

## ELEMZÉS: ARANYPIACI ELŐÍTÉLETEK

### Összefoglalás

Az arany piaccal kapcsolatban a legtöbb befektetőben élnek bizonyos előítéletek. Ezen mítoszok és előítéletek eddigi legteljesebb magyar nyelvű összefoglalását adjuk most közre, melynek forrásául az Erste Research Group tanulmányát használtuk fel. A tanulmány részletből kiemelnénk néhány gondolatot:

- *Az arany a jelenlegi 1000 dollár/uncia szinten sem tekinthető túlárazottnak.*
- *Az arany nemcsak a dollár alapú pénzügyi eszközök alternatívája, hanem más devizában jegyzett befektetési eszközökkel szemben is jó eredményeket tud felmutatni.*
- *Bár az aranybefektetés nem fizet kamatot, az aranyra mint befektetési eszközre az értéknövekedése kompenzálja ezt a tulajdonságát.*
- *Az arany kevésbé volatilis befektetési eszköz, mint a részvénybefektetések ill. árupiaci befektetések zöme.*
- *Az arany a gazdaságtörténet deflációs időszakában értékálló befektetésnek bizonyult.*
- *A modern társadalomban is van kereslet az aranyra mint befektetési eszközre, ékszeralapanyagra és az ipari felhasználás céljára.*

### Kulcsszavak:

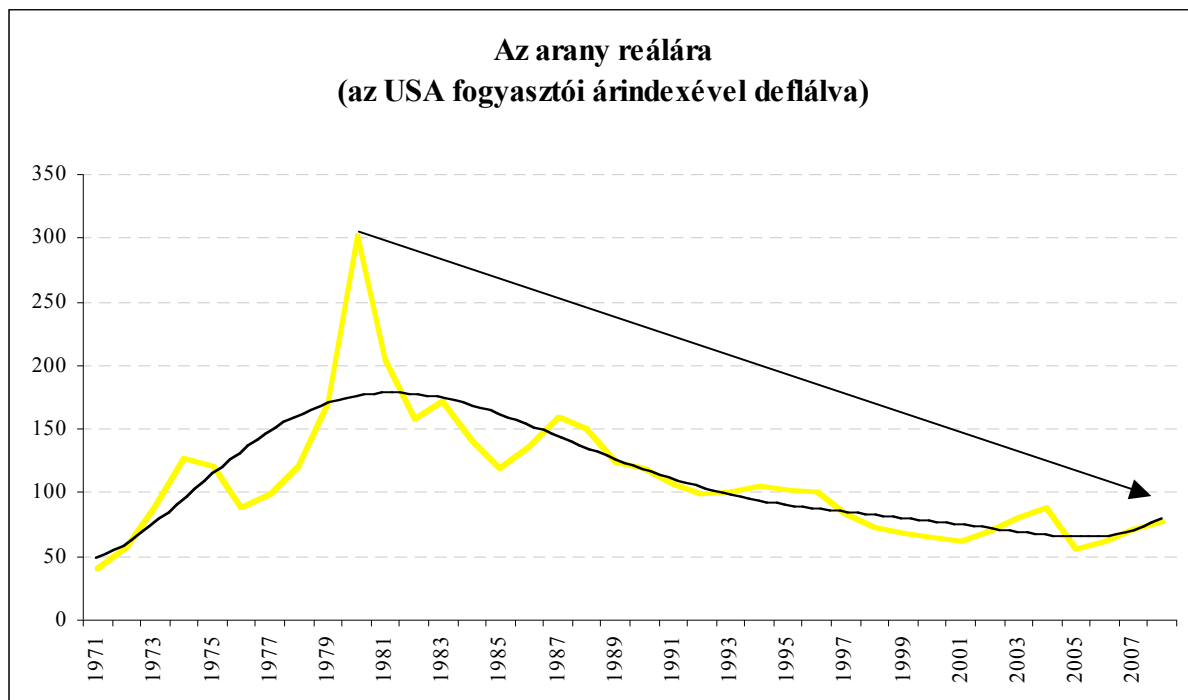
arany, aranyár, arany árfolyam, aranykínálat, ipari arany, infláció, fogyasztói kosár, defláció, befektetési arany, arany befektetés,

## Mítosz és valóság

Az arannyal kapcsolatban számos mítosz kering a befektetői körökben. Ezek a hiedelmek sok esetben tévesek és félrevezetik a döntéshozókat. Ebben a fejezetben a hét legfontosabb mítoszt vesszük sorra és cáfoljuk azokat.

