

# Zlato long

## Nákup věčného kovu

Boris Tomčiak, analytik  
[tomciak@colosseum.cz](mailto:tomciak@colosseum.cz)  
16.12.2008



## Shrnutí

Investice do zlata je v současnosti atraktivnější než kdykoli předtím. Nemovitostní a finanční krize podkopaly důvěru v bankovní ústavy, světovou ekonomiku a dokonce celý tržní mechanismus. Před strachem z dalšího poklesu hodnoty portfolií se investoři uchylují k nákupům těch nejbezpečnějších investic. Mezi nimi najdeme kromě vládních dluhopisů i drahé kovy a obzvláště zlato. Tento kov v posledních letech dokázal, proč by se měl nacházet v každém dobře diverzifikovaném portfoliu. Kdo nakoupil před deseti lety americké akcie, i po započtení dividend dodnes zaznamenal ztrátu několika procent. Cena zlata však za tuto dobu vzrostla z 300 na 830 USD, tedy o 176 procent. Navzdory impozantnímu zhodnocení se nedomníváme, že zlatý trh dosáhl svého vrcholu. Pro kov je momentálně největším podpůrným faktorem celosvětová snaha centrálních bank a vlád zaplavit trhy levnými dolary, eury, libry, švýcarskými franky nebo jinými měnami. Cena zlata vyjádřená ve znehodnocujících se penězích tedy roste. Podle naší fundamentální analýzy předpokládáme v časovém horizontu 3 až 6 měsíců vzestup ceny zlata ze současné úrovně 830 USD/trojskou unci na 900 dolarů. V dlouhodobějším horizontu několika let očekáváme další výrazný růst ceny zlata, pokud centrální banky a vlády nepřestanou s expanzivní politikou.

Graf č. 1: Dlouhodobý vývoj ceny zlata, zdroj: CSI



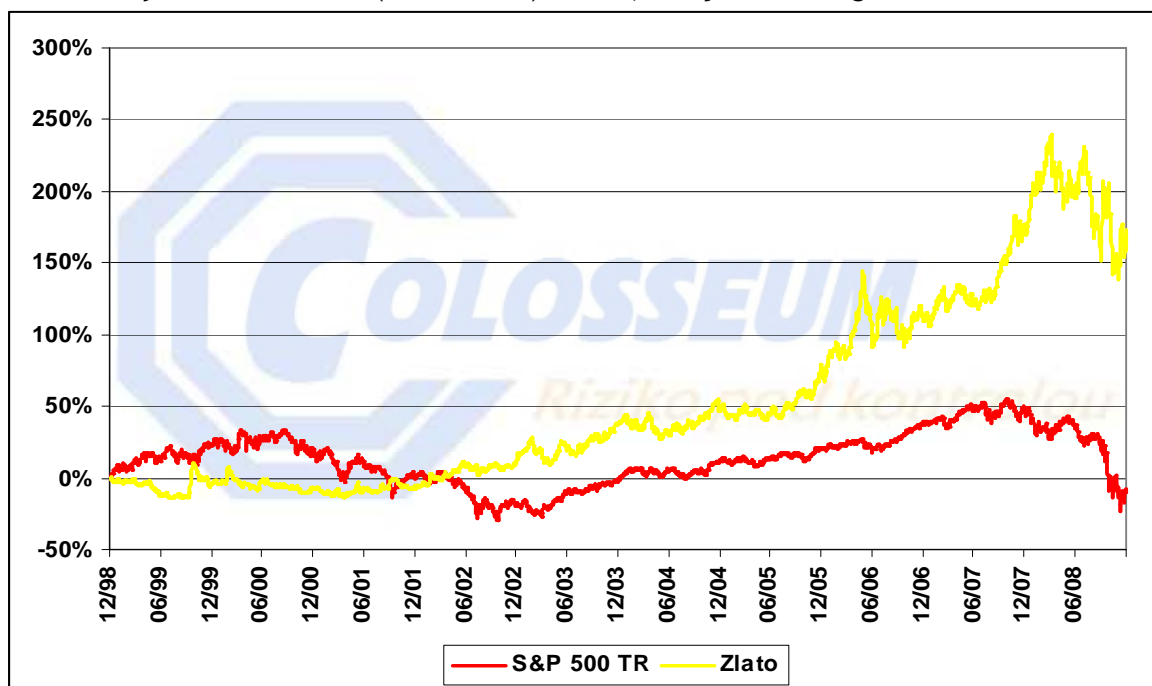
## Důvody pro nákup zlata:

### 1. Dlouhodobé zhodnocování

V historii mělo zlato vždy roli peněz, v současnosti většina produkce směřuje na výrobu šperků, do průmyslu a do rukou investorů. Pro ty se držba zlata vyplatila hlavně v neklidném období. Válka, občanské nepokoje nebo vysoká inflace způsobují ztrátu kupní síly papírových peněz, nikoliv však drahých kovů. Bankovní systém má v současnosti největší potíže od třicátých let minulého století. Státní instituce se snaží upokojit zástupy nespokojných lidí a vyhlásují, že se podaří odvrátit další kolaps. Podle našeho názoru si však lidé dokáží pomoci i bez vládních zásahů, jen se musí naučit lépe vnímat realitu kolem sebe.

