

ARTUR CHOŁODY, MAGDALENA SZYSZKO

MONETY PRÓBNE DWUDZIESTOLECIA MIĘDZYWOJENNEGO JAKO FORMA INWESTYCJI ALTERNATYWNYCH

I. WPROWADZENIE

Rosnące zainteresowanie alternatywnymi formami inwestowania jest związane z poszukiwaniem przez inwestorów niestandardowych możliwości lokowania środków po wybuchu kryzysu finansowego w 2008 r.¹ oraz ze wzrostem przeciętnej zamożności uczestników rynków. Analitycy zajmujący się rynkami dóbr luksusowych i inwestowaniem na nich wskazują na stale rosnącą liczbę zamożnych Polaków, która w 2017 r. wynieść miała 1,1 mln osób. Prognozuje się, że w 2020 r. w Polsce może mieszkać nawet 1,4 mln osób zamożnych². Inwestycje alternatywne pojawiają się coraz częściej w ofercie instytucji finansowych i przedstawiane są jako antidotum na kryzysy i niskie stopy zwrotu oraz jako metoda dywersyfikacji portfela. O atrakcyjności inwestycji alternatywnych świadczy również znaczny wzrost ilości badań naukowych poświęconych tej tematyce, który rozpoczął się w połowie pierwszej dekady bieżącego stulecia, a przyspieszył po wybuchu kryzysu w 2008 r.³

Tematykę tę podjęto ze względu na rosnące zainteresowanie nie tylko inwestycjami alternatywnymi w ogóle, ale również monetami jako przedmiotem tej inwestycji. Temat ten nie jest rozpoznany w literaturze naukowej. Na rynku pojawiają się opracowania na temat monet i ich kolekcji wydawane przez numizmatyków i domy aukcyjne. Nieliczne pozycje, które traktują go jako rynek inwestycyjny, przedstawiają informacje dotyczące monet ze współczesnych emisji Narodowego Banku Polskiego (NBP). Tymczasem rynek numizmatów w Polsce jest zróżnicowany co do wyboru rodzaju monet, które można traktować jako przedmiot inwestycji, oraz wystarczająco głęboki, by – zdaniem autorów – pokusić się o jego syntetyczną ocenę. Literatura ekonomiczna obejmująca ten temat nie jest wystarczająca i niniejsze badania stanowią uzupełnienie piśmiennictwa o inwestycjach emocjonalnych.

Celem niniejszego artykułu jest charakterystyka rynku monet kolekcjonerskich w Polsce, ze szczególnym uwzględnieniem czynników wpływających na cenę, oraz analiza cen i stóp zwrotu z inwestycji w monety próbne dwudzie-

¹ Borowski (2010): 96.

² Za osoby zamożne autorzy badania uznają osoby otrzymujące wynagrodzenie powyżej 7,1 tys. brutto. Próg ten ustalono arbitralnie. KPMG (2018).

³ Zhang (2016): 3.

stolecia międzywojennego w latach 1995–2017. Autorzy przedstawili ewolucję rynku na podstawie wybranych przykładów. Jednocześnie badania mają szerszy kontekst: stanowią badania wstępne prowadzące do opracowania narzędzi syntetycznej oceny rynku monet kolekcjonerskich.

Metodyka badawcza ograniczona jest przez specyfikę analizowanego rynku: z jednej strony jest on na tyle głęboki, by możliwe były analizy jakościowe, z drugiej jednak – jego płynność nie jest wystarczająca, by stosować narzędzia analizy portfelowej. Autorzy zastosowali analizę opisową do realizacji pierwszego celu – charakterystyki rynku i czynników wpływających na ceny monet z wybranej kolekcji. Stopy zwrotu z monet przedstawiono graficznie, przytoczono także średnie stopy zwrotu z kolekcji w badanym okresie.

Struktura artykułu odpowiada zamierzeniom badawczym autorów. W pierwszej części opracowania przedstawiono istotę inwestycji alternatywnych i inwestycji emocjonalnych, w drugiej opisano pokrótce rynek numizmatyki. W trzeciej części opracowania przedstawiono monety jako przedmiot inwestycji ze szczególnym uwzględnieniem czynników wpływających na ceny monet. Czwarta część zawiera charakterystykę oraz analizę stóp zwrotu kolekcji wybranej do badania.

II. INWESTYCJE ALTERNATYWNE

Pojęcie inwestycji alternatywnych obejmuje szeroki zakres instrumentów innych niż tradycyjne (klasyczne) formy inwestowania (akcje, obligacje, lokaty bankowe, nieruchomości, klasyczne fundusze inwestycyjne)⁴. Instrumenty alternatywne stanowią niejako konkurencję w stosunku do tradycyjnych, oferują różnorodność strategii inwestycyjnych, odmienną charakterystykę oraz nierzadko prestiż związany z ich posiadaniem⁵. Przed kryzysem z 2008 r. skierowane były wyłącznie do inwestorów instytucjonalnych ze względu na wysokie progi wejścia⁶.

Inwestycje alternatywne można podzielić na dwa obszary, a podział ten determinowany jest przez rodzaj oferowanego produktu. Wyróżnia się finansowe inwestycje alternatywne (instrumenty pochodne, fundusze hedgingowe, fundusze *private equity*, produkty strukturyzowane) i niefinansowe inwestycje alternatywne⁷. Niefinansowe inwestycje alternatywne obejmują szeroką i niejednorodną grupę instrumentów obejmujących inwestycje w towary i surowce (np. surowce energetyczne i alternatywne źródła energii, surowce rolne, metale kolorowe itd.) oraz tzw. inwestycje emocjonalne dotyczące przede wszystkim przedmiotów kolekcjonerskich. Zakres tej ostatniej grupy jest bardzo różnorodny i stale się rozszerza. Należą do niej m.in.: dzieła sztuki, zegarki i zegary, antyki, metale i kamienie szlachetne, biżuteria,

⁴ Marcinkowska (2010): 112.

⁵ Gabryelczyk (2009): 4.

⁶ Pruchnicka-Grabias (2017): 15.

⁷ Opolski, Potocki, Świst (2010): 160.

unikatowe alkohole, fotografie, znaczki, karty czy pamiątki po znanych osobach. Do grupy inwestycji emocjonalnych należą również inwestycje w monety.

Zaprezentowane powyżej pojęcie inwestycji alternatywnych jest najczęściej przytaczane w literaturze przedmiotu. Nie ma jednak precyzyjnej definicji tego typu inwestycji. Stąd wymienia się cechy bądź przykłady inwestycji alternatywnych, nadając im moc definicji.

Inwestycje emocjonalne wydają się wymykać tradycyjnej definicji inwestycji, zgodnie z którą inwestycja jest wyrzeczeniem bieżącej konsumpcji na rzecz przyszłej⁸. Nabywcy przedmiotów kolekcjonerskich kierują się chęcią posiadania unikatowego dobra, ale nie dla realizacji zysku na jego sprzedaży w określonym czasie. Posiadacze przedmiotów kolekcjonerskich unikają ich sprzedaży poza sytuacjami losowymi. W tabeli 1 zaprezentowano porównanie inwestycji kolekcjonerskich na tle inwestycji alternatywnych w szerokim ich rozumieniu.

Tabela 1

Porównanie inwestycji alternatywnych i emocjonalnych

Cechy inwestycji rynku alternatywnego	Inwestycje alternatywne (szeroko rozumiane)	Inwestycje emocjonalne
Przedmiot inwestycji	Szeroka grupa instrumentów finansowych i pozafinansowych; inwestycje zdematerializowane i rzeczowe (rzadziej)	Różnorodne przedmioty kolekcjonerskie, fizyczna forma przedmiotu inwestycji
Inwestorzy	Instytucjonalni i indywidualni	Indywidualni (jako inwestorzy-kolekcjonerzy), instytucjonalni (motyw zysku, dywersyfikacja portfela)
Okres inwestycji	Rynek oferuje możliwości inwestycji na różne terminy	Zazwyczaj inwestycje długoterminowe
Płynność rynku	Zróżnicowana w zależności od formy inwestycji	Niska, ale rosnąca
Korelacja stóp zwrotu z rynkiem tradycyjnym	Niska/brak	Brak wystarczających badań do jednoznacznego stwierdzenia o występowaniu korelacji
Forma obrotu	Giełdy, rynki OTC, rzadziej brak specjalnych form organizacji obrotu	Obrót aukcyjny (aukcje stacjonarne i internetowe), inne
Nadzór nad rynkiem	Istnieje w wybranych przypadkach	Brak

Źródło: opracowanie własne.

