

OTDK-DOLGOZAT

Ecker Dóra Natália
BA

2013

FOLYTATÓDIK AZ ARANY DIADALMENETE?
WILL THE TRIUMPHAL MARCH OF GOLD CONTINUE?



Ecker Dóra Natália

Kézirat lezárva: 2011. október 10.

TARTALOMJEGYZÉK

1. BEVEZETÉS	1
1.1. A dolgozat célja.....	1
1.2. Az arany tulajdonságai	2
2. AZ ARANY A TÖRTÉNELEMBEN.....	3
2.1. Történeti áttekintés a XIX. századig	3
2.2. Az aranystandard-rendszer	4
2.3. Átmenet az aranystandard és az aranydeviza-rendszer között	9
2.4. Az aranydeviza-rendszer	10
2.5. Az arany története a XX. század végén.....	16
2.6. Az aranyár alakulása a XX. században	18
3. A 2007-2009-ES VÁLSÁG ARANYRA GYAKOROLT HATÁSA.....	21
3.1. A válság előtt.....	21
3.2. A válság kezdete	21
3.3. A válság 2008-ban.....	24
3.4. A válság hatása az aranyárfolyamra 2009-től napjainkig.....	26
3.5. A válság aranyra gyakorolt hatásának összegzése	31
4. AZ ARANY NAPJAINKBAN	33
4.1. Az aranykitermelés.....	33
4.2. Az arany jelenkori szerepei	35
4.3. Az aranykínálat	42
4.4. Az aranykereslet.....	43
4.5. Az Arany Világtanács	44
4.6. Magyarország az aranypiacon	45
5. A JÖVŐ.....	47
5.1. Megjósolható-e az aranyár mozgása 2011 után?.....	47
5.2. Az arany mint fizetőeszköz?	50
6. ÖSSZEGZÉS.....	52

Táblázat- és ábrajegyzék

1. ábra: Az aranyár alakulása 1900-2010	18
2. ábra: Az aranyár alakulása 1970-2010	19
3. ábra: Az aranyár 2007-ben	23
4. ábra: Az aranyár 2008-ban	24
5. ábra: Az aranyár 2009-ben	27
6. ábra: Az aranyár 2010-ben	28
7. ábra: Kisbefektetők fizikai arany iránti kereslete 2006. január-2010. szeptember	29
9. ábra: Az aranyár 2000-2011	31
10. ábra: Az aranykitermelés országok közti megoszlása 1980-ban	33
11. ábra: A jelenkori aranykészletek felhasználása	35
12. ábra: A jegybanki aranytartalékok alakulása 1948-2010	40
13. ábra: Az aranykínálat megoszlása	42
14. ábra: Az aranykereslet megoszlása	43

1. BEVEZETÉS

*„Csak egyetlen olyan földi érték
létezik, amely megérdemli, hogy az
ember törődjék vele. S ez az arany.”*

/Honoré de Balzac/

1.1. A DOLGOZAT CÉLJA

Dolgozatomban azt szeretném bemutatni, hogyan változott az arany szerepe a történelem kezdetétől napjainkig. Ehhez véleményem szerint szükséges a nemesfém néhány tulajdonságán keresztül rávilágítani arra, miért is volt olyan fontos – és fontos még ma is – az arany az emberiség számára. Annak ellenére, hogy a dolgozatom tárgyául választott nemesfém az életnek nem nélkülözhetetlen eleme mint a víz vagy a levegő, vizsgálódásom során világossá vált számomra, hogy jelentősen befolyásolta a történelem alakulását. A történelmi bevezetőben röviden összefoglalom, hogyan kezdődött az arany pénzként való alkalmazása, hogyan jutottunk el odáig, hogy az arany lett a modern pénzügyi rendszerek alapja a XIX. és XX. század nagy részében.

Dolgozatom második felében a jelenkor aranyhoz kapcsolódó problémáit fogom elemezni, különös tekintettel arra, hogy az arany milyen befektetési lehetőségnek számít napjainkban. (Az aranyár alakulását 2011. július végéig vizsgálom.) A téma aktuális, hiszen a 2008-as gazdasági válság után talán az eddiginél is nagyobb igény mutatkozik egy biztos, értékét minden körülmények között megőrző befektetési forma iránt. Ezt a szerepet az ingatlanok, bankbetétek - mint ahogy azt a válság bebizonyította - nem tudják tökéletesen betölteni. Hiszen az ingatlanárak esésnek indulhatnak, ha a kínálat ugrásszerűen megnövekszik, a bankbetétek elértéktelenedhetnek az infláció következtében, nem beszélve a félelemről, hogy a bankrendszer esetleg összeomlik. Sokak számára a probléma megoldását – csakúgy mint a történelem során számtalanszor – ebben a helyzetben ismét az arany jelentette.

Összességében arra a kérdésre keresem a választ, hogy az arany örök értéknek számított-e a múltban és az maradhat-e az elkövetkező esztendőkből is. A kérdést igyekeztem sokoldalúan elemezni, ennek érdekében idegen nyelvű irodalmat is felhasználtam. Nagy hangsúlyt fektettem napjaink meghatározó gazdasági folyóiratainak olvasására, statisztikák, grafikonok elemzésére.

1.2. AZ ARANY TULAJDONSÁGAI

Az arany a periódusos rendszer 79. eleme, a nemesfémek csoportjába tartozik. Latin neve aurum, ennek megfelelően vegyjele Au. Sok hasznos tulajdonsággal rendelkezik, hiszen nem oxidálódik, nem rozsdásodik, nem veszít fényéből. Igen képlékeny, könnyen nyújtható, jól megmunkálható, kiválóan vezeti az elektromosságot, fényvisszaverő képessége is remekül felhasználható.

