

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

TRG ZLATA V ČASU FINANČNE KRIZE

Ljubljana, januar 2013

JURE UGOVŠEK

IZJAVA O AVTORSTVU

Spodaj podpisani **Jure Ugovšek**, študent Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, izjavljam, da sem avtor diplomskega dela z naslovom **Trg zlata v času finančne krize**, pripravljenega pod mentorstvom **izr. prof. dr. Aljoša Valentinčiča**.

Izrecno izjavljam, da v skladu z določili Zakona o avtorskih in sorodnih pravicah (Ur. l. RS, št. 21/1995 s spremembami) dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

S svojim podpisom zagotavljam, da

- je predloženo besedilo rezultat izključno mojega lastnega raziskovalnega dela;
- je predloženo besedilo jezikovno korektno in tehnično pripravljeno v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, kar pomeni, da sem
 - poskrbel, da so dela in mnenja drugih avtorjev oziroma avtoric, ki jih uporabljam v diplomskem delu, citirana oziroma navedena v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, in
 - pridobil vsa dovoljenja za uporabo avtorskih del, ki so v celoti (v pisni ali grafični obliki) uporabljena v tekstu, in sem to v besedilu tudi jasno zapisal;
- se zavedam, da je plagiatorstvo – predstavljanje tujih del (v pisni ali grafični obliki) kot mojih lastnih – kaznivo po Zakonu o avtorskih in sorodnih pravicah (Ur. l. RS, št. 21/1995 s spremembami);
- se zavedam posledic, ki bi jih na osnovi predložene zaključne strokovne naloge/diplomskega dela/specialističnega dela/magistrskega dela/doktorske disertacije dokazano plagiatorstvo lahko predstavljalo za moj status na Ekonomski fakulteti Univerze v Ljubljani v skladu z relevantnim pravilnikom.

V Ljubljani, dne _____

Podpis avtorja: _____

KAZALO

UVOD.....	1
1 PONUDBA IN POVPRASEVANJE PO ZLATU.....	2
1.1 Proizvodnja in celotna količina zlata.....	2
1.2 Pridobivanje zlata.....	3
1.2.1 Reciklirano zlato	5
1.3 Zlato v lasti centralnih bank.....	7
1.3.1 Zlato v lasti Banke Slovenije	8
1.4 Povpraševanje po zlatu	9
1.4.1 Industrijsko povpraševanje.....	9
1.4.2 Povpraševanje po zlatu v zlatarstvu	11
1.4.3 Povpraševanje in ponudba centralnih bank	12
1.4.4 Investicijsko povpraševanje	15
1.4.4.1 Povpraševanje skladov ETF	18
1.4.4.2 Povpraševanje po zlatniku krugerrand.....	20
1.4.4.3 Zlati ETF kot del portfelja hedge skladov	20
2 GIBANJE CENE ZLATA	23
2.1 Realna cena zlata.....	23
2.2 Zlato in inflacija	24
2.3 Zlato in srebro	25
2.4 Donos zlata v primerjavi s preostalimi naložbami.....	26
2.4.1 Lastni izračun donosov in metodologija	28
2.5 Zlato kot naložba za diverzifikacijo portfelja.....	32
2.6 Je zlato sploh naložba?	32
3 BALON NA TRGU ZLATA.....	33
3.1 Finančni baloni in zlato.....	33
3.2 Teorija »večjega bedaka«	34
3.3 Argumenti v prid tezi zlatega balona	35
3.3.1 Zlato spominja na pretekle finančne balone	35
3.3.2 Zlato leta 2011 v primerjavi z delnicami deluje precenjeno	36
3.3.3 Standardni odklon pri zlatu	37
3.3.4 Mehki kazalniki spominjajo na prejšnje finančne balone	38
3.4 Argumenti v prid nadaljnji rasti zlata.....	39
3.5 Individualni vlagatelji in balon na trgu zlata	40
SKLEP.....	41

KAZALO SLIK

<i>Slika 1: Namen uporabe zlata, izkopanega do leta 2010.....</i>	<i>3</i>
<i>Slika 2: Letna proizvodnja zlata</i>	<i>5</i>
<i>Slika 3: Ponudba recikliranega zlata v odnosu s ceno zlata</i>	<i>6</i>
<i>Slika 4: Ponudba recikliranega zlata in celotna ponudba zlata.....</i>	<i>7</i>
<i>Slika 5: Industrijsko in preostalo povpraševanje po zlatu.....</i>	<i>10</i>
<i>Slika 6: Povpraševanje v zlatarstvu in preostalo povpraševanje po zlatu.....</i>	<i>11</i>
<i>Slika 7: Skupna last zlata centralnih bank in gibanje cene zlata.....</i>	<i>13</i>
<i>Slika 8: Investicijsko in preostalo povpraševanje po zlatu</i>	<i>16</i>
<i>Slika 9: Investicijsko povpraševanje po fizičnem zlatu na Kitajskem.....</i>	<i>17</i>
<i>Slika 10: Gibanje sredstev v zlatih skladih ETF</i>	<i>19</i>
<i>Slika 11: Realna in nominalna cena zlata</i>	<i>23</i>
<i>Slika 12: Primerjava rasti cen nepremičnin s ceno zlata</i>	<i>24</i>
<i>Slika 13: Gibanje razmerja med ceno zlata in srebra</i>	<i>26</i>
<i>Slika 14: Letni nominalni donosi zlata, delnic, obveznic in zakladnih menic</i>	<i>29</i>
<i>Slika 15: Nominalni donosi (kaj je nastalo iz 1 USD, vloženega leta 1870)</i>	<i>30</i>
<i>Slika 16: Realni donosi (koliko je 1 USD, vložen leta 1870, realno vreden danes)</i>	<i>31</i>
<i>Slika 17: Primerjava gibanja cene zlata s preteklimi finančnimi baloni.....</i>	<i>36</i>
<i>Slika 18: Razlika v ceni ETF SPDR Gold Trust (zlato) in SPDR Dow Jones Industrial Average (ameriški »blue chipi«)</i>	<i>37</i>

KAZALO TABEL

<i>Tabela 1: Proizvodnja zlata po državah</i>	<i>4</i>
<i>Tabela 2: Zlato v bilanci centralnih bank in mednarodnih denarnih institucij.....</i>	<i>8</i>
<i>Tabela 3: Največji nakupi in prodaje centralnih bank v letu 2010</i>	<i>13</i>
<i>Tabela 4: Nakupi delnic zlatih ETF upravljavcev Soros Fund Management LLC in Paulson & Co.</i>	<i>22</i>
<i>Tabela 5: Povprečni letni realni donosi (v %).....</i>	<i>27</i>

UVOD

Zlato je v pradavnini veljalo za neuporabno kovino. Zaradi svoje mehкости je sicer primerno za oblikovanje, a se hitro skrha, zato ga niso uporabljali za sekire in nože, tako kot denimo baker in železo. Z razvojem civilizacije je zlato začelo pridobivati veljavo. Stari Egipčani so častili sonce, v zlatu pa so videli njegovo zemeljsko prisposodbo, ki po njihovem verovanju daje življenje. Uzakonili so, da imajo zlato lahko v lasti le vladarji, in si tako utrdili moč (Kassinger, 2003, str. 10).

Trgovina je bila pozneje eno izmed glavnih gibal razvoja človeštva. Menjava blaga za blago ni bila optimalna, zato se je pojavila potreba po menjalnem posredniku oziroma denarju (Ribnikar, 1993, str. 5). V Stari Grčiji je bil splošni blagovni denar govedo, v Abesiniji sol, v nekaterih delih obrežne Indije so to vlogo odigrale školjke, v Novi Fundlandiji pa denimo posušena polenovka. Z razvojem je večina kultur za plačilno sredstvo začela uporabljati kovine, sprva železo in baker, razvitejši trgovski narodi pa so kot najprimernejši denar sprejeli srebro in predvsem zlato, ki sta v času našega štetja postala prevladujoče plačilno sredstvo (Smith, 2010, str. 34). V 17. stoletju v času velikih požarov v Londonu so zlatarji v hrambo sprejemali zlato, v zameno pa izdajali potrdila. Ti zlatarji so se sčasoma prelevili v bankirje, potrdila pa v bankovce. Ker so novonastale banke pogosto pretiravale pri količini izdanih potrdil oziroma bankovcev, je posredovala država in pravico izdajanja bankovcev podelila le eni banki – centralni banki (Ribnikar, 1993, str. 19).

Zlato je odigralo veliko vlogo tudi kot del mednarodnih denarnih rezerv in mednarodne menjave v 19. in 20. stoletju. Po drugi svetovni vojni so bile vse valute vezane na dolar, ta pa na zlato. Zaradi prevelike potrebe po likvidnosti brettonwoodski sistem ni zdržal, vezavo valut na zlato pa so prepovedali. Vseeno pa ima zlato danes še vedno mesto v mednarodnih denarnih rezervah centralnih bank po svetu, a precej manjše kot nekdanj (Koren, 2003, str. 80; World Gold Council, 2011).

V sedemdesetih letih prejšnjega stoletja je zlato izgubilo svojo monetarno vlogo, a je hkrati postalo alternativna investicija. V časih visoke inflacije in negotovosti zaradi nemirov na Bližnjem vzhodu so vlagatelji v njem videli varno zatočišče. Po puku zlatega balona leta 1980 je bil večji del letne proizvodnje zlata namenjen zlatarski industriji. S pojavom novih naložbenih produktov v 21. stoletju in pokom ameriškega nepremičninskega balona v letu 2007, ki je vodil v globalno finančno krizo, pa je investicijsko povpraševanje znova naraslo. To je delno nadomestilo upad povpraševanja tradicionalnih kupcev – torej industrije, predvsem proizvajalcev elektronskih naprav, in kupcev nakita – po tej žlahtni kovini.

Rezultat velikega investicijskega povpraševanja je bila silovita rast cene zlata. Od izbruha finančne krize leta 2007 pa do najvišje točke v letu 2011 se je vrednost unče zlata potrojila. Gibanje povpraševanja in ponudbe zlata ter posledice delovanja tržnih sil na ceno bom prikazal v prvem in drugem delu diplomske naloge. Proti koncu drugega poglavja bom analiziral preteklo donosnost zlata in jo primerjal z donosi, ki jih ponujajo delnice in obveznice. Vlagateljem, ki bi radi svoje prihranke vložili v zlato, bom poskušal prikazati, kako donosna naložba je zlato, ali se je v

preteklosti izkazala za varno naložbo in kako se je izkazala v primerjavi s preostalimi naložbenimi opcijami.

V tretjem poglavju bom poskušal ugotoviti fundamentalno ceno zlata, če je to sploh mogoče, in proučiti, ali se je po rasti cene zlata v prvih 11 letih tretjega tisočletja na trgu zlata oblikoval finančni balon, podoben tistemu v letih med 1970 in 1981.

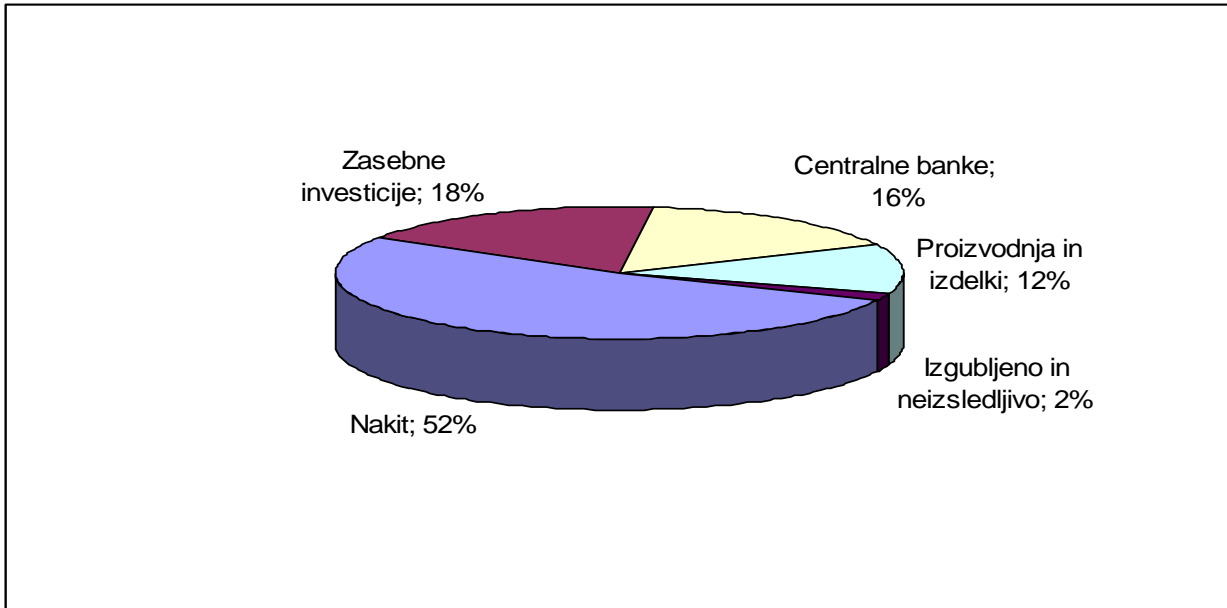
PONUDBA IN POVPRŠEVANJE PO ZLATU

1.1 Proizvodnja in celotna količina zlata

Po podatkih WGC je na svetu do leta 2010 celotna svetovna zaloga zlata, torej do tedaj izkopana količina, znašala 165 tisoč ton (5,30 milijarde unč - troj unča po podatkih Urada RS za meroslovje (2011) tehta 31,10348 grama). Vso količino zlata bi lahko pretopili v kocko s stranicami 20,44 metra s prostornino 8.540,73 kubičnega metra. Za primerjavo: dolžina in širina ljubljanskega nebotičnika, ki je bil ob zgraditvi leta 1933 s 70 metri najvišje stanovanjsko poslopje v Evropi, je 19,70 metra (Arhitekturni vodnik, 2011); to pomeni, da je vsega zlata na svetu za prvih 22 metrov višine ljubljanskega nebotičnika.

Po podatkih analitske družbe Svetovalna družba Gold Fields Mineral Services (v nadaljevanju GFMS) (2011) je bilo 52 odstotkov vsega do leta 2010 nakopanega zlata uporabljenega za nakit (Slika 1). Druga najpogostejša raba zlata je v investicijske namene – za ta namen je bilo skupno uporabljenega 18 odstotkov vsega do leta 2010 nakopanega zlata. S 16 odstotki je sledilo monetarno zlato v centralnih bankah in mednarodnih finančnih institucijah, 12 odstotkov zlata pa je bilo uporabljenega v industriji in trajnih izdelkih. Po ocenah GFMS je na svetu približno tri tisoč ton zlata – to je nekoliko več, kot je znašal letni izkop v letu 2010 – izgubljenega oziroma neizsledljivega.

Slika 1: Namen uporabe zlata, izkopanega do leta 2010



Vir: GFMS, *The Gold Market*, 2011, str. 6.

1.2 Pridobivanje zlata

Zlato so v starih civilizacijah iskali in pridobivali deloma z izpiranjem aluvialnega peska, kot stranski proizvod predelave pirita, bakrene in svinčene rude, najpogosteje pa z izkoriščanjem zlatih rudnih žil, ki so predvsem v kremenu. Sodobni postopki pridobivanja so tehnično bolj izpopolnjeni: aluvialne nanose izpirajo hidravlično ali z bagri, metoda pridobivanja pa je podobna kot pri drugih rudah. Tudi v zlatih rudnikih segajo jaški v globino več tisoč metrov, horizontalni rovi pa obsegajo mrežo, široko desetine in ponekod stotine kilometrov. Sodobna tehnika obvladuje pritisk skalovja in visokih temperatur. Zaradi redkosti in skozi zgodovino nominalno rastoče cene zlata kopljejo tudi rudo z minimalno vsebnostjo zlata, v kateri je unča zlata v treh tonah rude. Zlato so pridobivali iz rud tudi z amalgamiranjem z živim srebrom, od konca prejšnjega stoletja uporabljajo cianidov postopek, zlato iz bakrene in svinčene rude pa pridobivajo z elektrolizo (Flere, 1995, str. 209).

Z rafiniranjem zlata se doseže 99,5-odstotna, maksimalno pa 99,95-odstotna čistost. Pojavljajo se nove tehnologije in izboljšave, ki omogočajo znižanje proizvodnih stroškov oziroma upravičujejo pridobivanje zlata iz manj donosnih ležišč. Med njimi je bila v poznih osemdesetih najvažnejša lužna ekstrakcija, ki je omogočila povečanje proizvodnje v ZDA (Flere, 1995, str. 210).

Zlato pridobivajo v več sto rudnikih na vseh celinah z izjemo Antarktike, kjer je rudarjenje prepovedano. Približno 65 odstotkov celotne količine zlata je bilo pridobljeno od leta 1950. Glavni delež v svetovni proizvodnji je nekdanji Južnoafriški republiki (JAR), v petdesetih letih je bila tam polovica, v sedemdesetih letih pa tri četrtine proizvodnje. V poznih osemdesetih in zgodnjih devetdesetih letih je proizvodnja Južnoafriške republike pomenila tretjino svetovne proizvodnje, brez upoštevanja takratne Sovjetske zveze, ki ni razkrivala podatkov o proizvodnji.

Zmanjšanje južnoafriške proizvodnje v osemdesetih letih je bilo posledica izčrpanosti rudnikov pa tudi upada cene. Zaradi poka zatega balona v začetku leta 1980 namreč marsikateri rudnik ni bil več rentabilen. Politika upraviteljev rudnikov je bila, da se najprej izčrpajo najdostopnejša nahajališča, šele nato težje dostopna. Pri zadnjih so bili stroški pridobivanja višji. V osemdesetih letih so se v JAR zaradi nižje cene zlata zmanjšale tudi investicije v proizvodnjo. Na drugi strani pa so proizvodnjo močno povečale ZDA – v letih od 1983 do 1992 petkratno – in Avstralija, ki jo je povečala osemkratno. Po zaslugi tujega kapitala so številne nove rudnike odpirali v Papui Novi Gvineji, Braziliji, Gani in drugih deželah v razvoju. Gana je tako početrila proizvodnjo zlata 250.000 unč na milijon unč do leta 1992. V tretjem tisočletju je proizvodnjo predvsem povečevala Kitajska. Ta je od leta 2007 največja proizvajalka zlata na svetu (Tabela 1). Leta 2009 je Kitajska po podatkih China Gold Association s 313,98 tone prispevala 11,8 odstotka vsega proizvedenega zlata (Flere, 1995, str. 211; World Gold Council, 2011).

Tabela 1: Proizvodnja zlata po državah

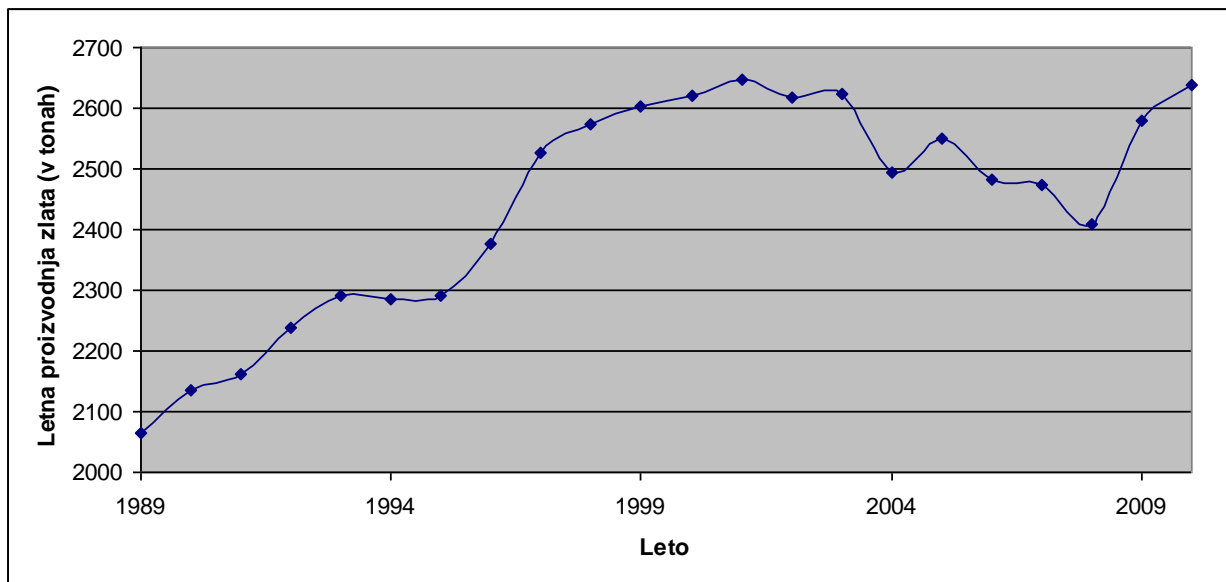
Država	Količina proizvedenega zlata v letu 2009 (v tonah)
Kitajska	314
Avstralija	227
ZDA	216
Južnoafriška republika	205
Rusija	205
Peru	180
Kanada	95
Gana	90
Indonezija	90
Uzbekistan	80
Preostale države	854

Vira: United States Geological Survey, Gold Statistics and Information, 2011; World Gold Council, Demand and supply, 2011.

Tehnični napredek je bil glavni vzrok za povečanje proizvodnje po letu 1945, tako da se je proizvodnja novega zlata (brez socialističnih dežel) med letoma 1945 in 1970 podvojila. Nato smo v osemdesetih letih spet videli podvojitev proizvodnje, kar je kar najbolj zasluga vnovičnega izvoza Sovjetske zveze. Od leta 2001 je globalna proizvodnja zlata, kljub rasti cene zlata na trgu, z izjemo let 2003 in 2005 upadla. To je posledica izčrpanja nekaterih nahajališč zlate rude, predvsem v Južnoafriški republiki, in majhnega raziskovanja novih nahajališč ob koncu devetdesetih let 20. stoletja, ko je bila cena zlata na trgu nizka. Je pa upad tudi odsev manjše prožnosti ponudbene strani zlata, ki potrebuje precej časa, da se prilagodi cenam na trgu. Priprava rudnikov za polno obratovanje kljub najnovejši tehnologiji namreč traja do 10 let. Nova odkritja nahajališč služijo predvsem kot nadomestek izčrpanih rudnikov, zato se proizvodnja zlata globalno občutno ne povečuje. Velika rast cene zlata je bila leta 2009 sicer vzrok za povečanje proizvodnje zlata za sedem odstotkov, saj so nekateri rudniki ob višji ceni zlata spet postali rentabilni. Leta 2010 se je po prvih ocenah proizvodnja zlata povečala za dva odstotka (Flere, 1995, str. 212; World Gold Council, 2011).

Po ocenah ameriške vladne agencije United States Geological Survey (2011) je v nahajališčih po svetu, odkritih do leta 2010, še 47 tisoč ton zlata.

