Preppgroup

Nadchodzący szok cenowy metali szlachetnych już rozpoczął się w skarbcach i zadecyduje o wszystkim – od ceny chleba po cenę pożyczek

Milan Adams Gospodarka 20 listopada 2026 r. 40 minut

Rynki metali opierają się na rozróżnieniu, którego większość uczestników przestaje dostrzegać na wczesnym etapie kariery, a mianowicie na różnicy między posiadaniem sztabki a posiadaniem obietnicy jej posiadania. Obietnice są realizowane natychmiast, przesyłane telegraficznie, ich transport jest praktycznie bezpłatny i mogą być wystawiane w ilościach znacznie przekraczających wartość sztabek, które za nimi stoją. Przez około pół wieku ten układ służył hurtowemu handlowi sztabkami na tyle dobrze, że alternatywa wydawała się archaiczna. Sztabki są ciężkie, ubezpieczone, badane, przewożone ciężarówkami i liczone. Obietnice są eleganckie, a cały współczesny handel opiera się na tej elegancji.

Co jakiś czas elegancja staje się problemem.

Jesienią 2025 roku i zimą, która nastąpiła po niej, światowy rynek kruszców odkrył, co się dzieje, gdy obietnice przewyższają liczbę sztabek o margines na tyle duży, że można to odczuć w zwyczajne piątkowe popołudnie w październiku. Londyńskie skarbce opustoszały z metalu, który każdy mógłby faktycznie posiadać, koszt pożyczania srebra na krótko osiągnął trzydzieści dziewięć procent w skali roku, wyczarterowano samoloty do przewozu sztabek przez Atlantyk, a cztery miesiące później cena srebra podwoiła się, a cena złota wzrosła do pięciu tysięcy sześciuset dolarów za uncję, zanim oba te zjawiska załamały się z gwałtownością, która zniweczyła cały wzrost, a nawet znacznie więcej.

To, co sprawia, że warto to dokładniej przeanalizować, to fakt, że krach był szeroko komentowany i niemal całkowicie niezrozumiany. Komentarze ograniczyły się do prostej historii o bańce spekulacyjnej, jastrzębim banku centralnym i podniesieniu marży przez giełdę, co oddaje kształt wydarzeń, pomijając mechanizm i następstwa. Bańki wyjaśniają, dlaczego cena poszła za daleko. Nie wyjaśniają jednak niczego na temat tego, dlaczego na rynku w ogóle zabrakło dostępnego metalu, dlaczego proklamacja na podstawie sekcji 232 odmówiła nałożenia ceł i obiecanych cen minimalnych, dlaczego Ludowy Bank Chin wykupił cały spadek, dlaczego Skarb Państwa Stanów Zjednoczonych ma w swoich księgach bilion dolarów złota o wartości jedenastu miliardów, ani dlaczego system rozliczeniowy oparty na zobowiązaniach netto przez rok publikował dane, które po cichu opisują zmniejszanie się dolnej granicy.

Osiem założeń porządkuje dalsze dochodzenie, a każde z nich jest sprzeczne z jakimś elementem konwencjonalnego wyjaśnienia.

1 — Wyciskanie z października 2025 roku było wydarzeniem rozliczeniowym przedstawionym jako wydarzenie cenowe. Metal stał się rzadkością w jedynym mieście, w którym świat się oczyszcza, a niedobór ten wyrażał się w kosztach pożyczek, należących do innej epoki w historii rynku. Dealerzy w Londynie spędzili dwa tygodnie dzwoniąc do siebie, żeby kupić bary, podczas gdy miesięczna rata dzierżawy wzrosła do ponad trzydziestu procent, a potem do trzydziestu pięciu, a mężczyźni, którzy poświęcili karierę na wycenę ryzyka, teraz zaczęli wyceniać logistykę.

2 — Deficyt srebra stał się strukturalną cechą przemysłowego łańcucha dostaw, utrzymując się przez sześć kolejnych lat. Niedobór w 2025 roku osiągnął 40,3 miliona uncji, a skumulowany spadek od 2021 roku wynosi około 762 milionów uncji, co odpowiada prawie rocznemu globalnemu wydobyciu, z zasobów, których nie mierzono od stulecia. Metal, który jest zużywany przez producentów paneli słonecznych i elektrownie złączy, a następnie wyrzucany, zachowuje się zupełnie inaczej niż metal zakopany w skarbcu.

3 — Popyt w sektorze publicznym oddzielił się od cen. Banki centralne kupowały tysiąc ton rocznie przez cztery lata z rzędu, a Ludowy Bank Chin kupował przez dwadzieścia cztery kolejne miesiące, pomimo trzydziestopięcioprocentowego spadku, zwiększając zasoby do 2366 ton. Zarządzający rezerwami, dodający metal po pięć tysięcy dolarów za uncję, wykupuje ubezpieczenie, a nabywcy ubezpieczeń nadal płacą po pożarze.

4 — Styczniowy krach został przeprowadzony za pomocą mechanizmów zabezpieczających w momencie maksymalnej dźwigni finansowej. Grupa CME podniosła depozyt zabezpieczający na kontrakcie na srebro z 15 000 do 16 500 dolarów oraz depozyt zabezpieczający z 16 500 do 18 150 dolarów wczesnym popołudniem w ostatni piątek stycznia, ze skutkiem natychmiastowym, a srebro zamknęło się o dwadzieścia sześć procent niżej, blisko 85 dolarów, po osiągnięciu trzydziestojednoprocentowej straty w ciągu dnia. Giełda działała dokładnie tak, jak powinien to robić menedżer ryzyka, a konsekwencje dotknęły zwykłych posiadaczy, którzy nie zrobili nic złego poza zaciągnięciem pożyczki pod zastaw rosnących aktywów.

5 — Korekta nie naprawiła prawie niczego. Zadłużenie jest wyższe niż na początku roku i wynosi 40,2 biliona dolarów, z rocznymi odsetkami netto w wysokości 1,05 biliona dolarów, w porównaniu z budżetem obronnym wynoszącym 956 miliardów dolarów. Wolny obrót pozostaje niewielki, deficyt utrzymuje się, a aparat polityczny wypracował intencje tam, gdzie powinny być mechanizmy.

6 — Srebro zostało uznane za minerał krytyczny, a rząd zaczął traktować je jako element infrastruktury. W listopadzie 2025 roku Departament Spraw Wewnętrznych dodał srebro do krajowej listy obok miedzi, uranu, krzemu i potasu, a w styczniu proklamacja na podstawie sekcji 232 stwierdziła, że import zagraża bezpieczeństwu narodowemu, po czym nakazano negocjacje w sprawie cen minimalnych, a nie taryf. Polityka dotycząca metali zaczęła przypominać politykę dotyczącą sieci energetycznych.

7 — Zmienna systemowa, którą warto obserwować, przesunęła się z ceny na dostawę. Skok cenowy jest do przeżycia, a świat wchłonął kilka. Członek izby rozliczeniowej, który nie przekazuje metalu, to zupełnie inna kolej rzeczy, a srebro jest narażone na ryzyko, mimo że nie ma za sobą żadnych zapasów banku centralnego i pożyczkodawcy ostatniej szansy,

podczas gdy jedna piąta trafia do farm słonecznych i szaf serwerowych, które działają zgodnie z harmonogramami budowy.

8 — Fizyczna podaż jest mniejsza, niż ktokolwiek spoza branży zdaje sobie sprawę. W najgorszym przypadku metal dostępny w Londynie poza funduszami ETF spadł do około stu pięćdziesięciu pięciu milionów uncji, czyli około siedemnastu procent tego, co znajdowało się w skarbcach i stanowiło około dziesięciu tygodni światowego popytu. Dziesięć tygodni popytu to różnica między zwykłą manią detaliczną a prawdziwą niewypłacalnością.

Oto, jak łączą się te elementy i dlaczego niektóre z nich są niepochlebne dla niemal wszystkich zaangażowanych.

Gdzie srebro i złoto świata faktycznie zmieniają właścicieli w zamian za same obietnice, w prywatnym klubie pod miastem, które prawie niczego nie publikuje, i co się wydarzyło w ciągu dwóch tygodni, gdy wszystkie obietnice musiały zostać spełnione jednocześnie, a parkiet był pusty

Londyn ustalał cenę złota dwa razy dziennie od 1919 roku, kiedy pięć firm spotkało się w biurach NM Rothschild i ustaliło cenę na mahoniowym stole. Rytuał ten przetrwał Wielki Kryzys, wojnę, zamknięcie puli złota w 1968 roku, upadek systemu z Bretton Woods i gwałtowną hossę w latach 1979-80, która na krótko sprawiła, że ustalanie ceny stało się tematem pierwszych stron gazet. Ostatecznie położył kres temu telefon. Administracja przeszła w ręce London Bullion Market Association w 2015 roku, ustalanie cen przeniosło się na aukcję elektroniczną prowadzoną przez ICE Benchmark Administration, a mahoniowy stół stał się serwerem.

Osadnictwo zmieniło się znacznie mniej, a osadnictwo jest tym, w czym zawiera się cała historia.

Hurtowy sztabek złota w Londynie jest rozliczany za pośrednictwem London Precious Metals Clearing Limited, prywatnej spółki należącej do samych banków rozliczeniowych, której członkowie porównują swoje zobowiązania z innymi i regulują pozostałą część. Netting pozwala rynkowi obracać setkami milionów uncji dziennie, w stosunku do zapasów w skarbcu, których wartość wynosi zaledwie kilkaset milionów. Netting zrywa również wszelkie stałe powiązania między sztabkami a roszczeniami wobec nich, a żaden projektant nigdy nie stworzył rynku, na którym sprawny mechanizm stałby się kiedyś kruchy.

Pod siatką znajdują się rachunki nieprzypisane, a rozróżnienie między nimi a ich przypisanymi odpowiednikami stanowi istotę całej dyskusji. Rachunek nieprzypisany jest równowartością długu. Bank jest winien określoną ilość metalu, klient jest niezabezpieczonym wierzycielem przez cały okres, a bank może pożyczać ten metal dalej, ponieważ dopóki ktoś o niego nie poprosi, metal ten należy do banku. Alokowany metal zachowuje się inaczej: jest wydzielony, identyfikowany numerem seryjnym, wydzielony z bilansu i obciążony opłatą za przechowywanie. Uczestnicy hurtowi w przeważającej mierze korzystają z formy niealokowanej. Alokowany depozyt kosztuje, porusza się powoli, a celem rynku jest ruch.

