

Dlaczego cena złota jest tak wysoka?

Autor: **Robert P. Murphy**

Źródło: mises.org

Tłumaczenie: **Maciej Troć**

Od końca 2008 r., kiedy Ben Bernanke zaczął pompować w system bankowy biliony dolarów, ekonomiści i inni znawcy tematu kłócili się, czy Stany Zjednoczone czeka trwała deflacja czy przyspieszająca inflacja. Odmienne stanowiska wynikają częściowo z faktu, że eksperci koncentrują się na dwóch różnych rzeczach: jedna grupa odnosi się do cen rynkowych, podczas gdy inni mówią o zmianie całkowitej ilości długu i pieniędzy na rynku.



Nawet jeśli ograniczymy nasze rozważania do zmian cen rynkowych, z którymi musi zmierzyć się przeciętne gospodarstwo domowe, to wciąż różnica zdań jest znaczna. Keynesiści, charakterystycznie dla siebie, ostrzegają, że wysokie bezrobocie w USA może prowadzić do powstania japońskiego „straconego dziesięciolecia” stabilnych cen i zastoju gospodarczego. Z drugiej strony, austriacy przestrzegają przed inną dekadą — lat 70. w USA, kiedy Amerykanie byli dotknięci wysokim bezrobociem oraz inflacją cen.

Aby uzasadnić swoje stanowisko, keynesiści wskazują na niskie stopy zwrotu z różnych obligacji skarbowych, sygnalizując tym samym, że „rynek” oczekuje nieznacznych wzrostów cen w nadchodzących latach. W przeciwieństwie do nich, austriacy twierdzą, że znaczne i powszechne wzrosty cen są sygnalizowane przez wzrost wartości złota i srebra.

Przez pewien czas keynesiści nie potrafili się do tego ustosunkować. Sugerowali, że ceny surowców zawsze były zmienne, a ogromne wzrosty z ostatnich lat można wyjaśnić popytem ze strony rynków wschodzących oraz niedoborami produkcyjnymi. W szczególnym akcie rozpaczy, [Paul Krugman](#)

[zasugerował](#), że na rynku złota istnieje bańka spekulacyjna stworzona przez Glenna Becka.

Jednak teraz keynesiści — razem z ludźmi zgadzającymi się z nimi, że świat jest w deflacyjnej pułapce płynności — przyjęli nową, bezpieczną teorię: cena złota wzrosła z powodu niskiej realnej stopy procentowej. Jeśli ta teoria jest prawdziwa, keynesiści mogą wyjaśnić wzrosty cen złota — zarówno te z ostatnich lat, jak i te z lat 70. Dzięki tej teorii mogą podtrzymywać swoje stanowisko, że Bernanke musi odkręcić kurki finansowe w celu uzdrowienia gospodarki.

Teoria cen złota

Teoria łącząca ceny złota z realnymi stopami procentowymi nie jest nowa, ale ostatnio stała się modna z powodu swojego związku z debatą na temat strategii działania Rezerwy Federalnej. W październiku [Eddy Elfenbein wyłożył jej podstawy](#) i przeprowadził kalibrację, która doprowadziło go do złotej zasady: „Kiedy krótkoterminowa realna stopa procentowa dolara jest poniżej 2%, cena złota rośnie. Kiedy jest powyżej 2%, cena złota spada”.

Całkiem niedawno Paul Krugman nie mógł spać, analizując ten problem i o 4.30 nad ranem [umieścił wpis na swoim blogu](#), w którym — przy pomocy formalnych modeli ekonomicznych — wyjaśnia, dlaczego podczas spadku realnych stóp procentowych cena złota powinna iść w górę. Po uzyskaniu rezultatów Krugman stwierdził:

Przypuśćmy, że to jest prawdziwa historia, lub przynajmniej część prawdziwej historii cen złota. Jeśli tak jest, wszystko, co czytacie o znaczeniu cen złota, jest błędne.