Slika 2: Letna proizvodnja zlata

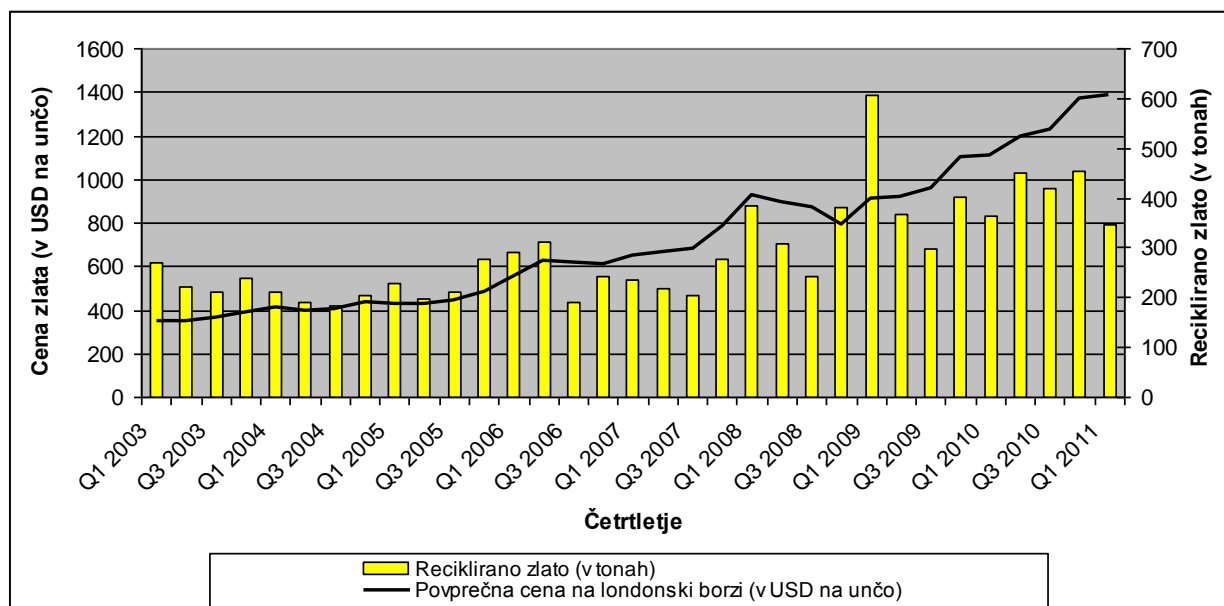


Vira: United States Geological Survey, *Gold Statistics and Information*, 2011; World Gold Council, *Demand and supply*, 2011.

1.2.1 Reciklirano zlato

Proizvodnja zlata je precej neelastična, to pa ne velja za reciklirano zlato – tako se imenuje zlato, ki je znova pretopljeno, očiščeno in oblikovano v zlate palice. Pogosto se kot predmet reciklaže pojavlja tudi zlato, ki je bilo del raznih elektronskih komponent, redkeje pa zlati kovanci. Z rastjo cene zlata na trgu ponudba zlata, namenjenega reciklaži, zraste, analitiki pa opažajo povečano ponudbo tudi v času ekonomskih kriz, ko posamezniki zamenjujejo zlato za denar, saj jih pesti finančna stiska (World Gold Council, 2012).

Slika 3: Ponudba recikliranega zlata v odnosu s ceno zlata



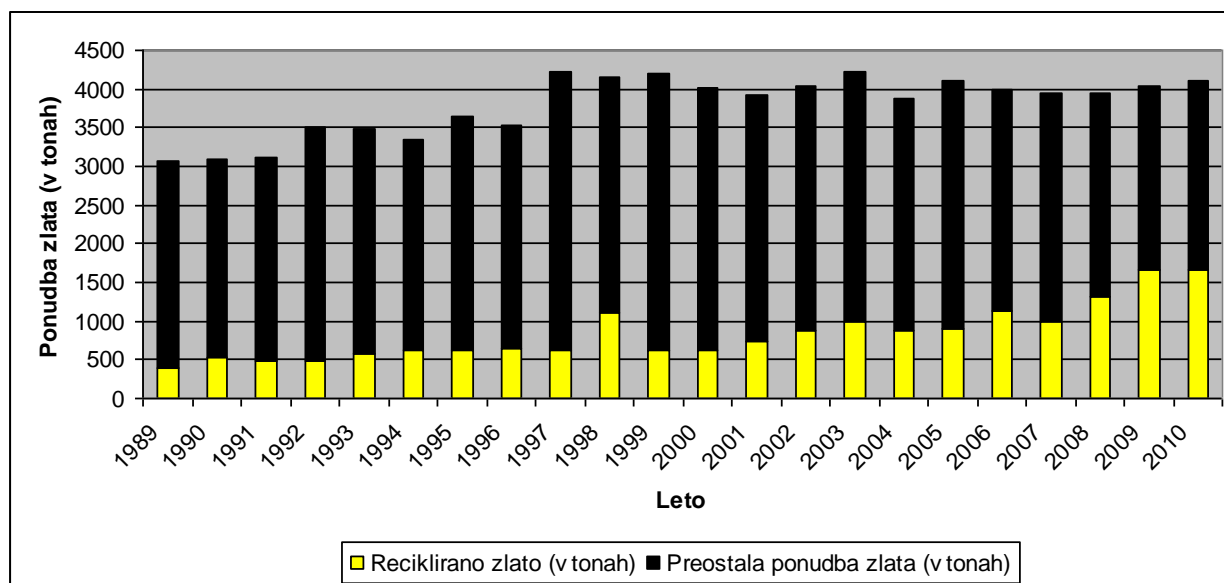
Vir: World Gold Council, Demand and supply, 2011.

Leta 2009 je reciklirano zlato po podatkih instituta GFMS (2011) pomenilo 39 odstotkov vse letne ponudbe zlata, leta 2010 pa 38 odstotkov. Med letoma 1989 in 2001 je reciklirano zlato v vseh letih z izjemo 1998 – takrat je bil delež 27-odstoten – pomenilo manj kot 20 odstotkov letne ponudbe zlata. Rast cene zlata v tretjem tisočletju je spodbudila večjo prodajo že uporabljenega oziroma oblikovanega zlata. S Slike 3 je razvidno, da je ponudba recikliranega zlata bolj elastična od ponudbe rudnikov.

Pod ponudbo zlata razumemo novo količino nakopanega zlata in recikliranega zlata, torej zlata, ki je bilo skopano pred številnimi leti ter v vmesnem obdobju uporabljeno v različne okrasne namene, zdaj pa so se lastniki okrasnih predmetov odločili, da ga znova pretopijo v zlate palice in ga prodajo na trgu.

Kot je razvidno s Slike 4, je ponudba zlata v finančni krizi rasla, največje zasluge za to ima reciklirano zlato. Ta ponudba je bolj elastična od proizvodnje zlata v rudnikih. Je pa s Slike 2 razvidno, da rast cene zlata odseva v večji proizvodnji zlata v rudnikih. Zaradi konstantne rasti cene zlata v tretjem tisočletju je proizvodnja zlata v številnih rudnikih spet postala rentabilna, kar je vodilo v nova odpiranja rudnikov. Rast cene zlata vodi v konkretnije povečanje količine proizvedenega zlata čez nekaj let, saj priprava na vnovično odpiranje rudnika zahteva investicije in dela, kar traja tri leta in več. Pridobivanje rude na težje dostopnih nahajališčih je povezano z višjimi stroški, ob večjih upadih cene pa te rudnike zapirajo. To se je dogajalo ob koncu devetdesetih let 20. stoletja (GFMS, 2011).

Slika 4: Ponudba recikliranega zlata in celotna ponudba zlata



Vir: World Gold Council, Demand and supply, 2011.

1.3 Zlato v lasti centralnih bank

Nekatere centralne banke – predvsem vodilnih držav v dobi industrializacije – so v zadnjih desetletjih pred izbruhom finančne krize veljale za neto prodajalke zlata in tako pripomogle k večji ponudbi zlata na trgu. Na drugi strani pa so centralne banke hitro rastočih držav, predvsem po izbruhu finančne krize, kupile več zlata, kot so ga prodale, in tako pomenile dodatno povpraševanje po zlatu, pokažejo podatki Mednarodnega denarnega sklada (v nadaljevanju MDS) (2011). Centralne banke od marca 2009 nastopajo kot neto kupci, medtem ko so pred tem od sedemdesetih let prejšnjega stoletja veljale za neto prodajalce.

Po podatkih World Gold Council (v nadaljevanju WGC) (2011) se delež mednarodnih rezerv v zlatu od države do države močno razlikuje (Tabela 2), v povprečju pa znaša 10,1 odstotka. Delež ameriških mednarodnih rezerv v zlatu po podatkih MDS (2011) znaša 75,3 odstotka, to je 8.133,5 tone oziroma 261,5 milijona unč. Po količini sledi nemška centralna banka s 3.401,0 tone (109,4 milijona unče) zlata, kar pomeni 71,7 odstotka nemških mednarodnih rezerv.

MDS je z 2.814 tonami zlata četrti največji lastnik zlata med monetarnimi organizacijami. Potem ko so v MDS v začetku leta 2005 naznanili, da utegnejo del svojega zlata prodati, so to dokončno potrdili septembra 2009. Tedaj je MDS prodal 403 tone zlata oziroma osmino zlata v takratni lasti MDS; 212 ton so oktobra in novembra 2009 prodali centralnim bankam Indije, Mauritiusa in Šrilanke, septembra 2010 pa še 10 ton bangladeški centralni banki (Mednarodni denarni sklad, 2011).

Tabela 2: Zlato v bilanci centralnih bank in mednarodnih denarnih institucij

Centralna banka	V tonah	Kot % vseh mednarodnih rezerv	Centralna banka	V tonah	Kot % vseh mednarodnih rezerv
ZDA	8.133,5	75,3	Indija	557,7	8,2
Nemčija	3.401,0	71,7	ECB	502,1	30,7
MDS	2.814,0	n. p.	Tajvan	423,6	4,8
Italija	2.451,8	71,9	Portugalska	382,5	84
Francija	2.435,4	67,6	Venezuela	365,8	62,1
Kitajska	1.054,1	1,6	Savdska Arabija	322,9	3,1
Švica	1.040,1	17,2	Združeno kraljestvo	310,3	16,2
Rusija	824,8	7,8	Libanon	286,8	29,6
Japonska	765,2	3,3	Španija	281,6	40,8
Nizozemska	615,5	59,2	Avstrija	280,0	55,5

Vir: Mednarodni denarni sklad, *Gold in the IMF*, 2011.

1.3.1 Zlato v lasti Banke Slovenije

Tudi slovenska centralna banka Banka Slovenije (v nadaljevanju BS) je lastnica zlata. V trezorju v tujini je imela BS decembra 2011 v lasti 102.014 unč (približno 3,17 tone) zlata. Po podatkih Ministrstva za finance RS (2011) je Slovenija junija 2001 pri delitvi premoženja nekdanje Narodne banke Jugoslavije prejela pripadajoči delež deviznih rezerv v zlatu, ki ga je imela nekdanja Narodna banka Jugoslavije pri Banki za mednarodne poravnave. Po določilu Mednarodnega denarnega sklada ji je pripadel 16,39-odstotni delež (Ministrstvo za finance RS, 2011). Banka Slovenije je takrat prejela 7,55 tone zlata (242.788,30 unče), kar je postalo del njenih mednarodnih denarnih rezerv. Poleg zlata finančne naložbe BS pomenijo vse finančno premoženje BS, ki ni povezano z izvajanjem denarne politike. Te naložbe so denominirane v domači in tuji valuti.

Upravljanje finančnih naložb BS določa Svet Banke Slovenije v okviru dolgoročne naložbene strategije. V skladu s strategijo je BS decembra 2005 prodala 80.360,89 unče zlata (približno 2,50 tone zlata). Na Ministrstvu za finance RS (2011) pojasnjujejo, da so se v istem obdobju za prodajo zlata odločale tudi druge centralne banke, kot so banke Avstrije, Belgije, Francije, Nemčije, Nizozemske, Portugalske, Španije, Švedske, Švice in Evropska centralna banka. Podatki WGC (2010) povedo, da je imela med omenjenimi centralnimi bankami septembra 2010 le Švedska manjši delež mednarodnih denarnih rezerv v zlatu, in sicer 8,7 odstotka.

Ob vstopu v evrosistem je BS v skladu s Statutom Evropske centralne banke prenesla del svojih deviznih rezerv v rezerve Evropske centralne banke, od tega 15 odstotkov v zlatu. Tako so se zlate rezerve BS zmanjšale za 59.555 unč zlata (približno 1,85 tone). To je bila zadnja sprememba količine zlata v lasti BS; ta je imela konec decembra v lasti 3,17 tone zlata. Na Ministrstvu za finance RS (2011) pojasnjujejo, da se je pomen zlata za Banko Slovenije s prevzemom evra, podobno kot pri preostalih centralnih bankah evrosistema, zmanjšal, a je še vedno sestavni del njene bilance.

Po podatkih BS (Banka Slovenije, 2011) je 3,17 tone zlata konec leta 2010 bilo vredne 108 milijonov evrov. Zlato je tako pomenilo 13,4 odstotka vseh denarnih rezerv BS, kar je največ do tedaj. Ob tem je treba poudariti, da so se mednarodne rezerve BS ob koncu leta 2007, torej po vstopu Slovenije v evrsko območje, v primerjavi z letom 2006 zmanjšale za 87 odstotkov, količina monetarnega zlata pri BS pa za 37 odstotkov. To je poleg rasti cene zlata pomembno pripomoglo k rasti deleža zlata v mednarodnih rezervah BS. Po podatkih ob koncu leta 2010 je tako BS v primerjavi z vsemi centralnimi bankami sveta imela nadpovprečni delež zlata v mednarodnih rezervah, medtem ko je pred vstopom v evrsko območje s poldrugim odstotkom bila med centralnimi bankami, ki so imele najmanjši delež zlata v mednarodnih denarnih rezervah.

1.4 Povpraševanje po zlatu

Po podatkih WGC (2011) največji del povpraševanja po zlatu v največjem številu opazovanih četrtnih obdobjih pomeni povpraševanje v zlatarske namene. Je pa investicijsko povpraševanje v prvem četrtnem letu 2009 in drugem četrtnem letu 2010 po dostopnih podatkih WGC prvič do tedaj prekašalo povpraševanje v zlatarske namene. V začetku prvega desetletja tretjega tisočletja je bilo investicijsko povpraševanje primerljivo z industrijskim povpraševanjem in v večini četrtnih pomenilo manj kot desetino vsega povpraševanja. Z rastjo cene zlata na finančnem trgu pa se je investicijsko povpraševanje okrepilo, povpraševanje po zlatu v industriji pa je v času finančne krize, ki je izbruhnila leta 2007, upadlo. Globalna industrijska proizvodnja je zaradi gospodarske krize, ki je bila posledica poka ameriškega nepremičninskega balona, upadla, hkrati s tem pa je upadlo tudi povpraševanje po zlatu kot prevodniku v elektronskih napravah, kar je najpogostejša raba zlata v industriji.

1.4.1 Industrijsko povpraševanje

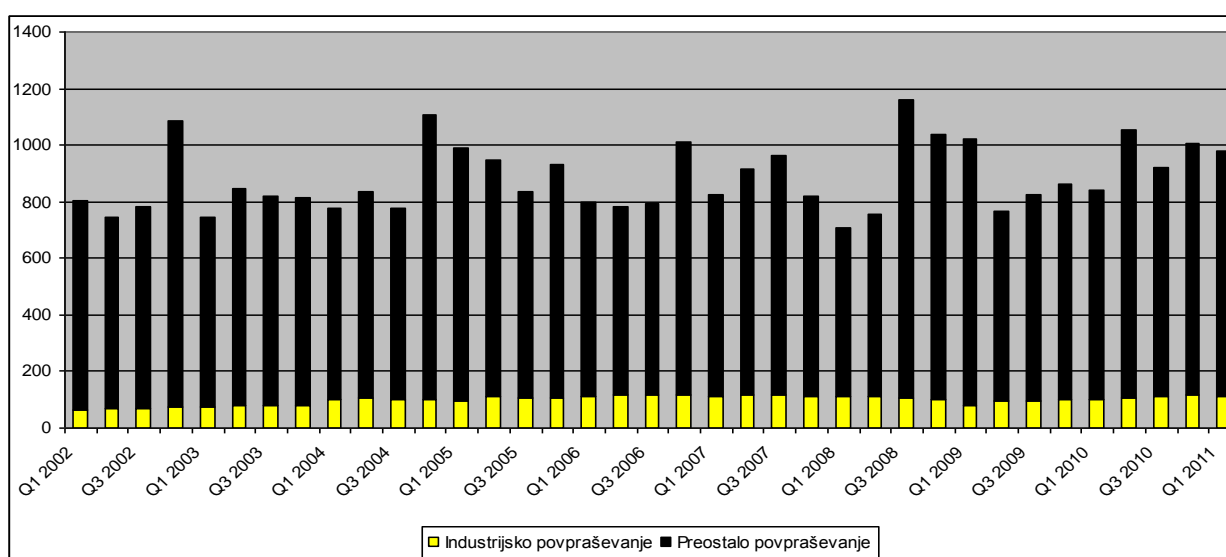
Azijske države so v letu 2010 pomenile nekaj več kot dve tretjini vsega industrijskega povpraševanja po zlatu. Med vsemi državami na svetu za potrebe gospodarstva največ po zlatu povprašujejo na Japonskem. V letu 2010 so tej državi sledili ZDA, Južna Koreja, Kitajska in Tajvan. Več kot 69 odstotkov industrijskega povpraševanja pomenijo podjetja iz elektropredelovalne industrije. Zlato je kovina z eno najboljših prevodnosti, ne rjavi, je obstojno in primerno za oblikovanje, zato je še vedno del elektronskih naprav, je pa v industriji ob rasti cen zlata opaziti trend iskanja substitutov za zlato (World Gold Council, 2011).

Industrijsko povpraševanje po zlatu je z gospodarsko krizo upadlo, kar je bilo odsev upada industrijske proizvodnje. Od tretjega četrtnega leta 2008 do prvega četrtnega leta 2009 je industrijsko povpraševanje po zlatu pomenilo manj kot 10 odstotkov celotnega povpraševanja po zlatu, medtem ko je pred krizo ob redkih izjemah – zadnji dve četrtni leta 2002 in zadnje četrtno leto 2004 – vselej presegalo desetino vsega povpraševanja. Med zadnjim četrtnim letom 2008 in drugim četrtnim letom 2009 je bilo industrijsko povpraševanje vselej manjše od 100 ton. Po podatkih WGC, ki so dostopni od leta 2002, je bilo pred tem industrijsko povpraševanje po zlatu nižje od 100 ton le v prvem četrtnem letu 2005.

Z rastjo industrijske proizvodnje, ob izhodu razvitih držav iz krize, se je industrijsko povpraševanje po zlatu od zadnjega četrletja leta 2009 okrepilo. Od tretjega četrletja leta 2010 do prvega četrletja 2011 je industrijsko povpraševanje znašalo okoli 12 odstotkov, kar je bilo pod povprečjem četrletij prejšnjih petih let, ko je delež industrijskega povpraševanja znašal 13 odstotkov.

Od začetka leta 2010 je industrijsko povpraševanje po zlatu raslo predvsem po zaslugi rasti povpraševanja v hitro rastočih azijskih gospodarstvih. Količina zlata, porabljenega v elektronskih napravah, je v prvem devetmesečju leta 2010 v primerjavi z enakim obdobjem leta 2009 zrasla za 26 odstotkov, na 176 ton (World Gold Council, 2011).

Slika 5: Industrijsko in preostalo povpraševanje po zlatu



Vir: World Gold Council, Demand and supply, 2011.

Na drugi strani pa uporaba zlata v zobozdravstvu vztrajno upada, kar je predvsem posledica rasti cene zlata, zaradi česar je vse več povpraševanja po cenejših substitutih, kot so keramika, paladij in epoksi smola. Ti se v nekaterih primerih izkažejo kot primernejša surovina za potrebe v zobozdravstvu. Med letoma 2005 in 2009 je povpraševanje po zlatu upadalo. V prvih devetih mesecih leta 2010 je poraba zlata v zobozdravstvu znašala 37 ton, kar je bilo šest odstotkov manj kot v enakem obdobju leta 2009 (World Gold Council, 2011).

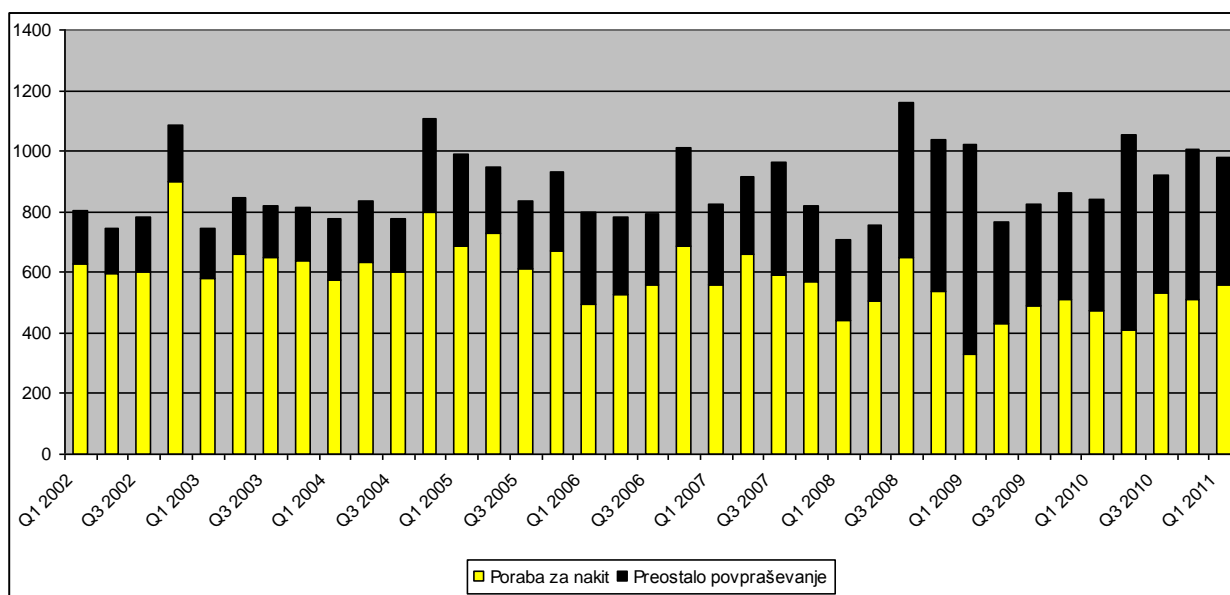
Po mnenju analitikov WGC (2011) bi lahko zlato v prihodnje pogosteje nastopalo kot katalizator, predvsem v čistilnih napravah termoelektrarn po svetu. Prav tako mu napovedujejo vse večjo vlogo v medicini, kjer se zdaj uporablja v testih nosečnosti in detektorjih bakterij v hrani. Zlato se uporablja tudi v farmaciji. Je del kemijske spojine, s katero se zdravi revma, v laboratorijih pa raziskujejo pomen nanodelcev zlata kot tvorcev zdravila proti rakavim obolenjem in aidsu oziroma cepiva proti HIV. Zlato se je leta 2010 v medicinske in farmacevtske namene uporabljalo razmeroma malo – pomeni manj kot odstotek celotnega povpraševanja –, v prihodnje pa bi to povpraševanje po mnenju analitikov WGC lahko zraslo.

