



**Maciej Bitner**  
- Główny  
Ekonomista Wealth  
Solutions

### **Ile naprawdę można zarobić na złocie?**

O zarabianiu na inwestycjach w złoto można mówić właściwie dopiero od roku 1974. Wtedy to bowiem zniesiono w Stanach Zjednoczonych obowiązujący od 1933 roku zakaz posiadania złota inwestycyjnego. Pierwszym pełnym rokiem, podczas którego można było zainwestować w złoto był więc rok 1975. Od tego czasu do 2010 roku średnia roczna stopa zwrotu ze złotej inwestycji wyniosła 8,5%. Nie jest to dużo, biorąc pod uwagę, że na akcjach amerykańskich w tym czasie średnio rocznie zarabiano się 13,1%, a średnia inflacja wyniosła 4,3%.

Stopy zwrotu z inwestycji w złoto cechują się bardzo wysoką zmiennością. Odchylenie standardowe rocznych stóp zwrotu w latach 1975-2010 wyniosło 26,5%, czyli znacznie więcej niż na rynkach akcji i obligacji (odpowiednio 17% i 10%). Stosunek zysku do ryzyka dla inwestycji w złoto nie wypada więc dobrze – jest ono bardziej ryzykowne niż akcje, a przynosi stopę zwrotu bardziej zbliżoną do obligacji skarbowych. Czy zatem nie ma sensu kupowanie kruszcu?

### **„Ujemna korelacja jednocześnie z rynkiem akcji i obligacji powoduje, że złoto kryje w sobie olbrzymi potencjał dywersyfikacyjny”**

Niekoniecznie. Z perspektywy całego portfela inwestycyjnego złoto prezentuje się bowiem znacznie lepiej. Ujemna korelacja jednocześnie z rynkiem akcji i obligacji powoduje, że złoto kryje w sobie olbrzymi potencjał dywersyfikacyjny. Stosunek zysku do ryzyka w portfelu złożonym z akcji i obligacji bardzo poprawia się po dodaniu do niego złota. Udział złota na poziomie 15-20% wydaje się godnym rozważenia dodatkiem do tradycyjnego portfela.

### **Kiedy można zarobić na złocie?**

Obiegowa opinia mówi, że złoto dobrze sprawdza się w czasie kryzysów i zawirowań na rynku. Postanowili sprawdzić to analitycy Comerzbanku, który przyjrzeni się zmianom notowań kruszcu w chwili załamania na rynkach akcji, obligacji, towarów oraz gwałtownego wzrostu inflacji. Zbadano miesięczne stopy zwrotu z inwestycji w złoto w trakcie dwudziestu pięciu miesięcy cechujących się największym spadkiem cen wymienionych aktywów (lub odpowiednio wzrostem inflacji) na przestrzeni ostatnich 40 lat.

Wnioski są bardzo budujące dla zwolenników inwestycji w złoto. Średnia stopa zwrotu z kruszcu w miesiącu, w którym nastąpiło załamanie na rynku akcji (średni spadek cen o 10,1%) wyniosła 0,9%, a w przypadku przeceny obligacji amerykańskich 0,1%. Złoto broniło się przed spadkami w trakcie przeceny na rynkach towarowych, okazywało się też najlepszym zabezpieczeniem w trakcie gwałtownych wzrostów inflacji – jego wartość rosła wtedy średnio miesięcznie o 4,3%. Bardzo dobrze złoto sprawdzało się także, gdy rosła zmienność na rynkach. Dwadzieścia pięć największych miesięcznych wzrostów indeksu VIX przyniosło średnio wzrost ceny złota o 0,9%.

By uzupełnić ten, może nieco nazbyt optymistyczny obraz, należy dodać, że od przedstawionej prawidłowości są istotne wyjątki. Najbardziej spektakularny miał miejsce w październiku 2008, który był drugim najgorszym miesiącem dla rynku akcji w ciągu minionych czterech dekad. Złoto odnotowało w tym czasie także znaczący spadek – aż o 17%. Z podobną sytuacją, choć na mniejszą skalę mieliśmy do czynienia we wrześniu tego roku. Przecenie na rynku akcji i towarów towarzyszył także spadek ceny złota o 11%.

