

# Zlato není bezpečné, protože se nachází v manické části býčího trhu

Autor: Ing. Tomáš Tyl  
Schválil: Ing. Vladimír Fichtner

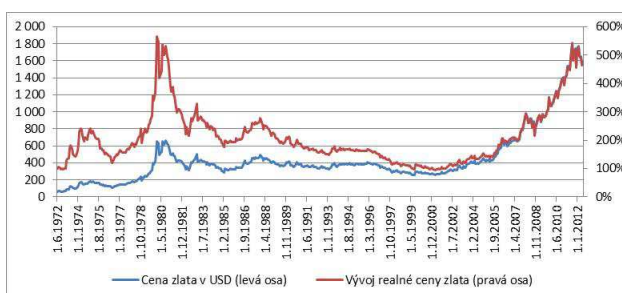
1. 8. 2012

## Shrnutí:

Od jednoho z našich klientů jsme dostali dotaz, jaký je náš aktuální názor na cenu zlata a její budoucí vývoj. Podle našeho názoru se zlato nachází ve třetí a poslední fázi býčího trhu, která se nazývá mánie, kdy se s cenou může dít cokoliv.

- 1) Zlato na svých pobočkách prodávají banky a také poradci a zprostředkovatelé (z nichž řada investování nerozumí). Do zlata investuje stále více laiků. I díky tomu cena zlata do roku 2011 rostla. Protože laičtí investoři mají tendenci chovat se stádně, může díky nim cena růst, ale také výrazně klesat.
- 2) Největší problém je, že vyšší poptávka po zlatě není způsobena jeho využitím (využití na šperky klesá), ale investory do fyzického zlata. Aby se jejich očekávání naplnila a cena rostla, musí se však najít další investoři, kteří budou zlato kupovat.
- 3) Dominantní poptávka po zlatě je z Indie (25 %). Ta se díky oslabující rupii a clům snižuje. Indie dokonce zvažuje zákaz prodeje zlatých mincí.
- 4) Zlato negeneruje žádný příjem nebo zisky. Nelze tedy poznat, jestli je drahé nebo levné (na rozdíl například od akcií, kde můžeme ceny porovnat se zisky).

Z těchto důvodů zlato rozhodně není bezpečnou a jistou investicí, za kterou je často vydáváno. Zlato může růst, ale také dramaticky klesat. Nyní je navíc nebezpečí díky velkému množství laických investorů zvýšené.



Zlato dlouhodobě není ani nijak výnosnou investicí. Za posledních 40 let byl reálný výnos 4 % p.a., od roku 1980 však zlato jen pokrývalo inflaci. To je i díky tomu, že negeneruje žádné příjmy (na rozdíl od akcií, nemovitostí nebo dluhopisů). Z tohoto důvodu nepovažuje zlato za atraktivní investici například úspěšný investor Warren Buffett.

Zlato není žádný zázračný lék, ani bezpečná investice, jak se nám snaží někteří dealéři namluvit. Rozhodně ne v dnešní době mánie kolem tohoto vzácného kovu. Námi doporučený podíl zlata v portfoliu se pohybuje kolem 0 – 2 %. Nedoporučujeme zlato upřednostňovat oproti ostatním komoditám, nebo jeho podíl výrazně navyšovat na úkor jiných aktiv.

## Zlato není bezpečné, protože se nachází v manické části býčího trhu

Domníváme se, že zlato se nachází ve třetí a poslední části býčího trhu, které se říká mánie. Toto období je charakteristické tím, že se může dít cokoliv. Cena může prudce vystřelit vzhůru, nebo zkolabovat, když býčí trh skončí. Propad může znamenat odstartování pádu a paniky, ale i korekci následovanou růstem. Fundamenty neplatí a vliv mají nepředvídatelné události a nálady investorů a spekulantů. To je velmi nebezpečná doba a jakékoliv prognózy jsou celkem k ničemu. Nikdo neví, jak dlouho může mánie trvat, než dojde k poklesu cen.

Tím, jak cena zlata rostla, tak do něj investovalo více a více běžných lidí. Lidé nakupují zlato ať přímo skrze různé zlaté cihličky (často s vysokou přírůzkou), tak skrze zlaté fondy a ETF. Problém je, že tito investoři jsou vrtkaví. Investují a očekávají jistý a zároveň vysoký zisk. Když přijdou propady, mají tendenci panikařit, prodávat a srazit cenu dolů. Podobně to bylo v roce 2000 s akciemi technologických firem (tehdy zlato nikoho nezajímalo a všichni se předháněli v odhadování, o kolik vzrostou akcie dotcom firem apod.) a v roce 2007 s nemovitostmi a v roce 2008 s ropou. Masa nejprve vyhnala ceny, nakoupila na vrcholu a pak prodala se ztrátou.