1.4.2 Povpraševanje po zlatu v zlatarstvu

Po podatkih WGC (2011) je povpraševanje po zlatu v zlatarski industriji v prvem četrtnem letu 2011 znašalo 557 ton, kar je bilo največ od tretjega četrtnega leta 2008, ko je finančna kriza po svetu vse bolj vplivala na razmere v realnem sektorju, cena zlata pa je v tem obdobju nominalno gledano dosegala rekordne ravni. Povpraševanje v tretjem četrtnem letu leta 2010 je bilo 5,3 odstotka pod povprečnim četrtnim povpraševanju od leta 2002, odkar so na voljo podatki WGC.

Kot je razvidno s Slike 6, je zlatarska industrija najmanj povpraševala po zlatu v času rasti cene zlata in krize, ki je prizadela trošenje luksuznih izdelkov. Rast investicijskega povpraševanja po zlatu v krizi je ublažila upad povpraševanja zlatarske industrije, saj so nekateri vlagatelji – predvsem v hitro razvijajočih se gospodarstvih – kot investicijo kupovali zlato, namenjeno okrasnim namenom, čeprav to velja za manj likvidno od standardiziranih zlatih palic oziroma kovancev (WGC, 2011).

Slika 6: Povpraševanje v zlatarstvu in preostalo povpraševanje po zlatu



Vir: World Gold Council, Demand and supply, 2011.

Merjeno v dolarjih, je povpraševanje po zlatu za nakit raslo v času rasti cene zlata v finančni krizi. To je predvsem odsev višje cene, ki je nekatere morebitne kupce nakitnega zlata sicer odvrčala od nakupov in jih spodbudila k nakupom nakita iz alternativnih plemenitih kovin in zlitin, druge pa, kot smo pravkar spoznali, spodbudila k nakupu, saj so nakitno zlato dojemali kot investicijo. Neto vpliv dražjega zlata na nakitno zlato je tako bil manjši količinski upad povpraševanja, merjeno v tonah, in velika vrednostna rast, merjena v denarnih valutah. Povpraševanje po nakitnem zlatu v dolarjih je v prvem četrtnem letu leta 2011 znašalo 24,8 milijarde dolarjev, kar je 48 odstotkov več od enakega obdobja leto prej. Največjo rast vrednostne prodaje opazajo na hitro rastočih trgih, kot so Indija – Indijci so bili sicer v zgodovini največji kupec nakitnega zlata –, Rusija in Kitajska.

Analitiki WGC (2011) ocenjujejo, da so kupci zlatega nakita na teh trgih sprejeli visoke cene. K nakupom naj bi jih spodbudilo tudi pričakovanje o nadaljnji rasti cen zlata, zaradi česar so imeli kupci občutek, da s tedanjimi nakupi privarčujejo.

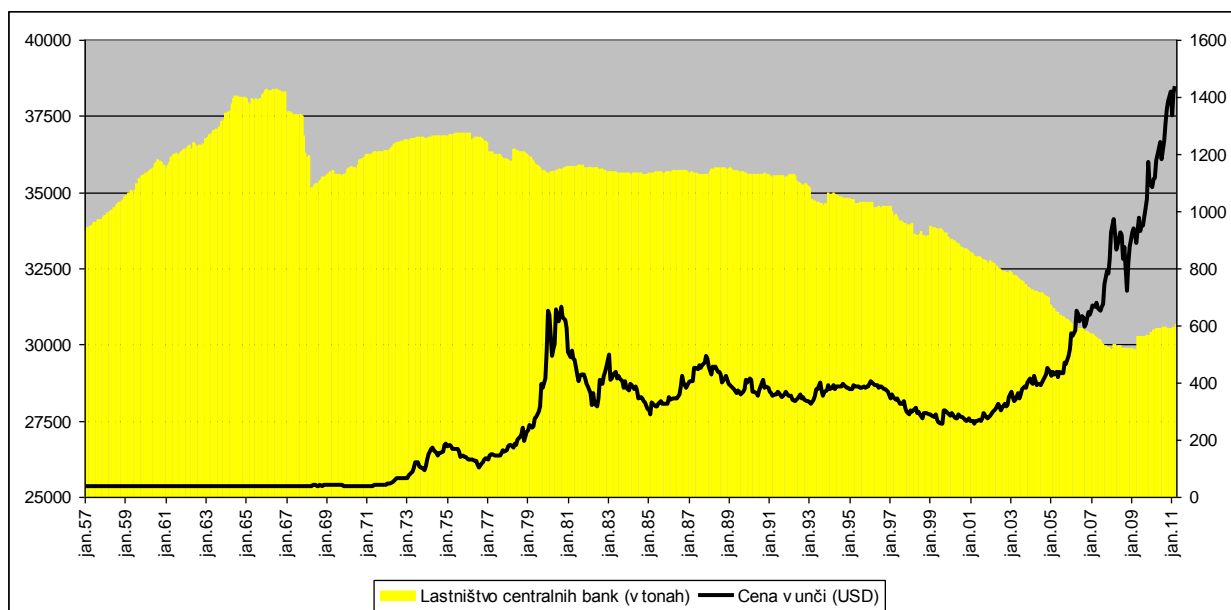
Na drugi strani pa se je na nekaterih zahodnih trgih in trgih Bližnjega vzhoda ob visokih cenah občutil upad povpraševanja po zlatu. V ZDA je tako v prvem četrtletju 2011 povpraševanje vrednostno glede na prvo četrtletje 2010 zraslo za 12 odstotkov, količinsko pa upadlo za 10 odstotkov. Podobno je bilo tudi v zahodni Evropi. Nekateri italijanski oblikovalci modnih oblačil in nakita so tako za zlato že našli alternativne surovine, predvsem razne zlitine in srebro. V Združenem kraljestvu je bil upad količinske prodaje zlata v okrasne namene 17-odstoten, medtem ko je vrednostno ostal na ravni 87 milijard britanskih funtov v prvem četrtletju 2010 (World Gold Council, 2011).

1.4.3 Povpraševanje in ponudba centralnih bank

Iz podatkov WGC (2011) in MDS (2011) je razvidno, da so bile centralne banke skupaj od leta 1978 do 2008 neto prodajalke zlata. V tem obdobju so skupaj prodale za 6.580 ton zlata več, kot so ga kupile, skupna količina zlata v njihovi lasti pa se je tako zmanjšala za 18 odstotkov.

Globalna finančna kriza je povzročila veliko nihajnost najpomembnejših svetovnih valut. Po poročanju Bloomberg Newsa (Nguyen, 2011a) je vse šibkejši dolar spodbudil centralne banke predvsem hitro rastočih držav k zamenjavi nekaterih deviz – predvsem dolarjev – za zlato v svojih mednarodnih denarnih rezervah. S Slike 7 je razvidno, da se je neto efekt nakupov in prodaj centralnih bank po poku ameriškega nepremičninskega balona leta 2007 spremenil. Centralne banke niso bile več izrazite prodajalke zlata kot dotlej, od aprila 2009 pa veljajo za neto kupce zlata. Od tedaj pa do aprila 2011 so kupile za 853 ton zlata in tako povečale skupno količino zlata v lasti centralnih bank za tri odstotke. Ta čas vnovičnih neto nakupov centralnih bank sovпада z eno izmed največjih rasti cene zlata v obravnavanem 54-letnem obdobju.

Slika 7: Skupna last zlata centralnih bank in gibanje cene zlata



Vir: Bloomberg Industries – Gold, Bloomberg Data service, 2011.

Centralne banke so z letom 2009 postale neto kupec zlata, čeprav so centralne banke držav Evropske unije, med drugim tudi Evropska centralna banka, ostale neto prodajalke. Z željo po zagotovitvi večje preglednosti prodaje zlata in stabilnosti cen na trgu zlata so namreč centralne banke evrskega območja skupaj s centralnimi bankami Švice, Švedske in Velike Britanije septembra 1999 sklenile Centralnobančni sporazum o zlatu (angl. *Central Bank Gold Agreement*), katerega osnovni namen je, da se morebitne prodaje zlata s strani sporazumu pridruženih centralnih bank izvajajo usklajeno in transparentno. Ta sporazum se obnovi vsakih pet let, njegovo glavno določilo pa je, da skupna letna prodaja zlata centralnih bank ne presega 400 ton zlata, v petih letih pa ne presega 2.000 ton zlata. Banka Slovenije je k temu sporazumu pristopila leta 2006. Zadnjemu, ki je bil za petletno obdobje sklenjen 27. septembra 2009, se izmed prej navedenih ni pridružila centralna banka Velike Britanije (Ministrstvo za finance RS, 2011).

Kot je razvidno iz podatkov MDS (2011), so omenjene evropske centralne banke v letu 2011 močno omejile prodajo zlata, podatki pa po drugi strani ne razkrivajo kakšnih opaznejših neto nakupov. Delež zlata v mednarodnih denarnih rezervah centralnih bank pa se je v finančni krizi z rastjo cene zlata povečeval.

Tabela 3: Največji nakupi in prodaje centralnih bank v letu 2010

Centralna banka	Količina neto nakupov (v tonah)	Centralna banka	Količina neto nakupov (v tonah)
Bangladeš	285,2	Fidži	-90
Mongolija	116,4	Šrilanka	-49,1
Bolivija	24,7	Malta	-47,5
Rusija	21,5	Mehika	-17,6

se nadaljuje

nadaljevanje

Tajska	18,5	Kazahstan	-4,4
Surinam	13,5	Kostarika	-2,3
Ukrajina	2	Češka	-1,6
Venezuela	1,4	Pakistan	-1,6
Koreja	0,1	Grčija	-0,7
		Filipini	-0,6
		Tunizija	-0,5
		Urugvaj	-0,3
		Nemčija	-0,2

Vir: Bloomberg Industries – Gold, Bloomberg Data service, 2011.

Največje zasluge, da centralne banke komulirano gledano postajajo vse večji lastnik zlata, imajo centralne banke hitro rastočih držav. V letu 2009 med večjimi neto kupci (Tabela 3) najdemo centralne banke Kitajske, Indije, Rusije in Savdske Arabije. Leta 2010 je centralna banka Bangladeša kupila za 285,2 tone zlata – del tega tudi od MDS –, Mongolija 116,4 tone, Bolivija in Rusija pa dobrih 20 ton zlata več, kot sta ga v tem letu prodali.

Tudi med prodajalci najdemo centralne banke držav, ki se uvrščajo med hitro rastoče. Šrilanka je leta 2010 prodala za 49,1 tone zlata, Mehika 17,6 tone, Kazahstan pa 4,4 tone. Vse omenjene centralne banke so v letu 2009 opravile večje nakupe zlata, leta 2010 pa so ob rasti cene zlata zmanjšale njegovo utež v mednarodnih denarnih rezervah. Omenjene prodaje so se zgodile nenapovedano, v nasprotju s Centralnobančnim sporazumom o zlatu evropskih centralnih bank, s katerim so se te centralne banke zavezale k transparentni prodaji in obvestile javnost o načrtovanih prodajah za prihodnje petletno obdobje.

Ekonomist Dennis Gartman, ki je leta 2008 pravilno napovedal pocenitve surovin, je junija 2011 po poročanju Bloomberg (Nguyen, 2011b) zapisal govornice, da v evropskih centralnih bankah in MDS razmišljajo o prodaji zlata z namenom reševanja evropske javnofinančne krize. V pismu vlagateljem je zapisal, da so to sicer le govornice, a pripisuje: »Kjer je dim, je lahko tudi ogenj.«

Analitik Michael Pento iz družbe za upravljanje Euro Pacific Capital je v pogovoru za Bloomberg News (Nguyen, 2011a) napovedal, da bodo centralne banke držav v razvoju okrepile nakupe zlata za svoje devizne rezerve. Analitik, ki je v preteklih dveh letih pravilno napovedal letna vrhova cene zlata v dolarjih, je aprila 2011 dejal, da bi nakupni pritisk, ki ga na trgu zlata ustvarjajo centralne banke, lahko povzdignil ceno zlata na 2.000 dolarjev. Bloomberg News (Nguyen, 2011a) v istem prispevku citirajo tudi ameriškega upravljavca družbe Permanent Portfolio Funds Michaela Cuggina, ki pravi, da bo cena zlata v dolarjih rasla, dokler Ameriške zvezne rezerve Fed ne bodo spremenile monetarne politike. Cuggino pričakuje, da bodo centralne banke še naprej neto kupec zlata. To pa bi po njegovem mnenju lahko imelo podoben pozitiven vpliv na vrednost zlata kot ustanovitev kotirajočih skladov ETF, vezanih na zlato (več o tem v poglavju 2.4.4.1).

Po poročanju Frankfurter Allgemeine Sonntagszeitung (Breidhardt, 2011) so se voditelji držav G20 pogovarjali, da bi zlati del mednarodnih denarnih rezerv nemške centralne banke Bundesbank lahko

bil uporabljen za krepitev začasnega evrskega reševalnega sklada EFSF. Predstavniki Bundesbank so takšno možnost zavrnil.

1.4.4 Investicijsko povpraševanje

Investicijsko povpraševanje po zlatu je pomemben del pri oblikovanju cene na trgu, v času finančne krize pa je njegova vloga pri tem še narasla. Po poročanju poslovnoinformacijske agencije Bloomberg (Simpson, 2010) je Jeffrey M. Christian iz newyorške analitske družbe CPM Group leta 2001 združenja rudnikov zlata v javnem pismu opozarjal, da bi spodbujanje investicijskega povpraševanja lahko imelo dramatične posledice za trg zlata in naj se ne igrajo z ognjem. Pri tem je imel v mislih kotirajoče sklade ETF. Po Christianovih raziskavah je prav investicijsko povpraševanje tisto, ki prevesi tehtnico, ko gre za vprašanje rasti oziroma upada cene zlata. »Le v letih, ko je povpraševanje po zlatu preseglo 529 ton, se je cena zlata bistveno okrepla,« je v takratni raziskavi ugotavljal Christian. Od predstavitve ETF v letu 2003 pa do leta 2011 so upravljavci teh skladov v povprečju letno neto pomenili nekaj več kot 300 ton neto povpraševanja po zlatu.

Vlagatelj lahko zlato kupi v fizični obliki standardiziranih zlatnikov oziroma zlatih palic. Lahko se odloči tudi za kakšno od oblik tako imenovanega papirnatega zlata. Med vlagatelji so najbolj razširjeni zlati finančni produkti, ki kotirajo na borzi (angl. *Exchange Traded Funds* – v nadaljevanju ETF) in ki navadno za vsakih 10 oziroma 100 izdanih delnic sklada kupijo unčo zlata na trgu in sami skrbijo za hrambo zlata. Takšna naložba je danes vsaj med zahodnimi vlagatelji bolj priljubljena od fizičnega zlata, saj so stroški posredovanja pri nakupu vrednostnega papirja ETF na borzi nižji od provizij pri nakupu fizičnega zlata. Prav tako ni stroškov hrambe. Po drugi strani pa imajo skladi ETF upravljavsko provizijo – ta pri večini letno znaša 0,4 odstotka (Nasdaq, 2010).

Za špekulativne namene so primerne futures pogodbe in opcije na zlato. Spletni portal Investopedia (2011) pri tem kot možnost omenja še nakupe delnic družb, ki se ukvarjajo z izkopom oziroma s predelavo ali trgovanjem z zlatom, ali pa kar vzajemni sklad, ki deloma vlaga v papirnat zlato, deloma pa v rudnike zlata in preostalih plemenitih kovin. Analitiki WGC (2011) so predvsem v hitro rastočih gospodarstvih opazili rast povpraševanja po okrasnem zlatu v investicijske namene. Takšno zlato je manj likvidno od standardiziranih fizičnih oblik zlata, kot so kovanci ter zlate palice z žigi in podatki o čistosti.

Investicijsko povpraševanje po zlatu je do maja 2003, ko je bil v Avstraliji ustvarjen prvi kotirajoči sklad ETF, vezan na ceno zlata, Gold Bullion Securities, kar najbolj odsevalo prek neposrednih nakupov fizičnega zlata vlagateljev. Pred pokom zlatega balona leta 1980 je investicijsko povpraševanje pomenilo 36 odstotkov vsega povpraševanja po zlatu in tako preseglo povpraševanje zlatarske industrije. Upad cene zlata je vodil v manjše zanimanje vlagateljev. V začetku leta 1990 so nastajali vzajemni skladi, ki so vlagali v proizvajalce zlata in finančne produkte, vezane na gibanje cene zlata (Serwer, 1998), a zaradi upadov vrednosti zlata niso bili deležni večje pozornosti, zato so jih zapirali.

Po pisanju revije Fortune so bili takšni skladi v poznih devetdesetih letih prejšnjega stoletja precej zasmehovani. V tistem času je bila med finančniki aktualna šala (Serwer, 1998):

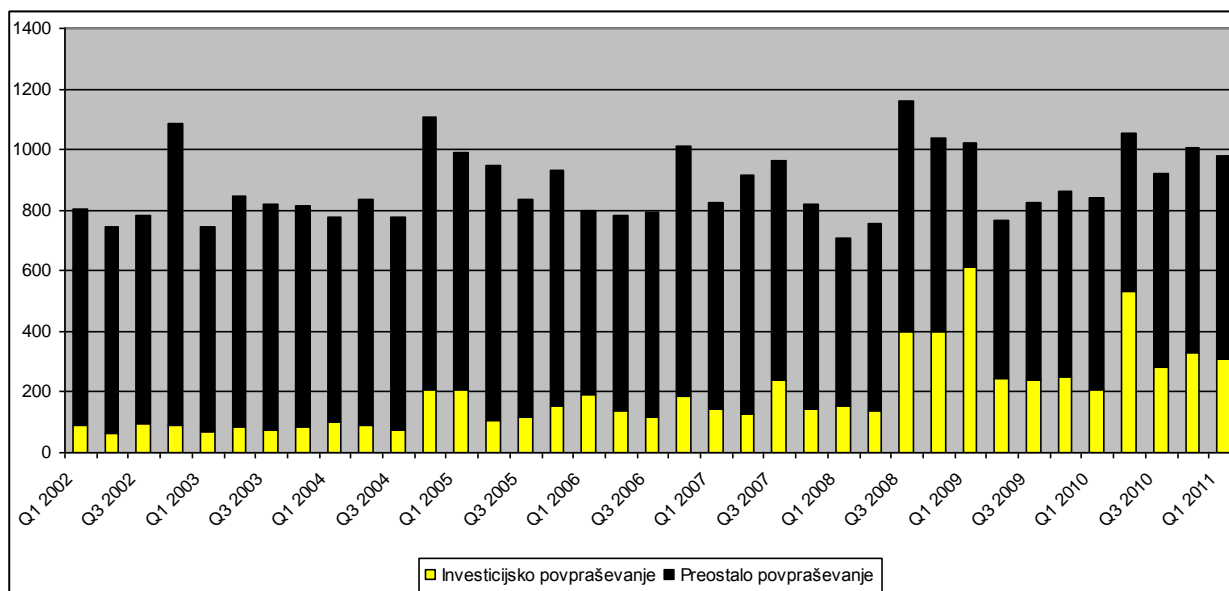
»Kako najlažje priti do 25 tisoč dolarjev premoženja?«

»Tako, da 50 tisoč dolarjev vložiš v zlato vzajemni sklad.«

V devetdesetih letih so bile centralne banke neto prodajalke zlata. Letno povpraševanje je tako tedaj tudi za 1.000 ton zaostalo za celotno ponudbo. Podatki o sestavi povpraševanja iz tega obdobja so redki. Po pisanju revije Fortune (Serwer, 1998), ki se sklicuje na podatke Gold Fields Mineral Services, je bilo povpraševanje po zlato leta 1997 naslednje:

- Zlatarska industrija – 85,3 odstotka
- Elektropredelovalna industrija – 6,3 odstotka
- Fizični nakupi zlatih kovancev – 2,0 odstotka
- Drugo (v ta sklop sodijo tudi zlate palice) – 6,5 odstotka

Slika 8: Investicijsko in preostalo povpraševanje po zlato



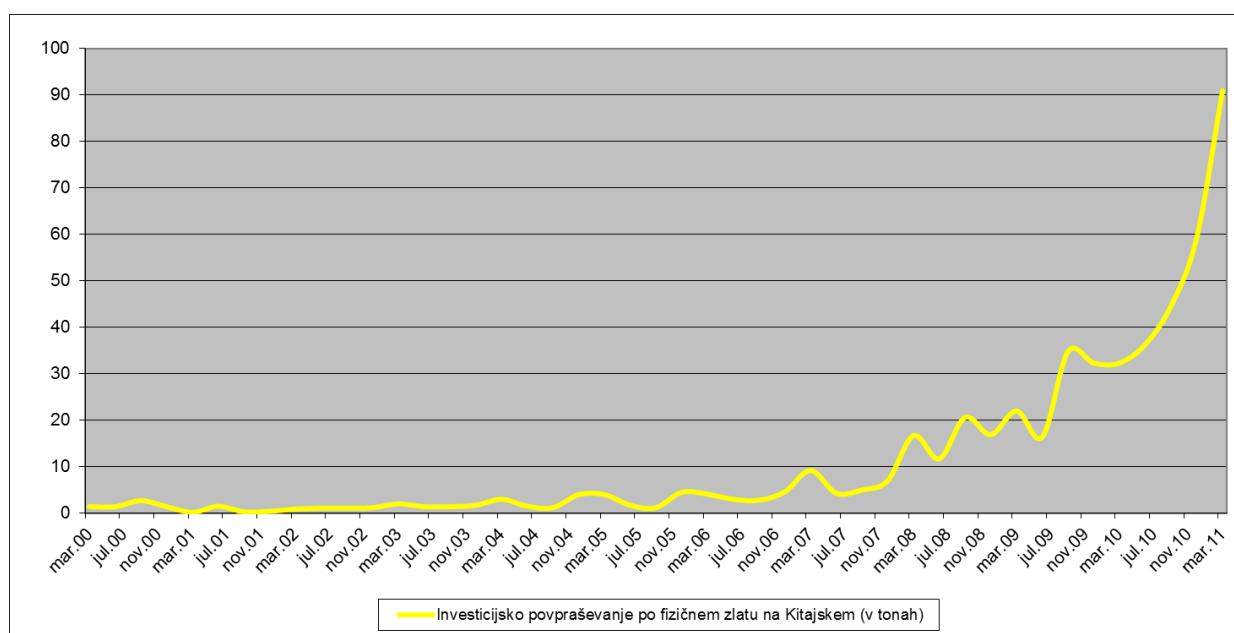
Vir: Bloomberg Industries – Gold, Bloomberg Data service, 2011.

