



Złoto

Raport rynkowy

Cena, 31 marca 2013:	1595 USD/oz
Prognoza na 2013:	konsolidacja w zakresie 1525-1800 USD/oz
Cena docelowa:	2400 USD/oz po zakończeniu konsolidacji

Maciej Kołodziejczyk
Zarządzający w Investors TFI

Kwiecień 2013



„Przy braku standardu złota nie ma sposobu, by zabezpieczyć oszczędności przed konfiskatą przez inflację. Nie ma bezpiecznego sposobu na utrzymanie wartości.”

Alan Greenspan, szef Zarządu Rezerwy Federalnej 1987-2006

Główne wnioski

Trwa kontynuacja półtorarocznej konsolidacji. Po znaczących wzrostach w sierpniu i wrześniu 2012 roku do poziomu 1800 USD/oz, ceny złota powróciły w okolice 1600 USD/oz. Naszym zdaniem zakończy się ona wyżkami cen złota, ze względu na następujące pozytywne czynniki:

- Ujemne realne stopy procentowe oraz zakupy złota przez banki centralne na potrzeby dywersyfikacji rezerw walutowych. Inwestycje banków centralnych w kruszec utrzymują się na poziomie najwyższym od ponad 40 lat.
- Bardzo wysoki dodruk pieniądza przez banki centralne doprowadzi w nadchodzących latach do inflacji.
- Wskaźniki sentymentu inwestorów kształtują się na bardzo niskich poziomach. Jest to tzw. wskaźnik przeciwstawny (ang. contrarian indicator), sugerujący wzrosty.
- Gwałtowne zbudowanie rekordowych pozycji krótkich przez fundusze na „papierowym” rynku futures. Fundusze zazwyczaj odkupują kontrakty terminowe po kilku miesiącach, co powinno wesprzeć ceny złota.
- Analiza techniczna wskazuje, że wciąż pozostajemy w osiemnastomiesięcznej konsolidacji, podobnej do trzech zanotowanych podczas 12 lat obecnej hossy.

Najważniejszym obecnie zagrożeniem dalszych wzrostów byłby wzrost stóp procentowych spowodowany wzrostem gospodarczym w USA - takie ryzyko widzą analitycy zagranicznych banków inwestycyjnych.

Spis treści

Główne wnioski	2
Czynniki fundamentalne	4
Stopy procentowe	4
Kreacja pieniądza	5
Złoto jako pieniądz	6
Inflacja	7
Popyt inwestycyjny	9
Banki centralne	9
Fundusze typu ETF	10
Chiny	11
Rynek <i>futures</i>	11
Sentyment inwestorów	12
Analiza techniczna	13
Cypr - niebezpieczny precedens	14
Podsumowanie i prognoza	14

Czynniki fundamentalne wpływające na kurs złota

W ciągu ostatnich kilku miesięcy analitycy gremialnie obniżyli prognozy ceny złota na 2013 i 2014 rok. Argumentami (przedstawionym przez banki inwestycyjne) przemawiającymi przeciwko wzrostom ceny kruszcu w 2013 roku miało być ożywienie gospodarcze w USA i związane z tym faktem wcześniejsze wzrosty stóp procentowych oraz kontynuowanie hossy na rynkach akcji. To z kolei spowodowałoby spadek atrakcyjności złota. O ile argument o wpływie wzrostów stóp procentowych ma duże znaczenie (jest to naszym zdaniem najważniejszy czynnik kształtujący popyt inwestycyjny w długim okresie), o tyle wiązanie spadków cen złota z wzrostem gospodarczym czy zwyżkami na rynkach akcji nie jest trafne.

Przypomnijmy, że w latach 2001-2012 cena złota rostała 12 lat z rzędu. W tym czasie w USA przeważały okresy ekspansji gospodarczej (lata 2002-2007 oraz okres od drugiej połowy 2009 do końca 2012 roku). W sumie podczas tych 12 lat tylko około 2,5 roku charakteryzowało się obniżoną aktywnością gospodarczą (recesją) w USA. Jak widzimy, złoto może rosnąć podczas okresów ekspansji gospodarczej. Ba, podczas ostatnich kilkunastu lat 100% procent okresów ekspansji gospodarczej wiązało się ze wzrostami cen złota. Z drugiej strony lata 80-te i 90-te XX wieku charakteryzowały się przeciwną dynamiką – rozwojowi gospodarczemu w USA towarzyszył powolne dryfowanie kursów złota w dół.

Być może złoto w takim razie nie radzi sobie dobrze w okresach koniunktury na rynkach akcji w USA? Poniższa tabela podsumowuje zależności pomiędzy zmianą indeksu S&P 500, a sytuacją na rynku złota podczas ostatnich 12 lat (30 III 2001 – 12 III 2013).

Tabela 1. Częstość występowania poszczególnych kombinacji wzrostów i spadków cen złota i zmian wartości indeksu S&P 500 (2001-2013, w okresach tygodniowych)

	Wzrost cen złota	Spadek cen złota
Wzrost indeksu S&P 500	33,7%	21,4%
Spadek indeksu S&P 500	24,5%	20,4%

Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych stooq.pl

Jak wynika z powyższych danych, przy założeniu, że ceny akcji będą rosły, powinniśmy się raczej spodziewać wzrostów ceny złota – działo się tak w około 61% przypadków ($33,7\% / (33,7\% + 21,4\%) = 61\%$). Jednakże siła tej korelacji jest bardzo niska – wynosi zaledwie +4%. Jest to zgodne z wieloletnim doświadczeniem wskazującym, że zmiany indeksów akcji oraz ceny złota nie są skorelowane i mogą poruszać się zarówno w tym samym, jak i w przeciwnych kierunkach. Stawianie tezy, że kurs kruszcu spadnie w wyniku wzrostów cen akcji nie ma potwierdzenia w danych historycznych. Gdyby taka sytuacja miała zaistnieć, powodów należałoby szukać gdzie indziej niż we wzroście cen akcji.

