

## Dvomite, da je zlato dobra naložba?

**GORAZD VIDMAR:** »EDEN RAZLOGOV ZA VEČJO PRILJUBLJENOST NALOŽB V ZLATO JE PRAV GOTOVO POLITIKA BANČNIH OBRETNIH MER, KI SO DO NEDAVNA PADALE, MEDTEM KO JE BIL DONOS NALOŽB V ZLATO BISTVENO UGODNEJŠI OB PRAKTIČNO NIKAKRŠNEM TVEGANJU. TO DEJSTVO JE MARIKATEREGA KONZERVATIVNEGA IN PREVIDNEGA VLAGATELJA OD DENARNIH DEPOZITOV PREUSMERILO V ZLATO.«

Z njim smo se pogovarjali zvečer, po končanem tehničnem izobraževanju v albanski Tirani, kamor ga je poslal delodajalec Oracle Corporation. Gorazd Vidmar je ob tem tudi svetovalec za naložbe pri ljubljanskem podjetju Moro, ki je znano zlasti zaradi trgovanja z zlatom. Če kdo, potem se na zlato spozna Vidmar, ki se ne otepa odgovorov niti na naivna vprašanja.

### LAHKO NAPOVESTE, KAKO SE BO V PRIHODNJE GIBALA CENA ZLATA?

Lahko. To sem med diskusijami s pravimi eksperti naredil že nekajkrat in nikoli(!) se nisem zmotil. Zadnja napoved je veljala pričujočemu padcu, ki se dogaja že kak mesec. Napovedal sem ga skoraj na dan natančno. Vendar se bom kot ostali »preroki« tudi



jaz nekega dne močno zmotil in to je tudi razlog, zakaj teh napovedi ne obešam na veliki zvon, saj ko se bom enkrat zmotil, se me bo za vedno prijel nalepka »slab prognostik«.

### »ZMOTITE« SE, PROSIM, ZDAJ!

Kako se bo gibala cena zlata, je poskušalo napovedati že nešteto prerokov. Delali so vse mogoče analogije in primerjave z zgodovino, ekonomskimi podatki, s političnimi razmerami, vremenskimi prilikami in neprilikami, na koncu pa lahko iz njihovih napovedi povzamemo le eno: vsi po vrsti so se do zdaj že kdaj zmotili. Izjema so »analitiki«, ki napovejo gibanje za pol leta naprej nekako takole:

- cena bo rasla (sledí pol strani dolg elaborat, zakaj bo cena rasla),

- cena bo padla (znova pol strani razlage, zakaj lahko cena pade),
- cena bo stagnirala (ponovno vsi možni in nemožni razlogi za tako gibanje).

To blebetanje je matematično-logično povsem natančno in nezmotljivo, vendar je praktično slabše kot nikakršna napoved, saj tako pisec in bralec trošita svoj čas, rezultat pa je nikakršen.

Ko so me pred tremi meseci vprašali, kakšni so izgledi za zlato, je bil moj odgovor kristalno jasen: »Do začetka septembra pričakujem padanje cene celo tja do 570 dolarjev, vendar se mi zdi spodnja meja okoli 600 dolarjev bolj realna.« To je povsem nedvoumna prognoza in kdor mi zaupa, bo pač »naložil« zlato v svoj portfelj konec avgusta ali prvi teden septembra.

To je seveda le kratkoročna prognoza do konca poletja. Naložbe v zlato so praviloma bistveno bolj dolgotrajne in pravega »zlatega hrošča« zanima, kaj bo z zlatom v naslednjih desetih ali tridesetih letih. Za naslednjih deset do petnajst let je stvar jasna: uptrend, vrednost bo rasla.

#### VZTRAJAMO: ZA KOLIKO BO RASLA VREDNOST ZLATA V EVRIH?

Američani računajo v dolarjih, kar je popolnoma irelevantno, saj je ravnno vse šibkejši dolar glavni dinamo zdajšnjih trendov. Sam napovedujem največ 2000 evrov do leta 2017, realnejša vrednost se mi zdi 1000 do 1200 evrov s kratkotrajnimi nihaji navzgor in navzdol, seveda.

Eden razlogov za večjo priljubljenost naložb v zlato je prav gotovo politika bančnih obrestnih mer, ki so do nedavna padale, medtem ko je bil donos naložb v zlato bistveno ugodnejši ob praktično nikakršnem tveganju. To dejstvo je marsikaterega konzervativnega in previdnega vlagatelja od denarnih depozitov preusmerilo v zlato. Olju na ogenj je temu trendu prilila še država, ki je obdavčila obresti na bančne vloge, medtem ko je trgovina z investicijskim zlatom oproščena DDV. Poleg tega so tu še zelo ugodne napovedi glede cenovnih gibanj.

