

Stručni članak
330.322:339.722;
336.76

Dr Safet Kurtović*
Dr Jadranka Đurović-Todorović**
Dr Boris Siljković***

ATRAKTIVNOST INVESTIRANJA U ZLATO KAO SIGURNU IMOVINU

***Sažetak:** Ovaj rad ima za cilj da ukaže na značaj tržišnih kretanja u svetu nakon proglašenja finansijske krize. U prvom redu, akcenat je stavljen na analizu ulaganja u tržište zlata, odnosno na važnost razumevanja uticaja faktora na rast cene zlata. U tom smislu nastoji se dati odgovor zašto postoji snažna turbulencija na tržištu zlata, u smislu rasta cena, kao i zašto investitori preferiraju ulaganja u sigurnu imovinu. Pored toga, u radu su predstavljena određena trendovska kretanja na tržištu zlata, u smislu povećanja zlatnih rezervi, odnosno promene u sastavu portfolija deviznih rezervi većine zemalja. Posebno se dovodi u korelaciju proces rasta trgovanja zlatom sa stanjem na tržištu hartija od vrednosti i deviznom tržištu, a što trenutno karakteriše stanje svetske ekonomije koja prolazi kroz ekonomsku recesiju.*

***Ključne reči:** finansijska kriza, faktori, cena, kurs, devalvacija, hedžing, investicije, zlato, zlatne rezerve*

ATTRACTIVENESS OF INVESTING IN GOLD AS SAFE ASSETS

***Summary:** This paper aims at indicating the importance of market trends in the world after declaration of financial crisis. First of all, the accent has been put on the analysis of investments in gold market, with reference to the importance of understanding the influence of factors on the growth of gold prices. In these terms efforts are being made to answer why there is strong turbulence in gold market, in terms of rising prices, and why investors prefer investing in safe assets. In addition to that, specific trendy movements in gold market have been presented as increase in gold reserves, or in other words changes in composition of portfolios of foreign reserves in most countries. What is particularly brought in correlation is the growth in the process of trading for gold and the state of securities market and*

* Ekonomski fakultet u Mostaru

** Ekonomski fakultet u Nišu

*** Visoka ekonomska škola Peć u Leposaviću

foreign exchange market, which characterizes the current state of world economy that is going through economic recession.

Key words: *financial crises, factors, price, rate, devaluation, hedging, investments, gold, gold reserves*

JEL Classification: E42

Uvod

Nakon zvaničnog proglašenja finansijske krize u svetu tokom leta 2008. godine došlo je do naglog rasta cene zlata kao rezultat poremećaja na tržištu hipotekarnih kredita i zabrinutosti za bankarski sistem od strane većine zemalja sveta. U tom trenutku zlato odnosno plemeniti metali postali su veoma atraktivni za ulaganje. Štaviše imali smo situaciju da na tržištu nismo mogli apsorbovati svu imovinu koja se prodavala a koja je usput rečno devalvirala, tako da smo imali prodaju likvidne imovine da bi se platila marža za manje likvidnu imovinu. Cena zlata je dosegla iznos od 682 dolara po unci oktobra 2008. godine pre nego što će kupovina postati dominantna i investitori i trgovci nastojati kupovati zlato kako bi zaštitili svoj kapital u odnosu na neizvesnost koja je vladala finansijskim tržištem. Nakon skoka cene na 1.006 dolara po unci februara 2009. godine cena zlata se zatim konsolidovala između 865/990 dolara po unci u trenutku kada je tržište shvatilo šta se desilo i u kom pravcu ide. Činjenica je da je cena probila psihološku gornju granicu konsolidovanog obrasca bikovskog tržišta za zlato što predstavlja zabrinutost da tržišni nedostaci predstavljaju veliki problem za finansijska tržišta u narednim nedeljama i nadolazećim mesecima. Ukoliko se ovi problemi pojave u obliku dvostruke recesije dolara i krize obveznica ili stagflacije i inflacije, ili deflacije rezultat će biti uočljiv.

Pored toga, u poslednje vreme imamo oscilaciju dolara u pravcu njegovog jačanja u odnosu na evar, kao i oscilacije u pravcu pada cene hartija od vrednosti. Zahvaljujući poboljšanju stanja u privredi, kao rezultat vladinih stimulativnih kredita zapadnih zemalja, osigurana je podrška onim industrijama i institucijama koje su bile suočene sa velikim ekonomskim padom, ali kao posledica uticaja datih kredita verovatno ćemo imati naredni problem. S obzirom na takvu situaciju zaočekivati je da će se cena zlata zadržati visoko usled visoke tražnje nakon nastojanja da se izade iz svetske recesije. Međutim, ukoliko svetsko tržište doživi značajan rast to će dovesti do smanjenja potreba za visoko sigurnim investicijama i verovatno dovesti do smanjenja investicija u zlato. Pre nego što će se to desiti vlada uverenje da se finansijsko okruženje neće tako brzo stabilizovati i uzrokovati da tražnja za zlatom bude manja.

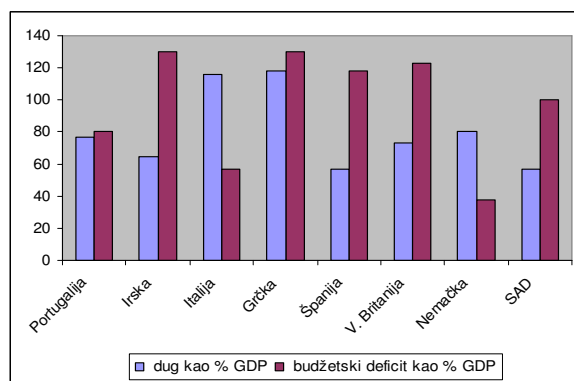
Analiza tržišta i ekonomski uticaj

Globalni ekonomski podaci nastavljaju da pokazuju rast ekonomije u većini zemalja u svetu u prvom i drugom kvartalu 2010. godine. Međutim, ovde se ne radi o homogenoj slici sveta. Optimističan ekonomski rast se reflektuje kroz veće cene hartija od vrednosti, naročito u SAD i drugim ekonomija u razvoju, dok pesimističan ekonomski rast se vezuje u prvom i drugom kvartal 2010. godine za određene evropske zemlje koje nisu u stanju da se nose sa dužničkom krizom.

