



PROGNOZA DLA CEN ZŁOTA

PROGNOZA DLA CEN ZŁOTA

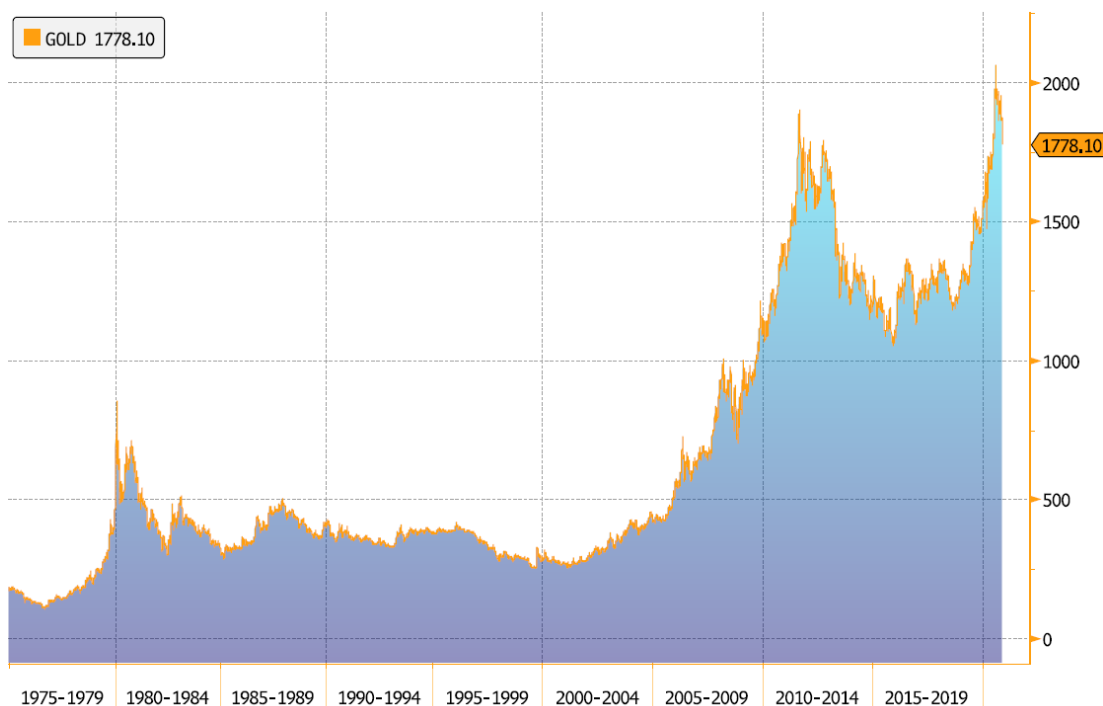
30 LISTOPADA 2020, CENA: 1778 USD/OZ

5-LETNIA PROGNOZA, CENA: 5325 USD/OZ

ARGUMENTY ZA ZŁOTEM

1. Metal od wieków przechowujący wartość pieniądza
2. Ograniczone złoża
3. Najniższe stopy procentowe w historii
4. Nieograniczony dodruk dolarów
5. Potencjalny wzrost inflacji
6. Wciąż atrakcyjna cena złota

Ceny złota w latach 1975-2019



Złoto	3M	6M	1Y	3Y	5Y	10Y	20Y	30Y	50Y
stopa zwrotu	-9,5%	2,8%	21,5%	39,8%	67,1%	28,1%	561,0%	362,0%	4595,3%
stopa zwrotu p.a.				11,8%	10,8%	2,5%	9,9%	5,2%	8,0%

Źródło: Terminal Bloomberg, 30.11.2020

Czy złoto w tej chwili jest drogie?