### **Od czego zależy popyt na złoto?**

Odbiorcy złota dzielą się na trzy grupy. Pierwszą stanowią jubilerzy, na których w tej chwili przypada około 53% zużycia tego metalu. Druga grupa to inwestorzy, którzy stanowią 35% popytu. Zalicza się do nich kolekcjonerów, którzy są na pewno w wyraźnej mniejszości, ale trudno oszacować, ilu ich jest, ponieważ nie wiadomo dokładnie, jakim motywem kierują się kupujący monety czy medaliony. Ostatnią grupę stanowią odbiorcy przemysłowi, używający 12% sprzedawanego rocznie złota. Co decyduje o zakupach każdej z tych grup?



Wyroby jubilerskie cieszą się zainteresowaniem na całym świecie, jednak zupełnie inne są perspektywy dla tego rynku w krajach rozwijających się i rozwiniętych. Już w tej chwili popyt w Indiach i w Chinach stanowi odpowiednio 32% i 23% światowego zużycia. Dla porównania w USA jest to jedynie 5% i nie widać, by tendencja spadku znaczenia krajów rozwiniętych dla światowego rynku jubilerskiego uległa odwróceniu. W Europie Zachodniej i w USA ze względu na wysokie ceny złota więcej oddaje się starej biżuterii do skupu niż kupuje nowej. Z kolei w Turcji, Wietnamie czy w krajach Zatoki Perskiej zużycie dynamicznie rośnie.

### „Patrząc jednak w nieco dłuższej perspektywie, popyt jubilerski jest w odwrocie”

Patrząc jednak w nieco dłuższej perspektywie, popyt jubilerski jest w odwrocie. W 2001 roku przeznaczono na wyroby jubilerskie 80% (3000 ton) zakupionego złota, a w 2010 jedynie 50% (2000 ton). Jego miejsce zajmuje popyt inwestycyjny, którego udział dziesięć lat temu nie przekraczał 10%. Choć zakupy inwestorów zaczęły rosnąć już od roku 2005, to prawdziwy przełom nastąpił w roku 2008, kiedy to popyt inwestycyjny podwoił się wraz z nastaniem kryzysu finansowego. Kolejne lata także przyniosły dalszy wzrost zainteresowania inwestorów. Ważną rolę odegrały w tym fundusze ETF, które w prosty i tani sposób pozwalają ulokować oszczędności w złocie.

Popyt przemysłowy, głównie ze strony producentów elektroniki oraz wyrobów stomatologicznych, cechuje się znacznie mniejszą zmiennością. Wykazuje stabilny trend wzrostowy, choć zmienia się jego struktura ze względu na coraz mniejszą popularność stosowania złota w charakterze protez dentystycznych.

### Od czego zależy podaż złota?

Na pytanie o podaż złota odpowiedzieć jest znacznie trudniej. Podaż kruszcu bowiem teoretycznie jest ogromna. Wynika to z tego, że złoto się nie zużywa – cały kruszec wydobyty od początku ludzkości znajduje się na powierzchni. World Gold Council szacuje, że jest to około 170 tysięcy ton. Ponad połowa rozproszona jest w formie biżuterii na całym świecie. Około 18% posiadają banki centralne, 16% mieści się w monetach medalach i sztabach, a 12% w wyrobach przemysłowych. Znacznej części tego złota nie da się w praktyce odzyskać, choćby dlatego, że jego posiadacze nie chcą się z nim rozstać.

Im większa jednak cena złota, tym bardziej posiadacze złotych przedmiotów skłonni są oddać je do przetopu.

