

Bolesław Wójtowicz*

e-mail: b.wojtowicz@yahoo.co.uk

Zarządzanie mechanizmami sankcyjnymi wprowadzonymi przez kraje G7 na przepływy rosyjskich metali szlachetnych w kontekście wojny w Ukrainie (luty–czerwiec 2022 r.)

https://doi.org/10.25312/2391-5129.36/2023_06bw

Artykuł stanowi dogłębne spojrzenie na wpływ sankcji w odniesieniu do przepływów metali szlachetnych z Rosji. Jest to jednocześnie próba zmierzenia się z zagadnieniem skuteczności mechanizmów sankcyjnych oraz uporządkowania okresu bogatego w wydarzenia w przyczynowo-skutkowym ciągu chronologicznym.

Analiza rozpoczyna się od osadzenia wydarzeń w kontekście. Zaznacza się uwarunkowania makroekonomiczne oraz wydarzenia rynkowe mające miejsce w 2021 r. i wcześniej. Wpłynęły one na stabilność logistyki oraz przepływów surowcowych. W rezultacie miało to odzwierciedlenie w napięciu rynków i miejscowych brakach lub opóźnieniach. Poza tym zostają przedstawione ruchy cenowe metali szlachetnych wraz z wytłumaczeniem, jakie czynniki natury fundamentalnej sprawiły, iż rynki wyceniały te aktywa w dany sposób.

W kolejnym rozdziale następuje opis ekstremalnych ruchów cenowych na metalach szlachetnych, będących odpowiedzią rynków na wybuch wojny w Ukrainie. Powyższe ma miejsce ze szczególnym uwzględnieniem palladu, którego ruchy cenowe były najmocniejsze.

W dalszej części tekstu autor skupia się na ruchach cenowych i przepływach okresu wiosennego, kiedy było już wiadomo, że wojna nie zakończy się natychmiastowym zwycięstwem Rosji, lecz przekształci się w długoterminowy konflikt. Było to okres wzmożonych zakupów inwestycyjnych, które dopiero z czasem

* Mgr Bolesław Wójtowicz, współtwórca i autor na blogu finansowo-geopolitycznym bogaty.men, współpracował z portalem finansowym bithub.pl, i technologicznym crn.pl, współpracuje z Instytutem Nowej Europy. Niezależny analityk surowcowy, historyk, księgowy.

osłabły. W tym kontekście dokonano analizy przepływów rosyjskiego złota na metalowe rynki londyńskie. Jednocześnie następuje odniesienie się do efektu pierwszych mechanizmów sankcyjnych wdrożonych przez Wielką Brytanię i Unię Europejską oraz próby stabilizacji rubla za pomocą złota.

Oburzenie rosyjską napaścią dotyka również rynków metali szlachetnych. Wynikiem tego jest oddolny ostracyzm metali rosyjskiego pochodzenia przez rynki metali szlachetnych w Londynie i USA. Na tym skupia się kolejny rozdział analizy. Pozycja Rosji jako dostawcy metali jest jednak bardzo silna, w związku z czym tego typu działanie jest problematyczne do wykonania na rynku palladu i platyny, nie pozostając bez wpływu na sektor motoryzacyjny.

Konkluzją analizy jest stwierdzenie, że pierwsze miesiące wojny przyniosły zaskoczenie dla strony rosyjskiej, a rządy zachodnie dokonały szybkiego wdrożenia sankcji. Te jednak nie tylko uderzały w finanse Federacji Rosyjskiej, lecz także pośrednio w europejski sektor przemysłowy, trapiiony od kilku lat problemami natury kosztowej i komponentowej.

Słowa kluczowe: zarządzanie mechanizmami sankcyjnymi, rynek metali szlachetnych, przepływy złota, stabilizacja kursu rubla

Temat i założenia analizy

Celem niniejszej pracy jest analiza i rozważenie uwarunkowań, celowości oraz skuteczności międzynarodowych sankcji skierowanych w przepływy rosyjskich metali szlachetnych, wprowadzonych przez kolektywnie rozumiane kraje Zachodu, w kontekście rosyjskiego ataku na Ukrainę. Analiza ta dotyczy 2022 r. Dla jej potrzeb zostały sformułowane poniższe cele i zapytania, których interpretacja pozwoli nam zrozumieć szersze implikacje opisywanego zagadnienia.

Tematem głównym jest próba odpowiedzi na pytanie dotyczące skuteczności efektów międzynarodowych sankcji skierowanych w przepływy rosyjskich metali szlachetnych. Z powyższego wynikają również takie zagadnienia szczegółowe, jak:

- określenie spektrum sankcji dotyczących przepływów rosyjskich metali szlachetnych;
- przedstawienie, jak zmiana przepływów wpływa na europejskich odbiorców rosyjskiego złota, srebra, palladu i platyny, ze szczególnym uwzględnieniem londyńskiego i szwajcarskiego rynku metali szlachetnych oraz europejskiego sektora samochodowego;
- zarysowanie reakcji cenowych, będących odpowiedzią rynkową na przedsięwzięte działania;
- określenie skuteczności sankcji w kontekście użycia złota jako medium płatniczego w wymianie bilateralnej Federacji Rosyjskiej z partnerami;

- prezentacja działań i trendów kontrsankcyjnych stosowanych przez Federację Rosyjską.

W procesie badawczym wykorzystano zestawienia danych oraz ich analizę statystyczną i faktograficzną publikowaną przez podmioty rynkowe oraz instytucje celne; analizę aktów prawnych powstałych na gruncie brytyjskim, amerykańskim, międzynarodowym i unijnym oraz analizę problemową opracowań (ujęto opracowania z zakresu ekonomii i analizy finansowej).

Analiza została pomyślana jako spójna całość, jednak wydawnicze wymogi formalne spowodowały konieczność dokonania podziału. Podjęto zatem decyzję o dokonaniu go w taki sposób, aby wejście w życie siódmego pakietu sankcji, określane go mianem „utrzymanie i dostosowanie” stanowiło tu wyraźną cezurę podziałową. Zakres czasowy niniejszej części zawiera się zatem w okresie luty–czerwiec 2022 r. Jednocześnie konieczne wydawało się rozbudowanie powyższego poprzez dodanie rozdziału zarysowującego wydarzenia z 2021 r. jako bezpośrednio dotykające omawianych surowców i wytwarzające napięcia rynkowe.

Praca nie ma wydźwięku geopolitycznego, inaczej należałoby się pokusić o poszerzenie zakresu omawianych wydarzeń co najmniej do 2014 r. – czyli aneksji Krymu oraz powstania separatystycznych tzw. Donieckiej i Ługańskiej Republik Ludowych. Tego typu podejście zmieniałoby tematykę oraz rozmiar opracowania w kierunku monograficznym. Wynikająca z tematyki pracy konieczność skupienia się na mechanizmach sankcyjnych wobec przepływu metali szlachetnych, czasami jedynie wykraczająca tematycznie w kierunku metali o zastosowaniu przemysłowym, spowodowała potrzebę usunięcia elementów odnoszących się do geopolityki, a mogących umiejscowić zagadnienie w ramach szerszego nurtu deglobalizacyjnego.

Ze względów warsztatowych należy napisać również kilka zdań o przyjętych i używanych wartościach wagowych. Ceny złota, srebra, palladu i platyny są wyrażane w dolarach amerykańskich (USD) za uncję trojańską rozumianą jako 31,103 g. Jest to aktualny standard międzynarodowy, mający zastosowanie m.in. dla wyceny jednostkowej i wagi metali szlachetnych, powstały w średniowieczu we francuskim mieście Troyes, a następnie przyjęty i rozpropagowany przez ówczesną Anglię i dalej Imperium Brytyjskie (por. Wójtowicz, 2017). Rynki finansowe stosują uncję trojańską jako podstawową jednostkę obok systemu tysięcznego, kilogramowego. Na przykład podstawową jednostką dla złota na rynku londyńskim jest sztaba 400 uncji trojańskich, a dla srebra 1000 uncji trojańskich. Jeżeli mowa o wartościach zwielokrotnionych, następuje przeliczenie na tony i kilogramy. Jest to zarys rynkowych standardów, które znajdują również zastosowanie w tekście (Sierakowska, 2016: 264–270).