#### KAJ SE JE Z ZLATOM DOGAJALO V PRETEKLOSTI, DAVNI IN BLIŽNJI?

Zlato je med ljudmi skozi tisočletja veljalo kot dobrina posebne vredno-

sti. Kot podobne dobrine posebnega pomena je treba omeniti še srebro, platino, diamante, poldrage kamne ... Že davno pred današnjo moderno ekonomijo je bilo zlato denar in obratno – pravi denar je bil zlato. Iz ameriške zgodovine vidimo, da je bil 20-dolarški bankovec na začetku le certifikat, ki je imetniku dajal pravico, da od centralne banke v zameno lahko kadarkoli dobi unčo zlata. In 20 dolarjev je bila v Ameriki več kot stoletje tudi cena za unčo zlata: od 1800 do 1844 je stala 19,3 dolarja, nato od 1844 do 1933 natančno 20,6718 dolarja za unčo. Leta 1933 je Roosevelt dolar prenesel iz zlate na srebrno podlago in cena zlata »popravil« na 35 dolarjev, kar je veljalo do leta 1971. Pa še eno veliko zaslugo ima gospod Roosevelt: konfiskacijo zlata – ameriški državljani so morali leta 1933 vse investicijsko zlato, ki ni štel kot umetnina, numizmatična vrednost, zgodovinska vrednost ipd., vrniti centralni banki. Konfiskacija je bila ukinjena leta 1974. Potem pa je Richard Nixon 1971 dokončno ukinil »zlato standard« in od takrat dalje gresta zlato in dolar vsak svojo pot. Torej investiranje v zlato v bistvu niti nima tako dolge zgodovine – komaj 36 let. To je v primerjavi z zgodovino ameriškega ali britanskega trga vrednostnih papirjev dokaj kratka doba, zato je na voljo razmeroma malo »pretresov«, na osnovi katerih bi lahko potem primerjali trende in napovedovali gibanje.

V zadnjem času je na finančnih trgih poleg fizičnega investicijskega zlata na voljo vse več dodatnih možnosti trgovanja z zlatom: od certifikatov, zlatih skladov, elektronskega trgovanja, opcijskega terminskega poslovanja, garancij rudniških firm do različnih vrst varčevanja v zlato v bankah, na žalost tujih. Domače banke za zdaj ponujajo le sefe.

#### KAKŠNO VLOGO IMA ZLATO V NALOŽBENEM PORTFELJU PAMETNEGA VLAGATELJA?

Ohranja vrednost: unča (20 dolarjev) je pred 100 leti kupila praktično isto, kot lahko kupi danes, denimo moško obleko,

- razpršen in robustnejši portfelj,
- dodatek kombinaciji delnic, obveznic in denarja,
- cena zlata se giblje neodvisno od delnic,
- dolgoročni donosi so primerljivi z

- delnicami,
- je v začetni fazi dolgoletnega vzpona,
- cena je, če upoštevamo inflacijo, še vedno blizu zgodovinskega minimuma.

#### NA ČRNI PETEK, 13. APRILA LETOS, KOT SO ALARMANTNO PISALI MEDIJI, JE CENA ZLATA NA MNOGIH VELIKIH SVETOVNIH BORZAH STRMO PADLA. KOGA JE UDARIL TA PADEC, KOGA RAZVESELIL?

Črni petek 13. aprila letos? Podatki kažejo čisto druge datume padanja in vzponov. Prej bi se obesil na zadnje dneve februarja, ko je bil padec veliko bolj spektakularen.

Padci praviloma razveselijo tiste, ki so zamudili vlak, ko je ta začel svojo pot navzgor. To je vedno priložnost, da zamudniki nekoliko »popravijo« strukturo svojega portfelja. In na drugi strani je padec zgled in opomin borznim špekulantom, ki prek terminskega kratkoročnega trgovanja skušajo priti do razmeroma lahkega in hitrega zasluga.

Dolgoročni vlagatelji v zlato jo

kar dobro odnesejo tudi ob borznih pretresih v stilu »konec februarja 2007«. Sicer pa taki pretresi prečistijo tržišče in odplaknejo kratkoročne špekulante (angleško »traders«) in na tržišču ostanejo le investitorji (angleško »investors«). Podobno kot nevihta sredi poletja. Prečisti zrak in spere ceste. Nič slabega.