	1980	2011	11.2020
Cena złota a baza monetarna USA			
Baza monetarna (w mld USD)	155 000	2 637 000	4 917 200
Cena złota (USD/oz)	850	1 900	1 778
Szacowana podaż złota (w mln oz)	2 469	5 644	6 702
Relacja wartości złota do bazy monetarnej	1,35%	0,41%	0,24%
Przyjęty udział do wyceny	20%	80%	
Wycena złota przy obecnej bazie monetarnej		\$4 373	
Cena złota a Indeks S&P 500			
S&P 500	110	1 100	3 622
Cena złota (USD/oz)	850	1 900	1 778
Szacowana podaż złota (w mln oz)	2 469	5 644	6 702
Relacja ceny złota do Indeksu S&P 500	7,73	1,73	0,49
Przyjęty udział do wyceny	20%	80%	
Wycena złota przy obecnym kursie S&P 500		\$6 277	
Średnia wycena		\$5 325	

ANALIZA ZŁOTA

Złoto jest specyficznym aktywem, którego nie da się wycenić tak jak wycenia się chociażby spółki, stosując metodę zdyskontowanych przepływów pieniężnych czy metodę porównawczą. Wartość złota tak naprawdę jest w dużej mierze zależna od tego w jaki sposób postrzegane jest ono przez inwestorów w danym momencie. Dlatego trudno jest stwierdzić kiedy złoto jest już zbyt drogie, choć można odnieść się do tego ile wynosiła jego cena w stosunku do panujących warunków rynkowych w przeszłości. Złoto grało ważną rolę w historii pieniądza, ponieważ w starożytności było wykorzystywane jako powszechny środek płatniczy, a jeszcze 50 lat temu było ono zabezpieczeniem dla drukowanego pieniądza. Obecnie jednak żyjemy w czasach „nowej ekonomii”, gdzie banki centralne wykorzystują nowe narzędzia polityki monetarnej, aby uchronić gospodarkę przed recesją. Mimo że nie udało się uniknąć spowolnienia gospodarczego wiosną, to jednak marcowe problemy gospodarcze skutecznie zadrukowano, dzięki czemu tak szybko poradziliśmy sobie z kryzysem. Rynki finansowe zostały wsparte przez banki centralne, a przedsiębiorstwa i społeczeństwo przez rządy. Oczywiście ma to swoje skutki uboczne. Na rynek trafiło bardzo dużo nowego pieniądza, praktycznie w każdym miejscu na świecie. Kluczowa jest jednak podaż amerykańskiej waluty ze względu na fakt, że dolar amerykański jest walutą rezerwową i to właśnie w tej walucie wycenia się aktywa globalne, między innymi złoto.

1. Ilość pieniądza w gospodarce a kurs złota

Jeszcze nie tak dawno, bo w drugiej połowie XX wieku, obowiązywał system dewizowo-złoty. System ten był gwarantem konserwatywnej polityki monetarnej prowadzonej przez banki centralne. Dodruk nowej waluty musiał mieć odzwierciedlenie w posiadanych rezerwach złota, dzięki czemu podaż waluty była mocno ograniczona. Celem powstania tego systemu było przywrócenie zaufania do pieniądza. Stały parytet wymiany dolara amerykańskiego na złoto sztywno trzymał cenę tego metalu. Uwolnienie kursu złota skutkowało ogromną hossą podczas której ceny żółtego metalu wzrosły z poziomu \$35 do \$850.

Złoto a ilość dolarów w obiegu

	1980	2011	11.2020
Baza monetarna (w mld usd)	155 000	2 637 000	4 917 200
Cena złota (USD/oz)	850	1 900	1 778
Szacowane zapasy złota (w tonach)	70 000	160 000	190 000
Wartość zapasów złota (w mld usd)	2 099	10 723	11 903
Relacja wartości złota do bazy monetarnej	1,35%	0,41%	0,24%

