

## Aj investíciu do zlata si treba premyslieť

Zlato je mediálnym hitom posledných mesiacov, najmä kvôli rastu jeho ceny. Zlato je však vo svete, kde „nikto nič negarantuje“, investícia ako každá iná. Očakávania investora môže naplniť alebo naopak sklamať. Tak ako napríklad akcia alebo dlhopis.

Porovnajme dlhodobý vývoj zlata, dlhopisov a akcií.

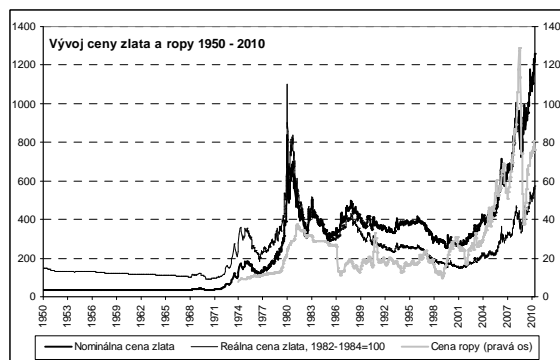
### Cena zlata nie je len rastúca

Cena zlata sa udáva v USD za trójsku uncu, čo je približne 31.1 g. Pri hustote 19.3 g/cm<sup>3</sup> ide o kocku s hranou približne 1.2 cm.

V roku 2010 láme cena zlata rekordy. Avšak, za posledných takmer 100 rokov zlato nezažovalo len „zlaté časy“, fázy poklesov dokonca trvali veľmi dlho. Je zaujímavé, že takmer všetky zlomové okamihy sa odohrávali na prelome desaťročí. Vďaka tomu môžeme posudzovať všetky dekády zvlášť.

Len v troch dekádach cena zlata rástla - v 30. rokoch minulého storočia, 70. rokoch a nultých rokoch. V dvoch dekádach – 80. a 90. rokoch cena zlata klesala, v ostatných štyroch desaťročiach viacmenej stagnovala. Za 50 rokov od 1920 do 1970 sa cena zlata zvýšila len o 70 %, čo je približne 1 % ročne. Od roku 1970 do roku 1980 vzrástla o 2 000 %, t.j. ročne o 40 %. V rokoch 1980 - 2000 však naopak o 70 % (t.j. priemerne o 6 % ročne) klesla. Od začiatku tohto storočia zlato opätovne oživa, keď zatiaľ narástlo o takmer 400 % (16 % ročne).

V roku 1920 stálo zlato 20 USD a v roku 1970 stále len 40 USD. Avšak, do roku 1980 sa jeho cena vyšplhala až k 850 USD. Na dlhý čas to bola najvyššia cena – napríklad v roku 2000 stálo „len“ 260 USD. Rast ceny zlata teda nebol stály.



V polovici roku 2010 sa zlato obchodovalo za vyše 1 250 USD za uncu. Nominálne šlo o najvyššiu úroveň v modernej histórii. Ak však cenu zlata očistíme o americkú spotrebiteľskú infláciu, najvyššiu cenu dosiahlo už dávno predtým. A to 18. januára 1980, v dôsledku nástupu islamistického režimu v Iráne a prudkého zhoršovania irako-iránskych vzťahov. Prudký rast vtedy zaznamenala aj cena ropy. V súčasnosti je reálna cena zlata oproti tomuto rekordu približne o polovicu nižšia. Preto, ak by zlato malo byť aj na reálnom historickom maxime, muselo by v polovici roka 2010 dosiahnuť úroveň 2 440 dolárov za uncu.

