



# PROGNOZA DLA CEN ZŁOTA

# PROGNOZA DLA CEN ZŁOTA

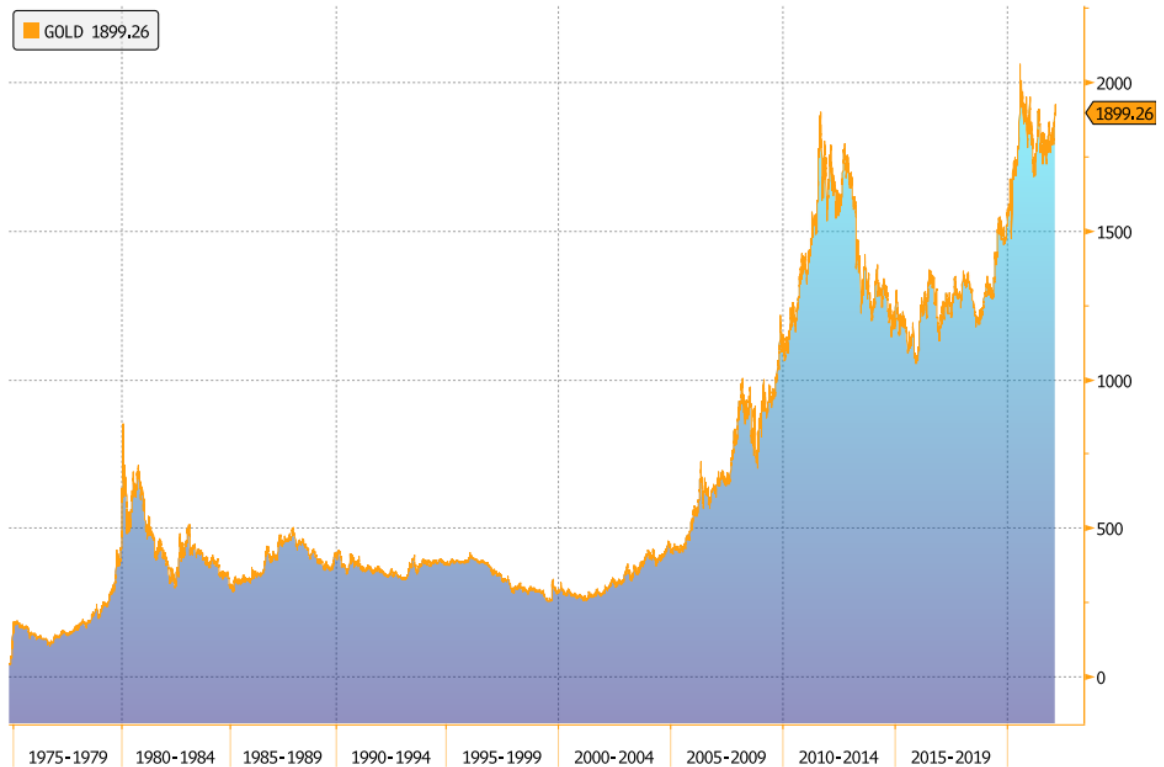
**28 LUTEGO 2022, CENA: 1899 USD/OZ**

**5-LETNIA PROGNOZA, CENA: 6242 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. Wzrost inflacji
6. Wciąż atrakcyjna cena złota
7. Podwyższone ryzyko geopolityczne

## Ceny złota w latach 1975-2022



Złoto	3M	6M	1Y	3Y	5Y	10Y	20Y	30Y	50Y
stopa zwrotu	7.0%	4.7%	9.5%	44.4%	51.2%	6.3%	538.1%	436.9%	3835.5%
stopa zwrotu p.a.			9.5%	13.0%	8.6%	0.6%	9.7%	5.8%	7.6%

Źródło: Terminal Bloomberg, 28.02.2022

### Czy złoto w tej chwili jest drogie?

	1980	2011	02.2022
<b>Cena złota a baza monetarna USA</b>			
Baza monetarna (w mld USD)	155 000	2 637 000	6 103 000
Cena złota (USD/oz)	850	1 900	1 899
Szacowana podaż złota (w mln oz)	2 469	5 644	6 984
Relacja wartości złota do bazy monetarnej	1,35%	0,41%	0,22%
Przyjęty udział do wyceny	20%	80%	
Wycena złota przy obecnej bazie monetarnej		\$5 474	
<b>Cena złota a Indeks S&amp;P 500</b>			
S&P 500	110	1 100	4 516
Cena złota (USD/oz)	850	1 900	1 899
Szacowana podaż złota (w mln oz)	2 469	5 644	6 984
Relacja ceny złota do Indeksu S&P 500	7.73	1.73	0.42
Przyjęty udział do wyceny	20%	80%	
Wycena złota przy obecnym kursie S&P 500		\$7 274	
Średnia wycena		\$6 242	