W ramach przedstawienia wpływu sankcji na przepływy rosyjskich metali szlachetnych konieczne będą miejscowe odniesienia się do kondycji rosyjskiej gospodarki, statusu bilansu płatniczego, wpływów budżetowych oraz rezerw w posiadaniu Centralnego Banku Federacji Rosyjskiej. Nie są one przedmiotem niniejszej

pracy, a krótkie opisowe przedstawienie tych zagadnień ma służyć osadzeniu tematu głównego rozważań niniejszej analizy w szerszym kontekście i ukazaniu oddziaływania pewnych procesów.

Czynniki wpływające na wycenę metali szlachetnych w 2021 r.

Aby przedstawić bardziej detaliczne ujęcie głównych czynników wpływających na ceny metali szlachetnych, należałoby najpierw zaznaczyć dokładniej najważniejsze trendy globalne.

Najbardziej zauważalnym elementem była wspomniana już rosnąca inflacja, powstała jako efekt odpowiedzi rządów na pandemię koronawirusa w postaci powszechnych i silnych stymulusów finansowych, która została następnie poddana powiększeniu poprzez mający miejsce w drugiej połowie 2021 r. konflikt paliwowy na linii Unia Europejska (dalej: EU) – Rosja. Jego efektem był m.in. gwałtowny wzrost cen gazu ziemnego, co miało bezpośrednie przełożenie na ceny energii. Aby wyrównać braki, sektor energetyczny musiał powrócić do węgla. A zwrot ku wygaszanemu w krajach rozwiniętych od dekad sektorowi wytworzył silny nacisk na producentów i dystrybutorów. W rezultacie stał się on jednym z surowców o najlepszej stopie zwrotu w 2021 r. (Nagarajan, 2022).

Powiązany z powyższym był oczywiście geopolityczno-finansowy element sporu gazowego pomiędzy USA i Unią Europejską (dalej: UE) a Rosją. Spór dotyczył certyfikacji i uruchomienia nitek NordStream 2, a co za tym idzie uzyskania potężnego narzędzia wpływu na energetykę i politykę europejską. Rosji zależało bowiem na pominięciu wrogich krajów tranzytowych w eksporcie gazu do Niemiec – swojego głównego klienta. Stąd też uruchomienie NordStream 1, a potem prace nad NordStream 2, pomijające gazociągi Jamał i Braterstwo biegnące przez Polskę i Ukrainę. Berlin opierał na dostawach taniego rosyjskiego gazu swoją długoterminową politykę energetyczną. Z kolei naciski USA i sojuszniczych krajów Trójmorza próbowały się temu przeciwstawić, obawiając się z jednej strony utraty niezależności na rzecz długoterminowej wizji federalizacji UE, a z drugiej pamiętając dobrze o konsekwencjach, jakie powoduje bliskość Rosji. Przy tej okazji USA umiejętnie rozgrywały własną partię, osłabiając wpływy rosyjskie, ale i wchodząc na europejski rynek gazowy. Strona rosyjska użyła wówczas rozwiązania, które w przeszłości skutkowało – lewara gazowego w postaci zmniejszenia przepływów gazu, tym razem kierując go nie w stronę pojedynczego kraju, ale całej UE.

Globalnie, ze szczególnym uwzględnieniem krajów rozwiniętych, były obserwowane wzrosty ceny paliw, będące efektem powracającego do przedpandemicznych norm popytu i z trudem nadążającej za nim podaży. Długoterminowe decyzje deinvestowania i utrudnienia kredytowania dla sektora paliwowego były po części tego przyczyną. W rezultacie USA podjęły decyzję o rozpoczęciu użytkowania części posiadanych strategicznych rezerw ropy (SPR), starając się jednocześnie naci-

skać na kraje OPEC, aby zwiększyły swoje zdolności produkcyjne. Te jednak były już na poziomach maksymalnych – jak w przypadku Arabii Saudyjskiej, albo też ze względu na m.in. niestabilność wewnętrzną nie istniała możliwość poprawy wolumenów – jak w przypadku Nigerii.

Interesujące jest, w jaki sposób podwyższone ceny energii wpływały na ceny końcowe produktów. W ujęciu księgowościowym, przy zastosowaniu podziału względem elementu, istnieją trzy główne komponenty składające się na koszt wytworzenia produktu. Są to koszty pracy potrzebnej do wykonania jednostki albo założonego wolumenu, koszt materiału użytego, a także koszty ogólne wytworzenia, w skład których wchodzi m.in. koszt energii elektrycznej. W tym ujęciu pominięto podział na koszty bezpośrednie i niebezpośrednie, czyli ze względu na ich naturę, jako mniej istotne (Cox, 2016: 10–12). Suma powyższych stanowi koszt wytworzenia produktu. Wzrost cen energii dotyczy bezpośrednio kategorii kosztów ogólnych oraz pośrednio/bezpośrednio kategorii materiału – a to w zależności czy komponenty wytwarzane są przez poddostawcę, czy nie. Już samo to stanowi obciążenie dla producenta pragnącego zachować dotychczasowy poziom przychodu. Na to nakładają się analogiczne koszty pośredników i dystrybutorów, co ma w rezultacie przełożenie na cenę końcową produktu, jaką musi zapłacić konsument.

Dość powszechnie doświadczano również problemów w łańcuchach zaopatrzeniowych, najpierw gwałtownie zatrzymanych i poważnie uszkodzonych przez polityczne decyzje pandemiczne, a następnie nadwyrężonych przez gwałtownie rosnący popyt miejscami przekraczający poziomy przedpandemiczne. W połączeniu z osłabieniem zatrudnienia w sektorze logistycznym, co było nurtem długoterminowym gwałtownie pogłębianym przez lockdowny 2020 r., w 2021 r. zaistniał poważny problem organizacyjny. Przejawiał się on w cenach i niedostępności kontenerów transportowych, znacznie wydłużonym czasie oczekiwania na rozładunek kontenerowców oraz większym niż zwykle wypełnieniu portów towarami, których odbiór był opóźniony z powodu braku pojazdów dostawczych lub kierowców.

Podwyższony popyt oraz problemy podażowe, a także zarysowane problemy o skali globalnej wraz z czynnikami lokalnymi nie pozostawały bez wpływu na ceny metali szlachetnych w 2021 r. Na londyńskich rynkach metali szlachetnych i przemysłowych źle prezentowały się stany magazynowe palladu i platyny, ale też zapasy aluminium, niklu oraz innych metali, za których produkcję i rafinację były odpowiedzialne przede wszystkim Rosja i Chiny. Te ostatnie doświadczały przejściowych braków energetycznych, a także wdrożyły na powrót pewne ograniczenia covidowe.

Należy zaznaczyć, że predykcja ruchów cenowych aktywów jest trudnym zawodem, ale i sztuką oraz wyzwaniem angażującym szerokie spektrum narzędzi, takich jak szeroko pojęta analiza fundamentalna czy analiza techniczna. Poza możliwością błędnej oceny czynników jest ono również obarczone ryzykiem utraty kapitału za-inwestowanego. Zatem stwierdzenie, iż opierając się na horyzontalnych ruchach cenowych metali szlachetnych z 2021 r., można było spodziewać się powolnej kontynuacji trendu spadkowego, będzie swoistym uproszczeniem. Kierunek ten będzie

jednak zgodny z większością predykcji ankietowanych przez London Bullion Market Association analityków (2022 Precious Metals Forecast Survey, 2022).

Dla metali szlachetnych rok 2021 charakteryzował się w większości dominującym ruchem bocznym z tendencją spadkową. Złoto rozpoczęło go na poziomach ok. 1950 USD, aby zakończyć bliżej 1800 USD przy ruchach w większości zawierających się w przedziale pomiędzy zakresem 1720 a 1820 USD. Srebro, które zazwyczaj porusza się w skoordynowany ze złotem sposób, zaliczyło spadek z 27.5 USD do 23.2 USD. Pallad rozpoczął 2021 r. z pułapu 2370 USD, kończąc go na wsparciu horyzontalnym przy poziomie cenowym 1600 USD. Platyna rozpoczęła 2021 r. bliżej 1100 USD, a zakończyła spadkami do obszaru 950 USD. Czynniki wspierające lub negatywne dla ceny różniły się jednak w zależności od metalu.



Rysunek 1. Indeksowane trendy cenowe dla metali szlachetnych w okresie styczeń 2021 – listopad 2022 w obliczu chińskich obostrzeń pandemicznych, ich luzowania, utrzymującej się wysokiej inflacji w USA, silnego dolara oraz wybuchu wojny w Ukrainie. Dane na 1 grudnia 2022 r., na podstawie wartości XAU, XAG, XPT i XPD

Źródło: Marjolin, 2022.