Iz podatkov WGC (Slika 8) je razvidno, da je delež investicijskega povpraševanja v četrletjih let 2002 in 2003 v povprečju znašal 10 odstotkov. Leta 2004 so bili ustanovljeni novi zlato ETF-skladi, med njimi tudi danes največji SPDR Gold Trust, ki so imeli velike neto prilive. V zadnjem četrletju leta 2004 so neto nakupi teh skladov znašali 113,4 tone in tako presegli investicijsko povpraševanje četrletja po fizičnih oblikah zlata, ki je znašalo 95,8 tone. Po zaslugi ETF je tako investicijsko povpraševanje v tem četrletju naraslo na 18,9 odstotka, ob stopnjevanju neto prilivov v te sklade pa je v nekaterih prihodnjih četrletjih še naraščalo. Četrletno investicijsko povpraševanje je od leta 2004 do prvega četrletja leta 2011 v povprečju pomenilo 24 odstotkov vsega povpraševanja po zlato, kar je precej nad vrednostmi v letih 2002 in 2003, ko skladov ETF še ni bilo oziroma so bili ti še v povojih.

V času velikih nakupov delnic skladov ETF v prvem četrtnem leta 2009 (več o tem pod točko 2.4.4.1) je investicijsko povpraševanje po zlatu pomenilo 60,2 odstotka vsega povpraševanja, neto nakupi skladov ETF pa 45,6 odstotka vsega povpraševanja po zlatu v četrtnem. Od začetka leta 2009 pa do prvega četrtnega leta 2011 je četrtno investicijsko povpraševanje po zlatu v povprečju znašalo 35,6 odstotka. Kot je razvidno iz podatkov WGC (Slika 8), je investicijsko povpraševanje v nekaterih četrtnih izrazito presehalo povprečje. Podobno je bilo investicijsko povpraševanje pred letom 1980, ko je na trgu zlata prihajalo do pregrevanja, sledil pa je pok zlatega balona.

V prvem četrtnem leta 2011 so skladi ETF na trgu prvič po drugem četrtnem leta 2007 – takrat se je ameriški nepremičninski trg začel sesedati – postali neto prodajalci. Skupno so prodali za 55,9 tone zlata več, kot so ga v obdobju kupili. Na drugi strani pa so nakupi fizičnega zlata v tem obdobju znašali 366,4 tone, kar je za 52 odstotkov bolje kot v primerljivem obdobju leta 2010, hkrati pa tudi največ do takrat. Največjo rast povpraševanja po investicijskem zlatu v fizični obliki med večjimi trgi so dosegali na Kitajskem (Slika 9). Ob 123-odstotni rasti je količina nakupov investicijskega zlata zrasla na 90,9 tone, kar je bilo največje investicijsko povpraševanje med vsemi državami. Takšna rast je po pisanju analitikov WGC (2011) posledica inflacijskih pritiskov na Kitajskem. Po podatkih kitajskega statističnega urada je medletna inflacija v prvem četrtnem leta 2011 znašala od 5 do 5,5 odstotka.

Slika 9: Investicijsko povpraševanje po fizičnem zlatu na Kitajskem



Vir: Bloomberg Industries – Gold, Bloomberg Data service, 2011.

Rast zanimanja za zlato so analitiki WGC (2011) v zadnjih četrtnih opazili tudi na indijskem trgu in še nekaterih hitro rastočih trgih, a ta ni bila tako izrazita kot na Kitajskem. V tem obdobju je rast povpraševanja po fizičnem zlatu bilo zaznati tudi v zahodni Evropi, kar analitiki povezujejo z negotovostjo vlagateljev zaradi proračunske krize evrskih članic – predvsem Grčije – in nemiri v Severni Afriki in na Bližnjem vzhodu.

1.4.4.1 Povpraševanje skladov ETF

Fizično zlato je treba hraniti v trezorju, kar nosi dodatne stroške. To je avstralske finančne upravljavce leta 2002 spodbudilo k ustvaritvi naložbenih produktov, ki skoraj povsem sledijo gibanju cene zlata in tako varčevalcem omogočijo varčevanje v tej žlahtni kovini, ne da bi jo sami neposredno imeli v lasti. To so naložbeni finančni produkti, ki kotirajo na borzi. Vezane na gibanje cene zlata so tri podvrste ETP, in sicer:

- kotirajoči odprti skladi (angl. *Exchange Traded Funds – ETF*);
- kotirajoči zaprti skladi (angl. *Closed End Funds – CEF*);
- kotirajoči zapisi (angl. *Exchange Traded Notes – ETN*). Ti v nasprotju z ETF in CEF nimajo kritja z dejanskim zlatom, ampak zanje jamči finančna družba, ki jih izda. Zato so bolj tvegani od drugih dveh oblik ETP, saj vlagatelj sprejema še tveganje propada izdajateljice.

Med temi tremi oblikami kotirajočih naložb, ki sledijo ceni zlata, CEF in ETN pomenita zanemarljivo majhen delež ETP, zato se bom v diplomskem delu osredotočil le na ETF. Ti so tudi bili prvi ETP (Gibbons, 2010, str. 103).

Kadar povpraševanje po delnicah sklada presega ponudbo na trgu, upravljavci takšnih skladov izdajajo nove delnice in kupujejo zlato, ob prodajnih pritiskih pa tudi sami ustrezno zmanjšujejo kritje zlata v svojem portfelju. Pri večini skladov ETF ima upravljavec sklada za izdane delnice primerno kritje zlata. Navadno en vrednostni papir pomeni desetino unče, v nekaterih primerih pa tudi stotino, odvisno od izdajatelja. Tudi sama cena delnice sklada navadno odseva ceno približno desetine oziroma stotine vrednosti zlata na kateri od večjih surovinskih borz (Gibbons, 2010, str. 104).

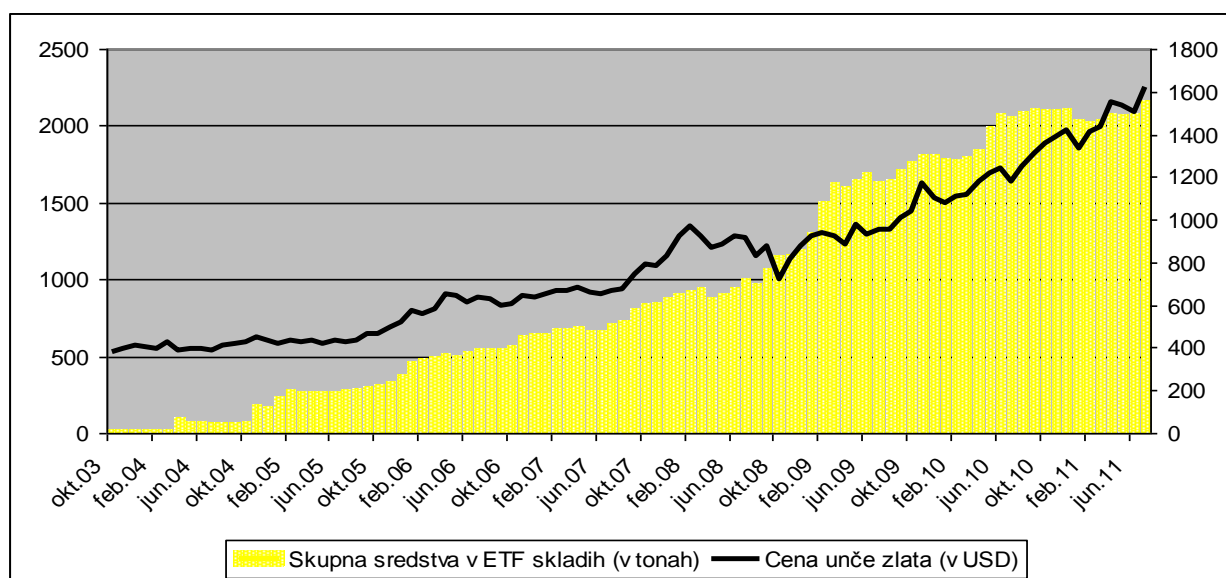
Do nastanka skladov ETF so morali varčevalci, ki so želeli v svoj naložbeni portfelj vključiti zlato, biti pripravljeni plačati visoke provizije trgovcem s fizičnim zlatom in poskrbeti za hranjenje, zavarovanje in prevoz te žlahtne kovine, kar je pomenilo nove stroške. Pri ETF pa teh stroškov ni. Vlagatelj tako na eni strani privarčuje, po drugi pa lahko, zahvaljujoč elektronskemu trgovanju, nakup in prodajo izvede hitreje (Simons, 2010).

Likvidnost večjih naložbenih produktov predvsem zlatih skladov ETF je za povprečnega vlagatelja primerna, zato je nevarnost, da bi imel pri prodaji težave, zanemarljivo majhna. Na te bi lahko naletel pri prodaji fizičnega zlata, četudi bi kupil standardizirane zlate palice s potrebnimi certifikati. Nekatero slovenske banke, ki prodajajo zlato, imajo namreč v svoji ponudbi zapisano, da prodanega zlata čez čas ne bodo nujno odkupile nazaj (Abanka, 2011). Fizični nakup zlata v Sloveniji pogosto spremlja tudi velika razlika (angl. *Spread*) med nakupno in prodajno ceno, vse do deset odstotkov. Na drugi strani pa je razlika med nakupno in prodajno ceno pri večjih kotirajočih skladih ETF zanemarljiva, prav tako so ob izbiri primerne borznega posrednika stroški nakupa oziroma prodaje nižji od odstotka, pri večjih poslih desetino odstotka vrednosti sklenjenega posla oziroma še manj (Gibbons, 2010, str. 105).

Prvi zlati ETF je bil avstralski Gold Bullion Securities, ki je začel kotirati na avstralski borzi marca 2003. Od tedaj pa do konca julija 2011 se je vrednost zlata v dolarjih zvišala za 301 odstotek, v

evrih pa za 174 odstotkov. WGC, ki so ga financirale največje rudarske družbe za izkop zlata, je podprl upravljavce avstralskega ETF s sredstvi za marketing, ob tem pa spremljal odzive vlagateljev. Podobno so pri WGC počeli tudi pri uvrstitvah še nekaterih zlatih ETF na največje borze, sami pa 18. novembra 2004 financirali kotacijo ETF, imenovanega StreetTracks Gold Trust – ta je sicer v upravljanju družbe State Street Global Advisors – na newyorški borzi. V 30 dneh od nastanka je ta sklad zbral 1,29 milijarde dolarjev sredstev vlagateljev, s čimer je za približno dvakrat presegel prilive dotedanjšega rekorderja med ETF iShares Lehman Bond Fund (Simons, 2010). StreetTracks Gold Trust se je pozneje preimenoval v SPDR Gold Shares. Konec julija 2011 je njegova celotna kapitalizacija znašala 66,1 milijarde dolarjev, sklad pa je vseboval 1.263 ton zlata, kar je več kot vsi preostali zlati ETF skupaj (SPDR Gold Shares, 2011).

Slika 10: Gibanje sredstev v zlatih skladih ETF



Vir: Bloomberg Industries – Gold, Bloomberg Data service, 2011.

Po ugotovitvah Marka Williamsa z bostonske univerze je likvidnost na trgu zlata, zahvaljujoč ETF, veliko večja kot leta 1980, ko je zlati balon počil. Po njegovih besedah zlati ETF vlagateljem omogočajo hitre vstopa na trg zlata, a po drugi strani tudi hitre prodaje. Medtem ko je spuščanje balona v osemdesetih letih prejšnjega stoletja trajalo pet let – v tem obdobju je zlato izgubilo 67 odstotkov vrednosti –, bi bili danes ob morebitnem prodajnem valu priča veliko hitrejšemu in ostrejšemu odzivu na trgu, je v pogovoru za televizijsko postajo Bloomberg (Simons, 2010) povedal Williams.

Kupovanje zlata s strani ETF pa ni vselej stanovitno. SPDR Gold Trust je v prvem četrtletju leta 2011 zaradi neto odlivov prodal za 69,5 tone zlata več, kot ga je v tem obdobju nakupil, je razvidno iz podatkov informacijske baze Bloomberg professional service data (2012). Še dva podobna finančna produkta GBS in ETFS Physical Gold Shares, ki kotirata na londonski borzi, sta v tem obdobju bila neto prodajalca. Upravljavci prvega so zaradi neto odlivov prodali za 8, drugega pa za 7,6 tone zlata več, kot so ga nakupili. So pa na drugi strani imeli kotirajoči skladi, kot so iShares Gold Trust, Julius Baer Physical Gold in UBS Index Solutions-Gold ETF, neto prilive in kupili za

7,6 tone, 6,5 tone in 4,8 tone zlata več, kot so ga prodali, to pa vseeno ni zadoščalo, da bi skladi ETF kot celota bili kupci. V tem obdobju so namreč neto prodali za 55,9 tone zlata.

Nekdanji predsednik World Gold Council Christopher Thompson zlate ETF vidi kot mehanizem, ki se ga, ko enkrat začne sprejemati vplačila in v zameno zanje na trgu kupovati zlato, ne da več nadzorovati. Novinarica Bloombergga Carol Massar (2010) ob tem dodaja, da ko enkrat duh zapusti steklenico, ni več poti nazaj.

1.4.4.2 Povpraševanje po zlatniku krugerrand

Pierre Lassonde, nekdanji prvi mož Newmont Mining Corporation, družbe, ki je upravlja enega največjih rudnikov zlata na svetu, je leta 2005 zlate ETF označil za največji uspeh industrije zlata v 25 letih. Primerjal ga je z južnoafriškim zlatnikom krugerrand (Massar, 2010).

Krugerrand je bil prvič skovan leta 1967 z namenom večjega povpraševanja po zlatu. To je bil prvi zlati kovanec, ki je bil vrednoten po tržni vrednosti vsebovanega zlata, vseboval pa je unčo čistega zlata. Njegovi predhodniki so bili označeni z nominalno vrednostjo, ta pa se je od tržne lahko razlikovala. Kot tak je krugerrand postal orodje za varčevanje malih vlagateljev v zlatu. Kovanec je v ZDA – tam je bilo lastništvo zlata med letoma 1933 in 1974 prepovedano – zaobšel ta predpis, saj je veljal kot veljavno plačilno sredstvo Južnoafriške republike (Bethell, 1980, str. 34).

Zlatnik krugerrand je v sedemdesetih letih vlagateljem omogočil varčevanje v zlatu. Največ jih je bilo prodanih v letu 1978 – torej dve leti pred pokom zlatega balona –, in sicer šest milijonov, kar pomeni približno 187 ton zlata. V poznejših letih je prodaja teh kovancev po svetu zaradi zaostrenega boja proti južnoafriški politični doktrini apartheid upadla, na ameriškem trgu so jih nadomestili mehiški in kanadski zlatniki. Krugerrand so vlagatelji kupovali v prvem delu napihovanja zlatega balona. Ob njegovem puku leta 1980 je pomenil 90 odstotkov vseh zlatih kovancev, ki so bili vrednoteni po tržni vrednosti vsebovanega zlata. Podobno kot krugerrand so tudi ETF zaznamovali rast cene zlata prvega desetletja tretjega tisočletja (Warwick - Ching, 1993, str. 228).

1.4.4.3 Zlati ETF kot del portfelja hedge skladov

Med večjimi kupci delnic skladov ETF sta bila v času finančne krize tudi dva hedge sklada, za katerima stojita dva izmed najuspešnejših upraviteljev premoženja v zgodovini finančnih trgov. George Soros – znan po tem, da je skupaj s preostalimi upravljavci hedge sklada Quantum britansko centralno banko Bank of England s prodajami na kratko prisilil v devalvacijo valute (The Official Site of George Soros, 2011) – je januarja 2010 opozoril (Conway, 2010), da nizke obrestne mere najpomembnejših centralnih bank ustvarjajo dobre pogoje za napihovanje finančnih balonov, na primer na trgu zlata. Ob tem je dejal, da je kupovanje v začetni fazi balona racionalno.

Kot je razvidno iz Tabele 4, je družba Soros Fund Management LLC, ki v hedge skladu upravlja milijarde premoženja Georgea Sorosa, začela kupovati delnice sklada ETF SPDR Gold Trust v zadnjem trimesečju leta 2008. Nakupe je nadaljevala v začetku leta 2009. Na začetku bikovskega trenda na svetovnih borzah v drugem trimesečju 2009 je Soros utež zlata v skladu zmanjšal, pred koncem leta pa jo je silovito povečeval. Ob koncu leta 2009 je ta naložba pomenila 7,51 odstotka vrednosti celotnega razkritega premoženja – po pravilih ameriškega urada za trg vrednostnih papirjev (angl. *U.S. Securities and Exchange Commission* – v nadaljevanju SEC) upravljavcem ni treba razkriti nekaterih izvedenih finančnih instrumentov v portfelju – v upravljanju družbe Soros Fund Management LLC.

Kot je razvidno iz podatkov SEC, je v prvih dveh četrletjih leta 2010 družba Soros Fund Management LLC zmanjševala izpostavljenost do zlatih naložb. Ob polletju 2010 je delež zlatih naložb v skladih ETF vseeno zrasel na 12,6 odstotka celotnega portfelja, kar je posledica pocenitev nekaterih preostalih naložb v portfelju, odlivov iz hedge sklada in rasti cene zlata. V tretjem četrletju 2010 so v družbi Soros Fund Management LLC dokupili še 5 milijonov delnic iShares Gold in 157 tisoč delnic SPDR Gold, s čimer je tedaj postala sedmi največji vlagatelj v tem ETF (Philbin, 2011).

V zadnjem četrletju leta 2010 je Sorosov hedge sklad prodal za 680 tisoč delnic SDPR Gold Trust, kar je pomenilo približno odstotek portfelja hedge sklada. Med govorom na konferenci, ki jo je v Torontu novembra 2010 organiziral Canadian International Council, je George Soros dejal, da so ob »trenutnih deflacijskih pritiskih in hkratnem strahu pred inflacijo idealni pogoji za rast zlata« (Simpson, 2010). Tudi v javnih nastopih januarja je Soros dejal, da so pogoji za nakup zlata »precej idealni« (Larkin, 2011) ter da bi pozitiven trend na surovinskem trgu lahko trajal še nekaj časa. Hedge sklad Soros Fund Management je v tem četrletju prodal vseh 5 milijonov delnic sklada iShares Gold Trust ter večino delnic SPDR Gold Trust v vrednosti približno 648 milijonov dolarjev ter tako zmanjšal izpostavljenost do zlatih skladov ETF z 9,43 odstotka na 0,08 odstotka, je razvidno iz podatkov, ki so dostopnih na spletni strani SEC (2011).

Soros Fund Management LLC je v zadnjem četrletju leta 2010 prodal za 139 milijonov dolarjev delnic rudnika zlata NovaGold Resources in 53 milijonov dolarjev delnic rudnika žlahtnih kovin Kinross Gold. Na drugi strani je dokupoval delnice dveh proizvajalcev zlata Goldcorpa in Freeport-McMoRan Copper & Gold (Cappucci, 2011).

Podobno kot Soros Fund Management LLC je v prvem četrletju leta 2011 tudi Eton Park Capital Management v upravljanju Erica Mindicha zmanjšal izpostavljenost do SPDR Gold Trust. V tem obdobju so svojo izpostavljenost do omenjenega ETF zmanjšali za polovico, za 2,2 milijona delnic oziroma 0,22 milijona unč zlata. Touradji Capital Management LP, ki ga je ustanovil upravljavec Paul Touradji, je prodal vseh 173 tisoč delnic SPDR Gold Trust, ki jih je imel v lasti konec leta 2010 (Larkin, 2011).

Tabela 4: Nakupi delnic zlatih ETF upravljalcev Soros Fund Management LLC in Paulson & Co.

Četrletje	Soros Fund Management LLC			Paulson & Co.	
	Delnice SPDR Gold	Delnice iShares Gold	Delež naložb zlatih skladov v celotnem razkritej premoženju (v %)	Delnice SPDR Gold	Delež naložb zlatih skladov v celotnem razkritej premoženju (v %)
	Nakupi/prodaje (št. delnic)	Nakupi/prodaje (št. delnic)		Nakupi/prodaje (št. delnic)	
2008Q4	3.500	0	0,01	0	0
2009Q1	57.500	0	0,12	31.500.000	30,37
2009Q2	-25.100	0	0,08	0	16,77
2009Q3	2.445.420	0	3,96	0	15,22
2009Q4	3.708.022	0	7,51	0	17,08
2010Q1	-592.395	0	6,97	0	16,22
2010Q2	-352.250	0	12,55	0	16,72
2010Q3	157.311	5.000.000	11,28	0	17,60
2010Q4	-680.200	0	9,43	0	14,93
2011Q1	-4.672.408	-5.000.000	0,08	0	12,85

Vir: SEC, 2011, lastna obdelava

Zlatim naložbam je bil po izbruhu finančne krize naklonjen tudi John Paulson – prvi mož upravljalvske družbe Paulson & Co. –, ki je s finančnimi instrumenti stavil na kolaps ameriškega nepremičninskega trga in tako leta 2007, ko je balon na ameriškem nepremičninskem trgu počil, s skladom ustvaril 15 milijard dolarjev dobička (Gross, 2009). V začetku leta 2009 je s kratkimi pozicijami na londonski borzi stavil še na upade cen britanskih finančnih družb in bil prav tako uspešen (Menon, 2009). Podobno kot pri Sorosu so tudi iz Paulsonovih poročil ameriški agenciji za trg vrednostnih papirjev SEC (Tabela 4) razvidni nakupi sklada ETF SPDR Gold Trust. V prvem četrletju 2009 je kupil za 31,5 milijona delnic sklada ETF – to ustreza 3,15 milijona unč zlata oziroma 0,06 odstotka vsega zlata na svetu. Ob koncu prvega četrletja 2009 je ta naložba pomenila 30,37 odstotka vseh naložb hedge skladov v upravljanju Paulson & Co. Po pisanju Financial Times (Jones, 2011) je Paulson & Co. prek pozicije v skladu ETF SPDR Gold Trust največja lastnica zlata med zasebnimi družbami.

