

Expanzia tezurácie zlata ako dôsledok straty dôvery vo svetové meny¹

Luboš PAVELKA – Alexander TURAN*

The Expansion of Gold Hoarding as a Result of the Loss of Confidence in World Currencies

Abstract

Gold has been historically defined as the medium of exchange. Its role is significant even today, reflecting lack of confidence in fiat currencies and turbulences in the markets with the major reserve currencies and bonds denominated in them. Until 2009, there was an apparent trend of central banks to reduce the volume of gold reserves. However, after the full break out of the financial crisis in 2008, the trend reversed towards greater hoarding of gold. Investors are also turning to gold as an investment and increase the volume of precious metals in their portfolios. High gold price broke a record in nominal terms, however, in real terms, did not reach 60% of the price level from 1980. In submitted paper, the authors devote themselves to the analysis of gold prices and factors affecting it and present the estimates of the future price development.

Keywords: central banks, financial crisis, gold, monetary gold, gold reserves, investment, store of value, medium of exchange

JEL Classification: E31, E42, E58, G01, Q32

Úvod

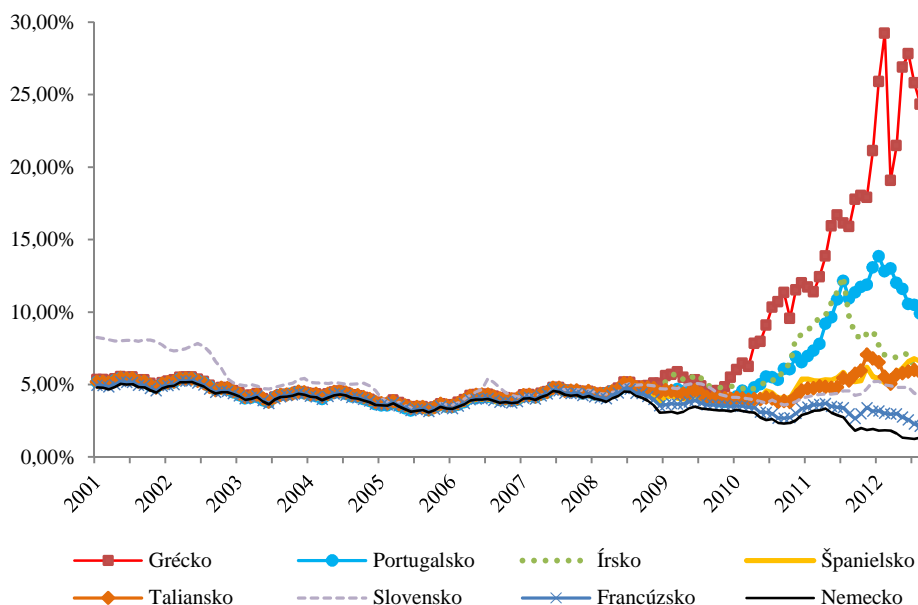
Obdobie po roku 2008 je poznačené finančnou, a neskôr ekonomickou krízou a následným oslabením dôvery vo svetové meny. Strata dôvery je do značnej miery determinovaná znalosťami čoraz širšej verejnosti o podstate a vzniku peňazí,

* Luboš PAVELKA – Alexander TURAN, Ekonomická univerzita v Bratislave, Obchodná fakulta, Katedra medzinárodného obchodu, Dolnozemska cesta 1, 852 35 Bratislava; e-mail: lubos.pavelka@euba.sk; alex.turan.jr@gmail.com

¹ Článok je spracovaný v rámci výskumného projektu VEGA č. 1/0550/2014 (Obchodná fakulta EU v Bratislave, KMO) *Nové výzvy v oblasti európskej energetickej bezpečnosti a ich vplyv na konkurencioschopnosť EÚ v horizonte do roku 2020.*

ako aj ich obmedzenej funkcii ako uchovávateľa hodnôt. Negatívne dôsledky finančnej a následne ekonomickej krízy vyústili do expanzie deficitov štátnych rozpočtov. Zvyšovanie zadlženosti ekonomík sa odrazilo v prehĺbení dlhovej krízy a strate dôvery investorov voči novým emisiám štátnych dlhopisov mnohých krajín. Tieto faktory zvýšili volatilitu úrokových mier, pri ktorých sú jednotlivé ekonomiky schopné refinancovať svoje doterajšie dlhy. Rozdielnosť v stave verejných financií sa prejavila vo forme rizikových prirážok a aj v „roztváraní nožníc“ medzi úrokmi požadovanými investormi pri kúpe štátnych dlhopisov zadlžených krajín (ako napr. Španielska, Portugalska a i.) a krajín s relatívne dobrými výsledkami vo verejných financiách (pozri graf 1).

G r a f 1

Výnosy 10-ročných dlhopisov vybraných krajín eurozóny od roku 2001

Prameň: ECB (2012).

Na ekonomické disproporce a disharmóniu vo verejných financiách investori doplatili pri riadenom bankrote Grécka v roku 2011. Dôvera investorov v dlhopisy krajín eurozóny, ktoré boli dovtedy považované za bezpečnú investíciu, bola silne poškodená. Za predpokladu existencie vyššieho rizika aj pri nákupe štátnych dlhopisov vyspelých krajín, a súčasne nízkym úrokovým výnosom z nich, zvyšuje sa aj tendencia investorov alokovať väčšiu časť svojho investičného portfólia do nehnuteľností a zlata (resp. iných komodít). Prasknutie hypotekárnej bubliny v USA v rokoch 2009 – 2010 viedlo v mnohých ekonomikách

k zníženiu cien predovšetkým rezidenčných nehnuteľností, mnohí investori obrátili svoj záujem k fyzickému zlatu (ingoty, mince), ale aj k dematerializovaným formám investícií do zlata, ako napr. fondy obchodované na burze (ETF fondy – *Exchange Traded Funds*). Cieľom tejto vedeckej state je posúdenie opodstatnenosti názorov investorov a ekonómov na to, či zlato z dlhodobého pohľadu dokáže zabezpečiť tezaurovanie kapitálu bez straty kúpnej sily. Cena zlata však začala stúpať skôr, ako došlo k prepuknutiu finančnej krízy (2008), pretože sa stupňovali obavy reálnych aj špekulatívnych investorov z toho, že uvoľnená monetárna politika centrálnych bánk, založená na nízkych úrokových sadzbách a zvyšujúca rast objemu peňazí v ekonomikách, bude viesť okrem iného aj k rastu cien zlata.

1. Funkcie menového a investičného zlata

Zlato sa historicky vymedzilo ako všeobecný ekvivalent nezávisle vo viacerých geografických oblastiach. Tento vzácny kov je ľahko tezaurovateľný, dobre deliteľný, a zároveň pomerne likvidný, predovšetkým ak ide o zlato v podobe štandardizovaných mincí s dennou fixáciou ceny. Na rozdiel od iných všeobecných platobných ekvivalentov, ako bolo plátno či kožušiny, zlato má obrovskú vnútornú hodnotu, ktorá je daná predovšetkým jeho vzácnosťou. Odhady celkovo vyťažených zásob zlata, ktoré zahŕňajú archeologické predmety, ako aj šperky, tehličky a zlato v inej forme v celospoločenskom vlastníctve, sa len približne odhadujú na úrovni 170 000 ton (GFMS, 2012). Ak by sa všetko doteraz vyťažené zlato použilo na vytvorenie zlatej kocky, mala by rozmer hrany približne 20 m.² Na rozdiel od kožušín alebo plátna, zlato je takmer nezničiteľné. To je jeden z dôvodov, prečo je zlato dodnes trvalým uchovávateľom hodnôt, a zároveň komoditou vymeniteľnou za akúkoľvek menu či tovar vo všetkých krajinách sveta. Nevýhodou zlata na mikroúrovni je vysoké rozpätie medzi kúpnou a predajnou cenou, ako aj náklady spojené s jeho fyzickou úschovou. Zlatý štandard vytváral podmienky na hospodársku a spoločenskú stabilitu stanovením pevných výmenných kurzov, čo umožnilo rozvoj svetového obchodu a investícií. Emitované bankovky a mince boli kryté zlatom a bolo ich možné vymeniť za zákonom definovaný objem tohto drahého kovu. J. M. Keynes zlato síce označil za „barbarský prežitok“, ale napriek tomu ho považoval za nástroj stabilizujúci menu. Zlato slúžilo ako svetový arbiter, a zároveň samoregulačný nástroj pre krajiny, ktoré boli nadmerne zaťažené dovozom, ktorý generoval schodky ich platobných bilancií. Zlato v takýchto prípadoch umožňovalo financovanie nerovnováh platobných bilancií voči krajinám s aktívnou bilanciou. Následný pokles

² Vlastný výpočet.

peňažnej zásoby vytváral defláciu a pokles domáceho dopytu. Tým sa opätovne obnovila konkurencieschopnosť a odstránil sa problém s obchodnými deficitmi a odlevom zlata. Naopak, v krajinách s prebytkami dovoz zlata zvyšoval množstvo obeživa a peňažnú zásobu, vytváral tlak na rast dopytu spotrebiteľov a investorov s vyústením do zvýšenej inflácie. Týmto spôsobom sa znižovala konkurencieschopnosť, ktorá bola pôvodne príčinou prílevu zlata (Marsh, 2012). Nastolenie stability v menových vzťahoch v podobe obnovenia zlatého štandardu (pozri De Soto, 2009) by však v podmienkach liberalizácie svetového obchodu a globalizácie finančných trhov bolo dnes absolútne vylúčené. Dôvodom nie je iba nedostatok zlata na krytie svetových mien, ale aj nemožnosť centrálnych bánk v adekvátnej miere prostredníctvom úrokových sadzieb ovplyvňovať hospodársky vývoj.