To jest w istocie „autentyczna” historia o złocie, w której cena rośnie z powodu spadku oczekiwanych zysków z innych inwestycji; to nie jest — powtarzam: nie jest! — historia o oczekiwaniach inflacyjnych. Gwałtowne wzrosty cen złota nie są oznaką nadchodzącej inflacji, lecz rezultatem długotrwałego kryzysu gospodarki tkwiącej w pułapce płynności. Gospodarka jest bardziej narażona na deflację w stylu japońskim niż inflację w stylu weimarskim. Ludzie, którzy kupili złoto, obawiając się inflacji, postąpili dobrze, pomimo błędnych przesłanek.

Dla pełnego obrazu powinniśmy także spojrzeć na [tekst Brada DeLonga](#), który rozwija analizę Krugmana. DeLong zestawia cenę złota z realnymi stopami procentowymi i zauważa, że — ogólnie rzecz ujmując — poruszają się one w przeciwnych kierunkach. Szczególnie wyraźnie widać to pod koniec lat 70. i na początku 80., kiedy realne stopy procentowe były prawdopodobnie ujemne (roczne wzrosty cen były wyższe od nominalnych stóp procentowych). W tym okresie ceny złota były wysokie. Podczas aktualnego kryzysu *również* mamy niskie realne stopy procentowe spowodowane bardzo niskimi nominalnymi stopami procentowymi. DeLong w następujący sposób odnosi się do tych wyników:

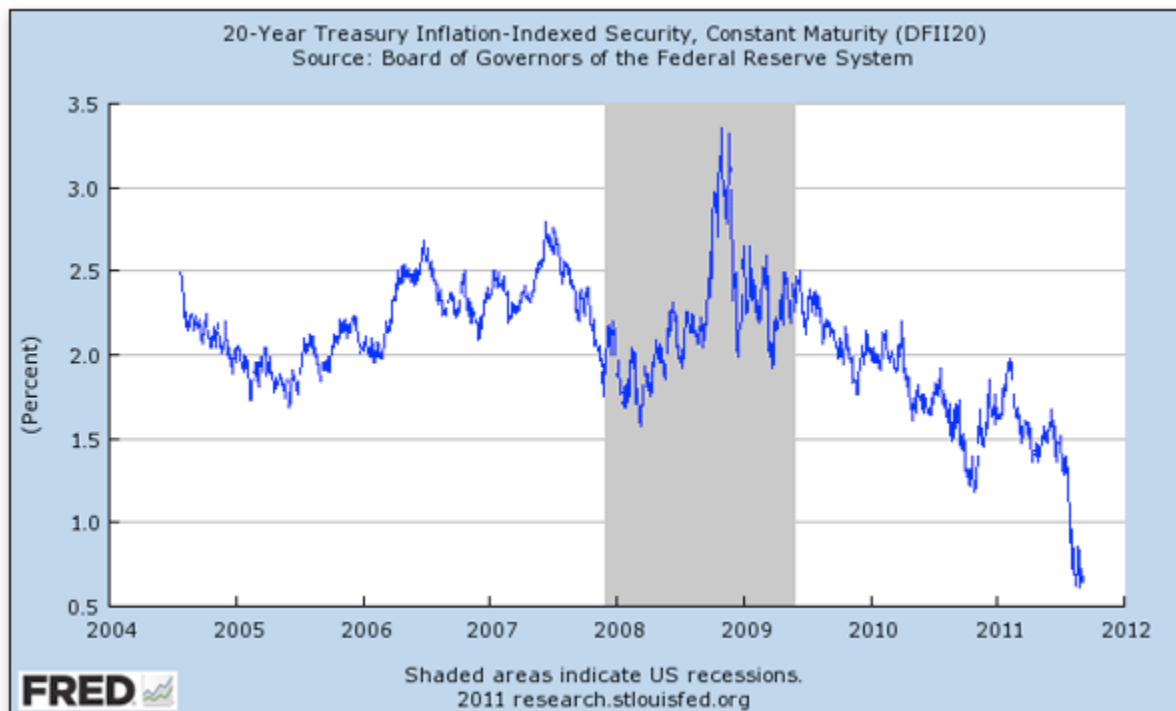
Zgodnie z tą interpretacją, złoto jest, i zawsze było, świetną „obligacją skarbową” — długoterminowym aktywem, które jest pozbawione ryzyka niewypłacalności, a przez to bardzo bezpieczne (lub przynajmniej postrzegane jako takie), i z tego powodu sprzedawane z premią w stosunku do obligacji skarbowych.