Investice do zlata si do zajisté zaslouží stejnou popularitu jakou mají kupříkladu akcie nebo dluhopisy. Jedním z mnoha podpůrných faktorů, jež stojí na straně zlata, je výkonnost za posledních 10 let. Kdyby investor vložil své prostředky do amerického akciového indexu S&P 500 v prosinci 1998, tak by při pravidelné reinvestici dividend (total return princip) měl v současnosti o několik procent méně než tehdy. Při investici do zlata by si za stejné období připsal více než 170 procentní zisk. V následujícím grafu vidíme, že zlato zhodnocovalo i v období poklesu kurzu akcií, což zvyšuje výhodnost jeho držby za účelem diverzifikace investičního portfolia.

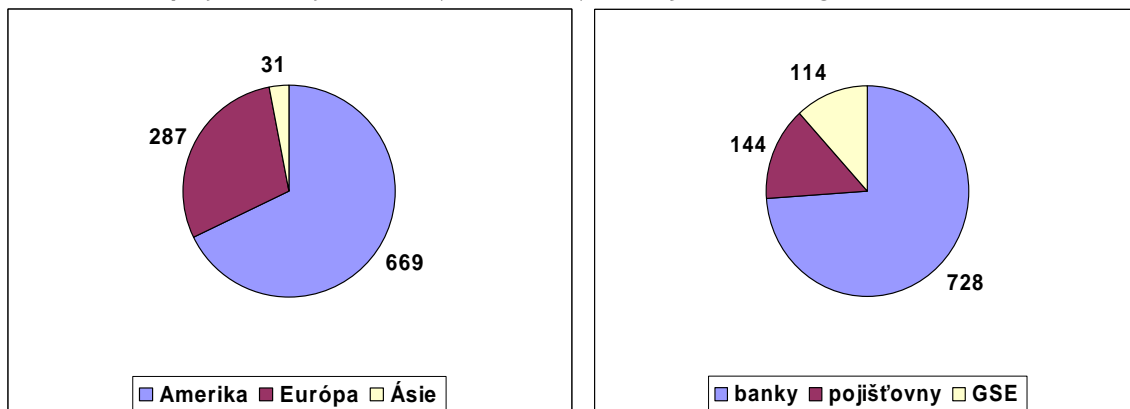
Graf č. 2: Výkonnost S&P 500 (total return) a zlata, zdroj: Bloomberg



### 2. Krize finančního trhu

Světový finanční trh se na počátku podzimu dostal na okraj propasti. Vývoj v posledních měsících můžeme přirovnat k ničivé lavině. Jejím startérem byla krize trhu nemovitostí a hypoték, která podkopala důvěru v banky a jiné finanční instituce. Celosvětové ztráty a odpisy „toxických aktiv“ dosáhly větších rozměrů, než se původně předpokládalo. Koncem listopadu již atakovaly hranici 1000 miliard amerických dolarů. Tato částka je pro představu přibližně šestkrát větší, než byl hrubý domácí produkt České republiky v minulém roce. Nejvíce jsou postiženy finanční instituce ve Spojených státech, které již odepsaly přibližně 670 miliard. Evropa však nezůstává pozadu a na celosvětových odpisech má 29 procentní podíl. Při institucionálním pohledu jsou pochopitelně nejvíce postiženy banky (odpisy dosáhly 728 miliard USD), přičemž největší ztrátu zatím přiznala společnost Wachovia (96,5 miliardy dolarů).