Krajem 2009. godine imali smo kombinaciju velikog budžetskog deficita i javnog duga u Portugaliji, Irskoj, Grčkoj, Španiji i Italiji što stvara veliki pritisak na stabilnost evra. U skladu s tim, evar je pao u odnosu na dolar za 6,4% krajem maja 2010. godine, dok je britanska funta devalvirala za 6,2% u odnosu na dolara u istom vremenskom periodu. Postoji bojazan da će se trend pada valuta u odnosu na dolar nastaviti i tokom 2010. godine, kako stopa zaduženosti Grčke raste i postoji konfrontacija među zemljama EU u vezi saniranja dugova navedenih zemalja (videti sliku 1.)

Takvo stanje dovodi da određeni tržišni učesnici postavljaju pitanje utemeljenosti ili stabilnosti evra kao i postojanje mogućnosti alternativne valute u međunarodnom poslovanju. Mada određeni ekonomski indikatori u EU, kao što su izvoz i potrošački indeks, ostvarili su pozitivan rast. Međutim, slaba valuta vezuje se za visoku stopu nezaposlenosti, naročito u onim manje uspešnim evropskim zemljama, uzrokujući da MSCI - evropski indeks aktive padne za 2,3% izraženo u dolarima tokom prvog kvartala 2010. godine.

Slika 1: Dug i budžetski deficit u 2009. godini



Izvor: CIA World Factbook, Eurostat, Bloomberg

U SAD-u imamo pomak u rastu ekonomije koji generiše nova radna mesta, dok je stopa nezaposlenosti i dalje visoka što nam potvrđuje da je bilo preko

162.000 otpuštenih radnika u martu 2010. godine. Inflacija, na drugoj strani, je zadržana nisko ali njena evolucija zavisi od toga koliko će biti potrebno da se kamatna stopa normalizuje. Federalne rezerve SAD-a zvanično izražavaju zabrinutost u vezi rizika preranog stezanja monetarne politike signalizirajući da se kamatna stopa na novčana sredstva može zadržati veoma nisko za određeni vremenski period.

Ovaj stav sa njima deli Wall Street, odnosno analitičari koji predviđaju da Federalne rezerve neće podizati kamatu možda do septembra 2010. godine. Pored toga, Federalne rezerve uspevaju upravljati rizikom uprkos niskim kamatnim stopama koje dugoročno dovode do povećanja inflacije. Usput rečeno, optimističan pogled na budući rast SAD ekonomije se temelji na rastu cene aktive i snažnom dolaru u odnosu na druge vodeće valute tokom prvog i drugog kvartala 2010. godine. Na sreću za tržište zlata, snažan dolar u odnosu na evar ili funtu ne mora nužno značiti nižu cenu. U stvari, zlato se nalazi pod uticajem mnoštva faktora i fundamentalnih pokretačkih faktora ponude i potražnje koji su u kratkom roku potpomognuti valutnom devalvacijom. Određene zemlje u razvoju su se mnogo brže oporavile nego njihove koleginice razvijene zemlje, naročito zemlje poput Indije i Kine koje predstavljaju ključna tržišta u potrošnji zlata. U stvari, ovo može imati pozitivan efekat na tražnju za zlatom.

Istorijski posmatrano zlato predstavlja zaštitu u odnosu na nestabilni dolar. Ova karakteristika, međutim, mora biti stavljena u kontekstu globalnog tržišta. Na primer, s obzirom da se zlato izražava u dolarima, u slučaju da je indijska valuta rupi snažnija u odnosu na dolar, indijski potrošači imaju korist od niže cene zlata izražene u lokalnoj valuti. Tokom prvog kvartala 2010. godine dok je dolar rastao u odnosu na evar, funtu i jen imali smo gubitak u odnosu na indijski rupi za 4,6%, tako da određeni negativni efekat aprecijacije dolar/evar može imati efekat i na zlato (Conard, 2010, s. 231).

Stavljajući ovo u kontekstu trogodišnje/sedmične korelacije stope rasta zlata u odnosu na trgovani ponderisani dolar imali smo iznos -0,51% na kraju prvog kvartala 2010. godine. Međutim, prilagođavanjem indeksa trgovanog ponderisanog dolara povećanjem značaja zemalja koje nastoje biti veliki potrošači zlata (kao što su Indija, Kina, Srdnji Istok itd) utiče na trogodišnju ulogu korelacije da bude negde oko -0,57%. Ovo se može delimično objasniti time zašto je zlato imalo 2,6% pozitivnu stopu prinosa tokom prvog kvartala, dok je trgovano-ponderisani dolar ostvario prihod oko 1,5% tokom istog perioda. Drugim rečima, ako dolar raste znatno zahvaljujući valutnoj devalvaciji onda se u tradicionalnim zemljama potrošnje zlata ovo uzima u obzir (Kosares, 2004. s. 28).

Međutim, kontinuirani rast u drugim zemljama u razvoju kao što je Kina verovatno će pojačati tražnju za zlatom u budućnosti. U nedavnom istraživanju Ghina Gold Report: „Gold in the Year of the Tiger“ objašnjava se uloga Kine na tržištu zlata. Kina predstavlja drugog najvećeg potrošača zlata u svetu (oko 14

milirdi dolara u 2009. g.), mada se očekuje da će udvostručiti potrošnju u narednoj dekadi. Domaća ponuda neće biti u stanju da zadovolji potražnju što će dovesti do debalansa koji može imati implikacije na globalno tržište zlata. Izveštaj naglašava da tokom prethodnih pet godina tražnja za zlatom s povećala prosečno za 13% na godišnjem nivou u Kini. U isto vreme kineska potrošnja per capita zaostaje u odnosu na druga vodeća tržišta pre 2002. godine. Tržište zlata u Kini je regulisano putem maloprodaje. Cena zlata i kvote su određene od Narodne Banke Kine i sa drugim centralnim autoritetima, kao i kroz izvozne i uvozne barijere koje otežavaju ulazak na tržište. Nakon toga tržište zlata se otvara i potencijal rasta se zadržava visoko. Prema izveštaju ako je potrošnja zlata bila u Kini ista stopi per capita kao u Indiji, Hong Kongu ili Saudijskoj Arabiji godišnja kineska tražnja će rasti najmanje 100% ili skoro 4.000 tona u sektoru zlatara ili draguljarnica. U narednoj tabeli možemo videti najveće holdinge aktive u svetu. Iz tabele 1. možemo zaključiti da dominiraju kineske firme (Spall, 2010, s. 67).

