

Kompendium Złoto

jako aktywwo strategiczne

Millennium
fundusze inwestycyjne



Szanowni Państwo,

Złoto od dawna cenione jest za swoją rzadkość, trwałość oraz rolę jako narzędzia ochrony wartości. Nie wiąże się z nim ryzyko kredytowe, jest niezależne od rządów i historycznie służyło jako bezpieczna przystań w okresach zwiększonej niepewności finansowej i geopolitycznej.

Obecnie znaczenie złota ponownie rośnie. Nasilające się napięcia geopolityczne, utrzymująca się niepewność inflacyjna oraz zmieniające się strategie banków centralnych pobudziły nową falę zainteresowania — szczególnie wśród zarządzających rezerwami, którzy dążą do dywersyfikacji od aktywów denominowanych w dolarze. Jednocześnie wyższa korelacja między obligacjami a akcjami skłoniła inwestorów do ponownego rozważenia wartości złota jako narzędzia dywersyfikacji portfela. Aby zrozumieć zachowanie cen złota, warto uwzględnić dwa aspekty:

- **Czynniki kształtujące popyt**, w tym zakupy banków centralnych, trendy przemysłowe i cykliczne w konsumpcji, dynamikę handlu oraz funkcjonowanie złota w różnych reżimach inflacyjnych. Z drugiej strony podaż pozostaje relatywnie stabilna. Te zmieniające się czynniki popytowe w dużej mierze tłumaczą ostatnie zmiany cen złota.
- **Rola w alokacji aktywów**: złoto charakteryzuje się niską korelacją zarówno z akcjami, jak i obligacjami, jednocześnie działając jako stabilizator portfela.

W miarę wycofywania się globalizacji i rosnącej fragmentacji świata, dominacja dolara amerykańskiego jako domyślnej bezpiecznej przystani może zostać podważona, podobnie jak rola tradycyjnych aktywów. W tym wyłaniającym się nowym porządku złoto może umacniać ponownie swoją pozycję jako neutralne aktyw pierwszego wyboru — wolne od ryzyka emitentów i gotowe by wypełnić lukę pozostawioną przez słabnący system oparty na dolarze.

Zapraszamy do lektury!



Krzysztof Kamiński, CFA, DI

Historyczne czynniki popytu na złoto

Złoto wyróżnia się na tle innych aktywów finansowych. Nie wiąże się z nim ryzyko kredytowe i od ponad 5000 lat pełni funkcję przechowywania wartości. Jego wysoka płynność oraz fizyczna namacalność czynią je wiarygodnym aktywem w okresach stresu rynkowego. Co istotne, podaż złota jest względnie nieelastyczna cenowo – nowa produkcja jest kosztowna i czasochłonna, a rozwój nowych kopalń często trwa od 7 do 20 lat. Ta powolna reakcja podaży wzmacnia premię za rzadkość złota, szczególnie w okresach rosnącego popytu.

Jedną z najcenniejszych cech złota jest jego niska – a często ujemna – korelacja z aktywami ryzykownymi w okresach napięć finansowych. Dane empiryczne pokazują, że podczas wstrząsów makroekonomicznych złoto ma tendencję do wzrostu wartości lub przynajmniej jej utrzymania, co czyni je skutecznym zabezpieczeniem przed ryzykiem skrajnym i zdarzeniami systemowymi (Baur i in., 2021).

Historycznie tę rolę częściowo pełniły amerykańskie obligacje skarbowe. Choć obligacje

Podczas wstrząsów makroekonomicznych złoto ma tendencję do wzrostu wartości lub przynajmniej jej utrzymania.

nadal wykazują cechy bezpiecznej przystani w pewnych warunkach, ich skuteczność stała się bardziej dyskusyjna. W okresach wysokiej inflacji lub zacieśniania polityki pieniężnej obligacje, jako aktywa nominalne, oferują stałe przepływy pieniężne, które mogą podlegać dewaluacji, osłabiając ich funkcję ochronną. W takich warunkach realne stopy procentowe mogą stawać się ujemne, co zwiększa atrakcyjność złota jako aktywa odpornego na inflację.

Podczas wybuchu inflacji w 2022 roku wielu inwestorów oczekiwało silnych wzrostów cen złota. Zamiast tego złoto

w dużej mierze utrzymało swoją wartość, mimo szerokich spadków na rynkach akcji i obligacji. Agresywne podwyżki stóp procentowych oraz umacniający się dolar amerykański krótkoterminowo zmniejszyły atrakcyjność złota ze względu na brak dochodu odsetkowego. Jednak stabilność złota w tym okresie mogła wzmocnić jego rolę jako bezpiecznej przystani – chroniącej wartość w czasie, gdy tradycyjne aktywa zawodziły.

Ceny złota zaczęły wyraźniej rosnąć w połowie 2023 roku, gdy rynki zaczęły wyceniać pauzę w cyklu podwyżek stóp procentowych banków centralnych. Zmiana ta, w połączeniu z utrzymującą się inflacją oraz akumulacją rezerw przez banki centralne, wsparła silniejszy popyt na złoto. Szerzej rzecz ujmując, po gwałtownym wzroście inflacji aktywa finansowe często muszą zostać ponownie wycenione, aby odzwierciedlić spadek realnej siły nabywczej – a złoto, jako aktyw realne bez ryzyka kontrahenta, ma tendencję do dostosowywania się w czasie do tych warunków.

Cena złota za uncję w USD



Źródło: FTSE Russell, LSEG marzec, 2025.

Bezpieczna przystań w czasach kryzysu

Ceny złota wykazują silną tendencję do wzrostu w okresach wstrząsów finansowych. Historycznie, po okresach kryzysów gospodarczych, ceny pozostają na podwyższonych poziomach nawet po ustabilizowaniu się warunków rynkowych – choć zwykle towarzyszą temu pewne korekty spadkowe.

W okresie narastającej inflacji w latach 1972-1976 cena złota wzrosła o ponad 300%, kończąc ten okres na poziomie o 174% wyższym niż przed szokiem. Wzrost ten nastąpił po tzw. szoku Nixona z 1971 r., który zakończył wymienialność dolara na złoto i wprowadził 10% cła – wywołując strukturalną zmianę wyceny. W latach 1977-1982 złoto osiągnęło szczyt na poziomie +261%, ostatecznie utrzymując 144% wcześniejszych wzrostów. W okresie 2007-2015 cena złota wzrosła maksymalnie o 154%, stabilizując się zyskiem na poziomie 85%. Choć nie był to okres inflacyjny, charakteryzował się jednak dużą niestabilnością finansową i częściową dezinflacją – podkreślając rolę złota jako bezpiecznej przystani także poza środowiskiem wysokiej inflacji.