Jakie wnioski mogą z tego wyciągnąć austriacy? Czy ogromny wzrost cen złota może głównie wynikać ze spadku realnych stóp procentowych? Czy strach przed obniżeniem wartości dolara jest naprawdę wytworem wyobraźni Glenna Becka?

Bliższa analiza powyższych zależności

Wielu zwolenników tezy o nadchodzącej deflacji jest przekonanych, że ich teoria nie ma już słabych punktów. Nie wydawajmy jednak pochopnych sądów. Krugman i DeLong nie poparli swoich analiz solidnymi argumentami teoretycznymi ani praktycznymi. Wyjaśnili jedynie dwa ogromne wzrosty cen złota z lat 70. oraz z ostatnich lat. Przeprowadzimy teraz analizę, która wykaże błędność teorii Krugmana.

Na początek przyjrzyjmy się wykresowi, który Krugman zamieścił na swoim blogu. Dotyczy on dziennych zysków z 20-letnich skarbowych papierów dłużnych zabezpieczonych przed inflacją (TIPS):



Według modelu Krugmana nagłe i duże zmiany realnej stopy procentowej powinny prowadzić do jednorazowej korekty ceny złota w przeciwnym kierunku. To jest ta zależność, która, według Krugmana, dokładnie opisuje gwałtowny wzrost cen złota w ostatnich latach.

Są jednak znaczne obszary na powyższym wykresie, które *nie pasują* do tej teorii. Na przykład realna stopa procentowa ([tutaj źródło danych](#)) wzrosła znacznie z 2,06% 3 stycznia 2006 r. do 2,58% 3 lipca tego roku. To jest bardzo solidny wzrost, biorąc pod uwagę tak niewielki przedział czasowy.

Nie wiadomo, jak duża zmiana ceny złota powinna nastąpić, ponieważ model Krugmana jest jakościowy. Obliczenie nowej rynkowej ceny równowagi wymagałoby znajomości — jak to definiuje Krugman — „ceny zaporowej złota”, przy której nie byłoby popytu na złoto dla zastosowań komercyjnych i przemysłowych.

Pomijając rozmiar powyższej korekty, jej kierunek jest jasny — jeśli teoria Krugmana jest prawdziwa, wtedy znaczny sześciomiesięczny wzrost realnej stopy procentowej powinien prowadzić do spadku cen złota.

Jak to się ma do rzeczywistości? Wystarczy spojrzeć na wykresy w [serwisie Kitco](#), aby stwierdzić, że na początku stycznia 2006 r. rynkowa cena