Izveštaj pokazuje da ukupna investiciona tražnja za zlatom u Kini raste paralelno sa GDP-om zemlje i rastom populacije, i to naročito od osnivanja Šangajske zlatnodevizne berze 2002. godine; taj trend se očekuje da bude i dalje nastavljen. Godine 2009, na primer, kineska neto investicija u zlato u maloprodaji dostigla je 80,5 tona, odnosno porasla je za 22% u odnosu na 2008. godinu. Takođe je važno istaći da kineski potrošači u neku ruku spašavaju dato tržište i zlatne investicije se između ostalog odnose na privatne investicije. Uloga zlata kao monetarne aktive, globalne valute i politike osiguranja obezbeđuje zaštitu od neizvesnosti. Kratkoročna inflatorna očekivanja i rast nivoa dohotka verovatno će osigurati dalju podršku lokalnom tržištu zlata. Pored toga, Kina trenutno u svetu se nalazi na šestom mestu kao najveći posednik zaliha zlata. Istraživanje pokazuje da ako se doda 10% trenutnom nivou to predstavlja 100 tona zlata. Ako uzmemo knjigovodstveni rebalans ranijeg holdinga od 2,2% kao udeo rezervi (kao u četvrtom kvartalu 2002. godine), može se računati kao ukupno povećanje tražnje od 400 tona po tekućoj ceni zlata (Lewis, et.al. 2007, ss. 23-25). Na kraju, izveštaj navodi da je uloga Kine u procesu proizvodnje veoma bitna i ističe se da je tokom poslednje dekade kineska proizvodnja zlata porasla za 84%, ali poznato je da kineske rezerve iznose svega 4% od ukupnih svetskih rezervi.

Tabela 1: Najveći imovinski holdinzi aktive u svetu 31.12.2009.g.

Red. br.	Kompanija	Zemlja	Industrija	Ukupna aktiva%
1.	Barrick Gold	Kina	Rudnik zlata	11,8
2.	Newmont Mining	Kina	Rudnik zlata	9,4
3.	Goldcorp	Kina	Rudnik zlata	6,8
4.	Kinross	Kina	Rudnik zlata	6,7
5.	Eldorado Gold	Kina	Rudnik zlata	5,2
6.	AngloGold Ashanti	Zimbabve	Rudnik zlata	4,6
7.	Newcrest Mining	Australija	Rudnik zlata	4,4
8.	IAMGOLD	Kina	Rudnik zlata	4,3

9.	Lihir Gold	Australija	Rudnik zlata	4,1
10.	Impala Platinum Holding	Zimbabve	Rudnik platine	4,0
	Ukupno			61,3%

Izvor: www.dws-investments.com

Razumevanje kretanja cene zlata

Cena zlata se skromno povećala u prvom kvartalu 2010. godine. Na kraju prvog kvartala cena zlata iznosila je u Londonu 1.115,50 dolara po unci u poređenju sa 1.087,50 dolara po unci na kraju četvrtog kvartala 2009. godine. Prosečna cena zlata je takođe rasla neznatno od 1.109,12 do 1.099,63 po unci dolara za prvi kvartal. Tokom kvartala zlatom se uglavnom trgovalo između 1.058,00 i 1.153,0 dolara po unci – određeni faktori su podržavali rast cene, dok su drugi zadržavali njen dalji rast. Spot cena bila je negde oko 1.200 dolara nakon istorijske cene od 1.238,93 dolara po unci 12.05.2010. godine. Međutim, 25.05.2010. godine cena zlata dosegla je iznos od 1.242,70 dolara po unci (videti sliku 2.) ([http://www. Hang Seng Bank](http://www.HangSengBank.com), 2010, s. 1).

Slika 2: Cena zlata, 25. maj 2010.g.



Izvor: <http://www.goldprice.org>

Na drugoj strani, prvi kvartal imao je tendenciju da bude sezonski snažan izvor tražnje draguljarnica ili zlatara u Indiji i Kini. Pored toga, investicione aktivnosti ukazuju da zlato odražava zabrinutost u vezi aktive ili imovine. Prvo, istraživanje Svetskog udruženja za zlato navodi da tokom konferencije i susreta s investitorima u prvom kvartalu postoji stav da od svih učesnika 42% planira povećanje ulaganja u zlato, dok 35% želi zadržati postojeći nivo ulaganja u zlato i samo 7% nastoji smanjiti obim svojih ulaganja u zlato. Drugo, neto priliv od zlata neznatno je bio pozitivan u prvom kvartalu. Treće, dok neto dugoročni položaj zlatnih fjučersa ugovora, zamena špekulativne investicione tražnje, opada na osnovu iskustva u četvrtom kvartalu 2009. godine zadržava se visok istorijski prosek investiranja u zlato kako učesnici i dalje vide vrednost u zlato. Pored toga,

evropska mreža centralnih banaka imala je nultu prodaju tokom prvog kvartala kao niti ekstra dodatnu ponudu na tržištu.

Tokom prvog kvartala 2010. godine S&P 500 rastao je za 3,8% i aktiva na tržištima u razvoju – mereno MSCI EM indeksom – kreće se 2,1% što je više nego njihove ekonomije nastavljajući postepeno povećanje kako određene valute zemalja u razvoju apreciraju u odnosu na dolar. Suprotno tome, MSCI World, bivši US Indeks, povećao se samo za 0,7% i povezuje se lošim finansijskim stanjem Portugalije, Irske, Grčke i Španije čime se umanjuje ekonomski oporavak i preduzimaju mere na tržištu hartija od vrednosti. Tokom istog perioda S&P Goldman Sachs Commodities Spot Indeks (S&P GCSI) raste za 1,0%, kada poljoprivredni proizvodi ostvaruju snažan pad kao rezultat prekomerne ponude, dok se potrošnja energenata i metala nastavlja povećavati s globalnim poslovnim ciklusom. Posebno cena nafte raste za 4,9%, odnosno sa 77,20 na 81,30 dolara po barelu na kraju prvog kvartala 2009. godine. Na kraju, SAD trezorski zapisi, mereni sa Berkley trezorskim agregatnim indeksom, rastu 0,8% tokom prvog kvartala 2010. godine, kada srednjoročne i dugoročne stope ostaju relativno nepromenjene; kupovina snažnim SAD dolarom u odnosu na druge valute i signal od strane Federalnih rezervi ukazuje da kamatne stope će ostati niske dok SAD privreda nastavlja s oporavkom (Baumohl, [http// www.economicoutlookgroup.com](http://www.economicoutlookgroup.com), 2010, s.13).