## 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 2020 roku, to jednak zaistniałe 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, nie tylko w krajach rozwiniętych, ale także w krajach rozwijających się. 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	02.2022
<b>Baza monetarna (w mld usd)</b>	155 000	2 637 000	6 103 000
<b>Cena złota (usd/oz)</b>	850	1 900	1 899
<b>Szacowana podaż złota (w mln oz)</b>	2 469	5 644	6 984
<b>Relacja wartości złota do bazy monetarnej</b>	1,35%	0,41%	0,22%

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 żółtego metalu w stosunku do ilości drukowanych dolarów.

## 2. Cena złota na tle amerykańskiego rynku akcji

Największy wpływ na cenę złota ma migracja kapitału. Inwestorzy nieprzerwanie przenoszą swój kapitał pomiędzy różnymi aktywami w poszukiwaniu wysokich stóp zwrotu. 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, 1984-2022



Źródło: Terminal Bloomberg, 28.02.2022.

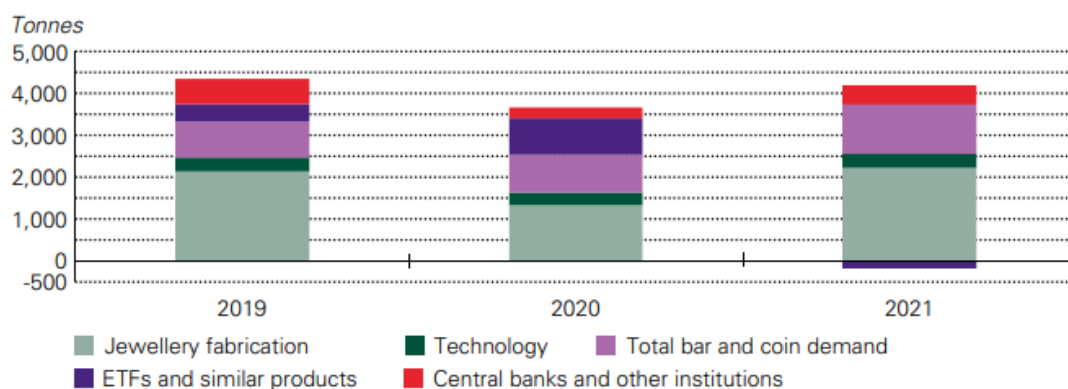
Stosunek ceny złota do indeksu S&P 500 wynosi obecnie 0,43, co jest dosyć niskim poziomem. Oczywiście bywały okresy, kiedy złoto było jeszcze tańsze w stosunku do akcji, np. w 2000 roku. Natomiast warto tutaj dodać, że w ciągu kolejnych 10 lat od tamtych spadków złoto zyskało na wartości aż 600%, więc było wcześniej mocno niedowartościowane. Z drugiej strony, podczas ostatniej hossy na metalach szlachetnych relacja ta osiągnęła poziom powyżej 1,5.

Zakładając, że ceny amerykańskich akcji się nie zmieniają, to złoto musi wzrosnąć ponad 300%, abyśmy mieli tę samą relację, co w szczycie hossy z 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. Popyt na złoto