Za najważniejsze czynniki wspierające wzrost cen złota uważano wymykającą się stopniowo spod kontroli inflację, zapotrzebowanie na aktywa bezpieczne, tzw. *safehaven* w obliczu nasilającego się ryzyka międzynarodowego związanego z Tajwanem i Ukrainą oraz już w mniejszym stopniu pandemię koronawirusa. Z kolei za czynniki deprecjonujące cenę powyższych uznawano podnoszenie przez System Rezerwy Federalnej (FED) oraz inne banki centralne stóp procentowych, co przekładało się na siłę amerykańskiego dolara. Ta zwyczajowo skorelowana jest negatywnie z cenami kruszców. Dodatkowo pojawiało się coraz silniejsze poczucie powrotu do stopniowej normalizacji globalnej, oraz wiary, że instytucjom finansowym uda się ustabilizować gospodarkę. A w takich warunkach malałaby waga metali szlachetnych jako aktywów zabezpieczających.

Dla srebra o zastosowaniu inwestycyjnym, ze względu na korelację cenową ze złotem, należałoby zastosować takie uwarunkowania, jak opisane powyżej dla złota. Jednak większość produkcji białego metalu jest użytkowana na potrzeby sektora technologicznego, więc poza podejściem inwestycyjnym i zabezpieczającym należy brać pod uwagę również przemysł. Tutaj głównym wsparciem ceny miało być postpandemiczne ożywienie zapotrzebowania rynkowego na produkty sektora technologicznego i samochodowego. W tym ostatnim przypadku było ono spowodowane również lekkim poprawieniem sytuacji podażowej sektora półprzewodników (por. Wójtowicz, 2021). Ze względu na błędy inwestycyjne poczynione przez niektóre z podmiotów dominujących branżę, sektor cierpiał na chroniczne niezbilansowanie popytu i podaży. Zostało to dodatkowo pogłębione przez pandemię. Jako pozytywne dla cen srebra uznawano również problemy związane z restartem produkcji, na jakie cierpieli liczni górnicy z Ameryki Południowej i Łacińskiej.

Dla ceny palladu nie bez znaczenia pozostawały niskie stany magazynowe na londyńskim rynku metali szlachetnych London Metal Exchange (dalej: LME). Przyczyną były problemy produkcyjne podmiotów rosyjskich, będących głównymi dostawcami globalnymi, a także strajki i braki energetyczne w RPA, kolejnym najważniejszym producencie tego metalu. W tym rozumieniu brak dywersyfikacji łańcuchów dostawczych stanowił czynnik cenowo wzrostowy. Pośród czynników negatywnych wymieniano utrzymywanie dalszych obostrzeń pandemicznych w Chinach, co wpływało na możliwości sektora produkcyjnego.

W przypadku cen platyny należałoby wziąć pod uwagę jej zastosowanie, miejscami tożsame z palladem, a to w ramach długoterminowej polityki związanej z ograniczeniem emisji CO₂ pojazdów spalinowych. Spełnienie lokalnych norm emisyjnych wymagało od producentów użycia większych wolumenów palladu w katalizatorach. Jednak dla zmniejszenia rosnących w ten sposób kosztów materiałowych oraz dywersyfikacji coraz częściej stosowano rozwiązania, w których pallad zastępowano tańszą platyną. Należałoby traktować długoterminowo to negatywne dla palladu, ale i pozytywne dla mającej potencjał go zastąpić platyny, rozwiązanie.

Powyższy zarys prezentuje całe spektrum problemów, jakie wpływały na rynki surowcowe w 2021 r. Widać wyraźnie, iż pojawiły się one jeszcze przed wybuchem wojny. Jednak ze względu na obserwowane przyspieszenie mające miejsce od początku 2022 r. w Ukrainie, długoterminowe czynniki przyczynowo-skutkowe zatarły się i zostały zastąpione terminem „Putin-inflacja”, implikującym przy tym całokształt odpowiedzialności, co jednak pozostaje nie do końca zgodne ze stanem faktycznym. Nie będzie zatem przesadą stwierdzenie, że 24 lutego 2022 r. będzie stanowić nie tylko ważną datę w historii ataku Rosji na Ukrainę, ale też geopolitycznego rozwoju Wschodu z Zachodem.

Jednym z efektów toczącej się wojny jest szerokie spektrum mechanizmów sankcyjnych, jakie kraje G7 oraz sojusznicze nałożyły na Rosję. W odniesieniu do wydarzeń 2022 r. można stwierdzić, iż pierwsze sankcje zostały nałożone jeszcze podczas

eskalowania działań zastraszających przez Rosję wobec Ukrainy i zanim zagrzały działa w postaci *Executive Order* z 21 lutego 2022 r. wymierzonego w rosyjskie działania w regionach Donbasu i Ługańska (*Executive Order on Blocking Property of Certain Persons and Prohibiting Certain Transactions With Respect to Continued Russian Efforts to Undermine the Sovereignty and Territorial Integrity of Ukraine*, 2022). Te nie pozostają bez wpływu na przepływy metali szlachetnych pochodzenia rosyjskiego (Constable, 2022). A to z kolei oddziaływało na ich wycenę i dostępność, co jest przedmiotem niniejszej analizy.

Pallad jako przykład ekstremalnych ruchów cenowych

Pierwsze dni wojny spowodowały gwałtowne wzrosty cen palladu, którego jednym z największych globalnie producentów jest Rosja. Obok Republiki Południowej Afryki jest ona jedynym producentem palladu na taką skalę, dostarczając globalnie ok. 30% tego metalu w formie zrafinowanej i odpowiadając za 40% światowego wydobycia (De Carlo, Goodman, 2022). W Federacji Rosyjskiej zajmuje się tym przede wszystkim Nornickel (Norilsk Nickel). Co interesujące, w prognozach na 2022 r. spodziewano się wzrostu cen. Przyczyną miało być ustabilizowanie się dostaw chipów i unormowanie wolumenów produkcyjnych, choć nadal poniżej poziomów szczytowych poprzedzających 2020 r. (por. Wójtowicz, 2021). W rezultacie spodziewano się niezbilansowania podaży i popytu oraz konieczności użycia rezerw zmagazynowanych na giełdach czy w magazynach klientów i dostawców. To miało w rezultacie mieć przełożenie na konieczność zwiększenia jego produkcji (Leikin, 2022).

W 85% swoich zastosowań pallad jest używany w katalizatorach samochodowych, w celu zmniejszenia emisji spalin. Sektor charakteryzuje się jednak modelem dostaw *just-in-time*, którego założeniem jest brak generacji zbędnych kosztów w postaci przechowywania nadmiernych zapasów. Stąd też stosunkowo niskie stany magazynowe palladu u głównych konsumentów tego metalu. Ponadto pallad był niebezpośrednio ofiarą regulacji środowiskowych krajów rozwiniętych. Jego wycenie sprzyjało zaostrzenie przepisów, zmuszające producentów samochodów do umieszczenia jego większych ilości w układach spalinowych celem neutralizacji emisji. W perspektywie długoterminowej trend jest jednak przeciw palladowi. Główną przyczyną był fakt, iż producenci pojazdów spalinowych są zachęceni i zmuszani poprzez wdrażane rozwiązania legislacyjne do przechodzenia w swojej produkcji całkowicie na pojazdy EV, *vide* unijne propozycje zakazujące produkcji pojazdów spalinowych od 2035 r. Dlatego też długoterminowo nie istniała konieczność zapewnienia większych zapasów ani tym bardziej zwiększenia znacząco poziomów produkcyjnych. Ponadto kolejnym czynnikiem była wspomniana w poprzednim rozdziale chęć cięcia kosztów producenckich, wyrażająca się poprzez zastępowanie palladu tańszą platyną. W związku z tym sektor producentów samochodów, a co za tym idzie pallad, silnie reagowały na problemy rynkowe w 2021 r. Wzrost popytu wynikający z post-

pandemicznego odbicia przełożył się na silne fundamenty cenowe dla palladu. Dodatkowo Norinickel został zmuszony do cięć produkcyjnych z powodu wypadków w swoich fabrykach. W rezultacie zwiększyło to cenę samego metalu, jednak gdy sektor samochodowy utracił część możliwości produkcyjnych z powodu braków półprzewodników, zbiło to jego ceny do niższych pułapów (Pakiam, Yue Li, 2021).