Na osnovu baznog rizika prilagođavanja plemeniti metali će nadmašiti ostale robe u njihovom međusobnom poređenju kao i međunarodnu aktivu koja je podcenjena na SAD tržištu i na tržištu aktive u zemljama u razvoju; misli se na SAD trezorske zapise u prvom kvartalu 2010. godine. Posebno tržišta u razvoju ostvaruju korist od ekonomskog rasta i aprecijacije valuta. U slučaju naftnih derivata imamo trend značajne varijabilnosti u odnosu na zlato; stopa prinosa sirove nafte po jedinici rizika u prvom kvartalu 2010. godine bila je veća nego kod zlata. Tražnja za industrijskim metalima nastavlja rasti s globalnim oporavkom, naročito u određenim zemljama u razvoju rezultirajući dvostrukim rastom cena kako na kvartalnom tako na godišnjem nivou. U prvom kvartalu 2010. godine nikal i paladijum imali su najbolje performanse i njihova vrednost rasla je za 35% i 17,6%, dok je cink pao za 8,2%. Zlato i srebro pokazuju sličan rast od 2,6% i 3,0% tokom prvog i drugog kvartala (videti tabelu 2). Poljoprivredni proizvodi snažno su pali za 16,9%, kao rezultat rekordne proizvodnje u svetu (Ibid. s. 23).

Tabela 2: Dragoceni metali i sirova nafta

USD/po unci	2008.	2009.	3Q2009.	4Q2009.	1Q2010.	April 2010.	Maj 2010.	Jun 2010.
Zlato	882,05	1.096,95	1.007,70	1.096,95	1.113,25	1.179,20	1.216,20	1.223,45
Srebro	11,39	16,88	16,65	16,88	17,48	18,64	18,56	18,36

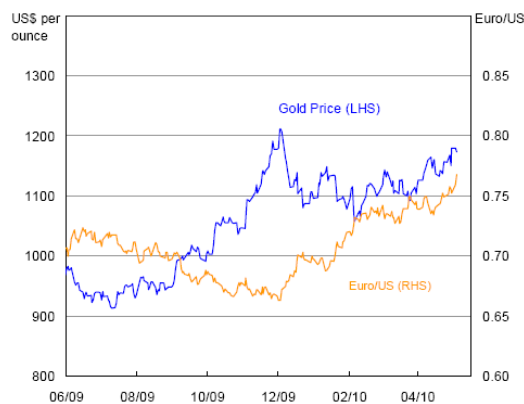
Platina	934,50	1.465,50	1.298,00	1.465,50	1.643,50	1.736,75	1.561,50	1.556,50
Paladijum	187,00	407,80	296,00	407,80	480,00	548,25	1.651,50	458,00
Sirova nafta USD/barel	44,60	79,36	70,61	79,36	83,76	86,15	73,97	72,86

Izvor: Bloomberg L.P.

Faktori koji utiču na cenu zlata

Dolar. Nakon slabog dolara između 2006. i sredinom 2008. godine dolar je započeo polako da se oporavlja tokom jula 2008. godine kao rezultat smanjenja rizika i nakon što su američke kompanije repatrirale imovinu koju su prethodno imale u inostranstvu. Pored toga, tržište je išlo u pravcu traganja za manje rizičnim investicijama što je svakako uključivalo položaj dolara. Međutim, dolar je ponovo doživeo pad kao rezultat politike Vlade SAD koja se odnosila na ublažavanje finansijske krize – naročito upumpavanjem dolara u finansijski sistem putem finansijskih kredita što je uticalo na jačanje zabrinutosti u vezi devalvacije dolara.

Slika 3: Cena zlata i SAD dolar



Izvor: <http://www.thomsondatastream>

Nakon povećanja od 1,7% u martu cena zlata je rasla u aprilu za 3% 2010. godine. Ovo se poklapa sa zabrinutošću u vezi slabljenja evra i pojačane tražnje za manje rizičnom imovinom. Pored toga, određena nestabilnost vodećih rezervnih valuta utiče dodatno na investitore da pojačaju tražnju za zlatom. Tokom nekoliko prethodnih godina cena zlata je snažno porasla u odnosu na devizni kurs SAD dolar/zlato. Koficijent korelacije na dnevnoj osnovi u ovim dvema varijablama u 2009. godini bio je 0,75%. U 2010. godini ovaj odnos je nešto manji. Međutim, od

januara 2010. godine SAD dolar raste za 10% u odnosu na evar gde cena zlata takođe raste za 7%. Odnos stope evra/SAD dolara ne može biti dobar indikator snage SAD dolara u datom trenutku, mada dolar je ojačao u odnosu na vodeće valute za oko 2,4% od početka 2010. godine (videti tabelu 3). Pored navedenog razlog za poremećaj između SAD dolara i cene zlata javlja se kao rezultat povećanja rizika finansijskih fjučersa (Johnson, 2009, s. 2).

Inflatorni uticaj. Štaviše pojava deflacije je realnija mogućnost, mada tržište nije u principu zabrinuto u vezi pojave deflacije već na osnovu globalnih stimulativnih finansijskih kredita može se suočiti s pojavom inflacije. Prema opštem mišljenju vladinih politika one će biti u stanju da ojačaju monetarnu politiku u smislu izbegavanja inflacije. To se pre svega odnosi na politiku sporog rasta i visoke stope nezaposlenost. Kao rezultat toga pad u inflaciji na dole predstavlja pokretačku snagu u pravcu investiranja u zlato.

