

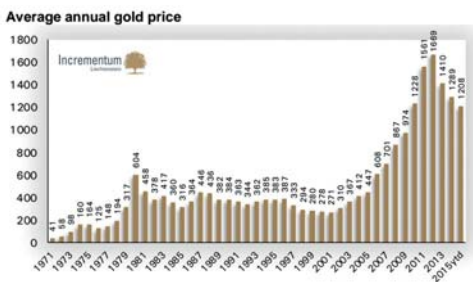
JUHÁSZ GERGELY



MIÉRT MEGFELELŐ MENEDEKESZKŐZ AZ ARANY?

Az 1970-es évek elejétől lezajlott legfontosabb politikai és gazdasági krízisek idején a sárga nemesfém átlagosan 13 százalékkal drágult. Igaz, ezek az úgynevezett geopolitikai prémiumok hajlamosak gyorsan eltűnni, az aranyár általában csak akkor marad magas, ha a történések egyértelműen hozzájárultak monetáris és gazdasági lépésekhez – mint ahogy az történt például a World Trade Center elleni terrortámadást követően, aminek hatására az amerikai jegybank szerepét betöltő Federal Reserve Board (Fed) lazított monetáris kondícióin. Ebben az értelemben a pénzügyi válságok tartósabb hatást gyakorolnak az aranyra, mint a lokális háborús konfliktusok. Ha egy geopolitikai válság akkor következik be, amikor az arany már elindult felfelé, ez kihathat a rali méretére. Jó példa erre az iráni forradalom/tűszdráma és a szovjetek bevonulása Afganisztánba. Mindazonáltal, még ezekben az esetekben is nehéz bizonyítani az aktuális eset hatását. Ha lefelé tartó aranyáraknál következik be egy geopolitikai válság, akkor az inkább csak megakasztja a sárga nemesfém jegyzéseinek további erodálódását, mintsem a vételére serkentene.

1. ábra. Az éves átlagos aranyárak 1971 óta, dollár/unciában



Az arany iránti affinitás másik fő oka annak nagyfokú likviditása. A sárga nemesfém a leglikvidebb befektetési eszközök közé tartozik, csak három

devizapár (a dollár/euró, a dollár/jen és a dollár/angol font) napi kereskedési volumene nagyobb. Nagyfokú likviditása és a szűk vételi-eladási árfolyam-különbözet miatt az aranyat stresszhelyzetben sokszor könnyebb pénzé tenni, mint más eszközöket.

A Thomson Reuters GFMS tanulmánya szerint az arany globális kereskedelmi volumene 2014-ben 550 ezer tonna volt. Ez nagyjából háromszor haladja meg a világ teljes aranykészletét és 180-szorosa az éves bányászati teljesítménynek. Az aranyforgalom kitartóan helyeződik át Nyugatról Keletre: míg néhány éve még Londonban bonyolódott le a fizikai aranyforgalom közel 90 százaléka, addig ma már csak megközelítőleg a 70 százaléka.

A stratégiai valutatartalékok jó része még mindig aranyban van. Megfelelő védelmet nyújthatnak ugyanis a növekvő virtuális pénzvilág kockázataival szemben. Érdekes módon az elmúlt években nem a nyugati központi bankok, hanem a nyugati magánbefektetők csökkentették aranytartalékukat.

Eltekintve ezen igen lényeges portfóliójellemzőktől, az aranynek olyan minőségi tulajdonságai is vannak, amelyek befektetési eszköz mivoltában megkülönböztetik a többi eszköztől. Az arany adósságmentes eszköz, ezért nemcsak a kötvényekkel, hanem a bankbetétekkel szemben is mentes bármilyen partnerkockázattól. Az arany tiszta vagyontárgy. Ezzel szemben az értékpapírpiacon számtalan üzleti és elszámolási rizikó létezik. Mivel pedig a nem teljesítési vagy csőd kockázattal kapcsolatos aggodalmak növekednek egy deflációs környezetben, az arany e jellemzőjének fel kell értékelődnie. Vitatható az a közgazdászörökben alapvetőnek vett feltételezés, miszerint a kamatszintek növekedése aranyárzuhanással jár együtt. Hiszen az 1971 utáni három legnagyobb aranyralira emelkedő nominális kamatkörnyezetben került sor – állítják Ronald-Peter Stöferle és Mark J. Valek, a liechten-

MIÉRT MEGFELELŐ MENEDÉKESZKÖZ AZ ARANY?

JUHÁSZ GERGELY

steini Incrementum AG független pénzügyi szolgáltató elemzői idei tanulmányukban.

2. ábra. Az arany a kamatemelési ciklusok jó részében jelentősen emelkedni tudott

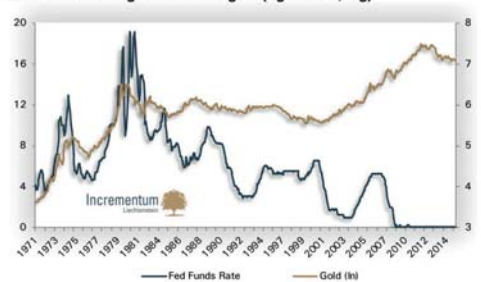
	Change Fed Funds Effective Rate			Gold
	Start	End	Change	Return
Jan. 1977 - Apr. 1980	4.61	17.61	13.00	316.93%
Feb. 1972 - Aug. 1974	3.30	12.92	9.62	194.97%
Jun. 2004 - Jul. 2007	1.03	5.26	4.23	69.61%
Jan. 1994 - Apr. 1995	3.05	6.05	3.00	1.09%
Feb. 1987 - Mar. 1989	6.10	9.85	3.75	-2.69%
Apr. 1999 - Nov. 2000	4.74	6.51	1.77	-5.88%
Feb. 1983 - Aug. 1984	8.51	11.64	3.13	-29.55%
Jul. 1980 - Jul. 1981	9.03	19.10	10.07	-36.62%

Sources: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

A kamatszinteket ma nem annyira a szabadpiaci erők határozzák meg, hanem jórészt a monetáris politika. Az amerikai alapkamat (a Federal Funds ráta) az aranyár mozgására is alapvetően kihat. Elvileg a monetáris lazítással együtt járó hozam-esésnél az aranyak erősödni kellene, míg a monetáris szigorítás esetén, kamatemeléskor gyengülne.