Od momentu wprowadzenia wskaźników niepewności polityki gospodarczej (EPU) pod koniec lat 90., wyraźnie zarysowała się zależność: gdy rośnie niepewność, rośnie również cena złota.

W obecnym cyklu (2020-2026) cena złota wzrosła już o około 200% względem poziomów bazowych z lat 2018-2019, choć cykl ten został przerwany istotną 15% przeceną od lutego 2026 do dziś.

Ten schemat potwierdza funkcję złota jako taktycznego aktywa typu „safe haven”: w okresach zawirowań przyciąga ono silnie

napływy kapitału, po czym częściowo oddaje zyski wraz z powrotem apetytu na ryzyko. Co istotne, odróżnia to złoto od aktywów wzrostowych utrzymywanych długoterminowo. Zamiast tego pełni ono rolę elastycznego narzędzia alokacji w portfelach zdywersyfikowanych wielu klas aktywów, zapewniając ochronę wtedy, gdy jest najbardziej potrzebna – bez konieczności stałej ekspozycji.

Biorąc pod uwagę funkcję złota jako zabezpieczenia przed niepewnością – nowsze analizy wzmocniają ten pogląd w kontekście polityki gospodarczej. Od momentu wprowadzenia wskaźników niepewności polityki gospodarczej (EPU) pod koniec lat 90., wyraźnie zarysowała się zależność: gdy rośnie niepewność, rośnie również cena złota.

Ogólny trend pozostaje spójny – wraz ze wzrostem EPU – niezależnie od tego, czy następuje on stopniowo, czy gwałtownie – złoto zwykle reagowało pozytywnie, co odzwierciedla jego rolę jako bezpiecznej przystani w warunkach niestabilnej polityki gospodarczej.

Cena złota na tle wskaźnika niepewności polityki gospodarczej (EPU)



Źródło: LSEG, Economic Policy Uncertainty, styczeń 2025.

Złoto jako zabezpieczenie przed inflacją

Bardzo wysoka inflacja często prowadzi do realnej utraty majątku – obniża siłę nabywczą, osłabia zaufanie konsumentów i zaostrza warunki finansowe.

Analizując historyczne stopy zwrotu należy także uwzględnić wpływ innego strukturalnego czynnika – inflacji.

Okres niskiej inflacji, który dominował od lat 90. do 2022 roku, charakteryzował się stosunkowo ograniczonymi stopami zwrotu ze złota – z wyjątkiem okresu globalnego kryzysu finansowego. Wcześniej złoto było powszechnie postrzegane jako zabezpieczenie przed rosnącymi cenami, szczególnie w okresach, gdy inflacja osłabiała siłę nabywczą, a bardziej tradycyjne aktywa

traciły na wartości, co miało miejsce m.in. po 2021 r. (Valdakhani A. i O'Mahony B., 2024).

Analizując okresy wzrostu cen okazało się, że okresy wzrostu inflacji często wiążą się ze znaczącymi wzrostami cen złota. Poniższy wykres ilustruje to poprzez rozbieżność średnich miesięcznych stóp zwrotu ze złota w zależności od różnych miesięcznych poziomów inflacji CPI w USA.

Złoto osiągało najlepsze wyniki, gdy miesięczna inflacja mieściła się w przedziale 0,4–0,5%. Średnia stopa zwrotu dla złota wynosiła dla tych okresów 31% – jest to najwyższy wynik spośród wszystkich analizowanych zakresów inflacyjnych. Gdy miesięczna inflacja przekraczała 0,5%, średnie stopy zwrotu pozostawały wysokie, ale nieco niższe i wynosiły około 20%.

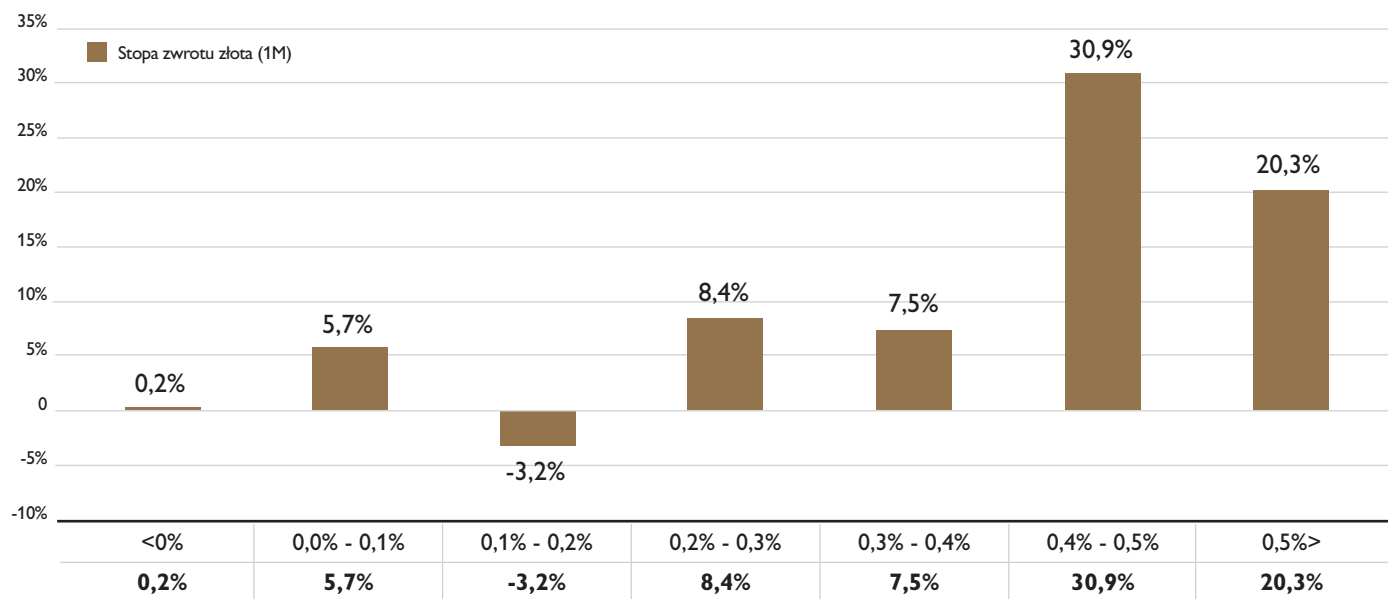
Ten wzorec może wydawać się nieintuicyjny, ale odzwierciedla głębsze mechanizmy ekonomiczne. Złoto korzysta nie tylko z wysokiej inflacji, lecz także z interakcji między oczekiwaniami inflacyjnymi, realnymi stopami procentowymi oraz polityką pieniężną. W okresach

bardzo wysokiej inflacji banki centralne częściej reagują agresywnym podnoszeniem realnych stóp procentowych, co może ograniczać atrakcyjność złota – szczególnie gdy towarzyszy temu umocnienie dolara amerykańskiego (Barsky i in., 2021).