Podstawową cechą decydującą o atrakcyjności inwestycji alternatywnych jest negatywna korelacja ich stóp zwrotu z rentownością tradycyjnych instrumentów inwestycyjnych (ewentualnie – brak korelacji). Cecha ta wykorzystywana jest przy optymalizacji portfeli inwestycyjnych.

⁸ Jajuga, Jajuga (2015): 9.

W przypadku inwestycji emocjonalnych korelacja stóp zwrotu z rynkiem tradycyjnym w zasadzie nie występuje lub jest ujemna. Badania przeprowadzane są jednak dla małych prób, niereprezentatywnych na tyle, aby wysnuć wnioski o istnieniu statystycznie istotnych relacji między rynkami. Wartość przedmiotów inwestycji emocjonalnych nie ma zasadniczo związku ze zdarzeniami na rynkach giełdowych i w mniejszym stopniu uzależniona jest od sytuacji gospodarczej. Poza dywersyfikacją ryzyka inwestycje te oferują możliwość realizacji wysokich stóp zwrotu. Zasadniczo rolę inwestycji emocjonalnych postrzega się jako uzupełniającą w stosunku do pozostałych elementów portfela akcji.

Poza oczywistymi zaletami inwestycji emocjonalnych inwestycje te mają również wady. Należą do nich ograniczona płynność rynków w porównaniu z rynkami tradycyjnymi. Ograniczona płynność związana jest z mniejszą głębokością takich rynków i ze specyficznym systemem obrotu, zazwyczaj aukcyjnym, brakiem notowań ciągłych czy nawet brakiem obowiązków informacyjnych związanych z upublicznianiem wyników aukcji. Transakcje na rynku inwestycji kolekcjonerskich nie są objęte nadzorem nad rynkiem finansowym. Wejście na ten rynek, bez wcześniejszego przygotowania lub pośrednika-eksperta, jest trudne.

Co więcej, w literaturze pojawiają się analizy wskazujące na szkodliwość wyboru zdywersyfikowanych portfeli opartych w znacznym stopniu na inwestycjach alternatywnych⁹. Przy inwestycjach alternatywnych, podobnie jak przy tradycyjnych, nie ma jednoznacznych i zawsze dobrych rekomendacji co do wyboru aktywów i konstrukcji portfela.

Rynek inwestycji emocjonalnych będący przedmiotem analizy w niniejszym artykule wymyka się możliwości zastosowania standardowych analizy ekonomicznych – przynajmniej w pewnym zakresie. Jest on bowiem nieporównywalny z wieloma innymi segmentami rynku. Utrudnione, jeśli nie niemożliwe, stają się standardowe analizy portfelowe ze względu na niską częstotliwość zawierania transakcji. Mimo rosnącej popularności inwestycji emocjonalnych, płynność rynku ogranicza możliwość stosowania zaawansowanych badań ilościowych.

III. NUMIZMATYKA I RYNEK NUMIZMATÓW W POLSCE

Pod pojęciem „numizmatyka” kryje się wiele znaczeń; samo słowo wywodzi się od greckiego *nomisma* oznaczającego monetę, pochodzącego od *nomós* („prawo” lub „zwyczaj”). Nazwa ta definiuje zadanie pieniądza, jakim jest normatywna działalność w społeczeństwie posługującym się monetą¹⁰. Numizmatyką nazywa się nawet naukę o monetach¹¹, aczkolwiek użycie słowa nauka w takim kontekście wydaje się zbyt daleko idące. Numizmatyka stała się raczej dyscypliną pomocniczą historii jako jedno ze źródeł wiedzy o czasach minionych.

⁹ Wnioski takie wyciągnęli Platanakis, Sakkas, Sutcliffe (2018).

¹⁰ Szymański (2004): 550.

¹¹ Fiedorow-Dawydow (1966): 19.

Bardziej spopularyzowana definicja numizmatyki odnosi się do kolekcjonowania dawnych i współczesnych monet oraz pieniężnych znaków papierowych¹². Takie podejście bliskie jest spojrzeniu na cel zakupu monet próbnych dwudziestolecia międzywojennego, które są przedmiotem badań w tym artykule. Niemniej jednak nie uwzględnia aspektu niekolekcjonerskiego – inwestycyjnego, który może wystąpić wśród nabywców monet. W ramach numizmatyki często umieszcza się także zbieractwo innych przedmiotów – medali, żetonów i odznak, jednak ich inna funkcja pierwotna powinna eliminować je z przedmiotu tych badań.

Najstarsze znane polskie kolekcje monet datuje się na co najmniej XV w. Znaczące kolekcje gromadzone były przez Stefana von Heideburga, Macieja Karpiga z Miechowa, Stanisława Grzebskiego, Wacława Kolara, Stanisława Różanka czy też polskich monarchów: Jana Olbrachta, Zygmunta I Starego, Władysława IV, Jana III Sobieskiego, Augusta II i Augusta III¹³. Wspomnieć należy, że zmiana systemu gospodarczego w Polsce na system kapitalistyczny przyniosła rewolucję także w obszarze numizmatyki. W Polsce po 1989 r. następowała stopniowa profesjonalizacja rynku numizmatycznego, połączona z aktywną rolą NBP jako propagatora i uczestnika obrotu monetami. Wśród numizmatyków pojawili się nowi kolekcjonerzy, dla których handel stał się naturalnym i nieodłącznym elementem budowy ich kolekcji, a wraz z nimi nowe słowo w numizmatycznym świecie: inwestycja.

Początek lat 90. ubiegłego stulecia zapoczątkował nową tendencję na rynku numizmatycznym. Wraz z pojawieniem się rynku i kapitału handel monetami ze straganów i małych antykwariatów zaczął ewoluować do obrotu za pośrednictwem profesjonalnych firm, które się w nim specjalizowały. Obok sprzedawców, którzy monety mieli w stałej ofercie, pojawiły się aukcje: rozpoczęto organizowanie wielkich wydarzeń numizmatycznych w postaci aukcji monet, na których sprzedawano setki egzemplarzy jednorazowo. Upowszechnienie obrotu aukcyjnego umożliwiło gromadzenie danych na temat rynkowych cen monet i porównywanie w czasie ich zmian.

Ostatnim z etapów rozwoju handlu monetami w Polsce jest przeniesienie części obrotu na aukcje internetowe. Po kilkuletnim okresie wzmożonego handlu monetami na portalu Allegro.pl, który występował równolegle z aukcjami stacjonarnymi w domach aukcyjnych, rozwinęły się aukcje internetowe organizowane bezpośrednio przez domy aukcyjne. Portal Allegro.pl znacząco podniósł opłaty za handel monetami ze względu na zdarzające się próby oszustw i zaangażowanie portalu w rozwiązywanie sporów między uczestnikami transakcji. Spowodowało to zamarcie handlu na Allegro¹⁴. Ostatnie lata wykreowały też nowych liderów polskiego rynku numizmatycznego – niekwestionowanym jest Antykwariat Numizmatyczny Michała Niemczyka, a w szybkim tempie rozwijają się również Gabinet Numizmatyczny Damiana Marciniaka, Salon Numizmatyczny Mateusza Wójcickiego oraz Warszawski Dom Aukcyjny. Nadal

¹² Żabiński (1971): 6.

¹³ Mikołajczyk (1998): 33.

¹⁴ Marciniak (2017): 36.

na rynku są obecne: Warszawskie Centrum Numizmatyczne oraz Polskie Towarzystwo Numizmatyczne. Aukcje stacjonarne występują rzadziej, organizuje się ich 6–8 w ciągu roku łącznie przez wszystkie domy aukcyjne, ale zwykle wystawiane są na nich najwspanialsze okazy, a licytacjom towarzyszą naukowe odczyty lub spotkania integracyjne. Aukcje internetowe w związku z mniejszymi kosztami i łatwiejszą organizacją odbywają się około 15 razy w roku.

IV. MONETY JAKO FORMA INWESTYCJI

Monety stanowią interesujący przedmiot inwestycji czynionej zarówno pod wpływem tradycyjnych motywów (odroczenie konsumpcji bieżącej na rzecz wyższej konsumpcji przyszłej), jak i inwestycji emocjonalnej. W porównaniu z innymi formami inwestycji emocjonalnych ich przedmiot charakteryzuje się np. łatwością transportu czy przechowywania. Stąd niekiedy stanowią formę tezauryzacji na wypadek trudnych czasów (takich jak wojny, uchoźstwo). Analiza monet jako przedmiotu inwestycji odnosi się do kilku szczególnych cech samych monet, które wpływają na rynek i uzyskiwane na nim ceny. Sytuacja taka charakterystyczna jest dla wielu niezmasowanych form inwestycji, gdzie większą wagę przywiązuje się do przedmiotu obrotu i jego specyfiki niż do wygody i anonimowości transakcji.