3. ábra. A Fed irányadó kamata (Federal Funds ráta) és az arany mozgása 1971-től

Federal Funds target rate¹⁴¹ and gold (right scale, log)



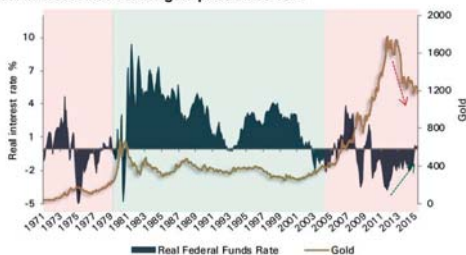
Sources: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

Az aranyártrend szempontjából sokkal fontosabbak a reálkamatok. Amikor például 1977 és 1980 között az akkori Fed-elnök, Paul Volcker agresszívan vitte fel az alapkamatot, a reálkamatok viszont a gyorsuló infláció következtében estek, az arany ára gyorsan emelkedett.

Egy hüvelykujjszabály szerint az erős USA-dollár automatikusan vezet alacsonyabb aranyárhoz, amit az empirikus adatok alátámasztanak. Mindazonáltal ez a kapcsolat aszimmetrikus: az

4. ábra. A reálkamatlábak és az aranyár 1971 óta

Real interest rates vs. the gold price since 1971



Sources: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

a kár, amit az erős dollár okoz az aranyárban, jóval kisebb, mint amekkora hátszelet ad a gyenge zöldhasú a sárga nemesfém drágulásának.

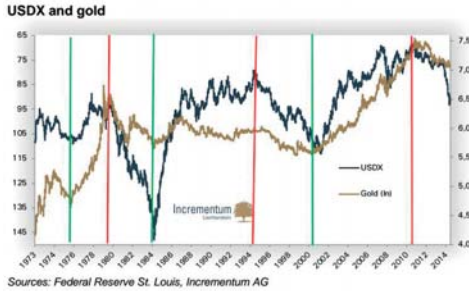
Az Arany Világtanács tanulmánya szerint az aranyár akkor nőtt a legjobban (évi 14,9 százalékkal), amikor a dollár gyengült. Míg dollárerősödéskor az arany éves átlagos hozama – 6,5 százalék volt. Különösen érdekes a nyilvánvaló aszimmetria: az aranyár több mint kétszer jobban drágult, amikor a dollár gyengült, mint amennyire olcsóbodott, amikor a zöldhasú erősödött.

A történelmileg negatív korreláció az arany és a dollár között még a szokásosnál is gyengébb volt 2014-ben, amikor is a dollár ralizott, ezzel szemben az arany oldalazott. Ez azzal lehet összefüggésben, hogy a feltörekvő piacok (mindenekelőtt Kína és India) aranyára kifejtett hatása az utóbbi években nagyobb jelentőségű lett. Míg az aranykereslet az 1970-es, 1980-as években gyakorlatilag teljes egészében a fejlett országokra korlátozódott, addig ma a keresletnek már csaknem kétharmada a feltörekvő piacokról érkezik. A feltörekvő piaci reálkamatok változása egyre erősebben hat az arany befektetési keresletére. Ezért a jövőben nemcsak a dollár, hanem a júan és a rúpia várható erejét és reálkamatait is figyelemmel kell kísérni az aranyárprognózis készítésekor.

Az amerikai részvények árfolyamai a történelmi szintekhez képest extrém magasan állnak, úgy tűnik, mozgásirányuk megváltozása csak idő kérdése. A részvénypiacok a túlértékeltiséget követően mindig nagyot estek a történelem során. Ha ez ezúttal is bekövetkezik, az arany mint a portfólió egy menedékeszköze kerülhet előtérbe.

Több mutató alapján sem kecsegtetőek az amerikai részvények kilátásai 2016-ra. A Shiller-PE ráta tör-

5. ábra. Az USDX dollárindex inverze és az arany árfolyama



ténelmileg négy legmagasabb értéke és az amerikai részvénypiac azt követő teljesítménye azt mutatja, hogy az árfolyamcsúcsokat követő évtizedben a befektetők éves átlagos 4–6 százalékos veszteségeket szenvedtek el. Óvatosságra int a Buffett mutató is, miszerint az amerikai tőzsdéken jegyzett vállalati részvények teljes piaci kapitalizációja az amerikai GDP-hez viszonyítva csak egyszer, 2000 első negyedében volt magasabb a mainál.

A Dow Jones/arany ráta pedig hosszabb távon azt mutatja, hogy az arany relatíve alulértékelt a részvényekhez képest. A valamivel 15 fölötti ráta jóval a 6-os medián felett áll. Ez az arany 1932-ben 2 volt, a legutolsó nagy bikapiac végén, 1980-ban 1,3-on. A ráta mostani alakulása az arany 1974 és 1976 közötti korrekciójának idején tapasztaltakra emlékeztet.

6. ábra. A Dow/arany ráta mozgása 1900 óta