Pięćdziesiąt lat użytkowania potwierdziło tę konwencję, która sprawdza się, ponieważ zdecydowana większość uczestników przyjmuje ją jedynie w formie abstrakcyjnej, ponieważ ci, którzy zamierzają z niej skorzystać, zgłaszają to, a podłoga zawsze była wystarczająco mocna, by zadowolić każdego, kto zgłosił to danego dnia. To rozwiązanie jest niczym panika bankowa, której zapobiega się każdego dnia od 1968 roku.

Zanim wrócimy do chronologii, warto zwrócić uwagę na trzy cechy tej struktury. Obroty praktycznie nie mają związku z zapasami, co oznacza, że stosunek między nimi może rosnąć latami, niezauważalnie, a następnie w ciągu tygodnia ponownie stać się istotny. Tytuł prawny do metalu pozostaje w banku do momentu alokacji, co oznacza, że ekspozycja klienta w tym okresie jest ekspozycją kredytową wobec instytucji, a ekspozycja kredytowa zachowuje się inaczej niż ekspozycja na nieruchomości, gdy zaufanie maleje. Klub rozliczeniowy publikuje co miesiąc łączny tonaż akcji, nie ujawniając jednak nigdzie informacji o właścicielu, statusie alokacji ani wolnym obrocie, więc uczestnicy rynku szacują minimalny poziom na podstawie resztówek.

Jesień 2025 r. nadeszła zaledwie dwa tygodnie po tym, jak wszystkie trzy nieruchomości stały się jednym problemem.

Metal tracił na wartości przez miesiące, zanim ktokolwiek zdał sobie sprawę z luki. Późnym latem sklepy z monetami w całym amerykańskim Środkowym Zachodzie i Górskim Zachodzie wyprzedały się, a premie za uncjową monetę srebrnego orła wzrosły do poziomów, przy których notowania spotowe wydawały się plotką. Popyt detaliczny jest niewielki pod względem tonażu i ogromny pod względem zachowania: pojawia się nagle, z jednego kierunku i obejmuje w posiadanie, co oznacza, że każda uncja, którą kupi, na stałe opuszcza pulę kredytową. Sztabki trafiają do sejfu w Ohio i przestają istnieć dla kogokolwiek innego.

Produkty ETP wchłonęły już większość pozostałej części. Globalne zasoby srebra ETP wzrosły do 1,3 miliarda uncji w 2025 roku, co stanowi wzrost o 26% w ciągu dwunastu miesięcy, i osiągnęły rekordowy poziom 1276,7 miliona do marca 2026 roku. Metal w funduszu należy do jego akcjonariuszy, a depozytariusz utrzymuje go poza rynkiem pożyczkowym.

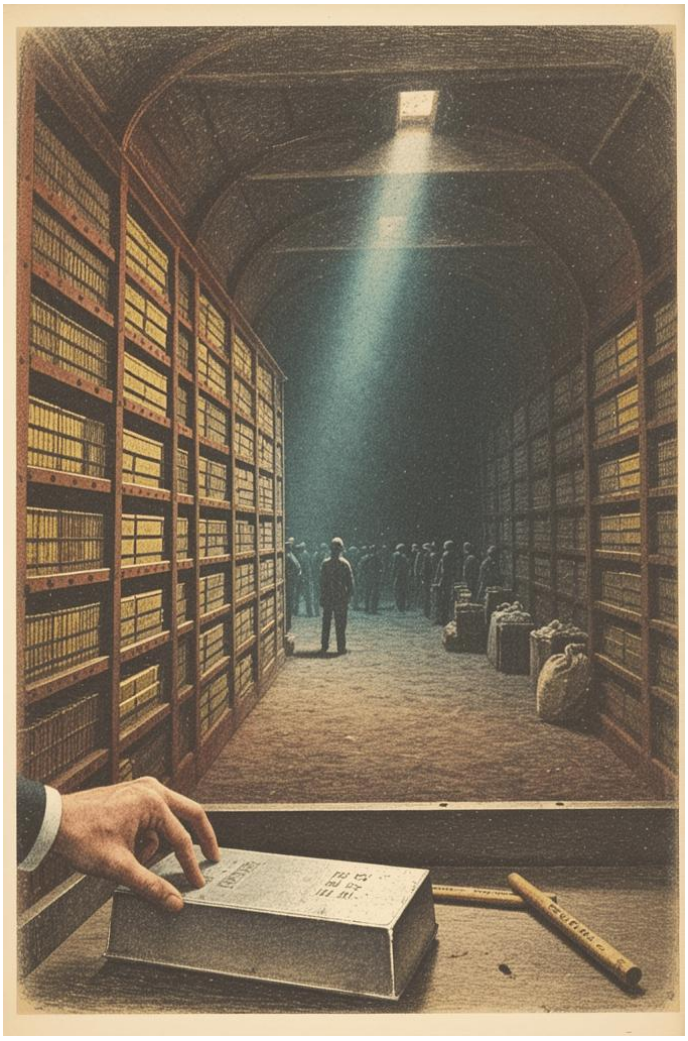
Odejmij fundusze od akcji w skarbcu, a wolny obrót zniknie. Pod koniec września ta liczba wynosiła poniżej stu pięćdziesięciu pięciu milionów uncji, a udział londyńskich aktywów poza funduszami spadł do około siedemnastu procent. Siedemnaście procent akcji w skarbcu wydaje się być do utrzymania, dopóki nie zostanie zarejestrowana natura akcji w skarbcu: zapasy jednego miasta, na rynku, przez który przepływa cały świat, w porównaniu z popytem, który konsumuje ponad miliard uncji rocznie.

Pożyczkobiorcy płacili to, co podali pożyczkodawcy. Pożyczkodawcy wpatrując się w ten sam ekran, odkryli, że mogą podać niemal dowolną kwotę i ją otrzymać, a 39 procent z tego odkrycia przyniosło zysk.

Ulga nadeszła w formie fizycznej, co jest częścią wartą najdokładniejszego zbadania. Tony wypłynęły z nowojorskich skarbców i Chin, wylądowały na Heathrow, a w ciągu dwóch tygodni oprocentowanie dzierżawy spadło z powrotem do jednego procenta. Reuters relacjonował złagodzenie w płaskiej rezerwie rejestrowej dla usług agencyjnych, przeznaczonej na sprawy, które przestały być nagłymi przypadkami. Zapasy COMEX-u zostały nagromadzone przez poprzednią zimę, w czasie paniki związanej z cłami, więc metal

mógł być transportowany; szwajcarskie rafinerie działały normalnie; loty odbywały się normalnie; arbitraż został zamknięty.

Większość rynku odczytała tę sekwencję jako dowód odporności – hydraulika zadziałała, arbitraż zadziałał, pesymiści byli na wczesnym etapie, a zatem w błędzie. Każde stwierdzenie jest prawdziwe, a wyciągnięte z niego wnioski wciąż są nietrafione, ponieważ w rzeczywistości centralny światowy rynek kruszców został uratowany przez transport lotniczy i stertę metalu, która przypadkowo znalazła się w niewłaściwym kraju z przyczyn niezwiązanych z dostawami. Gdyby strach przed cłami w latach 2024-2025 nie przetransportował setek milionów uncji przez Atlantyk, Nowy Jork nie miałby czym latać.



Odcinek pokazał również, że mechanizm ten rozwiązuje problem ciśnienia, przesuwając je, a nie rozpuszczając. Ktoś zapłacił trzydzieści dziewięć procent. Czyjaś krótka pozycja pozostała na noszach. Kraty wróciły do basenu, basen znów wyglądał na głęboki z zewnątrz, rynek znów zaczął się wspinać, a cztery miesiące później wspiął się na ścianę.

Pod tym epizodem kryło się spowolnienie księgowe, które trwało od lat i wszystko wskazuje na to, że będzie kontynuowane. Badanie World Silver Survey, przeprowadzone przez Instytut Srebra (Silver Institute), przeprowadzone we współpracy z Metals Focus, odnotowało niedobór 40,3 miliona uncji w 2025 roku i początkowo prognozowało 46,3 miliona uncji w 2026 roku, po czym skorygowało prognozę do trzydziestu pięciu, ponieważ wysokie ceny przerosły popyt. Łącznie od 2021 roku rynek skonsumował 762,1 miliona uncji, czyli około 23 705 ton, ponad swoją produkcję, co odpowiada w przybliżeniu rocznemu globalnemu wydobyciu wydobywanemu z nadziemnych zasobów, których nie mierzono od stulecia.

Srebro różni się od złota tym, że większość tego, co zostało wydobyte, zostało wyrzucone. Trafiło do klisz fotograficznych i do kanalizacji, do lutów i na wysypiska śmieci, do luster i na tyły paneli fotowoltaicznych, gdzie gromadzi się w gramach i staje się opłacalne odzyskiwanie go dopiero po cenach, których branża nigdy nie zdołała utrzymać wystarczająco długo, aby uzasadnić budowę łańcucha odzysku. Nadziemna sterta jest cieńsza niż roczny przepływ, co odwraca normalną relację między zapasami a produkcją i sprawia, że każdy rok deficytowy jest bardziej dotkliwy niż poprzedni.

Około pięćdziesiąt osiem procent zapotrzebowania na srebro pochodzi z przemysłu, według szacunków Instytutu, i ta pojedyncza proporcja determinuje wszystko, co dzieje się dalej. Metal ten zachowuje się jak mały, agresywny krewny miedzi, a nie jak złoto z dźwignią finansową. Niedobór tutaj jest bardziej dotkliwy niż niedobór gdziekolwiek indziej w kompleksie metali, ponieważ niedobory złota utrudniają życie ludziom, a niedobory srebra zatrzymują linie, a linie działają zgodnie z harmonogramem. Farma fotowoltaiczna w budowie i szafa serwerowa z terminem dostawy wymagają metalu w określonej ilości w określonym dniu, a żadna z tych firm nie utrzymuje magazynu alternatyw.

Branża szybko, racjonalnie i niewystarczająco zareagowała na cenę. Producenci obniżyli obciążenie na ogniwo, zmienili recepturę past, rozcieńczyli palce, przerysowali szyny zbiorcze. Autorzy badania ujęli problem w jednym, suchym punkcie w wydaniu z 2026 roku, zauważając, że wysokie ceny sprawią, że srebro stanie się „niejako ofiarą własnego sukcesu” poprzez oszczędne gospodarowanie i substytucję w fotowoltaice i innych dziedzinach. Prognozowano spadek popytu przemysłowego o trzy procent w ciągu roku, a w listopadzie Instytut obniżył całkowity popyt o pięć procent do 1,08 miliarda uncji, przy czym największą pojedynczą redukcję stanowiła biżuteria.