### 1. Mítosz: Az arany túl drága

Az arany árának vizsgálata során sok elemző arra a megállapításra jut, hogy az arany túlértékelt, vagyis drága. Ilyen esetben a piacra történő belépés nem optimális. A sárga fém átlagára azonban hosszabb időszakot vizsgálva nem emelkedett olyan gyorsan, mint a fogyasztói kosár többi eleme, azaz az arany drágulása az ezredfordulóig elmaradt az inflációtól. A 2000-ben kezdődött emelkedés, így nem jelent túlértékelést, hanem az arany egyensúlyi ár felé mozdulása érhető tetten az adatokban. Ahhoz, hogy az 1980-ban regisztrált legmagasabb reálárát elérje, unciánként 2300 dollárra kellene drágulnia. A 2008-as évben az olaj áttörte minden idők legmagasabb reálárát, az elemzők véleménye szerint az arannál is hasonló tendencia várható.



FORRÁS: KITCO, FED

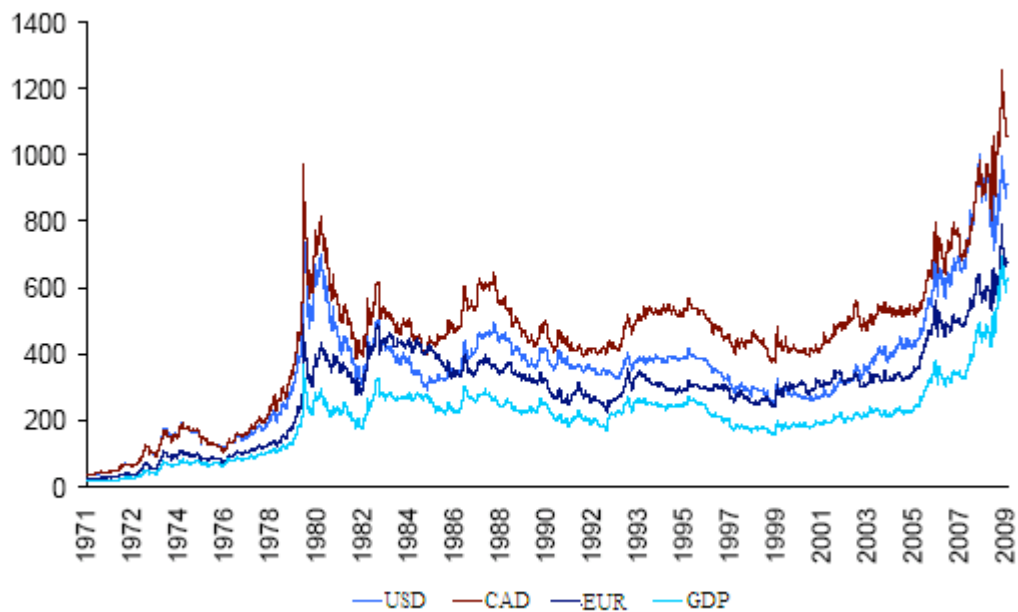
A nominális árak historikus összehasonlításának nincs igazi információértéke. Jó példa erre, hogy amikor az arany unciájáért 850 dollárt kellett fizetni 1979 végén, 1980-ban, akkor egy átlagos amerikai háztartás éves jövedelme 17.000 dollárt tett ki. Ha ma egy négytagú család évi összjövedelme ennyi, akkor a háztartás tagjai a szegénységi küszöb alatt vannak. Az aranyról, mint ahogy a többi befektetési eszköznél is, fontos kiszűrni az infláció torzító hatását, mielőtt az árak szintjéről véleményt mondanánk.