Do przedstawienia rozmiaru dodruku pieniądza obecnie wykorzystaliśmy wartość bazy monetarnej Stanów Zjednoczonych, czyli ilość dolarów w obiegu

oraz rezerwy banków komercyjnych na rachunkach w banku centralnym. Wybrane okresy do analizy to ostatnie dwa szczyty hossy oraz obecna sytuacja. Jak widzimy, przez ostatnie 40 lat znacznie szybciej przybywa dolarów w obiegu niż rezerw złota, a cena złota nie podąża za tym trendem. Świadczy to o niedowartościowaniu złotego metalu w stosunku do ilości drukowanych dolarów. Gdyby wartość całego złota podążała liniowo za dodrukiem dolarów, to obecna cena złota powinna być znacznie wyższa niż obecnie i sięgać powyżej \$4.000. Przyjmując ilość pieniądza jako parametr główny dla ceny złota, obecna cena złotego metalu jest wciąż bardzo niska i wciąż mamy potencjał dla dalszych wzrostów. Oczywiście przyjmujemy tutaj niezmienną ilość pieniądza w obiegu, natomiast dodruk dolarów nieustannie trwa, więc w przyszłości docelowa cena będzie jeszcze rosła.

2. Cena złota na tle amerykańskiego rynku akcji

Największy wpływ na cenę złota ma migracja kapitału. Inwestorzy ciągle przenoszą swój kapitał pomiędzy rynkami. Jedną z alternatyw inwestycyjnych dla złota są z pewnością amerykańskie akcje. W momencie, gdy akcje są drogie, inwestorzy przenoszą swój kapitał na inne rynki, chociażby na rynek metali szlachetnych. Tak było w 2000 roku. Natomiast, gdy ceny złota są wysokie, to inwestorzy przenoszą swój kapitał na rynki akcyjne. Taką sytuację mieliśmy chociażby w 2011 roku. Obecnie można stwierdzić, że złoto jest bardzo tanie w stosunku do amerykańskich akcji.

Relacja cen złota do Indeksu S&P 500, 01/1984-11/2020



Źródło: Terminal Bloomberg, 30.11.2020.

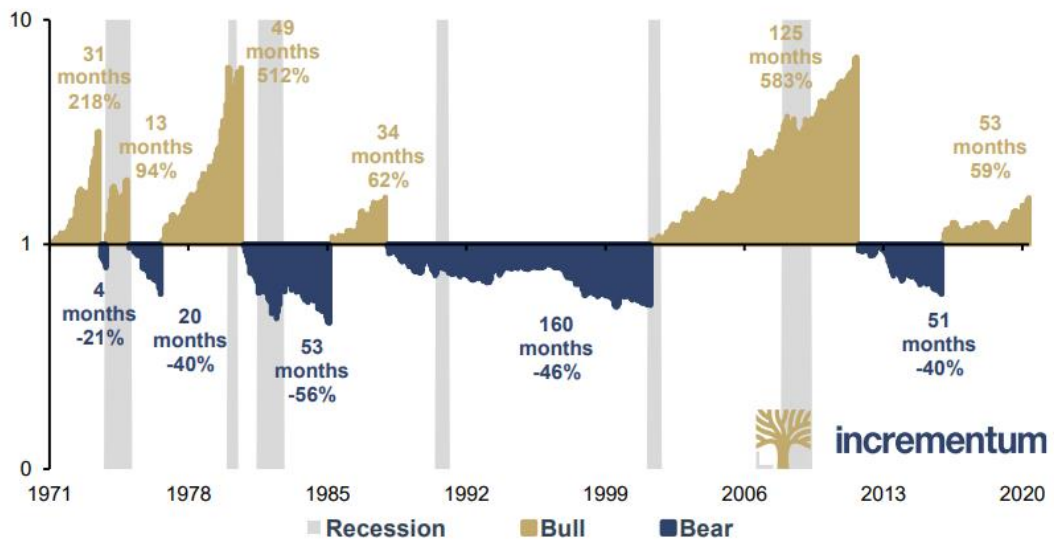
Stosunek ceny złota do indeksu S&P 500 wynosi obecnie 0,49, co jest dosyć niskim poziomem. Oczywiście bywały okresy, kiedy złoto było jeszcze tańsze w