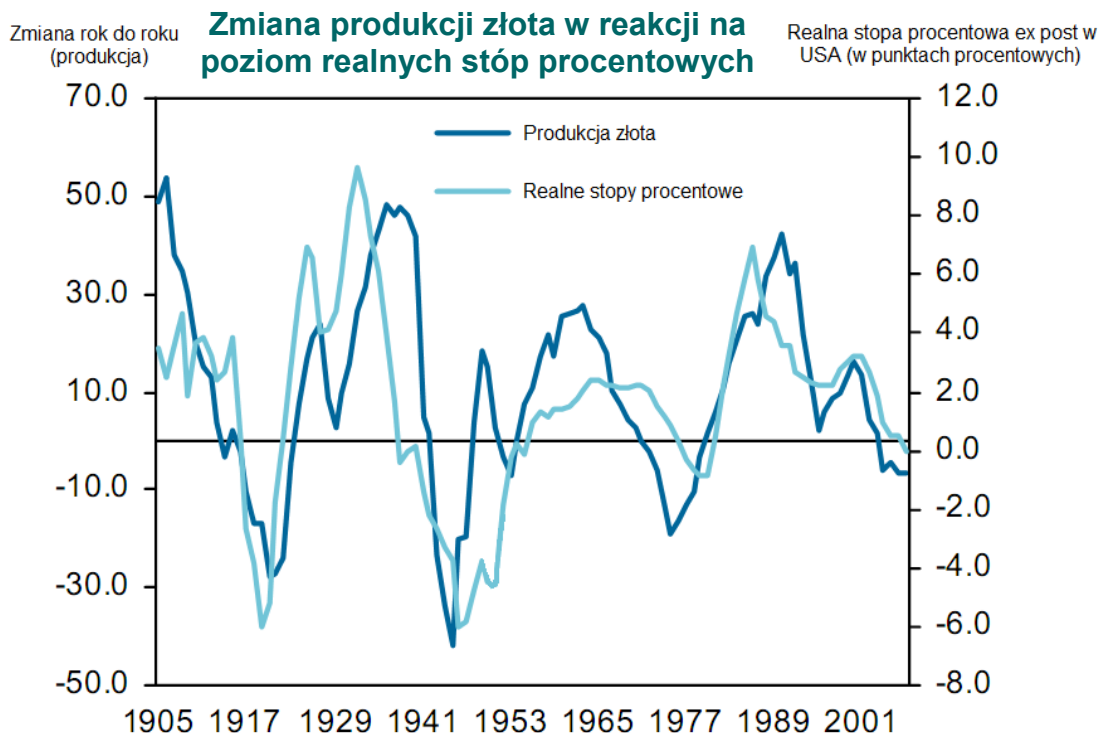
Z tego powodu bardzo duży udział w bieżącej (rocznej) podaży złota ma recykling złotego złomu – od 30% do nawet 50%. Pozostałą część podaży stanowi urobek z kopalń. Wydobyte złoto w ostatnich latach wyraźnie wzrosło i wszystko wskazuje na to, że rok 2011 będzie najlepszym, jeśli chodzi o produkcję złota, która przekroczy zapewne 2700 ton.

### Ilość złota na świecie

Forma	Tony złota
Łączna ilość złota na powierzchni	170000
Biżuteria	88400
Złoto w posiadaniu banków centralnych	30600
Złoto lokacyjne	27200
Złoto w wyrobach przemysłowych	20400

Rezerwy banków centralnych	Tony złota
Stany Zjednoczone	8133.5
Niemcy	3401
Międzynarodowy Fundusz Walutowy	2814.1
Włochy	2451.8
Francja	2435.4
Chiny	1054.1
Szwajcaria	1040.1
Japonia	765.2
Rosja	836.7
Holandia	612.5
Indie	557.7
Europejski Bank Centralny	501.4
Tajwan	423.6
Portugalia	382.5
Strefa Euro (łącznie)	10793.4

Źródło: World Gold Council



Źródło: Goldman Sachs

W przeszłości ważnym czynnikiem zwiększającym ilość pojawiającego się na rynku złota była jego sprzedaż przez banki centralne. Rocznie na rynek trafiało z tego tytułu około 400 ton złota. Kryzys finansowy zmienił jednak politykę rezerw banków do tego stopnia, że w ciągu ostatniego roku sprzedały jedynie tonę złota.