Az arany reálára az ezredfordulóig folyamatosan csökkent, majd ahogy ez az illesztett polinomon is látszik a trend lassan megfordult. Ennek oka elsősorban a keresleti kínálati viszonyokban rejlik, de a pénzügyi krízis kitörése, a bankokba, pénzügyi közvetítőkhöz vetett bizalom megrendülése is felfelé hajtotta az árakat.

## 2. Mítosz: az arany csak a dollárbefektetők számára érdekes

A mítosz könnyen cáfolható az alábbi ábrával. Az arany átlagos éves hozama az utóbbi évtizedben dollárban 10,8, euróban 9,5, angol fontban pedig 6,5 százalék.

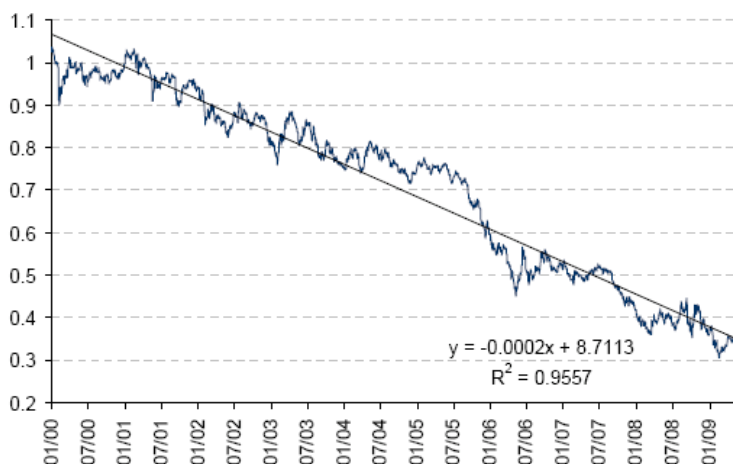
## Az arany árának alakulása USD-ben, CAD-ban, Euroban és GBP-ben 1970-től



*Forrás: Erste Group Research*

A rövidebb távú trend azt mutatja, hogy jelenleg az arany valamennyi fontosabb devizával szemben felértékelődik. Valószínűtlennek látszik, hogy a tendencia a közeljövőben megváltozna.

## A devizakosár<sup>1</sup> és az arany egymáshoz viszonyított aránya



Forrás: Erste Group Research

A fenti ábra azt hasonlítja össze, hogy ha 2000. Január elsején a pénzünket aranyba fektettük volna, akkor az hogy viszonyulna ahhoz a befektetéshez, ha szintén 2000. Január elsején a pénzünket 6 felé osztva egyenlő arányban fektettünk volna USD-be, Ausztrál dollárba, Jüanba, Svájci frankba, Indiai rúpiába és Angol fontba. Az ábrából kiolvasható, hogy a devizakosár befektetés 2009. Január elsején már csak 35%-nyi értéket képviselt volna az aranybefektetéssel szemben.

## Az arany éves hozama különböző pénznemekben (százalék)

	USD	AUD	CNY	EUR	INR	CHF	GBP	Átlag:
2001	2.5	11.3	2.5	8.1	5.8	5	5.4	5.8
2002	24.7	13.5	24.8	5.9	24	3.9	12.7	15.64
2003	19.6	-10.5	19.5	-0.5	13.5	7	7.9	8.07
2004	5.2	1.4	5.2	-2.1	0	-3	-2	0.67
2005	18.2	25.6	15.2	35.1	22.8	36.2	31.8	26.41
2006	22.8	14.4	18.8	10.2	20.5	13.9	7.8	15.49
2007	31.4	18.6	23	17.9	17.5	21.5	29.2	22.73
2008	5.8	32.5	-1.1	11.9	30.4	0.2	44.3	17.71
Átlag	16.28	13.35	13.49	10.81	16.81	10.59	17.14	14.07
Medián	18.9	13.95	17	9.15	19	6	10.3	15.56

Forrás: Erste Group Research

<sup>1</sup> A kosár egyenlő arányban tartalmaz USA és ausztrál dollárt, jüant, svájci frankot, indiai rúpiát, és angol fontot.