Dodatkowo bardzo wysoka inflacja często prowadzi do realnej utraty majątku – obniża siłę nabywczą, osłabia zaufanie konsumentów i zaostrza warunki finansowe. Tego typu otoczenie gospodarcze może też tłumić popyt konsumpcyjny, jak np. zakup złota na cele jubilerskie czy okolicznościowe.

Ponadto utrzymująca się podwyższona inflacja obserwowana po 2022 roku, zwykle utrzymuje realne stopy procentowe na niskich poziomach, zwłaszcza gdy banki centralne mają trudności z obniżeniem inflacji do celu 2%. Jednak w krótkim okresie istotne podwyżki stóp procentowych w reakcji na inflację – zwłaszcza w 2022 i na początku 2023 r. – znacząco osłabiły tradycyjne zabezpieczenia przed inflacją, w tym obligacje indeksowane inflacją i surowce. Złoto również odnotowało w tym

Stopy zwrotu złota w zależności od poziomu inflacji 1 miesięcznej (1968-2025)



Źródło: FTSE Russell, LSEG marzec, 2025.

Ceny złota mają tendencję do spadków w październiku, a następnie rosną w listopadzie, co zbiega się z obchodami Diwali – największego w Indiach święta zakupów złota.

czasie słabsze wyniki ze względu na brak dochodu odsetkowego. Dynamika ta podkreśla trudności związane z poleganiem na nominalnych zabezpieczeniach w okresach zacieśniania polityki pieniężnej. Gdy cykl podwyżek stóp zaczął osiągać szczyt, złoto odzyskało impet, wspierane przez rosnący popyt i niższe oczekiwania dotyczące realnych stóp procentowych.

Podsumowując, choć złoto osiąga najsilniejsze wzrosty w warunkach umiarkowanie wysokiej inflacji (0,4-0,6% miesięcznie), jego wyniki zależą również od szerszego kontekstu polityki pieniężnej, poziomu realnych stóp procentowych oraz nastrojów rynkowych. Inflacja jest istotnym czynnikiem, ale nie jedynym, który determinuje trajektorię cen złota.

Popyt detaliczny na złoto

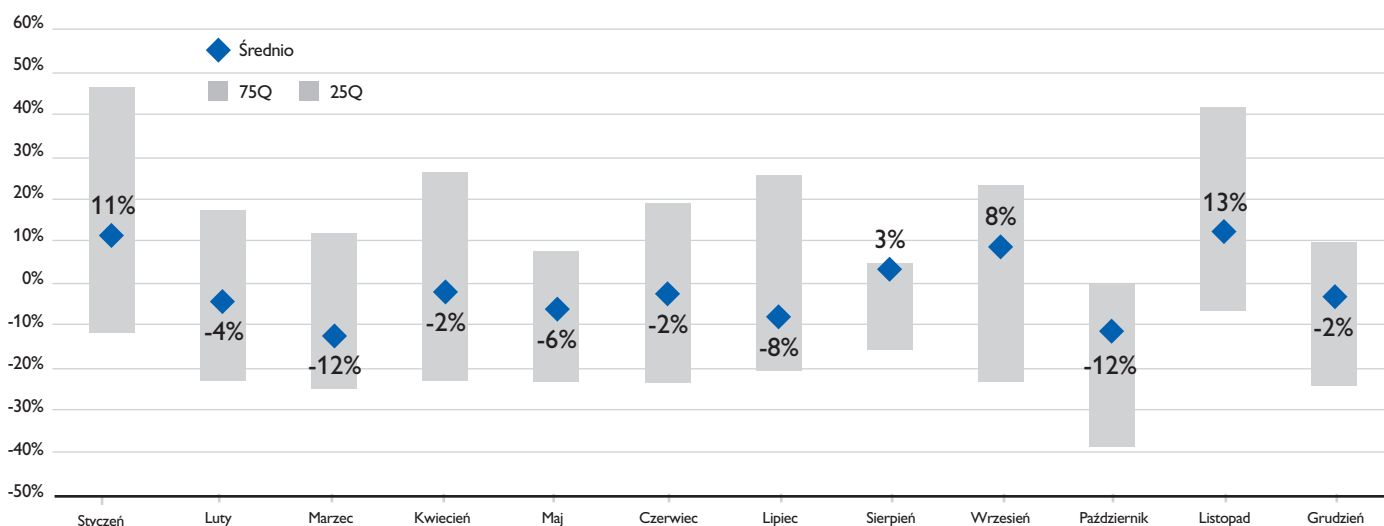
Analizując aspekty popytu na złoto, nie możemy zbagatelizować wpływu zakupów złota biżuteryjnego w krajach azjatyckich – szczególnie w Indiach i Chinach oraz ich sezonowości. Z analizy danych o popycie widać wyraźny wzorzec sezonowy.

Poniższy wykres przedstawia sezonowe ceny złota w ciągu ostatnich 57 lat. Niebieskie punkty wskazują średnią zmianę ceny obserwowaną w każdym miesiącu kalendarzowym, natomiast szare słupki reprezentują zakres międzykwartylowy – od 25. do 75. percentyla – pokazując typowy rozrzut stóp zwrotu w danym miesiącu.

Ceny złota mają tendencję do spadków w październiku, a następnie rosną w listopadzie, co zbiega się z obchodami Diwali – największego w Indiach święta zakupów złota. Odzwierciedla to wzrost popytu na biżuterię w okresie świątecznym i sezonie ślubnym, który stanowi główny czynnik globalnej konsumpcji. Indie odpowiadają łącznie za około 35% światowego popytu

na biżuterię złotą (wg World Gold Council). Następnie ceny zazwyczaj rosną aż do obchodów Nowego Roku Księżycowego, napędzane silnym popytem z rynków Azji Wschodniej, szczególnie Chin, które konsumują ponad 857 ton rocznie, obok 802 ton w Indiach. Razem te dwa rynki odpowiadają za ponad 60% globalnego popytu na biżuterię. Jednakże, ze względu na wyższe ceny i niskie zaufanie konsumentów w Chinach, popyt detaliczny spadł o 3% rok do roku w tych dwóch krajach.

Jednak te dwa kraje obejmują niemal 2,8 miliarda ludzi i wywierają ogromny wpływ na globalne ceny złota poprzez sezonowe, kulturowe i ekonomiczne zachowania. Poza czynnikami kulturowymi, złoto – podobnie jak wiele surowców – ma również tendencję do wzrostu cen w miesiącach zimowych na półkuli północnej, co wynika z szerszych mechanizmów rynkowych, takich jak ograniczona aktywność wydobywcza, zwiększony popyt na tzw. „bezpieczne przystanie” oraz cykliczne zachowania inwestorów.



Źródło: FTSE Russell, LSEG marzec, 2025.