Objem zlata využívaného v priemysle stúpol predovšetkým v poslednom desaťročí (približne 12 % ročne vyťaženého zlata; pozri World Gold Council, 2012), čo sa premietlo do ďalšieho tlaku na rast jeho ceny.³

2. Zlato ako súčasť devízových rezerv

Zlato je považované za „mŕtvy“ kapitál, pretože jeho majiteľom neprináša úrok, rentu, ani dividendu. Tieto determinanty viedli v minulosti viaceré centrálné banky k jeho predaju. Od roku 2005 začala cena zlata výrazne rásť (s malou korekciou v roku 2008). Desaťročná (okt. 2002 – okt. 2012) „výkonnosť“ (*performance*⁴) ceny zlata prevyšujúca 548 %⁵ prekonáva takmer všetky komodity. Keď kľúčové centrálné banky znížili základné úrokové sadzby ako reakciu na finančnú krízu a ukončili predaj svojich zásob zlata, v roku 2009 nastal ešte výraznejší nárast cien zlata, ktorý je však po celý čas sprevádzaný značnou volatilitou. Množstvo ekonómov považuje investíciu do zlata za nevhodnú, práve z dôvodu absencie úroku a tvorby nákladov spojených predovšetkým s jeho transportom, skladovaním a poistením. Investícia do zlata sa aj v nedávnej minulosti považovala za „pesimistickú“, vhodnú pre investorov, ktorí nedôverujú modernému finančnému systému a boja sa jeho kolapsu. Avšak historický vývoj

³ Jeden z významných faktorov pôsobiach na cenu zlata je jeho čoraz komplikovanejšia ťažba. Náklady na vyťaženie jednej unce výrazne stúpili, pričom vykazujú značné rozdiely v závislosti od lokality, kde sa zlato ťaží. Podľa dostupných údajov sa v súčasnosti náklady na vyťaženie a separáciu 1 unce zlata z horniny pohybujú v rozmedzí 400 – 1 280 USD. Z doterajšieho vývoja je možné predpokladať, že ďalšími determinantmi cien zlata budú v blízkej budúcnosti ekologické faktory, ako aj potreba ťažiť zlato z väčších hĺbok.

⁴ Ukazovateľ, ktorý hovorí o rozdieli ceny voči určitému bodu v minulosti. Tento ukazovateľ sa štandardne používa pri obchodovaní na finančných burzách.

⁵ Výkonnosť zlata je tu prepočítaná v periode 25. 10. 2002 – 26. 10. 2012 podľa údajov Londýnskej burzy (*The London Bullion Market Association*).

cien zlata, resp. jeho kúpnej sily ukazuje, že zlato je veľmi pevnou menou, ktorá si svoju kúpnu silu na rozdiel od peňazí bez vnútornej hodnoty (tzv. *fiat* peniaze) veľmi dobre zachováva. Výrok bývalého francúzskeho prezidenta Ch. de Gaulla vystihuje podstatu investície do zlata: „*Stávkovať proti zlatu je to isté, ako stavať na vládu. Ten, kto staví na vládu a peniaze, ktoré kontroluje vláda, stávkuje proti 6 000 rokom zaznamenatej ľudskej histórie.*“ Zlato je poisťka pre investora predovšetkým v časoch nedôvery vo svetové meny, keď peniaze prestávajú byť uchovávateľom hodnôt a postupne i prostriedkom výmeny. To nie je len prípad mnohých krajín nachádzajúcich sa vo vojnovom stave či v medzivojnových obdobiach sprevádzaných neschopnosťou ekonomík zvládať obsluhu verejných dlhov. Oslabenie dôvery vo svetové meny, ktoré sú súčasťou devízových rezerv jednotlivých krajín kontinentu v období po expanzii negatívnych externalít dlhovej krízy ekonomík, zmenilo stratégiu investorov pri alokácii rezerv centrálnych bánk a štátov. To sa prejavilo vo zvýšenom záujme týchto inštitucionálnych investorov po zlato, ktorého cena, na rozdiel od štátnych dlhopisov, postupne rástla viac ako iné aktíva. Príkladom prudkého znehodnotenia meny je nedávny prípad historicky druhej najväčšej hyperinflácie v histórii ľudstva, ktorú len nedávno (v roku 2008) zaznamenalo Zimbabwe s infláciou $6,5 \times 10^{10} \%$, keď sa ceny za 7 dní v novembri zvýšili približne 64-násobne (Hanke a Kwok, 2009). Zlato môže byť uchovávateľom hodnôt práve v takýchto prípadoch, avšak vo vyjadrení v USD môže mať jeho výsledná cena aj charakter bubliny. V priebehu roka 2013 cena zlata vo svete postupne klesla oproti priemernej cene z roku 2012 až o 30 %. Sporenie v zlato preto nemusí byť pre investorov výhodné, a to dokonca ani v prípadoch, keď je možné využiť efekt priemerovania nákupných cien (*Cost Average Effect*).

Zatiaľ čo sa 1 kg zlata pred rokom 2005 dal kúpiť za približne 10 000 eur, dnes jeho cena presahuje 30 000 eur.⁶ Dlhodobý vzostupný trend vývoja cien zlata a pomerne nízka volatilita tohto kovu od roku 2009 motivovala k jeho nákupu inštitucionálnych aj retailových investorov. Situácia sa zmenila až v priebehu roka 2013; odvtedy cena zlata postupne klesala, predovšetkým v dôsledku toho, že centrálné banky v Rusku, Číne, Indii a niektorých ďalších ázijských ekonomikách obmedzili jeho nákup. Čoraz väčšia časť zlata je v súčasnosti súčasťou tzv. *symbolovej ekonomiky*⁷ (Baláž a kol., 2010). Dôvod poklesu cien zlata možno vidieť v redukcii objemu peňažných prostriedkov poskytovaných v podobe kvantitatívneho uvoľňovania zo strany FED-u v druhej polovici roka 2013, ktorého rozsah vzbudzoval obavy o stabilitu ešte stále dominantnej svetovej meny.

⁶ Približná cena 1 kg zlata v januári 2014 bola na úrovni 30 500 eur.

⁷ Ekonomika, v ktorej peniaze prestávajú slúžiť len ako výmenný ekvivalent určený na zabezpečenie tovarovej výmeny.

Menší objem refinančných zdrojov od centrálnych bánk sa vo všeobecnosti vníma ako signál na zvýšenie základných úrokových sadzieb. Prípadné zvýšenie úrokov sa následne môže odraziť v poklese preferencií teaurácie úspor do zlata a znížení jeho ceny. Vysoká cena zlata v nedávnej minulosti mohla byť spôsobená aj odhalenými manipuláciami s cenou zlata, ktoré zverejnil Nemecký finančný úrad (BaFin) v roku 2013, čo by nasvedčovalo tomu, že cena zlata je determinovaná špekuláciami a manipuláciou na trhu.

Investičné zlato sa predáva buď vo forme mincí, alebo tehličiek s rýdzosťou 995/1000 a viac, alebo ide o zlaté certifikáty a deriváty vo forme mimoburzových kontraktov (*forwards*) alebo burzových kontraktov (*futures, swap*) na zlato. Zásadný rozdiel medzi investíciou do zlata a striebra teda spočíva v oslobodení investičného zlata od DPH, pretože obchodovanie s ním podlieha devízovým predpisom.

