druge stranke so začele v velikih deležih kupovati srebro in odgovorne v COMEXu ter CBOTu je začelo počasi skrbeti. V svojih skladiščih sta obe borzi skupaj imeli samo 120 milijonov unč srebra – količina, s katero se je trgovalo samo v oktobru 1979. Kot Hunta, je tudi veliko ljudi izbralo fizično dobavo srebra.

Konec 1979 so se dogodki prelomili. CBOT je spremenila pravila in naznanila, da vsak investitor ne sme hraniti več kot za vsaj 3 milijone pogodb srebra. Vse pogodbe, ki so presegale ta limit, so morale biti do februarja 1980 unovčene. Zaradi teh ukrepov je postalo Bunkerju Huntu jasno, da je prišlo do resnega pomanjkanja srebra in zato še naprej kot nor kupuje srebro. V tistem trenutku je imel v lasti 40 milijonov unč srebra v tujini in 90 milijonov unč skupaj s partnerji preko »International Metal Investment Groupa«. Družba je imela v rokah pogodbe za dodatnih 90 milijonov unč srebra z dobavnim rokom marca 1980. Tudi mlajši Huntov brat – Lamar je v tistem trenutku pristopil in nabavil srebro v vrednosti 300 milijonov. Na zadnji dan leta 1979 je bila cena srebra pri 34,45 ameriških dolarjev za unčo!

7. januarja 1980 je COMEX spremenila pravila v tem smislu, da je imel lahko vsak trgovec v lasti pogodbe v vrednosti do 10 milijonov unče. Vse pogodbe, ki so presegale ta limit so morale biti do 18. februarja unovčene. CFTC (nadzorni organ COMEXa) je pozdravil spremembo pravila.

17. januar 1980: cena srebra doseže 52,50 dolarjev za unčo. Bunker nadaljuje z nakupi srebra. V tem trenutku je bila vrednost Huntovega premoženja vredna 4,5 milijarde ameriških dolarjev.

21. januar 1980: COMEX začasno ustavi trgovanje s srebrom in naznani, da bodo sprejete samo še unovčene pogodbe. Cena srebra pade za 10 dolarjev za unčo in se konec januarja ustavi pri 39 dolarjih.

Na začetku februarja nabavi Bunker Hunt dodatnih 26 milijonov unče srebra iz Chicaga.

14 marec 1980: Cena srebra pada vse do 21 dolarjev za unčo. Predsedujoči fundaciji za razvoj FED, Paul Volcker, dvigne obresti in s tem postane dolar močnejši. Brez uspeha skuša Bunker pridobiti nove partnerje za nakup srebra.

25. marca začne bratoma Hunt primanjkovati likvidnosti, da bi izpolnila svoje doplačilne dolžnosti. Naslednje jutro prodata brata srebro v vrednosti 100 milijonov dolarjev.

27. marec 1980 poimenujejo »silver Thursday«. Cena srebra znaša na začetku dneva 15,80 dolarjev za unčo in na koncu le še 10,80 dolarjev. Sprva so se tečaji delnic spustili zaradi govoric, da morata brata Hunt prodati delnice, s čimer bi pokrila izgubo s srebrom, a so se ponovno umirili in dan zaključili praktično nespremenjeni.

Naslednji dan se cena srebra ponovno dvigne na 12 dolarjev za unčo. Povprečna uvajalna cena srebra, ki je bil fizično v lasti Hunta, je ležala pri približno 10 dolarjih za unčo, toda pogodbe so se kupovale povprečno pri približno 35 dolarjih za unčo. Na konca sta imela Hunta izgubo v višini 1,5 milijarde dolarjev.

Predsedujoči FEDju Volcker se je strinjal z izstopnim načrtom za Huntove, ker se je bal finančne katastrofe. Skupina bank se je strinjala s posojilom v višini 1,1 milijarde dolarjev, vendar je morala družina zajamčiti varščino v višini 8-9 milijard dolarjev, kar je bilo praktično vso produktivno premoženje družine Hunt.

Sredi 1980 je znašala vrednost srebra ponovno 17 dolarjev za unčo. Izkazalo se je, da vse skupaj vsekakor ni bila enostranska manipulacija Huntovih ampak, da so bili nekateri akterji tako močno »short« v srebru, da je za njih stalo zelo veliko na kocki. Govorilo se je, da je bilo 9 direktorjev COMEXa osebno vključenih v »short« pozicijah in so z zlomom cene srebra na začetku 1980 močno zaslužili.

1988 so brati Hunt vložili privatni stečaj in ga zapustili 1989 z 90 milijoni dolarjev dolgov, ki jih morajo odplačati v 15 letih. Bratje Hunt so bili avgusta 1988 obsojeni zaradi »Zarote k manipulaciji s trgom«.

Bratje Hunt so bili že v osnovi zelo konzervativno naravnani in so že zelo zgodaj izrazili svoje zadržke nasproti »Finanz-Establishmentu« in predvsem proti papirnatemu denarju. Kot družina, ki je dragoceno nafto dnevno prodajala za papirnati denar, jim je bila varnost tega bogastva pred glodačem inflacije zelo pri srcu.

Motivacija za njihove nakupe srebra torej ni bila v pohlepu za dobičkom ampak, veliko bolj njihovo prizadevanje po zavarovanju družinskega premoženja. Njihova strategija s srebrom ni nikoli »Strmela za hitrim zaslužkom«, kot je špekulirala večina medijev v svojih poročilih. Toda kot je bila navada v družini, niso ničesar naredili polovočarsko in po prvih uspehih na začetku sedemdesetih, so kmalu stavili zelo velike vsote na srebro. Tako velike vsote, da je COMEXu in »Shorties« postalo zelo neudobno. Pri tem so naredili napako, da so preveliko srebra kupili s tujim kapitalom, s čimer so postali preveč odvisni od bank.

V nasprotju z brati Hunt pa so jo poceni odnesli »Schorties« (treba je pomisliti, da stoji vsak na »Long« poziciji v nasprotju z »Short« pozicijo). O njihovih dobičkih se v tisku nihče ni razburjal, kakor tudi ne o razveljavljenih spremembah pravil na borzi. Za svet financ, medije in tudi spomine večine ljudi so postali Huntovi utelešenje špekulacij in manipulacij s trgom.