Najważniejszym jednak czynnikiem wpływającym na cenę monety jest jej stopień rzadkości, co nie odbiega od standardowych praw rynku, w których niższa podaż zwiększa cenę dobra. Współcześnie wykorzystuje się skalę rzadkości opracowaną już w XIX w. przez Emeryka Hutten-Czapskiego¹⁵. Odnosi się ona do zachowanej liczby egzemplarzy danej monety. Na rynek wejść mogą nieznane wcześniej egzemplarze, stąd ocena rzadkości jednej monety może się zmieniać. Skala ta używana jest przede wszystkim do „starego” mennictwa (monety historyczne). Określenie rzadkości monet, gdy nie są znane wielkości emisji, jest zawsze orientacyjne¹⁶. Skala przedstawiona została w tabeli 2. Jej górny wiersz przedstawia symbol klasy rzadkości monety, a dolny – ujawnioną liczbę jej sztuk.

Tabela 2

Skala rzadkości monet Hutten-Czapskiego

R*	R8	R7	R6	R5	R4	R3	R2	R1	R	–
1	2–3	4–6	7–25	26–120	121–600	601–3000	3001–15 000	15 001–80 000	80 001–40 0000	powyżej 40 0000

Źródło: Witkiewicz, Wąsala (2009): 52.

¹⁵ Emeryk Zachariasz Mikołaj hrabia Hutten-Czapski był dziewiętnastowiecznym kolekcjonerem numizmatów, właścicielem bogatej kolekcji przekazanej po jego śmierci miastu Kraków. Jest autorem pracy z dziedziny numizmatyki: Hutten-Czapski (1957).

¹⁶ Pieńkowski (2006b).

Charakterystyka podaży monet kolekcjonerskich obok stopnia rzadkości określającego znaną, zachowaną liczbę monet może uwzględniać także „dostępność monety. Kwestia ta odnosi się wyłącznie do emitowanych współcześnie egzemplarzy kolekcjonerskich i związana jest z tym, że dostępność monety u emitenta zazwyczaj ogranicza wzrost jej ceny, który następuje dopiero po wyczerpaniu się nakładu¹⁷.

Dostępność monet u emitenta lub stopień rzadkości monet historycznych nie wyczerpuje dyskusji na temat podaży monet. Na aukcjach wystawia się pojedyncze egzemplarze w znacznych odstępach czasu. Na rynku tym występują przede wszystkim inwestorzy emocjonalni: podobnie jak w przypadku innych rynków kolekcjonerskich, strona podażowa zależy od specyficznych czynników, określanych jako 3D (*death, divorce, debt*)¹⁸. Posiadacze monet wystawiają swoje okazy na sprzedaż w wyniku zdarzeń losowych, bardzo często robią to spadkobiercy kolekcjonera lub osoby potrzebujące pilnie gotówki. Nabywcy traktujący monety jako formę inwestycji w tradycyjnym znaczeniu także biorą udział w obrocie, są jednak w mniejszości. Podaż monet historycznych jest ograniczona również ze względu na niechęć kolekcjonerów do pozbywania się swoich zasobów.

W przypadku monet kolekcjonerskich znaczenie ma ich stan zachowania, który znacznie wpływa na ceny uzyskiwane na aukcjach, zwłaszcza że relatywnie wysoka powszechność handlu pozwala na porównywanie coraz większej liczby egzemplarzy. Najczęściej do oceny stanu zachowania monet stosuje się siedmiostopniową skalę, którą przedstawiono w tabeli 3. Pomiędzy głównymi stopniami skali dla większej dokładności ocen używa się także stopni pośrednich, jak np. I–, II+, II – itd.

Stan monety ma, obok jej rzadkości, największy wpływ na jej wycenę – pomiędzy stanem pierwszym a trzecim różnice w cenie mogą być nawet kilkudziesięciokrotne. W handlu bardzo rzadko spotyka się monety w gorszym stanie niż czwarty. Ostatnimi laty upowszechniła się profesjonalna ocena stanu zachowania monety przez wyspecjalizowane firmy zwana „gradingiem”. W trakcie tego procesu dokonuje się potwierdzenia autentyczności monety, określa jej stan zachowania oraz zabezpiecza się ją hermetycznym, plastikowym opakowaniem¹⁹. W dokonywaniu takiej oceny prym wiodą dwie amerykańskie firmy: Numismatic Guaranty Corporation (NGC) oraz Professional Coin Grading Service (PCGS). Próbę stworzenia dla nich polskiej konkurencji należy uznać za nieudaną ze względu na niewystarczającą jakość świadczonych usług oraz niewspółmiernie szybki wzrost cen takich usług. Firmy gradingowe do oceny monet stosują siedemdziesięciostopniową skalę Sheldona, w której tylko do oceny stanu menniczego wykorzystuje się 11 stopni – od MS 60 do MS 70²⁰.

¹⁷ Jagielnicki (2011): 81.

¹⁸ Smith (2010).

¹⁹ Witkiewicz (2008): 97.

²⁰ Witkiewicz, Waśala (2009): 102–104.

Tabela 3

Skala oceny stopnia zachowania monet według NBP

Stan mennicy	Opis
I: pierwszy stan mennicy	Monety nieużywane jako środek płatniczy i nienoszące śladów użytkowania. Nie mają defektów, zarysowań ani śladów czyszczenia
II: znakomity	Monety z nieznacznymi uszkodzeniami powstałymi w mennicy w trakcie produkcji lub w czasie transportu. Monety przeznaczone do obiegu, lecz wycofane z niego przed pojawieniem się charakterystycznych wytarć lub zarysowań. Powinien być widoczny połysk stempla
III: bardzo piękny	Monety z nieznacznymi śladami zużycia w obiegu, lekkimi wytarciami wyższych partii reliefu, drobnymi rysami, małymi skaleczeniami brzegu monety
IV: stan piękny	Monety z dość znacznymi śladami zużycia, które nie mają jednak wpływu na czytelność konturów rysunku; legendy powinny być w pełni czytelne
V: stan bardzo dobry	Monety z bardzo znacznym stopniem zużycia. Pojedyncze litery legendy i niektóre detale rysunku nieczytelne. Nadal można określić monetę, jednak niektórych danych nie można już odczytać. Data bądź jej część może jednak nie być czytelna. Znak mennicy może nie być rozpoznawalny
VI: stan dobry	Monety, na których znaczna część rysunku i legendy jest nieczytelna, nie można odczytać legendy (poza jej zarysem). Można określić monetę na podstawie doświadczenia i porównywania z literaturą przedmiotu, także wagi, średnicy, metalu oraz kontekstu znaleziska (w przypadku znalezisk archeologicznych)
VII: zły	Monety, których stan uniemożliwia ich jednoznaczną identyfikację

Źródło: Pieńkowski (2006b).

Ocena stanu monety jest wynikiem subiektywnej ewaluacji znawców przedmiotu, domów aukcyjnych i samych kolekcjonerów. Oceny dokonywane przez profesjonalne firmy – wspomniany grading – z jednej strony porządkują kryteria ocen stanu zachowania monet, ale z drugiej – często zmieniają ich ocenę w porównaniu z tą, którą przedstawiono wcześniej. Śledząc notowania poszczególnych egzemplarzy, można zaobserwować sprzedaż tej samej monety z trzema różnymi opisami jej stanu zachowania w ciągu ostatnich 10–15 lat. Jeżeli za normalne można by uznać pogorszenie się stanu zachowania monety w wyniku uszkodzenia lub niewłaściwego przechowywania, to znaczna poprawa jej stanu zachowania jest mało prawdopodobna. Niejednoznaczność oceny stanu zachowania monet wynika również z tego, że obecnie do jego oceny używa się skali Sheldona, dla której sam stan I monety dzieli się na 11 podstanów. Skala ta pierwotnie rozwijała się na rynkach zachodnich, w Polsce używano skali siedmiostopniowej. Obecnie powszechnie używa się skali Sheldona do monet poddanych gradingowi, skali stopniowej do pozostałych monet. Na manipulację skalami i stanami wpływa również pęd kolekcjonerów do posiadania monet o najlepszych stanach zachowania.

