Zeszyty Naukowe
Wyższej Szkoły Bankowej we Wrocławiu
Nr 2(40)/2014

Magdalena Walczak

Wyższa Szkoła Bankowa we Wrocławiu

Analiza struktury kosztów i ich wpływu na wynik osiągnięty z inwestycji w metale szlachetne w okresie 2007-2011

Streszczenie. W artykule przeprowadzono analizę wpływu kosztów związanych z zakupem metali szlachetnych w postaci fizycznej na efektywność inwestycji. Włączenie kruszców do portfela inwestycyjnego wiąże się z zakupem monet lub sztabek. Przy podejmowaniu decyzji uwzględnić należy niejednorodność kosztów produkcji, wysokość marż dilerskich, a także obowiązujące podatki. Z dokonanej analizy wynika, że najmniejszą różnicę pomiędzy notowaniami kruszcu a cenami monet i sztabek obserwuje się w przypadku złota. Tym samym, inwestor lokujący w nie, jest w stanie zyskać już przy niewielkim wzroście kursu. Najmniej opłacalną jest inwestycja w platynę, gdyż wzrost ceny metalu w znacznej części absorbowany jest przez koszty.

Słowa kluczowe: inwestycje alternatywne, złoto, srebro, metale szlachetne, efektywność inwestycji, numizmaty

Wprowadzenie

Od tysiącleci posiadanie szlachetnych metali postrzegane jest jako wyznacznik bogactwa. Choć pierwsza giełda, na której można było handlować złotem powstała w Londynie ok. XVII w., to zwłaszcza ostatnie dwie dekady przyniosły ogromne zainteresowanie nie tylko tym, ale także innymi metalami. Od roku 1990 opublikowano około 186 artykułów tylko na temat samego złota, z czego 40 wydano w latach 2008-2009, dalszych 26 w 2010 r. oraz w pierwszym kwartale

2011 r.[1] W tym czasie (1990-2011) cena złota wzrosła z poziomu 406 USD/t. oz. do ok. 1600 USD/t. oz., mając swoje minima w okolicach 200 dolarów i maksima na poziomie ponad 1900 dolarów za uncję trojańską[2]. A przecież historia zna przykłady, gdy cena złota pozostawała stała przez około 200 lat, po tym jak sir Isaac Newton (ówczesny dyrektor mennicy w Londynie) ustanowił ją na poziomie 4,25 GBP[3].

W niniejszej pracy dokonana została analiza efektywności inwestycji w metale szlachetne z punktu widzenia polskiego inwestora. Pod uwagę wzięte zostały: złoto, srebro oraz platyna. Badaniem objęto okres od 2007 do 2011 r., aby zasymulować scenariusz, w którym inwestorzy zaniepokojeni doniesieniami z rynku amerykańskiego część swoich kapitałów lokują w metale szlachetne, postrzegane jako aktywa bezpieczniejsze i sprzedają je, gdy sytuacja na światowym rynku się stabilizuje. Z uwagi na fakt, że na efektywność inwestycji oprócz kształtowania się notowań aktywów, wpływ mają również koszty z nią związane, pozostaną one w centrum zainteresowania autorki niniejszej pracy. W przypadku polskiego inwestora i najbardziej dostępnych inwestycji w kruszec fizyczny, wzrost notowań metalu nie przekłada się w tym samym stopniu na wzrost wartości inwestycji. Dzieje się tak dlatego, że inwestor chcący nabyć metal szlachetny w postaci fizycznej, oprócz ceny kruszcu musi także ponieść dodatkowe koszty związane np. z produkcją monety czy sztabki. Inspiracją do podjęcia badań w tym obszarze był artykuł na temat innej inwestycji alternatywnej, jaką może być kolekcjonowanie unikatowych znaczków pocztowych. W pracy autorzy zwracają uwagę na różnicę pomiędzy stopą zwrotu przed i po uwzględnieniu kosztów i odnoszą uzyskane wyniki do tradycyjnej inwestycji w akcje[4].

Zamiarem autorki była analiza inwestycji w kruszce w postaci fizycznej, ponieważ w przypadku tej formy alternatywnego inwestowania, koszty są najbardziej znaczące. Artykuł nie wyczerpuje tematu, a jest jedynie opracowaniem części z większej całości, która obejmowałaby efektywność inwestycji alternatywnych w różnych formach.

Aby osiągnąć cel pracy i odpowiedzieć na pytanie dotyczące wpływu kosztów na rentowność inwestycji w metale szlachetne, praca została podzielona na cztery części. W pierwszej omówiono formy inwestycji w metale szlachetne, w drugiej scharakteryzowane zostały koszty związane z inwestycjami. W kolejnej części przeanalizowano wybrane przykłady portfeli i ich efektywność. Natomiast wnioski i podsumowanie analizy zawarte zostały w ostatnim fragmencie.