### Zlato nenakupujú len Američania

Pre neamerického investora je cena zlata ovplyvnená kurzom jeho meny k doláru. Pre ilustráciu zoberme do úvahy vývoj mien ďalších piatich krajín, ktoré sa spolu s USA podieľajú polovicou na svetovom HDP – Japonska, Čína, Nemecko, Francúzsko a Veľkej Británie

(meraný ako priemerný podiel HDP krajiny na svetovom HDP v parite kúpnej sily meny od roku 1980 – 2009 podľa Medzinárodného menového fondu). Za posledných 30 rokov sa dolár voči košu týchto mien (váhou je podiel na svetovom HDP) posilnil o 50 %. A preto, kým pre dolárového investora zdraželo zlato za tento čas o 100 %, pre nedolárového až o 200 %. Ak sa však pozrieme na vývoj len za posledných 10 rokov, situácia sa obrátila. Dolár oslabil voči košu mien o 17 %, a tak zdraženie zlata pre dolárového investora o 330 % znamená pre nedolárového rast „len“ 260 %. Samozrejme, ide o menový kôš, pre každú menu platia vlastné prepočty. A tak možno konštatovať, že aj vývoj menových kurzov ovplyvňuje celosvetový dopyt po zlate.

### Kedy zlato rástlo najviac

Zlato, podobne ako iné komodity, je všeobecne známe ako ochrana pred infláciou. Veľmi významným faktorom ďalšieho vývoja svetovej inflácie je cena ropy, pretože sa zvyšuje šokovo, zvyčajne rýchlejšie než prípadná korekcia oslabením domácej meny. Ropa má vysoký priamy a nepriamy podiel v spotrebnom koši vyspelých krajín. Jej cena je externým nákladovým faktorom. Hospodárska konjunktúra v krajinách spotrebiteľov, ktorá sama osebe nesie inflačné tlaky, zvyčajne zvyšuje dopyt po rope a pri kontrolovanej ponuke (technologické limity a OPEC) zosilňuje inflačné účinky následného rastu cien ropy.

Počas prvej ropnej krízy na prelome rokov 1973 a 1974 (embargo na vývoz ropy do USA), cena ropy vzrástla od začiatku roku 1973 po koniec roku 1974 o 200 % - z približne troch dolárov USD za barel na 9.3 USD. Cena zlata vzrástla tiež o 200 %, zo 64 na 174 USD za uncu. Podobne sa vyvíjali zlato a ropa aj pri druhom ropnom šoku na začiatku 80. rokov. Cena ropy prirodzene formovala infláciu nielen v USA, ale na celom svete, a tak po odznení týchto ropných šokov sa inflácia držala na vyšších úrovniach ešte nejaký čas. A zlato celosvetovú infláciu celkom spoľahlivo kopirovalo. Tento vzťah fungoval v podstate až do roku 2002. V roku 2003 sa svetové hospodárstvo opätovne dostávalo do konjunktúry, ale svetová inflácia naďalej klesala. Príčinou bola globalizácia – výroba sa presúvala do krajín s najnižšími výrobnými nákladmi a ceny medzinárodne obchodovateľných tovarov sa udržiavali na nízkej úrovni. A tak, paradoxne, pri najvyššom svetovom hospodárskom raste za posledných 30 rokov, v roku 2007 na úrovni 5.2 %, bola priemerná svetová inflácia na úrovni 4 %, čo bolo takmer najmenej. Výnosy dlhopisov, aj dlhodobé, vyspelých krajín nedosiahli ani zďaleka úroveň z predchádzajúcich desaťročí. Ani investori do dlhopisov teda neočakávali rast inflácie. A predsa sa cena zlata zvyšovala. Úlohu pravdepodobne zohrala rastúca cena ropy, kedy trh očakával premietnutie drahšej ropy do spotrebiteľských cien v budúcnosti. Tento vzťah bolo možné zreteľne pozorovať až do jesene 2008.