Graf č. 3: Odpisy rizikových aktiv (v mld. USD), zdroj: Bloomberg

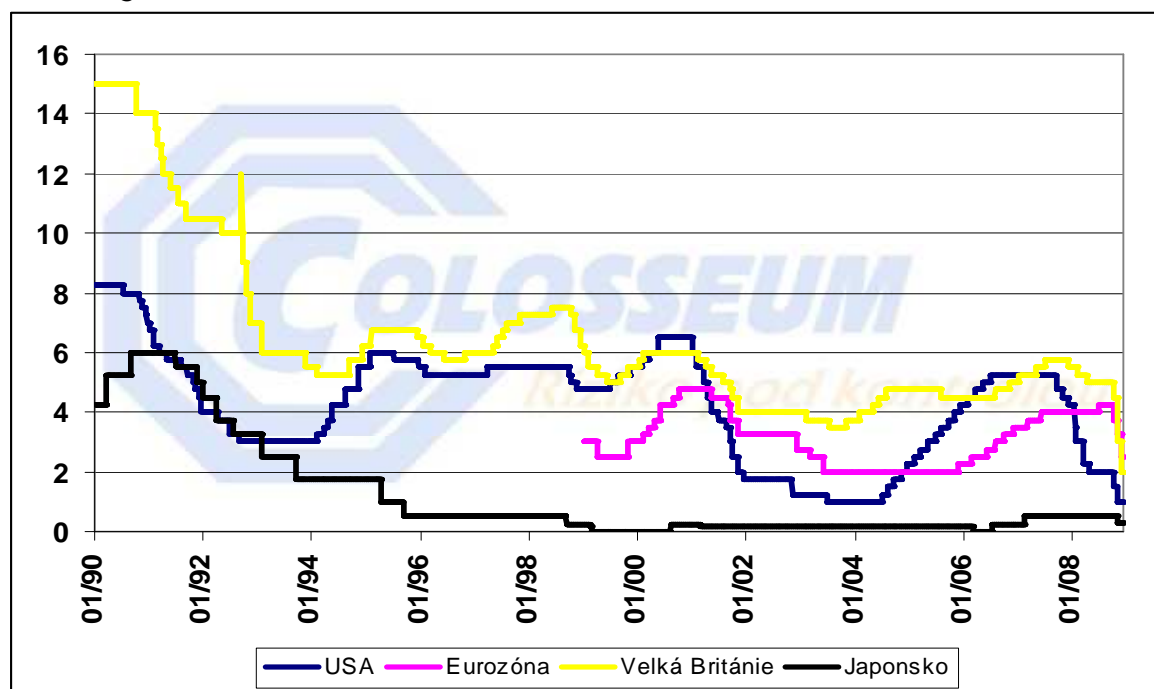


Obrovský rozsah ztrát předznamenává velké změny v bankovním sektoru. Nadále se vynořují spekulace, že může dojít k další vlně bankovních krachů. Podle údajů Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) bylo na konci třetího čtvrtletí ohrožených 171 bankovních institucí podnikajících ve Spojených státech, což je nejvíce od roku 1995. Ve druhém čtvrtletí bylo v položce „problémových bank“ 117 společností. Nedůvěra v bankovní systém nutí investory hledat alternativní úložiště pro finanční prostředky.

### 3. Státní zásahy vytvářejí riziko do budoucnosti

Ekonomická situace se v posledních měsících prudce zhoršila, na což státní orgány zareagovaly poskytnutím štedré pomocné ruky. Centrální banky otevřely kohoutky a doslova zaplavily trhy levnými penězi.

Graf č. 4: Základné úrokové sazby v nejvyspělejších zemích světa (v procentech), zdroj: Bloomberg

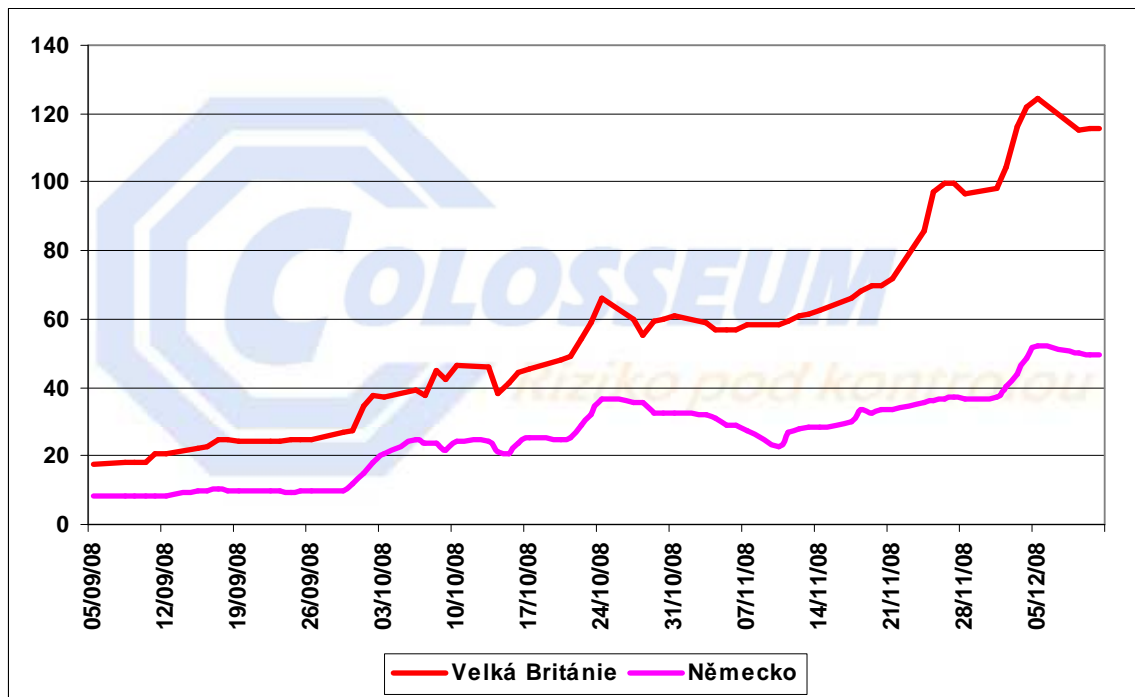


Hlavní úrokové sazby od USA po Čínu byly prudce sníženy na několikaletá minima. Kupříkladu Velká Británie byla nucena stanovit sazby na 2 procenta, což je nejnižší úroveň od roku 1951. Kromě těchto opatření centrální bankéři směle využívají i pokročilejší techniky dodávání likvidity. Komerčním bankám poskytují peníze, přičemž do zástavy berou aktiva s pochybnou kvalitou.