Zarysowane fundamenty uległy zmianie w momencie wybuchu wojny. 24 lutego pallad zakończył co prawda poniżej cen rozpoczęcia sesji, jednak towarzyszyła temu znaczna zmienność cenowa, wypychająca jego cenę w górę i będąca prognostykiem dalszych ruchów. W przeciągu kilku dni zamieniła się ona w serię wzrostową (Patel, 2022). 7 marca w trakcie sesji dziennej pallad ustanowił historyczne szczyty cenowe na 3441 USD za uncję, choć zakończył dzień ponownie poniżej ceny otwarcia. Przy tej okazji udało się pobić dotychczasowy rekord cenowy z 2021 r. Sytuację fundamentalną dla palladu można zatem określić jako rezultat będący efektem czynników opisanych wcześniej (*LBMA Platinum and Palladium price data*, 2022). To zostało dodatkowo pogłębione przez szok związany z rozpoczęciem wojny. Bardzo szybko kraje zachodnie wdrożyły przy tej okazji sankcje uderzające w przepływy towarowe i kapitałowe z Rosji. Zablokowano przy tym praktycznie możliwość przelotów samolotów rosyjskich na lotniska europejskie. A to właśnie w ten sposób rosyjski pallad trafiał bezpośrednio do europejskich odbiorców. Efektem było załamanie się płynności. Posiadacze metalu fizycznego na giełdach surowcowych zdecydowali się go przetrzymać, nie sprzedając ani nie wypożyczając. Był to scenariusz analogiczny do obserwowanego na rynku londyńskim prawie dwa lata wcześniej w kontekście złota, kiedy to wraz z pierwszą falą lockdownów zamknięto szwajcarskie rafinerie. Wówczas posiadacze wolumenów fizycznych zarabiali, nakładając na wypożyczany metal większe od standardowych premia. Uczestnicy rynku, którym brakowało metalu lub którzy nie byli w stanie uzupełnić wysokich, spowodowanych nagłym ruchem cenowym zabezpieczeń (*margin calls*), musieli zamykać swoje pozycje z często ogromną stratą. Pewne banki inwestycyjne, będące w posiadaniu pozycji krótkich, rolowanych przez lata, zostały w efekcie zmuszone do zamknięcia swoich oddziałów metali szlachetnych i wycofania się z London Bullion Market Association (dalej: LBMA) z powodu poniesionych strat. Analogicznie w marcu 2022 r. nastroje wypowiedających się w mediach analityków i traderów rynku palladu działających na LBMA i London Platinum and Palladium Market (dalej: LPPM) pozostawały minorowe. Krótkoterminowo spodziewano się kontynuacji silnych wzrostów cen i zmienności, długoterminowo natomiast ustabilizowania ich, jak tylko pierwszy szok sankcyjny minie a pośrednicy zaczną poszukiwać innych niż rosyjscy dostawców (Hobson, 2022b).

W pewien niedosłowny sposób zastosowanie znajduje tu prawo Kopernika-Greshama mówiące, iż pieniądź lepszy pozostaje tezaurowany, a będzie się obracać pieniądzem gorszej jakości (Serwiński, 2019). W tym kontekście na giełdach surowcowych ekwiwalentem lepszego pieniądza stał się towar fizyczny, a gorszego – opcje, *futures* i przyrzeczenia dostaw. Warto nadmienić jako ciekawostkę, iż jest to zjawisko

doskonale znane od czasów wytworzenia systemów finansowych opartych na kruszcu. Jednym z najefektywniejszych przykładów zatrzymania płynności był wielki kryzys monetarny XV w., który spowodował ustanie płynności finansowej pieniądza kruszcowego na większości kontynentu, wliczając w to ówczesne serce handlowe Europy, jakim była Wenecja (por. Wójtowicz, 2017).

Metale szlachetne w obliczu rozpoczęcia wojny – wiosna 2022 r.

Z powodu zakresu zmienności pallad był najjaskrawszym przykładem wojennych wzrostów dla kategorii metali szlachetnych. Warto opisać to zjawisko w postaci osobnego rozdziału. Zmienność cenowa z dnia rozpoczęcia wojny (24 lutego) była wyraźnie widoczna także na przykładzie pozostałych metali szlachetnych – platyny, srebra i złota. Jednak na lokalnych szczytach cenowych z 7–8 marca to właśnie pallad jako jedyny osiągnął nowe historyczne rekordy. Platynie i srebru zabrakło siły w momencie wzrostowym, a złoto, z wynikiem 2070 USD w trakcie sesji dziennej, otarło się o swoje nominalne szczyty cenowe z sierpnia 2020 r. W przypadku królewskiego metalu to jednak nie tyle cena, co przepływy wydają się najbardziej interesujące.

Styczeń–kwiecień 2022 r. były dla zabezpieczonych złotem funduszy ETF (*Exchange Traded Funds*) okresem zakupów, jednak to marzec 2022 r. okazał się okresem wzmożonego popytu na złoto (i srebro). Tylko w tym miesiącu 200 ton kruszcu trafiło w praktycznie równych proporcjach w ręce ETF-ów amerykańskich i europejskich w ramach panicznej reakcji na wydarzenia. Klienci indywidualni i instytucjonalni chcieli zapewnić sobie zabezpieczenie w postaci lokowania kapitału w aktywa uznawane za defensywne, stąd też wzmożone zakupy. Z czasem pierwotny szok zaczął mijać, a rynki zaczęły wliczać wojnę i jej efekt w cenę aktywów. Rezultatem tego była następująca po opisanym szale zakupowym spokojna i gradacyjna wyprzedaż, w szczególności przeprowadzana przez fundusze amerykańskie. Ze względu na geograficzną bliskość teatru działań wojennych europejskie fundusze zachowały się początkowo znacznie wstrzemięźliwiej. Efektem był trzyprocentowy spadek aktywów w posiadaniu funduszy ETF liczony rok do roku (*Trendy podażowe i popytowe na złocie 2022 r.*, 2023) oraz trwająca kilka miesięcy wyprzedaż aktywów, która została zakończona dopiero w marcu 2023 r. w obliczu narastających problemów sektora bankowego.

Wybuch wojny i zachodzące od 2020 r. zmiany w przestrzeni finansowo-monetarnej spowodowały, że banki centralne kontynuowały i stopniowo przyspieszały rozpoczęty przeszło dekadę wcześniej trend zakupu złota. W przeciwieństwie do opisanych ETF-ów proces ten przyspieszył gwałtownie dopiero wraz z uspokojeniem i spadkami ceny, oraz zrozumieniem, że wojna potrwa jeszcze długo, a Ukraina nie upadnie w przeciągu kilku dni, jak planowała to Federacja Rosyjska. Rezultatem był rekordowy rok netto dla zakupu złota przez banki centralne (*Trendy podażowe i po-*

pytowe na złocie 2022 r., 2023). Należy tu jednak zaznaczyć, iż część danych zakupowych nadal pozostaje niejawna, co budzi pewne kontrowersje. Z kolei w odniesieniu do dostępnych danych rysuje się gigantyczna przewaga geograficznego wschodu.

28 lutego UE wprowadziła trzeci pakiet sankcji, który w kontekście przepływów metali szlachetnych wprowadzał zakaz transakcji finansowych z Centralnym Bankiem Federacji Rosyjskiej, zakaz wkraczania rosyjskich samolotów w przestrzeń powietrzną UE oraz korzystania ze znajdujących się na terenie krajów unijnych lotnisk. Pierwszy z wymienionych elementów miał przede wszystkim wymiar finansowy i tylko pośrednio dotyczył metali szlachetnych. Kolejny dotyczył głównej drogi, jaką jest dostarczany do producentów europejskich pallad (*Timeline – EU restrictive measures against Russia over Ukraine*). Efekty opisano w poprzednim rozdziale.

W przeciągu kilku kolejnych dni, bo 3 marca 2022 r., ogłoszono w ramach trzeciego pakietu sankcji odcięcie od systemu SWIFT głównych rosyjskich banków, m.in. handlujących i pośredniczących w handlu złotem. W tej liczbie należy wymienić VTB, Otkritie i Sberbank (*Timeline – EU restrictive measures against Russia over Ukraine*). Jednocześnie liczne międzynarodowe banki, rafinerie i spedytorzy przestali handlować rosyjskim kruszcem (*EU measures following the Russian invasion of Ukraine, 2022*).