#### KAJ NAJBOLJ VPLIVA NA SVETOVNO CENO TE PLEMENITE KOVINE, KOLIKOVNO VLOGO IMA PRI TEM POLITIKA (ZDA)?

Ko po svetovnih trgih »ropota«, so prizadeti praktično vsi. Vendar dolgoročni vlagatelji v fizično zlato pri takih nihanjih sploh niso prizadeti. Potrebno je vedeti, da večina fizičnega investicijskega zlata v privatnih rokah prehaja iz generacije v generacijo. V življenjski dobi generacij pa kratkoročni nihaj v trajanju nekaj tednov ne igra nobene vloge. Zgodovinsko se je doslej ob krizah zlato praviloma bolje odrezalo od delnic.

Rezultati raziskave gibanja cen delnic ter zlata s strani World Gold Council so naslednji: koeficient

**MORO**

[www.moro.si](http://www.moro.si)

- Alternativna naložba kapitala v čisto zlato
- Po zakonu oproščeno plačila DDV
- Prvi na tržišču v Sloveniji

**MORO&KUNST** d.o.o., WTC Ljubljana, 01/ 530 44 08



korelacije med cenami delnic (S&P ter FTSE) in zlata za obdobje od 1973 do 2003 za srednjeročna obdobja je praktično nič. To pomeni, da med zlatom in delnicami v dovolj dolgem obdobju (5 let) ni povezave. Torej se generalno gledano cene ne gibljejo niti istosmiselno niti obratno smiselno.

Vpliv na ceno zlata imata ponudba in povpraševanje. Tu moramo omeniti politiko centralnih bank, ki s prodajo svojih rezerv po potrebi poskrbijo, da cena zlata ob povečanem povpraševanju ne zraste preveč. Letos spomladi je v teh dejavnostih prednjačila centralna banka Španije, ki je prodala približno 108 ton svojih zalog. Tej vsoti je svoje dodala še ECB s 37 tonami v aprilu in maju. Ko je na tržišču naenkrat na voljo toliko zlata, je padec cene nekako normalna posledica. Vendar imajo centralne banke na voljo omejene količine zlata, saj ga je človeštvo v vsej svoji zgodovini nakopalo le 150.000 ton in le manjši del te količine je v trezorjih centralnih bank. Koliko je tega zlata dejansko v trezorjih, pa je

strogo varovana poslovna skrivnost. Treba je vedeti, da si banke zlato med seboj tudi posojajo, zato je upravičena bojazen, da se marsikatera tona vodi dvojno, trojno... Torej bodo intervencije centralnih bank v smislu regulacij cene zlata delovale le do takrat, ko bodo banke imele še kaj zlata za odprodajo.

Na drugi strani velja omeniti velike apetite centralne banke Kitajske. Govori se o nakupu vsaj 2000 ton v naslednjih nekaj letih. Banka namreč razpolaga z velikimi količinami dolarjev, ki zaradi inflacije izgubljajo vrednost in se jih po domače rečeno želi znebiti.

#### **KAJ PA V KRIZNIH TRENUTKIH? ALI JE ZLATO VLAGATELJE LAHKO OBVAROVALO V ČASIH, KO SO SE CENE NA BORZAH NAENKRAT SESULE?**

Zelo celovit odgovor na to vprašanje boste našli v mojem tekstu »Gold Luster«, ki ga pripenjam k e-mailu.

Mene osebno bi zlato v času »crasha« indeksa NASDAQ zelo obvarovalo. Pa takrat v Sloveniji nisi nikjer mogel kupiti zlata... Pa tudi, če

bi enostavno samo prodal in obdržal dolarje, bi bil danes na boljšem.

#### **KAJ PA POVEZAVA MED CENO ZLATA IN RUDNIKI?**

Cena zlata vpliva na donosnost rudnika. Vendar pa se rudniki dandanes vsi povrsti otepajo s povečanimi cenami proizvodnje, tako da korelacija med zlatom in vrednostmi delnic ni vedno otipljiva. V ceni proizvodnje je nemalokrat vključeno tudi iskanje novih zalog ter raziskave terena na starih in novih najdiščih, potem pridejo tu še investicije v nova najdišča, odpiranje dodatnih kapacitet za izkop... Treba je tudi vedeti, da je v ceni delnice poleg zlata vključenih ogromno pričakovanj. (Tudi mojih osebno.)