Potom však tento vzťah prestal fungovať. Na prelome rokov 2008 a 2009, pri nástupe hospodárskej krízy, cena ropy prudko klesla, avšak cena zlata rástla. Otvárajúce sa nožnice sa podarilo zastaviť až na jar 2009. Potom sa vzťah vyvíjal „normálne“, avšak na začiatku roku 2010 zlato opätovne rástlo rýchlejšie. Závislosť medzi cenou zlata a ropy preukazujú aj výsledky štatistických meraní. Medzi cenou ropy a cenou zlata je dlhodobá 80-percentná korelácia, tzn. na 80 % cena zlata stúpa s cenou ropy a naopak. Samozrejme, ide o dlhodobý trend, silnejší v čase rastu cien ropy. Toto je s veľkou dávkou opatrnosti možné interpretovať aj tak, že ak veríme, že cena ropy bude v budúcnosti stúpať, mali by sme veriť, že bude v budúcnosti stúpať i cena zlata. Od zhoršenia krízy na jeseň 2008 bola táto korelácia medzi zlatom a ropou, naopak, len 20%. To znamená, že zlato nereagovalo na inflačné riziká z cien ropy, ale na ďalšie faktory. Považujeme za nepravdepodobné, že investori do zlata videli v poslednom čase inflačné riziká mimo ropy. Aj kvôli pretrvávajúcim nízkym dlhodobým výnosom dlhopisov. Za rastom cien zlata v poslednom období stojí teda stres na trhu, strach

z budúcnosti. Koniec-koncov, obrovský stres na trhu panoval aj v čase ropných šokov.

### Zlato, dlhopisy, akcie - čo uchováva hodnotu lepšie?

Aktívum, ktoré uchováva hodnotu, by malo mať nízku volatilitu, nemalo by klesať príliš prudko a príliš nízko a malo by mať schopnosť dosahovať stále nové a nové globálne maximá. Zároveň, malo by prinášať reálny výnos, nielen nominálny. Porovnajme, ktoré z aktív – zlato, dlhopisy a akcie, dlhodobu spĺňajú tieto charakteristiky.

Porovnajme potenciálne zisky alebo straty z päť- a desaťročných investícií do zlata s investíciami do akciových indexov na rovnaký čas a investíciami do päť- a desaťročných štátnych dlhopisov držaných do splatnosti. Jednoducho, predstavme si investora, ktorý sa rozhoduje v konkrétny deň medzi investíciou do päťročného dlhopisu držaného do splatnosti, a nákupom zlata a akcií, ktoré investor predá presne o 5 rokov (analogicky do desaťročného dlhopisu atď.). Uvažujme o troch štátoch – USA, Nemecku a Japonsku. Ďalej počítajme s dvomi obdobiami, v ktorých sa investuje na 5 rokov (investor fiktívne investuje v rokoch 1975 - 2005 a 1995 - 2005), a s jedným obdobím, v ktorom sa investuje na 10 rokov (1975 – 2000). Investícia trvá pre porovnanie vždy 5 alebo 10 rokov. Posledné obdobie, ku ktorému sa zisťuje investícia na 5 rokov je rok 2005, aby sa zistil päťročný výnos v roku 2010. Analogicky, desaťročné výnosy sú zisťované najneskôr k roku 2000, za obdobie 2000 – 2010. Použijme týždňové údaje, ktoré sú v tak dlhom testovanom období postačujúce.

Potom americký investor, ktorý investoval v rokoch 1975 až 2005 na 5 rokov, získal priemerne za každý rok pri americkom štátnom dlhopise 7,5 % z pôvodnej investície, pri zlate 9,4 % a pri akciách (index S&P 500) až 12 %. Ak investoval v najhorší deň za celých 30 rokov (najhorší pre konkrétne aktívum, tzn. zlato má iný najhorší deň ako akcia atď.), na zlate prerobil 12,6 % ročne (spolu 63 %), na akciách 8,2 %. Na 5-ročnom dlhopise zarobil vždy najmenej 2 %. Naopak, v najlepšom dni zarobil na zlate až 82,5 % ročne (tzn. za 5 rokov 413 %), na akciách 44,3 % a na dlhopisoch 16,2 %.

Pripomeňme, že sa investuje vždy na 5 rokov. Pre priemerného investora za roky 1995 – 2005 vychádza zlato (najmä pre posledný prudký rast jeho ceny) z pohľadu výnosov ako priemerne najlepšia investícia, avšak z pohľadu ochrany pred poklesom je najlepšia investícia do dlhopisov. Tam je historická istota, že výnos bude kladný.