---

[1] B.M. Lucey, *What do Academics Think They Know About Gold?*, „The Alchemist", May 2011. Dostępne w bazie SSRN: http://ssrn.com/abstract=19086502011 [30.09.2012].

[2] Zob.: www.lbma.org.uk [30.09.2012].

[3] Zob.: www.gold.org/…/price_history/ [30.09.2012].

[4] E. Dimson, Ch. Spaenjers, *Ex post: The investment performance of collectible stamps*, „Discussion Paper" 2009, No. 64, s. 443-458, Center for Economic Research, Tilburg University.

1. Metale szlachetne jako inwestycja

W literaturze światowej temat potencjału metali szlachetnych jako inwestycji został dobrze zbadany i udokumentowany[5]. Najczęściej podkreślanymi cechami przemawiającymi za tym sposobem lokowania kapitału jest niska korelacja z rynkami papierów wartościowych, a także możliwość zabezpieczenia przed inflacją[6]. Ze względu na niską zależność zmian cen metale szlachetne postrzega się także jako narzędzia skutecznej dywersyfikacji portfela[7]. Przeważająca liczba badań koncentruje się na rynku i efektywności z punktu widzenia inwestora amerykańskiego, choć pojawiają się także prace rozszerzające studia o rynek i decyzje inwestorów brytyjskich, niemieckich czy francuskich[8]. Znaczna część autorów doradza uzupełnienie portfela inwestycyjnego o jakiś metal szlachetny, co powoduje jego dywersyfikację, obniżenie ryzyka i poprawienie stopy zwrotu. Proponowane rozwiązania różnią się tylko sugerowanym udziałem, od 5% do nawet 25%[9]. Największą estymą cieszy się złoto, ale zarówno srebro, jak i platyna mają także swoich zwolenników[10].

Inwestorzy, którzy chcą nabyć fizyczne złoto, srebro czy platynę, mają do wyboru monety lub sztabki. Monety, zwane bulionowymi, są wybijane w bardzo dużych nakładach i co do zasady nie mają dodatkowej wartości kolekcjonerskiej. Zarówno sztabki, jak i monety oferowane są w sprzedaży w cenach skalkulowanych o aktualną cenę kruszcu, powiększoną o koszty wybicia i marżę[11]. Występują w kilkuna-

---

[5] Zob.: J.F. Jaffe, *Gold and Gold Stocks as Investments for Institutional Portfolios*, „Financial Analysts Journal" 1989, Vol. 45, No. 2, Mar./Apr., CFA Institute; R.J. McCow, R.J. Zimmerman, *Analysis of the Investment Potential and Inflation-Hedging Ability of Precious Metals,* „Banking and Capital Markets-New International Perspectives", World Scientific Publishing Company, Singapore 2010; C.M. Conover, G.R. Jensen, R.R. Johnson, J.M. Mercer, *Can precious metals make your portfolio shine?*, „CFA Digest" 2009, Vol. 39, No. 3, s. 75-86.

[6] Zob.: A.C. Worthington, M. Pahlavani, *Gold investment as an inflationary hedge: Cointegration evidence with allowance for endogenous structural breaks*, „Accounting&Finance Working Paper" 2006, Vol. 04, s. 259-262, School of Accounting&Finance, University of Wollongong.

[7] Zob.: R.J. McCow, R.J. Zimmerman, *Is Gold a Zero-Beta Asset? Analysis of the Investment Potential of Precious Metals.* Dostępne w bazie SSRN: http://ssrn.com/abstract=920496 [30.09.2012].

[8] D.G. Baur, B.M. Lucey, *Is Gold a Hedge or a Safe Haven? An Analysis of Stocks, Bonds and Gold,* The Institute for International Integration Studies, „Discussion Paper Series" No. iiisdp198, IIIS, 2010; T.H.V. Hoang, *Gold quoted in Paris and the Diversification of French Portfolios from 2004 to 2009*, International Conference of the French Finance Association (AFFI), May 2011. Dostępne w bazie SSRN: http://ssrn.com/abstract=1834347 [30.09.2012].

[9] B.M. Lucey, op. cit., s. 2.

[10] N. Barisheff, *Portfolio diversification with gold, silver and platinum bullion*, „AIMA Journal", Iss. 71, AIMA, Summer 2006, www.aima.org/en/knowledge_centre/education/aima-journal/past-articles/index.cfm [2.10.2011].