Najnowsze czynniki wzrostu cen złota – banki centralne

Poza inflacją i cyklicznością konsumencką, istotnym czynnikiem wpływu są zakupy banków centralnych.

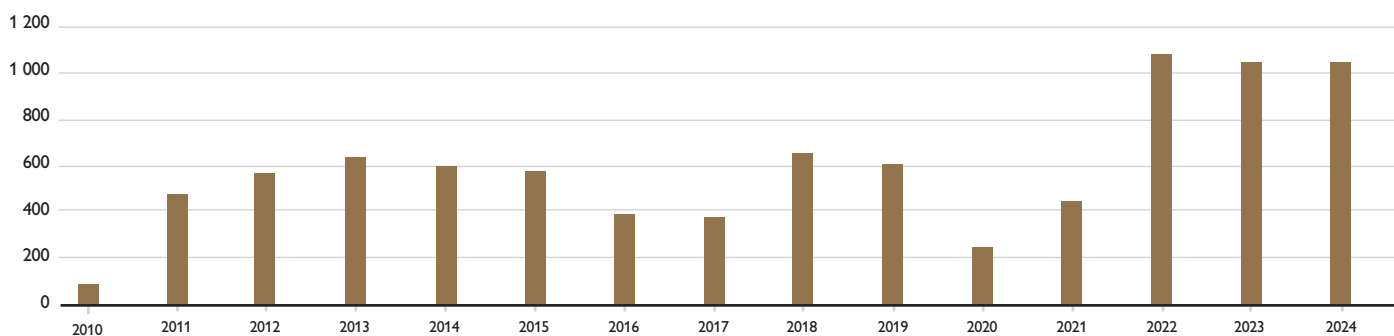
Banki centralne znacząco zwiększyły zakupy złota od końca 2021 roku, co odzwierciedla zmianę strategii zarządzania rezerwami walutowymi. Wyróżniają się tu dwie kluczowe motywacje:

- Konflikt na Ukrainie zmienił globalną dynamikę bezpieczeństwa, przyspieszając zwrot banków centralnych w kierunku neutralnych aktywów rezerwowych, takich jak złoto – w obliczu rosnących obaw o możliwość zajęcia aktywów oraz zwiększającej się liczby konfliktów geopolitycznych.

- Równoległe wzrosty obaw inflacyjnych: podaż pieniądza M2 w USA zwiększyła się o ponad 40% w latach 2020-2022, podczas gdy ograniczenia podażowe związane z pandemią i napięciami geopolitycznymi podniosły globalne koszty dóbr.

Wykres poniżej pokazuje wzrost netto zakupów złota przez banki centralne o 132% (porównanie lat 2021 i 2024), przy czym szczególnie dużą rolę odgrywają rynki wschodzące. Wskazuje to na szersze działania zmierzające do dywersyfikacji rezerw oraz zwiększenia odporności bilansów.

Zakupy netto złota przez banki centralne w tonach



Źródło: FTSE Russell, LSEG marzec, 2025



Wartość i udział % rezerw walutowych w złocie na koniec 1 kwartału 2026 r.

Kraj	Region	Grupa ekonomiczna	Rezerwy walutowe	Aktywa rezerwowe	Rezerwy złota (tony)	Rezerwy złota w mln	Udziały w %
USA	Ameryka Północna	Wysoki dochód	241 283,12	1 446 361,69	8 133,46	1 205 078,58	83,32
Włochy	Europa Zachodnia	Wysoki dochód	90 480,80	453 752,42	2 451,84	363 271,62	80,06
Chiny	Azja Wschodnia	Średnio-wysoki dochód	3 408 369,00	3 751 138,00	2 313,46	342 769,07	9,14
Rosja	Europa Wschodnia	Wysoki dochód	—	—	2 304,75	341 478,74	—
Indie	Azja Południowa	Średnio-niski dochód	547 537,00	704 997,54	880,52	130 460,54	18,51
Japonia	Azja Wschodnia	Wysoki dochód	1 249 388,08	1 374 730,05	845,97	125 341,96	9,12
Polska	Europa Środkowa	Wysoki dochód	205 287,49	291 465,35	581,64	86 177,86	29,57
Turcja	Europa Wschodnia/Azja	Średnio-wysoki dochód	49 220,23	128 465,43	534,85	79 245,20	61,69
Uzbekistan	Azja Centralna	Średnio-niski dochód	8 140,21	69 707,77	415,54	61 567,56	88,32
Kazachstan	Azja Centralna	Średnio-wysoki dochód	15 426,53	67 816,17	353,59	52 389,64	77,25

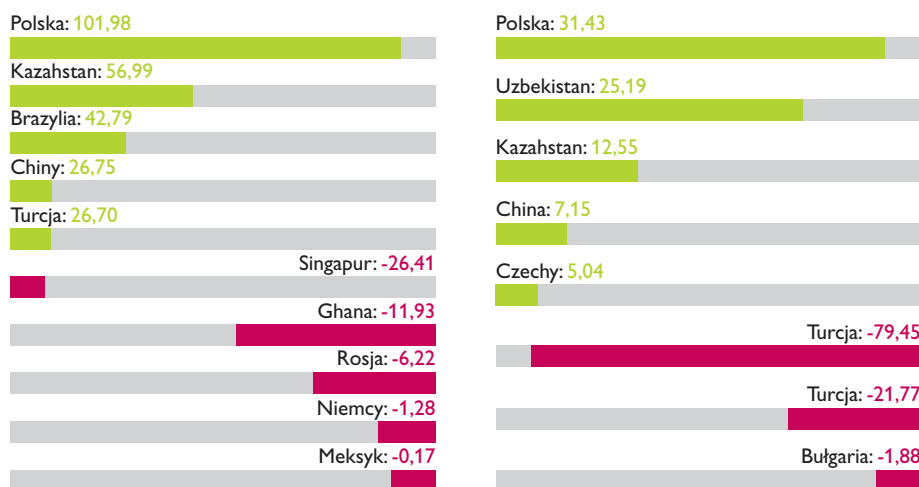
Źródło: World Gold Council maj, 2026.

Liderem zakupów w roku 2025 okazał się polski NBP skupując ponad 100 ton złota.

Jednocześnie wartość rynkowa zasobów złota w posiadaniu banków centralnych wzrosła o 51%, uwzględniając również wzrost jego ceny i w przypadku niektórych krajów tj. USA, Włochy czy Uzbekistan – przekroczyła w roku 2026 80% udziału

w łącznych rezerwach walutowych. Największymi nabywcami złota są w ostatnim czasie banki centralne z krajów rozwijających się (Kazachstan, Brazylia, Chiny) – zaś liderem zakupów w roku 2025 okazał się polski NBP skupując ponad 100 ton złota.