Pasta metalizująca zasługuje na szczegółowe omówienie, ponieważ liczby wyjaśniają ograniczenia. Nowoczesne ogniwo zawiera srebro w palcach, które zbierają prąd, oraz w paście, która je spaja, mierzone w miligramach na ogniwo, a obciążenie spadało systematycznie od piętnastu lat, ponieważ producenci gonili za kosztami. Wysokie ceny przyspieszyły krzywą, która powoli rosła. Twórcy pasty zmniejszyli zawartość srebra, drukarze tworzyli cieńsze linie, a projektanci eksperymentowali z platerowaniem i miedzią na krawędziach konstrukcji.

Oszczędzanie działa. Zastępowanie działa. Żadne z nich nie znosi tego wymogu. Ogniwo heterozłączowe potrzebuje srebra w paście i działa gorzej wraz ze spadkiem obciążenia, a wolumen ogniw, które świat zamierza produkować, stale rośnie, nawet gdy obciążenie na ogniwo maleje. Konsumpcja przemysłowa spada o trzy procent rocznie, gdy harmonogramy instalacji ulegają opóźnieniu; pozwól tym harmonogramom się zregenerować, a tonaż powróci na wyższym poziomie niż wyeliminowane oszczędzanie.

Ten sam schemat dotyczy elektroniki, złączy, styków przełączników, lutów i każdego elementu rozdzielnicy w każdej podstacji przeznaczonej do wymiany w miarę rozwoju gospodarki energetycznej. Srebro charakteryzuje się najniższą rezystancją styku spośród wszystkich metali i najwyższą przewodnością cieplną, dlatego pojawia się w miejscach, gdzie tańszy zamiennik znacząco pogarsza wydajność. Projektanci mogą z nim handlować na marginesie. Wybierają je tam, gdzie margines jest minimalny.

Ponad warstwą produkcyjną znajduje się strona podaży, która reaguje powoli, oraz strona recyklingu, która reaguje prawie wcale. Prawie całe wydobyte srebro zostało odrzucone, a sektor odzyskiwania energii fotowoltaicznej na dużą skalę dopiero powstanie i potrzebowałby dekady, aby się utrzymać. Złom elektroniczny przepływa nieformalnymi kanałami w wielu częściach świata i odzyskuje zaledwie ułamek tego, co mógłby odzyskać. Konsekwencją tego jest rynek, który musi się oczyszczać co roku poprzez obniżanie cen i destrukcję popytu – właśnie w tej kolejności – ponieważ kolejka nie ma nic innego.

Rok 2025 dla złota był zupełnie inny, a ta różnica ma znaczenie. Nikt nie trzyma złota w ukryciu. Technologia pochłonęła osiemdziesiąt pięć ton w trzecim kwartale 2026 roku, co stanowi błąd zaokrąglenia w porównaniu z tysiącami siedemset ton zakupów inwestycyjnych

i oficjalnych. Złoto jest aktywem pieniężnym, a ludzie upodobali sobie biżuterię, a jego cena do 2025 roku była ustalana przez ludzi, którzy wyrabiali sobie osąd na temat trwałości systemu dolarowego.

Rok rozpoczął się blisko 2634 dolarów. Do 8 października przekroczył 4000 dolarów po raz pierwszy w historii, a srebro w tym samym tygodniu przekroczyło 50 dolarów, osiągając poziom nienotowany od 1980 roku. Ruch stał się na tyle gwałtowny, że standardowe mechanizmy wyjaśniające – obniżki stóp procentowych, realne rentowności, dolar – przestały wystarczać. Działo się coś większego i bardziej nieokreślonego, a Wall Street, która nie potrafi utrzymać w ustach niejasności, natychmiast to nazwała.

Handel dewaluacją wszedł do słownika tej jesieni i rozpowszechnił się w ciągu dwóch tygodni. Termin ten wyprzedza ten proceder o kilka stuleci, nawiązując do tego, co Neron zrobił z denarem i co Henryk VIII zrobił z angielskim szylingiem, kiedy obaj obcięli cenną zawartość i zgarnęli różnicę. W odniesieniu do roku 2025 oznaczało to zakład, że instytucja emitująca światową walutę rezerwową będzie nadal zwiększać swoje zobowiązania szybciej, niż mogłaby wiarygodnie obiecać, że zaprzestanie tego.

Analitycy Goldman Sachs, Daan Struyven i Lina Thomas, przenieśli to wyrażenie do notatek klientów już w styczniu. Bloomberg opublikował newsletter na ten temat w październiku pod nagłówkiem, że to najnowsza obsesja Wall Street, co mniej więcej oznacza moment w każdym cyklu, w którym zjawisko to już nastąpiło. Pod tą modą kryła się rachunkowość, która nie chciała odejść w zapomnienie.

Rok fiskalny 2026 zamknął się kwotą 1,05 biliona dolarów odsetek netto, 1,4 biliona dolarów z audytu ksiąg skarbowych przeprowadzonego przez Biuro Odpowiedzialności Rządu (Government Accountability Office) oraz budżetem obronnym w wysokości 956 miliardów dolarów. Całkowity dług osiągnął 40,2 biliona dolarów przy deficycie w wysokości 2 bilionów dolarów. Dochody wzrosły o 3%, wydatki o 6%, a odsetki o 8%. Biuro Budżetowe Kongresu (CBO) przewiduje deficyt w wysokości 23,1 biliona dolarów w ciągu najbliższej dekady, 20,1 biliona dolarów odsetek do 2036 roku oraz dług na poziomie 175% produkcji w ciągu dwóch dekad.

Przekroczenie progu wydatków na obronę ma znaczenie wykraczające poza rachunkowość. Wydatki na obronę są z zasady uznaniowe, a w praktyce politycznie święte, co czyni je punktem odniesienia, względem którego ocenia się inne roszczenia budżetowe, a linia wydatków, która przekracza tę świętą, zaczyna wypierać wszystko, co państwo wolałoby robić. Rok fiskalny 2026 był pierwszym rokiem, w którym koszty obsługi zadłużenia z przeszłości przewyższały koszty całego wojska, a trajektoria tej linii gwałtownie rośnie w każdym opublikowanym scenariuszu bazowym.

To zmienia problem fiskalny w monetarny. Polityka oszczędności nie ma koalicji. W listopadzie Demokraci przejęli władzę w obu izbach, a indeks dolara spadł do najniższego poziomu od miesiąca, zgodnie z założeniem, że podzielony rząd wydaje więcej, a nie mniej, co pokazuje, czego rynek nauczył się o bodźcach. Obie partie spędziły dekadę, odkrywając, że cięcia w wydatkach kosztują głosy, a pożyczki nie kosztują nic aż do później. Linia najmniejszego oporu przebiega przez rynek obligacji, a rynek obligacji zaczął za to pobierać opłaty.

Można obserwować presję na zagraniczne oferty. Zagraniczni inwestorzy pozbyli się obligacji skarbowych o wartości 75,5 mld dolarów we wrześniu, co stanowi największy miesięczny

spadek od sześciu miesięcy, na czele z Chinami i Francją. Instytucje państwowe posiadają obecnie część długu, który spada od 2008 roku, a nabywcy, którzy je zastąpili, są prywatni i wrażliwi na ceny w sposób, w jaki nigdy nie wymagano od zarządzających rezerwami.

To świat, w którym uncja złota rośnie z 4333 dolarów na początku stycznia do niecałych 5600 dolarów cztery tygodnie później. Nikt nie posiadał arkusza kalkulacyjnego, który by to potwierdzał. Alternatywa – czterdzieści bilionów dolarów papieru z roczną opłatą serwisową w wysokości biliona dolarów i zerowym mechanizmem politycznym na obniżenie któregokolwiek z nich – po prostu zaczęła wyglądać na ryzyko, a nie na zabezpieczenie.

Oficjalne instytucje podjęły decyzję na długo przed tym, zanim handel detaliczny to zauważył. To fakt, że handel odkrył to wcześnie, a społeczeństwo późno.

Banki centralne kupowały średnio tysiąc ton rocznie przez cztery lata, w porównaniu z mniej więcej połową tej kwoty w poprzedniej dekadzie. Tempo utrzymało się na poziomie cen. Pierwszy kwartał 2026 roku wyniósł 244 tony, zanim rewizje zmniejszyły je do pięćdziesięciu siedmiu, ponieważ niektórzy nabywcy zostali przeklasyfikowani do kategorii pozagiełdowej; drugi kwartał przyniósł 289 ton, co stanowi rekord w historii drugiego kwartału i pięciokrotny wzrost w porównaniu z pierwszym kwartałem po rewizji; trzeci kwartał przyniósł 321 ton, o czterdzieści dwa procent więcej rok do roku i znacznie powyżej pięcioletniej średniej kwartalnej wynoszącej 227 ton.

Chiński program obejmuje miesięczne zestawienia. Dwadzieścia cztery kolejne miesiące zakupów zwiększyły oficjalne zasoby do 2366 ton, czyli o około czterdzieści procent więcej w całym okresie, a złoto nadal stanowi kilka procent chińskich rezerw, co w zależności od odbiorcy można odczytać jako program zakończony lub rozpoczęty. Ludowy Bank Chin (PBOC) kupował przez cały okres trzydziestopięcioprocentowego spadku. Kupił srebro w tygodniu, w którym straciło jedną trzecią swojej wartości. Prawie na pewno kupi je w grudniu.

Zarządzający rezerwami należą do uczestników rynku najmniej wrażliwych na dynamikę, i właśnie dlatego ich oferta jest nieproporcjonalnie ważna do jej wielkości. Tysiąc ton rocznie to jedna piąta podaży kopalni, a co ważniejsze, stała oferta poniżej ceny, która pozostaje niezależna od jej aktualnej ceny.

Czerwcowe badanie Światowej Rady Złota (WHC) wpłynęło na nastrój. Odpowiedziało siedemdziesiąt sześć instytucji, co stanowi najwyższy wskaźnik od dziewięciu lat. Czterdzieści pięć procent zamierza zwiększyć swoje rezerwy w ciągu najbliższych dwunastu miesięcy, co stanowi rekord i o dwa punkty procentowe więcej niż rok wcześniej. Osiemdziesiąt dziewięć procent spodziewa się wzrostu oficjalnych zasobów globalnych. Dziewięćdziesiąt trzy procent posiada już pewną ilość złota, w porównaniu z osiemdziesięcioma jednym kilka lat temu. Osiemdziesiąt cztery procent spodziewa się, że metal będzie stanowił większą część ich rezerw w ciągu pięciu lat.