Ako hlavné príčiny vývoja cien zlata v dekádach po zrušení tzv. zlatého štandardu (r. 1971) možno uviesť:

- masívne predaje investičného zlata z portfólií centrálnych bánk a medzinárodných organizácií (až do r. 2007) a zvyšovanie podielu zlata v týchto inštitúciách (od r. 2010) v rámci realokácie aktív;
- obavy z možného kolapsu svetového finančného systému a obavy z vysokej inflácie, ktoré sú podnecované predovšetkým neštandardnými opatreniami centrálnych bánk
- stále vyšší podiel drahých kovov (predovšetkým zlata) v portfóliách investorov vzhľadom na nízku výnosnosť predtým favorizovaných štátnych dlhopisov;
- možnosť zachovania anonymity majiteľov kapitálu v období sprísňovania postihov pri daňových deliktach a medzinárodnej kooperácie krajín v boji proti praniu špinavých peňazí a nezdaneného kapitálu vrátane krajín označovaných ako daňové raje;
- globálna stagnácia ťažby vzhľadom na čoraz zložitejšiu dostupnosť, ako aj prísnejšie environmentálne zákony.

3. Determinanty znižovania objemu zlatých rezerv centrálnych bánk trhov rozvinutých ekonomík

Zrušenie zlatého štandardu v roku 1971 so sebou prinieslo vo svetovej ekonomike zvýšenie globálnych nerovnováh, inflácie a volatility mien vrátane zmien v cenách zlata. Mnohé centrálné banky vo svete v tomto období predali časť devízových rezerv v zlato, ktorého cena počas niekoľkých desaťročí neodrážala rast cien v danej ekonomike. Dôvodom predaja zlata z devízových rezerv centrálnych bánk boli v minulosti obavy z poklesu jeho ceny, ale aj snaha centrálnych bánk generovať výnosy z alternatívneho investovania do iných aktív.

Predávať zlato z menových rezerv v minulosti odporúčal aj Medzinárodný menový fond (MMF) v spolupráci so združením centrálnych bánk rozvinutých trhových ekonomík v rámci Washingtonskej dohody o zlate (*The Washington Agreement on Gold*) v roku 1999, ktorá je renegociovaná každých 5 rokov (Orelana, 2001). K výzve sa pripojilo aj mnoho centrálnych bánk európskych štátov. Zatiaľ čo Česká národná banka (ČNB), ale aj Švajčiarska centrálna banka predali zlato ešte v období, keď stálo cca 1/3 dnešnej ceny, zatiaľ čo konzervatívna Národná banka Slovenska (NBS) si svoje zlaté zásoby v plnom rozsahu ponechala.

4. Predaj menového zlata ČNB

Príkladom štátov, ktoré sa v minulosti rozhodli predat' časť svojich menových rezerv, je Česká republika. Tamojšia Česká národná banka v septembri 1998 predala 31 ton zlata a z výnosu z jeho predaja nakúpila nemecké dlhopisy (Motl, 2007). Ak vychádzame z priemerných mesačných cien zlata v USD, tak septembrová cena bola 289 USD/tr. oz.⁸

Predaj zlata z portfólia devízových rezerv ČNB nebol v 90. rokoch dvadsiateho storočia žiadnou výnimkou. Napriek historicky dlhodobo nízkym svetovým cenám zlata sa k podobnému kroku vo vidine generovania úrokových výnosov v alternatívnych aktívach rozhodli viaceré centrálné banky vo svete. Odporúčania MMF nabádajúce štáty k predaju menového zlata v najväčšom meradle aplikovalo Švajčiarsko, ktoré v rokoch 2000 až 2012 predalo 1 379 ton zlata, t. j. takmer 43 %⁹ zlatých rezerv Švajčiarskej národnej banky (World Gold Council, 2012). Táto zmena bola daná predovšetkým tým, že Švajčiarsko ešte do roku 1999 uplatňovalo formu zlatého štandardu (The New York Times, 2010). Ďalšími čistými predajcami zlatých rezerv boli centrálné banky Francúzska (589 t; -19,5 % zlatých rezerv), Holandska (299 t; -32,8 % zlatých rezerv), Španielska (241 t; -46 % zlatých rezerv), Portugalska (224 t; -37 % zlatých rezerv), ale aj samotný MMF (310 t; -9,7 % zlatých rezerv) a Európska centrálna banka (ECB) (246 t; -32,9 % zlatých rezerv). Opačnú stratégiu zvolili niektoré rozvojové krajiny, ktoré medzi rokmi 2000 a 2012 zlato kupovali. Na čele týchto krajín stojí Čína, ktorá nakúpila 659 ton (+167 % zlatých rezerv), Ruská federácia (341 t; +89 % zlatých rezerv), India (200 t; +56 % zlatých rezerv) a Saudská Arábia (180 t; +126 % zlatých rezerv).¹⁰ Druhú spomenutú skupinu krajín, na čele

⁸ The London Bullion Market Association, priemerná cena zlata v sept. 1998, 1 trójska unca zodpovedá 31,10348 gramu čistého zlata.

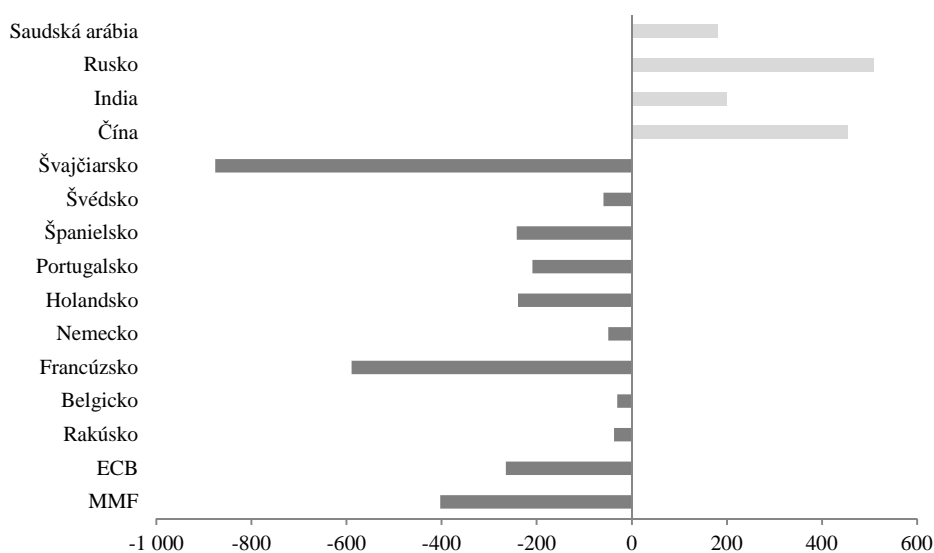
⁹ Vlastné prepočty.

¹⁰ Vlastné prepočty podľa údajov jednotlivých centrálnych bánk a Medzinárodného menového fondu.

s Čínou, predstavuje skupina exportne orientovaných ekonomík, ktoré majú obrovské dolárové devízové rezervy. Nárast zásob zlata centrálnych bánk týchto krajín, napriek tomu, že jeho použitie v monetárnych systémoch absentuje, môže byť náznakom zníženej dôvery vo svetové meny, ktoré sú súčasťou menových rezerv jednotlivých ekonomík. Výrazným motívom k nákupu zlatých rezerv zo strany tejto skupiny centrálnych bánk bolo aj posilnenie dôvery vo vlastné meny a zmena časti dolárových rezerv a iných devízových rezerv na zlato.

G r a f 2

Absolútna zmena zásob zlata vybraných centrálnych bánk (v tonách) medzi rokmi 2002 a 2012



Prameň: Vlastné spracovanie na základe údajov IMF (2010) a jednotlivých centrálnych bánk.