Monety nawet w ramach stanu I potrafią się różnić stanem zachowania. Ze wszystkich istniejących któraś jest uważana za najpiękniejszą, czasem jedynie w subiektywnym odczuciu. Maksymalne noty, wyjątkowa patyna, unikal-

ny urok pojedynczego egzemplarza także często podnoszą ceny transakcyjne. Strona podażowa – domy aukcyjne – zdają sobie sprawę z tej sytuacji i wykorzystują elementy marketingu, by upewnić się, że do potencjalnych uczestników aukcji dotarła wiadomość, że dana moneta została najwyższej oceniona – zgradowana przez profesjonalne firmy. Doświadczeni kolekcjonerzy traktują jednak taką informację jako pomocniczą i samodzielnie starają się porównać jak największą liczbę istniejących egzemplarzy danej monety.

Określenie skali rzadkości, stanu zachowania, a co najważniejsze – oryginalności monety pozwala oszacować cenę, jaką potencjalnie osiągnie ona na aukcji. W wycenie pomocne są również katalogi wydawane przez główne domy aukcyjne oraz internetowe bazy danych, na których są zarchiwizowane dotychczasowe aukcje.

Kolejnym ważnym elementem oceny numizmatów jest ich proveniencja. Fakt, że dana moneta należała kiedyś do znanej kolekcji, zwiększa nią zainteresowanie. Dla numizmatyków zbieranie monet oznacza zetknięcie się z historią, posiadanie monety po uznanym kolekcjonerze nobilituje i pozwala poczuć więź z wcześniejszymi pokoleniami. W kręgu monet próbnych dwudziestolecia międzywojennego, będących przedmiotem szczegółowej analizy w tym artykule, do najbardziej znanych kolekcji można zaliczyć zbiory Henryka Karolkiewicza, Włodzimierza Głuchowskiego czy króla Egiptu Faruka I. Pojawienie się monet z tych kolekcji zwykle podnosi atmosferę na aukcji i często ich ceny są wyższe niż innych sprzedawanych monet, nawet w lepszym stanie zachowania.

Popularność danej aukcji opiera się też często na wyjątkowej ofercie. Domy aukcyjne prześcigają się w tym, aby monety reklamujące aukcję były unikatami, często pierwszy raz występującymi na rynku lub niewidzianymi od dziesięcioleci. Kolekcjonerzy, nawet jeżeli ze względu na zawrotne ceny osiągane przez takie numizmaty nie mogą brać udziału w aukcji, to są nią szczególnie zainteresowani, obserwują jej przebieg i często przy tej okazji licytują tańsze okazy. Na cenę monet negatywnie może wpłynąć nałożenie się terminowo kilku aukcji, ponieważ grupa kolekcjonerów monet historycznych z danej epoki jest ograniczona. Inwestorzy o bardziej standardowych motywach wchodzenia na ten rynek nie stanowią także licznej grupy.

Jak już wspomniano, analiza przesłanek zmian cen monet kolekcjonerskich nie powinna ograniczać się do czynników właściwych dla inwestycji tradycyjnych. W przypadku monet kolekcjonerskich istotną rolę odgrywają, poza takimi czynnikami, jak stan zachowania i rzadkość monet, emocje kolekcjonerów. Dochodzą one do głosu przede wszystkim na aukcjach stacjonarnych, gdy konkurenci widzą się nawzajem, a aukcji towarzyszy podniosłość chwili, stuk młotka, gratulacje dla zwycięzców od prowadzącego aukcję i siedzących wokół jej uczestników. Kolekcjonerstwo to także współzawodnictwo, chęć wygranej, posiadania upragnionego przedmiotu, zwłaszcza unikatowego. Dlatego ceny licytowane podczas aukcji bywają nieadekwatne do poprzednich notowań, a wynikają po prostu z licytacji rozemocjonowanych kolekcjonerów, którzy nie dają się przebić. Uwzględnienie czynników psychologicznych w analizach ekonomiczno-finansowych tak mało rozpoznanego rynku jest kwestią przyszłości.

V. MONETY PRÓBNE DWUDZIESTOLECIA MIĘDZYWOJENNEGO NA RYNKU NUMIZMATÓW

Rynek monet historycznych jest bogaty i różnorodny. W Polsce wymienić można kilka podokresów, dla których kompletuje się zbiory. Ich klasyfikacja bywa różna: podział historyczny okresów pieniężnych w Polsce podlegał zróżnicowanemu nazewnictwu. Tradycyjnie dzielono je według głównego pieniądza będącego w obiegu: na okres denarowy, groszowy, dukata i talara oraz pieniądza metalowego i papierowego²¹. Inne spojrzenie, bliższe współczesnym numizmatykom, dzieli okresy pieniężne na: denarowy, groszowy i złotowo-talarowy²². Po zakończeniu tego ostatniego nomenklatura wiązała się już nie z nazewnictwem pieniądza, a z chronologią procesu historycznego. Kolejne okresy to czas zaborów oraz czasy najnowsze. Przejście między okresami nie następowało w konkretnym momencie. Monety pozostawały w obiegu dziesiątki lat po wyjściu z oficjalnego obiegu.

Współcześnie wśród domów aukcyjnych oraz inwestorów rozpowszechnił się inny podział na okresy, w jakich kompletuje się zbiory i buduje kolekcje. W dużym uproszczeniu są to: średniowiecze, Polska Królewska od XVI w., okres zaborów, dwudziestolecie międzywojenne, czasy PRL oraz III RP. Są to główne grupy; oprócz nich często odrębnie wyróżnia się monety powstańcze, monety Wolnego Miasta Gdańska, okupacyjne z I i II wojny światowej, monety getta w Łodzi czy monety państw historycznie z Polską związanych. W tym artykule szczególnie istotny jest okres dwudziestolecia międzywojennego, a w jego obrębie: monety próbne wybite w tym czasie.

Po odzyskaniu przez Polskę niepodległości na jej ziemiach funkcjonował niezwykle skomplikowany system pieniężny. W obiegu były pieniądze wszystkich państw zaborczych oraz specjalne emisje okupacyjne: emisje Polskiej Krajowej Kasy Pożyczkowej, niemieckie ruble Banku Wschodniego, marki wschodnie, niemieckie kopiejki, ukraińskie hrywny i karbowance, korony austriackie, rosyjskie ruble i kopiejki. Tymczasowo skorzystano z marki polskiej, która została przejściową walutą do wprowadzenia nowego docelowego polskiego pieniądza²³.

Dekretem Naczelnika Państwa z 5 lutego 1919 r. ustanowiono nową walutę „Lecha”, która miała się dzielić na sto groszy. Pomysł ten szybko zmieniono, już bowiem w ustawie z 29 lutego 1919 r. wprowadzono ostateczną nazwę nowej waluty, czyli „złotego”, który również dzielił się na 100 groszy²⁴. W związku z trwającą hiperinflacją odłożono jednak realizację wymiany marki polskiej na złotego, nastąpiło to dopiero w kwietniu 1924 r. Polskie marki wymieniano na złote w relacji 1,8 mln marek za złotego, a kurs złotego zrównano z kursem franka szwajcarskiego²⁵.

²¹ Szwagrzyk (1973): 9–10.

²² Szymański 2004: 566.

²³ Szwagrzyk (1973): 273.

²⁴ Chałupski (2008): 14.

²⁵ Morawski (2008): 96.

Pierwsze banknoty z nazwą „złoty” wydrukowano w 1919 r., choć do obiegu trafiły dopiero 5 lat później. Większy problem ze względu na braki technologiczne krajowej mennicy państwo polskie miało z emisją monet. Wybijanie monet zlecano więc mennicom zagranicznym: Królewskiej Mennicy Brytyjskiej, Mennicy Paryskiej, szwajcarskiej Hugueinin Frs., Wiedeńskiej Mennicy, holenderskiej Mennicy Państwowej, filadelfijskiej Mennicy Stanów Zjednoczonych oraz Mennicy Brukselskiej. Z czasem rozpoczęto masową produkcję w Mennicy Warszawskiej.