Samozřejmě vždy existovala pohádka o tom, proč růst měl pokračovat. Technologie a internet představovaly budoucnost a zlatý věk pro jejich akcie. Nemovitost je investice do něčeho fyzického a skutečného a navíc přece neklesají. No a ropa je základní surovina, jejíž spotřeba roste. Nic z těchto argumentů (někdy i platných) nezabránilo kolapsu cen.

V případě zlata jde o tak masovou záležitost, že ho už prodává i Česká spořitelna:

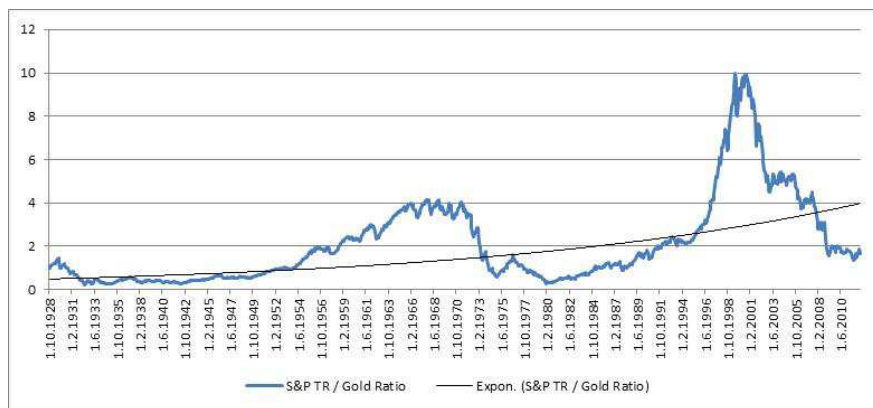
<http://www.investujeme.cz/ceska-sporitelna-prodava-investicni-zlato-na-pobockach/>

Na trhu je celá řada obchodníků se zlatem, kteří ho prodávají a zlato prodávají i poradci a zprostředkovatelé.

<http://www.investujeme.cz/zlato-muze-byt-zajimave-take-pro-poradce/>

Navíc u zlata je velký problém, že není způsob, jak ohodnotit, zda je levné či drahé. U akcií to můžeme zjistit z P/E nebo dividendového výnosu. U dluhopisů z výnosu do splatnosti. Zlato nepřináší žádný užitek a nelze tedy ani měřit jeho vnitřní hodnotu. Je problematické říci, zda je levné, nebo drahé. Pokud ho historicky porovnáme s akciovým trhem (třeba cenu zlata s indexem S&P 500 TR), tak zjistíme, že zlato je proti akciím historicky velmi drahé (repsketive akcie jsou levné).

**Graf č. 1. Poměr vývoje akcií (S&P 500) k vývoji ceny zlata**

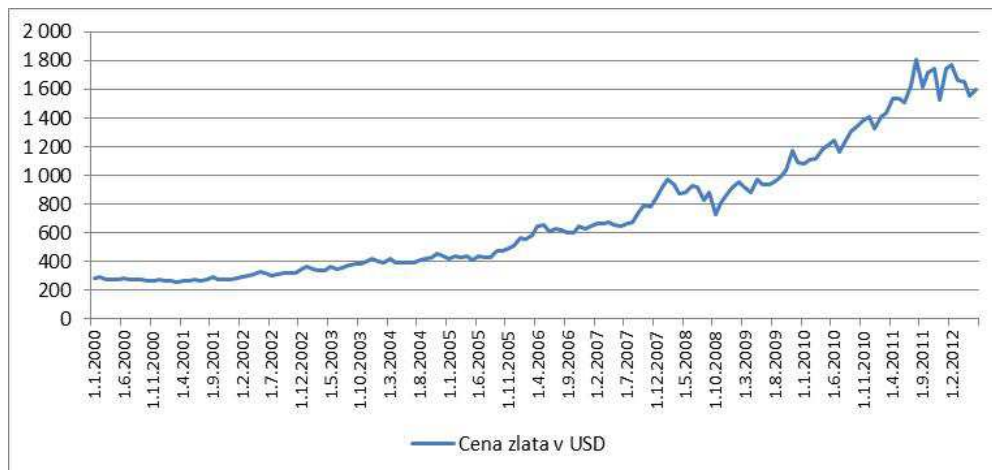


Graf ukazuje poměr vývoje amerických akcií a zlata. Když křivka roste, znamená to, že akcie zlato překonávají, když klesá tak naopak. Trendová linie (expon.) ukazuje dlouhodobý vývoj, o kolik se akcie zhodnocují více než zlato. Nyní jsme pod trendovou linií a zlato je tedy drahé ve srovnání s akciemi.