[11] M. Buszko, *Złoto jako rodzaj alternatywnej inwestycji w okresie zawirowań na rynkach finansowych,* w: *Finanse przedsiębiorstw*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu" 2010, nr 98, s. 35-47.

stu wariantach wagowych − od 1 kg (moneta platynowa, złote i srebrne sztabki) do 1/20 uncji. Złoto inwestycyjne oferowane jest w największej liczbie opcji. Kupna sztabki czy monety z wybranego metalu dokonać można w niektórych oddziałach NBP, za pośrednictwem portali i sklepów internetowych oraz od innych inwestorów.

Sprzedaż posiadanego kruszcu jest nieco trudniejsza niż jego kupno. W banku centralnym odsprzedać można wyłącznie złoto inwestycyjne, a portale i sklepy internetowe odkupują zarówno złoto, jak i platynę. Zakładając menniczy stan zachowania, cena sprzedaży obliczana jest na podstawie aktualnego kursu kruszcu, kursu USD/PLN oraz próby metalu. Srebrne sztabki czy monety można odsprzedać zainteresowanym kantorom lub lombardom w cenie złomu srebra, czyli za około 60% wartości. Popularną formą sprzedaży są aukcje internetowe, na których innym inwestorom odsprzedawane są sztabki i monety z różnych metali, w cenach zaoferowanych przez sprzedających. Warunkiem powodzenia transakcji jest znalezienie kupca gotowego zapłacić wystawioną cenę.

Specyficzną formą inwestycji w metale szlachetne są certyfikaty inwestycyjne oferowane przez instytucje finansowe czy prywatne firmy pośredniczące[12]. Nabycie certyfikatu oznacza zakup sztabek lokacyjnych, które zdeponowane są w sejfie instytucji oferującej lub wybranym przez pośrednika. Ceny skalkulowane są na podstawie aktualnej ceny kruszcu i kursu dolara powiększonych o koszt produkcji, koszt przechowywania i ubezpieczenia, a także marżę dilerską[13]. Posiadacz certyfikatu może odebrać zdeponowany kruszec i przechowywać go samodzielnie, na własną odpowiedzialność. Dokumenty mogą być wystawione na metal alokowany lub niealokowany. Różnica polega na tym, że sztabek alokowanych przypisanych inwestorowi, oferujący nie może wykorzystywać, gdyż są one wyodrębnione z łącznej puli towarów. Na polskim rynku oferowane są certyfikaty na złoto i platynę. Firmy oferujące certyfikaty dają także możliwość ich odsprzedania w dowolnym terminie, zgodnie z aktualnymi notowaniami kruszcu.

Metale szlachetne wybierane są jako uzupełnienie portfela inwestycyjnego ze względu na niską zależność stóp zwrotu od koniunktury na giełdzie. Cecha ta została zbadana i opisana przez niezależnych badaczy w różnym horyzoncie czasowym i w odniesieniu do odmiennych indeksów rynkowych. J.F. Jaffe w swoim artykule zawarł analizę 4 hipotetycznych portfeli, z której wynika, że dodanie złota lub akcji spółek, których działalność wiąże się ze złotem, podnosi stopę zwrotu z portfela i obniża jego ryzyko, mierzone odchyleniem standardowym. Opisane badania obejmowały dane miesięczne z lat 1971-1987, a uzyskane wyniki potwierdzały również brak korelacji stóp zwrotu. Z kolei R.J. Mc Cow i R.J. Zimmerman wykorzystując model CAPM, postawili tezę, iż dodatnie złota

[12] K. Borowski *Rynek złota i monet*, w: *Inwestycje alternatywne*, red. I. Pruchnicka-Grabias, CeDeWu, Warszawa 2008.

[13] Zob.: www.e-numizmatyka.pl [30.09.2012].

lub srebra do portfela rynkowego nie podniesie jego ryzyka systematycznego. W analizie obejmującej okres od roku 1970 do 2003 wykorzystano dane dla złota i srebra oraz MSCI US Index, MSCI Worldindex − denominowany w walucie lokalnej, MSCI World U.S. Index − denominowany w USD. Naukowcy dowiedli także, że inwestycje w złoto i srebro w rozpatrywanym okresie były skutecznym zabezpieczeniem przed inflacją. W pracy zbiorowej Conovera, Jensena, Johnsona i Mercera autorzy rozszerzają badania dotyczące zalet złota i srebra o potencjał inwestycyjny platyny. Jeden z ich wniosków jest taki, że jakkolwiek korzyści płynące z umieszczania metali szlachetnych w portfelu mogą być większe lub mniejsze, to jednak w badanym przez nich okresie 34 lat występują one przez większość czasu. Dodatkowo, autorzy przeanalizowali wyniki inwestycji w kontekście polityki monetarnej Rezerwy Federalnej. Zaobserwowali, że w czasie prowadzenia polityki restrykcyjnej inwestycje w metale szlachetne dają stopę zwrotu wyższą niż stopa zwrotu z akcji. W artykule umieszczono sugestię, że metale szlachetne powinny stanowić 25% portfela, gdyż wtedy korzyści są największe.