Nieodłącznym procesem wprowadzania nowych monet do obiegu jest wybijanie ich próbnymi egzemplarzami. Wybija je się w celu sprawdzenia, jak w rzeczywistości prezentuje się wybrany projekt²⁶. Będąc obecnie przedmiotem handlu monety próbne dwudziestolecia międzywojennego (inaczej monety próbne II RP) nie spełniały jednak w swej większości celu, w jakim je wytworzono. Niektórzy autorzy sugerują, że prawdziwych monet próbnymi zachowało się bardzo mało i od początku wybijane były z myślą o kolekcjonerach²⁷. Trudno się nie zgodzić z tą wypowiedzią – monety próbne wybijano w rozlicznych metalach i sprzedawano w Gabinetie Numizmatycznym po niewygórowanych cenach. Podobny zabieg z produkcją monet próbnymi przeprowadzono w okresie PRL, również bito je z myślą o sprzedaży kolekcjonerom. Ze względu na to, że nie spełniały one podstawowej funkcji, jaką miały mieć w procesie przygotowawczym w mennicy, nadano im nawet nazwę kolekcjonerskich monet próbnymi²⁸. W obrocie występują monety, które spełniały zadania jako monety próbne, ale nie wyróżnia się ich z szerokiej rodziny monet próbnymi II RP i nie ma to szczególnego wpływu na ich cenę.

Monet próbnymi w dwudziestolecium międzywojennym wybito około 250 rodzajów, ze średnim nakładem 50 egzemplarzy. Zwykle nakład wynosił 100 sztuk, ale wiele monet wytworzono w zaledwie jednym egzemplarzu lub w nieznanym liczbie poniżej 10 sztuk. O ile ceny współczesnych monet w głównej mierze zależą od nakładu, stanu zachowania, estetyki oraz wartości surowca²⁹, o tyle w kształtowaniu cen monet próbnymi II RP wartość surowca nie ma żadnego znaczenia.

Badania rynku monet historycznych jako inwestycji emocjonalnej zostały zapoczątkowane od kolekcji monet próbnymi dwudziestolecia międzywojennego ze względu na to, że zdecydowana większość transakcji w tej kategorii numizmatów odbywa się na rejestrowanych aukcjach prowadzonych przez profesjonalne domy aukcyjne, co pozwala stworzyć ich zestawienia na podstawie poaukcyjnych list wyników.

Do badań empirycznych wyselekcjonowano grupę monet o podobnych cechach, a za podstawową wśród nich należy uznać liczbę wybitych egzemplarzy: od 60 do 120 sztuk (klasa rzadkości R5). Taka podaż oznacza, że egzemplarzy danej monety jest na tyle dużo, by pojawiały się na aukcjach relatywnie często.

²⁶ Jagielnicki (2011): 81.

²⁷ Parchimowicz (2010): 62.

²⁸ Schmidt (1982): 20.

²⁹ Borowski, Chałupeczak (2010): 11.

Dzięki temu udało się stworzyć listę transakcji dokonanych na tych monetach w latach 1995–2017. Do analizy wybrano numizmaty o minimalnej liczbie 8 transakcji w tym okresie.

Jak wspomniano w punkcie trzecim, ważnym aspektem wpływającym na cenę monet jest ich stan zachowania. Do niniejszych badań przyjęto monety w stanie I lub stanie I–. Według numizmatyków nawet pomiędzy tymi stanami istnieją znaczne różnice. Jak wskazuje doświadczenie z ostatnich lat, monety opisywane jako stan I– są sprzedawane na aukcjach jako monety w stanie I. Z powodu zmienności subiektywnych ocen stanu zachowania monet oraz konieczności posiadania szerszego materiału badawczego w badaniach przyjęto za jeden zbiór monety w stanie I i I–.

W próbie badawczej ujęto 12 monet próbnych dwudziestolecia międzywojennego zaprezentowanych w tabeli 4. Nazewnictwo monet nie jest zwykle sformalizowane, często są to nazwy przyjęte w środowisku numizmatycznym, używane jednak na aukcjach i w katalogach, będące znakiem rozpoznawczym monet. W przypadku prób opisanych jako *marki* nie jest nawet pewne, jaką walutę miały te monety reprezentować, jeżeli już w 1919 r. wydrukowano banknoty złotowe. Przyjęte jest powszechnie, że zarówno *Józef Piłsudski* z 1922, i *Kobieta z kłosami* z 1923 r. stanowią próby marek polskich. Ocena stóp zwrotu obejmowała lata 1995–2017. Dla niektórych monet okres ten jest krótszy. Wskazano go w ostatniej kolumnie tabeli 4 oraz przy każdym z wykresów z cenami uzyskiwanymi przez monety (wykresy 1–12).

Tabela 4

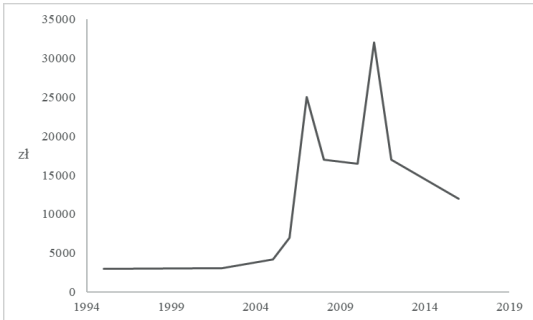
Monety próbne ujęte w próbie badawczej

Lp.	Nominał	Rok wybicia	Stop	Nazwa	Lata objęte analizą
1	100 marek	1922	miedź	<i>Józef Piłsudski</i>	1995–2016
2	50 marek	1923	brąz	<i>Kobieta z kłosami</i>	1999–2015
3	20 złotych	1924	brąz	<i>Monogramy</i>	1995–2017
4	50 złotych	1924	miedź	<i>Kłęczący rycerz</i>	1995–2017
5	5 złotych	1925	srebro	<i>Konstytucja z monogramami</i>	1996–2014
6	10 złotych	1925	brąz	<i>Głowa kobiety i mężczyzny</i>	1998–2017
7	100 złotych	1925	srebro	<i>Kopernik duży</i>	1997–2017
8	5 złotych	1927	srebro	<i>Nike</i>	1996–2015
9	2 złote	1933	brąz	<i>Głowa kobiety</i>	1997–2015
10	10 złotych	1933	w srebrze stemplem lustrzanym	<i>Jan III Sobieski</i>	1999–2017
11	10 złotych	1933	srebro	<i>Romuald Traugutt</i>	1995–2016
12	10 złotych	1934	srebro	<i>Klamry</i>	1995–2017

Źródło: opracowanie własne.

Wykres 1

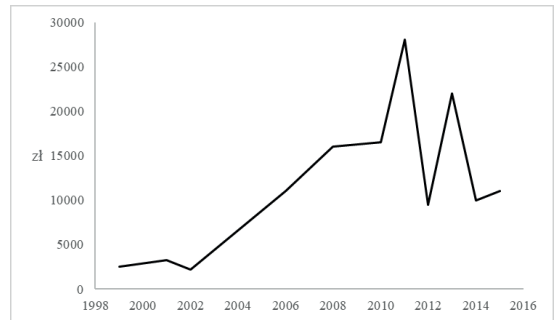
Zmiany cen monety *Józef Piłsudski* 100 marek z 1922 (1995–2016)



Źródło: opracowanie własne.

Wykres 2

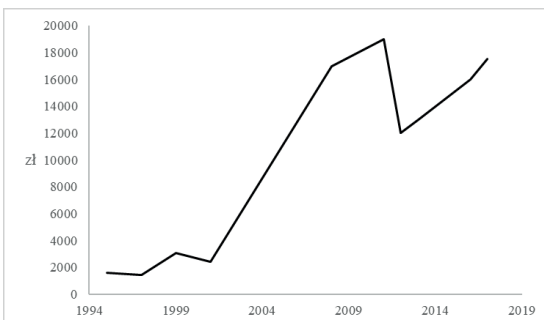
Kobieta z kłosami 50 marek z 1923 (1999–2015)



Źródło: opracowanie własne.

Wykres 3

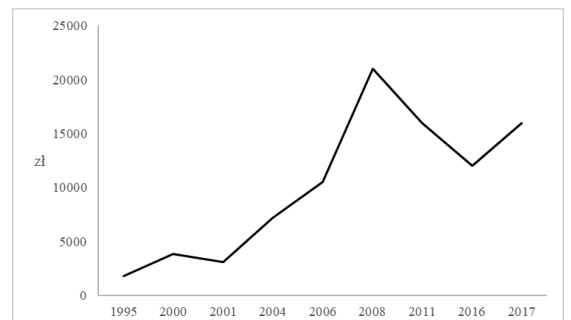
Zmiany cen monety *Monogramy* 20 zł z 1924 (1995–2017)



Źródło: opracowanie własne.