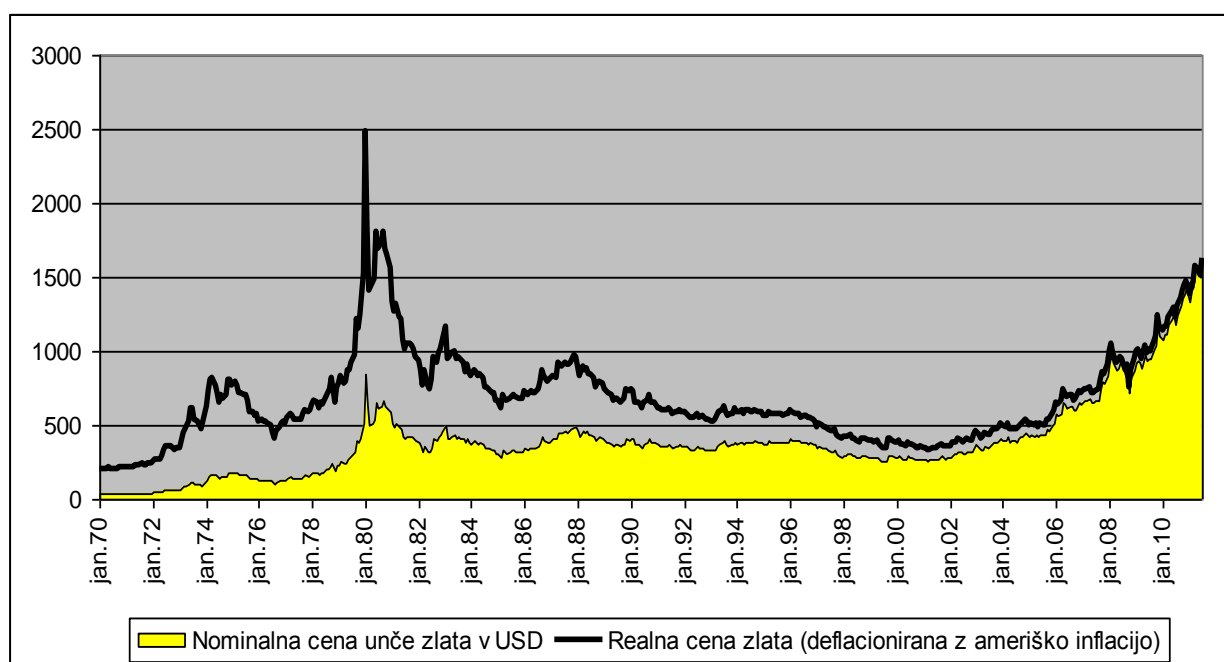
Kot je še razvidno iz poročila, objavljenega na spletnih straneh SEC, so hedge skladi v upravljanju Paulson & Co. ob koncu leta 2010 in v začetku 2011 imeli velike prilive, upravljalci skladov pa so raje kot v finančne instrumente, ki so direktno vezani na gibanje cene zlata, kupovali delnice družb, kot so največji južnoafriški rudnik zlata AngloGold Ashanti – hedge skladi družbe Paulson & Co. so skupaj njegov največji lastnik –, Gold Fields in Kinross Gold. Paulson je v javnih nastopih zatrjeval, da imajo delnice zlatih rudnikov večji potencial od samega zlata. Maja 2011 je v pogovoru z vlagatelji dejal, da verjame v rast zlata v naslednjih treh do petih letih, cena pa bi v tem času po njegovem mnenju lahko dosegla 4.000 dolarjev za unčo (Zuckerman, 2011).

GIBANJE CENE ZLATA

1.5 Realna cena zlata

Upoštevajoč inflacijo v ZDA, je rekordna vrednost zlata v času pisanja diplomskega dela, dosežena 23. avgusta 2011, in sicer 1.913,50 dolarja, še vedno približno 30 odstotkov pod rekordno vrednostjo 850 dolarjev (deflacionirano z ameriško inflacijo), doseženo v začetku leta 1980 pred pokom zlatega balona. Upoštevajoč gibanje cene ameriške potrošniške košarice, bi takratni rekord danes pomenil 2.492 dolarjev.

Slika 11: Realna in nominalna cena zlata



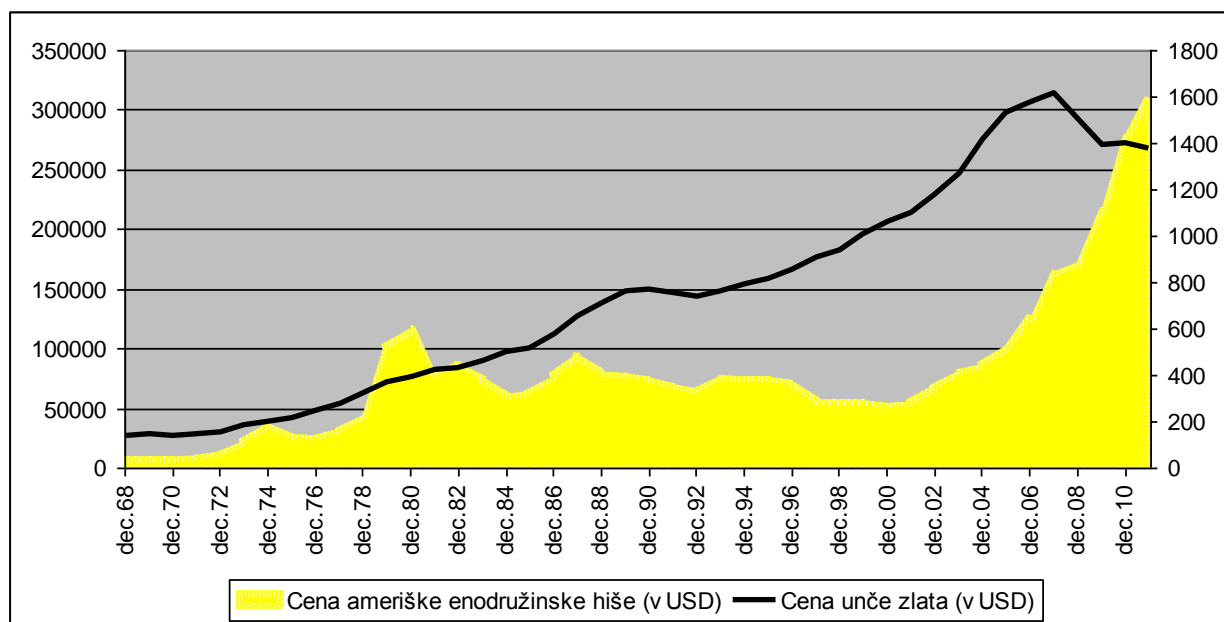
Vir: Bloomberg Industries – Gold, Bloomberg Data service, 2011.

Na podlagi podatkov, dostopnih prek poslovnoinformacijske baze Bloomberg, sem cene zlata primerjal s cenami ameriških nepremičnin (Slika 11). Leta 1970 je bila unča zlata vredna 35,17 dolarja, povprečna enodružinska novozgrajena hiša v ameriških mestih pa je tedaj stala 27.900 dolarjev. Za nakup hiše je bilo leta 1970 potrebnih 793 unč zlata. V letu 2011 je povprečna cena unče zlata znašala 1.576 dolarjev, ameriške enodružinske hiše v mestu pa 267.500 dolarjev oziroma 170 unč zlata, torej 79 odstotkov zlata manj. Marca 2007, ko je povprečna ameriška enodružinska hiša stala 329.400 dolarjev – to je največ v zgodovini –, ameriški nepremičninski trg pa je bil tik pred pokom, je bilo zlato vredno 665 dolarjev. Na vrhuncu ameriškega nepremičninskega balona je bilo torej za nakup hiše potrebnih 495 unč zlata, 36 odstotkov manj kot leta 1970. Iz podatkov je razvidno, da je med letoma 1970 in 2007 cena zlata rasla hitreje od cene družinskih hiš v ZDA, četudi za konec opazovanega obdobja vzamemo ameriški nepremičninski balon tik pred pokom.

Na drugi strani pa je bilo ob koncu leta 2011 treba za povprečno ameriško enodružinsko stanovanje odšteti 30 odstotkov večjo količino zlata – oziroma 40 unč več – kot leta 1980, torej v času prvega zlatega balona. Če za podlago vzamemo ceno zlata na vrhuncu leta 1980 in jo primerjamo s

tedanjimi cenami hiš, na drugi strani pa proučujemo cene ob koncu leta 2011 s cenami hiš, ugotovimo, da se je kupna moč zlata v tem primeru zmanjšala. V tem opazovanem obdobju lahko ovržemo tezo, da je zlato vselej ohranjevalec vrednosti, ki jo radi zagovarjajo prodajalci zlatih palic.

Slika 12: Primerjava rasti cen nepremičnin s ceno zlata



Vir: Bloomberg Industries – Gold, Bloomberg Data service, 2011.

1.6 Zlato in inflacija

Vlagatelji so v preteklosti svoje prihranke selili v zlato predvsem v času pričakovanih velikih inflacijskih pritiskov. Za nekatere udeležence na finančnih trgih velja za klasičnega varovalca pred inflacijo. Februarja 1983, po dolgem obdobju močnih inflacijskih pritiskov, se ameriški vlagatelji ob ukrepih ameriške centralne banke Fed niso več bali visoke inflacije. Analitiki so napovedovali, da bo rast cen indeksa potrošnje približno štiriodstotna, potem ko je sredi leta 1980 znašala 15 odstotkov. Zavarovanje pred inflacijo tako ni bila več ena glavnih skrbi vlagateljev in hiteli so prodajati naložbe zlata (Erdman, 1984, str. 5).

Zlato je v zadnjih dveh stoletjih tesno sledilo trendu inflacije. V času močnih inflacijskih pritiskov do leta 1980 je doseglo svoj rekord pri 850 dolarjih za unčo. V obdobjih, ko je bila inflacija bolj pod nadzorom centralnih bank, je cena zlata praviloma upadala. Vrednost dolarja, vloženga v zlato leta 1802, je bila ob koncu leta 1997 vredna 11,18 dolarja, kar je manj od spremembe potrošniške košarice. Ironija je, da je dobro ohranjen dolarski bankovec iz 19. stoletja vreden precej več (Siegel, 1998, str. 9).

Dolgoročno zlato vlagateljem ponuja donose, malenkost višje od inflacije. Četudi vlagatelji radi posegajo po zlato, ker v njem vidijo ohranjevalca vrednosti in varni del portfelja, ta del naložbene košarice zavira donos dolgoročnega vlagatelja (Siegel, 1998, str. 9).

Zlom zlatega balona se je zgodil januarja 1980, medtem ko je bil vrh inflacijskih pritiskov v ZDA dosežen tri mesece pozneje. Iz podatkov, pridobljenih na poslovnoinformacijskem terminalu Bloomberg Data service pod iskanem pojmu Bloomberg Industries - Gold (2012), sem razbral, da se je leta 1980 po januarskem valu pocenitev cena zlata sicer znova okrepila, kar gre morda povezati z močnimi inflacijskimi pritiski, kot posledico prilagajanj cen proizvajalcem nafte, z dejanskim zniževanjem inflacije pa je zlati balon dokončno začel izgubljati vrednost. Leta 1987, ko se je ameriška inflacija spet nekoliko zvišala, se je cena zlata za kratek čas povzpela. Višja ameriška inflacija pa ne pomeni vedno rasti cene zlata. Leta 1990 tako vidimo razmeroma majhne premike cene zlata, še boljši kazalnik tega pa je leto 2009, ko je cena zlata ob nastanku deflacije sicer sprva res upadla, a pozneje se je kljub še večji deflaciji odbila na ravni pred prejšnjo pocenitvijo. Kljub nekaterim neskladjem in ob vse večjem kitajskem povpraševanju ob rastočih tamkajšnjih inflacijskih pritiskih (več o tem v poglavju 2.4.4) lahko sklepamo, da imajo inflacija in pričakovanja o inflacijskih pritiskih velik vpliv na gibanje cene zlata.

Strah pred inflacijo pa ne vodi vedno v rast cene zlata. V januarju 2011, ko je bilo ob rasti industrijskih in kmetijskih surovin v Evropi zaznati strah pred novimi inflacijskimi pritiski (Bloomberg News, 2011a), inflacija nekaterih azijskih držav – predvsem Kitajske – pa je bila na večletnem vrhu, je zlato ob prodajnem pritisku skladov ETF izgubilo sedem odstotkov vrednosti.

1.7 Zlato in srebro

Razmerje med ceno zlata in srebra se je skozi zgodovino vselej spreminjalo. V času bimetalizma, torej v 19. stoletju, se je razmerje med zlatom in srebrom gibalo na ravni 14 proti 1 v prid zlata. To pomeni, da je imelo 14 unč srebra približno enako vrednost kot unča zlata (Mrak, 2002, str. 170).

Slika 13: Gibanje razmerja med ceno zlata in srebra



Vir: Bloomberg Industries – Gold, Bloomberg Data service, 2011.

Po puku zlatega balona v osemdesetih letih prejšnjega stoletja je cena srebra upadla bolj kot cena zlata. Po razpadu vzhodnega bloka držav okoli leta 1990 je cena zlata pomenila stokratnik srebra. V povprečju je od januarja 1971 do avgusta 2011 razmerje med obema žlahtnima kovinama znašalo 58 proti 1, kar pomeni, da je imelo 58 unč srebra približno enako vrednost kot unča zlata. Z nastankom finančne krize so številni igralci na finančnih trgih dojemali zlato kot surovino, v katero so se zatekali v času pretresov na finančnih trgih. Ob koncu leta 2010 in v prvi polovici leta 2011 pa je tudi srebro postalo razširjena špekulacija. Vlagatelji so upali na podoben razcvet kot pri ceni zlata. Rastoče investicijsko povpraševanje je povzdignilo ceno srebra, razmerje med cenama obeh plemenitih kovin pa je zdrsnilo na najnižjo raven od leta 1983.

1.8 Donos zlata v primerjavi s preostalimi naložbami

Izračuni Jeremyja Siegla (1998, str. 5–11) pokažejo, da se je zlato v zgodovini izkazalo za eno izmed najmanj donosnih naložb. Upošteval je celotni donos (angl. *Total Return*), kar pomeni, da je upošteval tudi dividende in obresti. Predpostavljal je, da jih vlagatelj reinvestira, na koncu pa donose še popravil za inflacijo. Povprečni letni donosi delnic so se v obdobjih med letoma 1802 in 1870, 1871 in 1926 ter 1927 in 1997 – torej prelomnimi leti, ki so zaznamovala spremembe v družbi in gospodarstvu – ne glede na vmesne medvedje trende oziroma borzne zlome gibali med 6,6 in 7,2 odstotka, s čimer so se delnice v omenjenih obdobjih izkazale za najbolj donosne naložbe. V celotnem 195-letnem obdobju do leta 1997 se je vrednost delnice vsakih 10 let v povprečju realno podvojila. To pomeni, da se je kupna moč nekoga, ki je imel celotno premoženje v delnicah, v povprečju podvojila vsako desetletje.

Nominalno, torej brez upoštevanja inflacije, je iz dolarja, leta 1802 vložena na ameriški delniški trg ob reinvestiranih dividendah, leta 1997 nastalo 7,47 milijona dolarjev. Ob reinvestiranju natečenih obresti je iz dolarja, vložena v dolgoročne ameriške vrednostne papirje, nastalo 10.744

dolarjev, v ameriške zakladne menice pa 3.679dolarjev. Najslabše se je v obravnavanem obdobju izkazalo zlato. Iz dolarja, vložnega leta 1802, je v 195 letih nastalo 11,17 dolarja. Tako je zlato v tem obdobju zaostalo tudi za ameriško inflacijo, ki je bila v 195 letih 1.237-odstotna.

Siegel je z upoštevanjem inflacije izračunal realni donos izbranih naložb. Realni donos zlata se je v obravnavanem obdobju vselej gibal okoli ničle. Večjo rast je dosegal le med letoma 1966 in 1981, torej od vrha ameriškega delniškega trga v šestdesetih letih 20. stoletja do poka zlatega balona. To je bil hkrati tudi čas, ko je ameriški predsednik Richard Milhous Nixon napovedal konec zlatega dolarskega standarda. Ob sproščeni denarni politiki centralnih bank po svetu in podražitvah cen nafte zaradi nemirov na Bližnjem vzhodu so bili v tem obdobju prisotni tudi močni inflacijski pritiski. To je imelo negativen vpliv na realne donose tako dolžniških kot lastniških vrednostnih papirjev. Dolgoročne ameriške obveznice so letno realno lastnikom pridelale 4,2 odstotka izgube, kratkoročni ameriški dolžniški vrednostni papirji 0,2 odstotka izgube, ameriške delnice pa 0,4 odstotka izgube. Zlato pa je v tem obdobju, ko je, upoštevajoč današnjo inflacijo, torej realno gledano, pri 850 dolarjih doseglo tudi najvišjo vrednost doslej, imelo 8,8-odstotni realni donos.

Tabela 5: Povprečni letni realni donosi (v %)

Obdobja (leta)	Realni donos delnic	Realni donos ameriških obveznic	Realni donos ameriških zakladnih menic	Realni donos zlata
Celotno obdobje (1802–1997)	7,0	3,5	2,9	-0,1
Od konca prve faze industrializacije (1871–1997)	7,0	2,8	1,7	-0,2
Prva faza industrializacije (1802–1870)	7,0	4,8	5,1	0,2
Vzpon ameriškega gospodarstva (1871–1925)	6,6	3,7	3,2	-0,8
Od prevlade ameriškega gospodarstva (1926–1997)	7,2	2,0	0,6	0,2
Po drugi svetovni vojni (1946–1997)	7,5	1,1	0,5	-0,7
Čas visoke inflacije in opustitve zlatega standarda (1966–1981)	-0,4	-4,2	-0,2	8,8
Od vrha delniškega trga v šestdesetih letih (1966–1997)	6,0	2,5	1,4	0,6
Od poka zlatega balona (1982–1997)	12,8	9,6	2,9	-7,0

Vir: J. J. Siegel, Stocks For The Long Run, 1998, str. 12–14.

V pogovoru za Bloomberg (Simpson, 2010) je Siegel razkril sveže izračune, ki vključujejo podatke do tedaj. Potem ko je cena zlata rasla v vsakem letu 21. stoletja, je realni letni donos zlata od leta 1802 postal pozitiven, in sicer 0,6-odstoten. Še vedno pa je precej zaostajal za povprečnim letnim donosom ameriških delnic (6,6 odstotka), ameriških državnih obveznic (3,6 odstotka) in ameriških zakladnih menic (2,8 odstotka) v zadnjih 208 letih.

1.8.1 Lastni izračun donosov in metodologija

Siegel novjših podatkov javnosti ne razkriva, razen v primeru nakupa dostopa do njegovih baz za plačilo, zato sem se v diplomskem delu odločil sam izračunati realni in nominalni donos ameriških delnic, obveznic, zakladnih menic ter jih primerjati z zlatom. Želim preveriti, koliko je rast cene zlata v prvih 11 letih 21. stoletja spremenila njegovo nominalno in realno donosnost in ali se je po takšni rasti z donosom približalo preostalim naložbam.

Za osnovo sem vzel podatke, ki jih na svoji spletni strani zbira Robert J. Shiller (2012), profesor ameriške univerze Yale. Predpostavil sem, da na začetku opazovanega obdobja, torej v začetku leta 1870, vlagatelj vloži dolar v ameriške delnice oziroma obveznice, zakladne menice ali zlato. Zaradi lažje dostopnosti podatkov o rasti cen v obravnavanih 142 letih do leta 2011 ter gibanju cen opazovanih naložb sem pri izračunih uporabil dolar in predpostavljaj ameriškega varčevalca. Pri realnem donosu pa sem za inflacijo vzel rast cen ameriške košarice potrošniških dobrin. Podatke o ceni zlata sem črpal iz baze Bloomberg Profesional Service (2012), in sicer povprečno ceno unče za vsako leto posebej.

Za vsako od štirih naložbenih razredov sem izračunal letni donos. Pri zlatu je to razlika med povprečnima letnima cenama unče zlata v ameriških dolarjih med obravnavanima letoma.

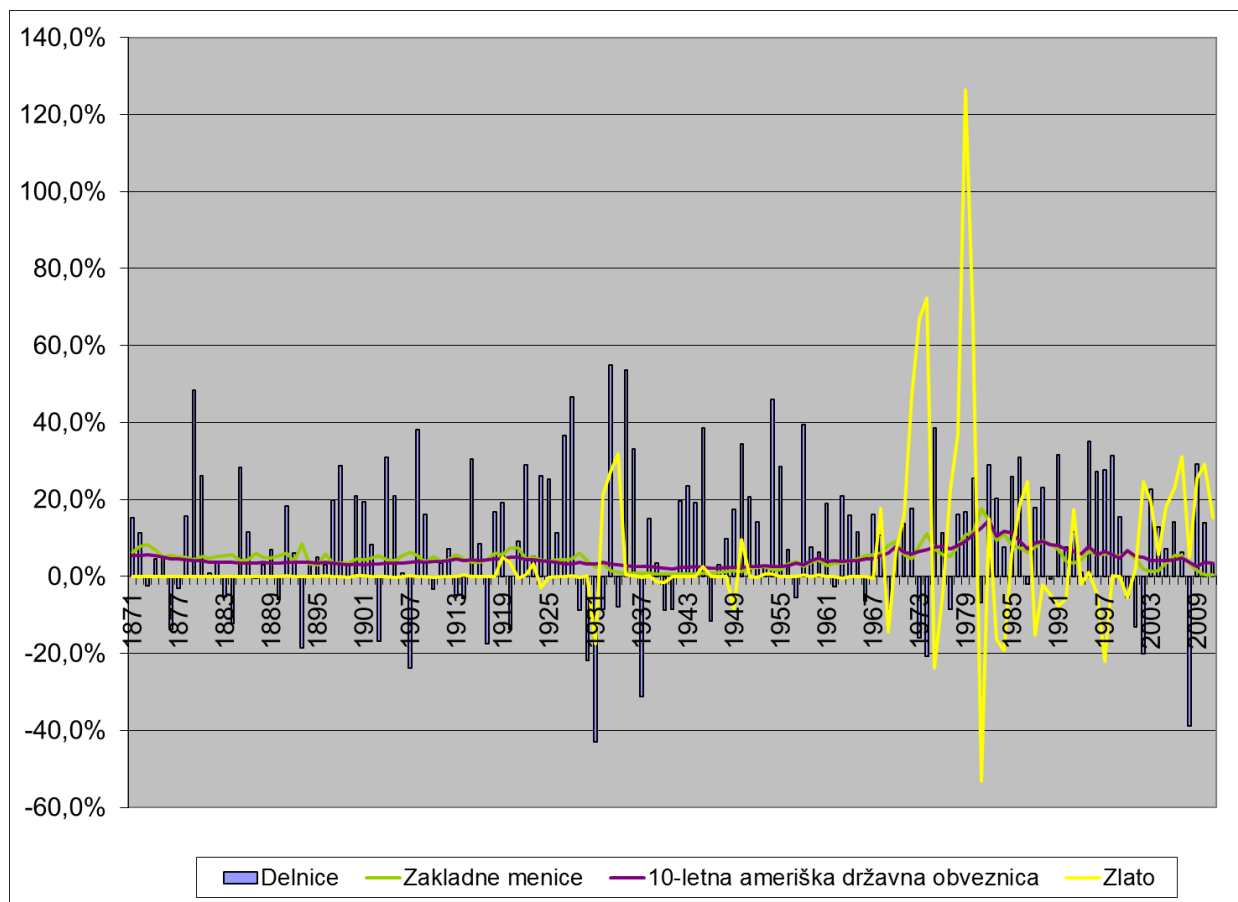
$$\text{Donos zlata v letu } n = \frac{P_n - P_{n-1}}{P_{n-1}} \quad (1)$$

Podatke o letnih nominalnih donosih ameriških 10-letnih državnih obveznic in zakladnih menic sem črpal iz baze Roberta J. Shillerja (2012).