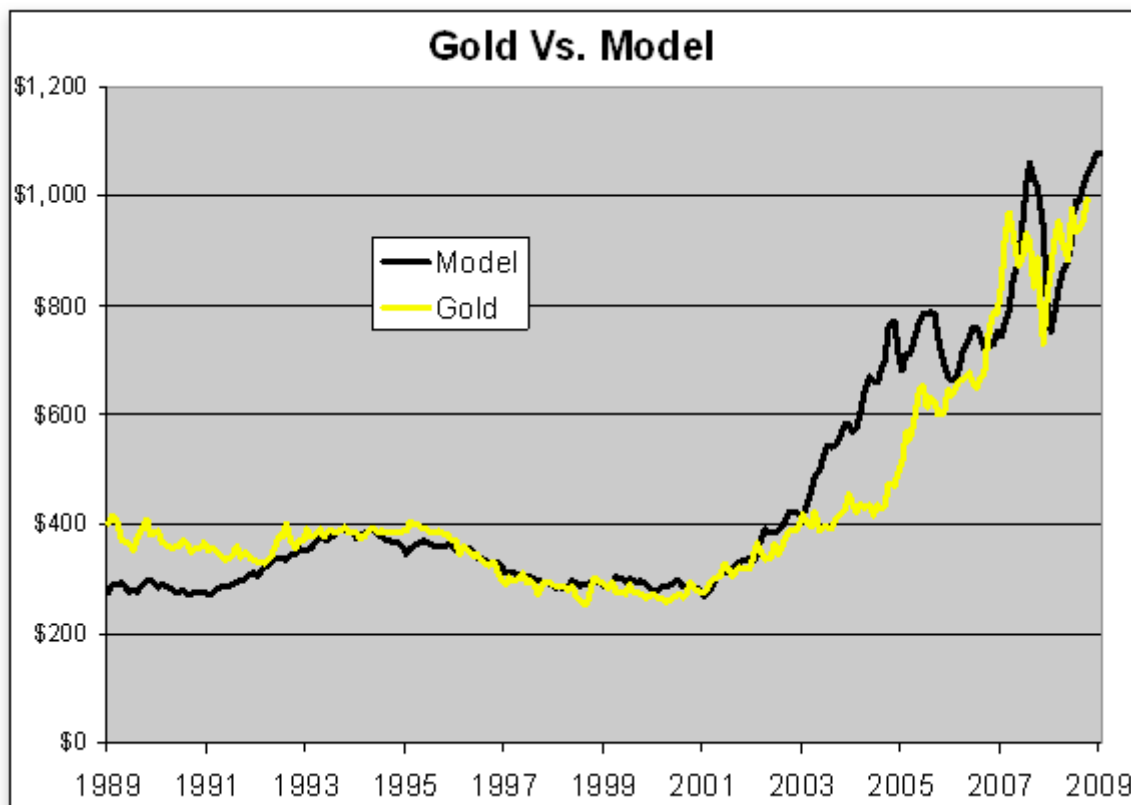
złota wynosiła 530 USD. Na początku czerwca cena wzrosła do 623 USD. Biorąc pod uwagę zmianę oficjalnego [wskaźnika cen detalicznych](#) (CPI), mamy do czynienia z 15% wzrostem realnych cen złota, podczas gdy konsekwencją teorii Krugmana powinien być znaczny spadek.

Model Krugmana niesie za sobą także inne następstwa. Na przykład, w sytuacji gdy realna stopa procentowa jest stabilna przez dłuższy czas, realna cena złota powinna wzrosnąć — w ujęciu rocznym — w podobnym stosunku w tym okresie. Niestety, zysk z 20-letnich skarbowych papierów dłużnych (TIPS) jest dość nieregularny, więc trudno zweryfikować prawdziwość tego następstwa. Jednak patrząc na 2005 r. widzimy, że zysk z powyższych papierów dłużnych jest stosunkowo stabilny i kształtuje się w okolicach 2%. Czasami jest wyższy, czasami niższy, ale nie odbiega zbyt daleko od 2% podczas tego roku — przynajmniej porównując to z jego zmiennością w pozostałych latach.

Jeśli teoria Krugmana jest prawdziwa, realna cena złota powinna wzrosnąć w 2005 r. tylko o 2%. W rzeczywistości cena wzrosła z 428 USD do 512 USD, co oznacza, po uwzględnieniu wskaźnika cen detalicznych (CPI), realny wzrost o 16%.

Podsumowując: nieważne, czy patrzymy na duże skoki realnej stopy procentowej w krótkim okresie czasu, czy na dosyć stabilny okres realnej stopy procentowej w długim okresie, możemy znaleźć odstępstwa od teorii Krugmana, bazując na jego własnych danych. Krugman i DeLong są (niesłusznie) przekonani, że rozwiązali ten irytujący problem cen złota. Doszli do modelu jakościowego, w którym nagłe spadki realnej stopy procentowej prowadzą do natychmiastowych wzrostów cen złota. Widząc ten rezultat, otworzyli sobie piwa z okrzykiem: „Misja zakończona!”. Zapomnieli, że inne implikacje płynące z ich modelu nie pasują do danych empirycznych.