Wykres 4

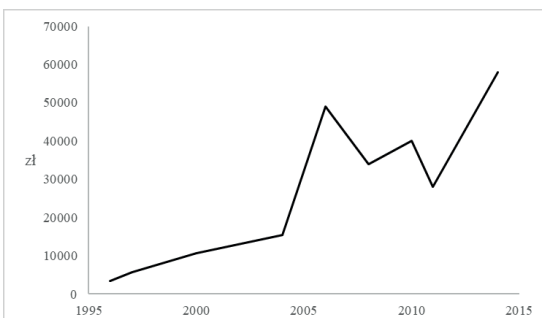
Zmiany cen monety *Kłęczący rycerz* 50 zł z 1924 (1995–2017)



Źródło: opracowanie własne.

Wykres 5

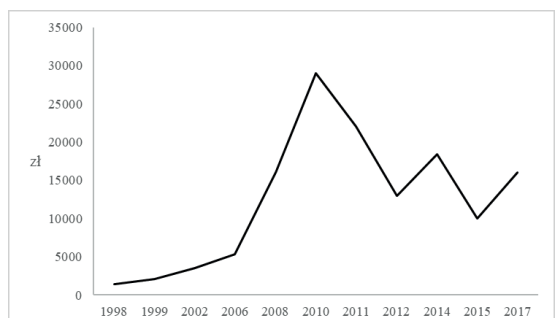
Zmiany cen monety *Konstytucja z monogramami* 5 zł z 1925 (1996–2014)



Źródło: opracowanie własne.

Wykres 6

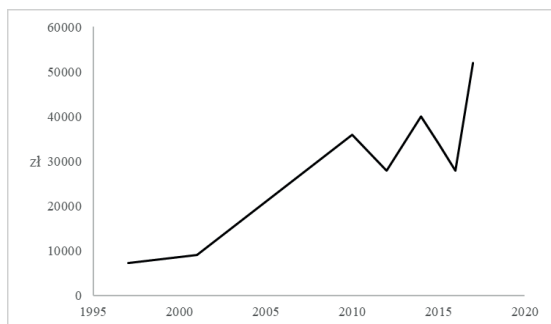
Zmiany cen monety *Głowa kobiety i mężczyzny* 10 zł z 1925 (1998–2017)



Źródło: opracowanie własne.

Wykres 7

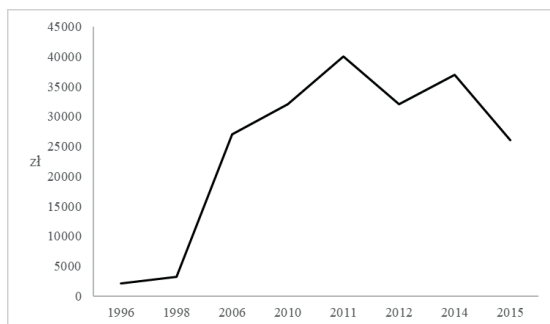
Zmiany cen monety *Kopernik duży* 100 zł z 1925
(1997–2017)



Źródło: opracowanie własne.

Wykres 8

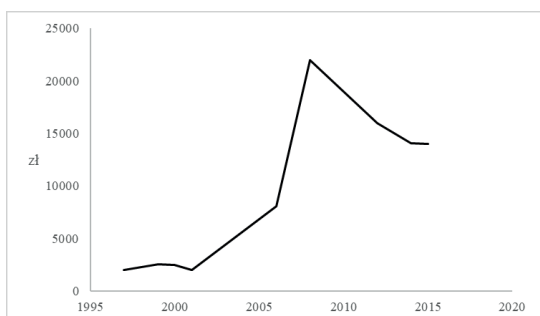
Zmiany cen monety *Nike* 5 zł z 1927
(1996–2015)



Źródło: opracowanie własne.

Wykres 9

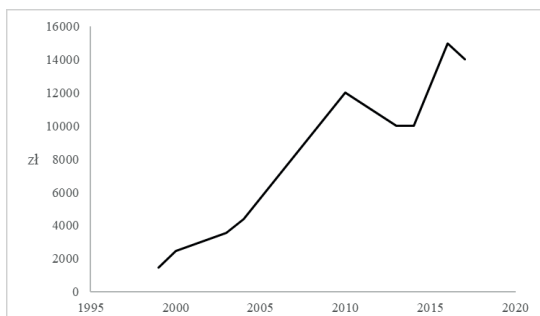
Zmiany cen monety *Głowa kobiety* 2 zł z 1933
(1997–2015)



Źródło: opracowanie własne.

Wykres 10

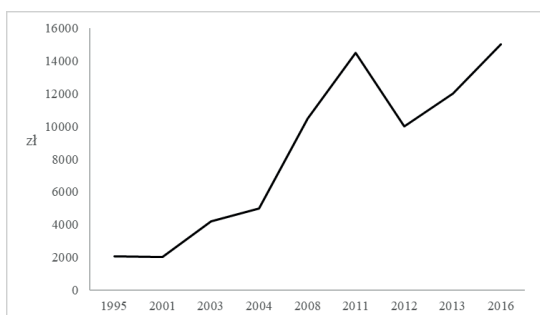
Zmiany cen monety *Jan III Sobieski* 10 zł 1933
(1999–2017)



Źródło: opracowanie własne.

Wykres 11

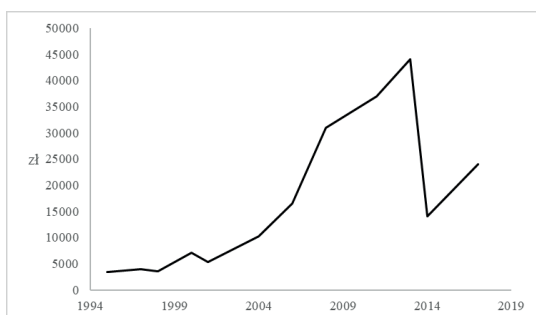
Zmiany cen monety *Romuald Traugutt* 10 zł z 1923
(1995–2016)



Źródło: opracowanie własne.

Wykres 12

Zmiany cen monety *Klamry* 10 zł 1934
(1995–2017)



Źródło: opracowanie własne.

Zmiany cen wyrażonych w złotych polskich 12 monet z kolekcji monet próbnych dwudziestolecia międzywojennego przedstawiono na wykresach 1–12. Ceny transakcyjne monet bez kosztów transakcyjnych, które posłużyły do sporządzenia wykresów, pobrano z portalu Money for Nothing: www.m4n.pl. Na stronie zgromadzono wyniki poszczególnych aukcji badanej kolekcji. Dane zostały potwierdzone za pomocą poaukcyjnych list wynikowych. Koszty transakcyjne wynoszą około 12–15%, podlegają one jednak negocjacji przy sprzedaży lub zakupie większej partii monet. W dalszej części artykułu analizowane są również średnie stopy zwrotu uzyskane przez nabywców monet w stosunku do roku bazowego analizy. Podsumowanie wyników dla podokresów zawarto w tabeli 5.

Tabela 5

Syntetyczna ocena rynku w podziale na podokresy

Podokres	Przeciętny wzrost cen w stosunku do okresu bazowego	Charakterystyka
1995–2003	69%	Początki kształtowania się rynku dostosowanego do realiów gospodarki rynkowej. Relatywnie niewielki wzrost cen w okresie
2004–2006	486%	Okres szybkich wzrostów cen monet
2007–2011	1061%	Ceny transakcyjne biją rekordy. Rozwój rynku monet kolekcjonerskich współczesnych i historycznych
2012–2015	686%	Ostudzenie rynku. Większość monet dalej odnotowuje wzrosty cen
2016–2017	787%	Wolniejszy wzrost cen. Intensywna profesjonalizacja polskiego rynku

Źródło: opracowanie własne.

W punkcie IV opisano czynniki kształtujące ceny monet kolekcjonerskich – ich rzadkość, stopień zachowania, proveniencję oraz czynniki behawioralne – emocje inwestorów. Jednostkowe zmiany cen monet mogą nie mieć wspólnego z ogólną sytuacją rynkową lub trendem występującym w danej grupie. Jednakże biorąc pod uwagę kilkadziesiąt, a w przypadku tego badania – ponad 100 transakcji, można wyodrębnić ogólne kierunki zmiany cen. Będą one analizowane w pięciu podokresach wyróżnionych na podstawie kierunków zmiany cen i fazy rozwoju rynku.