#### **OD KDAJ JE ZLATO ZANIMIVO ZA SLOVENSKE VLAGATELJE?**

Mislite na investitorje na Ljubljanski borzi? Sploh ni, vsaj za povprečnega vlagatelja ne. Poglejte samo komentarje na članke o zlatu po internetnih forumih! Največja cvetka enega od slovenskih »veleumov«, ki sem jo zasledil na internetu, je: »Zakaj nekritično objavljate izjave ljudi, ki zgolj prodajajo svojo kramo, pa čeprav se krama lepo sveti?« Človek niti tega ne ve, da zlata ne prodajajo. Zlato menjaš, saj je zlato valuta, ravno tako kot evro, dolar ali frank. In to je natančno tisto, kar je v tujini v večini bank že desetletja mogoče: svoj bančni račun lahko konvertiraš v zlato, ki ga banka zate spravi v sef. Ali pa ga konvertiraš v nealocirano zlato in s tem prihraniš stroške hranjenja v sefu.

#### **SLOVENCİ ŠE NIMAMO IZKUŠENJ Z BORZNIMI PRETRESI, JIH ZATO VEČINA VLAGATELJEV PODCENJUJE?**

Gluhi so tudi za opozorila o pregetosti trga Ljubljanske borze. Da je tržišče pregreto, si lahko vsak sam izračuna: če je bila rast bruto družbenega proizvoda lani 7-odstotna, vrednost indeksa SBI 20 ne more narasti za skoraj sto odstotkov. Ali pa bolj natančen izračun: Krka je imela lani ob knjigovodski vrednosti podjetja 879 milijonov okoli 112 milijonov dobička, kar pomeni 20 odstotkov, vrednost delnice pa se je povečala za 83 odstotkov – torej za štirikrat preveč. Ali pa še preprostejši podatek iz Krkinega finančnega poročila: P/E delnice je 33, kar pomeni, da ob tre-

nutni profitabilnosti podjetja delnica zasluži samo sebe v 33 letih. Absurd! Knjigovodski izkazi dajo vrednost 5 let. Torej je vrednost delnice vsaj šestkrat previsoka. Nekega dne se bo to neravnovesje uredilo – v škodo preoptimističnih vlagateljev.

Podobno rast so zadnje leto zabeležile praktično vse delnice slovenskega gospodarstva. Ko se spomnim evforije s tehnološkimi delnicami pred osmimi leti, vidim z današnjimi dogajanj v Sloveniji kar precej analogije. Po sedmih letih pa so rezultati tehnoloških delnic, ki so bile tedaj v moji posesti, takšni:

Oracle Corporation (ORCL, **-55 %**)  
Microsoft (MSFT, **-40 %**)  
IBM (IBM, **-16,6 %**)

Pri teh izračunih nisem upošteval inflacije v ZDA. In povprečni slovenski investitorji so praviloma zelo slabi matematiki. Ne vedo ali pa pozabljajo, da 50-odstotna izguba pomeni, da bom moral narediti stodontni donos, če bom hotel investicijo zaključiti brez izgube. Če pa upoštevamo inflacijo in stroške transakcij, je rezultat še slabši.

Zaman »borzni strokovnjaki« za ameriški trg že štiri leta vpijejo: »Bull market! Bull market!« Večji del omenjenega časa so ameriške delnice komajda lovile razvrednotenje dolarja v primerjavi z evrom, šele zadnje leto je opaziti realne zasluške.

Tista večina Slovencev, ki samostojno investira tudi na tujih trgih, pa je dovolj izkušena in osveščena, zato del kapitala v eni od možnih oblik najverjetneje nameni tudi zlatu.

#### **V TIRANO, KJER VODITE TEHNIČNO IZOBRAŽEVANJE, VAS JE POSLALA DRUŽBA ORACLE CORPORATION. KAKO PA STE POVEZANI S PODJETJEM MORO?**

S podjetjem Moro sodelujem predvsem zato, ker se poleg zlata spoznam tudi na druge oblike vlaganj ter s svojim znanjem in sveto vanjem lahko pripomorem h kvalitetnejšemu poslovanju s strankami. Naključje je hotelo, da je Moro pred dvema letoma odprl svoje prostore v zgradbi WTC, kjer sicer delam za multinacionalko Oracle Corporation (ORCL). Ker me je investiranje v zlato od nekdanje zelo zanimalo, ni bilo treba veliko, da smo navezali poslovno sodelovanje.

Peter Mirkovič