

צילום: Shutterstock / א.ד.א.פ. קריאייטיב

הדרך המתעתעת לשיא כל הזמנים בזהב: מה באמת משפיע על מחיר המתכת

לעליית מחיר הזהב ל-3,700 דולר לאונקיה סיבות מגוונות, חלקן אף סותרות את מה שנהוג לחשוב בעולם ההשקעות על יחסי הגומלין שלו עם שוק המניות, המטבעות וגורמי מאקרו • איך ניתן להיחשף לזהב, במה עדיף שלא להשקיע, ומדוע רבים, כולל אותי, משוכנעים שימשיך לעלות

ו/או כביטוי לחשש מפני רמות השערים והמחירים הגבוהים בשוק המניות, חששות גיאופוליטיים וכיוצא בזה. סוג של "זהב פסיכולוגי" אם תרצו.

לצד אלו נעשות השקעות מצד ממשלות ובנקים מרכזיים, שמהוות גורם מרכזי בעליית מחיר הזהב. רכישות של בנקים מרכזיים נעשות מכמה טעמים. הפשוט ביניהם הוא הרצון לייצר פיזור של תיק השקעות, ולכן מתווספים שיקולים נוספים, לרוב פוליטיים. לא כל מדינה רוצה להיות תלויה בדולר של "הרוד סס" או באג"ח של ממשלת ארה"ב, שהם חלק מההורבות של מדינות.

לצד זאת, כהונת טראמפ "מבטיחה" אי ודאות ניכרת, כפי שלמידה סוגיית המכסים, ולא פחות מכך המתקפות של על הבנק המרכזי של ארה"ב, ה"פר", ומדיניות הריבית שלו. כך למשל, בנק ההשקעות גולדמן זאקס העריך לאחרונה שאם עצמאות הפד תיפגע, מחיר הזהב עשוי לנסוק ל-5,000 דולר לאונקיה, כ-35% מעל מחירו הנוכחי. כדי שזה יקרה, די בכך שאפילו 1% משוקי האג"ח האמריקאי יוסט לכיוון הזהב.

עד שינופק זהב דיגיטלי

למשקיע המחפש חשיפה למחיר הזהב ישנן כמה דרכים לעשות זאת. שתי הדרכים הפחות מומלצות, הכרוכות בסיכון קשור למחיר, הן רכישה פיזית של זהב או רכישה של חוזים על מחיר הזהב. הדרכים הארוטיות הרבה יותר הן: רכישת קרנות של משקיעות בזהב, שהידועה בהן היא GLD, ונוספות בעולם וגם בישראל. בין אלו יש כמה קרנות פסיביות וכמה אקטיביות. בנוסף, כדאי למשקיעים המתעניינים לעקוב אחרי יוזמה חדשה של מועצת הזהב העולמית, שעדיין לא ברור כיצד תתפתח, להשקת סוג של זהב דיגיטלי, אולי אף בתחילת 2026. דרך נוספת, תנודתית אך עם פוטנציאל לרווח גדול יותר, היא להשקיע במניות של חברות כריית זהב. עלות ההפקה עבורן היא סביב 1,500 דולר, וכל עלייה במחיר הזהב מהחללת עד שורת הרווח.

בבית ההשקעות מיטב מנהלות בין היתר קרנות נאמנות. אין לראות באמור המלצה או תחילת לשיקול דעתו העצמאי של הקורא, או הזמנה לבצע רכישה או השקעות ו/או פעולות או טקיקאות כלשהן. במידע עלולות ליפול טעויות ועשויים לחול שינויי שוק.



השקעה בזהב מגדרת לא רק את סיכון האינפלציה, אלא גם מירידות בשוק המניות. כך ששילוב של זהב עם השקעה במניות מקטין את סטיית התקן ומשפר את תשואת התיק

התיק לעומת השקעה במניות בלבד. כתוצאה מכך שהמונה (תשואה) גדל, והמכנה (סטיית התקן) קטן, התוצאה של חלוקת המונה במכנה היא גבוהה יותר. זו הנוסחה (כמעט בדיקה) של מדר שארפ, המקובל כמדד טוב לבחינת איכות הביצועים של כל תיק השקעות שהוא.

המתאם השלילי של מחיר הזהב מול שוקי המניות הוכיח עצמו גם לפני השנים האחרונות: במשבר הרוטקום ב-2000, אחר כך במשבר גוש האירו (2011-2012), וגם בין לבין במשבר הפיננסי הענק של 2008-2009, כשה-500 S&P ירד בכ-42% בעוד מחיר הזהב עלה ב-17%.

אופנה, גיוון ופוליטיקה

מבולבלים? לא פלא. האם אפשר לקבוע שבכל מצב מחיר הזהב עולה? התשובה שלי היא לא. הוא יורד להיות תנודתי למדי, ולמשל בין 2012 ל-2015 מחיר אונקית זהב צנח מרמה שקרובה ל-2,000 דולר אל מעט מעל 1,000 דולר. אבל אני כן מאמין שמחיר הזהב נמצא במגמה מאוד ארוכת טווח של עלייה, ולכן אני משקיע בו חלק מתיק ההשקעות שלי, לצד מניות ואג"ח כמובן. כי הדרך תכלול גם ירידות, אין ספק, ולא נהיות, אבל מה שקובע הוא הטווח הארוך, לעתים עד מאור.

מה עומד מאחורי ביטחוני בעליית מחיר הזהב לטווח הארוך? כמה גורמים. ישנם הביקושים הסטנדרטיים לזהב פיזי, כתכשיטים בעיקר בכמה מדינות באסיה, השימוש בו כמתכת הדרושה במוצרים תעשייתיים מסוימים, אבל זה פירור מהביקוש.