Rok 2021 był rokiem odbudowy popytu na złoto. Zakup biżuterii, który stanowi znaczący udział w popycie na żółty metal, wzrósł rok do roku o 52% do poziomu 2124 ton. Duży udział miały w tym Indie oraz Chiny, które łącznie stanowią ok. 50% popytu na biżuterie. Popyt w Indiach wzrósł o 93%, a w Chinach o 63% w ciągu ostatniego roku, dzięki czemu popyt na biżuterię odbudował się już w całości do wartości sprzed pandemii. Zakupy inwestycyjne złotych monet i sztabek również wzrosły w ostatnim roku o ok. 31% do poziomu 1180 ton, rekordowe wolumeny sprzedaży zanotowały USA i Niemcy. Zakupy te są największe od 2013 roku. Umorzenia zanotowały natomiast ETFy na złoto, które w tamtym roku poprzednim napędzały cenę żółtego metalu. Inwestorzy wycofali 9 mld USD z tego rynku w 2021 roku, co skutkowało sprzedażą 173 ton złota przez ETFy. Jest to relatywnie nieduża ilość w stosunku do obecnych zasobów tych ETFów, które wynoszą 4000 ton. Warto dodać, że większość umorzeń była w pierwszej połowie 2021 roku. W ostatnim roku, podobnie jak we wcześniejszych latach, złoto kupowały banki centralne. Rok 2021 skutkowało wzrostem rezerw złota w centralnych bankach o 464 tony i obecnie wynoszą one 35 600 ton. Kupują przede wszystkim banki centralne rynków rozwijających, takich jak: Tajlandia, Indie, Węgry i Brazylia. Zapotrzebowanie na złoto wciąż zgłasza przemysł, przede wszystkim sektor nowoczesnych technologii. Zakupy z tego sektora wyniosły w ubiegłym roku 330 tony, czyli 9% więcej niż w roku ubiegłym.

#### Popyt globalny z podziałem na sektory

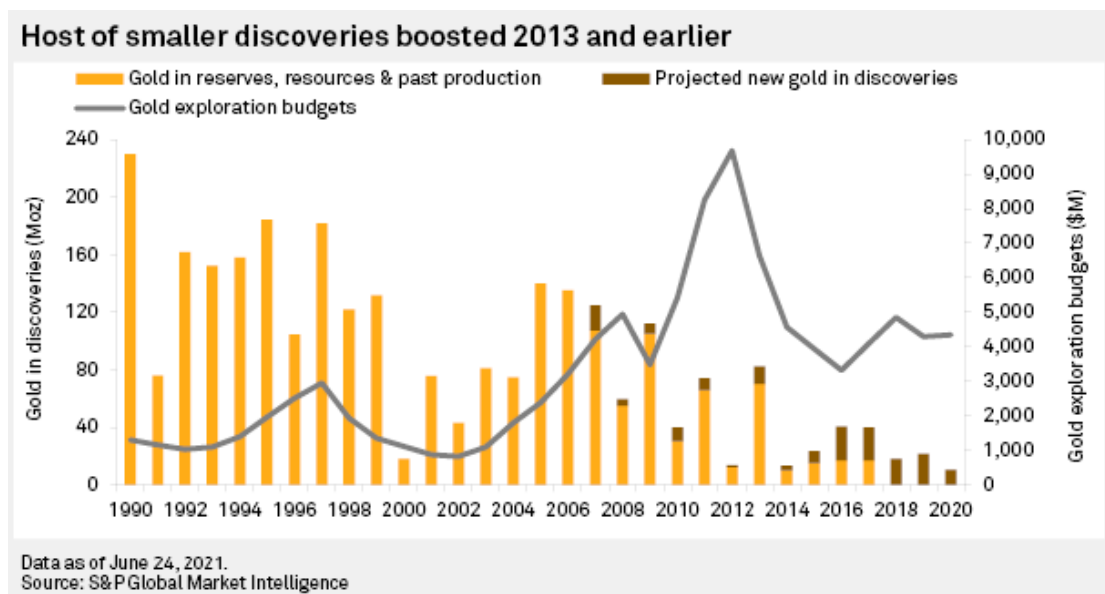


Źródło: Metals Focus, World Gold Council, na dzień 31.12.2021.

#### 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 złotego metalu i tym samym odbije się to na dużym wzroście ceny złota.

#### 5. Wpływ regulacji Bazylea III na rynek złota

Według nowych regulacji złoto posiadane przez banki w postaci fizycznej nie będzie ujmowane w bilansach banku jako towar, lecz jako waluta. Ponadto, alokowany metal będzie miał zerową wagę ryzyka. Zupełnie inaczej będzie

postrzegane złoto niealokowane, czyli złoto, które nie jest przechowywane przez bank, a jedynie jest przedmiotem rynkowej transakcji w której bank uczestniczy. Złoto niealokowane będzie musiało być zabezpieczone aktywami banku w minimum 85% wartości. Nowe regulacje ograniczą manipulacje na rynku złota, ponieważ w przypadku spekulacji złotem niealokowanym, 85% wartości transakcji będzie musiało być zabezpieczone aktywami banku. W efekcie, banki komercyjne zwiększą zasoby złota, co powinno odbić się pozytywnie na cenie żółtego metalu, przede wszystkim w długim okresie. Nowe regulacje już obowiązują na świecie.