### Banki centralne i złoto

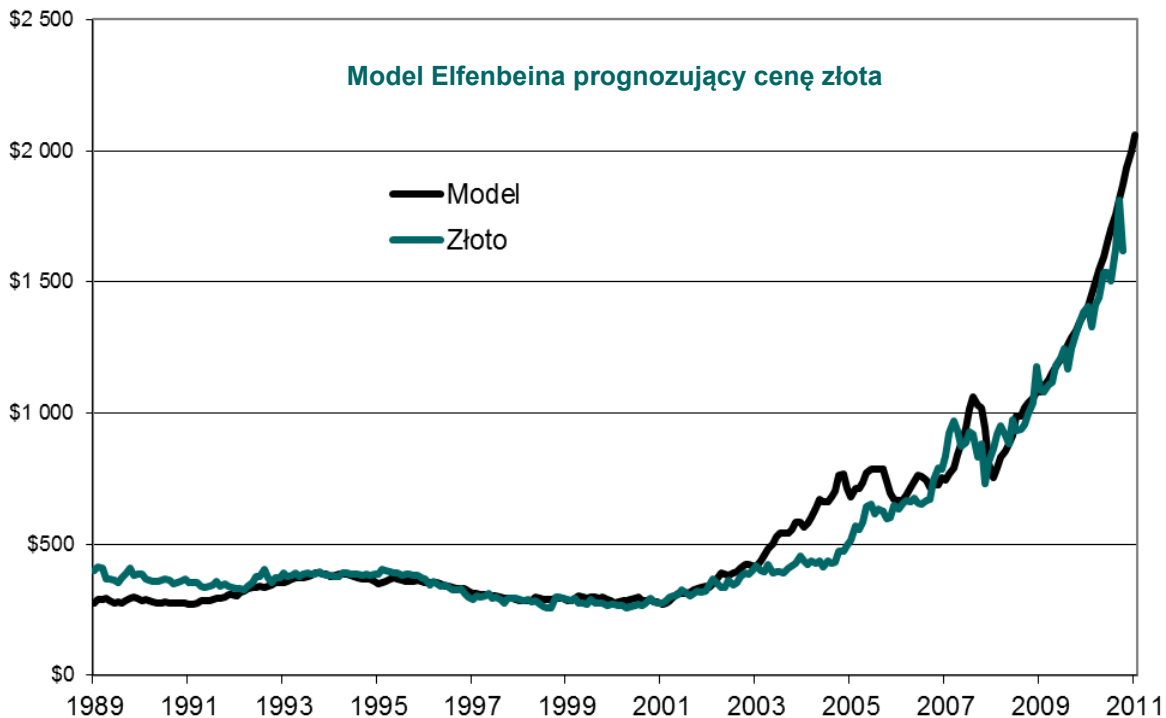
Istotnym graczem na rynku złota od lat są banki centralne. Nadal największymi posiadaczami kruszcu są kraje, które były filarami systemu z Bretton Woods, czyli Stany Zjednoczone, Niemcy, Francja i Włochy. Istotnemu uszczupleniu uległy natomiast złote rezerwy Wielkiej Brytanii i Szwajcarii, które sprzedały większość z posiadanego w 1971 roku metalu. Rośnie za to udział banków z krajów rozwijających się, zwłaszcza azjatyckich. Głównymi kupującymi na rynku złota w ostatnich latach były banki Rosji, Chin i Indii. Warto zauważyć, że Brazylia, często wymieniana w innych kontekstach razem z tymi trzema krajami, posiada symboliczne rezerwy złota i nie wykazuje zamiarów ich zwiększenia.

Agresywnie działają za to na rynku złota banki centralne nieco mniejszych krajów takich jak Pakistan, Meksyk, Wenezuela czy Tajlandia. Co ciekawe działalność spekulacyjna ze strony banków centralnych nie jest zjawiskiem bezprecedensowym. Gdy ostatnio złoto tak mocno drożało (w drugiej połowie lat 70-tych),

liczne banki centralne zaczęły je masowo akumulować. Nie warto jednak bezrefleksyjnie naśladować ich zachowania. Instytucje te bowiem kupują złoto wtedy, kiedy jest drogie, a sprzedają gdy jest tanie. Jedyny bank, któremu udało się zrobić odwrotnie (sprzedał w 1980 i kupił w 1998) to NBP.

Choć zakupy ze strony banków centralnych stanowią w tej chwili istotne wsparcie dla ceny złota, to duże jego zasoby, które znajdują się cały czas w skarbach, stanowią także czynnik ryzyka. Najwięksi posiadacze pewnie nie zamierzają w tym momencie gwałtownie wyprzedawać swoich zasobów, jednak można wyobrazić sobie okoliczności, w których musieliby to zrobić. Na przykład zasoby złota Włoch i Portugalii wystarczyłyby dla zaspokojenia potrzeb pożyczkowych tych krajów na kilka lat. Dzięki sprzedaży rezerw mogłyby w razie potrzeby także obniżyć swoje zadłużenie. Z jednej strony więc eskalacja napięć wokół długu krajów strefy euro prowadzi do wzrostu ceny złota, z drugiej może wywołać gwałtowny jej spadek, gdy zagrożone kraje zaczną sprzedawać swoje rezerwy zachęczone wysokimi cenami. Ta obawa nie dotyczy jedynie krajów rozwiniętych. Gdy złoto biło ostatnio rekordy, część z nich sprzedawała swoje rezerwy m.in. Filipiny i Sri Lanka.