W niniejszym artykule autorka nie przedstawia szczegółowych badań na temat efektywności portfela rynkowego z udziałem metali szlachetnych, ograniczając się jedynie do zaprezentowania stóp zwrotu metali. Na podstawie cen spot z LBM na zamknięcie tygodnia i kursu USD/PLN ustalanego przez NBP, obliczono stopy zwrotu dla złota, srebra i platyny.

Tabela 1. Stopy zwrotu metali szlachetnych za okres 31.08.2007-30.09.2011 r.

	Złoto	Srebro	Platyna
Stopa zwrotu (w proc.)	184	195	40

Ź r ó d ł o: opracowanie na podstawie danych z www.lbma.org.uk, www.nbp.pl [30.09.2012].

W badanym okresie wszystkie rozpatrywane metale szlachetne miały dodatnie stopy zwrotu. Dla porównania w tym samym czasie stopa zwrotu z indeksu WIG była ujemna i wynosiła −37%, a z WIG20 −39%. Tym samym, inwestycja w którykolwiek z metali, z powodu braku korelacji stóp zwrotu, byłaby dobrym zabezpieczeniem części wartości portfela przed stratą wartości.

2. Koszty inwestycji

Inwestowanie w metale szlachetne pociąga za sobą trzy rodzaje kosztów:
1) koszty podatkowe,
2) koszty produkcji i zakupu,
3) koszty przechowywania.

Podatki mogą również przybrać trzy formy, dodatkowo nie są jednakowe dla wszystkich metali szlachetnych. Wyróżniamy zwłaszcza podatek od towarów i usług, podatek dochodowy, a także od czynności cywilnoprawnych. Największy procentowy udział w cenie ma podatek VAT, według stawki podstawowej 23%. Obowiązuje przy zakupie srebra i platyny, ale nie płaci się go przy zakupie złota inwestycyjnego. W rozdziale 5, art. 121.1 ustawy o podatku od towarów i usług z dnia 11.03.2004 r., za złoto inwestycyjne uznaje się:

„1) złoto w postaci sztabek lub płytek o próbie co najmniej 995 tysięcznych oraz złoto reprezentowane przez papiery wartościowe;

2) złote monety, które spełniają łącznie następujące warunki:

a) posiadają próbę co najmniej 900 tysięcznych,

b) zostały wybite po roku 1800,

c) są lub były obowiązującym środkiem płatniczym w kraju pochodzenia,

d) są sprzedawane po cenie, która nie przekracza o więcej niż 80% wartości rynkowej złota zawartego w monecie.

2. Złote monety wymienione w spisie ogłaszanym co roku w serii C Dziennika Urzędowego Unii Europejskiej spełniają warunki określone w ust. 1 pkt 2 przez cały rok obowiązywania spisu. […]

Art. 122. 1. Zwalnia się od podatku dostawę, wewnątrzwspólnotowe nabycie i import złota inwestycyjnego, w tym również złota inwestycyjnego reprezentowanego przez certyfikaty na złoto asygnowane lub nieasygnowane, lub złota, którym prowadzony jest obrót na rachunkach złota, oraz w szczególności pożyczki w złocie i operacje typu *swap* w złocie, z którymi wiąże się prawo własności lub roszczenie w odniesieniu do złota inwestycyjnego, a także transakcje dotyczące złota inwestycyjnego związane z kontraktami typu *futures* i *forward*, powodujące przeniesienie prawa własności lub roszczenia w odniesieniu do złota inwestycyjnego".

Tym samym większość dostępnych na rynku złotych sztabek i monet, o ile nie są to monety kolekcjonerskie, jest zwolniona z podatku.

Innym rodzajem obciążenia, z którym należy się liczyć, jest także podatek dochodowy. Zgodnie z art. 10 ust 1 pkt 8 ustawy o podatku dochodowym od osób fizycznych z dnia 26 lipca 1991 r. sprzedanie przedmiotu inwestycji w ciągu pół roku od końca miesiąca, w którym nastąpiło nabycie, powoduje konieczność zapłacenia podatku dochodowego.

Przy zakupie monet lub sztabek od osoby fizycznej za kwotę powyżej 1000 zł obowiązuje także podatek od czynności cywilnoprawnych w wysokości 2% wartości przedmiotu transakcji. Obowiązek jego zapłacenia ciąży na kupującym. Nabycie od osoby prowadzącej działalność gospodarczą nie pociąga za sobą konieczności uiszczenia podatku.