stosunku do akcji, np. w 2000 roku. Natomiast warto tutaj dodać, że w ciągu kolejnych 10 lat od tamtych spadków złoto zyskało na wartości aż 600%, więc było wcześniej mocno niedowartościowane. Z drugiej strony, podczas ostatniej hossy na metalach szlachetnych relacja ta wyniosła 1,4. Zakładając, że ceny amerykańskich akcji się nie zmieniają, to złoto musi wzrosnąć 150%, abyśmy mieli tą samą relację, co w 2011 roku. Oczywiście ceny akcji nie będą stały w miejscu i będą rosnąć bądź spadały. Ze względu na tak duży dodruk pieniądza przez banki centralne oraz najniższe stopy procentowe w historii, to bardziej prawdopodobny jest dalszy wzrost amerykańskich indeksów akcji. Ciekawostką może być tutaj fakt, że relacja kursu S&P 500 do ceny złota była znacznie wyższa podczas wcześniejszej hossy na złocie w 1980 roku, jednak należy pamiętać, że od tamtego czasu rynek amerykańskich akcji znacznie się rozwinął. Złoto było wtedy 7,7 razy droższe od całego indeksu S&P 500.

3. Długość hossy na rynku złota

Obecna hossa na amerykańskim rynku akcji jest jedną z najdłuższych w historii. Jednak warto zauważyć, że hossa na złocie dopiero się rozpoczęła, jednak tempo wzrostu cen jest wolne. Dołek na złocie mieliśmy niemal 5 lat temu, w grudniu 2015 roku. Od tamtego czasu minęło dopiero 59 miesięcy, to wciąż znacznie mniej niż długość ostatniej hossy z okresu 2000-2011, która trwała aż 125 miesięcy, a inwestorzy zyskali wtedy 583%. Hossa w latach 1971-1980 również trwała ponad 100 miesięcy, jednak wtedy miały miejsce korekty powyżej 20%, co zgodnie z teorią zmienia trend ze wzrostowego na spadkowy. Cena złota wzrosła wtedy z \$35 do 850\$, co dało stopę zwrotu 2330%. Obecna hossa pozwoliła zarobić dopiero 69%, co daje widoki na dalsze wzrosty. Powyższe argumenty wyraźnie wskazują, że obecne wzrosty nie wyczerpały potencjału dla złota, jeśli rzeczywiście mamy doświadczyć prawdziwej hossy na metalach szlachetnych, takiej jak w latach 1971-1980 lub 2000-2011.

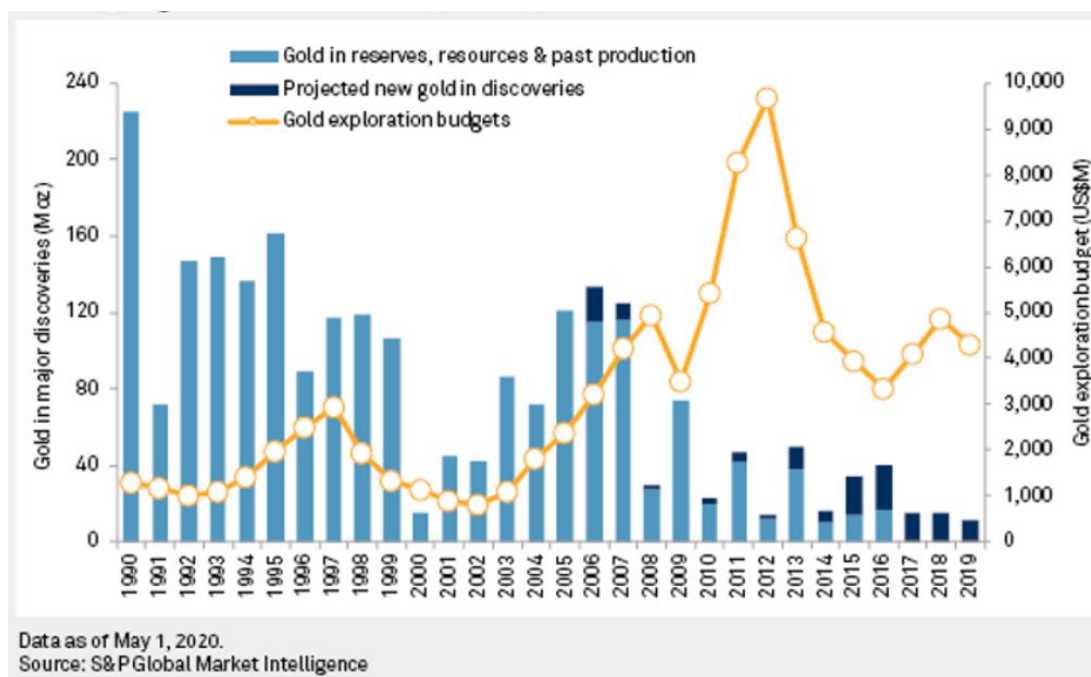
Złoto rynek byka i niedźwiedzia, 01/1971 – 05/2020