Druga połowa lat dziewięćdziesiątych XX w. i przełom wieków (pierwszy podokres analizy empirycznej) to stabilny, ale relatywnie wolny wzrost cen monet. Cena *Monogramów* w tym podokresie wzrosła o 91%, *Kłęczącego ryccerza* o 72%, *Konstytucji z monogramami* o 210%, *Głowy kobiety i mężczyzny* o 154%, *Kopernika dużego* o 25%. Jedna moneta nie zmieniła ceny – *Głowa kobiety*, a cena innej – *Romuald Traugutt* – spadła o 3%. Przeciętny średni wzrost cen badanych monet wyniósł 69%. Okres ten był początkiem profe-

sjonalizacji polskiego rynku numizmatycznego, powstawały domy aukcyjne, a w kraju następowała akumulacja kapitału. Zmiany cen nie odbiegały jednak znacząco od wzrostu cen pozostałych towarów w tym okresie.

Za ważny dla tego segmentu rynku numizmatycznego można uznać kolejny podokres: lata 2004–2006. Wystąpił wówczas znaczny wzrost cen, tym razem wszystkich badanych monet. Ceny przykładowych monet wzrosły następująco: *Józef Piłsudski* o 133%, *Kobieta z kłosami* o 331%, *Kłęczący rycerz* o 483%, *Konstytucja z monogramami* o 1310%, *Głowa kobiety i mężczyzny* o 279%, *Nike* o 1155%, *Głowa kobiety* o 405%, *Jan III Sobieski* o 204%, *Romuald Traugutt* o 144%, *Klamry* o 385%. Na szczególną uwagę zasługuje w tym okresie wzrost ceny monety *Konstytucja*, na pobicie tego rekordowego notowania trzeba było czekać 8 lat i zrealizował je dopiero numizmat pochodzący ze znakomitej kolekcji Włodzimierza Głuchowskiego. Średni wzrost cen w badanej grupie od początku badanego okresu do roku 2006 wyniósł 483%. Dwie monety w latach 2004–2006 nie były przedmiotem handlu aukcyjnego. Nawet mimo postępującej dezinflacji monety rozpoczęły drogę szybkiego wzrostu cen w ujęciu realnym. Wzrosty wartości numizmatów liczone wcześniej w dziesiątkach procent zmieniały się skokowo w setki procent.

Kolejny podokres – lata 2007–2011 – to czas rekordów aukcyjnych i olbrzymiego wzrostu zainteresowania numizmatyką w Polsce. Powszechny dostęp do emisji monet kolekcjonerskich NBP oraz szeroka ich promocja medialna zainteresowały tym tematem rzesze hobbystów i inwestorów. Liczbę wszystkich nabywców monet w tym okresie szacuje się na 40 000³⁰. Część z nich rozwijała swoje zainteresowania w kierunku bardziej cennych i rzadszych okazów. Wpłynęło to również znacząco na rynek monet próbnych II RP. Część numizmatów w tym okresie osiągnęła ceny niepobite do dzisiaj. Wówczas także swoje triumfy aukcyjne odnosiły Warszawskie Centrum Numizmatyczne oraz Antykwariat Numizmatyczny Pawła Niemczyka (ANPN). Ten ostatni swoim nowoczesnym podejściem przyciągnął do Polski liczne grono zagranicznych inwestorów oraz rozpropagował na świecie polskie domy aukcyjne. Badane monety osiągnęły następujące wzrosty od ceny bazowej (cena z początku okresu badawczego): *Józef Piłsudski* o 967%, *Kobieta z kłosami* o 998%, *Monogramy* o 1088%, *Kłęczący rycerz* o 1067%, *Konstytucja z monogramami* o 1059%, *Głowa kobiety i mężczyzny* o 1971%, *Kopernik duży* o 393%, *Nike* o 1761%, *Głowa kobiety* o 1100%, *Jan III Sobieski* o 728%, *Romuald Traugutt* o 607%, *Klamry* o 988%. Średni wzrost cen wyniósł 1061% (stopa zwrotu za lata 1995–2011). Tylko *Konstytucja z monogramami* nie osiągnęła rekordowego notowania w porównaniu z latami wcześniejszymi. W ciągu 16 lat monety próbne zwiększyły swoją wartość ponaddziesięciokrotnie. Nawet realny wzrost cen, wobec relatywnie niskich już wówczas stóp inflacji, jest imponujący.

Po tak znacznych wzrostach cen nastąpiło „ostudzenie” rynku monet próbnych dwudziestolecia międzywojennego. Część monet w latach 2012–2015 – kolejny wyróżniony podokres – sprzedawana była po niższych cenach. Spadki zanotowały: *Józef Piłsudski* o 47%, *Kobieta z kłosami* o 61%, *Monogramy*

³⁰ Jagielnicki (2011): 94.

o 32%, *Głowa kobiety i mężczyzny* o 66%, *Nike* o 35%, *Głowa kobiety* o 36%, *Jan III Sobieski* o 17%, *Romuald Traugutt* o 17%. Na 12 badanych monet 8 sprzedano taniej niż w poprzednim okresie, 2 – drożej: *Konstytucję z monogramami* oraz *Kopernika Dużego*. Spadek cen w podokresie nie skonsumował zysków, jakie można było osiągnąć od początku badanego okresu. Średnia stopa zwrotu w latach 1995–2015 wyniosła 686%.

Lata 2016–2017 przyniosły przeciętnie niewielkie wzrosty cen i odrabianie strat z lat poprzednich. W przypadku 9 monet nastąpił wzrost cen, 2 monety nie miały żadnego notowania, a cena jednej była niższa niż na poprzedniej aukcji. Średnia stopa zwrotu w latach 1995–2017 wyniosła 789% (obejmuje wszystkie monety, występujące także tylko w poprzednich podokresach). Ostatnie aukcje pozwalają inwestorom z optymizmem oczekiwać na przyszłe wzrosty wartości ich kolekcji. Profesjonalizacja kolejnych domów aukcyjnych prowadzi do przenoszenia handlu polskimi monetami z zagranicznych domów aukcyjnych na rodzimy rynek. Organizowane są specjalne, kilkudniowe aukcje, połączone z wykładami naukowymi i spotkaniami kolekcjonerów. Numizmatyka staje się obiektem zainteresowania mediów biznesowych i funduszy zajmujących się inwestycjami alternatywnymi.

Rynek ten jest jednak wrażliwy na szczególne sytuacje ze względu na relatywnie niską płynność w porównaniu z rynkami inwestycji tradycyjnych. Wejście dużego gracza na rynek może nim znacząco zachwiać, tak jak się prawdopodobnie stało podczas rekordowej hossy i następującej po niej bessy³¹.

Rynek monet próbnych dwudziestolecia międzywojennego nie jest oczywiście miarodajny dla wszystkich kategorii monet, czy nawet monet historycznych, będących w obrocie. Ze względu na swoją specyfikę może podlegać szybkim zmianom związanym nie z ogólnymi trendami na rynku, ale z zachowaniem poszczególnych graczy. Rocznie w obrocie monet będących przedmiotem tych badań jest około 100, maksymalnie 150. Nie jest też łatwe badanie tendencji dotyczących poszczególnych monet, gdyż często się zdarza, że przerwy pomiędzy poszczególnymi aukcjami, na których są one dostępne, są kilkuletnie. Dla obserwacji najlepsze jest przyjęcie wieloletniej optyki, co autorzy starali się przedstawić w niniejszym opracowaniu.

VI. ZAKOŃCZENIE

W artykule scharakteryzowano rynek monet, w szczególności historycznych. Na rynku tym dokonuje się inwestycji o charakterze emocjonalnym. Czynniki kształtujących ceny na tym rynku oraz wyborów inwestorów nie można tym samym sprowadzić do standardowego sposobu analizy inwestycji. W szczególności kwestionować można koncepcję zbudowania portfela in-

³¹ Spekuluje się, że w latach 2007–2011 na rynek wszedł jeden ze znaczących polskich biznesmenów, którego transakcje zakupu, a potem wyprzedaż monet znacząco oddziaływały na ceny.

westycyjnego zawierającego tę klasę aktywów. Dane statystyczne opisujące rynek mają bardzo niską częstotliwość, stąd stosować można najprostsze analizy.