Na pierwszy rzut oka, model Eddy’ego Elfenbeina wygląda całkiem nieźle:



Problem w tym, że jego model to po prostu krzywa, która nieźle pasuje do krzywej reprezentującej ceny złota. Podłoże teoretyczne, leżące u podstaw modelu, zakłada, że złoto reaguje na *długookresowe* stopy procentowe. Tymczasem Elfenbein przyznał, że do narysowania swojej krzywej używał *krótkookresowych* danych. Co więcej, Elfenbein daje nam do myślenia takimi słowami:

Ten wzajemny stosunek nie jest idealny, ale utrzymuje się całkiem nieźle przez około 15 ostatnich lat. Podobna dynamika zmian była też obecna w poprzednich 15 latach, ale myślę, że proporcje były inne.

Model Elfenbeina może być użyteczny dla osób inwestujących w aktywa krótkookresowe. Jednak to na pewno nie jest idealny model, ponieważ Elfenbein sam przyznaje, że nie powstał na podstawie żadnej teorii, a wygląda tak dobrze tylko wtedy, gdy świadomie dobierzemy dane z konkretnego okresu, dzięki czemu krzywa będzie podobna do krzywej ceny złota. Takimi metodami każdy może „wyjaśnić” cenę złota, odnosząc się do najróżniejszych okoliczności.

Trzeba oddać Elfenbeinowi, że przejrzycie wyjaśnia ułomności swojego modelu, czego nie można powiedzieć o Paulu Krugmanie. Elfenbein stwierdził:

Powiedzmy sobie szczerze, że to jest tylko model i nie próbuję w całości wyjaśnić zmian ceny złota. Złoto jest w dużym stopniu narażone na zmienność i spekulację. Na jego cenę mogą mieć także wpływ m.in. wydarzenia geopolityczne.

To są bardzo prawdziwe słowa, które powinny dać do myślenia tym, którzy są przekonani, że Krugman i reszta wyjaśnili tajemnicę nagłych wzrostów cen złota. Wszyscy wiedzą, że wydarzenia geopolityczne wpływają na cenę złota. Należy zauważyć, że ich wpływ nie do końca musi być zbieżny z wpływem zmian oczekiwanej stopy zwrotu ze skarbowych papierów dłużnych indeksowanych inflacją (TIPS). Na przykład, po tym jak prezydent Obama ogłosił 2 maja 2011 r., że [Osama Bin Laden](#) został zabity, cena złota spadła około 55 USD za uncję w ciągu kilku następnych dni. Zyski z [20-letnich skarbowych papierów dłużnych](#) (TIPS) również nieznacznie spadły. (Żeby teoria Krugmana okazała się prawdziwa, zyski powinny wzrosnąć po tej „ekspansywnej” nowinie w celu obniżenia cen złota).

Zapominamy o kluczowym problemie: złoto jest walutą rynku

W powyższej części wskazałem na ułomności teorii bazującej na związku między realną stopą procentową a ceną złota. Teraz chciałbym zwrócić uwagę na zasadniczy problem w podejściu Krugmana i reszty: starają się wyjaśnić cenę złota, *zapominając o jego historycznych funkcjach jako waluty całego rynku.*

Jeśli zajrzyjmy za kołnierz modelowi Krugmana, zobaczymy, jakiej metodologii używa: na początku przyjmuje, że ilość złota w posiadaniu jednostek jest już określona. Ta ilość ciągle się pomniejsza przez przemysłowe zastosowanie złota. Jednak najważniejsze w modelu Krugmana jest założenie, że *jedynym powodem do posiadania złota jest fakt, że w przyszłości dentyści odkupią je od nas drożej na złote plomby.* Krugman mówi tak:

Zobaczcie, jak to działa. Wyobraźcie sobie, że istnieje pewna określona ilość złota na świecie i wraz z biegiem czasu zasób złota

pomniejsza się przez wykorzystanie go w różnych dziedzinach, takich jak na przykład stomatologia. (Owszem, złoto jest wydobywane i istnieje mniej więcej stały popyt na zwykłe przetrzymywanie złota — ale na razie o tym zapomnijmy). Tempo, w jakim złoto znika w zębach, można liczyć w tonach rocznie. Zapotrzebowanie przepływu złota zależy więc od jego realnej ceny...