Dehedžing. Na bikovskom tržištu za zlato, koje se poklapa s početkom dehedžinga, ukupno hedžing osiguranje iznosilo je 3.107 tona. Osam godine kasnije imamo pad na 458 tona. Kada je smanjen nivo hedžinga u pravcu dehedžinga nije došlo do iznenađujućeg usporavanja, ali i dalje se kreće oko 125 tona na godinu i verovatno će se nastaviti da osigura podršku u narednoj godini. Međutim, nakon jedne godine od uvođenja dehedžinga doći će do manjeg trgovanja u narednim godinama i zatim kombinacija visoke cene zlata s poboljšanjem ekonomske perspektive zahtevaće manje sigurne investicije, da bi na kraju dovelo do ponovnog uspostavljanja hedžinga. Mada to nije tekuća želja stekholdera rudarskih kompanija, ipak limitiranost hedžinga može se menjati ako se perspektiva za zlatom menja s promenom ekonomskog okruženja. Pored toga, možemo očekivati da će se naredno hedžing ograničenje odnositi na put opcije i ne direktno na prodaju forwarda ili fjučersa. Za sada stanje je takvo među proizvođačima da će cena zlata biti privlačna i u narednom periodu.

Tabela 3: SAD dolarski devizni kurs

SAD/po unci	2008.	2009.	3Q2009.	4Q2009.	1Q2010.	April 2010.	Maj 2010.	Jun 2010.
EUR/USD	1.3971	1.4321	1.4640	1.4321	1.3510	1.3294	1.2306	1.2249
USD/JPY	90.64	93.02	98.70	93.02	93.47	93.85	91.26	92.13
GBP/USD	1.4593	1.6170	1.5982	1.6170	1.5184	1.5274	1.4538	1.4652
USD/CHF	1.0687	1.0352	1.0363	1.0352	1.0539	1.0776	1.1549	1.1549
AUD/USD	0.0726	0,8977	0.8828	0.8977	0.9172	0.9243	0.8459	0.8421
NZD/USD	0.5792	0.7228	0.7232	0.7228	0.7106	0.7270	0.6805	0.6817
USD/CAD	1.2188	1.0532	10.695	1.0532	1.0153	1.0179	1.0445	1.0383
	81.31	77.86	76.65	77.86	81.07	81.87	86.59	86.72

Izvor: Bloomberg L.P.

Oficijelna prodaja centralne banke. Za četiri godine upravljanja prodajom u okviru Zlatnog sporazuma centralne banke (Central Bank Gold Agreement- CBGA) imali smo neuspeli obim prodaje u iznosu od 500 tona dozvoljenih sporazumom. U CBGA1 na kraju 2006. godine ostvarena je prodaja od 104 tona, što je manje od 500 dozvoljenih tona; u 2006/2007. godini prodaja je bila manja za 24 tone; u 2007/2008. godini prodaje je iznosila 143 tone od limita i na kraju 2009. godine prodaje je iznosila 160 tona, što predstavlja 340 manje od dozvoljenog limita. CBGA2 je u celini prodala između 1.880 i 1.900 tona, što predstavlja oko 75% od dozvoljenih 2500 tona. U 2009. godini CBGA3 je objavila da će u pet narednih godina imati 19 značajnih članica, ali godišnja kvota će biti smanjena na 400 tona iako je MMF kazao da će prodati 403,3 tone zlata (Ibid, s.3).

Diverzifikacija centralnih banaka. Globalna finansijska kriza je u velikoj meri bila pogubna za centralne banke koje poseduju svoje devizne rezerve u dolarima i SAD trezorskim zapisima. Kao rezultat toga veliko broj vlasnika SAD dolara i trezorskih zapisa nastojali su diverzifikovati svoj portfolio. Kina je iznenadila tržište u aprilu 2009. godine kada je objavila da je povećala zlatne rezerve za 76% na 1.054 tone u odnosu na 2003. godine kada su iznosile 600 tona. Međutim, ovaj visoki holding i dalje predstavlja samo 1,9% od ukupnih rezervi. Kineski holding rezervi iznosi preko 2 triliona deviznih rezervi i preko 70% od ovih rezervi je denominovano u dolarima. Kina je bila jako pogođena oscilacijama u dolaru i ne iznenađuje promena u divezifikaciji portfolija. Takođe možemo pretpostaviti da će Kina u budućnosti kupiti određene količine zlata od MMF, ali Kina će verovatno preferirati s nastavkom kupovine zlata od domaćih proizvođača. Godine 2007. Kina je iznenadila Južnu Afriku, u pogledu toga da trenutno predstavlja najvećeg svetskog proizvođača zlata, s ostvarenom proizvodnjom 282 tone u 2008. godini i nastavlja da raste na 13,5% tokom kraja 2009. godine. Pored toga, Rusija nastavlja da povećava zlatne rezerve. Godine 2008. kupila je 68 tona, dok je u od januara do avgusta 2009. godine kupila 62 tone. Krajem 2009. godine njene rezerve iznosile su 568 tona ili 4,3% od ukupnih rezervi. Holding od 10% rezervi u zlatu je prosek rezervi svih zemalja, međutim, evro zona ima prosek od 59,7%, SAD 77,4%, Japan 2,3% i Koreja 0,2% (<http://www.scotiamocatta.com>, s. 1).

Evropska neto prodaja zlata centralne banke u prvom kvartalu 2010. godine se zaustavila. Između septembra 2009. godine, kada je treći zlatni sporazum Centralne banke (CBGA3) počeo i završio se u prvom kvartalu 2010. godine, izvršena je značajna prodaja ukupnog iznosa zlata od 1,6 tona, što predstavlja nepromenjen iznos od kraja prošle godine. Ovo se uglavnom odnosi na mali iznos zlata prodalog Nemačkoj u obliku kovanih zlatnika. CBGA3-ova gornja granica godišnje prodaje je 400 tona do septembra 2014. godine. Na osnovu jasnog smanjenja apetita centralnih banaka za prodajom zlata, agregatna prodaja sasvim sigurno pada u odnosu na gornju ostvarenu granicu. Međutim, određene evropske centralne banke negiraju da su planirale da prodaju neiskorišćene zalihe u MMF-u.

Izvršni odbor MMF-a je objavio da je u septembru 2009. godine nameravao prodati 403 tone zlata; prihod koji bi ostvario poslužio bi za osnivanje posebnog fonda. MMF je obznanio da prodaja neće direktno ići preko tržišta već preko CBGA3, kako bi se izbegla mogućnost neuspeha na tržištu. Fond je na početku ostvario tri poslovna dila: 200 tona zlata prodao je Banci Indije, 10 tona Centralnoj banci Širi Lanke i 2 tone Centralnoj banci Mauricijusa. Međutim, u februaru 2010. godine MMF je prodao preko tržišta oko 5,6 tona zlata. Ovim činom želimo istaći činjenicu da je MMF započeo prodaju preko tržišta, ali nije sprečio dalju prodaju mimo tržišta. Pored toga, Rusija je kupila ukupno 8,3 tone zlata tokom januara i februara 2010. godine nastavljajući dosada dobro organizovani programa kupovine zlata i ostvarujući ukupan holding zlata od 645 tona ili 51% od ukupnih rezervi (videti tabelu 4) (<http://www.gfms.co.uk>, s. 2).