### 3. *Mítosz: az aranyra nem fizetnek kamatot*

Nos, ez a felvetés valóban igaz, azonban a kamatfizetés elmaradását túlkompenzálja az arany értékállósága, vagyis az, hogy az arany jellemzően megtartja vásárlóerejét. Az amerikai jegybank szerepét betöltő FED 1913-as megalapítása óta a dollár elvesztette a vásárlóerejének 95 százalékát, eközben pedig az arany ára 50 szeresére emelkedett. Az amerikai fizetőeszköz vásárlóerejének a csökkenése összefügg az aranystandard felbomlásával.

### 4. *Mítosz: az arany ára volatilis és jellemzően spekulációk mozgatják*

Empirikusan bizonyítható, hogy akár hosszabb távon, akár rövidebb időhorizonton az arany árfolyamának volatilitása alacsonyabb, mint a részvényeké: az elmúlt tíz esztendő idősorát vizsgálva a Dow Jones index volatilitása 16 százalékot tett ki, míg az aranyár esetében a mutató mindössze 12 százalékon áll. Egy tanulmány szerint<sup>2</sup> arany és az S&P 500 közötti korreláció -0,15 volt 1990-től napjainkig. Az arany volatilitása lényegesen alacsonyabb, mint az olajé, a többi nemesfémé, a GSCI termékpiacon indexé, vagy a legtöbb részvényé az elmúlt húsz évben.

Collin Lawrence tanulmánya<sup>3</sup> szerint az arany nulla, vagy gyenge negatív korrelációt mutat a többi eszközzel. A korreláció az elmúlt tíz évben átlagosan mindössze 0,049 % volt. A volatilitások 60 napos mozgóátlaga 17-et tett ki, miközben az S&P 500 index átlagos volatilitása elérte a 19,4 százalékot. További fontos megfigyelés, hogy nincs szignifikáns kapcsolat a főbb makroökonómiai változók (ipari termelés, GDP) és az arany árfolyama között.

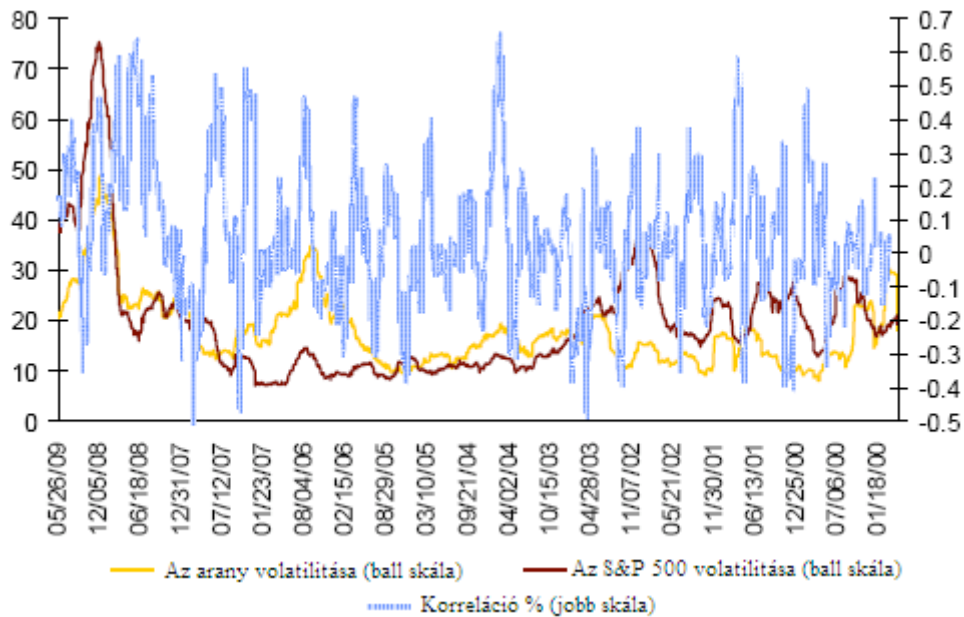
Az arany ezen tulajdonságai mögött a likviditási, a hitelkockázat teljes hiánya húzódik meg, illetve az, hogy a piaci kockázat is lényegesen alacsonyabb, mint a többi eszköz esetén. A részvényekkel és a kötvényekkel szemben az arany nem testesít meg sem hitelviszonyt, sem résztulajdont, így az aranyár belső értékének a szintjére eshet maximum vissza, ami egyenlő az aggregált termelési költséggel.