Drugą grupą kosztów, które wpływają na stopę zwrotu z analizowanej inwestycji alternatywnej stanowią te związane z produkcją i zakupem. Przy monetach i sztabkach należy uwzględnić koszt wybicia oraz marżę dilerską, które wliczane

są w cenę. Wielkości te mogą różnić się w zależności od rodzaju kruszcu, wagi, a także formy. W ofercie sklepów czy portali numizmatycznych przy konkretnych egzemplarzach zamieszczona jest informacja, w jaki sposób skalkulowano cenę. Co ciekawe, podane koszty wybicia są przeważnie takie same dla różnych producentów. Wyjątkiem są aktualnie dostępne sztabki ze szwajcarskiej mennicy PAMP S.A. z motywem *Rok smoka*, które występują z awersem klasycznym i ozdobnym. Ponadto, znacznie wyższe koszty podane są przy wyprodukowanej przez niemiecką mennicę Heraesus sztabce z kinegramem®[14] o wadze 2 gramów.

Złote sztabki występują w największej liczbie wariantów wagowych, przez co rozpiętość kosztów produkcji też jest znaczna.

Tabela 2. Koszty produkcji złotej sztabki w zależności od wagi

	Waga sztabki					
	1 kg	0,5 kg	10 t. oz.	250 gr	100 gr	50 gr
Koszt wybicia (w USD)	248	131	110	70	35	25
	1 t. oz.	20 gr	10 gr	5 gr	2,5 gr	2 gr
Koszt wybicia (w USD)	20	17,5	14	15	10	25

Ź r ó d ł o: opracowanie na podstawie www.e-numizmatyka.pl [4.10.2012].

Zastosowane w tabeli 2 różne oznaczenie wagi jest zgodne z tym, które występuje w ofercie sklepu. Procentowy udział kosztów wybicia przy cenie uncji złota na poziomie 1620 USD waha się od ok. 0,5% przy sztabkach kilogramowych i półkilogramowych do 2,6% dla sztabek 10-gramowych i 7,7% dla tych o wadze 2,5 grama. Dla popularnych jednouncjowych sztabek koszt wybicia wynosi ok. 1,2% wartości wyrażonej w USD.

Tabela 3. Koszty wybicia złotej monety w zależności od wagi

	Waga monety (w uncjach)				
	1	$^1/_2$	$^1/_4$	$^1/_{10}$	$^1/_{20}$
Koszt wybicia (w % wartości)	5	10	15	20	40

Ź r ó d ł o: opracowanie na podstawie www.e-numizmatyka.pl [4.10.2012].

Na podstawie kosztów podanych w tabeli 3 zauważyć można duże zróżnicowanie w zależności od wagi monety. Stąd też prawdopodobnie jest to jedno ze źródeł wysokiej popularności monet jednouncjowych.

[14] Kinegram® jest rodzajem zabezpieczenia i potwierdzenia autentyczności, umieszczonym w postaci znaku graficznego, stosowanym powszechnie np. na banknotach.

Monety srebrne występują w wariantach: 1 kg, 10, 5, 2 i 1 uncji, a także 1/10 uncji. Inaczej niż przy monetach złotych koszty podawane są kwotowo. Tym samym, im wyższa jest cena kruszcu, tym niższy procentowy koszt wybicia i odwrotnie. Dla monet kilogramowych koszty wybicia stanowią ok. 11,5% wartości kruszcu. Wyprodukowanie jednouncjowej monety wyceniane jest na 5 USD, co daje 16,2% ceny metalu. Dla 3-gramowych monet koszty wynoszą 8 USD, co przy notowaniach z 30.09.2011 r. stanowiło równowartość ok. 260%!

Srebrne sztabki występują najczęściej w czterech wariantach wagowych. Szczegółową relację pomiędzy kosztami wybicia a wagą sztabki przedstawia tabela 4.

Tabela 4. Koszty wybicia srebrnej sztabki w zależności od wagi

	Waga sztabki				
	1 kg	10 uncji	100 g	1 uncja	10 g
Koszt wybicia (w USD)	60-110	29-30	30	11-14	12

Ź r ó d ł o: opracowanie na podstawie www.e-numizmatyka.pl [4.10.2012].

Sztabki srebrne, w zależności od producenta, mają podane różne ceny produkcji. Pomimo tego, że są to sztabki lokacyjne, co do zasady produkowane w dużych nakładach, producenci coraz częściej dostarczają egzemplarze bardziej ozdobne i unikatowe. Przykładem jest wspomniana już kolekcja wyprodukowana z okazji roku 2012, który w kalendarzu chińskim był Rokiem Smoka. Ten motyw jest jednym z serii „The Lunar Calendar Series". Podobnie jak w przypadku monet, najniższe koszty „odnotowują" sztabki najcięższe. Przy kilogramowych koszt wybicia wynosi od 6% do 11,4%, natomiast przy najmniejszej sztabce, zgodnie z aktualnym kursem, cena produkcji jest wyższa niż wartość kruszcu.