K extrémní monetární expanzi se připojily i vlády a představily několik záchranných balíčků. Nejznámější je americký TARP (Troubled Assets Relief Program), jehož objem dosahuje 700

miliardovou hranici. Zmínit však musíme i čínský balíček v hodnotě 586 miliard USD nebo evropský ekonomický stimul v objemu 264 miliard USD. Otázkou zůstává, jak se tyto balíčky projeví ve státních financích. USA a Západní Evropa již před krizí hospodařily s deficitem veřejných financí. Ten by se měl v následujícím období výrazně prohloubit a vlády ho budou muset financovat dalšími půjčkami. Zadlužování snižuje kredibilitu subjektů. Trh na vzniklou situaci reaguje zvyšováním ohodnocení rizika nesplácení vládních dluhopisů. Kreditní nástroje CDS (credit default swaps) ukazují, že investoři jsou ochotni platit roční pojištění proti bankrotu vládních dluhopisů vyspělých zemí po dobu 5 let ve výši několika desetín procenta. V případě USA nebo Německa to je přibližně 60 bazických bodů (0,6 procenta), u Velké Británie to je již 120 bazických bodů (1,2 procenta). Ještě před rokem se cena CDS těchto zemí pohybovala blízko nulové hranice.

**Graf č. 5: Pětileté CDS na vládní dluhopisy Velké Británie a Německa (v bazických bodech), zdroj: Bloomberg**



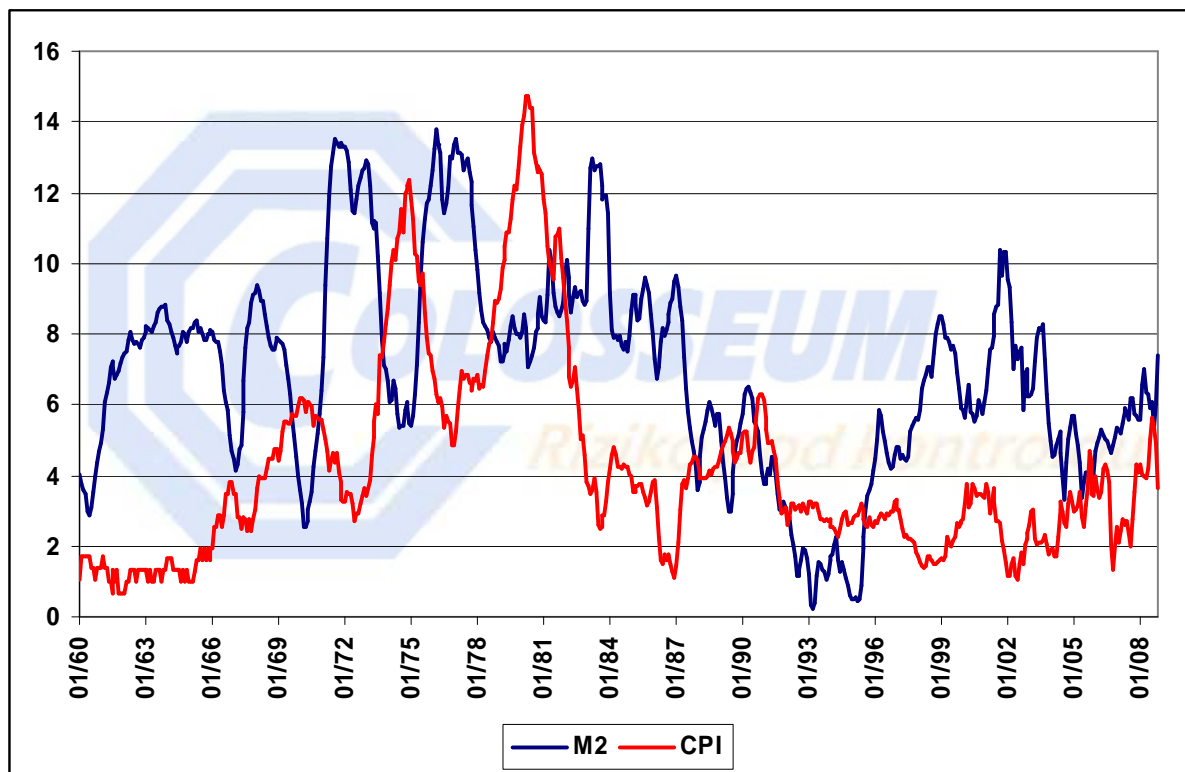
Státní záchrana krachujících podniků je z krátkodobého hlediska příznivá pro trhy. Musíme však hledět do budoucnosti. Budou země schopny splatit své půjčky? Neodstartuje se dluhová spirála, kdy rychle narůstají závazky? Co se může stát v případě bankrotu takových velmocí jako jsou USA nebo Velká Británie? Odpověď není jednoznačná a vykristalizuje se až v průběhu času. Investor by však měl být připraven i na pesimistické scénáře.