Stabilność kursu rubla została przy tej okazji poddana silnym naciskom. Fakt jego ustabilizowania a zaraz potem nawet czasowego umocnienia można zawdzięczać szefowej Banku Centralnego Rosji – Elwirze Nabiullinie – która przeprowadziła skuteczną akcję czasowego powiązania ceny rubla oraz surowców ze stałą ceną złota. Był to jeden z elementów szerszej polityki monetarnej, której składowe miały doprowadzić do utrzymania przez większość 2022 r. stabilności kursu rubla i zablokowania ucieczki od rosyjskiej waluty. Oczywiście jest tylko zarys i nie obejmuje całego spektrum narzędzi dobrowolnych i przymusowych zastosowanych w celu zablokowania odpływu kapitału z Federacji Rosyjskiej. Sama analiza stanu rosyjskiej gospodarki i waluty w obliczu sankcji to zagadnienia, którym można poświęcić osobne prace naukowe. Powyższe przytoczone jest w kontekście pokazania zastosowania złota jako komponentu stabilizującego. Jednak należy w tym miejscu zaznaczyć również zaistnienie pewnego trendu. W obliczu braków, ograniczeń czy niemożności zakupu walut zachodnich, a także przy dużej różnicy oficjalnego i „ulicznego” kursu wymiany, Rosjanie realnie mieli i mają możliwość trzymania swoich oszczędności w dwóch aktywach powszechnych na rynku rosyjskim. Jednym jest rubel, drugim złoto, które zaczęto skupować masowo (Golubova, 2023). Poza próbą zapobieżenia utracie prywatnych możliwości nabywczych, należy wziąć pod uwagę również możliwe zadziaływanie długoterminowego przekazu prezentowanego przez rosyjskojęzyczne media. Stanowi on miksturę „patriotycznego obowiązku” oraz pogardy wobec „wszystkiego, co reprezentuje Zachód”.

Z początkiem kwietnia rosyjski bank centralny wznowił skup złota od banków działających w jego jurysdykcji, zrobił to jednak po ustalonej cenie 5 tys. rubli za

gram, mającej utrzymać się do 30 czerwca. W momencie obwieszczenia 1 USD kosztował ok. 100 rubli. Dla złota było to odpowiednio 62 USD za gram, co w przeliczeniu powodowało silny arbitraż na korzyść rosyjskiej waluty. 5 tys. rubli za gram oznaczało wówczas 155 tys. rubli za uncję trojańską. Przy ówczesnym kursie dolara do rubla na poziomie 1:80, cena złota wynosiła w przeliczeniu ok. 1940 USD, podczas gdy cena spot międzynarodowa była niższa. Powiązanie zakończono 8 kwietnia w momencie osiągnięcia stabilizacji (Golubova, 2022). Był to wówczas jeden z wielu elementów kosztownych interwencji przeprowadzonych przez rosyjski bank centralny. W rezultacie pozwoliło to Rosji przynajmniej częściowo zamortyzować silny i zauważalny początkowy szok gospodarczy spowodowany przedłużeniem „specjalnej operacji wojskowej” i wprowadzaniem coraz ostrzejszych sankcji. Elwira Nabiullina – twórczyni mechanizmu ratującego rosyjskiego rubla przed skokową utratą wartości w pierwszych tygodniach wojny, została jesienią 2022 r. objęta sankcjami międzynarodowymi.

Rozważając eksport rosyjskich metali szlachetnych, należy poświęcić szczególną uwagę Wielkiej Brytanii. To właśnie na terenie Londynu działają najważniejsze rynki obrotu metalami szlachetnymi, jakimi są LBMA, i LPPM oraz dedykowany metalom przemysłowemu London Metal Exchange (dalej: LME). Moskwa pozostawała w 2021 r. 23. największym partnerem handlowym UK, a Londyn importował dobra warte 24,5 mld USD, mając przy tym silnie negatywny bilans handlowy. Prawie 80% powyższej liczby stanowiły właśnie metale szlachetne, ze szczególnie silną wagą złota. Najważniejszym odbiorcą rosyjskiego złota w 2021 r. była Wielka Brytania, osiągając liczbę 15,3 mld USD importu w 2021 r. i odpowiadając za 88% całości eksportowego wolumenu (Saptarshi, 2022). Eksport rosyjskiej platyny przekraczającej 10 mld USD trafiał w 36% do Wielkiej Brytanii, a w dalszej kolejności do USA, Japonii, Niemiec, Chin i Włoch. Eksport srebra przekraczał 500 mln USD rocznie, z czego 44% kierowano do Wielkiej Brytanii. Innymi ważnymi klientami były tu USA i Indie. Przewaga Wielkiej Brytanii jako docelowego kierunku dla rosyjskich metali szlachetnych malała dopiero w przypadku palladu, kierowanego do USA, UK, Japonii, Niemiec i Chin via Hong Kong.

LBMA mogło sobie pozwolić na zdecydowane działania wobec Rosji, ponieważ miało to miejsce w świetle serii sankcji nakładanych przez rządy zachodnie. Ze względu na wagę rynku londyńskiego w globalnych przepływach metali szlachetnych, tego typu decyzja nie została zapewne podjęta bez konsultacji z odpowiednimi organami. 7 marca został wstrzymany eksport srebra i złota z Rosji do Wielkiej Brytanii. Londyńska giełda LBMA poinformowała przy tej okazji o zawieszeniu do odwołania sześciu rosyjskich głównych rafinerii złota i srebra ze swojej prestiżowej listy Good Delivery (*Good Delivery List Update: Gold & Silver Russian Refiners Suspended*, 2022). Były to Krastsvetmet, Novosibirsk Refinery, Uralelectromed, Moscow Special Alloys Processing Plant, PZCM oraz Shyolkovsky Factory of Secondary Precious Metals. Sztaby dostarczone przez powyższe podmioty przed 7 marca 2022 r.

i wpisane na stany magazynowe LBMA pozostawały legalne, jako będące już w zapisach księgowych London Loco i Loco Swiss, a co za tym idzie, zapewne będące już przedmiotem zabezpieczenia licznych transakcji na rynku londyńskim.

Nie wiadomo przy tym, jaki procent złota zdeponowanego w skarbcach LBMA stanowią złote sztaby pochodzenia rosyjskiego. Powyższe można jedynie domniemywać. Z początkiem grudnia 2022 r. ujawniono, iż w przypadku 11 zapytanych funduszy inwestycyjnych działających na rynku LBMA udział ten może wynosić 7%, czyli w tym konkretnym przypadku 160 ton wartych z końcem 2022 r. 9 mld USD (Hobson, 2022a). Trzeba jednak zaznaczyć, iż nie wiadomo, jakie były kryteria wyboru funduszy i czy ta wartość odpowiada stanowi faktycznemu oraz średniej za ubiegłe lata ze względu na ciągłość międzynarodowych przepływów kruszcu, m.in. na linii Wielka Brytania – Szwajcaria wartość ta mogła ulec zmianie. Ponadto począwszy od marca 2022 r. uczestnicy rynku LBMA pozbywali się sztab wyprodukowanych w Rosji, nie ma zatem możliwości potwierdzenia czy te wartości można uznać za reprezentatywne. Z drugiej strony HM Treasury nie podjęłyby decyzji o blokadzie przepływowej, jeżeli miałyby to realnie zagrozić pozycji londyńskich rynków kruszcowych.

Ponieważ Comex czy Londyn poza ekspozycją na cenę oferują również możliwość realizacji fizycznej dostawy, pytanie można by rozciągnąć na szerszy zakres instytucji prywatnych i państwowych korzystających z usług rynków metali szlachetnych. Jednak ze względu na interesy komercyjne taka odpowiedź może nie zostać udzielona. Pewnego rodzaju wyjątkiem była tu Royal Mint (Brytyjska Mennica Królewska), która w sierpniu 2022 r. zadeklarowała posiadanie w swoich wolumenach sztab rosyjskiego pochodzenia o wartości 40 mln USD, których pozbyła się do połowy marca 2022 r. (Hobson, 2022b). Nie mamy danych o rzeczywistych kosztach produkcji np. złotych sztab, Suwerenów, Bestii Królowej i Brytanii, powyższej wartości nie można zatem osadzić w kontekście procentowym. Dodatkowo dane produkcyjne Mennicy Królewskiej są niejawne, a sam emitent, będąc o nie zapytany, odmawia udzielenia odpowiedzi, podpierając się *Section 43 of the Freedom of Information Act (FOIA)* w kontekście interesów komercyjnych (*Odpowiedź mennicy brytyjskiej z dnia 27 maja 2022 r. na zapytanie wyrażone przez Kristaana Clarke, 2022*).