Te cztery liczby, czytane jako całość, opisują instytucję, która przestała traktować złoto jako dywersyfikację, a zaczęła traktować je jako zabezpieczenie przed określonym zestawem zdarzeń, których nie chce wymienić w ankiecie. Ankieta nigdy nie prosi ich o ich wskazanie. Są to te same zdarzenia, które społeczność rezerwowa po cichu wyceniała od lutego 2022 roku, kiedy to G7 zamroziło około trzystu miliardów dolarów rezerw rosyjskiego banku centralnego i pokazało, że najbezpieczniejsze aktywa na świecie są bezpieczne tylko wtedy, gdy pozostaje się po właściwej stronie czyjegoś ministerstwa spraw zagranicznych.

To był przełom. Wszystko od tamtej pory sprowadza się do realokacji, przeprowadzanej wystarczająco powoli, aby uniknąć spadku ceny, i ubranej w język konstrukcji portfela.

Przechowywanie dodaje warstwę pomijaną w badaniu. Rezerwa przechowywana za granicą znajduje się w cudzym systemie prawnym, a lekcja z 2022 roku dotarła zarówno do skarbców, jak i bilansu. Banki centralne sprowadziły około 6900 ton złota z amerykańskich i brytyjskich skarbców między 1972 a obecnie, a obecna fala złota porusza się szybciej i jest bardziej widoczna niż wcześniejsze rundy. Francja przechowuje całe swoje złoto w kraju. Niemcy przechowują 1236 ton, czyli 36,6% swoich rezerw, w nowojorskiej Rezerwie Federalnej, a ich Federacja Podatników i wysocy rangą politycy CDU naciskają na zwrot, argumentując, że kruszec przestał być bezpieczny w amerykańskich skarbcach. Bundesbank sprzeciwia się, powołując się na instytucjonalną dyplomację. Włochy, przechowujące 2452 tony, przechowują około 43% w Nowym Jorku i sprzeciwiają się podobnie.

W skarbcu Rezerwy Federalnej pod adresem 33 Liberty Street nadal znajduje się około 6300 ton metali będących własnością zagraniczną, wartych ponad osiemset miliardów dolarów według ostatnich cen, a także ogromna ilość cudzej własności w budynku na dolnym Manhattanie. Klimat polityczny wokół niego uległ zmianie, odkąd prezydent zaczął kwestionować niezależność instytucji znajdującej się nad skarbcem.

Fort Knox stawia krajową wersję tego samego pytania, a każda partia źle je potraktowała. Ministerstwo Skarbu nie opublikowało żadnych kompleksowych analiz od lat 50. XX wieku. Rządowe biuro ds. efektywności obiecało audyt na początku 2025 roku, ale po cichu z niego zrezygnowało na rzecz ustawy o przejrzystości rezerw złota (Gold Reserve Transparency Act), która wciąż nie została uchwalona. Senator odwiedził to miejsce, a zapewnienie, które nastąpiło później, sprowadzało się do tego, że wszystko jest obecne i rozliczone, z wyjątkiem listy kont. Sekretarz Skarbu powiedział to samo reporterom, odmawiając wyjazdu do Kentucky na publiczne przesłuchanie.

Część sceptycyzmu jest uzasadniona, a część nie. Metal prawie na pewno znajduje się tam, gdzie deklaruje. Egzotyczne teorie o rdzeniach wolframowych i zamkniętych, głębokich skarbcach nigdy do końca nie umarły, ponieważ nikt nie stworzył dokumentu, który by je obalił, a dokumentem tym jest lista barów, a lista barów leży w szufladzie. Każdy komercyjny depozyt dwa razy większy od Fort Knox przeprowadza taką weryfikację rutynowo.

Złoto skarbowe jest objęte osobną ewidencją i zasługuje na osobne omówienie, ponieważ to właśnie tam spotykają się fantazja i rzeczywistość. Stany Zjednoczone posiadają 261,5 miliona uncji, z czego około 147,3 miliona znajduje się w Fort Knox. Departament skarbu przechowuje ten skarb po ustawowej cenie 42,22 dolara za uncję, ustalonej w 1973 roku, co wycenia go na nieco ponad jedenaście miliardów dolarów. Styczniowy szczyt wyniósł ponad 1,3 biliona dolarów. Nawet po dzisiejszej, pobitej cenie, złoto przekracza dziewięćset miliardów dolarów i wciąż pozostaje w zapasie.

Ta luka, stukrotna rozbieżność między wartością księgową a rynkową, stanowi największą niewykorzystaną pozycję w zachodnich finansach publicznych i pozostaje tam, niezauważona w towarzystwie, od czasów administracji Nixona. Co kilka lat ktoś to zauważa i pisze o tym. Potem wszyscy znowu udają, że bilans banku centralnego to dokument techniczny, a nie polityczny.

Ponowna wycena byłaby realizowana za pośrednictwem certyfikatów złota. Departament Skarbu emituje je do Rezerwy Federalnej w zamian za metal, a Fed utrzymuje je jako aktywa,

zablokowane po cenie ustawowej zgodnie z art. 5117 Kodeksu Stanów Zjednoczonych (31 USC), co oznacza, że bilans Fed uwzględnia złoto po tej samej wartości fikcyjnej co bilans Departamentu Skarbu. Kongres musiałby zmienić art. 5116 i 5117, Departament Skarbu ponownie wyemitowałby złoto po nowej cenie, a Fed zapisałby różnicę, do około 1,18 biliona dolarów według cen bieżących, z powrotem na konto Departamentu Skarbu.

Mechanicznie rzecz biorąc, sprowadza się to do wpisu księgowego. Politycznie rzecz biorąc, przywołuje bilion dolarów przestrzeni finansowej pomniejszony o emisję obligacji lub podniesienie podatków, pojawiając się dokładnie w momencie, gdy linia odsetek właśnie przekroczyła linię obrony, a obie strony polują na pieniądze.

Scott Bessent dwukrotnie temu zaprzeczył. W podcaście All-In w marcu 2025 roku stwierdził, że Departament Skarbu niczego nie rewaluuje; w lipcu powiedział w telewizji Fox, że złoto „nie ma znaczenia" dla wartości dolara. Coraz więcej obserwatorów postrzegało to zachowanie jako przygotowania: Kevin Warsh, który poważnie pisał o monetarnej roli złota, zajmuje stanowisko kierownicze; były starszy asystent Bessenta podobno został skierowany do biura zajmującego się mechaniką certyfikatów; a departament jest bardziej otwarty na temat stanu rezerw niż jakakolwiek inna administracja od siedemdziesięciu lat, co stawia poprzeczkę nisko i wciąż oznacza zmianę.

Potwierdzenie jeszcze nie nadeszło. Rewaluacja to żywa idea, która zastępuje politykę. Wciąż powraca, ponieważ rozwiązuje problem polityczny za pomocą rozwiązania księgowego, a rozwiązania księgowe to sposób, w jaki systemy są modyfikowane przez ludzi, którzy nie potrafią przyznać, że je modyfikują.

Reakcja polityczna Waszyngtonu okazała się dziwniejsza niż sposób zarządzania rezerwami. W listopadzie 2025 roku Departament Spraw Wewnętrznych opublikował ostateczną listę surowców mineralnych, dodając dziesięć surowców, a srebro znalazło się na niej obok miedzi, uranu, krzemu, potasu i węgla metalurgicznego. Metal, który w swojej historii był surowcem przemysłowym o podłożu monetarnym, z dnia na dzień stał się czynnikiem wpływającym na bezpieczeństwo narodowe.

Umieszczenie ich na liście spowodowało wszczęcie dochodzenia na podstawie sekcji 232. W styczniu 2026 roku prezydent wydał proklamację stwierdzającą, że import przetworzonych minerałów krytycznych zagraża bezpieczeństwu narodowemu, a następnie zrobił coś, na co prawie nikt się nie przygotował: nałożył zerowe cła.

Zamiast tego rozpoczęły się negocjacje, z raportem o postępach, który miał być przedstawiony w ciągu 180 dni, i deklarowanym celem zabezpieczenia cen minimalnych dla krajowej produkcji. Cen minimalnych, zamiast taryf, kontyngentów czy zapasów. Cena minimalna jest o wiele ciekawszym instrumentem niż taryfa, ponieważ taryfa nakłada podatki na kupującego i chroni marginalnego producenta krajowego kosztem wszystkich innych w dół łańcucha dostaw. Cena minimalna wymaga nabywcy ostatniej szansy po ustalonej cenie, co przekształca rynek w rynek zarządzany i, jeśli zobowiązanie jest wiarygodne, eliminuje wady dla każdego, kto rozważa kopalnię w Nevadzie. To właśnie jest atrakcyjność i właśnie trudność, ponieważ nikt nie opublikował poziomu, linii finansowania ani organu zamówień publicznych.

W momencie ogłoszenia cena srebra osiągnęła już sto dwadzieścia jeden dolarów. Niezależnie od tego, jaki próg cenowy ostatecznie zostanie ustalony, będzie on dostosowany do rynku, który od tego czasu zmniejszył się o połowę.

Poziomy cenowe weszły do amerykańskiej polityki surowcowej tymi samymi drzwiami, co lista krytyczna, a to zestawienie opisuje spójną postawę: określić surowiec jako strategiczny, stwierdzić, że import zagraża bezpieczeństwu, a następnie zagwarantować krajową produkcję, oszczędzając jednocześnie użytkownikowi końcowemu podatku. Zastosowany do metalu, którego cena wynosi 44 dolary za uncję i którego wydobycie w głównych zakładach wydobywczych wciąż trwa w Stanach Zjednoczonych, poziom cenowy gwarantowałby marżę dla bardzo niewielkiej liczby kopalń i bardzo dużą liczbę kredytów na produkty uboczne w kopalniach miedzi i ołowiu.

W przypadku miedzi, również znajdującej się na liście, konsekwencje są szersze, ponieważ miedź stanowi całą gospodarkę elektryczną. Nikt nie oszacował jej kosztów publicznie. Raport po 180 dniach ukazał się w lipcu i przyniósł więcej procedur niż polityki.

Styczeń przyniósł cenę złota na poziomie 4333 dolarów, nieznacznie poniżej 5600 dolarów. W tym samym okresie cena srebra podwoiła się.

Oba rynki przekroczyły odpowiednio 4500 i 100 dolarów z łatwością, która utwierdza w przekonaniu, że płynność jest trwałą cechą kontraktu. Złoto osiągnęło cenę 5595–5602 dolarów w ciągu dnia 28 stycznia, w zależności od źródła i waluty, a następnego dnia zamknęło się na rekordowym poziomie. 29% w niecałe cztery tygodnie, a srebro wzrosło o ponad sto procent w tym samym okresie.