---

<sup>2</sup> Rozanna Wozniak : Is gold a volatile asset? World Gold Council

<sup>3</sup> Colin Lawrence [2003]: Why is Gold Different from Other Assets? An Empirical Investigation London, World Gold Council

Az arany és az S&P 500 index volatilitása, a két mutató közötti korreláció erőssége

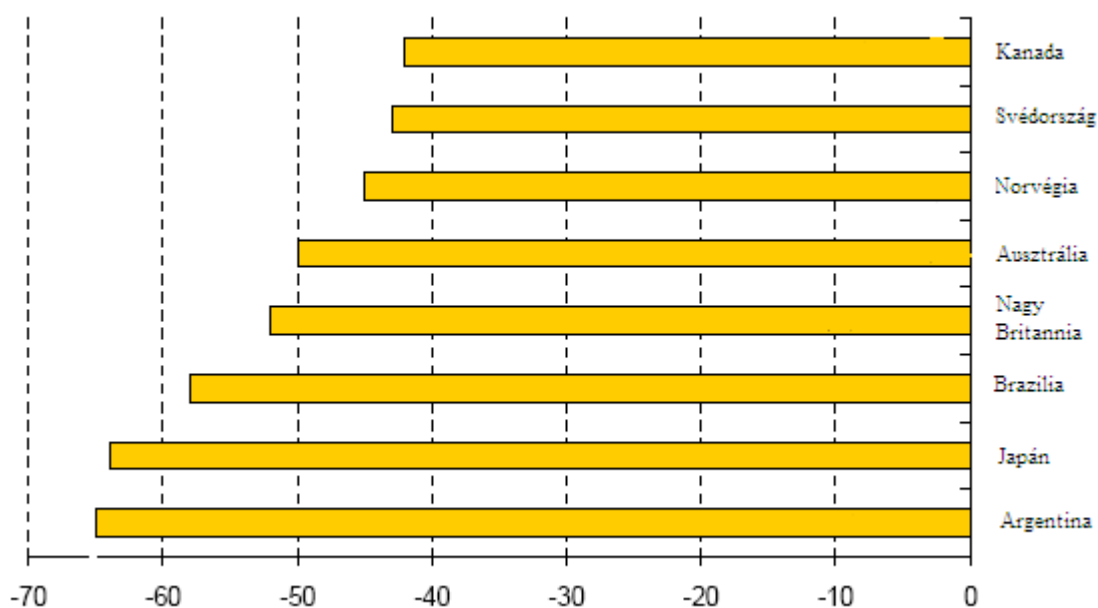


*Forrás: Erste Group Research*

##### 5. Mítosz: Deflációs időszakokban az arany nem jó befektetés

Többé-kevésbé köztudott manapság, hogy az aranyban történő megtakarítások igen jól védik a befektetők vagyonát a pénzromlás ellen. A befektetők a vagyonuk vásárlóerejének megtartása céljából tartják portfoliójuk kisebb-nagyobb hányadát aranyban. Azonban az arany árfolyamának alakulása deflációs időszakokban kevésbé közismert. Habár annak idején az aranystandard rendszere még működött, az egyetlen releváns referencia-időszak a nagy gazdasági világválság 5 éve. 1934-ben az ipari termelés 50 százalékkal esett vissza, a munkanélküliségi ráta pedig elérte a 30 százalékot. A kormányok világszerte növelték a kiadásait és igyekeztek megállítani az árak esését. A nyugati devizákat eközben folyamatosan leértékelték. Bár a mai szituáció természetesen nem hasonlítható össze a 75 évvel korábbival, az arany árának változása mégis tanulságos lehet a mai korban is.