Niskie stopy procentowe sprzyjają wzrostom cen złota

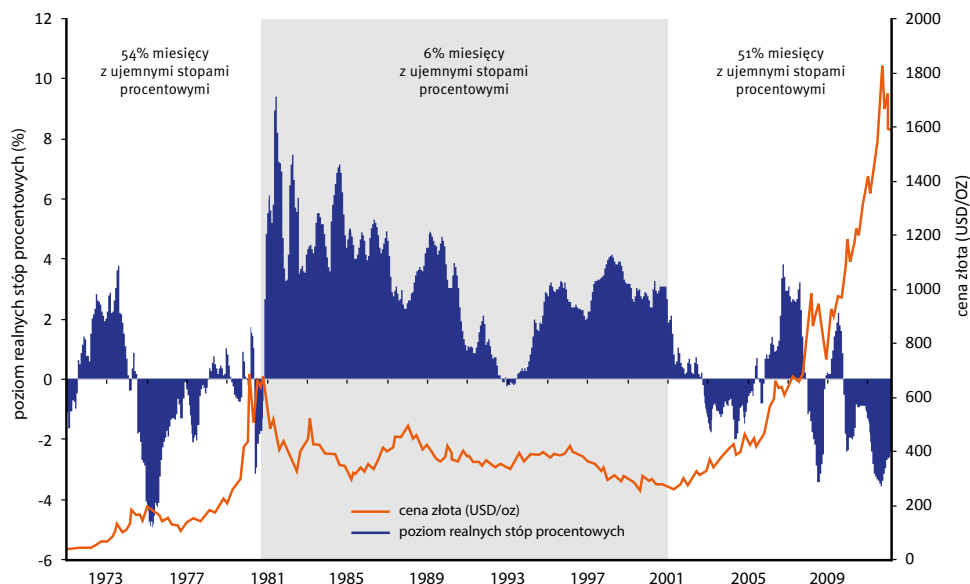
Jak wspomnieliśmy wcześniej, jednym z najważniejszych czynników wpływających na popyt inwestycyjny na złoto jest poziom realnych stóp procentowych.

W ciągu ostatnich 12 lat hossy, podobnie jak podczas wzrostów w latach 70-tych ubiegłego stulecia, dominowały okresy charakteryzujące się ujemnymi realnymi stopami procentowymi. Amerykański bank centralny zakłada, że stopy procentowe będą utrzymywane na poziomie zbliżonym do zera przynajmniej do końca 2014 roku. Na posiedzeniu w marcu 2013 roku tylko jeden członek rady opowiadał się za zaostrzeniem polityki monetarnej w 2013 roku, czterech w 2014 roku, trzynastu optowało za 2015 rokiem, jeden za 2016 rokiem.

Popyt inwestycyjny ma największy wpływ na kształtowanie się ceny złota. Wiąże się on z tradycyjną rolą kruszcu jako pieniądza, którą dzierżył od co najmniej 2700 lat. Czynniki w największym stopniu wpływającymi na relatywne kursy różnych walut są podaż oraz stopa procentowa, która jest z danym rodzajem pieniądza związana. Przeciwnicy złota często przytaczają argument, że nie przynosi ono oszczędzającym odsetek. Jednakże dokładnie z taką samą sytuacją mamy do czynienia w przypadku innych walut – euro, dolarów, czy złotych. One także same w sobie nie przynoszą żadnych odsetek. Dopiero pożyczanie pieniędzy innej osobie lub instytucji powoduje, że dłużnik jest zobowiązany zapłacić odsetki. Ma to zrekompensować pożyczającemu utratę płynności, zmianę preferencji konsumpcji na przyszłą oraz ryzyko niewypłacalności dłużnika. Złoto także przynosi odsetki,

jeśli je pożyczymy. W ostatnich tygodniach stopa procentowa złota (tzw. lease rate) dla rocznych pożyczek wynosiła ok. 0,4-0,5%. Takie pożyczki mogą być udzielane przez banki centralne dużym bankom komercyjnym zajmującym się obrotem złotem (tzw. bullion banks) np. w ramach zarządzania rezerwami walutowymi. Obecnie większość najważniejszych walut światowych ma stopy procentowe bliskie zeru, deklaracje banków centralnych wskazują, że zerowe stopy procentowe będą utrzymywane jeszcze przez kilka lat. Tym samym najważniejszym czynnikiem wpływającym na zmianę relatywnych cen walut stała się kreacja pieniądza – zarówno bieżąca, jak i oczekiwania odnośnie kształtowania się jej w przyszłości.

Wykres 1. Ceny złota na tle realnych stóp procentowych w USA.



Źródło: Erste Group Research, Datastream

Kreacja pieniądza zwiększa ceny

Poniższe porównanie przedstawia wzrost bilansów banków centralnych, wzrost podaży pieniądza oraz stopę procentową dla najważniejszych walut światowych. Średnioroczny wzrost podaży pieniądza jest liczony za ostatnie 5 lat – od marca 2008 roku, co ma obrazować wpływ światowego kryzysu finansowego.

Tabela 2. Podaż pieniądza, wielkość bilansów banków centralnych i stopy procentowe najważniejszych walut światowych

	Stopa procentowa	Wzrost bilansu banków centralnych	Wzrost podaży pieniądza
Złoto	0,00%	-	1,6%
Dolar amerykański	0,25%	28,9%	6,4%
Euro	0,75%	13,7%	2,1%
Jen japoński	0,00%	7,5%	2,0%
Funt brytyjski	0,50%	33,1%	3,9%
Frank szwajcarski	0,00%	31,5%	6,4%