Powodów do dalszych zakupów było wiele. Banki centralne kupowały. Deficyt wszedł w szósty rok. Srebro zostało uznane za krytyczne w listopadzie. Opublikowano orzeczenie z sekcji 232, które, choć nakładało zerowe cła, wskazywało na minimalne poziomy, co jest bardziej byczym instrumentem. Dolar był słaby. Handel deprecjacyjny miał nazwę, notę Goldman Sachs i biuletyn Bloomberga. Handel detaliczny napływał w dużych ilościach.

Powody do zatrzymania były równie dostępne i równie ignorowane. Pozycjonowanie było zatłoczone, dźwignia finansowa wysoka, a giełda zrestrukturyzowała już swoje marże na metalach, przenosząc platynę, pallad, srebro i złoto ze stałych kwot w dolarach za kontrakt na obliczanie procentu od wartości nominalnej – krok, który giełda podejmuje, gdy przestaje ufać, że wartość nominalna pozostanie na obecnym poziomie.

Dwudziestego ósmego nominowano Kevina Warsha na stanowisko prezesa Rezerwy Federalnej.

Warsh to jastrząb z długą historią papierową, który twierdzi, że wiarygodność Fed w walce z inflacją została wyczerpana. Rynki odczytały nominację jako koniec cyklu łagodzenia polityki pieniężnej, zanim jeszcze na dobre się on rozpoczął. Indeks dolara zyskał prawie procent. Wzrosty złota wyhamowały, a srebro, korzystające z dźwigni finansowej i momentum, straciło na wartości jeszcze bardziej.

CME podniosło stopę procentową na rachunkach srebra wysokiego ryzyka z jedenastu do dwunastu i jednej dziesiątej procenta po zamknięciu sesji tego dnia. Niewielka liczba wykonuje dużą pracę: pozycja zabezpieczona depozytem zabezpieczającym na poziomie jedenastu procent ma ekspozycję na około dziewięć razy większy kapitał, a przy dwunastu i jednej dziesiątej – osiem, a w przypadku kontraktu, który podwoił wartość w ciągu trzech tygodni, różnica między dziewięcioma a ośmioma to różnica między wypłacalnością a brakiem wypłacalności.

Srebro przełamało kolejną sesję. W piątek, gdy rynek już spadał, CME poszedł dalej. Początkowy depozyt zabezpieczający na kontrakcie na srebro wzrósł z 16 500 do 18 150 dolarów; utrzymanie depozytu zabezpieczającego z 15 000 do 16 500 dolarów; obowiązuje natychmiast; ogłoszenie o planowanym terminie wczesnym popołudniem w Nowym Jorku.

Dla każdego, kto trzymał srebro z dźwignią finansową, to ogłoszenie było całym światem. Pozycja z komfortowym marginesem na poziomie osiemdziesięciu pięciu dolarów stała się marginalna na poziomie siedemdziesięciu. Giełda sprzedała zero uncji, jedynie prosząc o więcej, a to właśnie proszenie spowodowało sprzedaż. Wymuszona likwidacja trafiła na rynek, którego marginalny nabywca właśnie został zlikwidowany, co tworzy kieszeń powietrzną, a srebro przez nią spadło.

Trzydzieści jeden procent w ciągu dnia. Dwadzieścia sześć procent na zamknięciu, blisko 85 dolarów. Najostrzejsza sesja w historii kontraktu i jeden z największych jednodniowych spadków cen jakiegokolwiek surowca w historii. Złoto straciło około dziewięciu procent tego samego dnia, co jest najgorszą sesją od 1980 roku według niektórych wskaźników.

Ocena giełdy w tym przypadku wymaga ostrożności, ponieważ refleksyjna interpretacja przedstawia ją jako głównego winowajcę. CME zarządza izbą rozliczeniową z uwspólnionym funduszem na wypadek niewypłacalności, a jej zobowiązania opierają się na wypłacalności tego funduszu, a nie na komforcie poszczególnych uczestników. Procentowe marże nominalne odzwierciedlają rzeczywistość, w której stały wymóg w dolarach staje się niewystarczający, gdy nocjonalne marże się podwajają, a sekwencja wzrostów w styczniu podążała za sekwencją wzrostów cen z niewielkim opóźnieniem. Interwencja była ortodoksyjna, możliwa do obrony i, z perspektywy izby rozliczeniowej, spóźniona.

Konsekwencje dla posiadaczy były poważne i całkowicie wykraczały poza mandat giełdy. Każda długa pozycja z dźwignią finansową przekształciła się w pozycję wymuszonego sprzedawcy w tym samym momencie, a wynikająca z tego kaskada zepchnęła cenę znacznie poniżej poziomu sugerowanego przez fundamenty. To właśnie strukturalna asymetria leży u podstaw rynków kontraktów futures: mechanizm chroniący system działa za pośrednictwem kont osób najmniej zdolnych do jego wchłonięcia.

Produkty ETF z dźwignią finansową spotęgowały spadek w sposób, który zasługuje na osobne omówienie, ponieważ ich konstrukcja sprawia, że są z natury procykliczne. Fundusz obiecujący wielokrotność dziennego ruchu musi dokonać rebalansowania na zamknięciu, kupując po wzrostach i sprzedając po spadkach, a sprzedaż rośnie wraz z pogłębianiem się spadku. Fundusze systematyczne śledzące średnie kroczące zmniejszają ekspozycję po przełamaniu tych samych progów i faktycznie zmniejszają.

Do marca notowane na giełdzie w Stanach Zjednoczonych fundusze złota straciły osiemdziesiąt pięć ton, czyli trzynaście miliardów dolarów, co stanowiło największy miesięczny odpływ kapitału w ujęciu dolarowym w historii i trzeci co do wielkości pod względem tonażu. Sama Ameryka Północna dostarczyła łącznie trzynaście miliardów, kończąc tym samym dziewięciomiesięczną serię napływów w ciągu jednego miesiąca.

Cena srebra osiągnęła najniższy poziom na początku sierpnia, w okolicach 57,67 dolarów, co stanowiło połowę styczniowego szczytu, a następnie jesienią nadal spadała.

Najniższa cena złota w połowie marca wyniosła około 4100 dolarów, co oznacza spadek o 25 procent w ciągu sześciu tygodni, a taki moment wiąże się z odsetkami, ponieważ wojna z Iranem rozpoczęła się w lutym.

Aktywa, które można kupić, gdy zaczyna się strzelanina, upadły w czasie wojny.

Wyjaśnienia tej inwersji podążają utartymi schematami. Wojna podniosła ceny ropy naftowej, ropa podniosła oczekiwania inflacyjne, oczekiwania podniosły ścieżkę stóp procentowych, a ścieżka stóp procentowych zmiażdżyła aktywa o zerowej rentowności. Ryzyko związane z energią w Zatoce Perskiej sprawiło, że dolar znów stał się atrakcyjny, jednocześnie utrudniając zadanie Fed, a rynek rozwiązał oba problemy w jeden sposób: sprzedał metal, kupił weksle.

Coś głębszego działało pod spodem, mechanizm znany każdemu biuru, o którym niewielu mówi na głos. W przypadku prawdziwego ryzyka złoto należy do nielicznych rzeczy, które zawsze można sprzedać. Instytucje potrzebujące gotówki w lutym i marcu sprzedawały złoto, ponieważ złoto niosło ze sobą ofertę kupna, co mówi o ich płynności, a nie o ich przekonaniach. Euronews opisał tę dynamikę pod koniec marca w czterech prostych słowach: inwestorzy spieszą się, by pozyskać płynność, i to sformułowanie jest trafne. Złoto staje się zabezpieczeniem, które wpłacasz, gdy zabezpieczenie, które wolisz wpłacić, przestanie być akceptowane.

Warsh objął urząd i utrzymał stopy procentowe na swoim pierwszym posiedzeniu w czerwcu, usuwając z oświadczenia luźny charakter. Dziewięciu z dziewiętnastu uczestników prognoz, które Warsh wcześniej lekceważył jako podporę, zaplanowało podwyżkę przed końcem roku. W sierpniu wygłosił przemówienie, które „Capital Economics" określiło jako „znacznie bardziej jasny i jastrzębi przekaz" niż jego konferencja prasowa. Wrzesień przyniósł jednomyślną podwyżkę, wbrew intensywnej kampanii społecznej Białego Domu. Do listopada dziewięciu z osiemnastu urzędników zasygnalizowało dalszą podwyżkę.

Dolar osiągnął dziewiętnastomiesięczny szczyt na poziomie 103,97 w połowie listopada. Złoto osiągnęło czternastomiesięczny najniższy poziom. Srebro, kosztujące 44,57 dolara, straciło cały ruch, a nawet więcej, spadając o około sześćdziesiąt procent w porównaniu ze styczniem i podążając za spadkiem z 1980 roku na tyle blisko, że nakładki zaczęły pojawiać się na platformach transakcyjnych.

Pieniądze przechodziły z rąk do rąk na przestrzeni lat, a kierunek, w jakim podążały, jest warty wymienienia. Górnicy i spółki licencyjne cieszyły się najlepszą pierwszą połową roku w historii branży. Handlarze złomem, rafinerie, mennice i probierze drukowali pieniądze. Banki kruszcowe zarobiły najszersze spready w historii, a wśród londyńskich członków clearingu, dochody z opłat, jakie daje posiadanie jedynej furtki do rynku, której nagle wszyscy potrzebowali. Sklepy numizmatyczne notowały marżę narastającą, a następnie jeszcze większą na opadającą, skupując po spreadach, które sprawiały, że styczniowe kolejki wyglądały jak błąd zaokrąglenia.

Straty ponieśli ci, którzy kupili tę historię późno, oraz ci, którzy mieszkają w dolnym biegu rzeki od tego metalu. Kupujący srebro za 110 dolarów stracił ponad połowę ceny. Kupujący złoto za 5500 dolarów stracił jedną trzecią ceny. Fabrykant w Vicenzy, warsztat w Arezzo, jubiler w Coimbatore, szwajcarski zegarmistrz dokonujący ponownego ważenia kopert, menedżer linii produkcyjnej ogniw słonecznych, producent pasty do zegarków, potrójnie – nikt nie miał pozycji, a wszyscy zapłacili.