#### 4. Tištění peněz a inflace

V předchozím odstavci byla zmíněná expanzivní politika centrálních bankéřů. FED, ECB, BOE, BOJ, SNB a další autority dodávají do finančního systému tak velkou likviditu, že ji ani samotné trhy nedokáží rychle zpracovat. Americké banky kupříkladu zvýšily své dobrovolné rezervy u FEDu na rekordní úroveň převyšující 600 miliard USD. Průměrná hodnota za posledních 20 let je několik desítek miliard. Peněžní zásoba v ekonomice se relativně rychle zvyšuje, což vyvolává obavy ohledně budoucí míry inflace. Kvůli prudkému propadu cen komodit a zhoršení ekonomického vývoje ustoupil strach z nadměrného růstu cen do pozadí. Dokonce se vynořily spekulace, že příští rok se ve vyspělých zemích dočkáme i období deflace (perioda všeobecného poklesu cen). Tento výhled se vyloučit nedá a podvědomě ho očekávají i centrální banky. Proto si dovolují pouštět uzdu měnové politice. V USA roste zásoba peněz (měřeno peněžním agregátem M2) ročním tempem 7,4 procenta, což je nejvíce od roku 2003. V případě, že dojde k ekonomickému oživení a FED nestáhne včas nadbytečnou likviditu, nastane situace, kdy bude v oběhu záplava peněz se snižující se kupní silou. Takovou chybu udělal Alan Greenspan, když nerozpoznal ekonomické oživení po recesi z roku 2001 a nadbytek peněz v oběhu živilo jednu z největších spekulativních bublin v historii lidstva a také prudce zvýšilo inflaci v roce 2008. Kde

je jistota, že centrální banky stáhnou přebytečné peníze z oběhu tentokrát včas? Historické údaje nám ukazují, že růst M2 o několik měsíců předbíhá vzestup inflace.

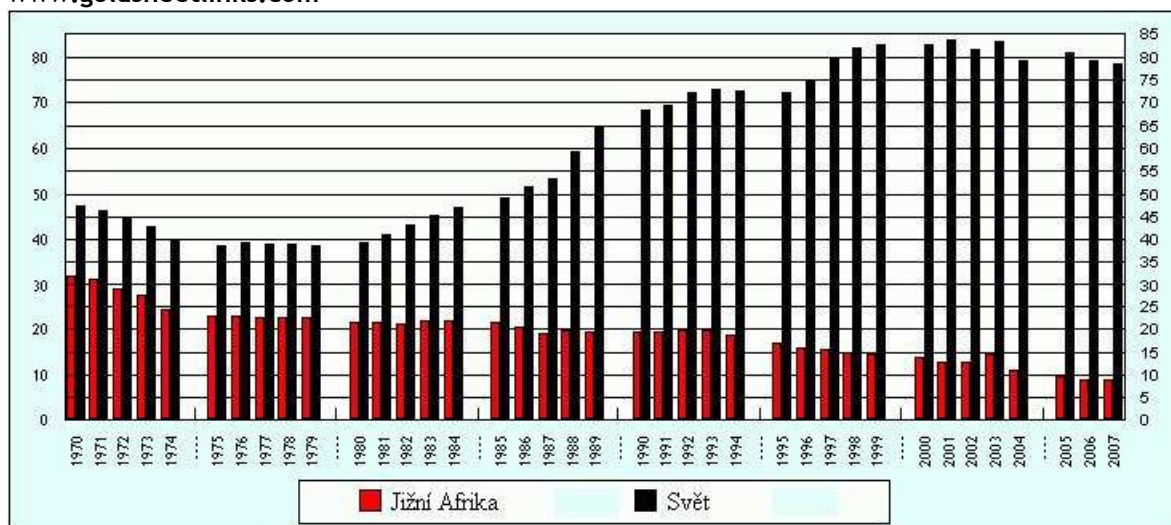
Graf č. 6: Meziroční růst M2 a spotřebitelských cen v USA (v procentech), zdroj: Bloomberg



##### 5. Snižování produkce

Od roku 2001 celosvětová těžba zlata pomalu klesá, což je způsobeno vytěžením lehce dostupných ložisek. Nejméně příznivá situace je v Jižní Africe, která byla do minulého roku největším producentem zlata na světě. Kvůli dalšímu propadu výstupu ji ale předběhla Čína, kde se vláda s obrovským nadšením vrhla do rozvoje těžebního průmyslu. Vrchol produkce největších těžebních společností sdružených do organizace Chamber of Mines of South Africa byl dosažen v roce 1975, kdy tyto firmy dodaly na trh 1000 tun. Minulý rok společnosti vytěžily 220 tun. Celkově Jižní Afrika vyprodukovala 272 tun. V letošním roce dochází k dalšímu snižování tamní těžby, když v září dodala na trh o 18 procent méně kovu než před rokem. Nižší těžbu vyvažují prodeje z oficiálních rezerv a recyklace starého zlata.

Graf č. 7: Produkce zlatá v Jižní Africe a na světě (v milionech uncí), zdroj: [www.goldsheetlinks.com](http://www.goldsheetlinks.com)