## 6. Złoto w czasie podwyżek stóp procentowych

Rynki finansowe w tym roku mogą być pod dyktandem polityki amerykańskiej Rezerwy Federalnej, która zapowiada zakończenie programu skupu obligacji (QE - Quantitative Easing) już w marcu, a także pięć podwyżek stóp procentowych po 0,25 p.p. do końca roku. Podobnie widzi to rynek, co można odczytać poprzez ruchy na kontraktach terminowych na przyszłą stopę procentową. W teorii podwyżki stóp procentowych wpływają negatywnie na cenę złota, natomiast w praktyce ważniejsze są zmieniające się oczekiwania inwestorów. W momencie, gdy polityka Fedu jest już znana, to realizacja tej polityki nie powinna mieć już negatywnego wpływu na cenę złota. Tę tezę potwierdzają dane historyczne.

### Wyniki złota 150 dni przed i 150 dni po podwyżce cyklu



Źródło: Bloomberg, Dział analiz XTB.

Wykres powyżej przedstawia stopy zwrotu inwestycji w złoto w okresach 150 dni przed pierwszą podwyżką w cyklu zacieśniania monetarnego oraz 150 dni po. Na przestrzeni ostatnich 25 lat mieliśmy trzy cykle podwyżek, które rozpoczęły się w 06.1999, 06.2004 i 12.2015. Okres 150 dni przed rozpoczęciem każdego z tych cykli był stratny dla inwestorów średnio 5%, natomiast okres 150 dni po rozpoczęciu każdego z tych cykli podwyżek przyniósł zysk średnio 16%. Jak



weźmiemy pod uwagę ostatnie 7 cykli, to dane wyglądają mniej korzystnie, ale wciąż wniosek jest ten sam, tzn. moment pierwszej podwyżki stóp procentowych w nowym cyklu jest dobrym momentem na zakup złota. Oczywiście historia nie musi się powtórzyć. Tego typu zachowanie rynku ma jak najbardziej logiczne uzasadnienie, ponieważ rynki finansowe wyprzedzają przyszłość i w momencie pierwszej podwyżki, rynek już wycenił cały cykl. Dlatego też cena złota zachowuje się słabo przez pół roku a nawet rok przed rozpoczęciem cyklu podwyżek.

## 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 2000 do 2300 dolarów za uncję. Natomiast ze względu na spadki ceny złota w kolejnych miesiącach, już w lutym 2021 roku obniżył swoją 12- miesięczną prognozę na 2000 dolarów. W styczniu roku bieżącego Goldman Sachs podniósł swoją prognozę dla ceny złota do 2150 dolarów. Na rynku pojawiają się również prognozy długoterminowe wskazujące, że złoto przebije poziom 4000 dolarów za uncję w ciągu najbliższych 3 lat. Jednak pochodzą one od instytucji lub instytutów badawczych nieznanymi szerokiemu gronu polskich inwestorów.

## 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 5474 dolarów, 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 300%, 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 6242 dolarów, 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.

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. Świadomi inwestorzy powinni odpowiednio przygotować się na zbliżający się scenariusz rosnącej inflacji. Według Superfund TFI najlepszym aktywem w przedstawionych warunkach rynkowych powinno być złoto.

Początek 2022 roku z pewnością zostanie zapisany w kartach historii. Inwazja Rosji na Ukrainę jest atakiem z premedytacją na Państwo Europejskie, co jest największym konfliktem zbrojnym w tej części świata od 40 lat. Patrząc na zjednoczenie świata w tej sprawie, niewątpliwie ten konflikt zbrojny zmieni percepcję bezpieczeństwa na świecie. W pierwszych dwóch miesiącach 2022 roku, złoto potwierdziło, że niezmiennie jest zaliczane do aktywów „bezpiecznych”. Żółty metal w tym roku zyskał ponad 4% podczas gdy amerykańskie akcje straciły średnio 10%. Najprawdopodobniej podwyższone ryzyko geopolityczne zostanie z nami na dłużej, więc chociażby z tego powodu warto posiadać złoto w portfelu inwestycyjnym.

Departament Zarządzania i Analiz  
Superfund TFI