5. Vybrané ekonomiky BRICs a ich vplyv na ceny zlata

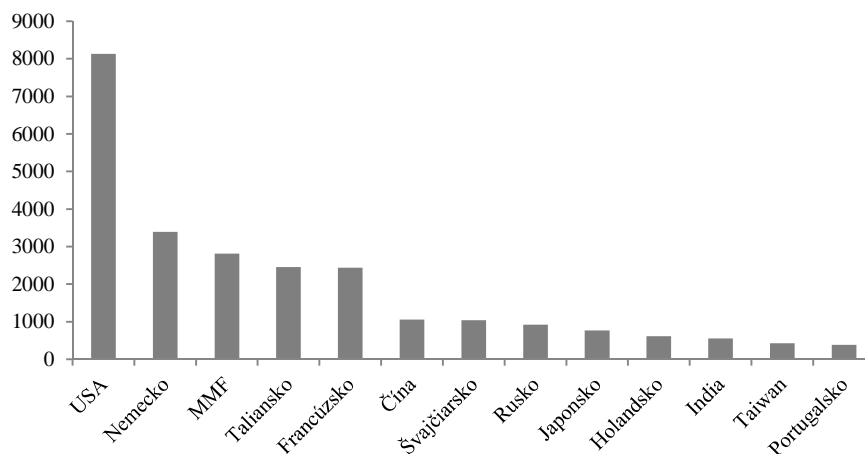
Indický a čínsky trh so zlatom je pri tvorbe cien mimoriadne dôležitý, pretože dopyt týchto dvoch krajín predstavuje približne 50 % globálneho dopytu (World Gold Council, 2012). Čína sa postupne profiluje ako finančná veľmoc a nielen štúdiá Goldman Sachs (O'Neill, 2001) predpokladá jej rast na najväčšiu ekonomiku na svete do roku 2039, ale aj samotná vláda USA ráta s takýmto vývojom, a to ešte v kratšom horizonte. „*Nekonvertibilita juanu je jednou z najväčších prekážok k tomu, aby sa Čína stala skutočnou finančnou veľmocou*“ – uviedol predseda predstavenstva Bank of China (BoC) (Bloomberg, 2010). Čína disponuje najväčšími dolárovými rezervami na svete, ktoré dosiahli 3,285 bilióna USD

(Bloomberg, 2010). Čína je tiež najväčším svetovým producentom zlata, a zároveň jeho druhým najväčším spotrebiteľom. Nákupom zlata sa Čína bráni znehodnocovaniu amerického dolára, v ktorom má alokovanú významnú časť svojich devízových rezerv. Túto stratégiu nasledujú ostatné krajiny BRICs (Brazília, Rusko, India, Čína a Južná Afrika), ako aj krajiny Blízkeho východu, predovšetkým Saudská Arábia. Bank of China má zo strategických dôvodov naďalej záujem o nákup zlata (Bloomberg, 2010). Rast objemu čínskych zlatých rezerv je markantný (medzi rokmi 2000 – 2012 až 175 %).¹¹ Čínska obchodná komora sa vyjadrila, že zlaté rezervy, ktoré predstavujú 1,6 % devízových rezerv Číny, držaných Čínskou ľudovou bankou (ďalej iba ČLB) (People's Bank of China), sú neadekvátne prinajmenšom v porovnaní s USA (75,1 %) a Nemeckom (71,9 %), a preto ich bude potrebné zvýšiť (World Gold Council, 2012).

Okrem zvyšovania zlatých rezerv ČLB rastie aj súkromný dopyt po zlato. Zvyšuje sa najmä dopyt rastúcej strednej triedy ČĽR po roku 2002, keď bol uvoľnený zákaz súkromného vlastníctva zlata. Podobný vývoj je v Indii, ktorá predstavuje najväčší trh so zlatými šperkami, ktorý nahrádza vo veľkom rozsahu nedôveru obyvateľstva v indickú rupiu a tamojší bankový systém. Ročná spotreba sa tu pohybuje približne na úrovni 550 ton (India Brand Equity Foundation, 2010).

G r a f 3

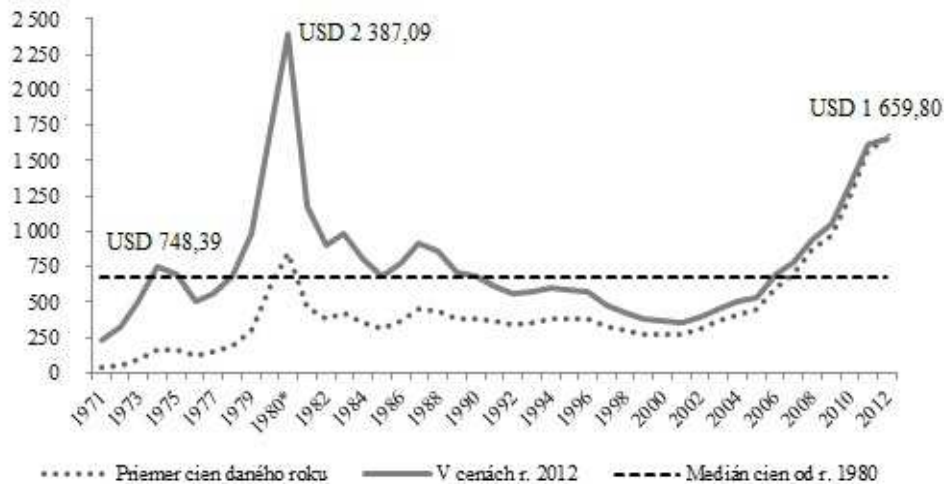
Krajiny a inštitúcie s najväčším objemom zlatých rezerv v tonách (10/2012)



Prameň: Vlastné spracovanie podľa údajov World Gold Council (2012).

¹¹ Ak by sa Bank of China rozhodla naďalej zvyšovať zlaté rezervy len takým tempom ako v rokoch 2000 – 2010, znamenalo by to nákup viac ako 175 ton zlata ročne. Takýto výrazný nárast zlatých rezerv je možný, avšak BoC by pravdepodobne nakupovala diskrétno a ohlásenie zmeny zlatých rezerv príde pravdepodobne ex post. Túto stratégiu volila BoC aj v minulosti, predovšetkým z dôvodu vysokej senzitivity trhu so zlatom na významné správy. Ambície vedenia Číny však naznačujú výrazný nárast zlatých rezerv.

Graf 4

Porovnanie nominálnych a reálnych cien zlata od roku 1980

Prameň: Vlastné spracovanie podľa údajov Goldprice (2012).

6. Zlato ako uchovávateľ kúpnej sily a predikcia jeho cenového vývoja

Nominálne vyjadrená cena zlata v rokoch 2012 a 2013 dosiahla v porovnaní s predchádzajúcimi dekadami svoje historické maximum. Najvyššia spotová cena zlata bola však zaznamenaná 5. a 6. septembra roku 2011, keď dosiahla 1 895 USD/tr. oz. (Goldprice, 2012). V grafe 4 uvádzame porovnanie nominálnych cien zlata od roku 1971 v porovnaní s cenami vyjadrenými v prepočte na kúpnu silu USD v roku 2012. Z grafu 4 a tabuľky 1 vyplýva, že nárast cien zlata od roku 2003 má rozdielne charakteristiky, napríklad rýchly skokový nárast v roku 1980; pritom ceny zlata dosiaľ nedosiahli úroveň 70 %¹² ceny z roku 1980 (vyjadrenej v kúpnej sile USD z roku 2012).

6.1. Analýza cenového vrcholu zlata z roku 1980

Záver roka 1979 a začiatok roka 1980 bol poznačený vznikom cenovej bubliny determinovanej niekoľkými paralelne pôsobiacimi faktormi. Jedným z týchto faktorov boli vojenské konflikty, ktoré spôsobovali obavy o globálnu bezpečnosť a strach z vypuknutia nového svetového konfliktu. Išlo predovšetkým o iránsku revolúciu (2. ropný šok) a vstup sovietskych vojsk do konfliktu neskôr známeho

¹² Porovnávané so zatváracou cenou na burze v Londýne 5. 7. 2012 (1 609,4 USD).

ako sovietska vojna v Afganistane, čo následne vyvolalo paniku na finančných trhoch. Druhým významným faktorom bol tzv. *Volckerov šok*¹³ – zmena monetárnej politiky FED-u, ktorá sa náhle obrátila na kontraaktívnu, resp. antiinflačnú a spôsobila americkej ekonomike šok (Kindleberger a Aliber, 2011). Porovnaním ceny zlata z roku 1980 (850 USD/tr. oz. k 21. 1. 1980) k cenovej úrovni zlata v roku 2013 (okolo úrovne 1 650 USD/tr. oz.) prichádzame k záveru, že nákup zlata v čase cenovej špičky a jeho teaurácia počas 33 rokov sa investorm nevyplatila. Cena zlata z roku 1980 v kúpnej sile z roku 1980 by totiž dnes musela dosiahnuť úroveň 2 390 USD/tr. oz. Bublinovú cenu z roku 1980 teda zlato stále nedosiahlo. Pri tomto porovnaní pritom nezohľadňujeme alternatívne možnosti investovania do aktív, ktoré prinášajú úroky alebo rentu. Pokiaľ by sme uvažovali s ročným kapitalizovaným výnosom (výpočet budúcej hodnoty zloženým úročením) úročitelných aktív vo výške 4 % p. a., cena zlata by musela dosiahnuť 3,6483-násobok ceny z roku 1980, t. j. približne 3 100 USD/tr. oz.

Výpočet budúcej hodnoty zloženým úročením

$$K_n = K_0 \left(1 + \frac{i}{100}\right)^n$$

kde

- K_n – budúca hodnota investície,
- K_0 – pôvodná hodnota investície,
- i – úroková miera,
- n – počet rokov.