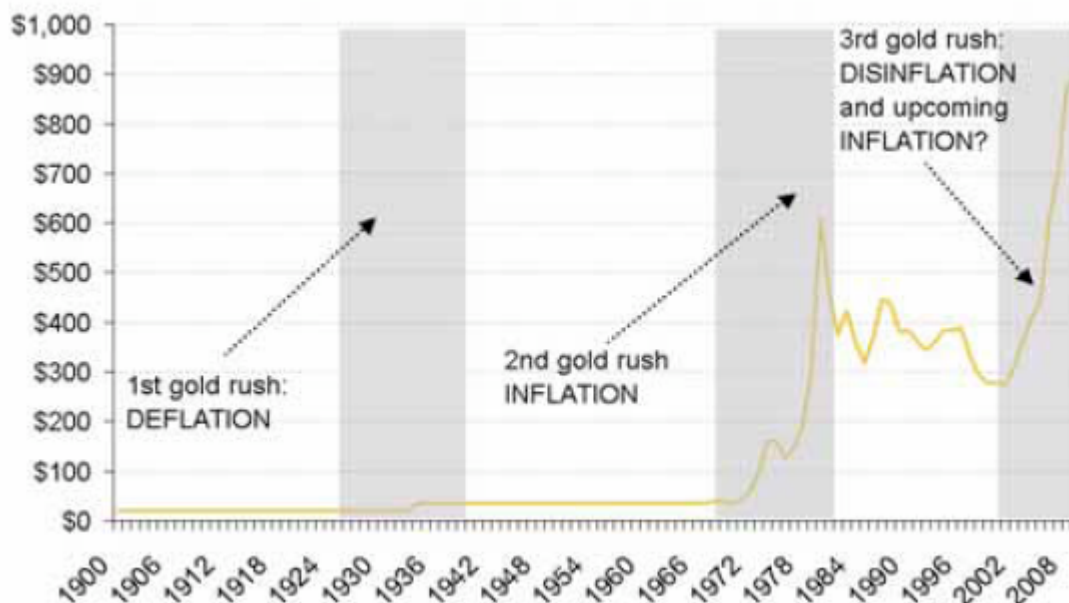
A világ főbb devizáinak a leértékelődése az arannyal szemben 1929 és 1934 márciusa között (százalék)



Forrás: Erste Group Research

A leértékelés hatására az arany kereslete az egekbe szökött. Amikor 1933-ban az állami aranykészletek a minimális megkövetelt szintre csökkentek Roosevelt elnök elrendelte a háztartások birtokában lévő arany kisajátítását (elkobzását). Ezzel egyidejűleg az aranykitermelő vállalatok részvényei iránti kereslet megugrott és a papírok árfolyama folyamatosan emelkedett. Az ebben az időben legnagyobb aranykitermelő, a Homestake Mining papírjainak árfolyama például az 1929-es 75 dolláros szintről 1935 végére 500 dollárra emelkedett, emellett pedig 130 dolláros osztalékot fizetett a cég részvényenként. A legnagyobb emelkedés azonban a defláció után következett be, amikor az fogyasztói árindex hirtelen megugrott (1932-1935). **Az elemzések hasonló forgatókönyvet valószínűsítenek a jelenlegi krízis utáni helyzetre is.** Hozzá kell azonban tennünk, hogy az aranyipari részvények tőzsdekrach idején mutatott jó szereplése vélhetően az arany fix árfolyamának volt köszönhető, mivel az bányavállalatok bevétele ezáltal biztosítva volt. A példában szereplő cég mellett az ágazatban működő többi vállalat papírjainak árfolyama szintén emelkedett. A Dome részvényei 1929 és 1936 között csaknem 1,100, a Battlemountain esetén pedig 1,200 százalékos növekedést regisztráltak. Mindössze az arany és az ezüst azok a nemesfémek, amelyeknek fontos monetáris funkciója volt, ezért a két eszköz között szoros kapcsolat mutatható ki. Mivel a válság idején az ezüst árát nem rögzítették nemzetközi egyezmények, ezért következtetéseket vonhatunk le az arany gazdasági válság alatti hipotetikus árfolyampályájára. 1931-ben 1932-ben a részvények átlagosan 42 és 51 százalékkal értékelték le, miközben az ezüst árfolyama 8 és 16 százalékkal csökkent ugyan ezen időszak alatt. Az arany nagy valószínűséggel jobban teljesített volna az ezüsthöz képest, mivel az utóbbi kereslete lényegesen jobban függ az ipari kibocsátás alakulásától. A deflációs időszakokban mindazonáltal a pénztartás a legnagyobb hozamot biztosító befektetési forma. Azonban amennyiben a központi bankok expanzív politikát folytatnak, az arany hozama középtávon nagyobb, mint a piaci megtérülés. Véleményünk szerint tehát az arany a deflációs időszakokban is kitűnő befektetési lehetőséget nyújt.