Platyna występuje w najmniejszej liczbie wariantów − zarówno w sztabkach, jak i w monetach. U polskich dealerów wśród monet bulionowych dostępna jest wyłącznie jednouncjowa o nominale 1 Noble. Jest to − produkowana na wzór tradycyjnego angielskiego nobla − najstarsza inwestycyjna moneta platynowa na świecie. Jej cena przewyższa kurs spot platyny o ok. 19%. Sztabki o wadze jednej uncji sprzedawane są z kosztem wybicia 49 USD, czyli na poziomie ok. 3% ceny spot z 28.09.2012 r.

Poza kosztami wybicia cenę sztabek lub monet powiększa się także o marżę dilerską. W zależności od terminu dostawy i rodzaju kruszcu kształtuje się ona na poziomie od 5% do 9%. Najniższą marżą jest obciążony zakup złota z terminem dostawy do 45 dni, najwyższą zaś platyna z dostawą natychmiastową.

Inwestowanie w certyfikaty pociąga za sobą koszt zależny od tego, czy dokument opiewa na sztabki, czy monety, a także czy jest to metal alokowany, niealokowany sortowany czy niealokowany niesortowany[15]. Bez znaczenia jest natomiast

[15] Według informacji podanych przez pośrednika certyfikat na metal alokowany jest „świadectwem posiadania metalu szczegółowo określonego co do ilości, jakości i rodzaju, wydzielonego

fakt, czy jest to złoto, czy też platyna. Choć w przypadku platyny, dodatkowo uwzględnić należy podatek VAT. Obecnie w sprzedaży są certyfikaty na 5 uncji w monetach lub sztabkach jednouncjowych. W najkosztowniejszym wariancie takiej inwestycji do ceny metalu należy doliczyć 11% jako koszt wyprodukowania monet, przechowywania i ubezpieczenia przez pierwszy rok, a także jako marżę dilerską. Z kolei jedynie 2,5% ponad cenę spot jest wyższa cena certyfikatu na metal niealokowany niesortowany.

Z przechowywaniem metalu w formie fizycznej wiążą się koszty zależne od tego, czy inwestycja przechowywana jest w domu, czy też w bankowej skrytce sejfowej. Opłaty za wynajem skrytki bankowej uzależnione są od usługodawcy. Dostępne oferty pociągają za sobą wydatek roczny na poziomie od 250 do 900 zł[16]. Zakup sejfu domowego to koszt od 500 zł do nawet 2000 zł[17]. Oferta ubezpieczeniowa inwestycji emocjonalnych (np. dzieł sztuki, numizmatów, wina) jest na polskim rynku bardzo ograniczona. W większości przypadków firmy kierują ją do podmiotów zawodowo związanych z przechowywaniem kosztowności, np. muzeów, agencji organizujących wystawy itp.

3. Wybrane portfele

Ze względu na mnogość form i niejednorodność kosztów do analizy wybrano kilka przykładowych inwestycji. Wszystkie zgodnie z założeniami opisanymi na początku artykułu zbadane zostały w tym samym okresie, obejmującym czas od 31.08.2007 r., kiedy to prezydent Stanów Zjednoczonych G.W. Bush ogłosił rządowy program pomocy dla zadłużonych kredytobiorców, do 30.09.2011 r., kiedy sytuacja na rynku światowym już się stabilizowała. Każda z opisanych inwestycji była zwolniona z podatku dochodowego, gdyż pozostawały w posiadaniu inwestora dłużej niż pół roku. Ponadto, zakupione zostały od podmiotu prowadzącego działalność gospodarczą, więc nie obowiązywał podatek od czynności cywilnoprawnych.

Dla uproszczenia porównania wybrane portfele były jednoskładnikowe.

Gdyby 31.08.2007 r. inwestor zakupił złotą sztabkę o wadze 1 uncji, to musiałby wydać na nią 2075,17 zł. Tę sama sztabkę mógłby sprzedać w oddziale NBP w dniu 30.09.2011 r. po cenie zamknięcia z dnia poprzedniego, czyli 5269,7 zł.

---

w skarbcu z łącznej puli towarów". W przeciwieństwie do metalu niealokowanego sortowanego, „który nie jest wyodrębniony z łącznej puli towarów i może być wykorzystywany przez IAP". „Certyfikat na metal niealokowany niesortowany jest świadectwem posiadania metalu określonego tylko co do ilości i jakości; zob.: www.e-numizmatyka.pl/sklep/shop_content.php/coID/33 [23.09.2012].

[16] Zob.: www.comperia.pl/jak-ukryc-cenne-przedmioty-bankowe-skrytk-sejfowe.html, [28.09.2011].