Zgodnie z najlepszą wiedzą autorów w polskim piśmiennictwie ekonomicznym po raz pierwszy pojawiła się również próba dokonania oceny długoterminowych stóp zwrotu z inwestycji w monety historyczne. Ocena ta nie jest pełna: już na etapie doboru próby konieczne było ograniczenie analizy do wybranych egzemplarzy z kolekcji monet próbnych dwudziestolecia międzywojennego ze względu na ograniczoną częstotliwość transakcji. Co więcej, analiza nie obejmuje ryzyka inwestycji. Mimo takich ograniczeń, zmiany cen badanych aktywów pozwalają na wysnucie wniosku o możliwości realizacji wysokich stóp zwrotu na tym rynku. W przeciwieństwie do inwestycji tradycyjnych, rynek monet odnotowywał wysokie wzrosty cen w okresie kryzysu. Z kształtowania się cen monet wysnuć można wniosek o tym, że to czynniki popytowe i podażowe związane z rozwojem samego rynku (wzrost liczby i profesjonalizacja domów aukcyjnych oraz aukcji internetowych w tym szczególnie w segmencie numizmatów, jakim są monety historyczne, wzrost liczby klientów i upowszechnienie inwestycji w monety w ogóle) bardziej niż czynniki ogólnoeconomiczne kształtowały jego zmiany w czasie. Rynek nie zachowywał się cyklicznie ani – jak już wspomniano – nie zareagował na kryzys.

Podkreślić także należy, że nie ma mowy o szerszym otwarciu rynku na inwestorów. Zawieranie transakcji na rynku monet historycznych jest domeną inwestorów-ekspertów. Wielu z nich traktuje monety nie jako formę inwestycji kapitału, ale jako inwestycję emocjonalną. Czynniki behawioralne mają zresztą wpływ na wyniki pojedynczych transakcji.

Artur Chołody

Wyższa Szkoła Bankowa w Poznaniu

a.cholody@fns.com.pl

<https://orcid.org/0000-0001-8362-1184>

Magdalena Szyszko

Wyższa Szkoła Bankowa w Poznaniu

magdalena.szyszko@wsb.poznan.pl

<https://orcid.org/0000-0002-5322-3334>

- Borowski, K. (2010). Zastosowanie rozwiązań bankowości inwestycyjnej w systemie aukcyjnym sprzedaży monet – Kolekcjoner, [w:] J. Szambelańczyk, M. Szyszko (red.), *Problemy rynku finansowych usług inwestycyjnych dla klienta indywidualnego w Polsce*. Zeszyty Naukowe Wyższej Szkoły Bankowej w Poznaniu 30: 95–110.
- Borowski, K. (2016). Rynek inwestycji alternatywnych: od inwestowania w metale i kamienie szlachetne do numizmatyki, skrypofiliistyki i falerystyki. Warszawa: CeDeWu.
- Borowski, K., Chałupczak, K. (2010). Czynniki determinujące ceny monet kolekcjonerskich w Polsce, [w:] B. Filipiak (red.), *Podmioty sektora finansów publicznych wobec ryzyka i niepewności*. Zeszyty Naukowe Wyższej Szkoły Bankowej w Poznaniu 26: 9–20.
- Chałupski, J. (2008). *Specjalizowany katalog monet polskich XX i XXI w. Część druga: II Rzeczpospolita Generalne Gubernatorstwo 1918–1945*. Sosnowiec: Wydawnictwo Jerzy Chałupski.
- Fiedorow-Dawydow, H. (1966). *Monety opowiadają o historii*. Warszawa: PWN.

- Gabryelczyk, K. (red), (2009). *Private asset and wealth management. Nowe instrumenty i usługi finansowe*. Warszawa: C.H. Beck.
- Hutten-Czapski, E. (1957). *Catalogue de la collection des medailles et monnaies polonaises*. Tom 1–5. Graz: Akademische Druck- u. Verlagsanstalt.
- Jagielnicki, A. (2011). *Inwestycje alternatywne. Pierwsze kroki na rynku pozagieldowym*. Gliwice: Helion.
- Jajuga, K., Jajuga, T. (2015). *Inwestycje: instrumenty finansowe, ryzyko finansowe, inżynieria finansowa*. Warszawa: Wydawnictwa Naukowe PWN.
- KPMG (2018). *Rynek dóbr luksusowych w Polsce*. <<https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/pl/pdf/2017/12/pl-Raport-KPMG-Rynek-dobr-luksusowych-w-Polsce-Edycja-2017.pdf>> [dostęp: 25.11.2018].
- Kurpiewski, J. (1988). *Zarys historii pieniądza polskiego*. Warszawa: Polskie Towarzystwo Archeologiczne i Numizmatyczne Komisja Numizmatyczna.
- Marciniak, D. (2017). Pożegnanie dobrej numizmatyki z Allegro. *Przegląd Numizmatyczny* 97: 34–37.
- Marcinkowska, M. (2010). Inwestycje w wino jako przykład inwestycji alternatywnych, [w:] J. Szambelańczyk, M. Szyszko (red.), *Problemy rynku finansowych usług inwestycyjnych dla klienta indywidualnego w Polsce*. Zeszyty Naukowe Wyższej Szkoły Bankowej w Poznaniu 30: 111–127.
- Mikita, M., Pelka, W. (2009). *Rynki inwestycji alternatywnych*. Warszawa: Poltext.
- Mikołajczyk, A. (1988). *Monety stare i nowe*. Warszawa: Arkady.
- Morawski, W. (2008). *Od marki do złotego. Historia finansów Drugiej Rzeczypospolitej*. Warszawa: Wydawnictwa Naukowe PWN.
- Opolski, K., Potocki, T. Świst, T. (2010). *Wealth Management: bankowość dla bogatych*, Warszawa: CeDeWu.
- Parchimowicz, J. (2010). *Monety Rzeczypospolitej Polskiej 1919–1939*. Szczecin: Wydawnictwo Nefryt.
- Pieńkowski, R. (2006a). Stopnie zachowania monet. <<https://www.nbportal.pl/wiedza/numizmatyka/vademecum-kolekcjonera/stan-zachowania/stopnie-rzadkosci>> [dostęp: 10.11.2018].
- Pieńkowski, R. (2006b). Stan zachowania monet. <<https://www.nbportal.pl/wiedza/numizmatyka/vademecum-kolekcjonera/stan-zachowania/stan-zachowania-monet>> [dostęp 10.11.2018].
- Platanakis, E., Sakkas, A., Sutcliffe, C. (2018). Harmful diversification: evidence from alternative investments. *The British Accounting Review*. In press. DOI: 10.1016/J.BAR.2018.08.003.
- Pruchnicka-Grabias, I. (red.) (2017). *Inwestycje alternatywne*. Warszawa: CeDeWu.
- Schmidt, A. (1982). *Próba oceny mennictwa PRL*, [w:] B. Paszkiewicz (red.), *Zagadnienia współczesnej numizmatyki polskiej*. Warszawa: Polskie Towarzystwo Archeologiczne i Numizmatyczne Komisja Numizmatyczna.
- Smith, R.M. (2010). The art of auctions: Christie’s CEO Edward Dolman. *Newsweek*, 2.11.2010. <<https://www.newsweek.com/art-auctions-christies-ceo-edward-dolman-74999>> [dostęp: 12.11.2018].
- Szwagrzyk, A. (1973). *Pieniądz na ziemiach polskich X–XX w.* Wrocław: Zakład Narodowy im. Ossolińskich – Wydawnictwo.
- Szymański, J. (2004). *Nauki pomocnicze historii*. Warszawa: Wydawnictwa Naukowe PWN.
- Witkiewicz, T., Wąsala, K. (2009). *Numizmatyka bez tajemnic*. Szczecin: Wydawnictwo Tomasz Witkiewicz.
- Witkiewicz, T. (2008). *Inwestowanie w monety*. Szczecin: Wydawnictwo Tomasz Witkiewicz.
- Zhang, Y. (2016). Alternative investments in emerging markets: a review and new trends. *Emerging Markets Review* 29(1):1–23.
- Żabiński, Z. (1971). *Zagadnienia prawne numizmatyki*. Warszawa: Polskie Towarzystwo Archeologiczne Komisja Numizmatyczna.

PATTERN COINS OF THE SECOND POLISH REPUBLIC
AS A FORM OF ALTERNATIVE INVESTMENT

S u m m a r y

In this article we describe the pattern coins of the Second Polish Republic, which are a form of alternative (emotional) investment in historical coins. Our motivation to cover this subject is related to an increasing interest in non-standard forms of investment. Moreover, the literature does not provide valuable analysis of this issue. We decided to focus on one collection and follow the development of its market. The time period ranges from the mid-1990s and to the end of 2017. We distinguish five subperiods of analysis. The prices of coins were driven by different demand-side and supply-side factors in these subperiods. We explain the specifics of the coin market and the drivers of coin prices, also highlighting the difficulties that arise when examining this market.

Keywords: JEL: G11, G19; emotional investments; numismatics; rate of return