Górnictwo przeżyło swój najlepszy i najbardziej frustrujący rok – zdanie, które brzmi sprzecznie, ale ma sens. Rekordowe koszty pojawiły się w tych samych kwartałach, co rekordowe marże. Średnie koszty utrzymania wydobycia (all-in) osiągnęły 1785 dolarów za uncję w pierwszym kwartale i kolejne rekordowe 1930 dolarów w drugim, co oznacza wzrost o dwadzieścia dwa procent rok do roku, dzięki szesnastoprocentowemu wzrostowi opłat licencyjnych i inflacji w łańcuchu dostaw, od opon po wykładziny młynów. Marże nadal sięgały 3076 dolarów za uncję w pierwszym kwartale, czyli mniej więcej dwa razy więcej niż rok wcześniej. Do jesieni, przy cenie spot bliskiej 3700 dolarów i utrzymujących się kosztach, marża ta zmniejszyła się o jedną piątą, a wyceny akcji spadły o prawie jedną trzecią.

Produkcja kopalniana również ustanowiła rekord: 1071 ton w trzecim kwartale, najlepszy trzeci kwartał w historii, przy czym cały rok jest o dwa procent lepszy, a cały rok zmierza ku osiągnięciu najwyższego poziomu w historii.

Nic z tego nie stanowi reakcji podaży. Prawie każda uncja wydobyta w 2026 roku wynika z decyzji podjętej przed zmianą ceny. Kopalnie złota potrzebują od dziesięciu do piętnastu lat od odkrycia do wydobycia w warunkach, w których pozwolenia stały się trudniejsze, a uruchomienie operacji zostało sfinansowane, gdy cena złota wynosiła 1300 dolarów, a argumentacja opierała się na niższej cenie. Wzrosła natomiast intensywność wydobycia w istniejących złożach: wydobyto więcej złota, obniżono limity, a marginalne kopalnie przywrócono do eksploatacji.

Inflacja kosztów mierzy poziom nakładów. Kiedy całkowite koszty rosną o dwadzieścia dwa procent rocznie, licytujesz te same wiertła, ten sam olej napędowy i tych samych geologów, co wszyscy inni, a ceny zmieniają się, gdy popyt przewyższa podaż. Powyżej tego następuje wolniejszy spadek: zawartość ropy spada w głównych regionach, łatwe do wydobycia uncje zostały znalezione i wyeksploatowane w ubiegłym stuleciu, a odtworzenie rezerw od dekady pozostaje w tyle za produkcją w głównych regionach, dlatego sektor konsoliduje się zamiast poszukiwać.

Podaż srebra niesie ze sobą dodatkowy problem, który literatura na temat złota ma tendencję do ignorowania. Około siedemdziesiąt procent srebra powstaje jako produkt uboczny w procesie wydobycia ołowiu, cynku, miedzi i złota, co oznacza, że wolumen produkcji jest zależny od ekonomiki tych metali, a nie od ekonomiki srebra. Cena srebra na poziomie 120 dolarów za uncję generuje bardzo niewielkie możliwości wydobycia pierwotnego srebra, ponieważ kopalnie, które miałyby je wydobywać, podejmują decyzje na podstawie cen miedzi i cynku i akredytują srebro po cenie rynkowej. Działalność wydobywcza pierwotnego srebra stanowi ułamek globalnej produkcji, a większość z nich jest zlokalizowana w jurysdykcjach o długich kolejkach pozwoleń i słabych rynkach kapitałowych.

Złom i recykling stanowią drugą połowę podaży i w tym roku zachowywały się w sposób, który zaskoczył każdy model. Recykling złota w Indiach wzrósł o sześćdziesiąt procent w drugim kwartale, osiągając rekordowy poziom 75 819 crore rupii, czyli około 7,29 miliarda dolarów, ponieważ gospodarstwa domowe przyniosły bransoletki trzymane przez trzydzieści lat i zarobiły na nich gotówkę. Złom wzrósł już o dwadzieścia procent rok do roku w pierwszym kwartale, osiągając 31,2 tony.

Potem nastąpił upadek. Recykling w trzecim kwartale spadł o dwanaście procent do dziewiętnastu ton, podczas gdy ceny krajowe wzrosły o czterdzieści pięć procent w porównaniu z rokiem poprzednim. „The Economic Times” uchwycił przyczynę w nagłówku,

który mógłby stanowić podsumowanie tej klasy aktywów: Hindusi odmawiają sprzedaży złota ze swoich szafek, licząc na lepszą cenę.

Zachowania domowe leżą u podstaw tego wzorca i zasługują na baczniejszą uwagę. Indyjskie posiadanie złota to technologia oszczędzania zakorzeniona w strukturze rodziny, gromadzona podczas ślubów, przechowywana w bankowych skrytkach i szkatułkach na biżuterię, wykorzystywana na rachunki medyczne, czesne i posagi, a także dziedziczona w linii żeńskiej. Metal ten funkcjonuje jako aktywo oprocentowane tylko w tym sensie, że można go zastawić, a decyzja o zastawie niesie ze sobą piętno, którego zachodni posiadacz nie mógłby rozpoznać. Sprzedaż bransolet oznacza przyznanie, że stały się one pieniądzem.

Cena zmienia decyzję na marginesie i wkrótce potem przestaje ją zmieniać. Wzrost o czterdzieści pięć procent wywołuje falę lekkiego złomu, po czym pozostali posiadacze ponownie kotwiczą się na nowym poziomie i czekają na kolejny. Podaż, która reaguje przez kwartał, a następnie zastyga, wywołuje dokładnie taki sam schemat: gwałtowny wzrost recyklingu, załamanie recyklingu i rynek, który musi znaleźć swój metal gdzie indziej.

Niszczenie popytu było realne i najmocniej dotknęło osoby, które miały najmniejsze możliwości jego zaspokojenia. Popyt w Indiach w trzecim kwartale spadł o dwadzieścia dziewięć procent do 162,5 tony; wolumen biżuterii spadł o jedną piątą; popyt inwestycyjny spadł o czterdzieści procent; nabywcy z obszarów wiejskich, którzy otrzymywali dochody w okresie monsunowym, wycofali się. Udział biżuterii w indyjskim popycie spadł do około trzydziestu procent, najniższego poziomu od 2000 roku, podczas gdy sztabki i monety wzrosły do pięćdziesięciu dwóch procent lokalnego popytu netto po uwzględnieniu recyklingu, najwyższego od rozpoczęcia tej serii danych w 2013 roku. Światowa Rada Złota (WRC) przewiduje, że całoroczny popyt w Indiach będzie najsłabszy od sześciu lat.

Zmiana składu ma większe znaczenie niż spadek tonażu. Rynek kupujący biżuterię pochłania pracę rzemieślników, wspiera sektor warsztatowy i generuje powolny, stabilny zapas metalu. Rynek kupujący sztabki pochłania marżę dystrybucyjną i generuje płynną, wrażliwą na cenę pozycję. Indie przechodzą z pierwszego na drugi poziom pod presją cenową, a konwersja ta utrzyma się dłużej niż cena.

Liczby z Chin wyglądają łagodniej i wskazują na to samo. Wypłaty z Szanghajskiej Giełdy Złota wyniosły 126 ton w styczniu, 85 ton w lutym, 87 ton w czerwcu i 62 tony w sierpniu, co stanowi spadek o 27% rok do roku w zeszłym roku, po czym wzrosły do 92 ton we wrześniu i 94 ton w październiku, gdy kupujący powrócili po niższe ceny. Ten schemat wskazuje na oportunistyczne uzupełnianie zapasów zamiast przekonania. Chiński popyt jest rozliczany za pośrednictwem licencjonowanych banków i trafia do reglamentowanego systemu importowego, a premia w stosunku do cen w Londynie działa jak wskaźnik ciśnienia w tym systemie.

Licencjonowanie importu daje chińskiemu rynkowi własność, z którą zachodnie komentarze radzą sobie źle. Premia w porównaniu z Londynem odzwierciedla szerokość rury ustalonej przez administracyjną alokację, więc wysoka premia opisuje popyt naciskający na ograniczenie, zamiast popytu swobodnie czerpiącego metal. Sztabek nie można transportować na wschód, aby go dowolnie przejąć, ponieważ każda uncja legalnie trafiająca na rynek przechodzi przez licencjonowany bank, a następnie przez giełdę. Premia utrzymuje się, a jej utrzymanie jest celem samym w sobie.

Łącznie oba rynki oznaczają, że fizyczny stabilizator został spłaszczony przez sam poziom ceny. Przy cenie trzy i pół tysiąca dolarów za uncję złoto przestaje być produktem masowym w krajach, które kiedyś definiowały jego popyt, a azjatyccy konsumenci kupują tylko podczas spadków i sprzedają tylko podczas wzrostów, co jest odwrotnością amortyzującego działania, na którym opierał się handel przez czterdzieści lat.

Pod tym wszystkim znajduje się instalacja hydrauliczna, o której mało kto chce rozmawiać, bo mówienie o niej brzmi jak teoria spiskowa, a wersja spiskowa jest w większości błędna.

COMEX publikuje dane o skarbcach codziennie, co czyni go najbardziej przejrzystym elementem systemu, a tym samym najbardziej kontrolowanym. Na dzień 12 listopada w jego skarbcach znajdowało się 22,9 miliona uncji, z czego 14,2 miliona było zarejestrowanych, co oznacza możliwość dostawy na kontrakty terminowe, a 8,7 miliona kwalifikowanych. Zarejestrowane pokrycie otwartych pozycji wynosiło blisko 35%, co jest poziomem komfortowym według powszechnych standardów, ale alarmującym w porównaniu ze standardami rynku, który dopiero co przeszedł przez to, co się wydarzyło.

Londyn publikuje mniej. LBMA raportuje łączne zasoby w skarbcach co miesiąc, pomniejszone o własność, status alokacji lub wolny obrót. Rozliczenia odbywają się za pośrednictwem LPMCL, prywatnej spółki należącej do jej własnych członków, która kompensuje zobowiązania i reguluje pozostałą część. Kompensowanie jest efektywne. Kompensowanie jest również, strukturalnie, czynnikiem, który pozwala, aby roszczenia przewyższały stawki.

Dwa rynki, jedna cena, połączone arbitrażem zwanym giełdą fizyczną. Zazwyczaj EFP kosztuje kilka dolarów za uncję. Kiedy cena spada, metal się zmienia, a zmiany były spektakularne zimą 2024-2025, kiedy groźba ceł na złoto przetransportowała setki milionów uncji przez Atlantyk do Nowego Jorku. Zagrożenie ustąpiło, EFP się unormowało, a metal pozostał w Nowym Jorku, ponieważ spread, który opłacił lot powrotny, zniknął wraz z nim.