## Zlato umí prudce růst, ale i dlouhodobě klesat

Jak je pro manickou fázi býčích trhů typické, zlato je nyní velmi oblíbené u drobných investorů a běžných lidí. Důvodem je jeho minulá výkonnost, která stále láká mnoho laiků.

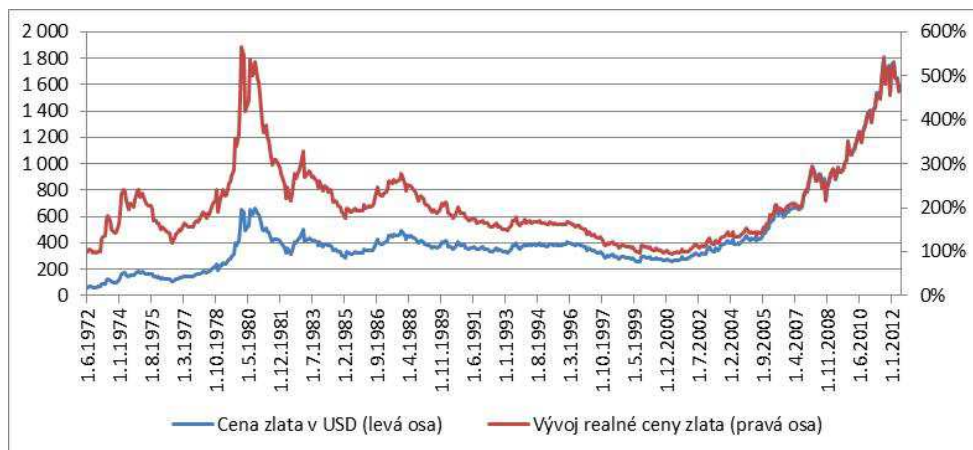
**Graf č. 2. Vývoj ceny zlata od roku 2000**



Růst ceny zlata v posledních 10 letech působí na řadu lidí jako fata morgána, když bude podobný růst pokračovat, stanou se z nich díky zlatu boháči. Za posledních 10 let cena zlata vzrostla z 283 dolarů za unci na 1599. To je nárůst o 460 %, což znamená 15 % p.a.

Kdo si však dá tu práci a podívá se na delší horizont, zjistí, že zlato tehdy rostlo z rekordních minim, na které se dostalo po desítkách let propadu. Zlato tedy dokáže nejen růst, ale také dlouhodobě klesat.

**Graf č. 3. Vývoj ceny zlata reálně a nominálně za posledních 40 let**



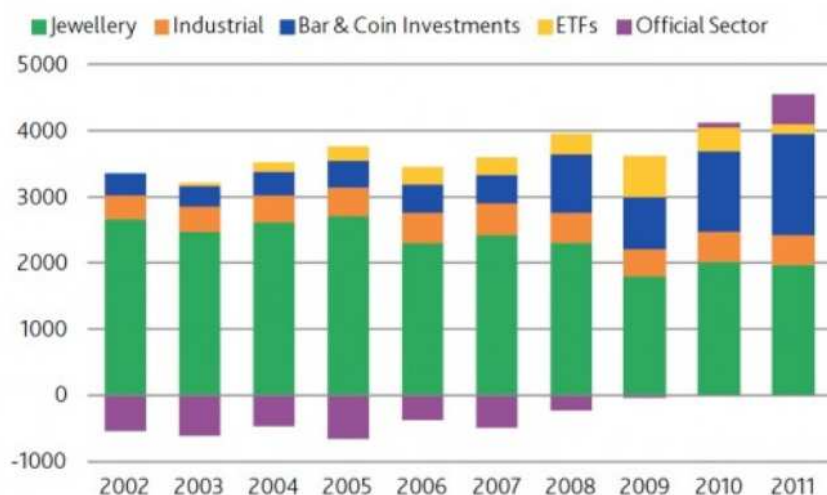
V grafu je vidět historie od roku 1970. Nominálně se zlato nad své vrcholy z roku 1980 podívalo teprve v roce 2006. Po započtení inflace pak vidíme, že zlato se jen dotklo vrcholu. Za posledních 40 let to byl reálný výnos 4 % p.a. jen díky vývoji za posledních 12 let a při velkých výkyvech (volatilita ročních výnosů 25 %, což je výrazně více než akcie).