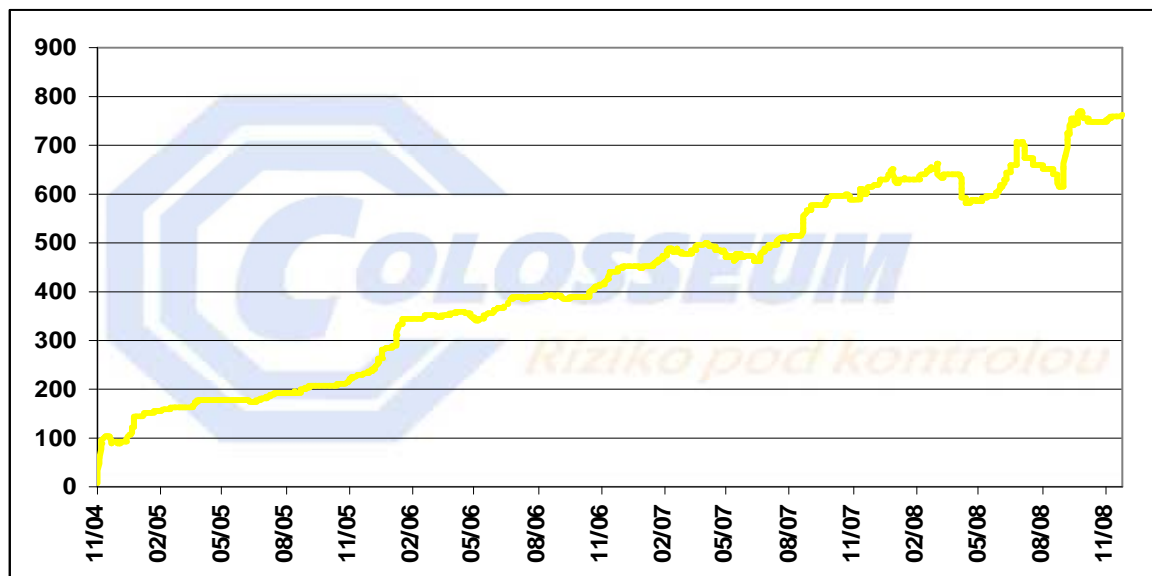


## 6. Rostoucí poptávka

Zájem o držbu fyzického zlatá výrazně stoupá. Podle údajů GFMS se poptávka zvýšila ve třetím čtvrtletí o 18 procent na 1133 tun. V dolarovém vyjádření vzrostla na rekordní úroveň 31,8 miliardy USD, což je o 45 procent víc oproti předchozímu rekordu (byl dosažen ve druhém čtvrtletí). Ve šperkařství spotřeba stoupla o 8 procent na 648 tun. Objem nákupů zlatá pro účely investování se zvýšil o překvapujících 56 procent na 382 tun. Díky finanční inovaci je investice do zlatá jednodušší než kdykoli předtím. Na trhu je nabízeno nepřeborné množství produktů. Deriváty, ETF, ETC nebo certifikáty můžeme najít i v portfoliích obyčejných investorů. Nárůst zájmu je patrný z množství zlatá, které v posledních měsících nakoupil největší „zlatý“ ETF fond na světě SPDR Gold Trust. Ten k 11. prosinci spravoval 762 tun zlatá, což představuje 24 procentní meziroční navýšení pozice.

Silná poptávka po investičním zlatě způsobila, že americká mincovna U.S. Mint neměla na podzim dostatek zásob mincí a dočasně přestala prodávat jednouncové zlaté mince Buffalo. Obdobné problémy zaznamenala i mincovna v Jižní Africe, která nedokázala pokrýt celou poptávku po známých Kruggerandech. Zprávy o nedostatku fyzického zlatá se šíří z celého světa, včetně České republiky. Stačí zkontaktovat několik tuzemských prodejců mincí nebo zlatých cihel a potvrdí Vám, že až na výjimky je zlatá vyprodané. Dokonce se objevují zákulisní informace, že brzy dojde k velké události na trhu se zlatem. Jedná se o to, že expiruje prosincový futures kontrakt na americké burze COMEX. Obvykle se proti kontraktu zlatá nedodává, protože je snadnější si jej opatřit jinak a futures tak slouží jako finanční nástroj pro zajištění ceny nebo spekulace. Avšak vzhledem k nedostatku fyzického zlatá ke koupě po světě se řada držitelů „long“, tedy nákupních kontraktů, rozhodla odebrat zlatá z burzovních skladů. Ovšem zásoby nejsou nijak velké. K aktuálnímu datu se objem nahlášených odběrů rovná téměř polovině všeho disponibilního zlatá v zásobách COMEXu. Je tedy možné, že již za pár dní (dodávky probíhají do konce prosince) klesnou burzovní zásoby největšího termínového trhu se zlatem na polovinu. Pokud k tomu dojde, svět může být šokován a cena zlatá může vystřelit extrémně vzhůru.

Graf č. 8: Množství zlata v SPDR Gold Truste (v tunách), zdroj: SPDR Gold Shares



#### Možná rizika:

1. Propady na akciových trzích mohou vyvolat další výprodeje na trzích s alternativními aktivy, což jsou i komodity. Pokles cen akcií se nedá vyloučit, jelikož podniky pocítují nižší poptávku zákazníků, což má negativní dopad na tržby a zisk.
2. Deflace, která je nebezpečná pro ceny reálných aktiv, může v příštím roce postihnout vyspělé země. Centrální banky sice pumpují do systému velké množství peněz, ale konečné rozhodnutí o použití je na spotřebitelích a podnicích.

