

WYCENA ZŁOTA



DEPARTAMENT
ZARZĄDZANIA I ANALIZ
SUPERFUND TFI
WRZESIEŃ, 2020



WYCENA ZŁOTA

09 WRZEŚNIA 2020, CENA: 1948 USD/OZ
5-LETNIA PROGNOZA, CENA: 5123 USD/OZ

ARGUMENTY ZA ZŁOTEM

1. METAL OD WIEKÓW PRZECHOWUJĄCY WARTOŚĆ PIENIĄDZA
2. OGRANICZONE ZASOBY
3. NAJNIŻSZE STOPY PROCENTOWE W HISTORII
4. NIEOGRANICZONY DODRUK DOLARÓW
5. POTENCJALNY WZROST INFLACJI
6. WCIĄŻ ATRAKCYJNA CENA



Złoto	3M	6M	1Y	3Y	5Y	10Y	20Y	30Y	50Y
stopa zwrotu	13,6%	16,5%	29,6%	44,7%	76,7%	56,3%	616,1%	406,6%	5044,9%
stopa zwrotu p.a.				13,1%	12,1%	4,6%	10,3%	5,6%	8,3%

Źródło: Terminal Bloomberg, 09.09.2020

Czy złoto w tej chwili jest drogie?

	1980	2011	08.2020
Cena złota a baza monetarna USA			
Baza monetarna (w mld usd)	155 000	2 637 000	4 700 000
Cena złota (usd/oz)	850	1 900	1 970
Szacowana podaż złota (w mln oz)	2 469	5 644	6 702
Relacja wartości złota do bazy monetarnej	1,35%	0,41%	0,28%
Przyjęty udział do wyceny	20%	80%	
Wycena złota przy obecnej bazie monetarnej		\$4 181	
Cena złota a Indeks S&P 500			
S&P 500	110	1 100	3 500
Cena złota (usd/oz)	850	1 900	1970
Szacowana podaż złota (w mln oz)	2 469	5 644	6 702
Relacja ceny złota do Indeksu S&P 500	7,73	1,73	0,56
Przyjęty udział do wyceny	20%	80%	
Wycena złota przy obecnym kursie S&P 500		\$6 066	
Średnia wycena		\$5 123	

ANALIZA ZŁOTA

W ciągu pierwszych ośmiu miesięcy 2020 roku złoto zyskało na wartości aż 29,7%, więc pojawia się zasadnicze pytanie, czy jest jeszcze potencjał do dalszych wzrostów. Złoto jest specyficznym aktywem, którego nie da się wycenić tak jak 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 przez inwestorów. Dlatego trudno jest stwierdzić kiedy złoto jest już zbyt drogie, można jedynie odnieść się do przeszłości. Złoto ma bardzo bogatą historię, ponieważ w starożytności było wykorzystywane jako powszechny środek płatniczy, a jeszcze w ostatnim wieku złoto było zabezpieczeniem dla drukowanego pieniądza. Obecnie żyjemy w czasach „nowej ekonomii”, gdzie banki centralne wykorzystują nowe narzędzia polityki monetarnej, aby już nigdy nie było recesji – zbyt pięknie by było prawdziwe. Niemniej jednak skutecznie zadrukowano marcowe problemy gospodarcze, dzięki temu tak szybko poradziłyśmy 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 ziemi. 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 w drugiej połowie XX wieku, czyli nie tak dawno, obowiązywał system waluty złotej. System ten był gwarantem konserwatywnej polityki monetarnej prowadzonej przez banki centralne. Dodruk nowej waluty musiał mieć odzwierciedlenie w posiadanych rezerwach złota. Dzięki temu podaż waluty była mocno ograniczona. Celem powstania tego systemu było przywrócenie zaufania do uznawanego wtedy pieniądza. Stały parytet wymiany złota 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