## Gold Vs. Model



Źródło: Ibbotson Associates, *Crossing Wall Street*, obliczenia własne autora

### Od czego zależy cena złota?

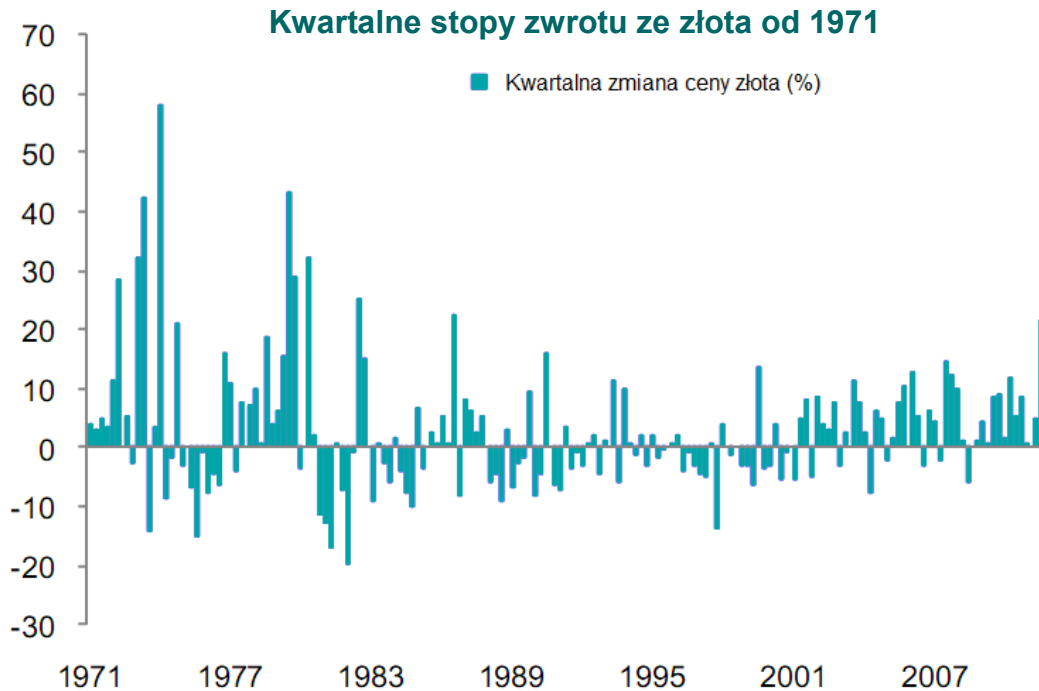
Choć, jak w przypadku każdego towaru na rynku, cena złota zależy od popytu i podaży, można próbować modelować ją bezpośrednio, czyli spróbować odpowiedzieć na pytanie, ile naprawdę powinno kosztować złoto. W podobny sposób wycenia się akcje i obligacje – nikt w tym celu nie zastanawia się nad popytem i podażą tych aktywów. Nasze wcześniejsze rozważania nie były jednak nie na miejscu, gdyż bezpośrednio modelowanie cen złota jest znacznie trudniejsze.

### „cena złota powinna być tym wyższa im niższe są realne stopy procentowe”

Dzieje się tak z jednego prostego powodu. Do wyceny złota nie da się zastosować zasady, że aktywo warte jest tyle, ile wynosi suma zdyskontowanych przepływów pieniężnych, które generuje. Kruszcem bowiem nie generuje żadnych przepływów (chyba, że ujemne, jeśli płacimy za jego przechowanie), z czego wynikałoby, że ma zerową wartość. Czy w takim razie policzenie teoretycznej ceny złota w ogóle nie jest możliwe?

Choć nie istnieje powszechnie uznany model ceny złota podobny do modelu Gordona dla rynku akcji, ekonomiści podkreślają jedną istotną zależność. Zgodnie z zasadami ekonomiki zasobów nieodnawialnych sformułowanymi przez Hotellinga, cena złota powinna być tym wyższa im niższe są realne stopy procentowe. W oparciu o ten związek budowane są modele wiążące skorygowane o inflację stopy zwrotu z amerykańskich papierów skarbowych z ceną złota.