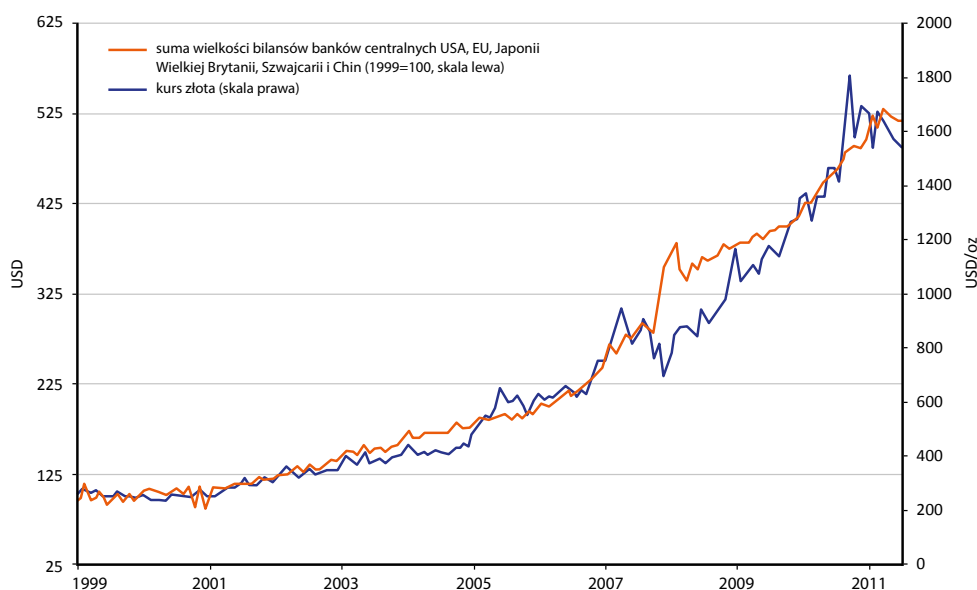
Źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Jak wynika z zestawienia, stopy procentowe wszystkich głównych walut są nominalnie bliskie zeru. Wzrost podaży złota wynosi ok. 1,6% rocznie (wydobycie wynosi ok. 2850 ton, wobec zasobów złota na poziomie ok. 175 tys. ton). Wzrost najszerszych agregatów pieniądza (M2 lub M3, w zależności od kraju) w ostatnich 5 latach był umiarkowany (2-6% średniorocznie), co mogłoby sugerować, że wzrost cen złota powinien wynosić zaledwie kilka procent rocznie względem głównych walut światowych. Dlaczego więc zwyżki złota w ostatnich 5 latach wynosiły kilkanaście procent średniorocznie?

Złoto jako pieniądz

Rzut oka na kreację pieniądza przez banki centralne daje nam odpowiedź na to pytanie – znacznie zwiększyły one wartość swoich bilansów skupując aktywa (w tym problematyczne) z rynku. W istniejącym w większości krajów systemie bankowym kreacja pieniądza odbywa się na dwóch podstawowych poziomach – przez bank centralny oraz przez banki komercyjne. Bank centralny tworzy tzw. bazę monetarną, która zazwyczaj stanowi około 10% całościowej szerokiej podaży pieniądza. Banki komercyjne dokonują mniej więcej 10-krotnego zwiększenia kreacji pieniądza poprzez udzielanie kredytów przedsiębiorstwom oraz gospodarstwom domowym. Inwestorzy na rynku złota zakładają, że podaż pieniądza stworzona przez banki centralne przekształci się w kredyty udzielane przez banki komercyjne. W przeszłości baza monetarna wykreowana przez bank centralny była zwielokrotniana przez sektor banków komercyjnych. W ciągu ostatnich kilku lat tak się nie stało. Powodem tego było przede wszystkim znaczne zadłużenie gospodarstw domowych, przedsiębiorstw a także rządów. Banki komercyjne są ostrożne w udzielaniu nowych kredytów, gospodarstwa domowe dokonują spłaty kredytów (delewarowania), obawiając się zbyt wysokiego zadłużania.

Wykres 2. Ceny złota na tle sumy bilansów siedmiu największych banków centralnych.



Źródło: Societe Generale, Datastream

Zasadniczo istnieją następujące możliwości wyjścia z sytuacji, w której banki centralne stworzyły znacznie więcej pieniądza, niż wynoszą potrzeby gospodarek:

- Banki centralne sprzedadzą aktywa na rynku, zmniejszając własną podaż pieniądza i zażegnując ryzyko znaczącej kreacji pieniądza przez banki komercyjne.
- Bilanse banków centralnych pozostaną niezmienione, kreacja pieniądza przez banki komercyjne zostanie wykorzystana przede wszystkim na finansowanie produktywnych przedsięwzięć, które zwiększą wzrost gospodarczy.
- Bilanse banków centralnych pozostaną niezmienione (lub zwiększone), kreacja pieniądza przez banki komercyjne spowoduje, że będzie zbyt wiele pieniędzy w stosunku do produkowanych dóbr i dostarczanych usług. Gospodarki doświadczą wysokiej inflacji.

Bankierzy centralni zapewniają nas, że są w stanie doprowadzić do sytuacji, która będzie kombinacją wariantu 1) oraz 2). Niestety, przyjęcie tego za prawdopodobne wiąże się z kilkoma problemami:

- Próby zmniejszenia podaży pieniądza w rozwiniętych gospodarkach w ostatnich latach były krótkotrwałe (Japonia 2006-07, Kanada 2009-10). Po kilku kwartałach zmniejszania podaży pieniądza dochodziło do jej zwiększenia w okolice wcześniej zanotowanych rekordowych poziomów.

- Nie mamy przykładów z przeszłości, które pokazywałyby, że można bezboleśnie zmniejszyć podaż pieniądza. Doświadczenia wskazują, że taki zabieg ma silny wpływ deflacyjny/recesyjny i może doprowadzić gospodarki do depresji gospodarczej. Skoro dodrukowanie pieniędzy przez banki centralne ma stymulować gospodarki, to obniżenie podaży pieniądza powinno mieć efekt odwrotny¹.
- Zapewnienia obecnego prezesa Fedu (Bena Bernanke) o możliwości zakończenia programu luzowania monetarnego w każdej chwili należy traktować z ostrożnością. Przypomnijmy – uważał on, że problem papierów hipotecznych „subprime” w USA będzie ograniczony, mimo, że wielu ekonomistów i inwestorów było przekonanych o nadchodzącym kryzysie; na początku 2008 oświadczył, że Fed nie prognozuje recesji, mimo że gospodarka USA była w recesji od końca 2007 roku. Zapewniał także o stabilności i adekwatnym dokapitalizowaniu firm Fannie Mae i Freddie Mac na 2 miesiące przed ich upadkiem i nacjonalizacją. Podczas przesłuchań w Kongresie USA zeznawał, że Fed nie będzie monetyzował długu rządu federalnego, a w tej chwili kupuje około połowy nowych emisji obligacji rządu USA. Jest to zrozumiałe - politycy i bankierzy centralni mają za cel uspokajanie rynków i nie należy się po nich spodziewać, że chętnie podzielą się z opinią publiczną negatywnymi informacjami. Najlepiej oddają to nieśmiertelne słowa obecnego premiera Luksemburga: „Kiedy sprawy mają się naprawdę źle, musimy kłamać”²

Po jednej stronie mamy więc doświadczenia wielu krajów wskazujące, że kreacja pieniądza przez bank centralny docelowo prowadzi do inflacji. Po drugiej znajdują się zapewnienia bankierów centralnych, że prowadzone przez nich eksperymenty na nieznanym wodach polityki monetarnej są pod całkowitą kontrolą. W naszej ocenie nie jest trudno wybrać, który wariant przyszłości jest bardziej prawdopodobny.