To wyjaśnia, dlaczego akcje COMEX utrzymywały się na wysokim poziomie przez cały rok, podczas gdy w Londynie panowała napięta sytuacja, i dlaczego mechanizmy dostaw stały się tematem na czasie w momencie, gdy rynek najmniej mógł sobie pozwolić na rozproszenie uwagi. W połowie listopada EFP spadło do minus 0,80% ceny spot, odwrócone, a oferta kupna znajdowała się w Londynie zamiast w Nowym Jorku, podczas gdy 1,15 miliona uncji zostało przeklasyfikowanych z puli dostaw COMEX pomniejszonych o opuszczenie skarbca, co ma miejsce, gdy posiadacze warrantów odmawiają zaoferowania sztabek.

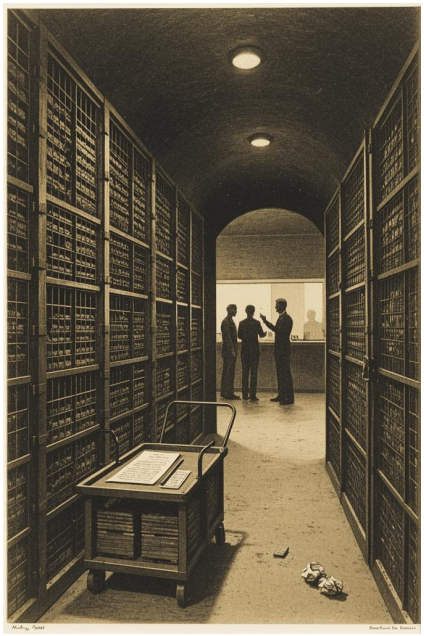
Reklasyfikacja zasługuje na osobne słowo, ponieważ jest rutynowo błędnie interpretowana. Metal, który przechodzi z pozycji zarejestrowanej do kwalifikowanej, pozostaje w tym samym budynku i przestaje być dostępny w ramach kontraktów futures. Posiadacz dokonuje tego, gdy contango nie rekompensuje ryzyka związanego z oczekiwaniem na dostawę lub gdy spodziewa się wykupu i woli pozostać na warrantie. Przesunięcie poza pulę pozycji do dostawy pomniejszone o przesunięcie poza skarbiec jest oświadczeniem dotyczącym oczekiwań posiadacza, a nie oświadczeniem dotyczącym stanu budynku.

Ocena wskaźnika pokrycia wymaga podobnej staranności. Trzydzieści pięć procent otwartego zainteresowania akcjami zarejestrowanymi jest satysfakcjonujące w porównaniu ze średnią historyczną, a otwarte zainteresowanie jest słabym wskaźnikiem popytu na dostawy, ponieważ zdecydowana większość kontraktów zamyka się przed dniem powiadomienia. W

przypadku rzeczywistego wzrostu liczby dostaw, wskaźnik uległby kompresji w ciągu kilku dni.

Regulacja stanowi najbardziej kontrowersyjny element tego zjawiska, a jego rozwikłana wersja jest dziwniejsza niż mit. 1 lipca 2025 roku fala komentarzy w internecie ogłosiła, że alokowane złoto fizyczne stało się wysokiej jakości płynnym aktywem poziomu 1 zgodnie z Bazyleą III, a Twitter poświęcony złotu ogłosił koniec rynku papierowego. LBMA opublikowało sprostowanie. Światowa Rada Złota opublikowała następnie dokument zatytułowany z wyraźnym znużeniem: „Pytaliście, odpowiadaliśmy".

Rzeczywistość jest węższa i wskazuje w tym samym kierunku. Złoto ma zerową wagę ryzyka dla celów kapitałowych i może być zaksięgowane jako zabezpieczenie z dwudziestoprocentową redukcją. Znajduje się ono poza definicją wysokiej jakości aktywów płynnych dla wskaźnika pokrycia płynności, a niealokowane złoto wiąże się z osiemdziesięciopięcioprocentowym wymaganym obciążeniem stabilnym finansowaniem w ramach wskaźnika stabilnego finansowania netto. Alokowany metal w depozycie znajduje się poza bilansem banku, co zmienia rachunkowość NSFR dla depozytariusza pomniejszoną o konwersję metalu na aktywa poziomu 1.



Sednem sprawy jest ta luka. Zgodnie z NSFR nieprzydzielone roszczenie kosztuje bank osiemdziesiąt pięć centów stabilnego finansowania za dolara ekspozycji; klasyfikacja poziomu 1 nie kosztowałaby nic. Pozostawia to trwałą, strukturalną zachętę do utrzymywania metali zamiast roszczeń, a decyzja ta opiera się na decyzji, którą zmotywowany regulator mógłby zmienić w jedno popołudnie. Gornall i Tully argumentowali za reklasyfikacją w piśmie Suerf z kwietnia 2025 r. Nikt nie podjął żadnych działań.

Zabezpieczenia przedstawiają tę samą historię z drugiej strony. CME Clearing akceptuje warranty na złoto COMEX i sztabki londyńskie. LME Clear akceptuje sztabki za pośrednictwem zatwierdzonego członka LPMCL jako depozytariusza, z podziałem na poziomy według strzyżenia i limitu. Ruch jest jednokierunkowy: metal trafia do systemów zabezpieczeń rynków instrumentów pochodnych powoli, z ustalonymi limitami, ponieważ izby rozliczeniowe potrzebują czegoś, co nie pociąga za sobą odpowiedzialności państwa, a izby te potrafią odczytywać obligacje państwowe.

Gradient regulacyjny konsekwentnie wskazuje zatem na formę fizyczną i odbywa się to poprzez trzy oddzielne kanały, które wzajemnie się wzmacniają. Traktowanie kapitału nagradza posiadanie metalu o zerowej wadze ryzyka. Harmonogramy zabezpieczeń dopuszczają go z redukcją wartości, co czyni go użytecznym w kryzysie. Traktowanie finansowania nakłada karę na nieprzydzielone roszczenie w wysokości osiemdziesięciu pięciu procent. Razem opisują one ramy opracowane dla świata papierów wartościowych z kuponami, które stale ustępują miejsca aktywom o zerowej wartości.

Afryka to miejsce, gdzie faktycznie podjęto próby wprowadzenia waluty opartej na złocie, a wyniki zasługują na analizę zamiast spekulacji. Zimbabwe wprowadziło ZiG w 2024 roku, oparte na rezerwach fizycznych i walucie obcej, po dekadzie załamania poprzedniego systemu; do maja 2026 roku Bank Rezerw USA posiadał 4,48 tony, a waluta ta utrzymała się lepiej niż jej poprzednicy, dzięki znacznemu wsparciu ze strony ceny złota. Ghana wydzieliła pięć miliardów cedi, czyli około 429 milionów dolarów, ze zrewidowanego budżetu na zakup złota i buduje krajowy program skupu, równolegle z, na papierze, fundamentami pod stablecoina opartego na złocie.

MFW w swoim majowym przeglądzie wskazał program Ghany jako quasi-fiskalne ryzyko dla bilansu banku centralnego. Ten zarzut jest słuszny i nudny: bank centralny skupujący złoto od krajowych producentów po ustalonej cenie stosuje dotację, dotacje kosztują pieniądze, a pieniądze trafiają do tego samego bilansu, który ma wspierać walutę.

Ograniczenia związane z zabezpieczeniem, co jest powodem, dla którego warto go chcieć i dla którego pozostaje rzadki. Waluta powiązana z ustaloną ilością metalu nie może się rozwijać, gdy gospodarka potrzebuje ekspansji, dlatego świat porzucił standard złota. Bardziej prawdopodobne wydaje się wszędzie rozwiązanie hybrydowe: złoto jako kotwica rezerwowa i sygnał polityczny, papier jako środek płatniczy.

Tokenizowane sztabki i stablecoiny zabezpieczone złotem digitalizują hybrydę i dziedziczą problem z przechowaniem o jedną warstwę oprogramowania dalej. Token jest równoznaczny z roszczeniem do sztabki w skarbcu, co czyni go kontem nieprzydzielonym z lepszym marketingiem i cieńszym precedensem prawnym. Audyty są poświadczeniami. Realizacja odbywa się w godzinach pracy. Tryb awarii to październik 2025 r., kiedy to nastąpi innymi drzwiami.

Trzy techniczne cechy emisji tokenizowanej zasługują na analizę, ponieważ każda z nich nawiązuje do słabości już widocznej na rynku hurtowym. Poświadczenie zastępuje audyt, a poświadczenie określa, co twierdzi depozytariusz, a co policzył probierz. Okna wykupu skracają problem paniki bankowej do godzin pracy i pozostawiają weekendy bez nadzoru. Charakter prawny tokena różni się w zależności od jurysdykcji w sposób, z którym kupujący rzadko się zapoznaje, więc ten sam instrument może w jednym miejscu reprezentować własność, a w innym roszczenie ogólne.

Historia oferuje przeprowadzone eksperymenty zamiast prognoz, a ta najbliższa prognozom boli.

Spadek ceny srebra w 1980 roku rozpoczął się od szczytu cenowego sięgającego prawie pięćdziesięciu dolarów, napędzanego przez wpływy braci Hunt i realny kryzys finansowy, a odbudowa zajęła dwadzieścia lat. Złoto osiągnęło szczyt na poziomie 850 dolarów w styczniu 1980 roku i odzyskało ten poziom nominalny dopiero w 2007 roku. Pokolenie nabywców, które pojawiło się w 1979 roku, spędziło całe życie zawodowe pod wodą, a realne zyski były niższe niż nominalne, ponieważ inflacja rosła, a metal pozostawał w stanie spoczynku.

Szczyt na 2011 r. zapowiada się krócej i łagodniej: złoto we wrześniu po 1920 USD, spadek o 28% w ciągu kilku tygodni, czteroletni spadek do 1050 USD, srebro z 49 USD do 14 USD.

Wykres z 2026 roku śledzi rok 1980 na tyle dokładnie, że biurka zaczęły je nakładać. Analogie są realne: paraboliczny rajd, fizyczny ucisk, wzrost marży na giełdzie, załamanie się białego metalu o ponad połowę. Deanalogia również jest realna. W 1980 roku Fed podniósł

stopę funduszy federalnych do dwudziestu procent, aby zahamować inflację, a dług publiczny stanowił jedynie przypis. Tym razem bank centralny zaciąga czterdzieści bilionów dolarów długu, obciążając go bilionową opłatą za obsługę, a każde sto punktów bazowych dodaje około stu miliardów dolarów rocznych wydatków.