Za letni donos delniških naložb sem vzel medletno spremembo vrednosti širšega ameriškega delniškega indeksa S & P 500 in upošteval letno dividendno donosnost družb v sestavi tega indeksa. Za leta pred začetkom izračunavanja indeksa sem si pomagal s Shillerjevimi izračuni, kako bi se gibala vrednost indeksa, če bi od leta 1870 vanj vključevali delnice na takšen način, kot jih sicer.

$$\text{Donos delniških naložb v letu } n = \frac{(P_n - P_{n-1}) + D_n}{P_{n-1}} \quad (2)$$

Slika 14: Letni nominalni donosi zlata, delnic, obveznic in zakladnih menic



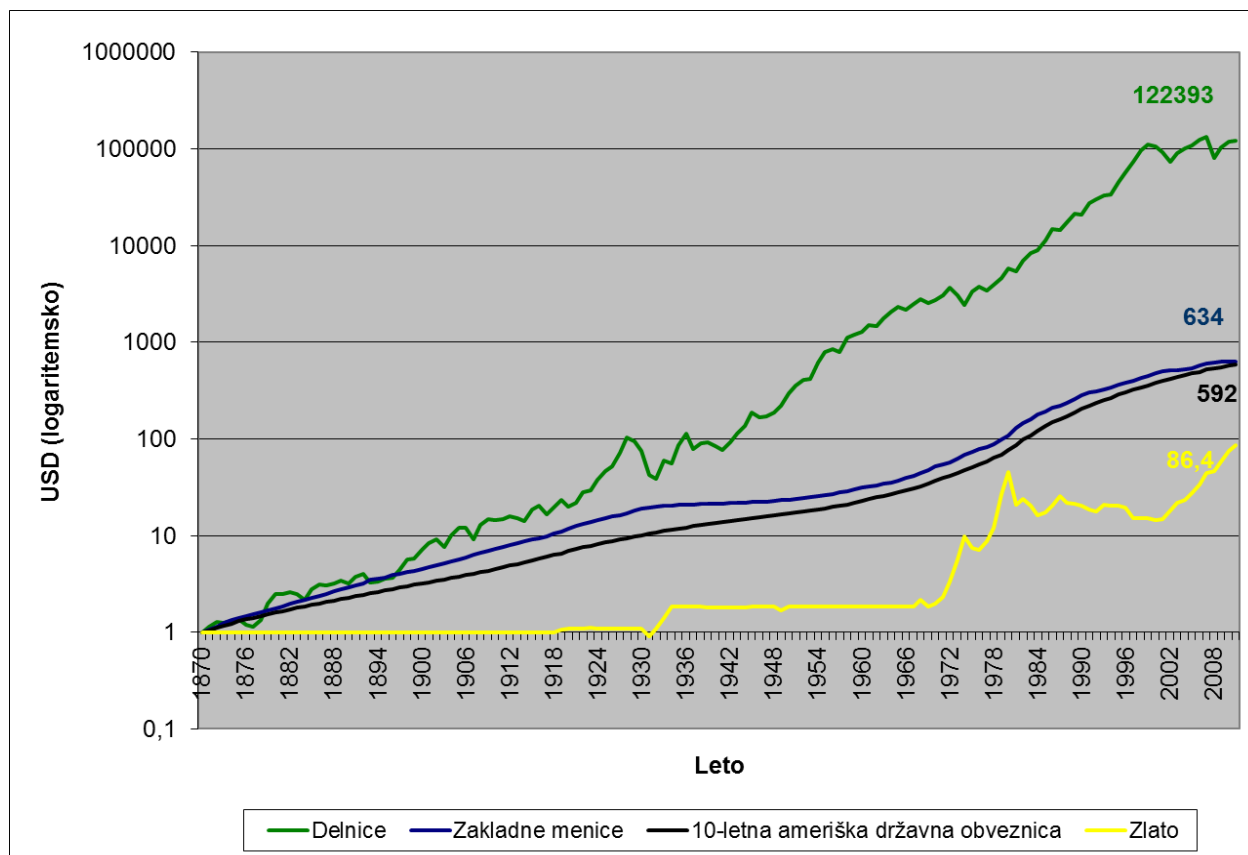
Viri: R. J. Shiller, *Online data Robert Shiller 2012*; Bloomberg, *Data service, Bloomberg Industries – Gold, 2012*; Lastna obdelava.

S Slike 14 je razvidna velika volatilitnost povprečnega letnega donosa zlata, ki je v nekaterih letih izrazito večja od povprečnega letnega donosa delnic, ki sicer veljajo za bolj tvegan naložbeni razred. Volatilitnost zakladnih menic in obveznic je manjša od volatilitnosti donosov delnic in zlata.

Na podlagi dobljenih donosov sem nato izračunal nominalno spreminjanje vrednosti portfelja vlagatelja, ki je v letu 1870 dolar vložil v zlato, ameriške državne 10-letne obveznice, zakladne menice oziroma delnice.

$$\text{Vrednost naložbe v letu } n = 1 \times (1 + R_1) \times (1 + R_2) \times \dots \times (1 + R_n) \quad (3)$$

Slika 15: Nominalni donosi (kaj je nastalo iz 1 USD, vloženega leta 1870)

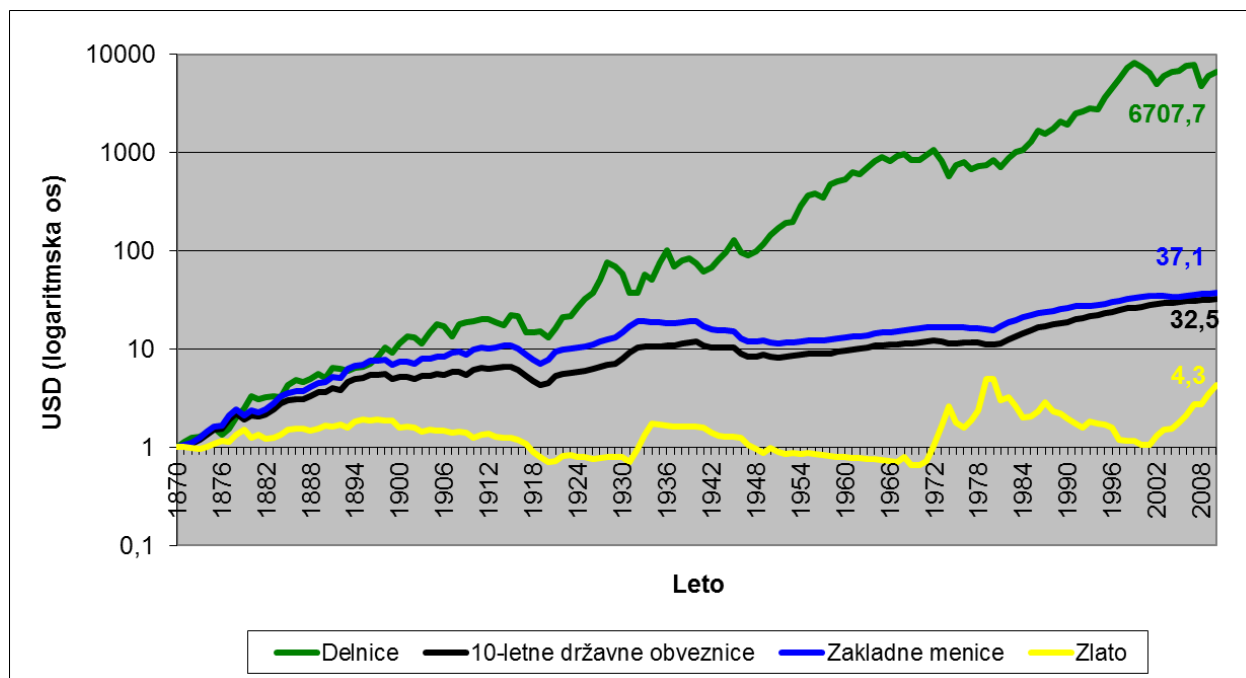


Viri: R. J. Shiller, *Online data Robert Shiller 2012*; Bloomberg, *Data service, Bloomberg Industries – Gold, 2012*; Lastna obdelava.

Zlato se je v 21. stoletju izkazalo za najboljšo naložbo in nadomestilo del zaostanka za preostalimi obravnavanimi tipi naložb. Še vedno pa ostaja z nominalnim 142-letnim donosom 8.637 odstotkov daleč za preostalimi oblikami naložb. Ameriške zakladne menice so v tem času pridobile 7,3-krat več od zlata, 10-letne ameriške državne obveznice pa 6,8-krat več. Še zdaleč pa se dolgoročno zlato ne more primerjati z delniškimi naložbami, tudi po zaslugi izplačila dividend pri teh. Iz dolarja je v 130 letih na ameriškemu trgu lastniškega kapitala bilo doseženih 122.393 dolarjev oziroma 1.417-krat večji donos od zlata.

Tako kot Siegel sem tudi sam z upoštevanjem inflacije poskušal dobiti realne donose in tako ugotoviti, koliko se je dejanska kupna moč varčevalca v obravnavanem obdobju spremenila pri različnih naložbenih opcijah.

Slika 16: Realni donosi (koliko je 1 USD, vložen leta 1870, realno vreden danes)



Viri: R. J. Shiller, *Online data Robert Shiller 2012*; Bloomberg, *Data service, Bloomberg Industries – Gold, 2012*; Lastna obdelava.

Primerjava pokaže, da se je vrednost zlata v zgodovini praviloma gibala skladno z inflacijo. Večja odstopanja je opaziti okoli poka zlatega balona leta 1980 in v drugi polovici prvega desetletja tretjega tisočletja. Po mojih izračunih je realni povprečni letni donos delnic z reinvestiranimi dividendami (popravljen za ameriško inflacijo) med letoma 1870 in 2010 znašal 6,5 odstotka, ameriških zakladnih menic 2,6 odstotka, ameriških desetletnih 2,5 odstotka in zlata 1,1 odstotka. Ob optimistični predpostavki, da bi leto 2011 zaključilo na 1.921 dolarjev za unčo – toliko je bilo največ vredno septembra 2011 in največ do takrat –, kar je 35 odstotkov nad zaključno ravniho leta 2010, bi realni letni donos zlata v 141 letih od leta 1870 znašal 1,3 odstotka. To je precej manj od povprečnega letnega realnega donosa delnic. Če podatke primerjam s Siegllovimi izračuni, ugotovim, da se tudi po strmi rasti v začetku tretjega tisočletja privlačnost zlata kot naložbenega razreda dolgoročno ni bistveno izboljšala.

Od razpada brettonwoodskega sistema leta 1971 pa do leta 2010 je realni donos zlata – na finančnih trgih je bilo po zaslugi sproščene monetarne politike in visoke inflacije to obdobje precej ugodno za zlato – primerljiv z realnim donosom ameriških obveznic z reinvestiranimi dividendami. Te so v 40 letih doživele 791-odstotno rast, kar je v povprečju 5,3 odstotka na leto, zlato pa 661-odstotno rast, kar je v povprečju 4,8 odstotka na leto. Če za izhodišče vzamemo rekordno vrednost zlata v januarju 1980, ko je bila pred pokom unča vredna 850 dolarjev, pa ugotovimo, da je zlato realno izgubilo 60 odstotkov vrednosti oziroma v povprečju 1,3 odstotka na leto, delnice pa so v tem obdobju dosegle 807-odstotno rast oziroma v povprečju 5,4 odstotka na leto.

Iz navedenih in zgoraj omenjenih donosov lahko povzamem, da je zlato v določenih redkih večletnih obdobjih, za katera so bili značilni krizna obdobja in sproščena monetarna politika najpomembnejših centralnih bank po svetu, dosegalo donose, primerljive oziroma boljše od

delniških. Vseeno pa so se delnice v večini primerov izkazale za najdonosnejše, tudi po zaslugi dividendnih donosov. Na drugi strani pa je zlato v številnih desetletjih s težavo premagovalo ameriško inflacijo. Konec leta 2001 je bilo zlato realno vredno 85 odstotkov manj kot leta 1980 na vrhuncu. Naložbo, ki je v preteklosti izkazovala takšne donose, zato težko imenujemo kot varno naložbo oziroma ohranjevalca vrednosti, kakor ga radi poimenujejo tržniki investicijskega zlata (Elementum, 2012).

1.9 Zlato kot naložba za diverzifikacijo portfelja

Zlato se je v zgodovini izkazalo za manj donosno naložbo od delnic in obveznic. Vseeno pa je primerno za vključitev v nekatere portfelje vlagateljev, saj je njegovo gibanje nekorelirano z gibanjem delnic, obveznic, valut – z izjemo evra v obdobjih pred pretresi na finančnih trgih zaradi strahu pred možnimi posledicami grškega nekontroliranega bankrota –, nepremičnin in preostalih surovin. Vlagatelj z razpršitvijo doseže manjše tveganje svojega portfelja, za dobro razpršitev pa je treba v portfelju imeti naložbe, ki imajo med seboj nizko korelacijo (Investopedia, 2011).

Zlato vlagatelju pomaga stabilizirati donose, saj njegova vrednost pogosto raste takrat, ko druge naložbe izgubljajo vrednost. V preteklosti je cena zlata v času večjih dnevnih pocenitev delnic rasla. Zgodovinsko je korelacija med gibanjem ameriškega delniškega indeksa S & P 500 in zlatom blizu nič, v določenih obdobjih pa precej odstopa od teh ravni. V času večjih preplahov na finančnih trgih, ko udeleženci na trgu v strahu pred poslabšanjem razmer v gospodarstvu prodajajo delnice, se pogosto zatekajo v naložbe, ki jih dojemajo kot varnejše – torej zlato in dolžniške vrednostne papirje držav z visokimi bonitetnimi ocenami. V takšnih časih je močna negativna korelacija med zlatom in delnicami. Med 15. avgustom 2011 in 15. septembrom 2011, ko je na finančnih trgih zaradi strahu pred bankrotom Grčije prevladovalo pesimistično ozračje, je bila korelacija med zlatom in S & P 500 -0,903, pri čemer -1 pomeni popolno negativno korelacijo (Wall Street Journal, 2011). Nekateri dogodki pa pozitivno vplivajo tako na ceno delnic kot zlata. Tak primer so bile napovedi kvantitativnega sproščanja (angl. *Quantitative Easing*) ameriške centralne banke Fed novembra 2008 in novembra 2010.

1.10 Je zlato sploh naložba?

Finančniki zlatu pogosto očitajo, da ne prinaša donosa v času imetja, v nasprotju z delnicami, obveznicami, naloženimi nepremičninami, stroji, kmetijskimi površinami ..., ki skozi čas ustvarjajo vrednost in donos. Pri zlatu vlagatelj le špekulira, da ga bo nekoč v prihodnosti lahko prodal po višji ceni, zahvaljujoč novemu povpraševanju na trgu, meni analitik Charles Sizemore (2011). Ob tem citira enega izmed najuspešnejših vlagateljev v zgodovini Warrena Buffetta, ki pojasnjuje, da bi vse zlato, ki je kadarkoli bilo nakopano, lahko spravil v kocko s prostornino približno 20 kubičnih metrov, to je bilo leta 2011 vredno toliko kot celotna kmetijska površina v ZDA ter 10 naftnih družb Exxon Mobile – ta je bila v času izjave družba z najvišjo kapitalizacijo na svetu –, pa še bi ostal približno bilijon dolarjev. »Kaj bi torej vlagatelj imel raje? Eno veliko kovinsko kocko, ki mu ne

prinaša skorajda nikakršnega donosa, ali vse kmetijske zemlje v ZDA ter nekaj največjih podjetij na svetu? Kaj bi ustvarjalo večji donos?» se retorično sprašuje Buffett.

Analitik Sizemore (2011) ob tem povzema, da ni nič narobe, če je zlato del portfelja vlagatelja. A naj vlagatelj zlata ne zameša z naložbo in naj se vselej zaveda, da je to tvegana naložba, namenjena izključno špekuliranju, ne pa ustvarjanju dolgoročnih realnih donosov.

BALON NA TRGU ZLATA

1.11 Finančni baloni in zlato

Pogledi ekonomistov in udeležencev finančnih trgov na vrednotenje naložb se pogosto razlikujejo. Prvi verjamejo, da mora cena na trgu odsevati fundamentalno vrednost naložbe, torej je sestavljena iz trenutnih in pričakovanih donosov te naložbe v prihodnosti. V praksi pogosto prihaja do odstopanj od takšnih ekonomskih modelov vrednotenja, saj je vedenje udeležencev na finančnih trgih iracionalno. To je še posebej izrazito v času delovanja močne psihologije na trgu, ko udeleženci z nakupi ali prodajami pretiravajo v eno ali drugo smer ter se ne zmenijo za dosedanje in pričakovane prihodnje donose. Takšno vedenje igralcev na finančnih trgih pa odmika ceno na trgu od cene, dosežene z vrednotenjem. V skrajnosti, ko vlagatelji z nakupi ponesejo ceno določene naložbe visoko – točne definicije, kje je ta meja, ni uspelo postaviti še nikomur – nad fundamentalno vrednost, nastanejo finančni baloni (Blanchard & Watson, 1981, str. 13).

Značilnost finančnega balona je, da v času napihovanja njegova rast bistveno presega dotedanjo povprečno rast naložbe. V zadnjih stadijih napihovanja je navadno rast še posebej strma. Podobno kot pri Ponzijevi shemi – finančni piramidi, ki za obstoj potrebuje nove udeležence, ki vplačujejo svež denar – je tudi finančni balon odvisen od novih vlagateljev, ki z nakupi vzdržujejo ceno oziroma jo zvišujejo. V časih, ko se številni vlagatelji pohvalijo z dobički, ki sicer še niso realizirani, je zanimanje preostalih vlagateljev za takšne naložbe precejšnje. Ko zmanjka vlagateljev, ki še naprej kupujejo naložbo, nastopi pok balona. Ob prvih padcih vse več lastnikov želi realizirati dobiček, kar ustvari prodajni pritisk, to pa upad cene. Psihologija se obrne in vlagatelji, ki se pri nakupu niso zmenili za fundamentalno vrednotenje naložbe, se tudi pri prodaji ne ozirajo nanj, zato cena v obdobju spuščanja balona pogosto zdrsne pod fundamentalno vrednotenje (Blanchard & Watson; 1981, str. 8).

Vrednotenje zlata je precej oteženo, saj ne prinaša dividendnih donosov ali obresti, kot na primer delnice ali obveznice. Pri fundamentalnem vrednotenju zlata je treba spremljati gibanje količine nakopanega zlata in povpraševanja v gospodarstvu, hkrati pa upoštevati verjetnost naravnih katastrof, gospodarskih kriz oziroma političnih pretresov, kar bi spodbudilo investicijsko povpraševanje po tej kovini. Investicijsko povpraševanje kot posledico dogodkov, ki globalno močno vplivajo na družbo, povprečni udeleženci na trgu precej težko predvidijo, zato se o nakupu oziroma držanju zlata pogosto odloča na podlagi preteklih donosov (Blanchard & Watson; 1981, str. 13).

Za imetje zlata se manj izkušeni vlagatelj torej odloči, ker je v bližnji preteklosti ponujalo velike donose, nima pa občutka, če je zlato precenjeno. To je namreč fundamentalno težko dokazati, saj ni oprijemljivih kazalnikov, ki bi to lahko potrdili ali ovrgli. Na drugi strani pa se povprečni udeleženec na trgu pri delnicah že s pomočjo osnovnih kazalnikov, kot je P/E (cena delnice/dobiček na delnico) – za katerega lahko predpostavimo, da ga povprečni vlagatelj zna izračunati in s pomočjo kazalnika razbrati, ali je cena fundamentalno gledano podcenjena ali precenjena –, lahko orientira, v kateri fazi je delniški trg oziroma ali obstaja relativno visoko tveganje obstoja finančnega balona. Verjetnost nastanka finančnega balona pri takšnih naložbah – delnicah – je zato manjša kot pri tistih, kjer ni oprijemljivih fundamentalnih kazalcev – zlatu (Blanchard & Watson; 1981, str. 13).

1.12 Teorija »večjega bedaka«

V poznejših fazah napihovanja finančnih balonov, ko trg zajame euforia, smo priča efektu, ki se imenuje teorija »večjega bedaka«. To pomeni, da nekateri vlagatelji kupujejo določeno naložbo ne glede na to, ali je fundamentalno gledano precenjena ali ne. Špekulirajo namreč, da bo povpraševanje po zaslugi novih in novih vlagateljev, ki se bodo navduševali nad določeno naložbo, raslo, s tem pa tudi cena naložbe. Za nakup naložbe se odločijo, ker pričakujejo, da bodo naložbo čez čas lahko prodali nekemu drugemu vlagatelju – tako imenovanemu večjemu bedaku –, ki bo napačno ocenil vrednost naložbe in predvidel nadaljnje gibanje cene takšne naložbe. Ko zmanjka »večjih bedakov«, to ponavadi vodi v pok finančnega balona, temu pa sledijo hitre pocenitve v času velikih prodajnih pritiskov (Investopedia, 2012).

Vedenje vlagatelja Georgea Sorosa oziroma njegove upravljske družbe Soros Fund Management LLC, ki smo jo spoznali v poglavju 2.4.4.3, spominja na teorijo »večjega bedaka«. Soros je namreč, čeprav je trend na trgu zlata označil za balon, surovino pa javno označil za precenjeno, vložil v ETF, vezane na gibanje zlata, saj je pričakoval poznejše nakupe preostalih vlagateljev, ki bi ceno še dvignili in mu omogočili izstop iz naložbe z dobičkom. Kot sta ugotovila Blanchard in Watson (1981, str. 21), pri zlatu ni oprijemljivih fundamentalnih kazalcev in večji del analize pomeni le ugotavljanje dojemanja trga vlagateljev, ki so potencialni kupci zlata. V nasprotju z delniškim trgom, kjer do teorije »večjega bedaka« praviloma prihaja v poznejših fazah bikovskega trenda oziroma finančnega balona, vlagatelj v zlate naložbe skoraj vselej vstopa po tem konceptu vlaganja. Kot smo v diplomski nalogi že spoznali, nekatere analize napovedujejo gibanje cene zlata na podlagi pričakovanega prihodnjega povpraševanja različnih skupin, na primer kitajskih vlagateljev in centralnih bank hitro rastočih držav.

Dogajanju na delniških trgih, kot ga opisuje teorija »večjega bedaka«, smo bili do konca poletja leta 2007 priča na delniških trgih nekdanje Jugoslavije, vključno z ljubljansko borzo. Izkušenejši vlagatelji so na podlagi kazalnikov, kot je P/E (cena delnice/dobiček na delnico), ocenili, da so delnice na trgu precenjene, in jih prodali oziroma vsaj zmanjšali utež delnic v portfelju. Neuki vlagatelji se za vrednotenja niso zmenili, ampak velikokrat kupovali na podlagi preteklih rasti cen delnic na trgu (Sovdat, 2007). Po ugotovitvah Blancharda in Watsona (1981, str. 21) pri naložbah,

kot je zlato, niti izkušeni vlagatelji ne morejo najti oprijemljivih kazalnikov, na podlagi katerih bi sklepali, da pri zlatu prihaja do pretiravanja na trgu.