#### Závěr:

Faktory, které by v časovém horizontu 3 až 6 měsíců mohly způsobit růst ceny zlata:

1. Zlato v posledních letech dokazuje svoji výhodnost pro dlouhodobé investory. Relativně vysoká výnosnost by měla být pro ještě nerozhodnuté investory dostatečným lákadlem.
2. Krize finančního trhu podkopala důvěru v bankovní systém. Dokud se úvěrové instituce neozdraví, bude poptávka po bezpečných aktivech, jako jsou vládní dluhopisy a drahé kovy, vysoká.
3. Státy přijímají ambiciózní záchrané plány bez toho, aby se zamyslely nad možnými budoucími důsledky svých činů. Nadměrné zadlužování může vést k velkému snížení jejich důvěryhodnosti.
4. Monetární politika je extrémně expanzivní. Trhy jsou doslova zaplaveny levnými penězi. Historie nám naznačuje, že pravděpodobnost následného výrazného zvyšování cen je vysoce pravděpodobná.
5. Produkce zlata od počátku tisíciletí klesá, což je způsobeno vytěžením lehce dostupných ložisek. Náklady na těžbu stále rostou.
6. Poptávka po fyzickém kovu vzrostla ve třetím čtvrtletí o 18 procent, v dolarovém vyjádření stoupla až o 45 procent. Spotřebitelům i investorům se nákup zlata rozhodně zamlouvá. Zákulisní informace signalizují, že by mohlo dojít k výraznému poklesu zásob na burze COMEX.

## ***Specifikace kontraktu***

- Futures kontrakt Gold na burze Comex (New York)
- Měsíc dodání únor 2009 (příp. další měsíce při dlouhodobé investici)
- Objem kontraktu 100 uncí zlata
- Kurz v US dolarech za 1 unci
- 1 bod = 100 USD (pohyb o 1 US dolar znamená zisk/ztrátu 100 USD na kontrakt)
- Margin 6969 USD/kontrakt

## UPOZORNĚNÍ

TATO ZPRÁVA JE POUZE INFORMATIVNÍ A NENÍ MYŠLENA JAKO NÁVRH NEBO NABÍDKA KE KOUPI ČI PRODEJI JAKÉKOLIV KOMODITY, FUTURES KONTRAKTU, OPCE NEBO JINÉHO INVESTIČNÍHO NÁSTROJE. AČKOLIV FAKTA A INFORMACE ZDE OBSAŽENÉ JSOU ZÍSKÁNY ZE ZDROJŮ, KTERÉ COLOSSEUM, A.S. („SPOLEČNOST“) POVAŽUJE ZA VĚROHODNÉ, NEZARUČUJEME JEJICH PŘESNOST A SPOLEHLIVOST S TÍM, ŽE JAKÁKOLIV INFORMACE MŮŽE BÝT NEÚPLNÁ NEBO ZKRÁCENÁ. SPOLEČNOST NEODPOVÍDÁ ZA TYPOGRAFICKÉ CHYBY V TĚTO ZPRÁVĚ. VEŠKERÉ NÁZORY A ODHADY V TĚTO ZPRÁVĚ VYJADŘUJÍ NÁZOR SPOLEČNOSTI K DATU TĚTO ZPRÁVY A VYHRAZUJE SI PRÁVO NA JEJICH ZMĚNU BEZ PŘEDCHOZÍHO UPOZORNĚNÍ.

SPOLEČNOST, JEJÍ POBOČKY, PŘEDSTAVITELÉ A/NEBO ZAMĚSTNANCI MOHOU, ALE NEMUSÍ KDYKOLIV DRŽET KRÁTKÉ A/NEBO DLOUHÉ POZICE V JAKÉKOLIV KOMODITĚ, FUTURES KONTRAKTU, OPCÍ NEBO JINÉM INVESTIČNÍM NÁSTROJI ZMIŇOVANÉM V TĚTO ZPRÁVĚ. PŘÍKAZY UVEDENÉ V TOMTO DOKUMENTU MOHOU BÝT POUZE ILUSTRATIVNÍ A SPOLEČNOST JE MŮŽE, ALE NEMUSÍ PROVÁDĚT NA TRHU. VEŠKERÉ NÁZORY V TĚTO ZPRÁVĚ JSOU NÁZORY ANALYTICKÉHO ODDĚLENÍ SPOLEČNOSTI. JEDNOTLIVÍ OBCHODNÍCI NEBO JINÉ FIREMNÍ PUBLIKACE MOHOU VYJADŘOVAT ROZDÍLNÝ NEBO PROTICHŮDNÝ NÁZOR. NÁZORY V TĚTO ZPRÁVĚ MOHOU BÝT ZALOŽENY NA RŮZNÝCH ANALYTICKÝCH METODÁCH NEBO DISCIPLÍNÁCH. NAPŘÍKLAD FUNDAMENTÁLNÍ A TECHNICKÁ ANALÝZA OBVYKLE POUŽÍVAJÍ RŮZNÉ METODY A ODLIŠNÉ ČASOVÉ OBDOBÍ, PROTO MOHOU ČINIT RŮZNÉ ZÁVĚRY OHLEDNĚ VÝVOJE STEJNÉ KOMODITY, TERMÍNOVÉHO KONTRAKTU NEBO JINÉHO INVESTIČNÍHO NÁSTROJE. SKUTEČNOSTI, KTERÉ V BUDOUCNU NASTANOU, SE MOHOU OD INFORMACÍ UVEDENÝCH V TĚTO ZPRÁVĚ VÝZNAMNĚ LIŠIT A MOHOU TAK VÝZNAMNĚ OVLIVNIT ANALÝZU OBSAŽENOU V TĚTO ZPRÁVĚ, PŘÍČEMŽ INTERVAL BUDOUCÍCH ZMĚN NENÍ MOŽNÉ PŘEDEM STANOVIT.