Teraz porovnajme investície na 10 rokov. Potom akcie priniesli pre amerického investora, ktorý investoval v rokoch 1975 až 2000 denne a rovnakú sumu, najvyšší výnos, a to až takmer 17 %. Výnos na dlhopisoch bol o takmer polovicu nižší a výnos na zlate menej ako tretinový. Pri dlhopisoch držaných 10 rokov do splatnosti zarobil najmenej 4,3 %. Dlhopisové investície nielenže nepriniesli pokles hodnoty, ale boli dokonca efektívnejšie než investície do zlata.

Pri nemeckom investorevi porovnáваме zlato vyjadrené v DEM/EUR, nemecký štátny dlhopis a akciový index DAX, pri japonskom tieto aktíva analogicky. Investície do zlata boli pre dlhodobé posilňovanie marky/eura a jenu voči doláru pre nemeckého a japonského investora menej výnosné v porovnaní s americkým. Pre Nemca, ktorý investoval na 5 rokov v rokoch 1975 – 2005, sú celkové investičné parametre zlato – dlhopis – akcie podobné ako pre Američana. Pre toho, kto investoval v rokoch 1995 – 2005, bola investícia do akcií o niečo ziskovejšia než do zlata, ale na druhej strane mal „najhorší deň“ pre akciového investora horšie dôsledky. Pre investora na 10 rokov prinášalo zlato len 3 % ročne, čo je menej nielen ako akcie, ale podobne ako v USA aj ako dlhopisy. Pre japonského investora nevyznievajú akcie až tak výhodne, dokonca pri investorevi na 5 rokov, ktorý investoval v rokoch 1995 – 2005, jednoznačne dominuje zlato.

Priemerné výnosy pri všetkých aktívach, pri všetkých troch krajinách a všetkých splatnostiach boli vyššie než inflácia. To znamená, že v podstate „akákoľvek“ dlhodobá investícia „zarába“ nielen nominálne, ale aj reálne. Dokonca dlhopisový investor vždy zaznamenal reálny výnos, kedykoľvek investoval (nedajme sa pomyliť tabuľkou - pri americkom investorevi do 5-ročných dlhopisov v rokoch 1975/1995 až 2005 bola minimálna inflácia zistená k 9. 1. 1998 a minimálny výnos k 13. 6. 2003).

Výnos / zisk z aktíva v lokálnej mene za 5- a 10-ročné obdobie												
	USA				Nemecko				Japonsko			
	Zlato	Dlhopis	S&P 500	Inflácia	Zlato	Dlhopis	DAX	Inflácia	Zlato	Dlhopis	Nikkei	Inflácia
<b>Výnos/zisk za 5 rokov</b>												
Priemer 1975-2005	9.43	7.51	12.02	4.25	6.95	5.24	12.72	2.49	5.68	2.59	7.13	1.64
Minimum 1975-2005	-12.62	2.03	-8.19	2.29	-8.60	2.50	-10.17	1.16	-12.16	0.16	-10.96	-0.59
Maximum 1975-2005	82.53	16.17	44.32	9.94	59.29	9.13	61.95	4.87	54.42	8.45	55.51	7.71
Priemer 1995-2005	12.95	4.96	5.51	2.60	9.14	4.33	9.84	1.48	11.15	1.06	-1.30	-0.12
Minimum 1995-2005	-7.21	2.03	-8.19	2.29	-1.83	2.50	-10.17	1.24	-5.98	0.16	-10.95	-0.59
Maximum 1995-2005	39.64	7.87	42.89	3.24	39.61	7.35	61.95	1.95	30.36	4.09	20.64	0.43
<b>Výnos/zisk za 10 rokov</b>												
Priemer 1975-2000	4.93	8.48	16.64	3.91	3.00	6.57	15.45	2.37	1.27	4.06	8.35	1.44
Minimum 1975-2000	-5.11	4.28	-4.64	2.43	-5.73	3.63	-2.77	1.38	-7.03	0.73	-6.22	-0.27
Maximum 1975-2000	34.66	15.68	38.36	7.86	24.16	9.13	45.13	4.37	27.86	8.22	49.24	5.83