6.2. Cena zlata v súčasnosti

Na rozdiel od roku 1980, keď cena zlata dosiahla vrchol veľmi rýchlo a o chvíľu potom nasledovala výrazná korekcia cien, v súčasnosti cena zlata rastie dlhodobo. Desaťročný medián zmien ceny zlata (v % meraný od októbra 2002 do októbra 2012) dosahuje vo všetkých hlavných svetových menách pozitívne hodnoty. Priemerný ročný prírastok ceny zlata za posledné desaťročie v 10 najdôležitejších menách presiahol 15 %, čo dokumentuje tabuľka 2. Mnohí predajcovia zlata a investori do tejto komodity tvrdia, že tento dlhodobý nárast je garanciou ďalších výnosov. Toto tvrdenie však môžeme veľmi jednoducho vyvrátiť. Od zániku fixácie dolára na zlato a uvoľnenia cien, t. j. od roku 1971 do roku 2012 došlo medziročne k 14 poklesom cien zlata a k 27 nárastom. Rovnako zaujímavé je sledovanie kumulovaného nárastu ceny, ako aj intenzity nárastov. V uvedenom období dosiahol kumulovaný pokles –161 % a kumulovaný nárast

¹³ Podľa vtedajšieho guvernéra Federal Reserve Paula A. Volckera Jr., hlavného iniciátora zmeny monetárnej politiky.

cien zlata 663 %. Najvýznamnejší nárast v peňažnom vyjadrení nastal medzi rokmi 2009 a 2010 o 318 USD (t. j. 29 %). Najvyšší relatívny nárast však nastal medzi rokmi 1978 a 1979, a to o 127 %.¹⁴

Tabuľka 1

Priemerné percentuálne medziročné zmeny cien zlata v rôznych menách v období október 2002 – október 2012 a celková zmena ceny za dané obdobie

	USD	EUR	JPY	GBP	CAD	CHF	INR	CNY
Priemerná medziročná zmena	18.4	14.6	13.7	17.5	12.7	12.6	19.1	15.3
Celková zmena ceny	548	414	352	530	349	342	608	414

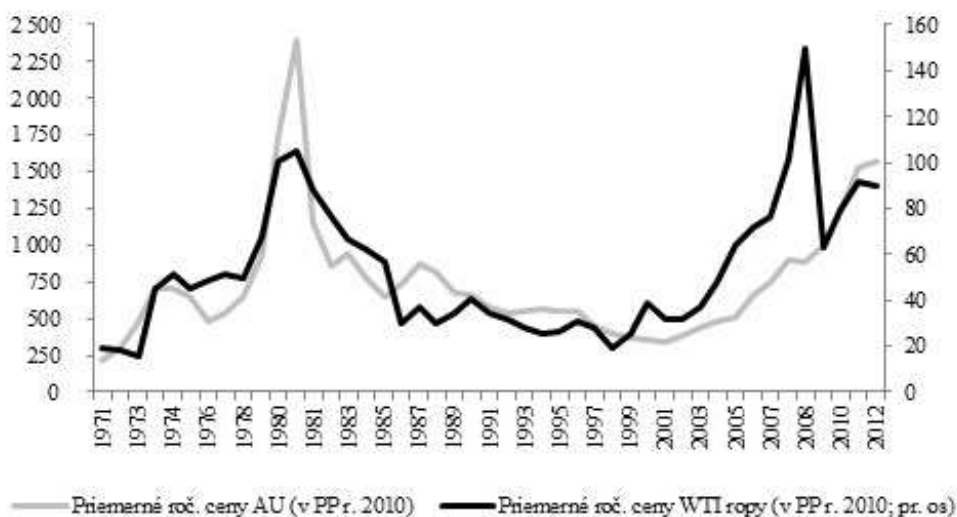
Prameň: Vlastné spracovanie podľa údajov z Goldprice (2012) a World Gold Council (2012).

6.3. Pomer cien ropy a zlata

Investori často hľadajú koreláciu medzi cenami zlata a vybraných komodít. V prípade ropy je napr. dlhodobý priemerný vzťah medzi cenami ropy a zlata na úrovni 15 – 17 barelov¹⁵ za 1 uncu.¹⁶ V roku 2012 ceny týchto komodít vykazovali priemerný pomer 1 : 18 v prípade WTI a 1 : 15 pri rope Brent. Pomery cien sa teda pohybujú blízko historického „optima“. Zlato by sme mohli považovať za mierne podhodnotené voči cene ropy Brent a mierne nadhodnotené voči cene ropy WTI. Relatívne silnú koreláciu cien zlata a ropy je možné sledovať na grafe 5, kde je zjavný podobný vývoj cien, jednak konjunktúrny, ale aj kontraktálny.

Graf 5

Porovnanie reálnych cien zlata a ropy od roku 1971 (USD, ceny r. 2010)



Prameň: Vlastné spracovanie podľa údajov World Gold Council (2012).

Korelačný koeficient týchto dvoch komodít sme vypočítali nasledovne:

$$r = \frac{n \sum xy - (\sum x)(\sum y)}{\sqrt{n(\sum x^2) - (\sum x)^2} \sqrt{n(\sum y^2) - (\sum y)^2}}$$

kde

x – nominálna cena zlata v USD,

y – nominálna cena ropy WTI v USD.

Vzhľadom na absenciu údajov od začiatku skúmaného obdobia, teda od roku 1971, sme museli časový rad skrátiť na obdobie od konca roku 1982 do konca roku 2012. So zreteľom na rozdielnosť denných kotácií oboch komodít (Chicago Mercantile Exchange, resp. London Bullion Market), ako aj nezhodu voľných dní v roku sme sa rozhodli využiť priemerné mesačné ceny. Takto sme sa dostali k súboru dát $n = 722$, resp. 361 párových cien. Z tohto súboru sme vypočítali koeficient korelácie $r = 0,84$.¹⁷ Ropa Brent dosiahla ešte vyšší koeficient korelácie $r = 0,89$, t. j. silnú pozitívnu koreláciu.

V prípade hypotetického predpokladu, podľa ktorého by cena zlata kopírovala trend ceny ropy a platil by predpoklad historickej cenovej korelácie týchto komodít ($r = 0,84$), by mal vrchol prekonať starý cenový rekord prepočítaný podľa súčasnej kúpnej sily dolára o 143 %, ¹⁸ t. j. cena zlata by musela vystúpiť na približne 3 400 USD (± 500 USD).

$$P_{Dif} = \frac{P_n}{P_{n-1}}$$

kde

P_{Dif} – rozdiel cien po sebe nasledujúcich maximálnych cien,

P_n – posledná cenová špička vyjadrená v USD s kúpnu silou v roku 2012,

P_{n-1} – predposledná cenová špička vyjadrená v USD s kúpnu silou v roku 2012.

¹⁴ Vlastné prepočty autorov založené na dátach z World Gold Council (2010 – 2012).

¹⁵ Tento rozsah je daný tým, aký druh ropy sa pri výpočte použije.

¹⁶ Historický priemer pomerov cien ropy a zlata sme vypočítali na základe porovnania databáz mesačných cien ropy a zlata od roku 1971 do roku 2012.

¹⁷ Výpočet bol založený na využití historických cien oboch komodít. Výpočty boli založené na dátach dostupných na World Gold Council (2010 – 2012); U.S. Energy Information Administration (2013) a Index Mundi (2013). Ropa Brent dosiahla ešte vyšší koeficient korelácie $r = 0,89$.

¹⁸ Porovnanie najvyššej ceny z júla 2009 a roku 1980 v kúpnej sile amerického dolára z roku 2012. Maximálna cena ropy WTI dosiahla v roku 1980 úroveň 104,89 USD (v kúpnej sile roku 2012), tento cenový vrchol bol prekonalý v roku 2008 na úrovni 149,66 USD (v kúpnej sile roku 2012), išlo teda o takmer 143 %-ný nárast ceny. Analogickú metodiku sme aplikovali na maximálnu cenu zlata z roku 1980 (v kúpnej sile roku 2012), ktorá dosiahla úroveň 2 393,18 USD.