Nabycia i umorzenia netto złota przez banki centralne w 2025 roku (wykres lewy) w 1 kwartale 2026 roku (wykres prawy) w tonach



Źródło: World Gold Council maj, 2026

Tabela poniżej pokazuje szeroko zakrojony wzrost fizycznych rezerw złota w większości regionów w ciągu ostatnich pięciu lat. Azja, Europa i Afryka zwiększyły swoje rezerwy złota o około 18%. Natomiast Ameryka Północna i Oceania pozostawały na niezmiennym poziomie.



Region	Rezerwy w 2020	Rezerwy w 2024	Zmiana w %
Azja	6176,1	6176,1	18%
Europa	15067,6	15067,6	3%
Afryka	553	553	19%
Ameryka Południowa	245,5	245,5	18%
Ameryka Północna	8269,3	8269,3	0%
Oceania	82	82	0%
Ogólnie razem	41907,5	41907,5	4%

Źródło: FTSE Russell, World Gold Council marzec, 2025.

Udział rezerw złota w całości rezerw Banków Centralnych



Źródło: LSEG, IMF marzec, 2025.

Choć motywacje różnią się w zależności od regionu, podstawowa strategia jest spójna: banki centralne mogą przygotowywać się na świat o większej fragmentacji geopolitycznej i monetarnej, w którym złoto pełni funkcję neutralnego, odpornego na taryfy aktywa rezerwowego.

Niezależnie od tego, czy chodzi o zabezpieczenie przed szokami zewnętrznymi, czy utrzymanie stabilności monetarnej w kraju, rola złota w portfelach rezerwowych wzrosła. Jest to również widoczne na wykresie, który przedstawia udział złota w bilansach banków centralnych.

Rosnący udział może wynikać zarówno ze zwiększenia zasobów złota, jak i zmniejszenia ogólnej wielkości bilansu – bądź obu tych czynników jednocześnie. Wykres pokazuje, że wskaźnik ten wzrósł z około 9% na koniec 2020 r. do łącznie 13,5%.

Popyt przemysłowy na złoto: technologia

Takie cechy fizyczne złota jak wysokie przewodnictwo oraz odporność na korozję sprawiają, że złoto jest niezbędne w takich zastosowaniach jak układy AI, infrastruktura 5G, komputery kwantowe oraz elektronika medyczna.

Poza cyklicznością popytu konsumenckiego, technologia również napędza zapotrzebowanie na złoto – jego wykorzystanie w sektorach technologicznych Ameryki Północnej i Azji wzrosło w roku 2024 roku o 7%, co było wynikiem rozwoju sztucznej inteligencji i produkcji półprzewodników (wg. World Gold Council). Stany Zjednoczone przywracają produkcję chipów do kraju dzięki znaczącemu wsparciu fiskalnemu, podczas gdy Chiny i Korea nadal dominują pod względem mocy produkcyjnych.

Takie cechy fizyczne złota jak wysokie przewodnictwo oraz odporność na korozję sprawiają, że złoto jest niezbędne w takich zastosowaniach jak układy AI, infrastruktura 5G, komputery kwantowe oraz elektronika medyczna. Część tych inwestycji technologicznych jest powiązana z presją demograficzną

i wyzwaniem produktywności – szczególnie w starzejących się gospodarkach – co przyspiesza rozwój automatyzacji i sztucznej inteligencji.

W miarę jak państwa dążą do wzrostu produkcji mocy obliczeniowej, materiały takie jak złoto przestają być wyłącznie surowcami cyklicznymi, a stają się strategicznymi komponentami przemysłowymi. Wprowadza to nową, strukturalną warstwę globalnego popytu.

Choć wykorzystanie przemysłowe złota prawdopodobnie nie dorówna skali popytu ze strony biżuterii, inwestorów czy banków centralnych, jego nieelastyczny charakter oraz powiązanie z długoterminowymi megatrendami technologicznymi wskazują na trwałą zmianę w sposobie wykorzystania złota w przemyśle.

Połączenie tradycyjnego popytu oraz zakupów banków centralnych złota

Tradycyjne przepływy inwestycyjne oraz akumulacja złota przez banki centralne podkreślają jego strategiczną atrakcyjność w okresach napięć systemowych.

Można wskazać dwa kluczowe wnioski. Po pierwsze, tradycyjne przepływy inwestycyjne oraz akumulacja złota przez banki centralne podkreślają jego strategiczną atrakcyjność w okresach napięć systemowych. Gdy inflacja utrzymuje się na wysokim poziomie, polityka monetarna zmienia się w sposób nieprzewidywalny lub ryzyka geopolityczne się nasilają, akcje często tracą na wartości, obligacje znajdują się pod presją rosnących realnych stóp procentowych, a gotówka traci siłę nabywczą.

Banki centralne wzmacniają ten cykl poprzez trwałe zakupy złota, motywowane potrzebą dywersyfikacji rezerw oraz rosnącą fragmentacją geopolityczną – okresy te często charakteryzują się wzrostem cel oraz nasi-

leniem konfliktów. Takie strukturalne zmiany w gospodarce globalnej historycznie sprzyjały lepszym wynikom złota jako instrumentu pozwalającego przetrwać okresy deglobalizacji.

Po drugie, złoto wykazuje również sezonową cykliczność związaną z popytem konsumentów w Azji. Choć te regionalne trendy wpływają na krótkoterminowe wahania, pozostają one wtórne wobec globalnych czynników monetarnych. Jednak gdy wstrząsy makroekonomiczne i sezonowy popyt nakładają się na siebie – na przykład w okresach presji inflacyjnej i szczytowego popytu świątecznego – mogą tworzyć wyjątkowo silną presję popytową, często skutkując gwałtownymi ruchami cen.



Rola złota w portfelu wielu klas aktywów

Wskaźniki korelacji złota z innymi klasami aktywów (dane na 31.03.2025)

Zmienna	Złoto	Akcje rynków globalnych	Obligacje USA 7-10-letnie	Obligacje indeksowane inflacją USA	Obligacje Globalne HY	Infrastruktura	Ropa naftowa
Złoto	1,00	0,31	0,39	0,47	0,35	0,37	-0,03
Akcje rynków globalnych	0,31	1,00	0,44	0,74	0,89	0,84	0,45
Obligacje USA 7-10-letnie	0,39	0,44	1,00	0,78	0,39	0,42	-0,25
Obligacje indeksowane inflacją USA	0,47	0,74	0,78	1,00	0,72	0,69	0,10
Obligacje Globalne HY	0,35	0,89	0,39	0,72	1,00	0,76	0,53
Infrastruktura	0,37	0,84	0,42	0,69	0,76	1,00	0,32
Ropa naftowa	-0,03	0,45	-0,25	0,10	0,53	0,32	1,00

Źródło: FTSE Russell, LSEG marzec, 2025.