*Poznámky: Ceny aktív boli prepočítané tak, aby boli porovnateľné. Tzn. výnos dlhopisu v konkrétnom dni je porovnávaný so ziskom alebo stratou na cene zlata alebo akciového indexu v nasledujúcich rokoch. Pre nedostatok údajov najmä v starších obdobiach ide o týždenné ceny. Preto treba posudzovať vyjadrenia v texte primerane. Inflácia je meraná ako priemer medziročnej inflácie v nasledujúcich 5 alebo 10 rokoch.*

Ďalej aktívum, ktoré uchováva hodnotu, by malo byť, prirodzene, čo najmenej volatilné. Zlato vyjadrené v lokálnej mene je vo všetkých troch krajinách menej volatilné (merané ako volatilita za 360 pracovných dní, tzn. 1 a pol kalendárneho roka) ako národný akciový index. Tento rozdiel je však pri USA takmer zanedbateľný. Dôvodom môže byť to, že USA sú hospodárskou lokomotívou sveta a ich konjunktúra sa prenáša okamžite nielen do národných akciových indexov, ale aj do ceny zlata.

A napokon, investora, ktorý porovnáva tieto druhy aktív z pohľadu prudkosti rastu alebo poklesu, zaujíma, či má aktívum tendenciu rásť prudko a následne prudko padať, alebo sú pohyby pozvoľnejšie. Ide o tzv. špicatost'. Všimli sme si, ako sa ročné maximum ceny aktíva, zlata alebo akciového indexu, zisťované v každom dni v období rokov 1975 – 2007, odlišuje od minima v tom istom ročnom časovom intervale. Analogicky sme zisťovali tento vzťah aj za trojročnom časovom intervale (trojročné maximum a minimum). Tieto obdobia sme posúvali postupne po časovej osi od roku 1975 po rok 2007 a výsledky sme spriemerovali. Podľa tohto

bola špicatost' pri zlate pri všetkých krajinách spočiatku vyššia (tzn. zlato rástlo prudko a prudko aj padalo), ale postupne klesala. V období posledných 10 rokov je špicatost' vyššia pri akciách, tzn. ich rast a pokles je prudší. Podobné závery sme získali aj pri použití štatistickej funkcie špicatosti, avšak tam boli rozdiely medzi zlatom a akciami takmer zanedbateľné, dokonca niekedy vyznievali až v prospech akcií.

### Záver

Pri rozhodovaní o investíciách do zlata si musíme uvedomiť viacero súvislostí. Zlato je investícia ako každá iná a jej hodnota nielen stúpa, ale môže aj klesať. Navyše, ak považujeme zlato za uchovávateľa hodnoty, mala by nás zaujímať jeho reálna hodnota, nielen nominálna.

Dôležitým faktorom je globalizácia. Rýchlo sa rozvíjajúce krajiny získavajú čoraz väčší podiel na HDP sveta. Tým jednak menia

štruktúru dopytu po rôznych druhoch aktív, a tým aj po zlate, ale zároveň menový kurz ovplyvňuje pre ne subjektívne ceny aktív vrátane zlata.

Historicky cena zlata kolísala spolu s cenou ropy. Rastúca cena ropy indikovala budúcu infláciu a investície do zlata mali byť ochranou. Zároveň samotné ropné šoky priniesli na trh stres, strach z budúcnosti. V poslednom čase zlato rastie aj bez výrazného rastu cien ropy. Dominantným faktorom je pravdepodobne strach z budúcnosti, ale bez strachu z inflácie. A tak napríklad ohlásené fiškálne šetrenie vo viacerých krajinách, ktorého dôsledkom by bolo spomalenie inflácie, nemusí zastaviť rast ceny zlata.