Nie najgorzej sprawdza się model Eddy'ego Elfenbeina, który zakłada, że cena złota rośnie, jeśli realna stopa zwrotu z amerykańskich bonów skarbowych jest niższa niż 2% i maleje, jeżeli przekracza tę wartość. Zgodnie z szacunkami dla lat 1995-2009 każdy punkt procentowy różnicy między dwoma procentami a realnym rocznym zwrotem z inwestycji w bony skarbowe przekłada się na wzrost ceny złota o 8 procent. Przykładowo, jeżeli realna stopa zwrotu z inwestycji w bony skarbowe w tym roku wyniesie -3%, to złoto powinno wzrosnąć o 40%. Aktualizacja obliczeń Elfenbeina na 2010 i 2011 rok (przy zachowaniu jego parametrów) wskazuje, że w tym roku cena złota powinna sięgnąć 2000 dolarów za uncję już w grudniu.



*Źródło: Deutsche Bank*

### Czy złoto jest przeszacowane?

Dziesięć lat nieprzerwanych wzrostów ceny złota, które zaowocowały ponad sześciokrotnym wzrostem jego wartości, powoduje, że wielu analityków jest przekonanych, że na rynku złota mamy do czynienia z bańką spekulacyjną. Gdy porówna się wzrost cen złota do spekulacyjnych ekscesów minionych dekad, to gwałtowniejszy był jedynie wzrost indeksu Nasdaq przed 2000 rokiem. Ciekawe zestawienie, przygotowane przez Deutsche Bank, próbuje urealnić rekord złota ustanowiony w 1980 roku za pomocą innych wskaźników niż tylko wzrost cen konsumpcyjnych. Wnioski z tej analizy wydają się uspokajające – ekstremalne poziomy cen złota bliższe są 2200 dolarów za uncje niż wartościom oglądanym obecnie.

Wielu nie daje się jednak przekonać takim zapewnieniom. Wskazują oni, że w perspektywie dłuższej niż kilka dekad złoto nie generuje tak naprawdę żadnych stóp zwrotu. Wysokie wzrosty cen złota w latach 70-tych oraz obecnie są jedynie wyjątkiem od obowiązującej od co najmniej stu lat reguły, że złoto jedynie chroni realną wartość, ale jej nie pomnaża. Przykładowo sztaba złota kupiona w 1900 roku i sprzedana na początku lat 70-tych przyniosłaby utratę co najmniej kilkunastu procent realnej wartości kapitału. Fala wzrostowa z lat 70-tych została zaś w kolejnych piętnastu latach całkowicie zniesiona – złoto realnie kosztowało w połowie lat 90-

tych tyle samo, co 25 lat wcześniej. W myśl tego podejścia obecne wzrosty to kolejna bańka, która prędej czy później pęknie.

**„Rzeczywiście na rynku złota widać szereg sygnałów, które wskazują na niecodzienne zainteresowanie inwestorów żółtym metalem.”**

Rzeczywiście na rynku złota widać szereg sygnałów, które wskazują na niecodzienne zainteresowanie inwestorów żółtym metalem. W ostatnich trzech latach znacząco wzrosła ilość reklam zachęcających do inwestowania w złoto, o wiele częściej też (w różnych krajach) ludzie sami wyszukują w Internecie informacji na temat inwestowania w kruszce, wzrosło także zainteresowanie mediów. Fizyczne złoto w postaci sztabek i monet kupuje wielu ludzi, którzy bezkrytycznie wierzą, że jest to inwestycja odporna na kryzys, która przyniesie wysoką stopę zwrotu w każdych warunkach rynkowych. Moment, w którym zrozumieją, że tak nie jest, może doprowadzić do bardzo znaczącego spadku cen w wyniku masowego pozbywania się złotych aktywów i zniechęcenia inwestorów do tego rynku.

### Nominalny rekord ceny złota ze stycznia 1980 (850 dolarów za uncję)

Urealniona indeksem cen dóbr produkcyjnych (PPI)	1455
W odniesieniu do udziału w globalnym PKB	1550
Urealniona indeksem cen konsumpcyjnych (CPI)	1880
W odniesieniu do metali nieszlachetnych	2100
W odniesieniu do dochodu per capita	2410
W odniesieniu do ceny ropy naftowej	2890
W odniesieniu do indeksu S&P500	2960
Średnia	2178

Źródło: Deutsche Bank

Z drugiej jednak strony wzrosty złota w minionej dekadzie nie były na pewno wyłącznie wynikiem spekulacji. Realne czynniki po stronie popytu i podaży także odegrały znaczącą rolę, a sentyment inwestorów nie musi odwrócić się od kruszców gwałtownie, zwłaszcza w Chinach, gdzie nie ma dla nich dobrej alternatywy inwestycyjnej. Udział złota w globalnych aktywach finansowych w 2010 szacuje się na 0,7%, co z pewnością daje jeszcze inwestorom przestrzeń na zakupy.