## Az arany árfolyama 1900-2009



Forrás: Erste Group Research

### 6. Mítosz: Az aranyak nincs relevanciája a modern társadalomban

Amennyiben ez az állítás valóban megállná a helyét, a központi bankok már rég felszámolták volna az aranykészleteiket. Az igazság azonban az, hogy a jegybankok, melyek nem írták alá a Központi Bankok Arany Egyezményét (CBGA), nettó aranyvásárlók. Ennek az oka az, hogy az arany az egyetlen olyan fizetőeszköz, ami nem valamely más állam, vagy intézmény kötelezettségét biztosítja csupán, hanem saját belső értékkel bír. Mindezek mellett az arany ipari felhasználása is növekszik (elég csak műholdakra, szél és napenergiai felhasználásra, számítógépiparra, vagy lézertechnológiára utalni).

Az aranyak számos olyan tulajdonsága van, amivel a többi termék nem rendelkezik:

- az arany az egyetlen olyan fizetőeszköz, amelynek birtoklása nem csupán valamely más állammal, vagy intézménnyel szembeni követelést testesít meg, hanem saját belső értéke van
- könnyen szállítható
- csaknem megsemmisíthetetlen
- könnyen azonosítható
- könnyen osztható részekre
- nagy értéksűrűség (=magas érték/súly és érték/térfogat arány)
- világszinten elfogadott univerzális fizetőeszköz

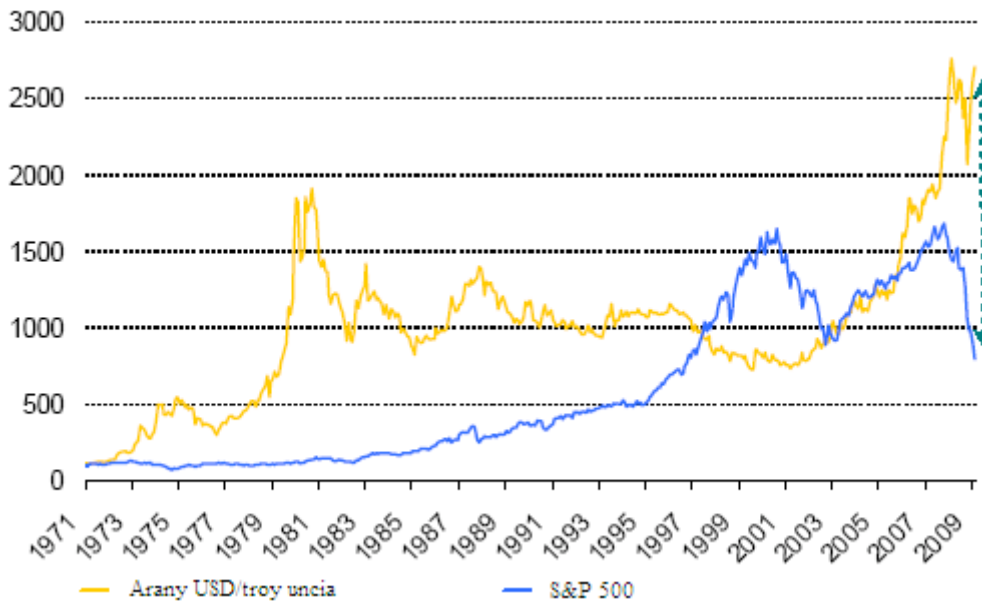
### 7. Mítosz: az arany csupán a krízisidőszak befektetési eszköze