Po przeanalizowaniu makroekonomicznych czynników napędzających cenę złota – od akumulacji przez banki centralne po zmiany geopolityczne – warto przejść do jego roli w portfelach wielu klas aktywów. W warunkach podwyższonego napięcia geopolitycznego, utrzymującej się inflacji oraz spowalniającego wzrostu gospodarczego, złoto zajmuje szczególną pozycję.

Na podstawie analiz danych historycznych można postawić tezę, że zwiększa ono dywersyfikację, poprawia relację zysku do ryzyka oraz pełni funkcję długoterminowego stabilizatora portfela.

Złoto charakteryzuje się konsekwentnie niską korelacją z innymi głównymi klasami aktywów.

W ciągu ostatnich pięciu lat jego korelacja z globalnym indeksem akcji (All-World) pozostawała umiarkowana i wynosiła 0,31, czyli istotnie mniej niż typowe relacje między akcjami a obligacjami lub między różnymi

segmentami rynku akcji. Korelacja złota z obligacjami rządowymi USA o terminie zapadalności 7-10 lat wynosiła 0,39, a z obligacjami indeksowanymi inflacją (US ILSI) 0,47 – co sugeruje, że złoto zachowuje się względnie niezależnie nawet w porównaniu z tradycyjnymi instrumentami dochodowymi. Wykazuje także ograniczoną współzależność z globalnymi obligacjami high yield (0,35) oraz globalną infrastrukturą typu core (0,37), co dodatkowo podkreśla jego niską synchronizację z szerokim rynkiem aktywów. Co istotne, złoto pozostaje praktycznie nieskorelowane z ropą naftową (-0,03).



Złoto zapewnia wyjątkowe korzyści dywersyfikacyjne – ogranicza skale spadków oraz poprawia relację zysku do ryzyka, szczególnie w okresach podniesionej presji rynkowej.

Ta niezależność od innych klas aktywów ma kluczowe znaczenie w świecie, w którym korelacja między akcjami a obligacjami jest wyraźnie wyższa niż dekadę temu, a szoki makroekonomiczne coraz częściej wpływają jednocześnie na aktywa wzrostowe, jak i dochodowe.

Z punktu widzenia konstrukcji portfela oznacza to, że złoto zapewnia wyjątkowe korzyści dywersyfikacyjne – ogranicza skale spadków oraz poprawia relację zysku do ryzyka, szczególnie w okresach podniesionej presji rynkowej.

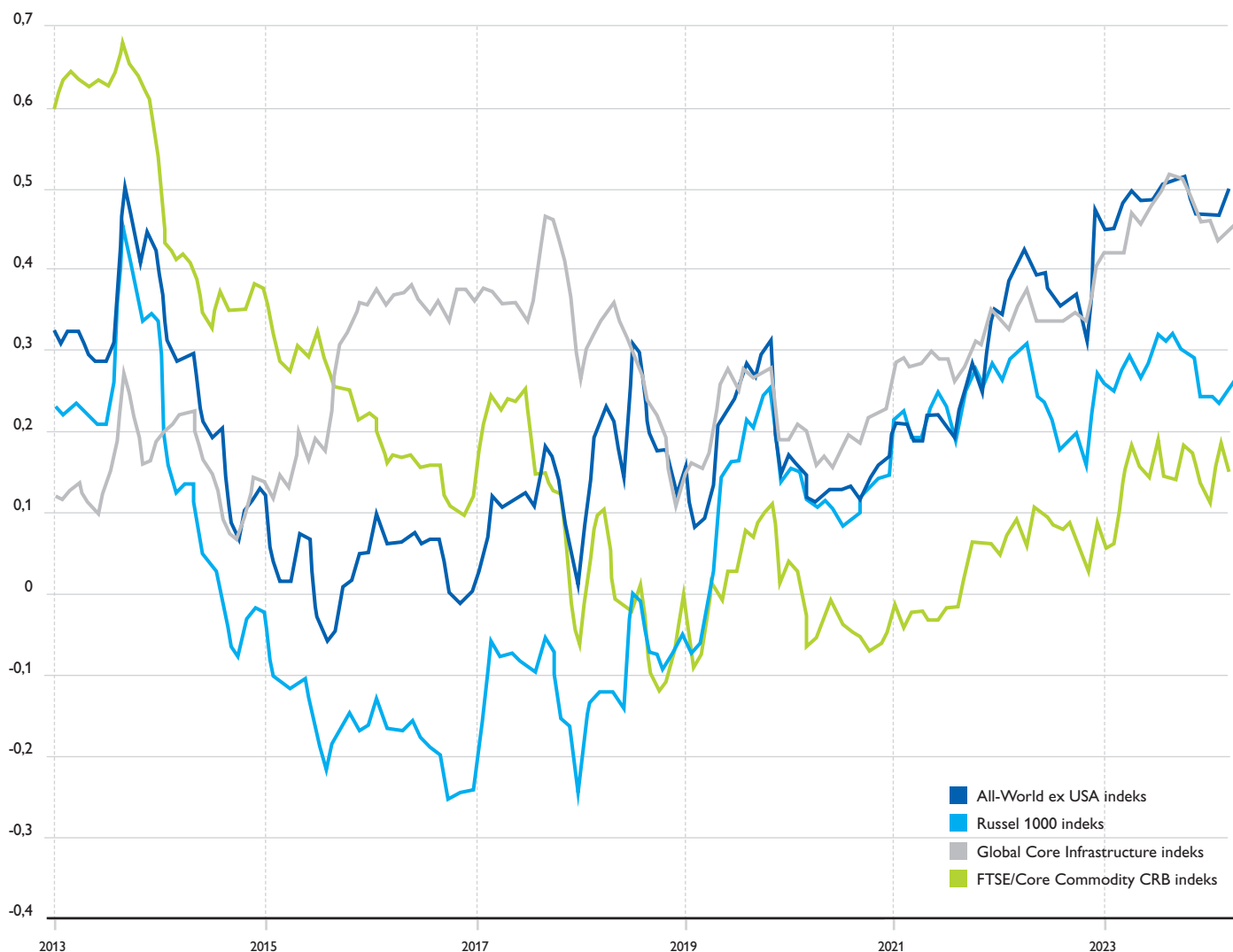
Wykres poniżej pokazuje, że stopy zwrotu ze złota wykazują również niską korelację w czasie z amerykańskimi akcjami dużych spółek (Russell 1000) oraz szerokim indeksem towarowym FTSE Core Commodity.

Dla inwestorów dążących do dywersyfikacji poza rynek akcji USA, złoto historycznie stanowiło wiarygodne zabezpieczenie.