### Jak zainwestować w złoto?

Tradycyjnie zainwestować w złoto można było na dwa sposoby. Po pierwsze można nabyć fizyczne złoto w formie monet lub sztabek. Po drugie można zakupić kontrakt terminowy na złoto i odnawiać go co kilka miesięcy zgodnie z harmonogramem dyktowanym przez giełdę w Chicago (CME). Obydwie metody wejścia na rynek złota mają jednak tak zasadnicze wady, że trudno polecać je indywidualnemu inwestorowi.

Sztabki i monety nie są dobre z trzech powodów. Są drogie w zakupie – w mennicy w Warszawie trzeba zapłacić o ok. 8% więcej za sztabkę i 12% za monetę w stosunku do ceny złota na giełdzie w Londynie. Nie są też zbyt płynne – sprzedaż ich mennicy także wiąże się ze stratą około 6%, a szukanie kupca na własną rękę poprzez portale aukcyjne może zająć sporo czasu. Ostatni problem dotyczy przechowywania złota. Możemy wprawdzie robić to w domu, ale jest to bardzo ryzykowne. Mennica oferuje wprawdzie usługę przechowania i to dość tanio (stała opłata 99 zł rocznie), ale tylko dla swoich klientów.

Kontrakty terminowe nie mają żadnych wad fizycznego złota, ale za to wymagają bardzo dużych pieniędzy, by w ogóle wejść na rynek. Najpopularniejszy kontrakt opiewający na 100 uncji złota wart jest bowiem ponad 160 tys. dolarów. Jeżeli chcesz uniknąć dźwigni, lokując przy tym jedynie 10% portfela w złoto, trzeba dysponować aktywami wysokości około 5 milionów złotych. Alternatywą jest nieco mniej płynny kontrakt mini gold opiewający na 33 uncje lub inwestycja z dźwignią.

Na szczęście przed inwestorami kilka lat temu otworzyła się jeszcze lepsza możliwość. Są nią fundusze ETF, które inwestują w fizyczne złoto kupowane i przechowywane w naprawdę hurtowych ilościach. Największy taki fundusz SPDR Gold Shares zgromadził już ponad 1200 ton kruszcu, a łączne aktywa funduszy ETF na świecie przekraczają 2000 ton. Zakup funduszy jest prosty, gdyż notowane są na giełdach tak jak akcje. Do tego dochodzi wysoka płynność i niskie koszty zarządzania (ok. 0,4% rocznie). Jedynym mankamentem jest konieczność otwarcia rachunku maklerskiego dającego dostęp do giełd zagranicznych (na przykład we Frankfurcie) Niektóre biura maklerskie w Polsce oferują taką możliwość.

Na GPW złotych ETF-ów ciągle niestety nie ma. Jeżeli ktoś upierałby się, by pozostać na krajowym parkiecie, może nabyć certyfikat funduszu zamkniętego Investors Gold. Choć w dłuższej perspektywie wartość certyfikatu podąża za ceną złota, to zdarzają się poważne odchylenia. Przykładowo w sierpniu tego roku wycena certyfikatu wzrosła o 5,7%, podczas gdy złoto zdrożało o 12,3%. Różnica wynika z faktu, że fundusz inwestuje także w srebro oraz akcje spółek wydobywczych i aktywnie zarządza portfelem, co ma usprawiedliwić wysoką 3% opłatę za zarządzanie.