Táto hypotéza je empiricky vyvrátená nielen skutočným vývojom cien týchto dvoch komodít, ktoré – na rozdiel od roku 1980 – nedosiahli v roku 2009 spoločne svoj cenový vrchol,¹⁹ ale aj charakterom samotnej korelácie, ktorá vysvetľuje len historický vzťah medzi dátami a v žiadnom prípade nemôže s určitosťou predpovedať ďalší vývoj cien. Zároveň korelácia nedokazuje kauzalitu. Preto sú podobné cenové výpočty ľahko spochybniteľné. Ak porovnáваме cenové stropy oboch komodít v rokoch 1974 a 1980, keď dosiahli svoje maximá, zistíme, že ropa v reálnych cenách zdražela približne 2-krát a zlato takmer 3,4-krát. Pri aplikácii korelácie zlata k rope v extrémnych rokoch 1974 a 1980 k situácii v máji 2011 (obdobie neistoty v súvislosti s dlhovou krízou v Grécku), ropa by dosiahla cenu približne 200 USD/bbl. a zlato 7 760 USD/tr. oz., čo je však pravdepodobne vysoká hodnota nielen vzhľadom na nižšiu skutočne dosiahnutú cenu ropy, ale aj vzhľadom na súčasnú cenu zlata. Maximálna cena ropy (147,27 USD/bbl.) bola približne 7,3-násobkom mediánu cien v období 1984 – 2003. Ak by sme chceli vypočítať maximum ceny zlata podľa tohto modelu, dostali by sme sa k hodnote približne 2 700 USD/tr. oz.

Z uvedených údajov vyplýva, že cenový rekord zlata z roku 1980 ešte nebol prekonaný. Pozoruhodné sú aj údaje mediána a priemeru reálnych cien zlata, ktoré predstavujú hodnoty približne 650 – 690 USD/tr. oz. Súčasná cena je teda vysoko nad dlhodobým priemerom i mediánom, avšak do veľkej miery odrážajú psychológiu účastníkov trhu, zvyšujúcu sa nedôveru v papierové meny a budúcnosť ekonomík dlhodobo vykazujúcich vysoké deficity verejných rozpočtov. Práve z uvedených dôvodov sa niektorí ekonómovia domnievajú, že pri status quo má zlato potenciál na ďalší rast až po strop približne 6 000 – 7 000 USD/tr. oz. Nárast HDP v sledovanom období nekoreluje s nárastom monetárnej bázy, zvyšujúcej sa z dôvodu monetárnej expanzie peňazí prostredníctvom QE1 a QE2,²⁰ z čoho vyplýva zvýšený tlak na ceny, ktorý sa však zatiaľ neprejavil. Domnievame sa však, že tento stav môže byť spôsobený kombináciou faktorov, ktoré naopak, dočasne spôsobujú cenovú depreciáciu menového zlata. Medzi tieto faktory patria nové, prísnejšie pravidlá pre banky,²¹ tzv. *credit crunch*, resp. nedôvera

¹⁹ V tomto prípade sa teda pravdepodobne prejavil i rozdielny charakter oboch komodít – napriek tomu, že sú mimoriadne atraktívnymi investíciami pre špekulačný kapitál, ropa je spotrebovanou komoditou, zatiaľ čo zlato má do určitej miery črty peňazí, pretože len 10 % je spracúvaných vo výrobe. Ostatok slúži na šperkárské účely a investičné, ako aj špekulačné aktivity. Zlato teda nie je v procese premieňané, ako napr. ropa, a nemíňa sa, naopak, je tezaurované práve pre jeho vnútornú hodnotu, ktorá je však z najväčšej miery daná pravdepodobne jeho historickou úlohou platidla a likviditou v časoch, keď *fiat* peniaze strácajú, resp. ak už stratili hodnotu.

²⁰ *Kvantitatívne (Quantitative) uvoľňovanie* je expanzívny typ monetárnej politiky, ktorý sa realizuje najmä masívnym nákupom vládnych dlhopisov, a teda zvyšovaním likvidity na trhu. Dostupnosť peňazí pre komerčné banky by sa za ideálnych okolností mala transformovať do zvýšeného množstva komerčných úverov, čo by malo viesť k naštartovaniu ekonomického rastu. Táto technika je však málo efektívna v prostredí, kde sa vyskytuje tzv. *pasca likvidity*.

na medzibankovom trhu, vyššia nezamestnanosť, problémy so splácaním nehnuteľností a pod. Na súvisľanosť medzi kvantitatívnym uvoľňovaním a rastom ceny zlata upozornil aj Cmorej (2011, s. 37), keď uviedol, že väčšina takýchto zdrojov končí na finančných trhoch. Dôvodom rastu ceny zlata tak v konečnom dôsledku môže byť psychológia správania aktérov na trhoch s cennými kovmi.²¹

6.4. Reakcia cien zlata na zmenu úrokových mier a monetárnej bázy

Podľa dostupných údajov je možné porovnávať aj reálnu úrokovú mieru s nominálnymi cenami zlata. Od roku 1971 je zjavným trendom opačný vývoj, čo je samozrejme logickým dôsledkom postupného znehodnocovania kúpnej sily peňazí pri nízkej úrokovej miere v kombinácii s vyššou infláciou. Stav negatívnej reálnej úrokovej miery historicky vyústil do rastúcej ceny zlata, ktorá bola dôsledkom zvýšeného dopytu investorov po tomto vzácnom kove v kontexte reálneho znehodnotenia investícií do dlhopisov. Na grafe 7 sme porovnávali reálnu úrokovú mieru ako výslednicu rozdielu medzi jednoduchými sadzbami *FED funds* (dlhopisy USA) a infláciou (CPI-U)²² v USA a nominálne ceny zlata. Podľa trendových línií, ktoré sme použili, je zjavný opačný pohyb, ktorý je daný predovšetkým už spomenutými faktormi. Pokiaľ sú súčasné kľúčové úrokové sadzby centrálnych bánk z dôvodu potreby oživenia hospodárskeho rastu ekonomík zápasiacich s recesiou, vysokou nezamestnanosťou a nízkym spotrebiteľským dopytom takmer na nule, skôr alebo neskôr dôjde k ich korekcii smerom nahor. Zvýšenie úrokov bude mať negatívny efekt na trhové ceny zlata ako investičnej komodity svetového významu.

Rok 1980 bol pre USA špecifický vysokou infláciou na úrovni 14 %, s úrokovými sadzbami oscilujúcimi v pásme 9 % až 18 % p. a. Reálna úroková miera sa teda pohybovala blízko nuly, a neskôr sa znížila až na takmer -5 %, čo malo vplyv na nárast ceny zlata až na úroveň 850 USD za uncu. Zjavne opačné trendy vývoja reálnych úrokových mier a cien zlata poznačili aj nasledujúce dekády. V súčasnosti sa reálna úroková miera pohybuje veľmi blízko nule. FED by podľa svojich vyhlásení mal udržiavať úrokové miery blízko nule až do roku 2015.²³ Akú infláciu však spôsobí kvantitatívne uvoľňovanie v podmienkach nízkeho dopytu po investíciách a úveroch z dôvodu minimálneho hospodárskeho rastu ekonomík, ktorých meny majú majoritný podiel na svetových devízových rezervách, je však ťažké predpovedať. Pravdepodobne bude okrem už spomenutých

²¹ Napríklad Dodd-Frank Act, Basel III.

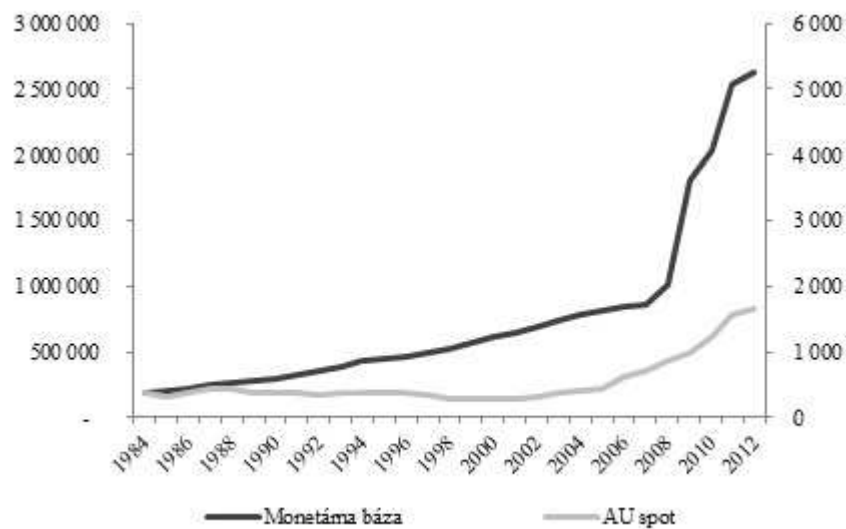
²² Z titulu výpočtu reálnej úrokovej miery.

²³ QE III je bezprecedentným programom, ktorý by mal do americkej ekonomiky mesačne imputovať 40 mld. USD, pokiaľ Federal Reserve System neuzná za vhodné tieto opatrenia zastaviť.

faktorov v praxi aspoň dočasne pôsobiť fenomén pasce likvidity charakterizovaný J. M. Keynesom. Pravdepodobný je mierny nárast inflácie, čo sa bude odrážať aj v náraste cien zlata.