Ak porovnáваме zlato s dlhopismi a akciami, oveľa viac podobných znakov k zlatu nájdeme v akciách. Akcie sú však o niečo volatilnejšie. Zlato má výhodu v tom, že sa jeho cena generuje celosvetovo, kde dopyt po zlate ovplyvňujú aj oblasti so živým hospodárskym rastom. Na druhej strane, národné akciové indexy môžu byť pod stresom zo slabej domácej konjunktúry. Tento vplyv je len čiastočne eliminovaný globalizáciou, rastúcou otvorenosťou ekonomík, kde akcie získavajú významný impulz pre svoj vývoj v zahraničí,

Najlepším uchovávateľom hodnoty však, zdá sa, nie je zlato ani akciový index, ale dlhopis. Dokonca aj dlhopis bezpečného emitenta

(napríklad Nemecka), s nižším výnosom oproti „menej bezpečnej konkurencii“, prináša domácemu investorovi dlhodobo kladný výnos a je aj vyšší než inflácia. Slovenský investor pri investícii do týchto nemeckých aktív si nemusí (viac-menej) všimnúť menové riziko, ale na druhej strane musí vziať do úvahy slovenskú infláciu. Samozrejme, nevýhodou dlhopisu je, že pri náhlom zvýšení inflačných očakávaní jeho cena klesá. A naopak, cena zlata rastie.

V budúcnosti možno očakávať dva protichodné scenáre. Naakumulované verejné dlhy budú tlačiť na prísnejšiu fiškálnu politiku, ktorá spomalí hospodársky rast najmä vo vyspelých krajinách. Tomu by sa mala prispôbiť aj cena ropy. Inflácia by bola nízka a cena zlata by stratila inflačný impulz na rast. Na druhej strane platí, že slabý rast prináša obavy. Podľa druhého scenára, ak by takéto šetrenie viedlo až k deflácií, centrálna banka by pravdepodobne masívne nakupovali verejný dlh a tým by emitovali čisté peniaze. Potom, ak by boli nakupované objemy dostatočné, riziko inflácie by sa zvýšilo a inflačný impulz na rast ceny zlata by sa zachoval. V oboch prípadoch by však stres na trhu mohol viesť dlhodobo minimálne k udržaniu cien zlata na relatívne vysokých úrovniach.

**Richard Tóth**  
Hlavný ekonóm

**Kontakt:** Richard Tóth, Hlavný ekonóm. Tel. +421 2 3226 6661. Fax: +421 2 3226 6910.  
E-mail: research@privatbanka.sk, toth@privatbanka.sk. Web: www.privatbanka.sk.

**Upozornenie:** Vyjadrené názory a pohľady sú stanoviskom autora v čase písania správy. Táto správa vyjadruje len všeobecné stanovisko. Žiadna informácia alebo názor nepredstavuje ponuku na nákup alebo predaj cenného papiera alebo iného finančného nástroja. Správa nie je určená na poskytovanie osobného investičného poradenstva a neberie do úvahy špecifické investičné ciele, finančnú situáciu a osobné záujmy kohokoľvek, kto by mohol túto správu prijať. Hoci sú informácie v správe považované za spoľahlivé, nie je možné zaručiť ich správnosť. Právo meniť akúkoľvek formuláciu kedykoľvek a bez upozornenia vopred je vyhradené. Hodnota cenného papiera alebo iného finančného aktíva a príslušného výnosu môže stúpať alebo klesať a návratnosť investície nie je zaručená. Výkonnosť cenného papiera alebo iného fin. nástroja v minulosti nie je zárukou alebo indikátorom výkonnosti v budúcnosti. Investície na trhoch rýchlo sa rozvíjajúcich krajín sú spravidla kvôli vyššej politickej a ekonomickej nestabilite a nerozvinutému trhu a systému rizikovejšie. Zmeny výmenných kurzov a daňový režim vplyvajú na hodnotu, cenu alebo výnos cenného papiera alebo iného finančného nástroja.