Odpowiedzi na pytanie dotyczące udziału złota rosyjskiego pochodzenia pośród swoich „złotych” aktywów odmówiły również najważniejsze banki działające na rynku LBMA, takie jak JP Morgan, HSBC czy ICBC. Financial Conduct Authority, czyli organ nadzorczy dla rynku finansowego Wielkiej Brytanii również odmówił komentarza w tej sprawie. Co prawda LBMA wraz z bankami nadzorującymi rynek i skarbcę z jej ramienia planują opracowanie listy numerycznej sztab pochodzenia rosyjskiego w celu zapewnienia przejrzystości względem mechanizmów sankcyjnych (Hobson, 2022a). Ta pozostanie dostępna jednak tylko dla służb celnych i uczestników rynku, pozostając poza dostępem publicznym.

Z przełomem marca i kwietnia weszły w życie pakiety sankcyjne dotyczące ograniczenia przepływu rosyjskich metali do Europy i Wielkiej Brytanii (*EU measures*

following the Russian invasion of Ukraine, 2022). Jako pierwsza ponownie zareagowała Wielka Brytania, nakładając 35-procentowe cła na rosyjskie metale przemysłowe. Powyższe bardzo szybko objęło srebro, pallad i platynę (*Britain to increase tariffs on Russian platinum, palladium in new sanctions, 2022*). LME wystosowało przy tej okazji nakaz – analogiczny w swoim wydźwięku do tego wprowadzonego 7 marca przez LBMA – zakazujący składowania w swoich magazynach rosyjskich metali, chyba że te trafiły tam przed 25 marca 2022 r. Do powyższych ograniczeń dołączył się LPPM, który dodał dalsze sankcje uderzające w Krastsvetmet i PZCM, choć początkowo nie wprowadził on żadnych sankcji względem rosyjskich rafinerii (*Palladium List, 2022*). Efektywność powyższych pozostaje dyskusyjna. Źródła bliskie Norilsk Nickel potwierdziły, że decyzja LPPM ograniczy ich zdolność do sprzedaży metali bankom bullionowo-inwestycyjnym, ale pozostaje bez wpływu na sprzedaż kierowaną bezpośrednio do producentów np. sektora motoryzacyjnego, co stanowi główny trzon ich działalności.

Ograniczenie możliwości nabycia metali pochodzenia rosyjskiego

Z początkiem kwietnia funkcjonuje zakaz importu nowych wolumenów złota i srebra na LBMA. W analogiczny sposób LME zawiesza handel nowymi wolumenami pochodzenia rosyjskiego, w tym miedzią, aluminium i stalą. Pochodzące z Rosji pallad i platyna również trafiły na listę sankcyjną LPPM. Dotyczy to nowych dostaw pochodzenia rosyjskiego i nie odnosi się do metali będących już na stanach magazynowych (Wallace, 2022). W teorii dawało to uczestnikom rynku możliwość uzyskania cenowego okienka arbitrażowego. Traderzy i kupcy działający na rynkach Zurychu i Londynu dysponują bowiem możliwością wyboru wolumenu z uwzględnieniem kraju pochodzenia, w przeciwieństwie do uczestników rynkowych działających na amerykańskim Nymex i Comex. Korzystając z powyższego, liczni europejscy traderzy zdecydowali się na wybór metali alternatywnych do rosyjskiego palladu i platyny, spodziewając się ewentualnych problemów przy zbyciu lub dyslokacji sztab pomiędzy magazynami, albo też pojawienia się oskarżeń, np. o obrót „krwawym metalem”. W równie interesujący sposób zareagowała Ameryka – w rezultacie obaw przed otrzymaniem rosyjskich sztab z Europy, palladowe *futures* na nowojorskich giełdach zostały wycenione przez uczestników rynku o ok. 30 USD niżej niż ich europejskie odpowiedniki. Sprawiało to, że metalu rosyjskiego pochodzenia nie opłacało się wysłać za Atlantyk, jako że sprzedawano by go ze stratą w porównaniu do cen na rynkach europejskich. W sytuacji oddolnego ostracyzmu rosyjskich metali rynek londyński został zmuszony do wydania dodatkowych instrukcji poglądowych, prezentujących oznaczenia mennicze z Rosji oraz innych krajów używających cyrylicy. Miało to posłużyć ułatwieniu identyfikacji w sytuacji, gdy liczni uczestnicy rynku starali się unikać produktów rosyjskich.

Pojawił się zatem interesujący mechanizm sankcjonowania prewencyjnego. W teorii zakupiony rosyjski metal można by przetopić w lokalnych mennicach i nadać mu nowe lokalne oznaczenia mennicze. W praktyce wiadomo było o przypadkach, gdzie rafinerie odmawiały takiego działania ze względów etycznych. W pierwszych miesiącach wojny rosyjskie złoto i inne metale szlachetne stały się w wielu miejscach świata zachodniego rzeczywiście niechciane.

Tam, gdzie udział sektorowy Moskwy pozostawał zbyt duży, aby natychmiastowo wypchnąć rosyjskie podmioty, traktowało się je niczym *persona non grata*. Nornickel – dostarczający m.in. pallad i platynę, pozostaje jednym z akredytowanych dostawców LME. Nie jest jednak objęty sankcjami przez żaden z londyńskich rynków metalowych, jako że nie ma realnej alternatywy zastąpienia dostarczanych przezeń surowców. LBMA zdecydował jednak, że w obliczu rosyjskiej inwazji na Ukrainę nie byłoby stosowne zatwierdzanie rejestracji giganta na swoją doroczną konferencję poświęconą metalom szlachetnym, odbywającą się w październiku 2022 r. w Lizbonie (Spence, 2022).

Reakcja Londynu nie oznacza jednak, że europejski sektor samochodowy miał i mógł podążyć jej śladem. W tej sytuacji mowa o największym bezpośrednim pracodawcy sektorowym na kontynencie i choć poturbowanym silnie przez pandemię koronawirusa i braku półprzewodnikowe, nadal o znacznie wyższej kapitalizacji niż londyńskie rynki metali. Kraje UE w samym marcu 2022 r. sprowadziły 164 tys. uncji trojańskich palladu, podczas gdy w marcu rok wcześniej było to 90 tys. uncji trojańskich. Dla porównania, przez cały 2021 r. do Wielkiej Brytanii trafiło zaledwie 31 tys. uncji palladu (*Europe scrambles for palladium as Russia threatens supply*, 2022). Przyczyną zwiększonych zakupów była oczywiście niepewność dotycząca przepływu surowca w przyszłości. Podobne zjawisko obserwowaliśmy w drugiej połowie 2022 r. w aspekcie ropy oraz paliw, kiedy to starano się sprowadzić zwiększone wolumeny tanich paliw z Rosji w kontekście nadchodzących ograniczeń importowych. W obliczu nakładania sankcji na pallad i platynę rosyjskiego pochodzenia, przemysł europejski odkrył wagę czterech problemów stanowiących wyzwanie na najbliższe lata:

- Rosja i RPA odpowiadają za większość globalnej podaży palladu. RPA jako najważniejszy liczący się producent jest w stanie wypełnić powstałą po odcięciu Rosji lukę zaopatrzeniową. Może to zrobić w przeciągu pięciu lat, zakładając przy tym zachowanie stabilności politycznej, ekonomicznej, energetycznej i finansowej kraju, wsparte przez kapitałowy napływ inwestycyjny. Tymczasem w 2022 r. kraj borykał się ze wszystkimi wymienionymi problemami, do których dochodziły dodatkowo wyczerpywanie zapasów i bieżące problemy operacyjne górników. W rezultacie RPA zmniejszyła dostawy palladu na rynki w 2022 r. (Reid, 2022), a podobne ograniczenia będziemy obserwować na rynku platyny.
- Rosja może korzystać z sieci pośredników w Turcji, republikach azjatyckich czy Chinach. W rezultacie łańcuch zaopatrzeniowy przesunie się na wschód.