Graf 6

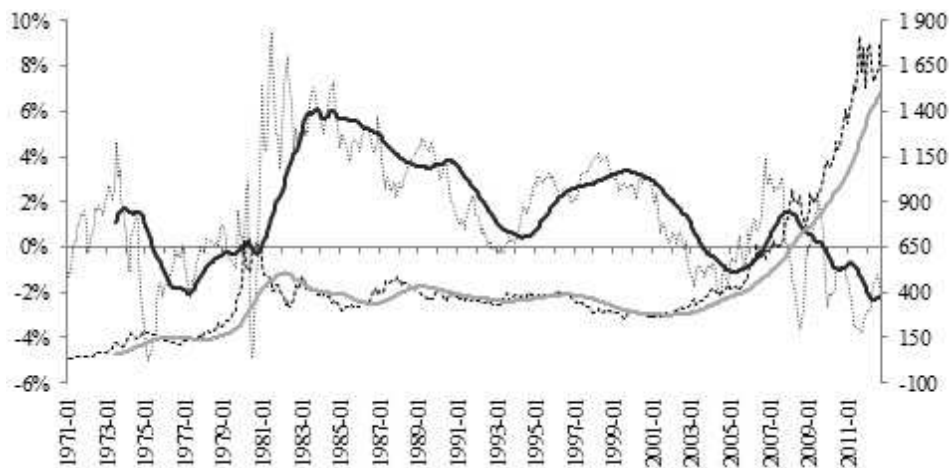
Porovnanie veľkosti monetárnej bázy USA (ľavá os; v mil. USD) a spotovej ceny zlata (USD/tr. oz.) od roku 1984 do novembra 2012



Prameň: Vlastné spracovanie podľa údajov z FED (2010); World Gold Council (2012).

Graf 7

Porovnanie reálnych úrokových mier a nominálnych cien zlata v USD od roku 1971



Prameň: Vlastné spracovanie podľa údajov FED (2010).

7. Vplyv dlhovej krízy na ceny zlata

Exponenciálny rast svetových cien zlata sa prejavuje postupným rastom nedôvery investorov po prerastení finančnej krízy v roku 2008 (konkurz investičnej banky Lehman Brothers) do ekonomickej recesie a po uvoľnení monetárnej politiky (nízkymi úrokmi a monetárnymi inputmi frakčných peňazí) centrálnych bánk z dôvodu nadmernej zadlženosti väčšiny ekonomík a opätovného oslabovania hospodárskeho rastu v rokoch 2011 a 2012. Investori namiesto nakupovania nízko úročitelných štátnych dlhopisov (*treasury bonds*) a pokračovaní v prudkom raste verejného dlhu USA, ktorý môže ohroziť postavenie dolára ako svetovej rezervnej meny, radšej uprednostňujú alokáciu finančných zdrojov do menového zlata. Štúdia Kongresovej rozpočtovej kancelárie (Congressional Budget Office) s názvom *Dlhodobá perspektíva vývoja verejného rozpočtu (Long Term Budget Outlook)* uvádza: „V súlade so súčasným právnym poriadkom je federálny verejný rozpočet na neudržateľnej ceste, t. j. verejný dlh bude v dlhodobom horizonte rásť nad'alej oveľa rýchlejšie ako ekonomika“ (Congressional Budget Office, 2009). Podľa spomenutej štúdie USA nebude schopné vyprodukovať prebytkový rozpočet počas ďalších 70 rokov. Uvedené údaje kreujú nedôveru investorov v dolár a štátne dlhopisy. To rezultuje v častejšom presmerovaní investícií od štátnych dlhopisov k zlatu, ktoré by mohlo eliminovať efekty negatívnych externalít prípadného bankrotu najväčších ekonomík.

Dlhová kríza ekonomík od roku 2009 zvyšovala záujem investorov o fyzický nákup drahých kovov, najmä zlata, platiny a striebra. Banky sa prispôbili záujmu klientov o nákup zlata a ponúkli im predovšetkým zlaté účty s možnosťou pravidelného investovania peňazí do nákupu zlata. Pri nealokovaných účtoch (napr. *Gold Accumulation Plans*) investor ukladá v pravidelných intervaloch finančné zdroje na účet, z ktorého správca realizuje fyzický nákup zlata (Chovancová et al., 2012). Investori majú možnosť nákupu aj zlatých certifikátov, alebo akcií ťažobných spoločností. V prípade špekulatívnych obchodov sa využívajú buď neštandardizované deriváty (*forwards*), alebo štandardizované obchody s *futures*, ktorých podkladovým aktívom je zlato. *Futures* na zlato obchodované na Comex NY sú v čistej dlhej pozícii, čo naznačuje špekulácie ohľadne rastu ceny zlata zo strany investorov (U.S. Commodity Futures Trading Commission, 2012). Dáta o opciách tiež potvrdzujú tzv. *býčii trh*, pretože opcie na kúpu zlata do marca 2013 sa pohybujú medzi 1 800 – 2 200 USD/tr. oz. (Bloomberg, 2010). S investovaním do zlatých *futures* prostredníctvom pákového efektu umožňujú aj pri relatívne nízkych kapitálových zdrojoch dosiahnuť značné zisky, ale aj straty. Na elimináciu týchto rizík sa preto využívajú príkazy *stop-loss*, ktoré je možné využiť pri krátkej aj dlhej pozícii (Chovancová et al., 2012).

Investori čoraz viac pretavujú turbulentnú situáciu na globálnych trhoch a neistotu investícií, ktoré boli ešte nedávno považované za bezpečné (dlhopisy), do svojich rozhodnutí o nákupe zlata.²⁴ Cena bude do značnej miery závisieť od ďalších krokov FED-u (QE III), keďže jeho monetárna politika bude pretavená do inflácie dolára, ako aj od iných už spomenutých faktorov.

8. Produkcia zlata

Odhad zásob vytťažiteľného zlata je veľmi komplikovaný a nepresný, aj napriek v súčasnosti vysokej úrovni technológií. Odchýlky v predikcii vývoja determinuje aj dostupnosť relevantných informácií z jednotlivých ekonomík, ktoré často podliehajú skresleniu, resp. sú utajované.

Historicky najväčšie množstvo zlata sa vytťažilo v roku 2011, keď bol po desaťročí prekonaný rekord z roku 2001. Celosvetovo bolo vytťažovaných 2 700 ton, čo bolo o necelých 100 ton viac ako v roku 2001. V porovnaní s rokom 2001 bola ťažba roku 2009 (2 350 ton) takmer o 10 % nižšia. Nominálne ceny zlata narástli medzi rokmi 2001 a 2009 takmer o 260 %. Predošlé periódy zníženého množstva ťažby boli výsledkom svetových konfliktov (prvá a druhá svetová vojna), konca zlatého štandardu či masívneho predaja zlatých rezerv centrálnych bánk, pričom všetky tieto časové úseky trvali približne 5 rokov. V súčasnosti sme však svedkami už takmer dekády stagnujúcej ťažby.

Záver

Investičné zlato nepredstavuje menu, aj keď z pohľadu legislatívy je považované za devízu, a preto jeho predaj nepodlieha dani z pridanej hodnoty. Kedykoľvek sa pri používaní peňazí objavili špekulácie zo strany panovníkov a vlád, ľudia sa obrátili k zlatu, ktorým často nahradili svoju znehodnotenú menu, pokiaľ sa dôvera k mene neobnovila, alebo sa neobjavila mena celkom nová. Jednou z podstatných nevýhod investície do zlata je, že nevytvára úrok, ani negeneruje dividendy alebo rentu. Historické skúsenosti ukázali, že zlato sa na rozdiel od papierových peňazí nikdy nestalo bezcenným. Čím sú úrokové sadzby nižšie (a teda cena peňazí nižšia), tým viac stúpa pravdepodobnosť, že stúpne dopyt po zlate a jeho cena sa bude zvyšovať. Zlato je aj zrkadlovým obrazom tak vývoja

²⁴ John Paulson a George Soros, patriaci k najvýznamnejším investorom a manažérom hedžových fondov, zvýšili podiel investícií do zlata vo svojom portfóliu (o 26 % a 49 %). Až 16 najvýznamnejších analytikov vybraných Bloombergom (globálne najvýznamnejší systém finančných dát a správ) odhaduje budúročný rast cien zlata o viac ako 11 % (Larkin a Roy, 2012). Významné banky aktívne v investičnom bankovníctve predpokladajú rast cien zlata v roku 2013: Credit Suisse (1 880 USD), UniCredit SpA (1 950 USD), Deutsche Bank AG (2 300 USD za uncu) (Bloomberg, 2010).