Kiedy pojawi się inflacja

Należy się także spodziewać dalszego wzrostu poziomu bilansów banków centralnych, co jeszcze bardziej zwiększy przyszłą inflację. Budżet rządu federalnego Stanów Zjednoczonych wciąż notuje bardzo wysoki deficyt, pomimo faktu, że kraj ten znajduje się w czwartym roku ekspansji. Odpowiedzialna polityka budżetowa zakłada utrzymywanie zrównoważonego budżetu w okresach rozwoju i umiarkowanych deficytów (poniżej 3% PKB) podczas recesji. Deficyty budżetu USA w latach 2010-2012 wynosiły kolejno -10,1%, -9% oraz -8,7% w stosunku do PKB. Fed skupuje (monetyzuje) nowo emitowane obligacje rządu USA o wartości ok. 45 mld USD miesięcznie, według ostatnich deklaracji planuje to robić bezterminowo.

Pozostaje więc pytanie o termin wzrostu inflacji. Niestety, nie ma dobrych modeli, które by to określały. Długi okres upływający pomiędzy kreacją pieniądza, a negatywnymi konsekwencjami w postaci wysokiej inflacji jest podstawowym powodem destrukcyjności tego procesu. Gdyby inflacja pojawiała się bez opóźnień, zapewne wielu polityków i bankierów centralnych nie wybierałoby drukowania pieniędzy jako wyjścia z trudnej sytuacji gospodarczej. Gdy konsekwencje ich działań spadają na następców, pokusa jest często nie do odparcia. Długi okres pomiędzy działaniem (dodrukiem pieniądza), a konsekwencjami (wzrostem cen) ośmiela bankierów do działania, a kiedy negatywne efekty się pojawiają, nadrukowanych przez wiele lat pieniędzy jest na tyle dużo, że procesu wzrostu cen nie da się łatwo powstrzymać.

W obliczu faktu, że główne banki centralne kilkukrotnie zwiększyły wielkość swoich bilansów, wśród inwestorów na rynku złota od kilku lat rozważana jest teza o możliwości wystąpienia hiperinflacji. W naszej ocenie nie ma w tej chwili takiego zagrożenia, choć ryzyko wystąpienia wysokiej inflacji jest znaczne. W ciągu ostatnich 5 lat różnica pomiędzy kreacją pieniądza przez amerykański bank centralny, a szerokimi agregatami pieniądza wyniosła ok. 160%. Gdyby różnica ta miała być zniwelowana w ciągu 10 lat przy średnim wzroście gospodarczym rządu 2,5% rocznie, USA doświadczyłyby w tym okresie średniorocznej inflacji rządu 7%. Byłby to epizod inflacyjny analogiczny do tego z lat 1940-1951, kiedy w ciągu dekady ceny w USA rosły o 6,4% średniorocznie. Ponieważ jednak amerykański bank centralny wciąż dodrukowuje dolary, bardziej prawdopodobne jest, że stopa inflacji będzie wyższa niż 7%. W latach 1971-1982 średnioroczna inflacja w USA wyniosła 9,1%.

Pierwsza część epizodu inflacyjnego będzie się zapewne wiązała ze stopami procentowymi niższymi niż poziom inflacji, co pozwoli na zmniejszenie realnego poziomu zadłużenia (delewarowanie) gospodarek. Takie otoczenie będzie pozytywne dla rynku złota. Dopiero po kilku latach można się spodziewać podniesienia stóp procentowych

¹ W słowach samego Alana Greenspana, prezesa Zarządu Rezerwy Federalnej USA: „Nadwyżki rezerw, które Fed wpompował w gospodarkę przelały się na rynek akcji, wywołując fantastyczny boom spekulacyjny. Ponieważ, przedstawiciele Rezerwy Federalnej próbowali zmniejszyć nadmiar rezerw i ostatecznie zahamowali wzrosty. Ale było już zbyt późno: do 1929 roku brak równowagi wywołany spekulacją był tak znaczny, że te zabiegi wywołały redukcję wydatków i w konsekwencji spadek poziomu zaufania biznesu. Wynikiem tego była zapaść gospodarki amerykańskiej.” Alan Greenspan, „Złoto i wolność ekonomiczna” (tłum. własne)

² <http://www.forbes.com/sites/karlwhelan/2012/08/09/would-a-greek-exit-really-be-manageable/> (w jęz. ang)

powyżej poziomu wzrostu cen, by ratować nadszarpniętą wiarę w wartość pieniądza. Tego typu scenariusz obserwowano wielokrotnie w różnych krajach (w tym w Polsce) w ciągu ostatniego stulecia. Po podniesieniu stóp procentowych znacznie powyżej poziomu inflacji hossy na rynku złota najprawdopodobniej zakończy się. Doświadczenia historyczne (w tym dwa podane powyżej przykłady z USA) sugerują, że nawet gdyby taki obrót wydarzeń zaczął się wkrótce (w ciągu roku-dwóch), mamy przed sobą jeszcze kilka lat hossy na rynku metali szlachetnych.

Najważniejsze segmenty popytu inwestycyjnego

Przyjrzyjmy się zachowaniu głównych inwestorów na rynku złota w ostatnich miesiącach: bankom centralnym, Chinom, funduszom typu ETF oraz funduszom działającym na rynku *futures*.

Banki centralne

Banki centralne kontynuowały zakupy w najszybszym tempie od połowy lat 60-tych ubiegłego stulecia. Popyt w 2012 roku wyniósł 427 ton, co stanowi wzrost o 11% w porównaniu z 2011 rokiem. Gdyby banki centralne kupowały w obecnym tempie, osiągnięcie rekordowych poziomów z połowy lat 60-tych ubiegłego stulecia zajęłoby ponad 15 lat. Nawet wtedy ich udział w światowych zasobach spadłby o połowę w porównaniu z okresem sprzed 50 lat, ze względu na efekt skumulowanego wydobycia tego metalu.

