Przez 11 lat hossy na rynku złota wśród inwestorów i analityków powstało mnóstwo opinii odnośnie do praw rządzących tym rynkiem. Przyjrzyjmy się dziesięciu najczęściej spotykanym.

1. Złoto pozwala zachować wartość.
Prawda. Historycznie inwestycja w złoto pozwala zachować siłę nabywczą środków, a przy tym pomnażać kapitał. W latach 1900-2011 portfel oparty na złocie zwiększał swoją realną wartość w tempie 1% rocznie. Co więcej, jego wyniki były pozytywnie skorelowane z inflacją — im szybciej rosły ceny, tym szybciej rosła wartość złotych inwestycji. Z tego powodu wielu inwestorów, którzy obawiają się inflacji, kupuje złoto.

2. Złoto należy do bezpiecznych aktywów.
Fałsz. Wysokie stopy zwrotu niestety okupione są wyższą zmiennością. W latach 1980-2001 kruszec stracił realnie na wartości ponad 80%. Po uwzględnieniu inflacji z naszego portfela pozostałaby więc tylko jedna piąta początkowej siły nabywczej. Wymieniony okres został oczywiście dobrany tendencyjne, ale sam fakt, że podobne zdarzenie w ogóle miało miejsce, musi niepokoić. Hipotezę o wysokim bezpieczeństwie inwestycji w złoto można także obalić, patrząc na podstawowy wskaźnik historycznej zmienności cen. Odchylenie standardowe w ciągu minionych 110 lat wynosi 12,4% rocznie, czyli znacznie więcej niż w przypadku amerykańskich bonów skarbowych (4,7%), uznawanych powszechnie za bezpieczne aktywa.

3. Na złocie można dużo zarobić.
Prawda. W ostatnich latach szczególnie stopy zwrotu na rynku złota były imponujące. W ciągu minionych dziesięciu lat ceny wzrosły o ok. 450%, w żadnym roku przy tym nie spadając. Najlepszym rokiem minionej dekady był rok 2007, bardzo dobre były też lata pokryzysowe — 2009 i 2010. Stopa zwrotu w ciągu tych trzech lat wyniosła około 30%.

4. Cena złota zależy od poziomu realnych stóp procentowych.
Prawda. Złoto drożeje, gdy stopy procentowe są niskie w stosunku do spodziewanej inflacji. Są dwa powody, dla których tak się dzieje. Po pierwsze: niskie realne stopy procentowe powodują, że bardziej opłaca się posiadać wszelkie zasoby nieodnawialne. Wynika to z tak zwanej reguły Hotellinga (w przystępny sposób opisanej na blogu Paula Krugmana). Po drugie: produkcja złota od lat jest wyraźnie dodatnie skorelowana z poziomem realnych stóp procentowych. Być może niskie stopy procentowe powodują, że kopalniom bardziej opłaca się ograniczanie bieżącego wydobycia, podyktowane przeprowadzeniem prac zmierzających do zwiększenia urobku w przyszłości. Po trzecie: koszt alternatywny posiadania złota jest niższy, gdy realne stopy procentowe idą w dół. Inwestorzy dużo chętniej kupują kruszec, gdy na tradycyjnych aktywach nie spodziewają się dużego zarobku.

5. Niskie stopy procentowe powodują, że złoto będzie drożało.
Fałsz. Mimo że zarówno teoria, jak i długoletnie doświadczenie potwierdzają wpływ realnych stóp procentowych na cenę złota, nie znaczy to, że jest to związek całkowicie ścisły i przewidywalny. W dniu 6 września 2011, kiedy to złoto osiągnęło historyczny rekord, realne oprocentowanie amerykańskich dziesięcioletnich obligacji skarbowych wynosiło 0,76%. Obecnie wartość ta jest znacznie niższa — wynosi minus 0,7%. Nastąpił więc spadek realnych stóp procentowych o 1,46 punktu procentowego, czyli taki sam jak od grudnia 2008 do września 2011. W tym czasie złoto zdrożało ponad dwukrotnie, a od września 2011 do teraz straciło 11%. Wpływ na cenę złota oprócz realnych stóp procentowych musi mieć więc szereg innych czynników. Należą do nich w ogólności: popyt na fizyczne złoto, popyt inwestycyjny oraz podaż złota.