Azok a befektetők joggal tarthatnák ezt a mítoszt megalapozottnak, akik az 1979-es 1980-as rekordszinten nyitották az aranyozíciójukat. A nagyon gyors növekedés azonban csupán három hónapig tartott (1979 végén és 1980 elején). Viszont ezt is érdemes a



részvénybefektetésekkel összehasonlítani. Vajon a részvénybefektetésekbe nem lehet beragadni? Dehogynem! A Dow Jones például 1954-ben érte el ismét az 1929-es rekordszintjét, de a Nikkei 225 még most is 20 százalékkal van lemaradva az 1989-es csúcsához képest. A Dow Jones emellett 1971 óta 1400 százalékkal emelkedett, mialatt az arany ára 27 szeresére növekedett.

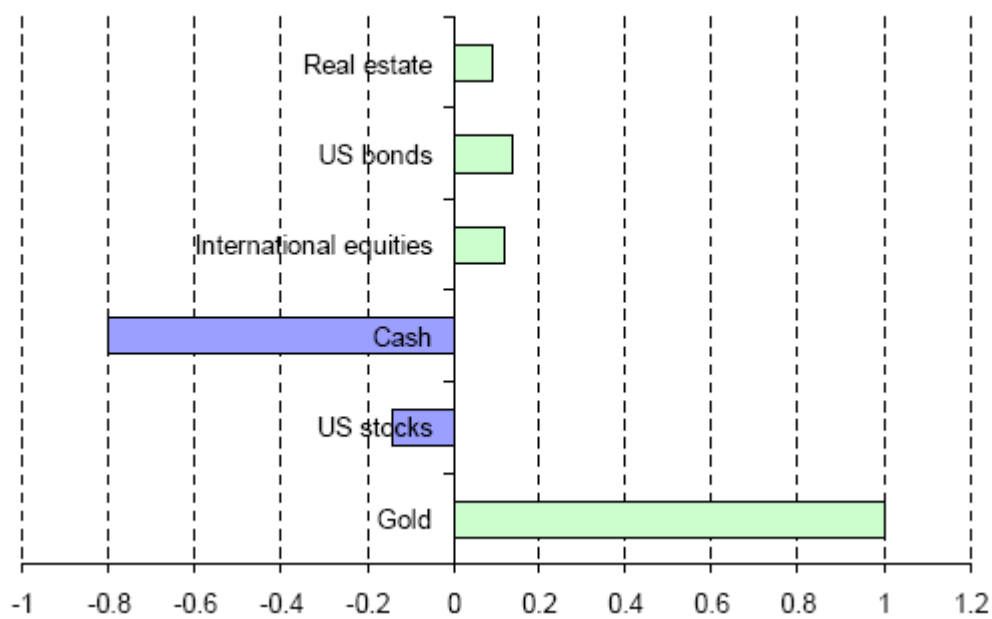
### Az arany és az S&P 500 index alakulása (1971 = 100)



*Forrás: Erste Group Research*

Az arany további jó tulajdonsága, hogy mivel nem korrelál a többi befektetési formával, csökkenti a portfólió kockázatát. Az arany így mérsékli a hozamok fluktuációját a volatilis időszakokban.

### Korreláció az arany és a főbb befektetési formák között



*Forrás: Erste Group Research*