4. Brak nowych złóż

Niska cena złota w ostatnich latach nie motywowała spółek wydobywczych do zwiększenia wydatków na poszukiwanie nowych złóż. Stare kopalnie złota mają ograniczone zasoby i prędzej czy później zabraknie w nich złota, więc odkrycie nowych złóż jest coraz bardziej potrzebne. Istnieje jednak zagrożenie, że potencjalne koszty wydobycia w sytuacji znalezienia nowych pokładów, będą zbyt wysokie, żeby przychody ze sprzedaży były w stanie je pokryć, co dla spółek wydobywczych oznacza nierentowność projektu. Kolejnym ograniczeniem są również kwestie polityczne, ponieważ część państw nie zgadza się na udostępnianie swoich terenów firmom zagranicznym. Jedynym powodem, który mógłby wpłynąć na zwiększenie wydatków na poszukiwanie nowych złóż, nawet w miejscach trudniej dostępnych, jest nagły wzrost ceny złota, podobny jak w latach 2009-2011.

Rezerwy złota, odkryte nowe złoża oraz wydatki na poszukiwanie nowych złóż



W ostatnich latach budżety na poszukiwanie nowych złóż złota są mocno ograniczone ze względu na niską cenę złota oraz nacisk na ochronę środowiska. Kopalnie metali traktuje się jako szkodliwe dla środowiska, jednak zapomina się, że gdyby były one bardziej przyjazne dla środowiska, to ceny metali musiałyby wzrosnąć kilkakrotnie. Co prawda, do 2009 roku wydatki na poszukiwanie nowych złóż również były stosunkowo niskie, natomiast rezerwy złota były wtedy duże, więc nie było nacisku na poszukiwanie nowych złóż. Obecnie rezerwy są ograniczone, więc bez nowych kopalni złota, prędzej czy później zabraknie żółtego metalu i tym samym odbije się to na dużym wzroście ceny złota.

PROGNOZY ANALITYKÓW DOTYCZĄCE PRZYSZŁYCH CEN ZŁOTA

Większość prognoz sporządzana jest na podstawie modeli statystycznych i prognozowana cena rzadko znacząco odbiega od ceny bieżącej. W momencie, gdy ceny złota będą wciąż rosnąć, to za rosnącą ceną będą podążać coraz to wyższe prognozy. Na przykład pod koniec lipca 2020 roku Goldman Sachs, przy cenie złota na poziomie około 2000 dolarów za uncję, podniósł swoje prognozy 12-miesięczne dla złota z 2 000 USD do 2 300 USD za uncję. Pojawiają się również prognozy długoterminowe wskazujące, że złoto przebije poziom 4000 USD za uncję w ciągu najbliższych 3 lat. Jednak pochodzą one od instytucji lub instytutów badawczych nie znanych szerokiemu gronu polskich inwestorów. Głównym motorem dalszych wzrostów mają być najniższe stopy procentowe w historii, co także zauważa UBS. Szwajcarski bank rekomenduje swoim klientom potrzebę poszukiwania alternatywy dla niskooprocentowanych obligacji skarbowych i jako najlepszą alternatywę podają złoto, cytując „We like gold”.