[17] Źródło: oferty producentów dostępne w Internecie m.in na stronie: www.sejfy.sklep.pl/index.php [29.09.2011].

Stopa zwrotu z tej inwestycji wyniosłaby 154%, podczas gdy zwrot z kruszcu kształtuje się na poziomie 179%. Jeśli inwestor zamiast sztabek jednouncjowych zdecydowałby się na większą, np. 10-uncjową, wydałby na nią 20 499,20 zł, a sprzedał ją za 52 697 zł. W tym przypadku zwrot z inwestycji wynosiłby 157%. Złote monety jednouncjowe przyniosłyby zysk na poziomie 149%.

Zakup certyfikatu na złoto alokowane w postaci monet przyniósłby stopę zwrotu 129%. Tak znaczne odstępstwo od stopy zwrotu z kruszcu wiąże się z koniecznością uiszczenia ceny ubezpieczenia i przechowywania w wysokości 2,5% wartości metalu rocznie, a także z marżą dilerską naliczaną zarówno przy zakupie, jak i odsprzedaży świadectwa. W najmniej kosztownym wariancie certyfikatu na metal niealokowany niesortowany zwrot z inwestycji wyniósłby 166%. Przy czym, w przypadku, w którym inwestor chciałby odebrać metal w postaci fizycznej, najpierw musiałby uiścić opłaty związane z zamianą dokumentu na certyfikat na metal alokowany. W tej formie certyfikat nie może być rozpatrywany jako inwestycja w metal w postaci fizycznej.

Zakup srebrnej sztabki jednouncjowej w dniu 31.08.2007 r. wiązałby się z wydatkiem rzędu 68,89 zł. Zakładając, że inwestor mógł sprzedać monetę w dniu 30.09.2011 r. przynajmniej po aktualnej cenie kruszcu, jego stopa zwrotu wyniosłaby ok. 42%. Srebro w tym samym czasie osiągnęło wzrost na poziomie 195%. Sztabka jednokilogramowa przyniosłaby zwrot w wysokości 91%. Z kolei nabywając w roku 2007 jednouncjową monetę bulionową i sprzedając ją w 2011 r., inwestor mógłby zarobić 58%. W przypadku monet o wadze 3,1 grama stopa zwrotu wyniosłaby zaledwie 2,4%.

Inwestor chcący zainwestować w platynę, mógłby nabyć certyfikat inwestycyjny. Przy tej formie transakcji nie ma ryzyka nieznalezienia kupca przy wychodzeniu z inwestycji, ponieważ wystawca świadectwa gwarantuje możliwość jego odsprzedania. Inwestycja w certyfikat na 5 sztabek platynowych alokowanych, pociągałaby za sobą wydatek 23 222,41 zł i dała stopę zwrotu na poziomie −4,4%, podczas gdy kurs kruszcu wzrósł w tym okresie o 40%. Zakup platynowej sztabki lokacyjnej wymagałby nakładów w wysokości 4899,01 zł. W dniu 30.09.2011 r. cena kruszcu wynosiła 4985,7 zł.

Podsumowanie

Analizując przytoczone przykłady inwestycji w metale szlachetne, można stwierdzić, że inwestowanie w monety i sztabki platynowe nie było opłacalne. Koszty produkcji, marże dilerskie i podatek VAT znacząco obniżyły korzyści płynące ze wzrostu kursu tego metalu. Jednocześnie trudno stwierdzić, czy

obserwowane na rynku polskim niskie zainteresowanie tą formą inwestycji należy uznać za skutek słabej efektywności, czy też mało dynamiczny (w analizowanym okresie) wzrost cen kruszcu, przyczynia się do znikomego popytu i co za tym idzie małej dostępności, wysokich kosztów produkcji i marż dilerskich.

W przypadku srebra niewątpliwą zaletą inwestycji jest obserwowany w przeszłości dynamiczny wzrost notowań kruszcu, który pozwolił osiągnąć znaczną stopę zwrotu. Jednakże nie bez znaczenia jest fakt, że koszty wliczone w cenę monet czy sztabek stanowią znacznie ponad 30% wartości zawartego w nich kruszcu. Dodatkowo, zakup monet najlżejszych jest z powodu wysokich kosztów wybicia zupełnie nieopłacalny. Inwestorzy zainteresowani srebrem lokacyjnym powinni zwrócić szczególną uwagę na ceny sztabek i monet, gdyż rozbieżności występujące pomiędzy poszczególnymi wariantami wagowymi skutkują nawet dwucyfrowymi różnicami osiągniętej stopy zwrotu. Najefektywniejsze są egzemplarze o wadze 1 kg.