hodnoty dolára a iných dôležitých mien, ako aj dôvery v papierové (*fiat*) meny. Dôvera vo svetové meny je dlhodobo našttrbená. Práve táto nedôvera, v kombinácii s čoraz väčšími prebytkami obchodnej bilancie významných ázijských ekonomík, ovplyvňuje dopyt inštitucionálnych investorov po investičnom zlate. V súčasnosti je celý svet sužovaný a ovplyvnený globálnou hospodárskou krízou. Niet pochyb o tom, že táto kríza z dôvodu extrémneho rastu verejných dlhov v určitých podobách stále pretrváva, čo otvára diskusie o tom, či nasledujúce obdobie bude charakterizované infláciou, alebo defláciou. V periódach inflácie investori preferujú hmotné aktíva, zatiaľ čo v časoch deflácie hotovosť. Zlato má jedinečnú charakteristickú vlastnosť – je komoditou, ktorú možno pomerne rýchlo premeniť na likvidné prostriedky. Táto vlastnosť predurčuje tento vzácny kov byť overenou poisťou nielen pre inštitucionálnych investorov, ale predstavuje aj formu diverzifikácie investičného portfólia dlhodobých osobných úspor. Problémom investičného zlata však je dlhodobo jeho prílišná volatilita, pretože viac ako fyzické nákupy na jeho cenu vplýva enormný rozsah špekulatívnych obchodov bez fyzickej dodávky tejto komodity. Naviazanosť meny na zlato je nutné považovať za relikť minulosti, ktorý nielenže je nereálny, ale zároveň z dôvodu nutnej predikcie deflačných tlakov v ekonomikách s menami naviazanými na zlato je aj škodlivý.

Historická komparácia cenového vývoja zlata podľa nášho názoru preukázala, že zlato nemusí byť v porovnaní s alternatívnymi investíciami vždy jednoznačným uchovávateľom kúpnej sily úspor predstavujúcich odloženú spotrebu. Absencia reálnych výnosov pri alokácii kapitálu do zlata determinuje opodstatnenosť hypotéz, že zlato je mŕtvy kapitál, výhodný predovšetkým v prípade katastrofálnych hospodárskych pomerov vo svetových ekonomikách, v čase hyperinflácie alebo vojen. V období upevňovania dôvery účastníkov trhu a pozitívnych predikcií hospodárskeho rastu však jeho cena naopak klesá, súčasne s rastom úrokových sadzieb kľúčových mien, v ktorých je alokovaná podstatná časť devízových rezerv jednotlivých ekonomík.

Literatúra

- BALÁŽ, P. a kol. (2010): Medzinárodné podnikanie: na vlne globalizujúcej sa svetovej ekonomiky. 5. preprac. a dopl. vyd. Bratislava: Sprint dva, Edícia Economics, 546 s. ISBN 978-80-89393-18-3.
- BLOOMBERG (2010): China Should Consider Increasing Gold Reserves. Central Bank Adviser Says. [Online.] [Cit. 2010-06-12.] Dostupné na internete: <<http://www.bloomberg.com/news/2010-12-03/china-should-consider-increasing-gold-reserves-to-boost-trade-in-the-yuan.html>>.
- CMOREJ, P. (2011): Nová podoba globálneho finančného systému. In: PAUHOFVÁ, I. (ed.): Budúce podoby ekonomických systémov. [Zborník z medzinárodnej konferencie.] Bratislava: Ekonomický ústav SAV. ISBN 978-80-7144-193-9.
- CONGRESSIONAL BUDGET OFFICE (2009): The LongTherm Budget Outlook. [Online.] [Cit. 2011-14-12.] Dostupné na internete: <<http://www.cbo.gov/publication/20776>>.

- De SOTO, H. J. (2009): Peníze, banky a hospodářské krize. [Překlad M. Froněk et al.] Praha: ASPI – Liberální institut, 865 s. ISBN: 978-80-7357-411-6.
- ECB (2010): ECB Increases its Capital. [Online.] [Cit. 2010-16-12.] Dostupné na internete: <http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2010/html/pr101216_2.en.html>.
- ECB (2012): Statistical Data Warehouse: Exchange Rates. [Online.] [Cit. 2012-16-11.] Dostupné na internete: <http://sdw.ecb.europa.eu/browseTable.do?node=2018794&FREQ=D&CURRENCY=USD&sf1=4&DATASET=0&sf3=4&SERIES_KEY=120.EXR.D.USD.EUR.SP00.A>.
- FED (2010): Federal Reserve Statistical Release. [Online.] [Cit. 2010-26-11-] Dostupné na internete: <<http://www.federalreserve.gov/releases/H3/hist/h3hist1.htm>>.
- GFMS (2012): Precious Metals Consultancy. [Online.] [Cit. 2012-20-11.] Dostupné na internete: <<http://www.gfms.co.uk/>>.
- GOLDREPORTER.DE (2010): Sociétés Générale: Gold wird besser laufen als Silber. [Online.] [Cit. 2010-14-12.] Dostupné na internete: <<http://www.goldreporter.de/societe-generale-gold-wird-besser-laufen-als-silber/gold/4017/>>.
- GOLDPRICE.ORG (2012): Gold Price Calculators. [Online.] [Cit. 2010-20-11.] Dostupné na internete: <<http://www.goldprice.org/spot-gold.html>>.
- HANKE, S. – KWOK, A. (2009): On the Measurement of Zimbabwe's Hyperinflation. *The Cato Journal*, 29, č. 2, s. 353 – 364.
- CHOVANCOVÁ, B. et al. (2012): Komoditné trhy a reálne investície. 1. vydanie. Bratislava: Iura Edition, 349 s. ISBN 978-80-8078-453-9.
- IMF (2010): Report for Selected Countries and Subjects. [Online.] [Cit. 2010-26-11.] Dostupné na: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2010/02/weodata/weorept.aspx?sy=2000&ey=2011&scsm=1&ssd=1&sort=country&ds=%2C&br=1&pr1.x=77&pr1.y=12&c=111&s=NGDP_R%2CNGDPD&grp=0&a=>>.
- INDIA BRAND EQUITY FOUNDATION (2010): Gems and Jewellery. [Online.] [Cit. 2010-18-11.] Dostupné na internete: <<http://www.ibef.org/industry/gemsjewellery.aspx>>.
- INDEX MUNDI (2013): Crude Oil Monthly Price. [Online.] [Cit. 2013-29-01.] Dostupné na internete: <<http://www.indexmundi.com/commodities/?commodity=crude-oil&months=360>>.
- KINDLEBERGER, Ch. – ALIBER, R. (2011): Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises. Palgrave: Macmillan, 356 s. ISBN 978-230-365-353. s. 284.
- LARKIN, N. – ROY, D. (2012): Soros Buying Gold as Record Prices Seen on Stimulus. [Online.] [Cit. 2012-10-11.] Bloomberg News. Dostupné na internete: <<http://www.bloomberg.com/news/2012-11-20/soros-buying-gold-as-record-prices-seen-on-stimulus-commodities.html>>.
- MARSH, D. (2012): Euro: boj o osud nové globální měny. [Překlad V. Mlejnek.] Brno: Centrum pro studium demokracie a kultury, 479 s. ISBN 978-80-7325-277-9.
- MOTL, S. (2007): Kam zmizel zlatý poklad. Praha: Rybka Publishers, 263 s. ISBN 80-86182-69-X.
- O'NEILL, J. (2001): Building Better Global Economic BRICs. [Online.] [Cit. 2010-19-06.] Global Economics Paper, No. 66. Dostupné na internete: <<http://www.researchselectfund.com/ideas/brics/building-better-doc.pdf>>.
- ORELANA, M. A. (2001): The Washington Agreement on Gold. [Online.] [Cit. 2013-29-01.] Dostupné na internete: <<http://pubs.iied.org/pdfs/G00537.pdf>>.
- THE NEW YORK TIMES (2010): Swiss Narrowly Vote to Drop the Gold Standard. [Online.] [Cit. 1999-19-04.] Dostupné na internete: <<http://query.nytimes.com/gst/fullpage.html?res=9D06E4DA1E3BF93AA25757C0A96F958260>>.
- U.S. COMMODITY FUTURES TRADING COMMISSION (2012): Future Market. [Online.] [Cit. 2011-27-6.] Dostupné na internete: <<http://www.cftc.gov/OCE/WEB/index.htm>>.
- U.S. ENERGY INFORMATION ADMINISTRATION (2013): Petroleum and Other Liquids. [Online.] [Cit. 2013-29-01.] Dostupné na internete: <<http://www.eia.gov/dnav/pet/hist/LeafHandler.ashx?n=pets&s=rwtc&f=m>>.
- WORLD GOLD COUNCIL (2012): World Official Gold Holdings. [Online.] [Cit. 2012-27-10.] Dostupné na internete: <<http://www.gold.org/investment/statistics>>.