## Poptávku tvoří především investoři

Cena zlata se bude odvíjet od poptávky po zlatě. V současné situaci poptávka po praktickém využití zlata klesá. Jak rostla jeho cena, tak ve šperkařství (ten ale tvoří jen zlomek poptávky - šperky jsou významnější) je zlato nahrazováno něčím jiným. To, co táhne poptávku po zlatě, tedy není jeho využití. Jsou to investoři, kteří zlato nakupují s tím, že doufají, že poptávka ještě vzroste a cena se zvýší, že od nich zlato koupí jiní investoři za vyšší cenu.

### Graf č. 4. Poptávka po zlatě

Figure 3: Gold Demand by Sector in Tonnes



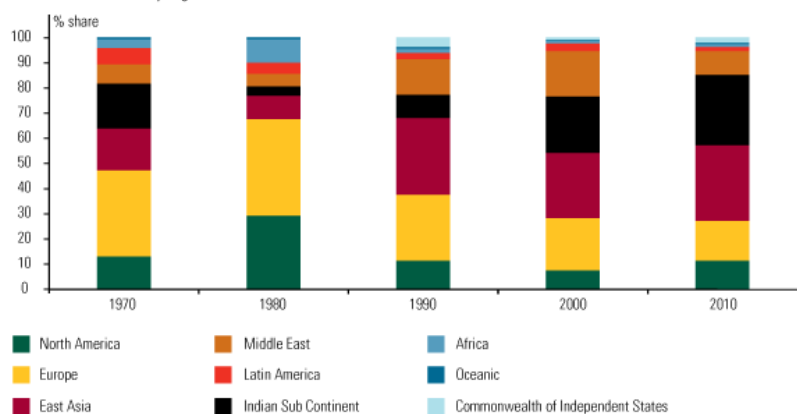
Source: World Gold Council

<sup>1</sup> An asset's Sharpe ratio is its excess return over cash assets divided by the volatility of excess returns.

Investice do zlata představují kategorie Bar & Coin – fyzická investice do zlata a ETFs – investice přes fondy a ETF. Z grafu je vidět, že především šperkařství klesá a poptávka je nahrazována investicemi. Také je vidět, že investoři přes ETF prodávají a hlavní roli hraje fyzické zlato. To je další důležitý příznak mánie na trhu zlata.

Poptávku z velké části v dnešní době ovlivňuje poptávka z Indie a východní Asie, jak ukazuje následující graf.

**Gold Demand Shifts from the West to the East Over Past 40 Years**  
Distribution of demand by region



Struktura poptávky se za posledních 40 let proměnila ve prospěch Asie. Ovšem poptávka z Indie je problematická. Země má kvůli dovozu zlata velký schodek obchodní bilance. Z tohoto důvodu Indie zavedla dvojnásobná cla na dovoz zlata a dokonce zvažuje zákaz prodeje zlatých mincí.<sup>1</sup>

Kromě toho rupie oslabuje a to v kombinaci se cly znamená tlak na snížení poptávky<sup>2</sup>. Při pohledu na rozložení světové poptávky je zřejmé, že nahradit výpadek poptávky v Indii bude problém.

<sup>1</sup> <http://www.twicz.com/novinky/indicka-centralni-banka-zvazuje-zakaz-prodeje-zlatych-minci/>

<sup>2</sup> <http://www.inquisitr.com/235956/gold-prices-hit-by-weak-indian-rupee/>

## Úspěšný investor Warren Buffett zlatu nefandí, protože nic nepřináší

Buffett se zlatu věnuje ve svém dopise akcionářům. Jeho postoj je nám velmi blízký, a proto jsme ho probírali i na webinaru, jehož offline záznam je zde:

<https://nestegg.webex.com/nestegg/ldr.php?AT=pb&SP=MC&rID=105501847&rKey=29236119ed7246f0>

Dopis Buffetta akcionářům je zde:

<http://www.berkshirehathaway.com/letters/2011ltr.pdf>

O zlatu hovoří na straně 18 a 19.