W ostatnim czasie korelacje między złotem a takimi aktywami jak All-World ex USA wzrosły, jednak pozostają relatywnie umiarkowane, zwykle w przedziale 0,4-0,5. Korelacje te nie są stałe – wyraźnie spadły w 2014 r. i utrzymywały się na niskim poziomie do 2021 r., po czym zaczęły stopniowo rosnać. Jest to część szerszego globalnego trendu, w którym różne klasy aktywów stają się coraz bardziej skorelowane.

Ogólnie rzecz biorąc, złoto pozostaje aktywem, które zapewnia solidne stopy zwrotu przy jednoczesnym utrzymaniu niskiej korelacji z najlepiej zachowującymi się rynkami, co dodatkowo wzmacnia jego rolę jako strategicznego narzędzia dywersyfikacyjnego w portfelach.

Wskaźniki korelacji złota z indeksami akcji



Źródło: FTSE Russell, LSEG marzec, 2025.

Uwzględnienie złota w statycznej alokacji aktywów

Aby przedstawić bardziej konkretny przykład wykorzystania złota w alokacji aktywów, w tej części porównano całkowite stopy zwrotu portfela o strukturze 60/20/20 (akcje/obligacje/złoto) z klasycznym portfelem 60/40 (akcje/obligacje). Dodatkowo przeanalizowano i podsumowano współczynnik Sharpe'a oraz historyczną zmienność.

Analizując historyczne wyniki portfela w którym 60% stanowią akcje (Global Equities, FTSE All World) a 40% obligacje globalne (FTSE World Government Bond Index), z portfelem- 60/20/20, w którym 60% stanowią akcje, 20% złoto, a 20% obligacje globalne – obserwujemy, że ten drugi zaczął nieznacznie przewyższać tradycyjny portfel 60/40 od początku pandemii COVID-19.

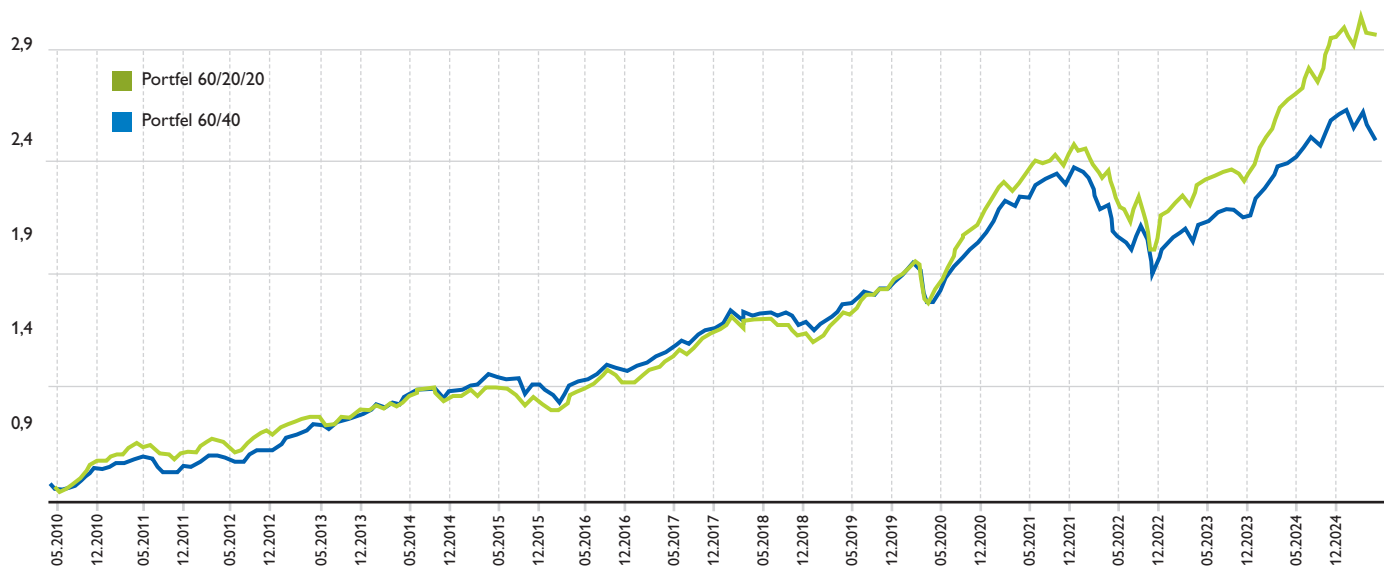
Jednak jego przewaga strategiczna stała się wyraźniejsza pod koniec 2022 r., gdy szoki inflacyjne doprowadziły do dodatniej korelacji między obligacjami a akcjami – w okresie, w którym obie klasy aktywów jednocześnie traciły na wartości. Choć wysoka korelacja między akcjami a obligacjami może być nieszkodliwa w warunkach wzrostowych, staje

Złoto zachowuje się odmiennie w warunkach wstrząsów makroekonomicznych, amortyzując straty, gdy zarówno akcje, jak i obligacje jednocześnie spadają.

się problematyczna w czasie spadków, gdy aktywa te poruszają się w tym samym kierunku, jak miało to miejsce w 2022 r. Załamanie tradycyjnych korzyści dywersyfikacyjnych uwiarydociło większą podatność portfela 60/40 na ryzyko. Lepsze wyniki alokacji 60/20/20 w tym okresie podkreślają rolę złota jako narzędzia dywersyfikacji – nie tylko ze względu na niską korelację, ale także dlatego, że często zachowuje się odmiennie w warunkach wstrząsów makroekonomicznych, amortyzując straty, gdy zarówno akcje, jak i obligacje jednocześnie spadają.

Porównując stopu zwrotu, zmienność i wskaźnik Sharpa (Zysk/Ryzyko) dla obu portfeli (60/40 vs 60/20/20) w latach 2010-2025 widzimy że ten drugi uzyskiwał wyższą stopę zwrotu (7,5% vs 6,3%) przy zmienności 8,55% vs 8,01% uzyskując jednak korzystniejszą relację zysku do ryzyka (0,38 vs 0,25).

Skumulowane stopy zwrotu w czasie dla portfela 60/40 i 60/20/20



Porównanie zannualizowanych stóp zwrotu, zmienności i wskaźnika Sharpa (Zysk/Ryzyko) z obu portfeli (dane za lata 2010-2025)

Zannualizowane stopy zwrotu dla portfela	Roczny zwrot	Roczna zmienność	Współczynnik Sharpe'a
Portfel 60/40	6,3%	8,01%	0,25
Portfel 60/20/20	7,5%	8,55%	0,38

Źródło: FTSE Russell, LSEG marzec, 2025.

Złoto staje się narzędziem zarządzania ryzykiem oraz wykorzystywania okazji inwestycyjnych w różnych scenariuszach rynkowych.