1.13 Argumenti v prid tezi zlatega balona

Borzni zlomi in poki finančnih balonov niso nekaj povsem nepredvidljivega, je pa težko napovedati njihov točen časovni okvir, prav tako njihove posledice. Nassim Nicholas Taleb (2010, str. 316, 354) meni, da borzni zlom leta 1987 – sam je takrat zaslužil s prodajnimi opcijami na delniških trgih – ni bil nepredvidljiv. Na podlagi gibanja trgov so nekateri takšen scenarij napovedovali kot enega od možnih, takšne dogodke pa poimenuje sivi labod. Posledice teh ne bodo tako presenetljive, v nasprotju s črnim labodom – napadom na newyorška dvojčka WTC 11. septembra 2001, ki mu je prav tako sledila pocenitev na delniških trgih po svetu in je bil povsem nepričakovan. Pri sivih labodih ni mogoče povsem ugotoviti njihovih lastnosti in izdelati natančnih izračunov njihovih posledic, jih je pa v nasprotju s črnimi labodi mogoče pričakovati.

Sivi labod so bili tudi nemiri na Bližnjem vzhodu v letu 2011 in težnje po zamenjavi oblasti. Kot je povedal Taleb v intervjuju po seminarju na univerzi Wharton (Knowledge@Wharton, 2011), je vzroke za takšne dogodke nesmiselno napovedovati. Takšno početje imenuje eno najbolj neumnih dejanj na svetu. Po njegovem mnenju je bolj smiselno iskati znake ranljivosti režima. Taleb (Knowledge@Wharton, 2011) pravi takole: »To je tako, kot bi trdili, da konstrukcija mostu ni primerna. Ne moremo predvideti, kateri tovornjak, ki bo peljal čezenj, bo zrušil most. Na stvari moramo gledati bolj strukturno, kot bi rekli fiziki: s pronicljivim pristopom. Proučevati je treba celoten relief, ne posameznih komponent mostu. Ob takem pristopu se zavemo, kako nesmiselno je predvidevati, kateri tovornjak bo zrušil most. Treba je gledati širše in se vprašati, kateri most ima dobro konstrukcijo in kateri ne.«

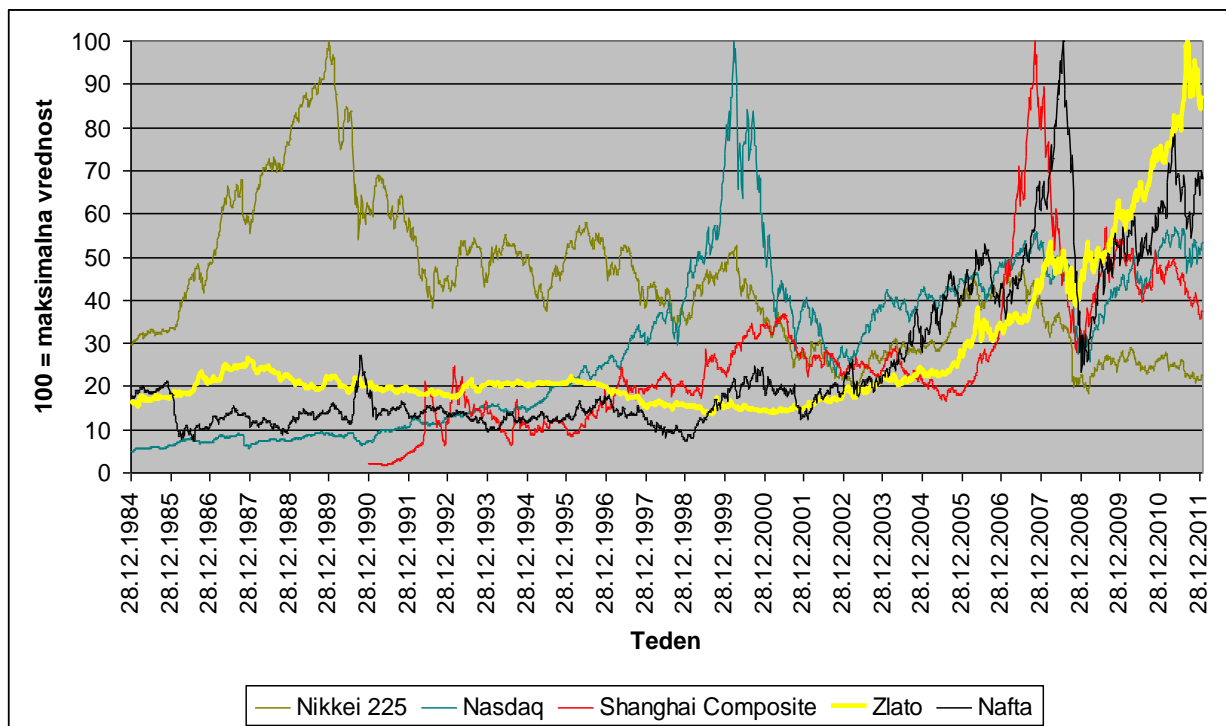
Iskanje vzroka, ki bi lahko povzročil pok zlatega balona, je torej nesmiselno. Bom pa opozoril na kazalce, ki nakazujejo, da je bilo v času finančne krize, ki je izbruhnila leta 2007, na trgu zlata veliko tako imenovanega vročega denarja, da se vlagatelji v tem obdobju niso vedli racionalno, ter na podlagi gibanja cene in odnosa vlagateljev do te naložbe povlekel vzporednice s preteklimi finančnimi baloni.

1.13.1 Zlato spominja na pretekle finančne balone

Nekdanji vodja trgovalnih oddelkov investicijske banke Morgan Stanley in ustanovitelj spletne strani Minyanville Todd Harrison (2011) cene zlata primerja s preteklimi finančnimi baloni. Vrednost gibanja japonskega delniškega indeksa Nikkei 225 pred letom 1990, ameriškega tehnološkega indeksa Nasdaq Composite do leta 2000, kitajskega Shanghai Composite do konca leta 2007 in cene nafte do leta 2008 močno spominja na gibanje vrednosti zlata do poletja 2011. Ob tem dodaja, da se je v svojih 20-letnih izkušnjah naučil, da trend na finančnih trgih praviloma traja dlje, kot večina ljudi pričakuje, in tako dopušča nadaljnjo rast cene zlata. Lastnike zlata pa opozarja,

naj imajo pri svojih naložbenih odločitvah v mislih tudi graf na Sliki 17. Ob tem citira ameriškega pisatelja Marka Twaina: »Zgodovina se vedno ne ponavlja, se pa pogosto rima.«

Slika 17: Primerjava gibanja cene zlata s preteklimi finančnimi baloni



Viri: T. Harrison, *Is the Gold Bubble About to Pop 2011*; Bloomberg, Data service, Bloomberg Industries – Gold, 2012; lastna obdelava.

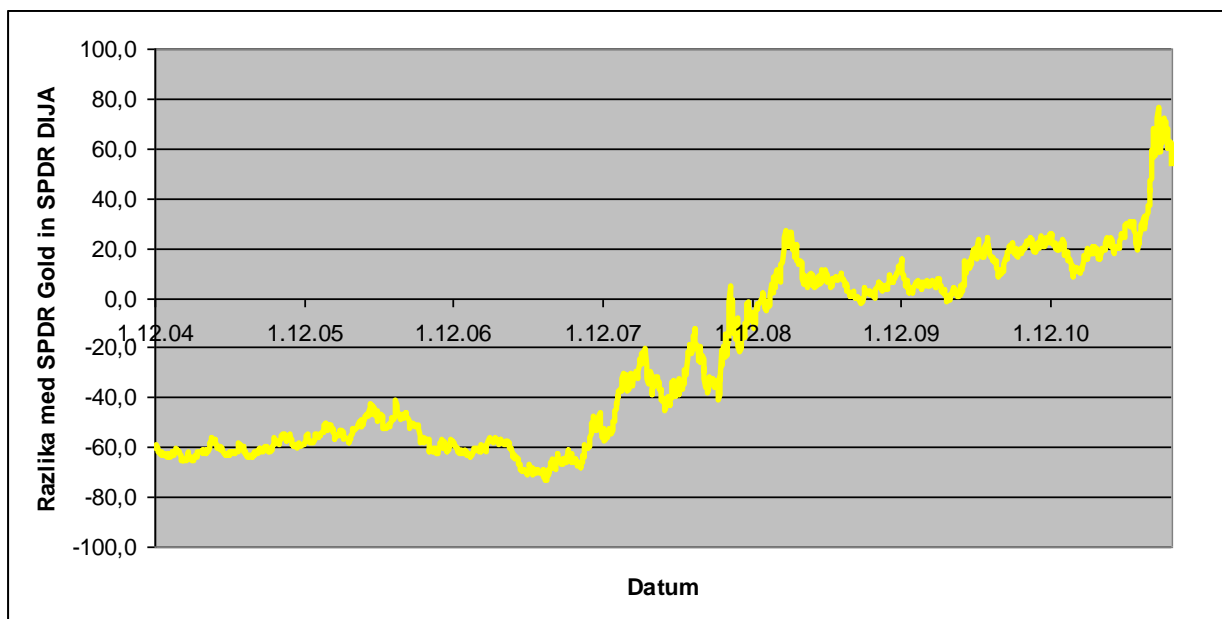
V zgornjem grafu sem po vzoru Todda Harrisona s podatki, pridobljenimi v informacijski bazi Bloomberg, naredil primerjavo gibanja cene zlata s preostalimi baloni v zadnjih 25 letih.

1.13.2 Zlato leta 2011 v primerjavi z delnicami deluje precenjeno

Razlika v ceni med delnico ETF SPDR Gold Trust in SPDR Dow Jones Industrial Average je bila ob koncu avgusta 2011 največja (Slika 18) od ustanovitve sklada leta 2004. Pri tržni ceni 1.900 dolarjev za unčo je bila celotna količina zlata vredna 9,1 bilijona dolarjev, kar je za 2,75-krat več od celotne kapitalizacije 30 ameriških delniških družb, ki sestavljajo delniški indeks Dow Jones Industrial Average. Po mnenju Johna Wadla, vodje analiz v hongkonški podružnici finančne družbe Mirae Asset, je zlato pri takšni ravni v primerjavi z ameriškimi delnicami finančni balon. Po njegovi oceni so ameriške delnice precej boljša naložba in jim ob pričakovanem dobičku napoveduje dividendni donos okoli treh odstotkov, medtem ko zlato lastniku za držanje pozicije ne prinaša nikakršnih donosov, kvečjemu stroške hranjenja. Pri ravneh v času pisanja diplomske naloge vlagatelji lahko pri nakupih ameriških prvorazrednih delnic (angl. *Blue Chip*) pričakujejo 130-odstotni donos v naslednjih dveh desetletjih, ob upoštevanju deflacijskega scenarija, ob katerem bi dobički v povprečju dosegali dwoodstotno letno rast. Če bi zlato želelo dosegati takšno rast, bi se cena unče morala povzpeti na 4.400 dolarjev, vrednost celotne ponudbe, pri tem upošteva

pričakovano pridobivanje v prihodnjih letih, pa bi znašala 27,6 bilijona dolarjev. Takšna številka se mu zdi absurdno visoka – to namreč pomeni dvokratnik celotnega sedanjega ameriškega bruto domačega proizvoda in več kot dvokratnik sedanje celotne vrednosti vseh ameriških podjetij, ki kotirajo na borzi. Po teh izračunih Wadle meni, da je cena zlata absurd, ki čaka na korekcijo (Bloomberg News, 2011c).

Slika 18: Razlika v ceni ETF SPDR Gold Trust (zlato) in SPDR Dow Jones Industrial Average (ameriški »blue chipi«)



Vir: Bloomberg, Data service, Bloomberg Industries – Gold 2012; lastni izračuni.

1.13.3 Standardni odklon pri zlatu

Zlato med vlagatelji pregovorno velja za ohranjevalca vrednosti. To pomeni, da se njegova vrednost dolgoročno vedno približuje inflaciji. Poskus, da bi z dolgoletno inflacijo izračunali fundamentalno vrednost zlata, se izjalovi že takoj na začetku, saj ne moremo zajeti vrednosti zlata, ki bi jo lahko označili za pošteno. Če inflacioniramo vrednost zlata z leta 1833 – po podatkih spletnega ponudnika fizičnega zlata Kitco (2012) je bila unča takrat vredna 20,7 dolarja – z inflacijo, ki jo izračunava Federal Reserve Bank of Minneapolis (2011), bi bila danes unča zlata vredna 480 dolarjev.

Primerjava za takšno časovno obdobje je po pisanju The Economist (2011) neprimerna, saj so bili v zgodnejših letih opazovanja dolarji zamenljivi za zlato. Priporočajo raje analizo gibanja vrednosti zlata od propada bretonwoodskega sistema leta 1971. Moj izračun pokaže, da bi inflacionirana takratna vrednost ob pričakovani ameriški inflaciji leta 2011 znašala 240 dolarjev. Pri The Economistu so se stvari lotili drugače. Izračunali so realno mesečno povprečno vrednost zlata od leta 1971 do junija 2011 in to vrednost primerjali z vrednostjo na finančnih trgih. Ugotovili so, da je bila junija 2011 cena zlata v dolarjih 135 odstotkov nad 40-letnim povprečjem v realnih vrednostih. To je po njihovih izračunih 3,1 standardnega odklona nad povprečjem. Ob tem navajajo raziskavo

upravljavca premoženja pri ameriški družbi GMO Jeremyja Granthama – ta je sicer specializiran za proučevanje finančnih balonov –, po kateri je finančni balon naložba, ki se za dva standardna odklona oddalji od svojega dolgoletnega povprečja. Primerjali so tudi donose zlata v preostalih valutah in ugotovili, da je standardni odklon od povprečne cene zlata večji od dva tudi pri randu – valuti južnoafriške republike – in kanadskem dolarju. Na drugi strani pa odmik od povprečne cene v avstralskih dolarjih znaša 1,7 standardnega odklona, v švicarskih frankih pa 1,4 standardnega odklona. Za evro izračun ni možen, saj valuta v času oblikovanja brettonwoodskega sistema še ni obstajala.

1.13.4 Mehki kazalniki spominjajo na prejšnje finančne balone

Joe Kennedy je leta 1929 spoznal, da je delniški trg pred sesutjem po tem, ko mu je hotelski nosač želel svetovati o delnicah. Rastoče število samooklicanih strokovnjakov, ki nimajo teoretične podlage in izkušenj o finančnih trgih, je pogosto znamenje pregretega trga določene naložbe. V času napihovanja dot-com balona ob koncu prejšnjega tisočletja je bilo opaziti rastoče število amaterskih analitikov tehnoloških delnic, ki so se zaradi pomanjkanja izkušenj in znanja pri svojih analizah osredotočali na napačne kazalnike in tako tudi prišli do napačnih sklepov. Podobno je bilo v ZDA ob napihovanju ameriškega nepremičninskega balona. Tudi v tem primeru so se pojavili vlagatelji, ki so se brez poznavanja osnov vlaganj v nepremičnine spuščali v takšne projekte (Yglesias, 2010).

Po nadpovprečno velikih donosih je bilo zlato v letih med 2009 in 2011 deležno večje pozornosti tako strokovnjakov kot amaterjev, ki nimajo teoretičnega znanja o finančnih trgih, zlato pa je ena njihovih prvih naložb, je razvidno iz objav na spletnih forumih tudi slovenskih poslovnih medijev (Finance.si, 2012). V tem obdobju je bilo na svetovnem spletu zaslediti elektronska sporočila, ki potencialne vlagatelje opozarjajo pred sicer izmišljenim dramatičnim dogajanjem na finančnih trgih in jim svetujejo nakup zlata. Eden od slovenskih prodajalcev zlatih palic je šel v lov za provizijo tako daleč, da je v elektronskem pismu zapisal, da je največja slovenska banka NLB tik pred propadom, in naslovnike pozval, naj dvignejo vse prihranke in za ta sredstva kupijo zlate palice (2011).

Kazalnik rastočega števila amaterjev na trgu zlata je bil tudi 49. seminar Študentske borze. Tedanji direktor upravljanja pri upravljavski družbi KD Skladi Andraž Grahek je predstavil, da za kumulativne indekse rasti zlata ni naravno, da bi bili višji od rasti delnic. Številni obiskovalci se z njim niso strinjali, mu postavljali vprašanja in predstavljali svoje argumente za nadaljnjo rast cene zlata (Študentska borza, 2010). Novembra 2006 sem se sam udeležil konference Študentske borze, na kateri se je vnela bučna razprava med upravljavci, ki so svarili pred pokom delniškega balona na balkanskih borzah, in zagovorniki balkanskih delnic. Leto dni pozneje je balon balkanskih delnic počil.

Zlato je predvsem v letu 2011 postalo ena izmed glavnih tem tako v medijskem prostoru – ne le finančnih medijev, ampak tudi revij, namenjenim populaciji, ki jih finančne teme ne zanimajo, kot so Jana (Horvat, 2011), Demokracija (2011), informativna oddaja 24 ur (2011) pa mu je tudi namenjala več pozornosti kot sicer – kot tudi v vsakdanjih pogovorih ljudi, ki jim finančne teme

niso blizu. Skladno s tem je bilo v tem obdobju rastoče tudi povpraševanje, finančni posredniki pa so takšnemu dogajanju sledili s ponudbo predvsem fizičnega zlata. Slovenske banke so začele prodajati zlate palice s certifikatom, nekateri trgovci z zlatom pa so po velikosti stojnic na osrednjem slovenskem kapitalskem sejmu Kapital 2011 močno prekašali katerokoli borzno oziroma finančno družbo.

Zlatarna Celje je začela ponujati produkte periodičnega varčevanja v fizično zlato in jih oglaševati na velikih plakatih ob cesti. To spominja na dogajanje okoli ljubljanske borze in balkanskih delniških trgov do leta 2007, torej pred pokom delniškega balona. Tudi takrat so bili donosi na teh trgih deležni velike pozornosti javnosti, finančne družbe so z novimi naložbenimi produkti – delniški vzajemni skladi z naložbeno politiko, omejeno na regijo Balkan, in izvedeni finančni instrumenti, kot so turbo certifikati – sledili rastočemu zanimanju, ki ga je po mnenju analitikov napajala predvsem pretekla velika rast. Družbe za upravljanje so v letih 2006 in 2007 oglaševale svoje produkte precej več kot v letih po poku balkanskega delniškega balona, kar je razvidno iz oglasov v časopisih (Finance, 2007). Z današnje perspektive se varčevanje v balkanskih delniških skladih ni izkazalo za uspešno (Denarni supermarket, 2012). Vrednost enote premoženja delniškega vzajemnega sklada KD Balkan je denimo od svojega vrhunca avgusta 2007 do januarja 2012 izgubila 80 odstotkov vrednosti (Denarni supermarket, 2012).

1.14 Argumenti v prid nadaljnji rasti zlata

John Paulson – prvi mož upravljaljske družbe Paulson & Co. – je v času pisanja diplomske naloge naklonjen naložbam v zlato (SEC, 2012). Od izbruha finančne krize se ponaša z enim največjih donosov. Njegove naložbene poteze so se v zadnjih letih izkazale za uspešne, uživa visok ugled med upravljavci, zato njegovega vztrajanja pri zlatu in napovedi nadaljnjih rasti cene zlata ne gre zanemarjati.

Argument v prid nadaljnji rasti cene zlata je tudi vrednost unče zlata v januarju 1980 pri 850 dolarjih. Izračun iz poglavja 3.1 pokaže, da bi, upoštevajoč gibanje cene ameriške potrošniške košarice, takratni rekord danes pomenil 2.492 dolarjev. Realno gledano torej zlato še ni doseglo vrednosti ob prejšnjem poku, naložbeni strateg Jeffrey Kleintop iz družbe LPL Financial pa je za Bloomberg News (2011b) pojasnil, da je velika rast zlata v ameriških dolarjih od leta 2001 deloma tudi posledica šibkega dolarja. Dollar Index, ki primerja gibanje vrednosti ameriškega dolarja s preostalimi najpomembnejšimi valutami sveta, je v zadnjem desetletju izgubil desetino vrednosti.

Z upadom vrednosti dolarja pa je povezana tudi sproščena monetarna politika ameriške centralne banke Fed, ki jo vodi od leta 2001. Med letoma 2004 in 2006 so ključno obrestno mero sicer dvignili z odstotka na 5,25 odstotka, leto dni pred pokom ameriškega nepremičninskega balona pa so jo znova začeli zniževati, sledili pa so tudi novi paketi kvantitativnega sproščanja. S temi je Fed prek nakupov ameriških državnih dolžniških vrednostnih papirjev zagotavljal svež denar in tako želel pregnati likvidnostno krizo in spodbuditi kreditiranje gospodarstva. Posredno pa so pripomogli k razvrednotenju valute in ustvarili strah pred inflacijskimi pritiski. Kot smo ugotovili v poglavju 2.2, višja inflacija pozitivno vpliva na ceno zlata.

Sproščena monetarna politika zaznamuje tudi Kitajsko, kjer je inflacija v letu 2011 presegla pet odstotkov. To se kaže v povečanem investicijskem povpraševanju, kar smo ugotovili v poglavju 1.4.4. Izbruh močnejših inflacijskih pritiskov po svetu bi, sodeč po dogajanjih v preteklosti, lahko povečal investicijsko povpraševanje, skladno s tem pa ceno zlata na trgu.

Kot smo ugotovili v poglavju 1.4.3, imajo centralne banke držav v razvoju razmeroma malo mednarodnih denarnih rezerv v zlatu. Če bi zaradi nezaupanja v preostale valute ustvarjale nakupni pritisk na trgu zlata, bi to lahko vodilo v novo rast cene na trgu. Po mnenju nekaterih analitikov bi ta efekt lahko bil podoben efektu nastanka skladov ETF – o tem sem pisal v poglavju 1.4.4.1. Kot smo spoznali v Tabeli 4, zlato pomeni več kot dvotretjinski delež portfelja mednarodnih denarnih rezerv zahodnih centralnih bank, kot so centralne banke v Italiji, Nemčiji, Franciji in ZDA. Zato ne gre izključevati, da bi omenjene centralne banke v želji po ohranitvi vrednosti mednarodnih denarnih rezerv poskušale omiliti upad cene zlata.

Zlato se je v preteklosti v času političnih negotovosti izkazalo za dobro naložbo. Politična trenja med najmočnejšimi gospodarskimi silami so nepredvidljiv dogodek. Taleb (2010, str. 33) nepredvidljive politične dogodke z močnimi posledicami uvršča med črne labode – to so dogodki, ki so po definiciji nenapovedljivi in imajo ogromne posledice za družbo. Takšnih dogodkov torej ni mogoče napovedati, je pa pri analizi zlata vedno treba imeti v mislih prihodnjo rast investicijskega povpraševanja v primeru negotovih dogodkov z negativnimi posledicami za človeštvo. Strah pred prihodnostjo – ta je v času velikih kriz na finančnih trgih močno prisoten – je namreč v preteklosti pozitivno vplival na ceno zlata.