### Czy warto zainwestować w złoto?

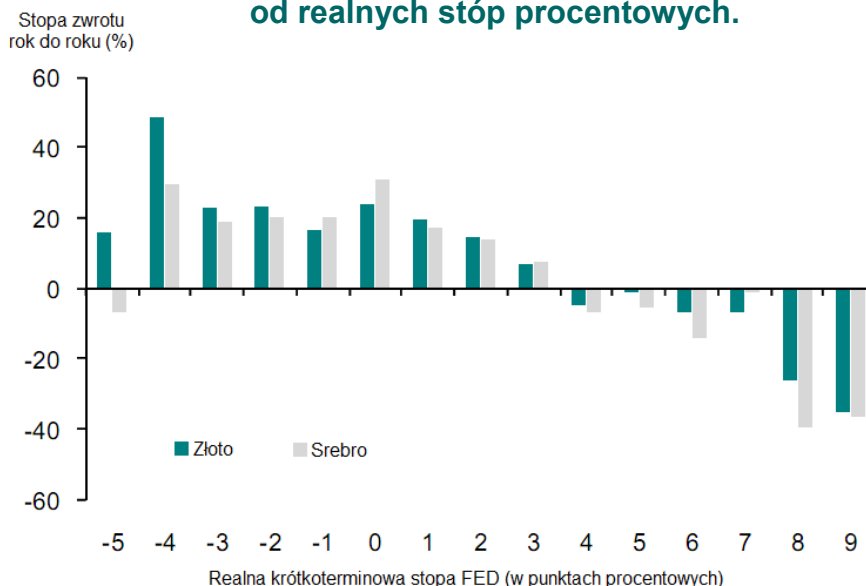
Powyższa analiza zmierza do odpowiedzi na kluczowe pytanie – czy warto już dziś włączyć złoto do swojego portfela inwestycyjnego? Choć, jak widzieliśmy, czynników do przeanalizowania jest wiele, ostateczna odpowiedź zależy przede wszystkim od naszych przekonań odnośnie jednej kwestii – kryzysu światowego. To panika na rynkach finansowych i zamieszanie najpierw wokół banków, później wokół rządów, zmieniły diametralnie sytuację na rynku złota. Banki centralne zaprzestały sprzedaży kruszcu, spadły realne stopy procentowe, a inwestorzy w obawie przed prawdziwymi lub wymagowanymi zagrożeniami zaczęli masowo akumulować złoto.

Jeśli sytuacja na rynkach na dobre się nie uspokoi, zapoczątkowane w ostatnich trzech latach tendencje, będą nadal trwały. Jeżeli jednak kryzys wreszcie ustąpi, złoto czeka przecena, ponieważ jak na normalne warunki jest zdecydowanie zbyt drogie. Trudno oczekiwać poprawy na giełdach i w gospodarce światowej w ciągu najbliższego roku. Nie na darmo mówi się choćby o nadchodzącej recesji w strefie euro. Jak długo

jednak? Dwa lata? Niektórzy wieszczą nawet, że kryzys pozostanie z nami do końca dekady i Zachód czekają stracone lata podobne do doświadczeń Japonii z lat 90-tych. Inni przekonani są, że wyjście z ogromnych długów możliwe jest tylko za cenę wysokiej inflacji, która jeszcze bardziej sprzyja inwestycjom w złoto.

W perspektywie najbliższego roku wydaje się, że te wszystkie obawy ciągle będą z nami. Nie ma też podstaw, by spodziewać się podwyżki stóp procentowych przez którykolwiek z głównych banków centralnych. Ostatnia korekta powoduje, że moment wejścia w inwestycję jest znacznie atrakcyjniejszy niż na początku września, gdy cena złota ustanowiła rekord wszechczasów na poziomie 1920 dolarów za uncję. W krótko lub nawet średnioterminowej perspektywie kruszec może dać sporo zarobić. W dłuższym terminie jednak należy wykazać dalekoidącą ostrożność i nie wierzyć ślepo pesymistom. Lepiej w takiej sytuacji rozważyć raz jeszcze tradycyjne aktywa lub pomyśleć o inwestycjach alternatywnych, o których nie mówi jeszcze cały świat. Posiadanie złota wtedy, gdy wszyscy będą się go pozbywać, nie jest dobrym pomysłem.

### Stopy zwrotu ze srebra i złota w zależności od realnych stóp procentowych.



Źródło: Deutsche Bank

[Wealth Solutions](#) to unikalna spółka wśród firm z branży doradztwa finansowego. Zgodnie z mottem: „inwestuj inaczej, zarabiaj więcej”, skupia się na tworzeniu wyróżniających się na rynku, autorskich produktów inwestycyjnych. Jest największą w Europie Środkowej firmą zajmującą się inwestycjami w wino, tworzy unikalne propozycje grupowego inwestowania w ziemię oraz wyróżniające się na rynku produkty strukturyzowane. W jej ofercie znajdują się również inwestycje w dzieła sztuki, czy szeroka paleta kredytów dla firm i klientów indywidualnych.