העיקר הוא רכישות של משקיעים מכל העולם, פרטיים, מנהלי קרנות גידור ומוסדיים, שעושים זאת או כחלק מגיוון תיק ההשקעות שלהם,

עולה דווקא כשהריבית נמוכה, כי אז עולה הביקוש לנכסי סיכון ושיקול הריבית לא מהווה פקטור.

אם לסכם את הדברים עד כה, מחיר הזהב עלה מה שלא קרה: כשהאינפלציה הייתה נמוכה בעשור השני של המאה הנוכחית, אבל גם כשעלתה לשיעור גבוה בשנים האחרונות, ובמיוחד כשהיה חשש שהאינפלציה תצא משליטה; מחיר הזהב עלה כשהריבית הייתה אפסית אבל גם כשעלתה והתייצבה על רמה גבוהה.

בניסיון להסביר את הסתירה הגיעו המנתחים למסקנה שמה שחשוב הוא הריבית הריאלית (בניכוי האינפלציה), שמודדת את העלייה בכוח הקנייה של הכסף) ולא הנומינלית. אבל גם זה לא מחזיק מים – מחיר הזהב עלה כשהדולר נחלש אבל גם כאשר הוא התחזק, טרם היחלשותו לאחרונה. עוד קורלציה שניסו המנתחים למצוא היא בין מחיר הזהב לסייקל הכלכלי: האטה כלכלית, כך נטען, טובה למחיר הזהב כי היא מבשרת על הפחתת ריבית. והנה גילינו שגם בפרקי זמן של האצה כלכלית, מחיר הזהב ירד לעלות.

יחד עם המניות? להפך!

ומהו הקשר בין השינויים במחיר הזהב למגמה בשוקי המניות? לאורך השנים מחיר הזהב עלה יחד עם העלייה במניות, ונטה גם לרדת עם השוקים, אם כי בשיעורים נמוכים בהרבה. כלומר היה מתאם חיובי, בעוצמה שונה אמנם, בין התנהגות הזהב להתנהגות שוק המניות. מתברר שהקשר הגורדי הזה בין שני השוקים נותק החל משנת 2023. מסקירה של הכלכלן הראשי במיטב, אלכס זב'ינסקי, מתברר: היקפי השינוי במגמה. בין היתר, הירידות במדד S&P 500 מתחילת שנה זו ועד 8 באפריל, בשיעור כ-15%, שהושפעו גם מהצגת תוכניות המכסים של הנשיא טראמפ, לא גררו ירידות במחירי הזהב. ההפך קרה: באותו פרק זמן מחירה של אונקית זהב עלה בלא פחות מ-13% כלומר, את מיקומה של הקורלציה החיובית ביניהם תפס מתאם שלילי.

אם כך מתברר שהשקעה בזהב מגדרת לא רק את הסיכון של האינפלציה, אלא גם את הסיכון של ירידות בשוק המניות. במילים אחרות, שילוב של השקעה במניות עם השקעה בזהב מקטין את טכנות התקן של תיק השקעות. ולא זו בלבד – השילוב משפר את התשואה של



צבי סטפק
יו"ר מיטב נירוט ערך

כמנהגי במדור הזה בגלובס שמתפרסם כבר 18 שנים, אחת לתקופה אני חוזר לעסוק בנושאים קבועים, אחד מהם הוא ההשקעה בזהב: עד כמה הוכיחה את עצמה, כמה ההשקעה הזו נכונה לנקודת הזמן הנוכחית וסיכוייה להצליח גם בראייה עתידית.

הכתבה האחרונה בנושא פורסמה לפני כחצי שנה, באמצע מרץ, כשהזהב פרץ את מחסום ה-3,000 דולר לאונקיה. מחיר המתכת נקבע בסופו של דבר כמו כל מוצר אחר – על בסיס היחס שבין הביקוש לבין ההיצע. מקור ההיצע הוא במכרות זהב במדינות כמו קנדה, דרום אפריקה, אוסטרליה, רוסיה, סין וארה"ב. ברור שהנסיקה במחיר מגבירה את המשאבים המופנים לגילוי "מרבצי"

זהב, אבל זה אינו תהליך קצר. מחירה של אונקית זהב ב-1999, ערב תחילת המאה הנוכחית, הגיע לשפל של מעט פחות מ-300 דולר, ומאז המתכת ייצרה למשקיעים תשואה פנומנלית של פי 12, הרבה יותר מכל מדר מניות מרכזי אחר.

ברוך לשיא הנוכחי של 3,700 דולר לאונקיה, מחירה ניפץ פעם אחר פעם את התחזיות האופטימיות של גופים כמו בנק ויליוס בר, שהעריך שמחיר הזהב יגיע ל-3,200 דולר בראשית 2026, או של ג'י.פי מורגן שנקבו במחיר 3,150 דולר לאונקיה בסוף 2025.

הזהב עשוי לתעתע לא אחת במשקיעים. מקובל היה לחשוב לאורך שנים שהזהב מתחזק כאשר הדולר נחלש, שכן מחירו נקוב בדולרים – ואם הדולר נחלש, אז למי שמחזיק במטבע אחר יותר וול לקנות אונקית זהב. ואכן הדולר נחלש לאחרונה מול מטבעות אחרים. עוד מקובל היה לחשוב שהזהב הוא סוג של הגנה מפני אינפלציה, למרות שבעת אינפלציה גבוהה גם הריבית מטבע הדברים היא גבוהה, ומי שמשקיע בזהב – שלא משלם ריבית – מוותר על ריבית שנתית גבוהה.

מהצד השני הסבירו לנו שהזהב