Wykres 3. Zasoby złota należące do banków centralnych (w mln uncji). Lata 1957-2013



Źródło: Bloomberg

W ciągu ostatnich 12 miesięcy najwięcej złota zakupiły banki centralne krajów rynków wschodzących:

Tabela 3. Zmiana zasobów złota sektora oficjalnego

Kraj	Zakupy złota w 2012 roku (w tonach)
Turcja	164,3
Rosja	74,8
Brazylia	33,6
Filipiny	33,6
Kazachstan	33,2
Korea Południowa	30,0
Irak	23,9
Meksyk	18,5

Źródło: World Gold Council

Poza niewielkimi ilościami sprzedanymi przez Niemcy, kraje wysoko rozwinięte nie redukują zasobów złota. Nawet dotknięte kryzysem kraje PIGS (Portugalia, Irlandia, Grecja i Hiszpania), które otrzymały fundusze pomocowe, nie zmniejszyły swoich rezerw kruszcu.

Repatriacja rezerw złota

W ciągu minionych kilku miesięcy nowym trendem jest repatriacja rezerw złota przez sektor oficjalny (głównie banki centralne). W styczniu 2012 roku Wenezuela zakończyła proces sprowadzania 110 ton kruszcu z zagranicy, lecz dopiero dyskusja publiczna w Niemczech spowodowała zainteresowanie tym tematem w wielu innych krajach. Znaczna część złota rezerwowego banków centralnych jest przechowywana w Nowym Jorku (NY Fed) oraz w Londynie (Bank of England). Jest to związane z rolą tych miast jako międzynarodowych centrów finansowych. Przechowywanie rezerw w takich lokalizacjach umożliwia szybkie ich upłynnienie, bez konieczności transportu kruszcu. Jeszcze w październiku 2012 roku przedstawiciele Bundesbanku zapewniali o pełnym zaufaniu do zagranicznych partnerów. Jednakże już w styczniu 2013 roku niemiecki bank centralny zmienił podejście i zdecydował o sprowadzeniu całości złota z Francji (374 tony) oraz znacznej części złota z USA, co spowoduje, że około połowy niemieckiego kruszcu będzie przechowywane we Frankfurcie. Dyskusje społeczne i parlamentarne toczą się obecnie w Holandii, Austrii, Rumunii i Ekwadorze. 20 marca 2013 Szwajcarska Partia Ludowa ogłosiła, że zebrała wymagane 100 tys. podpisów konieczne do przeprowadzenia referendum w sprawie nowej polityki dotyczącej zarządzania rezerwami złota. Zakładałaby ona m.in. zakaz sprzedaży rezerw i utrzymywanie całości kruszcu należącego do szwajcarskiego banku centralnego na terenie kraju.

Jaki wpływ repatriacja złota może mieć na jego cenę? Wiemy, że część przechowywanego w Londynie i Nowym Jorku kruszcu została wypożyczona (przykładowo, wiceprezes banku centralnego Austrii przyznał podczas przesłuchań w parlamencie, że bank zarobił około 300 milionów euro podczas ostatniej dekady na wypożyczaniu złota). Należy także przyjąć, że w znacznej części przypadków wypożyczone złoto zostało przez pożyczkobiorcę sprzedane. Tym samym, repatriacja złota może spowodować konieczność odkupienia wypożyczonego i uprzednio sprzedanego kruszcu z rynku, co miałyby pozytywny wpływ na jego cenę. Niestety, że względu na brak oficjalnych informacji o skali wypożyczonego i sprzedanego złota, trudno ten wpływ oszacować.

Fundusze typu ETF

Wykres 4. Zasoby złota należące do funduszy typu ETF (w mln uncji)



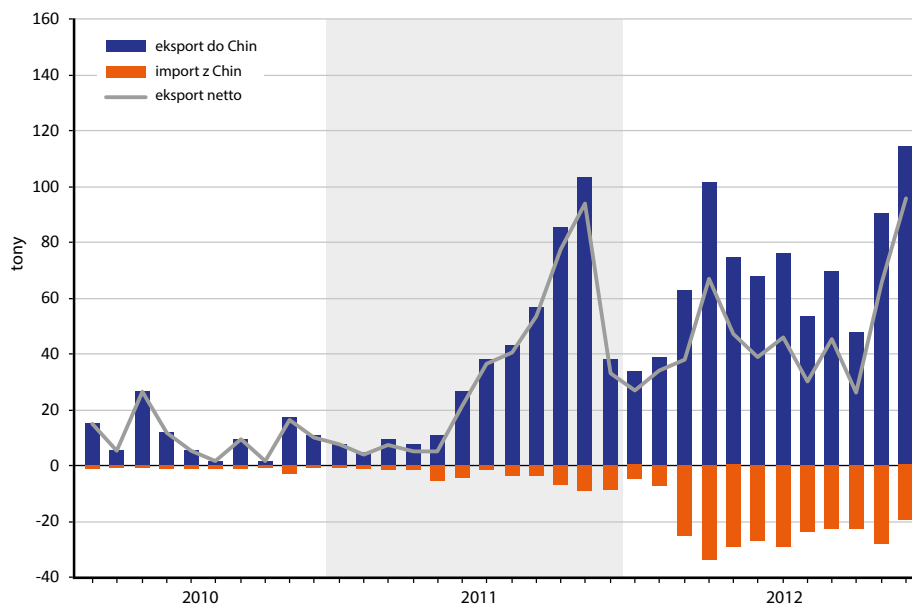
Źródło: Bloomberg

Inwestorzy lokujący środki w fundusze typu ETF (np. GLD, IAU, PHYS) przez większość przebiegu obecnej korekty powstrzymywali się przed sprzedażą jednostek uczestnictwa. Pomiędzy szczytowym poziomem cen na początku października 2012 r., a 20 lutego 2013 r. wręcz zwiększyli swoje zasoby o ok. 1 mln uncji (30 ton). Dopiero atak spekulacyjny na rynku futures i spadek cen poniżej 1600 USD/oz spowodowały, że część inwestorów postanowiło zlikwidować pozycję, sprzedając w ciągu miesiąca około 5 mln uncji (150 ton) kruszcu. Pomimo znaczącej wyprzedaży w ciągu ostatnich tygodni, wieloletni trend wzrostu zasobów lokowanych w funduszach ETF jest wciąż kontynuowany.