INVESTIČNÍ STRATEGIE POPISOVANÉ V TĚTO ZPRÁVĚ JSOU RISKANTNÍ A NEJSOU VHODNÉ PRO KAŽDÉHO INVESTORA. POKUD PLNĚ NEPOROZUMÍTE PODMÍNKÁM A RIZIKŮM POPISOVANÝCH OBCHODŮ, VČETNĚ ROZSAHU POTENCIÁLNÍHO RIZIKA ZTRÁTY, KTERÉ MŮŽE DOSÁHNOUT A V URČITÝCH PŘÍPADECH I PŘESÁHNOUT HODNOTU PŮVODNÍ INVESTICE, MĚLI BYSTE SE TAKOVÝCH OBCHODŮ ZDRŽET. VÝSLEDKY INVESTIC MINULÉHO OBDOBÍ NEJSOU ZÁRUKOU VÝNOSŮ BUDOUCÍCH.

ANALÝZA OBSAŽENÁ V TĚTO ZPRÁVĚ JE POUZE UKÁZKOVÁ A MOHOU, ALE NEMUSÍ BÝT NA JEJÍM ZÁKLADĚ PROVÁDĚNY OBCHODY V RÁMCI SLUŽBY ASISTENT. V ŽÁDNÉM PŘÍPADĚ SE NEJEDNÁ O KOMPLETNÍ PŘEHLED VŠECH OBCHODŮ, KTERÉ PROBÍHAJÍ V RÁMCI SLUŽBY ASISTENT. VYUŽIJETE-LI PORADENSTVÍ SPOLEČNOSTI, ČINÍTE TAK VÝHRADNĚ NA ZÁKLADĚ VLASTNÍHO ROZHODNUTÍ. RADA POSKYTNUTÁ SPOLEČNOSTÍ SE V BUDOUCNU MŮŽE UKÁZAT JAKO NESPRÁVNÁ, INVESTICE UČINĚNÉ NA JEJÍM ZÁKLADĚ MOHOU BÝT ZTRÁTOVÉ. SPOLEČNOST MŮŽE V ZÁVISLOSTI NA DALŠÍM VÝVOJI KDYKOLIV SVOU RADU V BUDOUCNU ODVOLAT NEBO ZMĚNIT, A TO I NA RADU OPAČNOU. SPOLEČNOST VÁM POSKYTUJE POUZE RADY, SAMOTNÁ INVESTIČNÍ ROZHODNUTÍ JSOU VŽDY NA VÁS A NESETE ZA NĚ PLNOU ODPOVĚDNOST. POPLATKY SOUVISEJÍCÍ S OBCHODOVÁNÍM NEGATIVNÍM ZPŮSOBEM OVLIVŇUJÍ VÝSLEDEK INVESTOVÁNÍ. POPLATKY JSOU UPLATŇOVÁNY, I KDYŽ JE VÝSLEDKEM OBCHODU ZTRÁTA.

NA TUTO ZPRÁVU SE VZTAHUJE VYHLÁŠKA Č. 114/2006 SB., O POCTIVÉ PREZENTACI INVESTIČNÍCH DOPORUČENÍ. V TĚTO ZPRÁVĚ JE UVEDENA OSOBA, KTERÁ PRO SPOLEČNOST TUTO ZPRÁVU VYTVOŘILA NEBO PŘIPRAVILA. SPRÁVNÍM ÚŘADEM, KTERÝ NAD SPOLEČNOSTÍ VYKONÁVÁ DOZOR, JE ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. DLE NÁZORU SPOLEČNOSTI NEEXISTUJÍ OKOLNOSTI, KTERÉ BY MOHLY NARUŠIT OBJEKTIVITU TĚTO ZPRÁVY. ODMĚNA OSOB, KTERÉ SE PODÍLELY NA TVORBĚ TĚTO ZPRÁVY, NENÍ ODVOZENA OD OBCHODŮ SPOLEČNOSTI. PŘÍPADNÝ STŘET ZÁJMŮ VE VZTAHU K TĚTO ZPRÁVĚ JE UPRAVEN VNITŘNÍMI PŘEDPISY SPOLEČNOSTI.

VÍCE INFORMACÍ ZÍSKÁTE NA [WWW.COLOSSEUM.CZ](http://WWW.COLOSSEUM.CZ).

© 2008 COLOSSEUM, A.S. VŠECHNA PRÁVA VYHRAZENA.

JAKÉKOLIV NEAUTORIZOVANÉ POUŽITÍ, DUPLIKACE NEBO ŠÍŘENÍ TOHOTO MATERIÁLU JE ZAKÁZÁNO.

Colosseum, a. s. Londýnská 59 120 00 Praha 2 tel. +420-2-460 888 88	fax. +420-2-460 888 89 E-mail: <a href="mailto:info@colosseum.cz">info@colosseum.cz</a> <a href="http://www.colosseum.cz">www.colosseum.cz</a>
--	--