Dwa późniejsze epizody mają większe znaczenie operacyjne niż którykolwiek z poprzednich. Marzec 2020 roku przyniósł zaburzenia płynności, w wyniku których szwajcarskie rafinerie zostały zamknięte, loty wstrzymane, a EFP upadło, ponieważ metal fizycznie nie mógł nigdzie podróżować; spread został rozwiązany dzięki działaniom banku centralnego i złagodzeniu procedur logistycznych, co pokazało, że arbitraż zależy od samolotów. Presja na nikiel na LME w 2022 roku zakończyła się anulowaniem transakcji o wartości 3,9 miliarda dolarów, aby uratować własną izbę rozliczeniową. Interwencja ta wciąż jest przedmiotem sporu sądowego i nadal szkodzi wiarygodności LME cztery lata później.

Te dwa wskaźniki są przydatne, ponieważ oba opisują awarię systemu hydraulicznego, a nie cenę. Porównanie z 1980 roku pokazuje, jak daleko może się cofnąć bańka spekulacyjna. Porównanie z 2020 lub 2022 roku pokazuje, co pęknie pierwsze i kto zostanie uratowany.

Ryzyko systemowe dotyczy w tym przypadku rozliczeń, a rozróżnienie od ryzyka cenowego jest widoczne w każdym opisanym powyżej układzie instytucjonalnym.

Skok cen jest do przeżycia, a świat wchłonął już kilka. To, co naprawdę zmieniłoby gospodarkę, to moment, w którym członek izby rozliczeniowej nie wywiąże się z dostawy, gdy suweren zażąda zwrotu dzierżawionego metalu i zostanie poproszony o czekanie, gdy taryfa lub sankcja podzieli rynek na dwie strefy cenowe, uniemożliwiając arbitraż, lub gdy duży producent wycofa się z transakcji zabezpieczających na rynku z zerowym kursem wolnym i wycofa ofertę.

Niewywiązanie się z rozliczeń dotyczących srebra byłoby bardziej dotkliwe niż którykolwiek z tych współczesnych precedensów. Srebro nie ma żadnych rezerw banku centralnego ani pożyczkodawcy ostatniej instancji, a jedna piąta jego zasobów trafia do obiektów budowanych zgodnie z harmonogramem. Farmy słoneczne, rozdzielnice i szafy serwerowe nie chcą czekać na normalizację rynku. Metal znika, a linia produkcyjna się zatrzymuje.

Różnica między kredytodawcami ostatniej szansy jest najistotniejszą i najmniej omawianą różnicą między tymi dwoma metalami. Złoto ma oficjalny sektor, który kupuje w okresach słabości, a w ostateczności ma dostęp do całego systemu współpracy banków centralnych. Srebro ma bazę przemysłową, która musi kupować je bez względu na cenę, oraz grupę producentów, których bilanse mierzone są w tygodniach kapitału obrotowego. Metal o mniejszym rynku niesie ze sobą większe ryzyko operacyjne.

Co pęka jako pierwsze, gdy kraj liczący czterdzieści bilionów dolarów musi wybierać między armią a rachunkiem odsetkowym, i jak następny kryzys wybierze własną datę, podczas gdy wszyscy będą obserwować niewłaściwą liczbę

Jedna ścieżka stąd jest płaska i ma najwyższe pojedyncze prawdopodobieństwo. Korekta trwa kolejny rok, złoto dryfuje w kierunku 3000 dolarów i spada, srebro spada do trzydziestu

pięciu i stoi, handel detaliczny odchodzi, fundusze krwawią, akcje spółek górniczych tracą na wartości, prasa finansowa pisze o tym, że złoto jest skończone, co cykl, a argumenty strukturalne wracają do szuflady, w której tkwią między maniami. Dług rośnie przez cały czas, odsetki kapitalizują się, PBOC po cichu skupuje, deficyty rosną, a rozwiązanie czeka, aż rynek obligacji narzuci je później i gorzej. Powolne mielenie źle się kończy, dlatego ta ścieżka przyciąga najmniej uwagi.

Druga ścieżka uzasadnia słowo „szok". Rozpoczyna się ona od dostawy: państwo, prawdopodobnie wrogie, żąda metalu przechowywanego za granicą. Depozytariusz, który pożyczał pod zastaw, znajduje lukę. Kupujący pokrywa lukę w momencie oferty na rynku z zerowym kursem płynnym, a luki cenowe się powiększają. Pojawiają się wezwania do uzupełnienia depozytu zabezpieczającego. Fundusze lewarowane sprzedają. Giełda ponownie podnosi depozyt zabezpieczający, tak jak w styczniu, z tą różnicą, że tym razem metal może się zmienić znikąd, ponieważ niedobór obejmuje regiony, a nie kody pocztowe.

Srebro przekracza cenę stu pięćdziesięciu. Złoto przekracza cenę ośmiu tysięcy. Sezon ślubów w Indiach się kończy. Budownictwo solarne spada z roku na rok. Dwóch lub trzech użytkowników przemysłowych zabezpiecza się na przyszłość po dowolnej cenie i ubija cenę. Banki centralne kontynuują zakupy, ponieważ wstrzymanie byłoby przyznaniem się do winy. Potem cena znowu spada, bo zawsze spada, a kupujący na szczycie notują to samo, co kupujący w styczniu.

Instrumenty oddzielające te dwie ścieżki są widoczne, co jest w nich najlepsze. Miesięczne stawki dzierżawy srebra mają znaczenie: wszystko, co utrzymuje się powyżej pięciu procent, jest ostrzeżeniem, powyżej dwudziestu, stanowi zdarzenie. EFP ma znaczenie, a trwała inwersja oznacza, że oferowana oferta przeniosła się do Londynu, podczas gdy Nowy Jork nie ma wystarczającej ilości środków, aby ją przekazać. Zarejestrowane zapasy COMEX i ich wskaźnik pokrycia mają znaczenie. Podobnie jak udział LBMA w londyńskich aktywach poza ETP, który wyzwolił się z ograniczenia na poziomie siedemnastu procent, a następnie odbudował do około dwudziestu czterech. Miesięczna wartość PBOC ma większe znaczenie niż którakolwiek z nich, jako jedyna wartość banku centralnego publikowana regularnie. Wskaźnik ma znaczenie, historycznie sygnał kupna na poziomie osiemdziesięciu trzech, a w każdym krótkim oknie to jak rzut monetą. Całkowity koszt utrzymania ma znaczenie, ponieważ cena poniżej niego zamyka kopalnie, a zamykanie kopalni jest jedyną dostępną reakcją podaży.

Czas to coś, z czym rynek radzi sobie najgorzej, a kalendarz metalu jest oparty na cyklach wyborczych. Kopalnia, która otrzyma pozwolenie w 2026 roku, będzie produkować w 2038 roku. Rafineria zbudowana w 2026 roku będzie działać w 2029 roku. Łańcuch recyklingu srebra fotowoltaicznego jeszcze nie powstał i potrzebowałby dekady, aby się ustabilizować. Wszelkie niedobory rozwiązują się zatem poprzez cenę, a następnie poprzez spadek popytu – w tej właśnie kolejności, ponieważ kolejka nie ma nic innego. Racjonowanie cen; spadek popytu to od wewnątrz, a korekta z 2026 roku była właśnie tym – rynkiem rozwiązującym problem podaży, który sprawił, że nie stać go na ten metal.

Z ram wynikają trzy wezwania. Srebro ponownie testuje pięćdziesiąt, zanim ponownie przetestuje trzydzieści, ponieważ utrzymuje się deficyt, wolny obrót pozostaje niewielki, a nabywcy przemysłowi, którzy spędzili 2026 rok na wyprzedaniu zapasów, zostają zmuszeni do powrotu na rynek; wskaźnik kompresuje się z osiemdziesięciu trzech do sześćdziesięciu do połowy 2027 roku. Złoto znajduje dolną granicę między 3100 a 3300 dolarów i utrzymuje ją do pierwszej połowy przyszłego roku, ponieważ Fed kończy możliwość podnoszenia cen,

zanim Skarb Państwa skończy możliwość zaciągania pożyczek, a sektor oficjalny składa oferty w każdym spadku. Dolna granica cen w Sekcji 232 pojawia się w jakiejś formie przed wyborami w 2028 roku, na poziomie, który przemysł uzna za niewystarczający, a każdy użytkownik przemysłowy za rujnujący, i jest sprzedawany jako bezpieczeństwo narodowe zamiast subsydiów przemysłowych.

Ostatnie miesiące pokazały coś węższego, niż twierdzi którakolwiek ze stron, i bardziej użytecznego niż obie. Rynek fizyczny jest cieńszy, niż sugeruje jego cena. Sto pięćdziesiąt pięć milionów uncji płynnego rynku to dziesięć tygodni popytu, a dziesięć tygodni popytu znika w chwili, gdy nadchodzi mania. Mechanizmy, które rozwiązują problem niedoboru, fracht lotniczy, stawki dzierżawy i marża, działają, a ich działanie polega na przerzucaniu bólu na tego, kto ma przewagę.

Oficjalne instytucje oddzieliły się od cen. Handel detaliczny jeszcze tego nie zrobił. Przemysł nie ma żadnego wyboru.

Polityka zaczęła, nieudolnie, traktować metal jako infrastrukturę: lista minerałów krytycznych, ustalenia z sekcji 232, dolna granica jako zamiar i raport jako opóźnienie. Wszystko to wskazuje, że surowiec stał się zbyt ważny, by pozostawić go rynkowi rozliczanemu w prywatnym klubie w londyńskim City.

Czterdzieści bilionów dolarów długu, bilion dolarów odsetek rocznie, podzielony Kongres, jastrząb na krześle, wojna w Zatoce Perskiej, deficyt metalu po sześciu latach, wolny obrót, który zmieściłby się w basenie i skarb państwa dysponujący bilionem dolarów w złocie, którego wartość wynosi jedenaście miliardów.

Coś się dzieje. Które z nich odpadnie pierwsze i ile z reszty pociągnie za sobą, pozostaje jedynym pytaniem wartym wyceny.

Kursy przestały się poruszać w październiku. W listopadzie zaczęły się ponownie, w styczniu cena poszła w górę, a w lutym spadła wszystkim na głowę. W tym czasie nie naprawiono żadnych problemów strukturalnych. W skarbcach jest więcej, niż było, płynność finansowa pozostaje niska, a zadłużenie wzrosło o bilion dolarów od początku roku.

Metal pozostaje obojętny przez cały ten czas i nadal będzie obecny.