

Stopy zwrotu przekraczającej od początku roku 25% mogą pozazdrościć posiadacze każdej innej klasy aktywów. Przyszłość zapowiada się równie dobrze. Największe banki inwestycyjne solidarnie wydają swoim klientom rekomendacje by dalej kupować kruszec. Jednomyślna aproba dominuje także na popularnym portalu seekingalpha skupiającym ponad pięć tysięcy blogów inwestycyjnych.

Z kolei portal Goldbubble, na którym zbierane były świadectwa końca gorączki złota, zawiesił działalność, gdyż jego twórca sam stracił wiarę w trafność swoich przewidywań. Jak długo jeszcze posiadacze złota będą mogli się czuć tak komfortowo?

Na rynku złota od kilku lat pierwsze skrzypce grają inwestorzy. W drugim kwartale 2010 popyt inwestycyjny rok do roku wzrósł o ponad 100%, zaś popyt ze strony jubilerów nieznacznie spadł, kontynuując tendencję obecną także w poprzednich latach. W tej chwili 30% sprzedawanego złota trafia do ETF-ów – funduszy, które lokują powierzone im środki w fizyczne złoto. Największy z nich, SPDR Gold Trust, ma już w swoim skarbcu prawie 1300 ton kruszcu, czyli więcej niż mają na przykład Chiny. Inwestorzy obstawiają wzrost cen złota także na kontraktach terminowych. Choć liczba otwartych długich pozycji wprawdzie spadła w ostatnich dniach, to wciąż utrzymuje się w pobliżu rekordu.

Czym kierują inwestorzy, które lokują w tej chwili swoje oszczędności w złoto? Wciąż jeszcze najczęściej padającymi odpowiedziami na to pytanie są słabnący dolar i groźba inflacji. Faktycznie amerykańska waluta od czerwca straciła do euro około 15%. Jednak pół roku wcześniej to euro dramatycznie traciło do dolara, czemu również towarzyszył wzrost cen złota. W efekcie od początku roku kurs amerykańskiej waluty wobec euro praktycznie nie zmienił się (choć osłabiła się ona wobec japońskiego jena). Trudno zatem przypisywać sukces złotych inwestycji słabości dolara.

Inaczej wydaje się być z inflacją. Odkąd Fed ogłosił dalsze rozszerzenie programu zakupu aktywów, oczekiwania inflacyjne w amerykańskiej gospodarce wyraźnie wzrosły. Jeszcze w sierpniu rynek spodziewał się, że średnia inflacja w ciągu najbliższych dziesięciu lat wyniesie 1,5%, czyli o 0,5 punktu procentowego mniej niż wynosi nieoficjalny cel inflacyjny banku centralnego. Ogłoszenie kolejnej rundy ilościowego luzowania podniosło oczekiwaną inflację do poziomu 2,1%, czyli wciąż nieco poniżej normy sprzed kryzysu. Z podobnymi lub nawet nieco wyższymi oczekiwaniami inflacyjnymi mieliśmy do czynienia na początku tego roku.

Niedawny wzrost oczekiwań inflacyjnych był jednak bardzo nietypowy. Towarzyszył mu bowiem nie wzrost lecz spadek nominalnych stóp procentowych. W efekcie oczekiwana realna dziesięcioletnia stopa procentowa w gospodarce amerykańskiej sięgnęła poziomu ok. 0,5%, czyli najniższego w historii. Realne stopy są kluczowe dla przemysłu wydobywczego. Kopalnie produkują tym więcej im wyższe są realne stopy procentowe. Im zaś stopy niższe tym częściej zamiast koncentrować się na bieżącym urobku dąży się dalsze korytarze, powiększając przyszłe możliwości wydobywcze.

Na podstawie tego bank Goldman Sachs prognozuje, że przy obecnym poziomie realnych stóp procentowych cena złota powinna wynosić 1600 dolarów za uncję. By wartość ta została osiągnięta i w dłuższej perspektywie utrzymana, potrzebne są jakieś poważne powody, dla których poziom realnych stóp procentowych miałby być tak niski, jak oczekują tego inwestorzy grający na rynku obligacji. Czy rzeczywiście mamy podstawy przypuszczać, że zrealizowana (a nie jedynie oczekiwana) realna stopa procentowa znajdzie się na tak niskim poziomie?

Historia nie wyklucza takiej możliwości. W latach 1964-74 realny zwrot w inwestycji w dziesięcioletnie amerykańskie papiery skarbowe był ujemny. Gdybyśmy zaś zakupili je trzy lata wcześniej lub trzy lata później, to realna stopa zwrotu nie przekroczyłaby jednego procenta. Oprócz tego okresu, jeżeli spojrzeć na ostatnie pięćdziesiąt lat historii finansowej, nigdy wcześniej, ani później taka sytuacja nie wystąpiła. Co zatem sprawiło, że realne stopy procentowe w latach 60-tych i 70-tych były tak niskie?

Była to narastająca inflacja, której pojawienie się kompletnie zaskoczyło uczestników rynku, bowiem wykluczała ją obowiązujący wtedy w ekonomii paradygmat. Realne stopy procentowe były więc niższe, niż w tych warunkach chcieliby tego uczestnicy rynku. Gdy zorientowano się, że wysoka inflacja na trwałe zadomowiła się w gospodarce,

zażądano znacznie wyższych niż dotąd premii inflacyjnych. Realne stopy procentowe poszybowały w górę, przekraczając na początku lat 80-tych 10%. Świadczy to o tym, że spadek realnych stóp nie był wynikiem zwiększenia się dostępności funduszy pożyczkowych lecz manipulacji pieniężnych. Dlaczego więc dziś oczekuje się w przyszłości niskich realnych stóp procentowych, mimo że nic nie wskazuje iż inflacja wymknie się spod kontroli?

Na to pytanie trudno znaleźć racjonalną odpowiedź. Najprawdopodobniej mamy bowiem po prostu do czynienia z bańką spekulacyjną na rynku amerykańskich obligacji skarbowych. Wydaje się, że inwestorzy z jednej strony zupełnie zwątpili w powrót do trwałego wzrostu gospodarczego i łączące się z nimi zaostrenie (czyli unormowanie) polityki monetarnej. Z drugiej strony bezkrytycznie wierzą w to, że rząd amerykański będzie w stanie sprzedać tyle długu, ile będzie chciał. Tych dwóch rzeczy nie da się jednak pogodzić. Jeśli wzrost gospodarczy będzie bardzo niski, to udział długu publicznego w PKB będzie dalej gwałtownie rósł, co spowoduje w końcu przełożenie się obaw o wypłacalność amerykańskiego rządu na ceny jego obligacji.

Na razie pęknięciu bańki zapobiega Fed obniżając rentowności papierów skarbowych (przy okazji podnosząc jednocześnie oczekiwania inflacyjne). Wraz jednak z zakończeniem polityki ilościowego luzowania bank centralny zaprzestanie tych działań i realne stopy procentowe będą musiały wzrosnąć. Dla posiadaczy złota będzie to sygnał, że dla ich inwestycji przychodzą znacznie gorsze czasy.

Maciej Bitner, **Wealth Solution**