Inwestowanie w złoto ze względu na niskie koszty było dla polskiego inwestora najbardziej efektywną formą lokowania kapitału w metale szlachetne. Niezwykle dynamiczny wzrost notowań kruszcu w rozpatrywanym okresie przyczynił się do osiągania wysokich stóp zwrotu. Brak podatku VAT na złoto inwestycyjne jest w dużej mierze przyczyną tak wysokich różnic w efektywności między złotem a srebrem i platyną. W przypadku żółtego metalu najwyższą stopę zwrotu, tak jak w przypadku srebra, można było uzyskać na najcięższych sztabkach. Chociaż pomiędzy poszczególnymi wariantami wagowymi zachodzi mniejsza różnica kosztów.

Zaangażowanie kapitału w aktywa wyceniane w walutach obcych wiąże się także z ryzykiem kursowym, które należy uwzględnić przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych. W analizowanym okresie kurs wymiany dolara amerykańskiego i złotówki dał inwestorom dodatkowy zysk w wysokości 17%.

Literatura

Barisheff N., *Portfolio diversification with gold, silver and platinum bullion*, „AIMA Journal", Iss. 71, AIMA, Summer 2006, www.aima.org/en/knowledge_centre/education/aima-journal/past--articles/index.cfm [2.10.2011].

Baur D.G, Lucey B.M., *Is Gold a Hedge or a Safe Haven? An Analysis of Stocks, Bonds and Gold,* The Institute for International Integration Studies, „Discussion Paper Series" No. iiisdp198, IIIS, 2010.

Borowski K., *Rynek złota i monet,* w: *Inwestycje alternatywne*, red. I. Pruchnicka-Grabias, CeDeWu, Warszawa 2008.

Buszko M., *Złoto jako rodzaj alternatywnej inwestycji w okresie zawirowań na rynkach finansowych,* w: *Finanse przedsiębiorstw*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu" 2010, nr 98.

Conover C.M., Jensen G.R., Johnson R.R., Mercer J.M., *Can precious metal make your portfolio shine?*, „CFA Digest" 2009, Vol. 39, No. 3, CFA.

Dimson E., Spaenjers Ch., *Ex post: The investment performance of collectible stamps*, „Discussion Paper" 2009, No. 64, Center for Economic Research, Tilburg University.

Hoang T.H.V., *Gold quoted in Paris and the Diversification of French Portfolios from 2004 to 2009*, International Conference of the French Finance Association (AFFI), May 2011. Dostępne w bazie SSRN: http://ssrn.com/abstract=1834347.

Jaffe J.F., *Gold and Gold Stocks as Investments for Institutional Portfolios*, „Financial Analysts Journal" 1989, Vol. 45, No. 2, Mar./Apr., CFA Institute.

Lucey B.M., *What do Academics Think They Know About Gold?*, „The Alchemist", May 2011. Dostępne w bazie SSRN: http://ssrn.com/abstract=19086502011.

McCow R.J., Zimmerman R.J., *Is Gold a Zero-Beta Asset? Analysis of the Investment Potential of Precious Metals.* Dostępne w bazie SSRN: http://ssrn.com/abstract=920496 [30.09.2012].

McCow R.J., Zimmerman R.J., *Analysis of the Investment Potential and Inflation-Hedging Ability of Precious Metals,* „Banking and Capital Markets-New International Perspectives", World Scientific Publishing Company, Singapore 2010.

Ustawa z dnia 11 marca 2004 r. o podatku od towarów i usług, Dz.U. nr 54, poz. 535 z późn. zm.

Ustawa z dnia 26 lipca 1991 r. o podatku dochodowym od osób fizycznych Dz.U. z 1993 r. nr 90, poz. 416 z późn. zm.

Ustawa z dnia 9 września 2000 r. o podatku od czynności cywilnoprawnych, Dz.U. nr 86, poz. 959 z późn. zm.

Worthington A.C., Pahlavani M., *Gold investment as an inflationary hedge: Cointegration evidence with allowance for endogenous structural breaks*, „Accounting&Finance Working Paper" 2006, Vol. 04, School of Accounting&Finance, University of Wollongong.

The cost-effectiveness of investing in precious metals from the perspective of a Polish investor over the year 2007-2011

Summary. The article analyzes the impact of physical form costs of precious metals on the efficiency of investment. To include bullion to the investment portfolio an investor must buy coins or bars. In this matter, decisions should take into account the heterogeneity of production costs, high margins and applicable taxes. The analysis shows that the smallest difference between the quotations and prices of bullion coins and bars is observed in the case of gold. So an investor is able to gain even at a low growth rate. The least effective investment is in platinum, because the increase in metal prices is largely absorbed by the costs.

Key words: alternative investment, gold, silver, precious metals, return on investment, numismatics