6. Zwiększanie podaży pieniądza przez banki centralne pomaga złotu.

Prawda. Odkąd banki centralne krajów rozwiniętych zaczęły stymulować swoje gospodarki poprzez zakupy aktywów finansowane nowo wykreowanym pieniądzem, cena złota poszybowała w górę. Szczególnie bacznie obserwowane są poczynania Rezerwy Federalnej, której kolejne operacje ilościowego łagodzenia jak dotąd bardzo pomagały złotu. W

ciągu 50 sesji po ogłoszeniu pierwszej (QE1) i drugiej (QE2) operacji cena złota wzrosła o 15%. Dla trzeciej rundy ilościowego łagodzenia zasygnalizowanej w sierpniu bieżącego roku oznaczałoby to wzrost cen do 1900 dolarów za uncję do końca października, na co się nie zanosi. Być może słabnący wpływ ilościowego łagodzenia na ceny złota wynika z tego, że coraz więcej inwestorów rozumie, iż wzrost podaży pieniądza bazowego niekoniecznie przekłada się na wzrost inflacji (warunkiem tego jest przyspieszenie akcji kredytowej przez banki).

7. Zakupy banków centralnych podbijają cenę złota.
Prawda. Popyt na złoto ze strony banków centralnych od początku kryzysu dramatycznie wzrósł. Z jednej strony — banki krajów zachodnich przestały sprzedawać złoto, z drugiej — kraje rozwijające się zaczęły masowo je kupować. W drugim kwartale bieżącego roku kupiły 157 ton, czyli aż 16% sprzedanego w tym czasie złota. Pozwoliło to z nawiązką zrównoważyć spadające zainteresowanie złotymi funduszami ETF oraz inwestycjami w formie sztabek i monet. Dzięki temu popyt inwestycyjny mógł dalej rosnąć, a ceny złota nie spadały mimo ograniczania zakupów przez sektor prywatny. Bieżący rok ma wszelkie szanse na pobicie rekordu pod względem ilości złota kupionego przez banki centralne, pytanie jednak, czy kolejne lata będą równie dobre. W dużej mierze zależy to od trendów na rynku złota — dotychczasowe doświadczenia wskazują, że banki zachowują się bardzo procyklicznie: kupują, kiedy złoto drożeje, i nie kupują (bądź wręcz sprzedają), kiedy tanieje.

8. Ceny złota są bliskie historycznych szczytów.
Zależy, o jakie szczyty chodzi. Rynek bliski jest rekordu nominalnego (1920 dolarów), jednak do realnego (850 dolarów w 1980 roku) ciągle mu daleko. W zależności od tego, jakiego wskaźnika użyjemy, historyczny rekord sprzed trzydziestu dwóch lat można przeliczyć na inną wartość obecnie. Najpopularniejszy wskaźnik cen konsumpcyjnych w USA daje realną wartość ceny z 1980 roku na poziomie 2390 dolarów. Przeliczając udziałem w globalnym PKB lub indeksem cen producentów, otrzymamy wartość nieco niższą, w odniesieniu zaś do innych surowców lub akcji — wyższą. Tego typu porównania mają takie znaczenie, jakie nadadzą im inwestorzy. Przekroczenie szczytu z 1980 roku, kiedy to z pewnością złoto było przewartościowane, będzie dla wielu ostatecznym sygnałem, że kruszec wszedł w stadium bańki i wzrosty mają się ku końcowi.

9. Możliwy jest w najbliższym czasie powrót do standardu złota.
Fałsz. Rzeczywiście coraz częściej można usłyszeć wypowiedzi ekonomistów, szczególnie pracujących w sektorze prywatnym, że standard złota mógłby w dzisiejszych czasach funkcjonować. Jednak szersza akceptacja tego pomysłu napotyka dwa problemy. Po pierwsze, istotą standardu złota jest to, że czyni on pieniądz niezależnym od polityków, co powoduje, że ci są bardzo niechętni, by zrzec się takiej władzy. Po drugie, wśród ekonomistów dominuje przekonanie, że standard złota nie sprawdziłby się w sytuacji gwałtownego wzrostu popytu na pieniądz. Nie byłoby bowiem możliwości zwiększenia podaży pieniądza i musiałyby spaść wszystkie ceny, co jest procesem długotrwałym i bolesnym na podobieństwo kryzysu z lat 30.

10. Produkcja złota od lat spada.
Fałsz. To przekonanie było prawdziwe w pierwszych latach złotej hossy. W 2008 roku produkcja znalazła się na najniższym poziomie od połowy lat 90. Rekord z 2001 roku wydawał się poza zasięgiem. Jednak gwałtowny wzrost cen podważył to przekonanie. Po trzech latach gwałtownego wzrostu produkcja znalazła się na rekordowo wysokim poziomie. Na kolejne lat zaplanowane jest dalsze zwiększanie wydobycia. Co ważne, produkcja złota jest bardzo rozproszona. W latach 70. i 80. sytuacja była podobna jak obecnie na rynku platyny — dominował jeden kraj (RPA). Teraz największy producent (Chiny) ma zaledwie 13-procentowy udział. Zwiększa to bardzo bezpieczeństwo dostaw i ogranicza ryzyko gwałtownych wzrostów cen z powodu strajków.

Maciej Bitner
Główny Ekonomista **Wealth Solutions**