Podsumowanie

Złoto nadal pełni podwójną rolę w dzisiejszym, coraz bardziej podzielonym świecie. Jako aktyw realne, jego wartość w coraz większym stopniu kształtowana jest przez popyt o charakterze strategicznym. Od 2022 r. kluczowym czynnikiem stała się akumulacja złota przez banki centralne, napędzana zmianą strategii zarządzania rezerwami, rosnącą fragmentacją geopolityczną oraz dążeniem do ograniczenia zależności od aktywów denominowanych w dolarze. Działania te sygnalizują rosnącą preferencję dla neutralnych, niepowiązanych z konkretnym państwem aktywów rezerwowych.

Jednocześnie popyt związany z technologią oraz sezonowe zakupy konsumenckie – szczególnie w Azji – wnoszą istotne, choć drugorzędne, strukturalne komponenty do globalnej roli złota. Przy ograniczonej elastyczności podaży i jej powolnej reakcji na zmiany popytu, czynniki te wzmacniają premię za rzadkość złota w otoczeniu utrzymującego się ryzyka makroekonomicznego i rozbieżności polityk gospodarczych.

Jako aktyw inwestycyjne, złoto zachowuje się w sposób odmienny od innych klas aktywów. Jego niska korelacja z akcjami, obli-

gami i surowcami czyni je atrakcyjnym narzędziem zabezpieczającym portfel – szczególnie w okresach, gdy tradycyjne aktywa zawodzą jednocześnie. Jednocześnie jego wartość nie jest statyczna. Złoto przyciąga kapitał w okresach napięć finansowych – zarówno inflacyjnych, jak i deflacyjnych – a następnie częściowo oddaje wzrosty wraz z powrotem zaufania rynkowego.

Ta taktyczna natura odróżnia je od aktywów typowo długoterminowych: jego użyteczność polega raczej na elastycznym wykorzystaniu w czasie wstrząsów, niż na stałej ekspozycji.

Dla inwestorów wniosek jest jednoznaczny. Ekspozycja na złoto w portfelu zdywersyfikowanym może poprawić relację zysku do ryzyka, szczególnie w środowiskach makroekonomicznych, w których klasyczna relacja między akcjami a obligacjami jest mniej wiarygodna.

W środowisku inwestycyjnym, gdzie niepewność makroekonomiczna, deglobalizacja oraz zmiany płynności coraz bardziej utrudniają proces alokacji aktywów, złoto stanowi alternatywne zabezpieczenie. Staje się narzędziem zarządzania ryzykiem oraz wykorzystywania okazji inwestycyjnych w różnych scenariuszach rynkowych.





Następna Stacja: Inwestycje”

– podcasty Millennium TFI

W każdy poniedziałek możecie znaleźć nowy odcinek Podcastu Millennium TFI „Następna Stacja: Inwestycje!”

JESTEŚMY NA:

Spotify:



<https://open.spotify.com/show/7mt45qcl4rxFaLX3J5CeNY>

Apple Podcasts:



<https://podcasts.apple.com/pl/podcast/nast%C4%99pna-stacja-inwestycje/id1705638602>

... a wkrótce na innych platformach.

- Kanał przeznaczony jest dla wszystkich - Klientów, Doradców, potencjalnych, obecnych, początkujących i doświadczonych inwestorów – którzy chcą zgłębiać wiedzę w dziedzinie inwestycji.
- Znajdziesz u nas nie tylko podstawy, ale też wiele ciekawych tematów związanych z funduszami i rynkiem inwestycyjnym.



Ważne informacje: Millennium Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A. z siedzibą w Warszawie, ul. Stanisława Żaryna 2A, 02-593 Warszawa, wpisana do rejestru przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy w Warszawie, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS 0000014564, o numerze REGON 011191974, o numerze NIP 526-10-31-858, w pełni opłaconym kapitale zakładowym w wysokości 10.300.000,00 PLN (słownie: dziesięć milionów trzysta tysięcy złotych)(dalej: „Towarzystwo”) prowadzi działalność w zakresie tworzenia i zarządzania funduszami inwestycyjnymi na podstawie zezwolenia udzielonego przez Komisję Papierów Wartościowych i Giełd z dnia 20 listopada 2001 r. (sygn. DFN1-4050/22-24/01) oraz podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego.

Niniejszy materiał nie stanowi świadczenia usługi doradztwa prawnego, finansowego, podatkowego, a także usługi zarządzania portfelami, w skład których wchodzi jeden lub większa liczba instrumentów finansowych oraz usługi doradztwa inwestycyjnego ani rekomendacji jak również usługi oferowania instrumentów finansowych oraz nie ma na celu promowania bezpośrednio lub pośrednio nabycia lub objęcia instrumentów finansowych lub zachęcania, bezpośrednio lub pośrednio, do ich nabycia lub objęcia.

Subfundusze Millennium (z wyłączeniem Millennium Specjalistycznego Funduszu Inwestycyjnego Otwartego) mogą inwestować powyżej 35% wartości swoich aktywów w papiery wartościowe, których emitentem, poręczycielem lub gwarantem są: Skarb Państwa, NBP, państwo członkowskie UE, jednostka samorządu terytorialnego państwa członkowskiego UE, państwo należące do OECD lub międzynarodowa instytucja finansowa, której członkiem jest Polska lub co najmniej jedno państwo członkowskie UE.

Przed podjęciem ostatecznych decyzji inwestycyjnych należy zapoznać się z Prospektem informacyjnym funduszy oraz Kluczowymi Informacjami oraz informacją dla klienta AFI, które są dostępne w języku polskim na stronie internetowej Towarzystwa pod adresem <https://millenniumtfi.pl/dokumenty.html>, w zakładce „Dokumenty” (odpowiednio w zakładce „Prospekty”, „Kluczowe Informacje” oraz „Informacje dla Inwestora”).

Inwestowanie w fundusze inwestycyjne wiąże się z ryzykiem utraty kapitału. Subfundusze zarządzane przez Towarzystwo, w zależności od przyjętej polityki inwestycyjnej mogą inwestować część lub większość swoich aktywów w akcje. Wartość aktywów netto Subfunduszy cechuje się lub może cechować się dużą zmiennością ze względu na skład portfeli inwestycyjnych. Subfundusze nie gwarantują osiągnięcia celów inwestycyjnych, ale dołożą najlepszych starań, aby je osiągnąć. Środki zainwestowane w Subfundusze nie są objęte systemem gwarantowania Bankowego Funduszu Gwarancyjnego.

Zaprezentowane materiały służą jedynie celom informacyjnym i nie stanowią oferty. Wszelkie prawa autorskie do materiału przysługują wyłącznie Towarzystwu. Informacje zawarte w materiale są dobierane zgodnie z najlepszą wiedzą jego autorów i pochodzą ze źródeł uznawanych za wiarygodne, jakkolwiek autorzy nie gwarantują ich dokładności i kompletności.

Niniejszy materiał ma charakter reklamowy.