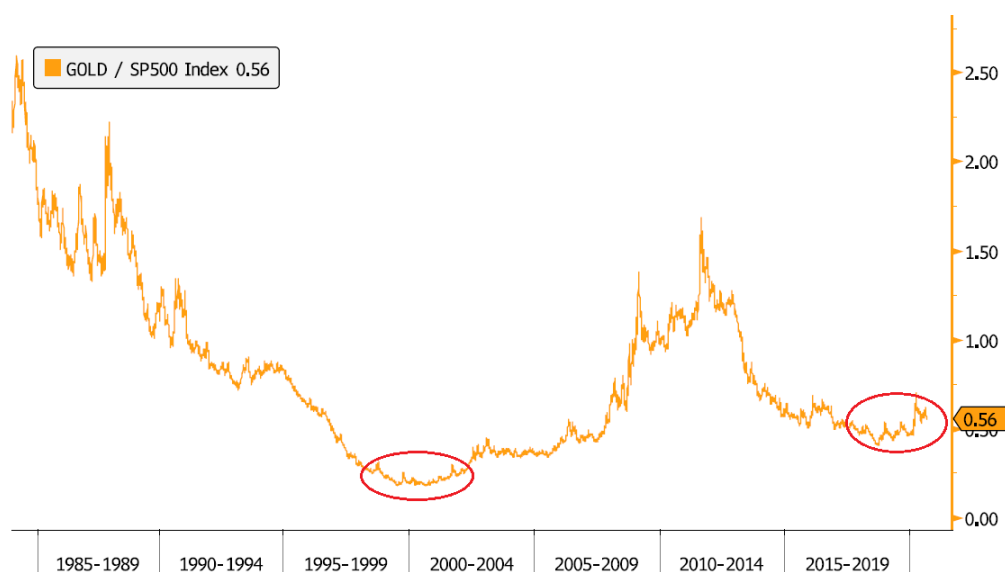
	1980	2011	08.2020
Baza monetarna (w mld usd)	155 000	2 637 000	4 700 000
Cena złota (usd/oz)	850	1 900	1 970
Szacowane zapasy złota (w tonach)	70 000	160 000	190 000
Wartość zapasów złota (w mld usd)	2 099	10 723	13 203
Relacja wartości złota do bazy monetarnej	1,35%	0,41%	0,28%

Do przedstawienia rozmiaru dodruku obecnego pieniądza wykorzystaliśmy bazę monetarną Stanów Zjednoczonych, która obejmuje 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 przybywa znacznie szybciej dolarów niż złota, a cena złota nie podąża za tym trendem. Świadczy to o niedowartościowaniu żółtego metalu w stosunku do ilości drukowanych dolarów. Gdyby wartość całego złota podążała za dodrukiem dolarów, to obecna cena złota powinna być znacznie wyższa niż obecnie, nawet powyżej \$4.000. Także przyjmując ilość pieniądza jako parametr główny dla ceny złota, to obecna cena żółtego 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 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, to inwestorzy przenoszą swój kapitał na inne rynki, chociażby na rynek metali szlachetnych. Tak było w 2000 roku. Natomiast, gdy złoto jest już drogie, 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, 01/1984-09/2020



Źródło: Terminal Bloomberg, 07.09.2020.

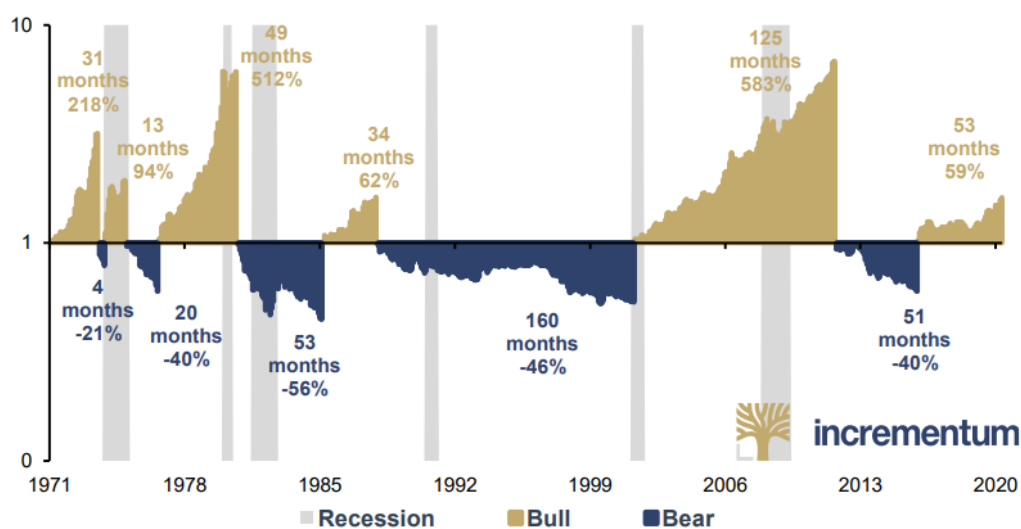
Stosunek ceny złota do indeksu S&P 500 wynosi obecnie 0,56, co jest dosyć niskim poziomem. Oczywiście bywały okresy, kiedy złoto było jeszcze tańsze w stosunku do akcji, np. w 2000 roku. Natomiast warto tutaj dodać, że w ciągu kolejnych 10 lat złoto zyskało na wartości aż 600%, więc było wtedy mocno 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 tę samą relację, co w 2011 roku. Oczywiście ceny akcji nie będą stały w miejscu i będą rosły bądź spadały. Ze względu na tak duży dodruk pieniądza ze strony banków centralnych oraz najniższe stopy procentowe w historii, to bardziej prawdopodobny jest dalszy wzrost amerykańskich indeksów akcji. Ciekawostką może być tutaj fakt, że relacja ta 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 hossa na złocie dopiero się rozpoczęła. Dotek na złocie mieliśmy w grudniu 2015 roku, jednak tempo wzrostu jest wolne. Od tamtego czasu minęło dopiero 56 miesięcy. Ostatnia hossa z okresu 2000-2011 trwała aż 125 miesięcy. Inwestorzy zyskali wtedy 583%, podczas gdy obecna hossa pozwoliła zarobić dopiero 99%. 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%. 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