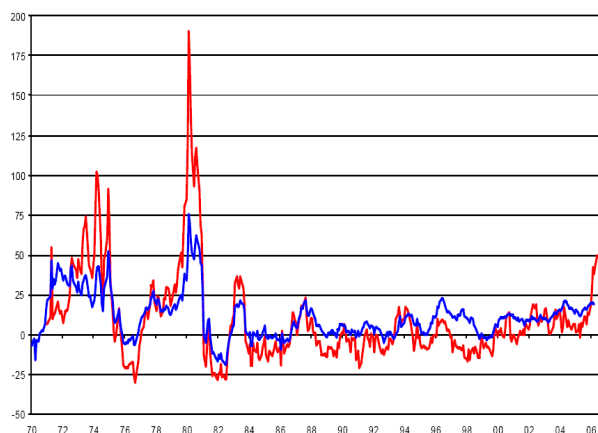
Tabela 4: Top 20 zvaničnih holdinga zlata

Red. br.	Zemlja	Tone	% rezervi
1.	SAD	8,134	70.4%
2.	Nemačka	3,407	66.1%
3.	MMF	3,005	1)
4.	Italija	2,452	64.9%
5.	Francuska	2,435	65.7%
6.	Kina	1,054	1.6%
7.	Švajcarska	1,040	27.0%
8.	Japan	765	3.0%
9.	Rusija	641	5.0%
10.	Holandija	613	53.4%
11.	Indija	558	6.9%
12.	ECB	501	25.2%
13.	Tajvan	424	4.1%
14.	Portugalija	383	84.9%
15.	Venecuela	361	36.8%
16.	V. Britanija	310	16.5%
17.	Liban	287	25.6%
18.	Španija	282	35.7%
19.	Austrija	280	54.6%
20.	Belgija	228	33.7%

Izvor: IMF, national data, WGC

Na osnovu ove tabele potvrđuje se nedavna akceleracija međunarodnih monetarnih rezervi u iznosu od 19%. To možemo videti na sledećoj slici 4, koja pokazuje korelaciju između cene zlata i međunarodnih monetarnih rezervi.

Slika 4: Međunarodne monetarne rezerve i godišnja promena u ceni zlata
(SDR – 49,3 i MMR – 19,39)



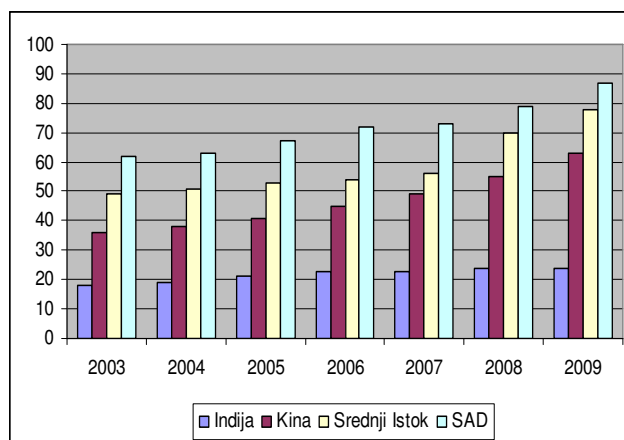
Izvor: <http://valu-trac.com>

Nafta i naftni derivati. Nafta i cena zlata se nalaze u pozitivnoj korelaciji kada je u pitanju kako rast tako i pad cene. Interesantno je naglasiti da se cena zlata zadržala visoko u odnosu na cenu goriva što je razlog loši tekući ekonomski uslovi. Štaviše kako optimizam raste u vezi ekonomskog oporavka na osnovu procene rasta proizvodnje industrijskih proizvoda i cene hartija od vrednosti cena goriva je i dalje niska, ali zato zlato doseže najrekordniju cenu u istoriji trgovanja. Kada proizvodnja goriva počne rasti brže s ekonomskim rastom nego što raste cena goriva, to će verovatno uticati na pojavu inflacije i predstavljati vetar u leđa ceni zlata.

Tražnja draguljarnica ili zlatara. Visoka cena zlata i uticaj globalnog ekonomskog pada tokom poslednje dve godine dovelo je do značajnog pada u tražnji zlata od strane zlatara i industrijskog sektora. U četvrtom kvartalu 2009. godine svetska tražnja za zlatom je iznosila 500,4 tone, što predstavlja 8% i niža je od prethodnog perioda. U isto vreme prosečna cena zlata tokom četvrtog kvartala 2009. godine rasla je za 38%, u poređenju s prethodnom godinom u istom periodu, utičući da se potrošači postepeno navikavaju na visoku cenu. Godišnje smanjenje tražnje zlatara ili draguljarnica izraženo u tonama bilo je tokom 2009. godine značajno veće od 20% u odnosu na 2008. godinu, na šta je prvi kvartal imao veliki uticaj. S promenom ekonomskih uslova, u pozitivnom pravcu, posmatrano po zemljama Indija je ostvarila snažne performanse u četvrtom kvartalu 2009. godine, odnosno poboljšanje za 27% na godinu – što predstavlja pređašnji nivo od 137,8 tona.

U slučaju Kine imamo povećanje od 2% u tražnji zlatara ili draguljarnica ili 86,5 tona u četvrtom kvartalu 2009. godine: Kina je bila jedina zemlja koja je ostvarila pozitivnu tražnju zlatara od 6% u 2009. godini (videti sliku 5) (Nielsen, 2004, ss.5-27). U ostatku sveta na osnovu ostvarenih rezultata imamo relativno poboljšanje u odnosu na prethodne kvartale u 2009. godini. Međutim, posebno ističemo slučaj Turske koja je imala najgore performanse tokom četvrtog kvartala 2009. godine gde se desio oštar pad u lokalnoj ceni zlata (kada je turska valuta lira devalvirala) i ekstremne slabosti u lokalnoj ekonomiji što je imalo snažan uticaj na loše poslovanje zlatara (Ibid, s. 11).