Krugman świadomie ignoruje fakt, że są ludzie, którzy trzymają złoto, traktując je jako inwestycję. Mówi: „na razie o tym zapomnijmy”, ale nie wraca do tego — jakże ważnego! — zagadnienia.

Dla odmiany zajmijmy się wstępem do analizy Eddy’ego Elfenbeina, który jest pokrzepiająco szczery:

Problemem jest to: „Jak można rozsądnie policzyć cenę złota?”. Dla akcji mamy wiele różnych wskaźników. Oczywiście, te wskaźniki mogą nie działać... ale to już jest coś. Na złoto nie ma żadnych wskaźników. Jakby nie było, złoto to tylko kamień (no dobra, metal).

Jak w takim razie możemy choćby zacząć analizę ceny złota? Jest taki stary dowcip, który mówi, że cenę złota rozumieją tylko dwie osoby na świecie. Obaj pracują dla Bank of England i się ze sobą nie zgadzają.

Jasne jest, że ani Krugman, ani Elfenbein nie biorą pod uwagę historycznej roli złota (i srebra) jako *środka wymiany*. Ludwig von Mises w swojej pracy [*The Theory of Money and Credit*](#) wyjaśnia, w jaki sposób złoto może stać się pieniądzem, będąc początkowo zwyczajnym towarem z względną ceną ustalaną przez zapotrzebowanie produkcyjne.

Ze względu na proces, który opisałem w [tym artykule](#), inwestorzy zaczynają trzymać złoto (lub inne środki wymiany) nie dlatego, że chcą zrobić naszyjnik czy plombę, ale dlatego, że to bardzo płynne aktywa. Jeśli tempo tego procesu będzie szybko rosło, złoto stanie się powszechnie akceptowane i w tym

momencie stanie się spontanicznie wybranym przez rynek pieniądzem. ([Tutaj](#) niedawna polemika z tym poglądem).

Gdy zrozumiemy historyczną rolę złota jako pieniądza akceptowanego na wszystkich rynkach świata, zobaczymy, dlaczego złoto jest najlepszym zabezpieczeniem przed inflacją i dlaczego ludzie kupują złoto, gdy się boją. Model Krugmana byłby prawdziwy, tylko wtedy, gdyby pozostałe czynniki pozostawały niezmiennie. Model ten w żaden sposób nie jest w stanie udowodnić tezy, że Bernanke musi powiększać inflację.

Podsumowanie

Krugman, DeLong i inni będą mieli trudności ze zrozumieniem rynkowego pojęcia złota (i srebra), jeśli próbują wyjaśnić jego cenę modelem, który nie bierze pod uwagę historycznej roli złota jako środka płatniczego. ([Deflacionistyczny Mish](#) zawsze podkreślał szczególną rolę złota jako waluty ogólnoświatowej).

Kiedy złe wieści z Grecji powodują, że ceny obligacji skarbowych rosną, wszyscy akceptują zdroworoządkowe wyjaśnienie, że: „inwestorzy zamieniają EUR na USD”. Dlaczego więc czymś niezwykłym ma być fakt, że Bernanke wtłacza w system ogromne ilości nowych dolarów, co odsyła zaniepokojonych inwestorów do bezpiecznych walut (złota i srebra), których wartość *nie może* być obniżona?

Wielu inwestorów — zarówno tych małych, jak i dużych, takich jak [Jim Rogers](#) czy [Marc Faber](#) — rozumie, dlaczego taktyka Bernakego spowodowała wzrosty cen towarów, a w szczególności metali szlachetnych. Nie musimy rysować wymyślnych wykresów, żeby zrozumieć ich decyzje — ci ludzie swoim działaniem jasno prezentują nam swoje motywacje.

Być może ci czołowi inwestorzy są w błędzie i może faktycznie czekają nas stabilne ceny konsumpcyjne. Jednak ani [ja tak nie myślę](#), ani miliony innych ludzi kupujących złoto.