Source: Reuters Eikon, Incrementum AG

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”. Jednym z dużych przeciwników inwestowania w złoto zawsze był Warren Buffett, który niezmiennie na pierwszym miejscu stawiał rynek akcji. Mimo to w lipcu 2020 roku zdecydował się na zakup akcji spółki Barrick Gold, która zajmuje się wydobywaniem złota. Co prawda wciąż są to akcje, ale spółki wydobywające złoto zarabiają przede wszystkim na wzroście ceny złota, więc inwestycja ta świadczy o tym, że jeden z najbardziej wpływowych inwestorów na świecie widzi również potencjał w tym złotym kruszcu.

PODSUMOWANIE I KOMENTARZ DO WYCENY

Celem tej analizy jest odpowiedzenie na pytanie, czy obecnie złoto jest już drogie. Należy jednak pamiętać, że złota nie da się wycenić podobnie jak akcji i jego cena 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 \$4.181, 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 okazyjna. Złoto powinno obecnie kosztować \$5.123, 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 je zneutralizować. Wydaje się niemożliwe nagłe przejście do konserwatywnej polityki monetarnej i ograniczenie dodruku. Tymczasowym rozwiązaniem są zerowe stopy procentowe. Prędzej czy później musi to spowodować 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. Niemniej jednak świadomi inwestorzy powinni odpowiednio przygotować się na taki scenariusz. W otoczeniu zerowych stóp procentowych oraz rosnącej inflacji najlepszym aktywem do inwestycji według Superfund TFI jest złoto.

Departament Zarządzania i Analiz
Superfund TFI

Superfund TFI

Superfund Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A., zostało utworzone w roku 2005 na podstawie zezwolenia nr DFI/W/4030-31-1-4729/2005, udzielonego przez Komisję Papierów Wartościowych i Giełd (obecnie Komisja Nadzoru Finansowego).

Superfund TFI S.A. należy do grupy Superfund, specjalizującej się, od chwili swojego utworzenia w 1995 roku, w oferowaniu klientom indywidualnym funduszy inwestycyjnych działających w oparciu o strategię alternatywną. Oferta ta dostępna uprzednio jedynie dla klientów instytucjonalnych lub bardzo zamożnych klientów indywidualnych, została przez Superfund skierowana do szerokiego grona odbiorców, którzy mogą dzięki temu korzystać z unikalnych rozwiązań inwestycyjnych.

■ SUPERFUND TFI S.A.

Dzielna 60, 01-029 Warszawa

Infolinia: +48 22 556 88 62

superfundtfi@superfund.com

www.superfund.pl

Superfund TFI S.A. zarejestrowane w rejestrze przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS 0000234965. NIP 1070002513, REGON 140147499, wysokość kapitału zakładowego 2 160 000 złotych (wpłacony w całości). Zastrzeżenie: Superfund Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A. działa na podstawie zezwolenia DFI/W/4030-31-1-4729/2005, udzielonego przez Komisję Papierów Wartościowych i Giełd (obecnie Komisja Nadzoru Finansowego) w dniu 25 października 2005r. Przedstawiane informacje mają charakter poglądowy i mają umożliwić polskiemu odbiorcy bliższe zapoznanie się z efektami stosowania strategii inwestycyjnych opracowanych przez Superfund i stosowanych w produktach finansowych oferowanych na różnych rynkach finansowych na świecie. Szczegółowe informacje związane z uczestnictwem w funduszach, w tym w szczególności: polityka inwestycyjna, opis czynników ryzyka, zasady zbywania i odkupywania jednostek uczestnictwa, prawa uczestników, informacje o podmiotach prowadzących dystrybucję jednostek uczestnictwa, zawarte zostały w prospektach informacyjnych funduszy, które są dokumentami opracowanymi przez Towarzystwo i publicznie dostępnymi na stronie internetowej (www.superfund.pl), jak również u dystrybutorów jednostek uczestnictwa oraz bezpośrednio w siedzibie Towarzystwa. Towarzystwo zwraca uwagę, że jakiegokolwiek dane finansowe przedstawione w niniejszej informacji nie stanowią gwarancji osiągnięcia podobnych w przyszłości. Historyczne dane dotyczące wypracowanych stóp zwrotu nie mogą stanowić podstawy do wyciągania wniosków, co do kształtowania się dynamiki ich wzrostu w przyszłości. Wartość inwestycji oraz osiąganego z niej przychodu może ulegać znacznym wahaniom i nie jest w żaden sposób gwarantowana. Towarzystwo zachęca do zapoznania się ze szczegółowymi informacjami finansowymi oraz prawnymi, które zawarte zostały w prospektach informacyjnych funduszy.