Podobno nepredvidljivo je napovedovati gibanje gospodarske rasti in morebitne težave evrskega območja. Izstop katere od članic skupne monetarne unije oziroma popolna nezmožnost odplačevanja dolgov bi lahko vodila v negotovo gospodarsko rast. V takšnih obdobjih so se vlagatelji v preteklosti ogibali delniškimi naložbam in jih nadomeščali z varnejšimi, kot takšno naložbo pa, kot smo v diplomski nalogi že ugotovili, nekateri vlagatelji razumejo tudi zlato.

1.15 Individualni vlagatelji in balon na trgu zlata

Kadar se cene naložb dvigajo tako strmo, kot se zlato, je zlom neizogiben, je v intervjuju za Bloomberg (Simons, 2010) povedal Mark Williams z bostonske univerze. Kadar pride do takšnih razmer, individualni vlagatelji skoraj vedno prodajo prepozno. Po podatkih upravljaljske družbe BlackRock so individualni vlagatelji lastniki približno polovice delnic vseh zlatih ETF.

Tudi Jeremy Siegel, profesor financ na Wharton School v Filadelfiji, je zadržan v zvezi z gibanjem cene zlata na dolgi rok. Dvomi, da se bo zlato za individualne vlagatelje izkazalo kot dobra naložba. Ocenjuje, da bodo imeli težave pri odločitvi za prodajo. V nasprotju s surovinami, kot sta nafta in pšenica, kjer povpraševanje odseva dejanske razmere v gospodarstvu, individualni vlagatelj pri zlatu težko oceni, kolikšna je njegova vrednost. Pogosto je cena namreč sestavljena iz strahu pred inflacijo in finančnim kolapsom (Simons, 2010).

SKLEP

V diplomski nalogi sem ugotovil, da se je z rastjo cene pritok špekulativnih sredstev vlagateljev v zlato povečeval. Investicijsko povpraševanje je v nekaterih četrletjih leta 2010 in 2011 presegalo povpraševanje zlatarske industrije, povpraševanje pa je primerljivo s tistim pred letom 1980 – kolikor so podatki za tedaj sploh na voljo –, torej pred pokom takratnega zlatega balona.

S klasičnimi metodami finančnega vrednotenja ne moremo fundamentalno ovrednotiti zlata, saj to ne prinaša dividend oziroma obresti, na podlagi katerih bi tržno ceno primerjali s pričakovanim prihodnjim denarnim tokom naložbe. To je tudi razlog, da z zadostno gotovostjo ne morem ne potrditi ne zavreči teze, da se pri zlato oblikuje finančni balon. Blanchard in Watson (1981, str. 8) menita, da je zlato prav zaradi težav pri izračunavanju fundamentalne cene izrazito izpostavljeno špekulacijskemu povpraševanju. Prav tako njuna študija, napisana kmalu po poku zlatega balona, pokaže, da se pri takšnih naložbah pogosteje oblikujejo finančni baloni, saj imajo vlagatelji težavo pri ocenjevanju vrednosti naložbe.

Novi vlagatelji z nakupi pomagajo napihovati ceno zlata, kar privablja nove in nove vlagatelje. Kot uči teorija večjega bedaka, takšno dogajanje na finančnih trgih ni vzdržno. Prej ali slej zmanjka optimističnih vlagateljev oziroma se zgodi nenaden nepričakovan obrat na trgu, ki v prvi fazi preplaši najbolj izkušene vlagatelje, ti pa s prodajnim pritiskom toliko znižajo ceno na trgu, da se prestrašijo tudi preostali vlagatelji, ki so sicer do tedaj verjeli v nadaljnjo rast cene. To ustvari še večji prodajni pritisk, na drugi strani pa se povpraševanje v času velikih pocenitev precej zmanjša (Investopedia, 2012). Rezultat tega so lahko pocenitve zlata, predvsem manj izkušeni vlagatelji pa se spopadajo z velikimi izgubami. V osemdesetih in devetdesetih letih prejšnjega stoletja je velikim izgubam sledilo dolgo obdobje nezanimanja vlagateljev za naložbeno zlato. Vlagatelji, ki so kupili zlato leta 1980, na vrhuncu vrednosti pri 850 dolarjih, po 32 letih nimajo pozitivnih realnih donosov.

Dogajanje na trgu zlata in investicijsko povpraševanje po tej dobrini v devetdesetih letih 20. stoletja potrjujeta, da se vlagatelji za investiranje v zlato večinoma odločajo na podlagi preteklih donosov. V tistem desetletju je bilo zlato zelo zapostavljena naložba. To odseva tudi razširjena šala, ki jo je ameriška revija Fortune (Serwer, 1998) objavila leta 1998, ko je bilo zlato 18. leto v medvedjem trendu:

»Kako na borzi priti do 50 tisoč dolarjev?«

»Z nakupom 100 tisoč dolarjev zlata.«

V 21. stoletju pa je na trgu prisoten ravno nasproten efekt. Ob rasti cene zlata je investicijsko povpraševanje po zlato zraslo. Prodajalci zlata to naložbo radi imenujejo kot varovalo pred inflacijo. V diplomski nalogi sem ugotovil, da je volatilnost takšne naložbe ogromna, primerljiva z delnicami, v številnih letih od 1970 in 2011 pa še večja. Primerjava zgodovinskih donosov pa pokaže, da zlato dolgoročno zaostaja za delniškimi in obvezniškimi naložbami. Zgodovinsko se je izkazalo kot eno izmed najmanj donosnih naložb, ki komajda premaga inflacijo.

Na podlagi ugotovitev v diplomski nalogi lahko povzamem, da je zlato tvegana naložba, njegova cena pa je v preteklosti precej nihala. Ne prinaša dividend in obresti, zaradi česar dolgoročno zaostaja za preostalimi naložbenimi razredi. Takšna naložba nima lastnosti, ki bi jih dolgoročni varčevalec iskal. Pretekli finančni baloni – balkanske borze, dot-com balon, pok zlatega balona v letu 1980 ... – nakazujejo, da se vlagatelji tveganja naložbe zavedo šele po puku balona. Vzpon in zanemarjanje tveganj vlagateljev pri varčevanju v zlatu nakazujeta, da bi trg zlata v finančni krizi lahko doživel podobno usodo.

Vlagatelje, ki jih zanima naložbeno zlato, bi na podlagi ugotovitev posvaril pred veliko izpostavljenostjo portfelja do zlata. Primerjava kazalcev v diplomski nalogi sporoča, da je verjetnost finančnega balona na trgu zlata velika. Na podlagi zgodovinskih podatkov pa ta naložba ne obljublja donosov, ki bi bili primerljivi z donosi delnic oziroma obveznic.

LITERATURA IN VIRI

1. 24 ur. (2011). Prodaja zlatnine. Najdeno 22. avgusta 2011 na spletnem naslovu: http://www.24ur.com/bin/video.php?media_id=60731559.
2. Abanka. (2011). Oglas. Najdeno 1. marca 2012 na spletnem naslovu: <http://abanka.si/osebne-finance>.
3. Arhitekturni vodnik. (2011). Nebotičnik. Najdeno 26. aprila 2012 na spletnem naslovu: <http://arhitekturni-vodnik.org/?object=76&mode=0&pic=0&pl=147&o=0&a=0>.
4. Banka Slovenije. (2011). Bilten, marec 2011. Najdeno 11. maja 2012 na spletnem naslovu: www.bsi.si/library/includes/datoteka.asp?DatotekaId=4277.
5. Bethell, T. (1980). Crazy As a Gold Bug. *New York Magazine*, 13 (5), 33-36.
6. Blanchard, J. O. & Watson, M. W. (1982). *Bubbles, Rational Expectations and Financial Markets*. Cambridge: National Bureau of Economic Research.
7. Breidthardt, A. (2011, 5. november). Bundesbank: central bank reserves will not help fund EFSF. *Reuters*. Najdeno 5. maja 2012 na spletnem naslovu: <http://www.reuters.com/article/2011/11/05/us-eurozone-bundesbank-idUSTRE7A428Y20111105>.
8. Bloomberg Industries – Gold. Najdeno v obdobju 2011-2012 v informacijskem sistemu *Bloomberg Professional Service Data*.
9. Bloomberg News (2011a, 11. januar 2011). China's 2011 Inflation May Top Target, Citigroup, BoCom, Guotai Junan Say. *Bloomberg*. Najdeno 20. avgusta 2012 na spletnem naslovu: <http://www.bloomberg.com/news/2011-01-11/china-s-2011-inflation-may-top-target-citigroup-bocom-guotai-junan-say.html>.
10. Bloomberg News (2011b, 10. maj 2011). Gold Likely to Veer Off 'Bubble Pattern' Soon: Chart of the Day. *Bloomberg*. Najdeno 25. avgusta 2012 na spletnem naslovu: <http://www.bloomberg.com/news/2011-05-10/gold-likely-to-veer-off-bubble-pattern-soon-chart-of-the-day.html>
11. Bloomberg News (2011c, 28. avgust 2011). Gold's 'Absurd' Price Makes Stocks Look Cheap: Chart of the Day. *Bloomberg*. Najdeno 25. avgusta 2012 na spletnem naslovu: <http://www.bloomberg.com/news/2011-08-28/gold-s-absurd-price-makes-stocks-look-cheap-chart-of-the-day.html>.
12. Cappucci. (2011, 16. maj). Soros Fund Management Holdings in 1st Quarter: 13F Alert. *Bloomberg*. *Bloomberg*. Najdeno 11. avgusta 2012 na spletnem naslovu: <http://www.bloomberg.com/news/2011-05-16/soros-fund-management-holdings-in-1st-quarter-13f-alert.html>.

13. Conway, E. (2010, 28. januar). Davos 2010: George Soros warns gold is now the 'ultimate bubble'. *The Telegraph*. Najdeno 9. avgusta 2012 na spletnem naslovu: <http://www.telegraph.co.uk/finance/financetopics/davos/7085504/Davos-2010-George-Soros-warns-gold-is-now-the-ultimate-bubble.html>.
14. Denarni supermarket. (2012). Tečajnica Skladi. Najdeno 8. marca 2012 na spletnem naslovu: http://www.denarnisupermarket.com/tečajnica_skladov.
15. Demokracija. (2011, 19. avgust). Zlato z novo rekordno ceno. Najdeno 22. avgusta 2012 na spletnem naslovu: http://www.demokracija.si/index.php?option=com_content&view=article&id=7735&catid=113&Itemid=184.
16. The Economist. (2011, 27. julij). Turning gold into dross. Najdeno 15. julija 2012 na spletnem naslovu: <http://www.economist.com/blogs/freeexchange/2011/07/bubbles>.
17. *Elementum*. (2012). Najdeno 5. maja 2012 na spletnem naslovu: <http://www.elementum.si>.
18. Erdman, P. (1984). *An Investor's Guide to Economics and Finance*. New York: Random House.
19. Finance.si (2007, 30. januar). MP-Balkan. Najdeno 30. januarja 2007 na spletnem naslovu <http://www.finance.si>.
20. Finance.si (2012). Forum. Najdeno 15. marca 2012 na spletnem naslovu <http://www.finance.si/forumi>.
21. Flere, J. (1995). *Surovine v svetovnem gospodarstvu*. Ljubljana : Center za mednarodno sodelovanje in razvoj - CMSR.
22. Gold Fields Mineral Services (GFMS). (2007). The Gold Market. Najdeno 11. julija 2012 na spletnem naslovu: http://www.gfms.co.uk/market%20commentary/dgg_paul_walker_gfms_presentation.pdf.
23. Gold Fields Mineral Services (GFMS). (2011). Annual Gold Survey. Najdeno 14. julija 2012 na spletnem naslovu: http://www.gfms.co.uk/?page_id=171.
24. Gross, D. (2009, 9. november). The Greatest Trade Ever. Newsweek. Najdeno 11. avgusta 2012 na spletnem naslovu: <http://www.newsweek.com/2009/11/09/the-greatest-trade-ever.html>.
25. Gibbons, J. (2010). *The Golden Rule*. New Jersey: John Wiley & Sons.
26. Harrison, T. (2011, 7. september). Is the Gold Bubble About to Pop?. *Minyanville*. Najdeno 22. avgusta 2012 na spletnem naslovu: <http://www.minyanville.com/businessmarkets/articles/todd-harrison-gold-gold-price-gold/9/7/2011/id/36753>.

27. Horvat, T. (2011, 24. avgust). Zlata mrzlica v Sloveniji. Jana. Najdeno 22. avgusta 2012 na spletnem naslovu: <http://www.jana.si/2011/08/zlata-mrzlica-v-sloveniji>.
28. Investopedia. (2011). 5 Signs Gold Has Peaked. Najdeno 8. avgusta 2012 na spletnem naslovu <http://financialedge.investopedia.com/financial-edge/0611/5-Signs-Gold-Has-Peaked.aspx?partner=ntu6>.
29. Investopedia. (2012). Greater Fool Theory. Najdeno 22. avgusta 2012 na spletnem naslovu: <http://www.investopedia.com/terms/g/greaterfooltheory.asp#axzz26IUx8y9i>.
30. Jones, S. (2011 5. junij). Paulson \$9bn hedge fund falls 6% in May. *Financial Times*. Najdeno 11. avgusta 2012 na spletnem naslovu: <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/daae9292-8f99-11e0-954d-00144feab49a.html#axzz1PHsm87uY>.
31. Kassinger, R. G. (2003). *Gold: From Greek Myth to Computer Chips*. Brookfield: 21st Century.
32. Kitco. (2012). London Fix Historical Gold. Najdeno 25. maja 2012 na spletnem naslovu: http://www.kitco.com/scripts/hist_charts/yearly_graphs.plx.
33. *Knowledge@Wharton*. (2011, 13. april). Najdeno 22. avgusta 2012 na spletnem naslovu: <http://knowledge.wharton.upenn.edu/article.cfm?articleid=2755>.
34. Koren, K. (2003). *Vloga zlata v mednarodnih denarnih rezervah* (magistrsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
35. Larkin, N. (2011, 16. maj). Gold Coins Show Bull Market Unbowed in Commodities Decline. *Bloomberg*. Najdeno 15. avgusta 2012 na spletnem naslovu: <http://www.bloomberg.com/news/2011-05-15/gold-coin-sales-at-one-year-high-show-higher-prices-in-history.html>.
36. Massar, C. (2010, 20. december). Williams Says ETFs Raise Risk of Gold Bust. *Bloomberg TV*. Najdeno 18. avgusta 2012 na spletnem naslovu: <http://www.bloomberg.com/video/65421320-williams-says-etfs-raise-risk-of-gold-bust.html>.
37. Mednarodni denarni sklad (MDS). (2011). Gold in the IMF. Najdeno 5. junija 2012 na spletnem naslovu: <http://www.imf.org/external/np/exr/facts/gold.htm>.
38. Menon, J. (2009, 27. januar). Paulson Fund Makes at Least \$420 Million Shorting RBS. *Bloomberg*. Najdeno 16. avgusta na spletnem naslovu: <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=aKQY5tUArG3Q>.
39. Ministrstvo za Finance (2010). Vlada odgovorila na Poslansko vprašanje Zmaga Jelinčiča Plemenitega v zvezi z zalogami rezerv zlata. Najdeno 18. marca 2012 na spletnem naslovu: <http://www.mf.gov.si/nc/si/splosno/cns/novica/article/43/368>.
40. Mrak, M. (2002). *Mednarodne finance*. Ljubljana: GV Založba

41. Nasdaq. (2010). ETFs, ETNs and Your Taxes: Street One's Paul Weisbruch Explains All. Najdeno 5. avgusta 2011 na spletnem naslovu: <http://community.nasdaq.com/News/2010-04/ETFs,-ETNs-and-Your-Taxes--Street-One-s-Paul-Weisbruch-Explains-All.aspx?storyid=18419>.
42. Nguyen, P. D. (2011a). Gold-Buying Central Banks May Signal Bullion Extending Record Price Rally. *Bloomberg*. Najdeno 5. avgusta 2012 na spletnem naslovu: <http://www.bloomberg.com/news/2011-04-29/gold-buying-central-banks-may-signal-bullion-extending-record-price-rally.html>.
43. Nguyen, P. D. (2011b). Economist Dennis Gartman Is 'Nervous,' Cuts His Gold Investments in Half. *Bloomberg*. Najdeno 5. avgusta 2012 na spletnem naslovu: <http://www.bloomberg.com/news/2011-06-03/gartman-sells-50-of-gold-holding-after-decline-says-further-drop-likely.html>.
44. The Official Site of George Soros. (2011). The Official Site Resource for Informations on George Soros. Najdeno 9. avgusta 2012 na spletnem naslovu: <http://www.georgesoros.com/faqs/entry/howgeorgesorismadehisfortune>.
45. Philbin, B. (2011, 15. februar). Soros and Paulson Go for the Gold. *Wall Street Journal*. Najdeno 11. avgusta 2012 na spletnem naslovu: <http://online.wsj.com/article/SB10001424052748704409004576146554014899840.html>.
46. Ribnikar, I. (1993). *Denarni sistem in denarna teorija 1. del*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
47. Schiller, R. J. (2012). Home Page of Robert J. Shiller. Najdeno 1. julija 2012 na spletnem naslovu: <http://www.econ.yale.edu/~shiller>.
48. SEC. (2011). Najdeno 8. avgusta 2012 na spletnem naslovu: <http://www.sec.gov/edgar.shtml>.
49. Serwer, A. (1998). *Burned by Gold*. Fortune. New York: Fortune.
50. Siegel, J. J. (1998). *Stocks For The Long Run*. New York: McGraw-Hill
51. Simpson C. (2010, 20. december). Soros Gold Bubble at \$1,384 as Miners Push Buttons. *Bloomberg*. Najdeno 5. avgusta 2012 na spletnem naslovu: <http://www.bloomberg.com/news/2010-12-20/soros-gold-bubble-at-1-375-has-miners-push-every-button-in-tale-of-tears.html>.
52. Smith, A. (2010). *Bogastvo narodov: raziskava o naravi in vzrokih bogastva*. Ljubljana: Studia humanitatis.
53. Sovdat, P. (2007, 31. januar). Pozor, ovce na borzi. *Finance*, str. 2.
54. SPDR Gold Shares. (2011). Financial Information. Najdeno 20. avgusta 2012 na spletnem naslovu: <http://www.spdrgoldshares.com/sites/us/value>.
55. Študentska borza (2010). 49. Seminar Študentske borze. Najdeno 20. avgusta 2012 na spletnem naslovu: <http://www.studentskaborza.eu/index.php?page=dogodki&id=30>.

56. Taleb, N. N. (2010). *Črni labod*. Ljubljana: Učila.
57. United States Geological Survey. (2011). USGS Minerals Information: Gold. Najdeno 12. marca 2012 na spletnem naslovu: <http://minerals.usgs.gov/minerals/pubs/commodity/gold>.
58. Urad RS za meroslovje (2011). Merske enote. Najdeno 22. julija 2012 na spletnem naslovu: http://www.mirs.gov.si/fileadmin/um.gov.si/pageuploads/Dokpdf/SMN/LETAK_MERSKE_ENOTE.pdf.
59. Yglesias, M. (2010, 31. oktober). When to beware of amateurs. Najdeno 30. marca 2012 na spletnem naslovu: http://www.economist.com/blogs/freexchange/2010/10/financial_markets_0.
60. Wall Street Journal. (2011). Correlation Between Stocks and Gold during Greek Crisis. Najdeno 11. avgusta 2012 na spletnem naslovu: <http://online.wsj.com/article/SB20001424052748703834804576301551569260280.html>.
61. Warwick – Ching, T. (1993). *The International Gold Trade*. Cambridge: Woodhead Publishing.
62. *World Gold Council*. (2010). Najdeno 10. maja 2012 na spletnem naslovu: https://www.gold.org/investment/research/thematic_research/central_banks.
63. World Gold Council (2011). Demand and supply. Najdeno 17. decembra 2011 na spletnem naslovu: http://www.invest.gold.org/sites/en/why_gold/demand_and_supply.
64. World Gold Council (2012). Why, How and Where. Najdeno 3. februarja 2012 na spletnem naslovu: https://www.gold.org/investment/why_how_and_where.
65. Zuckerman, G. (2011, 4. maj). Steep Drop Tarnishes Big Bets on Silver. *Wall Street Journal*. Najdeno 19. avgusta 2012 na spletnem naslovu: <http://online.wsj.com/article/SB10001424052748703834804576301551569260280.html>.

PRILOGE

KAZALO PRILOG

PRILOGA 1: SEZNAM KRATIC..... 1

PRILOGA 2: SLOVAR IZRAZOV..... 1

Priloga 1: Seznam kratic

Tabela: Razlaga seznama kratic

KRATICA	RAZLAGA
BS	Banka Slovenije
CEF	Kotirajoči zaprti skladi (angl. <i>Closed End Funds</i>)
ETF	Kotirajoči sklad na borzi (angl. <i>Exchange Traded Funds</i>)
ETN	Kotirajoči zapisi (angl. <i>Exchange Traded Notes</i>)
GFMS	Svetovalna družba Gold Fields Mineral Services
MDS	Mednarodni denarni sklad (angl. IMF – <i>International Monetary Fund</i>)
SEC	Ameriški urad za trg vrednostnih papirjev (angl. <i>U.S. Securities and Exchange Commission</i>)
WGC	Združenje največjih proizvajalcev zlata (angl. <i>The World Gold Council</i>)

Viri: Banka Slovenije, *O Banki Slovenije*, (2011); World Gold Council, *About us*, (2011); J. Gibbons, *The Golden Rule*, 2010, str. 103.

Priloga 2: Terminološki slovar izrazov

Tabela: Razlaga terminov

IZRAZ	RAZLAGA
Centralnobančni sporazum o zlato	Sporazum centralnih bank evrskega območja s centralnimi bankami Švice, Švedske in Velike Britanije o usklajeni prodaji zlata
Spread	Razlika med nakupno in prodajno ceno na finančnih trgih
Blue Chip	Delnice prvorazrednih družb na določeni borzi
Teorija večjega bedaka	Položaj na finančnem trgu, ko vlagatelji kupujejo naložbo le na podlagi pričakovanj, da se bo našel nov vlagatelj – tako imenovani večji bedak –, ki bo pripravljen kupiti naložbo po višji ceni
Celotni donos	Donos, upoštevajoč dividende oziroma obresti

Viri: Ministrstvo za Finance, *Vlada odgovorila na Poslansko vprašanje Zmaga Jelinčiča Plemenitega v zvezi z zalogami rezerv zlata*, 2010; R. J. Shiller, *Home Page of Robert J. Shiller*, 2012; Investopedia, *Greater Fool Theory*, 2012.