Slika 5: Globalni udeo tražnje zlatara



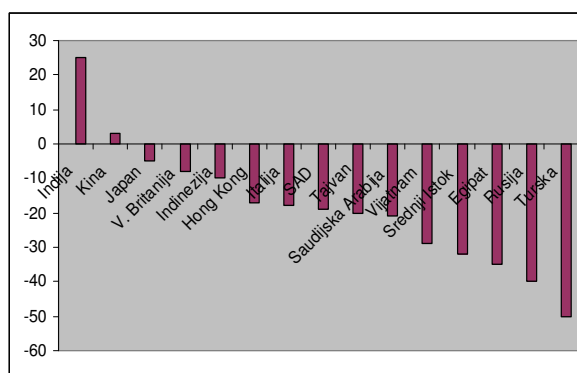
Izvor: WGC, NAB

Preliminarni izveštaj za prvi kvartal 2010. godine navodi da se trend tražnje u Indiji nastavlja pojačano. U prilog tog rasta navode se letnji festivali i hinduška Nova Godina. Pored toga, prosečna cena zlata u indijskim rupima tokom prvog i drugog kvartala 2010. godine je značajno niska i stabilnija je nego u prethodnim kvartalima što nam govori da snažan rupi pojačava tražnju.

Tražnja od strane zlatara je pod uticajem elastičnosti cene od strane potrošača, ali pored cene sektor je pogođen recesijom što je dovelo do smanjenja kupovine luksuza. Tražnja za zlatom od strane zlatara je dosegla vrhunac 2005. godine od 2.707 tona da bi došlo do pada 2.288 tona u 2006 godini, a onda je došlo do blago rasta u 2007. godini na 2.404 tona, te da bi krajem 2009. godine imali pad na 2.000 tona (videti sliku 6). Međutim, permanentan pad u tražnji kombinuje se sa velikim iznosom zaliha koje su stvorene tokom prethodnih godina, što će verovatno dovesti do značajnog smanjenja u tražnji draguljarskog spektruma – od fabrika do zlatara na malo. Globalni rast se može očekivati od strane snažno obnovljene tražnje od strane Kine kao vodećeg uvoznika. Čak i tokom ekonomskog pada

kineska tražnja za zlatnim nakitom rasla je na 6% u drugom kvartalu 2009. godine (Westmore, [http://www. NationalAustraliaBank](http://www.NationalAustraliaBank)).

Slika 6: Tone rasta u tražnji zlatara po zemljama (kvartal 4 '09 versus kvartal 4 '08)



Izvor: GFMS: World Gold Council, "Gold Investment Digest" London, April 2010.

Industrijska potrošnja zlata

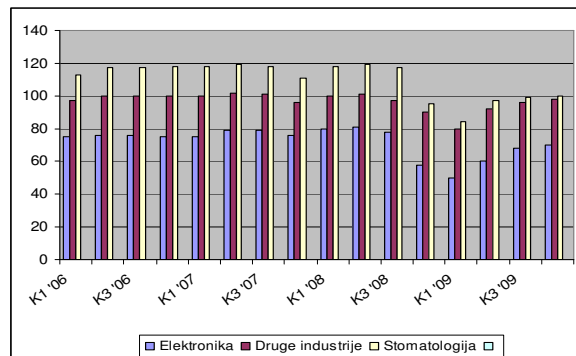
Tražnja za zlatom u industriji i stomatologiji se povećala tokom četvrtog kvartala 2009. godine. Ukupna tražnja iznosi 99,7 tona ili 11% je veća nego u četvrtom kvartalu 2008. godine. Tražnja u 2009. godini, međutim, se smanjila za 16% u odnosu na nivo iz 2008. godine. Tražnja u elektronskoj industriji (obično 70% otpada od ukupne industrijske kupovine) se snažno oporavila u četvrtom kvartalu 2009. godine rastući za 25% više u odnosu na prethodnu godinu. U drugim industrijama i dekorativnom sektoru desio se pad od 13%, mada od kako se zlato koristi u dentalnoj industriji taj se pad smanjio od 5% u četvrtom kvartalu 2008. godine (videti sliku 7) (Millar, W., et.al., <http://www.valu-trac.com>). S promenom ekonomskog stanja u svetu očekuje se povećanje industrijske upotrebe zlata u 2010. godini. Međutim, kako je cena zlata u svetu rasla vodeći industrijski proizvođači delova i sklopova razmatraju mogućnost upotrebe bakra u određenim aplikacijama, mada sva kompanijska istraživanja identifikuju prednost zlata nad bakrom i izražavaju zabrinutost u vezi pouzdanosti bakra, mogućnosti zarade prihoda i unapređenja performansi.

Finansijska kriza stavila je zlato u prvi plan kada su investitori nastojali da zaštite svoje bogatstvo čim su počele špekulacije sa cenom zlata. Rastom bankarske krize postojala je bojazan posedovanja holdinga u obliku novca u bankama i brzo je rasla potražnja za zlatnim polugama i kovanicama; što se može

opisati kao tražnja za zlatnim kovanicama i manje tražnja za zlatnim polugama. Pored navedenog, razlog pojačane tražnje dovodi se u vezu s stanjem na finansijskim tržištima, deviznim kursevima i inflacijom kao i nastojanjem investitora da diversifikuju svoje investicije.

Važno je istaći da se radi o periodu nakon leta 2008. godine kada nismo mogli uočiti pozitivan pomak u sanaciji problema, i sasvim je bio logičan rezultat da imamo kretanje novca od sigurnih u pravcu rizičnih investicija u hartije od vrednosti. Međutim, trend u promeni nivoa holdinga je ponovo rastao što nama govori da je novac ponovo imao kretanje u pravcu sigurnog zlata, ili novčana sredstva su investirana ili konvertovana u zlato. U 2010. godini verovatno ćemo se susreti s problemom dvostruke recesije, devalvacija nacionalnih valuta i eventualna inflacija (Gorton, 2006, ss. 26-47). Pored toga, nakon nedavnog kolapsa finansijskog sistema u 2008. i početkom 2009. godine praktično će se zadržati divesifikovani investicioni portfolio sa snažnim tokovima usmeravanja novca u zlato.