PODSUMOWANIE I KOMENTARZ DO PROGNOZY

Celem tej analizy jest odpowiedzenie na pytanie, czy obecnie złoto jest już drogie, czy możemy oczekiwać dalszego wzrostu jego ceny. Należy jednak pamiętać, że cena złota zależy przede wszystkim od przypisanej mu wartości przez inwestorów. Według naszej analizy obecne ceny złota są wciąż bardzo atrakcyjne, a wzrosty na metalach szlachetnych mogą jeszcze potrwać nawet 5-10 lat.

Odnosząc się do wzrostu dynamiki podaży pieniądza, to obecna cena złota powinna wynosić \$4.374, aby stosunek wartości całego złota do ilości dolarów w obiegu został zachowany. Teraźniejsza cena złota nie uwzględnia jeszcze tak dużego dodruku nowej waluty, który miał miejsce w ostatnich latach, a przede wszystkim po wybuchu pandemii. Natomiast odnosząc obecną wartość złota do amerykańskiego indeksu akcji S&P 500, to obecna cena złota jest bardzo niska. Złoto musiałoby wzrosnąć ponad 200%, aby dogonić rynek akcji, zakładając, że ceny akcji będą stałe. Wnioski z naszej analizy są jednoznaczne – obecna cena złota jest wciąż okazjna. Złoto powinno obecnie kosztować \$5.325, abyśmy mogli stwierdzić, że jest już drogie. Jednak taka cena nie musiałaby oznaczać końca hossy, a jedynie byłaby sygnałem do redukcji pozycji inwestycyjnej na rynku złota. W naszej prognozie z sierpnia wyznaczyliśmy cenę uncji złota na poziomie \$5.123. Obecna prognoza jest 4% wyższa. Wynika to ze wzrostu bazy monetarnej USA z 4 700 000 mld USD do 4 917 200 mld USD oraz wzrostu indeksu akcji SP 500 z 3500 do 3622 pkt.

Coraz więcej osób zdaje sobie sprawę, że obecny system monetarny oparty przede wszystkim na długu przypomina tykającą bombę. Skala globalnego zadłużenia jest już tak duża, że nie będzie łatwo go zneutralizować. Wydaje się niemożliwe nagłe przejście do konserwatywnej polityki monetarnej i ograniczenie dodruku. Tymczasowym rozwiązaniem są zerowe stopy procentowe. Jednak prędzej czy później spowoduje to nagły wzrost inflacji i tym samym dewaluację zadłużenia, co ułatwi jego spłatę. Inflacja, podobnie jak podatki, powoduje, że ostatecznie jesteśmy w stanie kupić mniej produktów przy tych samych zarobkach. Wyjście z zadłużenia poprzez wzrost inflacji jest znacznie łatwiejsze dla rządzących, bo inflacja nie jest zauważalna przez większość społeczeństwa jak wzrost podatków, więc nie wybuchną z tego powodu protesty. Kolejne pakiety fiskalne w USA są już w planach. Możliwe, że bezrobotni Amerykanie dostaną kolejne czeki, bo czego się nie robi, aby poprawić sytuację w kraju. Świadomi inwestorzy powinni odpowiednio przygotować się na zbliżający się scenariusz rosnącej inflacji. Według Superfund TFI najlepszym aktywem w przedstawionych warunkach rynkowych powinno być złoto.

Departament Zarządzania i Analiz
Superfund TFI