Oczywiście uderzy to w rosyjskie finanse, jednak rykoszetem również w odbiorców końcowych. W łańcuchu zaopatrzeniowym pojawiają się w ten sposób następnymi pośrednicy, co powinno mieć przełożenie w zwiększonej cenie końcowej. Zjawisko piwotu na wschód jest już zauważalne – od czerwca 2022 r. zwiększyły się znacząco wolumeny importu palladu via Chiny (*China's palladium imports from Russia rise to a record high*, 2022). Jednocześnie Norwiczki rafinerii przetwarzających jego produkty z listy dostawców na LPPM.

- Sankcje na Rosję mogą spowodować nałożenie dodatkowego premium producentkiego przy zakupie palladu z RPA, czy też z krajów, które stały się odbiorcami metalu rosyjskiego, takich jak Chiny. Może to wpłynąć negatywnie na europejski rynek motoryzacyjny pod względem dostępności metalu, ale i jego konkurencyjności cenowej wobec innych podmiotów. Tego typu zjawisko jest powodem, dla którego giganci motoryzacyjni rozważają coraz częściej zakup udziałów producentów metali, tak aby zapewnić sobie tańsze ceny i dostawy (Attwood, 2023). Biorąc pod uwagę inną specyfikę produkcyjną obu sektorów oraz przeszłe analogie historyczne, wydaje się to posunięciem ryzykownym.
- W odniesieniu do cen palladu i metali przemysłowych importowanych z Federacji Rosyjskiej, europejskie cła 35% zwiększają koszt produkcji jednostki finalnej, jaką jest samochód. Alternatywne źródła pozyskania metali są nie-liczne i wykorzystują sytuację, w jakiej znajdują się producenci europejscy, zwiększając premia sprzedażowe. Nie jest to również ostateczny stan rzeczy, bowiem USA z końcem pierwszego kwartału 2023 r. rozważają cła 200%, m.in. na rosyjskie aluminium oraz podwojenie dotychczasowych 35% na inne metale, w tym pallad, do poziomu 70%. Będzie miało to wpływ na kondycję sektorów używających tego typu surowców zarówno w Europie, jak i USA. Będzie można uznać to również jako czynnik inflacyjny. W założeniu powinno to wpłynąć na odbiorców metali, aby ci szukali alternatyw rynkowych. Zapewne w większości przypadków uda się je znaleźć czy to na rynkach lokalnych, czy też zagranicznych, jednak po cenach z dużą marżą producentką. Docelowo powinno wpłynąć to negatywnie na zyski rosyjskich producentów, jednak ów efekt będzie uzyskany znacznym kosztem.

Powyższe należy śledzić w powiązaniu ze zmianami zachodzącymi na europejskim rynku samochodowym. Wszystkie nowe pojazdy osobowe zarejestrowane w 2021 r. muszą w pełni spełniać normy Euro 6d, co doprowadziło do dwucyfrowego wzrostu średniego wolumenu palladu i innych metali w katalizatorach. Średnia zawartość palladu w pojazdach napędzanych benzyną w USA również wzrosła w 2021 r., dzięki surowym przepisom federalnym Tier 3. Jednocześnie dużo mówi się o możliwości zastąpienia palladu przez platynę, co było już wspomniane w niniejszej analizie. Jednocześnie w sytuacji wysokiej inflacji i utrzymujących się wy-

sokich kosztów życia obserwujemy zmniejszanie się popytu na finalne produkty sektora motoryzacyjnego. Zmniejsza się jednocześnie popyt na potrzebny wolumen palladu. Rynek dokonuje zatem rebilansowania, choć ma to miejsce kosztem pracownika (*Niespotykana sytuacja na rynku palladu. Na horyzoncie jednak kłopoty*, 2022). Powyższe działania wymierzone w dostawców rosyjskich spotkały się oczywiście ze zrozumieniem ze strony sektora recyklingu metali szlachetnych z RPA i Ameryki Północnej, które są naturalnymi beneficjentami próbującymi wypełnić podażową lukę powstałą po wyłączeniu rosyjskich przepływów.

Co interesujące, wysokie ceny i problemy podażowe w dużej mierze przesłoniły wagę dekretu podpisanego 15 kwietnia przez prezydenta USA Joego Bidena, zakazującego osobom z USA włączania się w transakcje związane ze złotem, w które zaangażowany jest bank centralny Rosji, Narodowy Fundusz Bogactwa tego kraju lub rosyjskie Ministerstwo Finansów. Międzynarodowe rozwinięcie tegoż zostało zaimplementowane z końcem 2022 r.

Podsumowanie

Inicjalne działania sankcyjne przeprowadzone w szczególności na gruncie brytyjskim i unijnym wytworzyły szok podażowo-popytowy na rynkach metali szlachetnych. Początkowe paniczne reakcje cenowe zostały uspokojone, co było naturalną konsekwencją wliczenia trwania wojny w cenę produktów. Jednocześnie wytworzyło to silny nacisk na europejski sektor motoryzacyjny, najpierw w postaci zakłóceń w dostawach towarowych, a następnie w postaci cenowej. Należy przy tym zaznaczyć, iż zagadnienie braków przemysłowych metali szlachetnych nie zostało w pełni rozwiązane i najprawdopodobniej będzie nawracać w niedalekiej przyszłości.

Gwałtowność wprowadzanych sankcji zaskoczyła Rosję, która liczyła na błyskawiczny sukces tzw. operacji specjalnej i kontynuację przepływów, jednak tym razem na podstawie polityki faktów dokonanych. Porażka tego podejścia i będące jego konsekwencją zmiany przepływowe oraz konieczność wykorzystania złota w formie stabilizującej rubla spowodowały konieczność skierowania części przepływów poza Europę, albo do Europy przy wykorzystaniu pośredników w postaci pośredniczących jurysdykcji. Całościowo przyczyniło się to do znacznego pogorszenia rosyjskiego bilansu płatniczego. Rosja jest bowiem jednym z czołowych producentów m.in. złota, platyny palladu, ropy naftowej i gazu ziemnego, a wpływy z eksportu metali szlachetnych (w rozumieniu: palladu, platyny, złota, srebra, z wyłączeniem kamieni szlachetnych) stanowiły w 2021 r. ok. 6,5% towarowych wpływów eksportowych, stanowiąc jedną z najważniejszych kategorii wpływów budżetowych, zaraz po węglowodorowych.

Zagadnienie to było kontynuowane i opisane szerzej w *Zarządzaniu mechanizmami sankcyjnymi wprowadzonymi przez kraje G7 na przepływy rosyjskich metali szlachetnych w kontekście wojny w Ukrainie (lipiec – grudzień 2022 r.)*.

Bibliografia

- 2022 *Precious Metals Forecast Survey* (2022), <https://cdn.lbma.org.uk/downloads/Publications/2022/LBMA-Annual-Precious-Metals-Forecast-Survey-2022.pdf> [dostęp: 04.03.2023].
- Attwood J. (2023), *Goldman Warns Carmakers Against Buying Miners: It Always End in Tears*, <https://www.bloomberg.com/news/articles/2023-03-01/goldman-warns-carmakers-acquiring-miners-might-end-in-tears> [dostęp: 04.03.2023].
- Britain to increase tariffs on Russian platinum, palladium in new sanctions* (2022), <https://www.reuters.com/world/uk/britain-increase-tariffs-russian-platinum-palladium-new-sanctions-2022-05-08/> [dostęp: 12.02.2023].
- China's palladium imports from Russia rise to a record high* (2022), <https://www.mining.com/chinas-palladium-imports-from-russia-rise-to-a-record-high/> [dostęp: 13.02.2023].
- Constable S. (2022), *Ukraine War Upends Global Commodities Prices*, <https://www.barrons.com/articles/russia-ukraine-oil-natural-gas-prices-grain-metals-51671753424> [dostęp: 16.02.2023].
- Cox D. (2017), *Management Accounting; Costing*, Osborne Books, Londyn.
- De Carlo S., Goodman S. (2022), *Russia, Palladium and Semiconductors*, https://www.usitc.gov/publications/332/executive_briefings/ebot_russia_palladium_and_semiconductors.pdf [dostęp: 13.02.2023].
- EU measures following the Russian invasion of Ukraine* (2022), https://taxation-customs.ec.europa.eu/customs-4/international-affairs/eu-measures-following-russian-invasion-ukraine_en [dostęp: 13.02.2023].
- Europe scrambles for palladium as Russia threatens supply* (2022), <https://www.automotive-logistics.com/media/trade-and-customs/europe-scrambles-for-palladium-as-russia-threatens-supply/43189.article> [dostęp: 12.02.2023].
- Executive Order on Blocking Property of Certain Persons and Prohibiting Certain Transactions With Respect to Continued Russian Efforts to Undermine the Sovereignty and Territorial Integrity of Ukraine* (2022), <https://www.whitehouse.gov/briefing-room/presidential-actions/2022/02/21/executive-order-on-blocking-property-of-certain-persons-and-prohibiting-certain-transactions-with-respect-to-continued-russian-efforts-to-undermine-the-sovereignty-and-territorial-integrity-of-ukraine/> [dostęp: 12.02.2023].
- Golubova A. (2022), *Russia's central bank scraps gold buying at fixed price for 'negotiated price' after ruble returns to pre-invasion levels*, <https://www.kitco.com/news/2022-04-08/Russia-s-central-bank-scraps-gold-buying-at-fixed-price-for-negotiated-price-after-ruble-returns-to-pre-invasion-levels.html> [dostęp: 13.02.2023].