Import złota do Chin z Hongkongu

W 2012 roku Chiny sprowadziły przez Hongkong rekordowe 834,5 tony złota, co stanowi wzrost o 94% względem poprzedniego roku. Grudzień ubiegłego roku był rekordowym miesiącem – import wyniósł 114 ton. Wciąż nie jest jasne, kto jest odbiorcą importowanego złota. Prawdopodobnie znacząca część importu realizowana jest na potrzeby sektora oficjalnego (rząd, bank centralny). Około 20%-30% importu jest reeksportowane.

Wykres 5. Wymiana handlowa złota pomiędzy Hongkongiem a Chinami

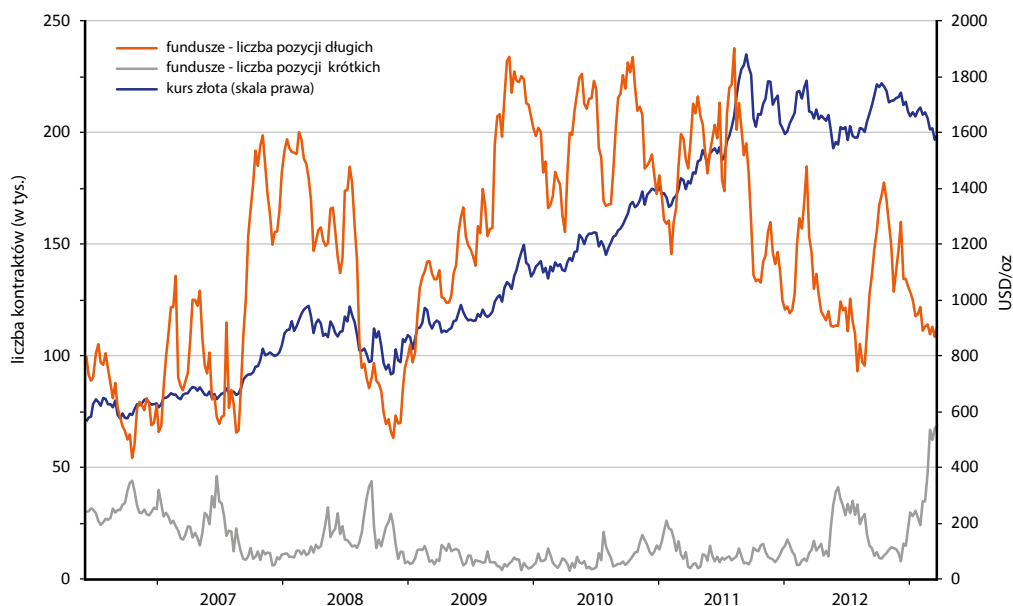


Źródło: Reuters

Zaangażowanie funduszy na rynku *futures*

W ciągu ostatnich 5 miesięcy doszło do znacznego zmniejszenia zaangażowania funduszy typu Managed Money na rynku *futures*. Pomiędzy początkiem października 2012 roku a początkiem marca 2013 roku pozycja netto (bilans pozycji długich i krótkich) spadła o ok. 120 tys. kontraktów (równowartość ok. 400 ton złota). O ile zmiana wielkości długich pozycji była analogiczna do podobnych ruchów cenowych podczas ostatnich kilku lat, to zmiana pozycji krótkich była rekordowa. Według naszej oceny był to podstawowy powód spadku cen złota w ostatnich miesiącach. Najnowsze odczyty pozycji netto funduszy (ok. 45 tys. kontraktów) są niższe niż w maju 2012 roku (ok. 76 tys. kontraktów) i jest to najniższa wartość od dna koniunktury na jesieni 2008 roku. Zmiana zaangażowania funduszy jest jednym z lepszych krótkoterminowych wskaźników – im niższa pozycja netto, tym większe prawdopodobieństwo wzrostów w najbliższych miesiącach. Szczegółowa analiza (uwzględniająca zmianę cen i towarzyszące jej zmiany zaangażowania na rynku *futures*) wskazuje także, że wzrost na rynku fizycznego złota za ostatnie 10 miesięcy, z pominięciem efektu cenowego wywołanego przez „papierowy” i bardzo zmienny rynek *futures*, wynosi ok. 6-7% w stosunku rocznym. Istnieje stosunkowo duża zależność pomiędzy zmianami pozycji spekulacyjnych na rynku *futures*, a krótkoterminowymi zmianami ceny złota (korelacja za ostatnie 7 lat wynosi około +61%). Zmiana ceny o 1 USD/oz wiąże się ze zmianą pozycji o ok. 600-800 kontraktów. Normalizacja pozycji krótkiej do wieloletniej średniej (16 tys. kontraktów), wiązałaby się ze wzrostem cen złota do poziomu z początku 2013 roku (1660-1680 USD/oz).