Slika 7: Industrijska tražnja po kategorijama u tonama



Izvor: GFMS: Preuzeto iz World Gold Council, "Gold Investment Digest", London, 2010.

Zaključak

Zlato prolazi kroz veoma zanimljiv period jer postoji mnoštvo faktora koji utiču na cenu zlata a koji su u potpunoj suprotnosti sa deflacijom ili inflacijom. Takođe imamo neutemeljen osećaj da nakon nedavne finansijske katastrofe možemo imati snažan oporavak i u šta (ne)trebamo verovati, kao i u razloge koji su doveli do krize. Štaviše pruženi stimulatívni finansijski paketi od strane vlada i sanacioni programi koji su plaćeni pozajmicama i štampanjem novca poprilično

nas zbnjuju i dovode u neizvesnost da se zapitamo koja je naredna laž od strane vlada. Globalni debalans između zemalja se ogleda u ogromnom dugu i visokim dolarskim rezervama. Pored toga, politika slabog dolara se odnosi na poticanje konkurentske devalvacije valuta i gubljenje vrednosti tradicionalno snažnih valuta što dovodi do toga da novac želimo zameniti ili diverzifikovati u zlato da bi očuvali vrednost naše imovine.

U principu, na osnovu datog pregleda svetske finansijske krize u protekle dve godine nesumnjivo je da je rešen problem deflacije u drugoj polovini 2008. i trećem kvartalu 2009. godine. Mada ovde imamo još nerešenih problema i neravnoteža koje će biti teško rešiti, kao što je javni dug većine evropskih zemalja. Zapadni finansijski sistem je bio baziran na sigurnosti, ali je ta sigurnost srušena 2008. godine. Novi udarac, koji se desio širom tržišta krajem 2009. i početkom 2010. godine, odnosi se na javni dug i na druge probleme koji nisu rešeni. Kriza koja se trenutno dešava predstavlja mnogo ozbiljniji problem nego što je to bio problem s finansijskom hipotekarnom krizom.

Na osnovu svega rečenog i dalje će se u narednim mesecima pa i godinama zlato igrati važnu ulogu. U određenom momentu problem sa kojim se suočava globalna ekonomija, a naročito Zapad će biti rešen i stvari će krenuti svojim normalnim tokom. Kada proces započne problem sigurne imovine biće rešen. Međutim, dok je situacija kakva jeste zlato će verovatno zadržati visoki procenat tražnje. Na osnovu toga postoji predviđanje koje govori da će se cena zlata kretati do 1.400 dolara po unci u 2010. godini.

U kratkom roku cena zlata se očekuje da će se kretati u narednom periodu nešto iznad tekućeg nivoa. Možemo očekivati da će biti potrebno određeno vreme da zemlje evro zone dovedu u red obim svog javnog duga, odnosno da veličina deficita odgovara obimu GDP, što će dovesti do promene u percepciji investitora od relativno sigurnih investicija u „zlato“ do ulaganja u hartije od vrednosti. U trećem kvartalu 2010. godine očekuje se povećana potražnja od strane zlatara kako dohodak domaćinstva nastavlja da rast, odnosno kako imamo ekonomski oporavak.

Obim proizvoda od zlata se očekuje da bude nepromenjen i određeni proizvođači očekuju proces dehedžinga u nadolazećim godinama. Pored toga, rast u ponudi zlata će ostati skoro nepromenjen. Naglasimo da značajna neelastičnost cene u ponudi zlata doprinosi da raste vrednost zlata. U prilog tome govore nam prethodni izveštaj o tržištu zlata na mesečnoj osnovi gde se kaže da očekivana ponuda zlata iz rudnika neće biti uvećana kao efekat smanjenja kvaliteta rude Indoneziji i Južnoj Africi, a što je nadoknađeno povećanjem proizvodnje u rudnicima u SAD, Latinskoj Americi i Australiji. Međutim, sa daljim povećanjem cene zlata možemo anticipativno očekivati rast u ponudi tokom 2011. godini, kako kroz otvaranje novih rudnika, tako i smanjenja ponude.

Literatura:

1. **Conard, B.**, *Profiting from the World's Economic Crisis: Finding Investment Opportunities by Tracking Global Market Trends*, 2010, John Wiley & Sons, Inc. New Yersey
2. **Kosares, J. M.**, *The ABC's of Gold Investing: How to protect and build your wealth with gold*, 2010, John Wiley & Sons, Inc. New Yersey
3. **Lewis, N., Wiggan, A.**, *Gold: The once and Future Money*, 2007, John Wiley & Sons, Inc. New Yersey
4. **Spall J.**, *Investing in Gold: The Essential Safe Haven Investment for Every Portfolio*, 2010, John Wiley & Sons, Inc. New Yersey
5. **Johnson, B.**, „Prestige Economics, Metals Prices To Trend Higher As Growth Rebounds“, *Metal Quarterly Report*, 2009, January Texas
6. **Nielsen M. J.**, et.al. “Theory of Storage and the Pricing of Commodity Claims“, 2004, *Review of Derivatives Research* 7. New York
7. **Gorton, G., et.al.** “Facts and fantasies about commodity futures”, 2006, *Financial Analysts Journal* 62, New York.
8. *Gold Digest*// [http://www. Hang Seng Bank, Hang Seng Treasury Division](http://www.HangSengBank.com) (datum dostupnosti 15/06/2010)
9. **Baumohl B.**, *Economic Growth Will Accelerate in 2010 – But Geopolitical Events Could Be The Big Spoler*//, 2010, [http// www.economicoutlookgroup.com](http://www.economicoutlookgroup.com) (datum dostupnosti: 23/04/2010)
10. *Precious Metals Forecast 2010*//[http//www.scotiamocatta.com](http://www.scotiamocatta.com), (datum dostupnosti: 28/04/2010)
11. *Further Gains Forecast For Investment & Prices*//[http//www.gfms.co.uk](http://www.gfms.co.uk), Publication of Gold Survey, (datum dostupnosti: 04/26/2010.)
12. **Millar, W., et.al.**, *The Relevance and Importance of in the World Monetary System*, [http//www.valu-trac.com](http://www.valu-trac.com) (datum dostupnosti: 16/06/2010.)
13. **Westmore, B.**, *Non-rural commodities*, [http//www. NationalAustraliaBank,](http://www.NationalAustraliaBank.com) Gold Market Montly Update (datum dostupnosti: 04/06/2010.)