- Golubova A. (2023), *Russians buy record amount of gold bullion in 2022*, <https://www.kitco.com/news/2023-01-12/Russians-buy-record-amount-of-gold-bullion-in-2022.html> [dostęp: 13.01.2023].
- Good Delivery List Update: Gold & Silver Russian Refiners Suspended* (2022), <https://www.lbma.org.uk/articles/good-delivery-list-update-gold-silver-russian-refiners-suspended> [dostęp: 12.02.2023].
- Hobson P. (2022a), *London gold body creates database of Russian bullion bar*, <https://www.reuters.com/markets/commodities/london-gold-body-creates-database-russian-bullion-bars-2022-12-02/> [dostęp: 16.02.2023].
- Hobson P. (2022b), *Gold investors face bind over bars from tarnished Russia*, <https://www.reuters.com/markets/europe/gold-investors-face-bind-over-bars-tarnished-russia-2022-08-01/> [dostęp: 16.02.2023].
- LBMA Platinum and Palladium price data* (2022), <https://www.lppm.com/data/#c=pd&y=2022&t=daily> [dostęp: 13.02.2023].
- Leikin I. (2022), *Palladium rally does not remove questions about the future*, <https://www.rough-polished.com/en/analytics/125779.html> [dostęp: 16.02.2023].
- Nagarajan S. (2022), *From coffee and crude oil to lithium, commodities had a stellar 2021. Here are the top 10 best-performers of the year*, <https://markets.businessinsider.com/news/commodities/best-performing-commodities-2021-energy-supply-chain-bottlenecks-lithium-price-2021-12> [dostęp: 21.02.2023].
- Niespotykana sytuacja na rynku palladu. Na horyzoncie jednak kłopoty* (2022), <https://www.wnp.pl/hutnictwo/niespotykana-sytuacja-na-ryнку-palladu-na-horyzoncie-jednak-kłopoty.404359.html> [dostęp: 13.02.2023].
- Odpowiedź mennicy brytyjskiej z dnia 27 maja 2022 r. na zapytanie wyrażone przez Kristaana Clarke* (2022), https://www.whatdotheyknow.com/request/number_of_gold_silver_and_platin#incoming-2048215 [dostęp: 18.03.2023].
- Pakiam R., Yue Li Y. (2021), *Palladium Is Poised for a Rebound After Being 2021's Worst Metal*, <https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-12-22/the-only-way-is-up-for-worst-performing-major-commodity-of-2021> [dostęp: 13.02.2023].
- Palladium list* (2022), <https://www.lppm.com/palladium-list/> [dostęp: 13.02.2023].
- Patel B. (2022), *Palladium tops \$3,000/oz as supply fears grow, gold jumps over 1%*, <https://www.reuters.com/markets/europe/gold-gains-after-russia-attacks-europes-largest-nuclear-plant-2022-03-04/> [dostęp: 12.02.2023].
- Reid H. (2022), *Amplats CEO says carmakers looking for palladium after Russia sanctions*, <https://www.reuters.com/business/autos-transportation/amplats-ceo-says-carmakers-looking-palladium-after-russia-sanctions-2022-04-06/> [dostęp: 13.02.2023].
- Saptarshi R. (2022), *What's happening to Russian gold?*, <https://www.aljazeera.com/economy/2022/7/19/whats-happening-to-russian-gold> [dostęp: 12.02.2023].

- Serwiński A. (2019), *Serwiński: Pieniądz, Kopernik, inflacja i fikcja*, <https://mises.pl/blog/2019/03/21/serwinski-pieniadz-kopernik-inflacja-i-fikcja/> [dostęp: 12.02.2023].
- Sierakowska D. (2016), *Świat surowców*, Trend Edukacja Finansowa, Warszawa.
- Spence E. (2022), *Russian Mining Giant Told It's Not Welcome at Gold Industry Bash* (2022), <https://www.mining.com/web/russian-mining-giant-told-its-not-welcome-at-gold-industry-bash/> [dostęp: 12.02.2023].
- Timeline – EU restrictive measures against Russia over Ukraine*, <https://www.consilium.europa.eu/en/policies/sanctions/restrictive-measures-against-russia-over-ukraine/history-restrictive-measures-against-russia-over-ukraine/> [dostęp: 25.02.2023].
- Trendy podaźowe i popytowe na złocie 2022 r.* (2023), <https://www.metallmarket.eu/pl/blog/trendy-podazowe-i-popytowe-na-zlocie-2022r-1676982055.html> [dostęp: 3.03.2023].
- Wallace J. (2022), *Palladium and Platinum Prices Jump After London Market Blocks Russia-Made Precious Metals*, <https://www.wsj.com/livecoverage/russia-ukraine-latest-news-2022-04-08/card/palladium-and-platinum-prices-jump-after-london-market-blocks-russia-made-precious-metals-h7Ue50Q9ShLyCi62aHJv> [dostęp: 13.02.2023].
- Wójtowicz B. (2017), *Historia Pieniądza Kruszcowego cz. IV. Europejskie Średniowiecze*, <http://www.bogaty.men/historia-pieniadza-kruszcowego-cz-iv-europejskie-sredniowiecze/> [dostęp: 2.03.2022].
- Wójtowicz B. (2021), *Wojna półprzewodnikowa to bomba z opóźnionym zapłonem*, <https://crn.pl/artykuly/wojna-polprzewodnikowa-to-bomba-z-opoznionym-zaplone/> [dostęp: 16.02.2022].

Summary

Management of sanction mechanisms introduced by G7 countries on Russian precious metals flow in the context of the war in Ukraine – February–June 2022

This article offers an in-depth look at the impact of sanctions on precious metals flows from Russia. At the same time, it attempts to answer questions on the effectiveness of the sanction mechanisms.

This article begins by contextualizing the events. The macroeconomic conditions and market events taking place in 2021 and earlier are noted. These impacted on the stability of logistics and commodity flows. As a result, there was market tightness and local shortages or delays. In addition, price movements of precious metals are presented along with an explanation of what fundamental factors caused markets to price these assets in such way.

The subsequent part of the article describes extreme price movements in precious metals in response to the outbreak of war in Ukraine. This is done with reference to palladium, whose price movements were the strongest.

Later in paper, the author focuses on the price movements and flows of the spring period, when it was known that the war would not end in an immediate Russian victory but would develop into a long-term conflict. This was a period of increased investment purchases, which weakened over time. In this context, an analysis is made of the flows of Russian gold into the London metal markets. At the same time, reference is made to the effect of the first sanction mechanisms implemented by the UK and the European Union and the attempt to stabilise the rouble with gold.

However, outrage at the Russian made onslaught also affected the precious metals market. The result was a bottom-up ostracisation of Russian-originating metals by the precious metals markets in London and USA. However, Russia's position as a supplier of metals is very strong, and therefore this type of action is problematic to execute in the palladium and platinum markets, especially in regards to the potential impact on the automotive sector.

The conclusion indicates that the first months of the war took the Russian side by surprise and Western governments implemented sanctions quickly. However, these not only hit the finances of the Russian Federation but also, indirectly, the European industrial sector that has been plagued for several years by rising costs and problems sourcing components.

Keywords: management of sanction mechanisms, precious metals market, gold flows, rouble exchange rate stabilisation