Buffett uvádí hezký příklad:

Zásoby zlata jsou 170 tis. tun. To znamená kostku o hraně cca 21 metrů v hodnotě 9,6 bilionu dolarů.

Za tuto částku můžeme nakoupit:

- veškerou americkou ornou půdu (400 milionů akrů),
- 16 x Exxon Mobile (2. největší americká společnost, sektor těžby ropy),
- stále nám ještě 1 bil. dolarů zbude.

Za sto let bude obdělávaná orná půda přinášet ohromující množství kukuřice, pšenice, bavlny apod. nehledě na to, jaké peníze se budou používat. Exxon Mobil bude pravděpodobně přinášet billiony dolarů v dividendách a bude držet aktiva v hodnotách bilionů (a těchto Exxonů máme 16). Naproti tomu 170 tis. tun zlata zůstane nezměněno a stále nebude přinášet vůbec nic. Můžeme tu kostku zlata hladit, ale stejně nebude reagovat.

Co si vyberete vy?

## Se zlatem v portfoliu to nedoporučujeme přehánět

S cenou zlata se může dít cokoliv. Zlato je velmi drahé, ale cena může klidně ještě nějakou dobu růst, než zkolabuje. O technologických akciích říkali mnozí investoři, že jsou drahé už v roce 1997 – akcie pak ještě 3 roky rostly. Stejně u zlata to může být klidně rok, dva nebo tři. Ale cena klidně může prudce klesat příští měsíc. Je možné, že vrchol byla cena z léta loňského roku.

My budoucnost neznáme, a proto se jí ani nepokoušíme uhádnout. Víme však, že zlato je nyní příliš nebezpečné, než aby platilo za bezpečnou investici, za jakou je vydáváno dealery, kteří ho prodávají (někdy i za výrazně vyšší než tržní ceny).

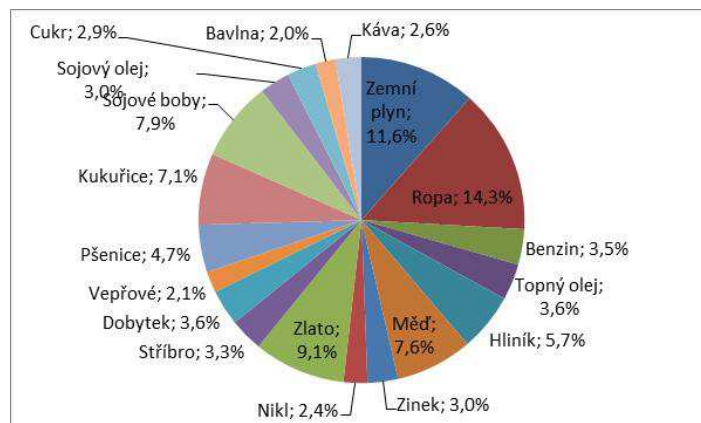
Důrazně proto varujeme před investováním do zlata jako do bezpečné a jisté investice. Tou zlato v dnešní době rozhodně není.

K investici specificky do zlata mohou být dva důvody.

- 1) Spekulace, že ještě není konec a cena vzroste.
- 2) Zajištění pro případ politických rizik (např. zestátnování), nebo specifických krizových scénářů (ovšem na ty nejdrsnější černé scénáře vývoje je lepší kupovat spíše olovo a naučit se s ním zacházet).

V obou případech musíme počítat s tím, že cena zlata klesne klidně o desítky procent a v plánu bychom s těmito penězi neměli příliš počítat. V případě spekulace je to riziko odpovídající za možný výnos. V případě druhém to musíme vnímat jako cenu za zajištění.

**Graf č. 5. Složení fondu CSF Lux Commodity**



Zlato je jen jedna z mnoha komodit. Domníváme se, že je mu přikládán příliš velký až mystický význam. V portfoliu komodity máme (v rámci portfolia ho reprezentuje fond CSF Lux Commodity Index - v něm je zlato zastoupeno cca z 9 % - drahé kovy tvoří celkem 23 %) a takový podíl nám vyhovuje. Pokud je to možné, v dluhopisové části portfolia může být 15 % komodit. V portfoliu s 30 % dluhopisů to znamená z portfolia asi 4,5 % v komoditách a konkrétně 0,5 % ve zlatě. V případě 60 % dluhopisů cca 10 % v komoditách a tedy 1 % ve zlatě. Podíl zlata v celkovém portfoliu by se tedy měl pohybovat kolem 0-2 %.