Wykres 6. Poziomy zaangażowania funduszy Managed Money na rynku futures

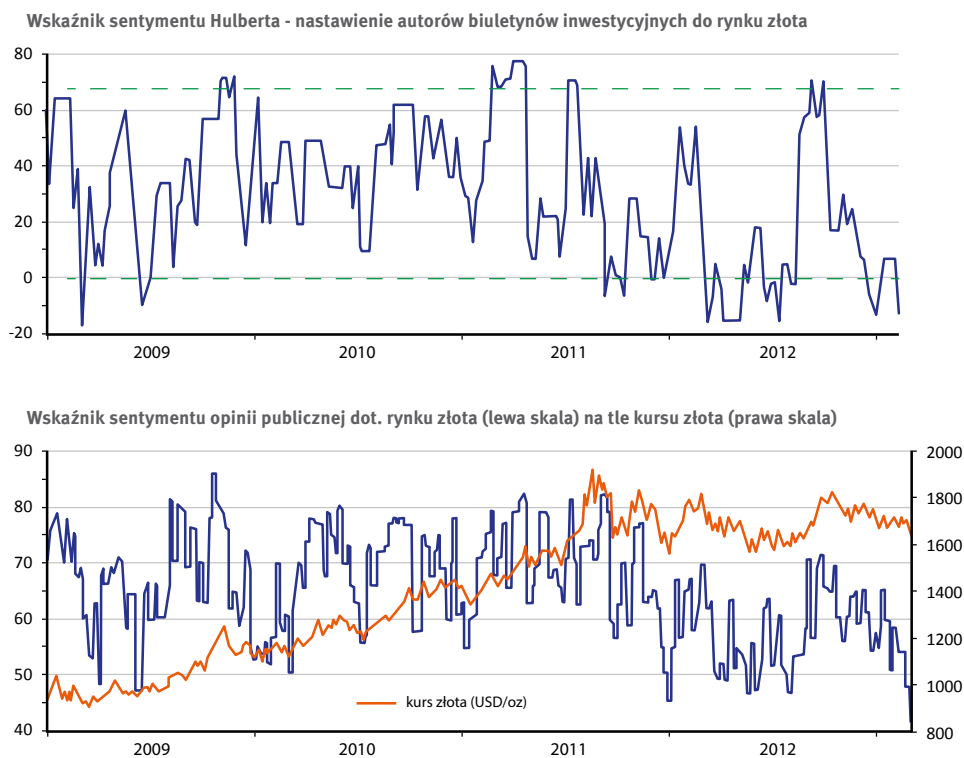


Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych CFTC, stooq.pl

Sentyment analityków i inwestorów

Poniżej zamieszczamy dwa wykresy przedstawiające kilka lat historii wskaźników sentymentu. Pierwszy przedstawia nastawienie autorów biuletynów inwestycyjnych, drugi – szerokiej rzeszy inwestorów. Oba wskazują na skrajnie negatywne nastawienie. Poziom sentymentu inwestorów jest wskaźnikiem przeciwnym, sugeruje wzrosty w perspektywie kilku miesięcy.

Wykres 7. Wskaźniki sentymentu na tle zmian kursu złota.



Źródło: Sentimentrader.com

Analiza techniczna

Ceny złota od 18 miesięcy poruszają się w przedziale 1525-1800 USD/oz. W przypadku utrzymania się cen powyżej dna korekty z 20 lutego, ukształtuje się stosunkowo płaski trend wzrostowy. Wyjście (górną lub dolną) z prostokąta konsolidacyjnego spowoduje znaczący ruch – co najmniej o 15-20%.

Wykres 8. Średnioterminowa sytuacja techniczna na rynku złota (kurs w USD/oz)



Źródło: Stockcharts.com

Wykres 9. Długoterminowa sytuacja techniczna na rynku złota (kurs w USD/oz)



Źródło: Stockcharts.com

Analiza długoterminowa wskazuje, że okresy konsolidacji podczas obecnej hossy kilkakrotnie wynosiły około 18 miesięcy (styczeń 2004 – lipiec 2005, maj 2006 – wrzesień 2007, marzec 2008 – wrzesień 2009). Obecny okres postoju jest jednym z najdłuższych, ale należy zauważyć, że nastąpił on po szczególnie długim i silnym wzroście cen – o ok. 180% pomiędzy październikiem 2008 a sierpniem 2011 roku.

Wpływ kryzysu cypryjskiego na rynek złota.

16 marca 2013 roku świat obiegła wiadomość o ogłoszeniu planu rozwiązania kryzysu na Cyprze. Największe banki cypryjskie stały się niewypłacalne w wyniku zainwestowania depozytów swych klientów w obligacje rządu Grecji, które znacznie straciły na wartości. Proponowane rozwiązanie zakładało obłożenie oszczędności jednorazowym podatkiem w wysokości 6,75-9,9%. Najbardziej zaskakującym elementem planu była propozycja, by redukcją wartości depozytów objąć także wkłady niższe niż 100 tys. Euro, które w krajach Unii Europejskiej są objęte gwarancjami 100% wypłaty. Ostatecznie wybrano inny wariant planu, który honorował gwarancje wobec małych depozytariuszy, lecz zakładał znaczne redukcje depozytów przewyższających w/w limit. Niemniej, chaotyczny sposób podejmowania decyzji i kilkukrotne zmiany planów podważyły zaufanie oszczędzających do systemów bankowych także poza granicami Cypru. Jest to bardzo niebezpieczny precedens, bowiem systemy bankowe niektórych innych krajów Unii (np. Hiszpanii) także znajdują się w niezbyt dobrej kondycji. Exodus depozytów do bezpieczniejszych przystani (Szwajcarii, Niemiec) mógłby spowodować niewypłacalność tych banków i konieczność wprowadzania kolejnych programów pomocowych. Brak zaufania do systemu bankowego dużego kraju odbiłby się zapewne bardzo pozytywnie na cenie złota. Pomimo tego, że Cypr stanowi około 0,03% światowego GDP, w ciągu pierwszych minut po rozpoczęciu handlu po weekendowej przerwie cena złota wzrosła o ponad 1%.

Podsumowanie i prognoza

W ciągu ostatnich 18 miesięcy notowania złota poruszały się w przedziale 1525-1800 USD/oz. Po dekadzie, podczas której średnioroczne wzrosty wynosiły ok. 18%, ostatnie 2 lata charakteryzowały się wzrostami poniżej 10%. Szacowany wzrost ceny na rynku złota fizycznego, po oczyszczeniu z efektów wpływu „papierowego” rynku futures, charakteryzującego się znaczną zmiennością, wynosi około 6-7% rocznie pomiędzy dołkami z maja 2012 i z końca lutego 2013. Zakładane przez nas w poprzednim raporcie pokonanie bariery 1800 USD/oz nie nastąpiło. Cena kruszcu spadła w okolice 1600 USD/oz, poziomu notowanego 7 miesięcy wcześniej – w sierpniu 2012 roku. To wydłużyło konsolidację i opóźniło osiągnięcie przewidywanych przez nas poziomów cenowych. Długie przebywanie w trendzie bocznym daje dużą szansę na zerowyjedynekowy rozwój sytuacji. Dopóki ceny pozostają poniżej 1800 USD/oz, (czyli ograniczenia wyraźnie zaznaczonego trzema lokalnymi szczytami z listopada 2011 roku, lutego i października 2012 roku), tkwimy w konsolidacji. W mojej ocenie, w obliczu utrzymywania ujemnych realnie stóp procentowych i znacznego zwiększania podaży pieniędzy przez największe banki centralne pokonanie bariery 1800 USD/oz jest kwestią czasu.

Wielu inwestorów na rynku złota przyznaje, że ma problem z wyceną kruszcu. Dlatego znaczna grupa dokonuje decyzji na podstawie obserwowanych zmian cen – podążając za innymi uczestnikami. Pokonanie bariery 1800 USD/oz uprawdopodobni w ich oczach kontynuację rynku byka. Wzrost powyżej tego poziomu najprawdopodobniej uruchomi falę zakupów spekulacyjnych, analogiczną do tych kończących półtoraroczne konsolidacje w okresach styczeń 2004 – lipiec 2005, maj 2006 – wrzesień 2007 oraz marzec 2008 – wrzesień 2009. Szacowany wzrost cen spowodowany przywróceniem wiary w kontynuację rynku byka wynosi ok. 25% – do poziomu 2400 USD/oz. To ruch porównywalny do tego z jesieni 2009 roku (po definitywnym pokonaniu bariery 1000 USD/oz), lecz wciąż znacznie niższy od tych zanotowanych w 2005/6 roku (59%) i 2007/8 roku (42%).

Uważam, że biorąc pod uwagę otoczenie makroekonomiczne, nadzwyczaj negatywny sentyment, ekstremalne wyprzedanie na poziomie dziennym i tygodniowym i już rekordowe pozycje krótkie na rynku futures, szansa na zrealizowanie się negatywnego scenariusza jest mała. W takim wariantcie wystąpiłby spadek kursu złota poniżej wsparcia na poziomie 1525 USD/oz, za którym poszłaby zapewne trwająca kilka miesięcy likwidacja udziałów w funduszach ETF i zwiększanie pozycji krótkich na rynku futures. Pogłębiłoby to znacząco korektę i odroczyłoby na dłuższy czas kontynuację hossy na rynku metali szlachetnych. Ta jednak będzie jednak trwać tak długo, aż politycy i bankierzy centralni nie zaoferują takich warunków posiadania pieniędzy, które gwarantują utrzymanie ich wartości w długim czasie.

Investors TFI S.A. tworzy i zarządza funduszami inwestycyjnymi. Niektóre z funduszy inwestycyjnych zarządzanych przez Investors TFI S.A. lokują swoje aktywa m.in. w instrumenty pochodne oparte o metale szlachetne, jak również w akcje lub udziały spółek z branży poszukiwania, rozwoju i eksploatacji złóż metali szlachetnych („Fundusze”). Przedstawiony komentarz rynkowy opracowany został w związku z zarządzaniem Funduszami. Przedstawiony komentarz rynkowy oraz zawarte w nim prognozy stanowią wyłącznie wyraz poglądów Investors TFI S.A., przy czym Investors TFI S.A. zastrzega sobie możliwość zmiany przedstawionych opinii, w tym w przypadku zmiany sytuacji rynkowej, bez konieczności powiadamiania o niej adresatów niniejszego komentarza. Dane przedstawione w niniejszym komentarzu (historyczne i prognozowane) nie stanowią gwarancji osiągnięcia podobnych wyników w przyszłości. Investors TFI S.A. nie gwarantuje ziszczenia się scenariuszy lub prognoz przedstawionych w niniejszym komentarzu. Przedstawiony komentarz oraz zawarte w jego treści prognozy oparte zostały na informacjach pozyskanych z powszechnie dostępnych i uznanych za wiarygodne źródeł. Wnioski wyciągnięte na podstawie przedstawionych komentarzy i prognoz nie powinny stanowić samodzielnej podstawy jakichkolwiek decyzji inwestycyjnych. Niniejszy materiał ma charakter wyłącznie informacyjny i nie zawiera pełnych informacji niezbędnych do oceny ryzyka związanego z inwestycją w metale szlachetne lub instrumenty powiązane z metalami szlachetnymi oraz nie stanowi przekazu reklamowego dotyczącego metali szlachetnych lub instrumentów powiązanych z metalami szlachetnymi.

Przedstawiony komentarz nie stanowi informacji reklamowej dotyczącej któregokolwiek z Funduszy. W szczególności informacje zawarte w niniejszym komentarzu nie powinny stanowić podstawy dla jakichkolwiek decyzji inwestycyjnych dotyczących inwestowania w Fundusze. Niniejszy materiał ma charakter wyłącznie informacyjny i nie zawiera informacji niezbędnych do oceny ryzyka związanego z inwestycją w Fundusze. Decyzje inwestycyjne co do inwestowania w Fundusze powinny być podejmowane w oparciu o informacje obejmujące w szczególności opis czynników ryzyka, zasady sprzedaży jednostek uczestnictwa/certyfikatów inwestycyjnych Funduszy, tabelę opłat manipulacyjnych oraz szczegółowe informacje podatkowe zawarte w Prospekcie Informacyjnym/Prospekcie Emisyjnym Funduszy, dostępnych w punktach dystrybucji Funduszy, w siedzibie Towarzystwa oraz na stronie www.investors.pl. Dotychczasowe wyniki Funduszy nie stanowią gwarancji osiągnięcia podobnych wyników w przyszłości. Investors TFI S.A. ani Fundusze nie gwarantują osiągnięcia założonych celów inwestycyjnych Funduszy. Przy nabyciu jednostek uczestnictwa/certyfikatów inwestycyjnych Funduszy pobierana jest opłata manipulacyjna na zasadach i w wysokości określonej w Prospekcie Informacyjnym/Prospekcie Emisyjnym Funduszy. Prezentowane stopy zwrotu z inwestycji nie uwzględniają opłat manipulacyjnych pobieranych przy nabyciu jednostek uczestnictwa/certyfikatów inwestycyjnych lub konwersji jednostek uczestnictwa. Zyski osiągnięte z inwestycji w jednostki uczestnictwa/certyfikaty inwestycyjne Funduszy obciążone są podatkiem od dochodów kapitałowych, na podst. Ustawy z dnia 26 lipca 1991 r. o podatku dochodowym od osób fizycznych (t.j.: Dz.U. z 2012361 z późn. zm.).

Investors Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.

Zebra Tower | ul. Mokotowska 1 | 00-640 Warszawa

tel. +48 22 378 9100 | fax +48 22 378 9101

www.investors.pl | office@investors.pl