Nagyon ritkának számít a többi kémiai elemhez képest: a földkéregben tonnánként átlagosan 0,0011 g arany található. Még a tengervíz is tartalmaz aranyat, igaz, nagyon csekély mennyiségben (megközelítőleg 0,004 mg/t), ezért kinyerésére nem létezik gazdaságos eljárás (Pernot, 2007, 10–19.).

Az arany alapvetően sárgás színű fém, de különböző ötvözeteiben létezik vörösarany (rézzel keverve), zöldarany (ezüsstel), fehérarany (nikkellel és palládiummal), kékarany (vassal), továbbá egyéb fémekkel keverve akár zöld, lila vagy fekete színben is pompázhat.¹

Az aranyat a különböző kultúrákban a halhatatlanság, a hatalom, a szépség, a gazdagság jelképeként tartották. Versenyeken – például az olimpián – az aranyérem a győzelem szimbóluma.

¹ <http://www.gold.org/>

2. AZ ARANY A TÖRTÉNELEMBEN

2.1. TÖRTÉNETI ÁTTEKINTÉS A XIX. SZÁZADIG

Az arany a kezdetek óta összefonódik az emberiség történelmével. Az első bizonyítékok arra, hogy az ember használta ezt a fémeket, a Kr. e. 5000 körüli időkből származnak. Az arany már az első civilizációk körében is ismert volt (Egyiptom, Mezopotámia lakói, India, Kína). Homérosz is tesz róla említést világhírű eposzaiban, sőt, még a Bibliában is találunk rá utalást.

Egyiptomban és később a suméroknál is egyaránt magas szinten állt az aranyművesség, elsősorban vallási és temetkezési tárgyakat készítettek belőle. Az aranyat változatlansága miatt a halhatatlanság jelképének tartották, hitük szerint ez segítette a halottakat az úton a másvilágra.

Az egyiptomi fáraó, Ménész kb. Kr. e. 3000 táján rájött, hogy az arany csereeszközként is jól használható, így megkezdődhetett az arany pénzként való alkalmazása. A Ménész képmásával ellátott aranyrudakhoz azonban akkor még csak a társadalom igen szűk felső vezetőrétege juthatott hozzá a nagy vagyoni különbségek miatt. Az első igazi aranypénzt a történetírók szerint Perzsiában verték a Kr. e. VI. században II. Kúrosz uralkodása idején. Ettől kezdve terjedt el az arany fizetőeszközként való alkalmazása. Az aranyat tehát egyre inkább praktikus, mindennapi célokra használták, fokozatosan gyengült vallási szerepe (Pernot, 2007, p. 34., p. 117.).

Az arany, így az aranylelőhelyek birtoklása egyre fontosabb gazdasági és hatalmi kérdéssé vált, hódító háborúk mozgatórugója lett a sárgás színű fém. Nagy Sándor birodalmában hódításai nyomán a Kr. e. IV. század végére oly mértékben megnövekedett az arany mennyisége, hogy bekövetkezett a világtörténelem első inflációja!

A Római Birodalom vezetőit a területszerzés mellett az aranyéhség motiválta Gallia, Hispania, majd később Dacia meghódításában. Az arany azonban a nyugati világból fokozatosan keletre vándorolt a kelet luxuscikkeiért cserébe. A kora középkori aranyhiány okai között említeném az addigi aranylelőhelyek kimerülését, illetve azt, hogy a korabeli technikai feltételek mellett nem volt kibányászható az arany. A VI. századtól egyre súlyosabb problémákat okozott Európában az arany utánpótlásának hiánya. A Bizánci Birodalomban a régi aranykészleteket olvasztották be, megkezdődött az aranyfelhalmozás folyamata. Az arany újbóli körforgásának a kezdő lökést végül az arabok adták meg a VIII. században: rátették kezüket a meghódított területek egyházának aranytartalékaira és

újraindították az aranybányászatot Észak-Afrikában. A XI. században Nyugat- és Közép-Európában is új lendületet kapott a bányászat a kitermelési technikák tökéletesítése révén.

A XIV. századtól Európának egyre több aranyra volt szüksége a demográfiai robbanás és az elhúzódó, költséges háborúk (például a százéves háború) miatt. A pénzhelyettesítők, váltók alkalmazása sem jelentett megnyugtató megoldást a kialakult helyzetre. Túlzás nélkül állítható, hogy a nagy földrajzi felfedezések megindulásának fő gazdasági oka az aranyhiány volt. Aragóniai Ferdinánd király állítólag ezekkel a szavakkal bocsátotta útjára Kolumbusz Kristófot: „Találjon aranyat, bármi áron, de találjon aranyat!”. A XV. század végén, XVI. század elején Amerikába érkező felfedezők és kalandorok rátették a kezüket az indiánok (maják, aztékok, inkák) kincseire. Az ezekből a felfedezésekből nem részesülő országoknak komoly gazdasági problémákat és importnehézségeket jelentett a megfelelő pénzmennyiség (nemesfémek) hiánya. A XVII. századi Franciaországban Colbert egy újfajta gazdasági rendszert alakított ki, amely a merkantilizmus eszméit vette alapul, és így arra törekedett, hogy a pozitív külkereskedelmi mérleg eredményeképpen pénz áramoljon az országba. Egyik fő célja ebből adódóan az arany- és ezüsfelhalmozás volt, ami Európa más államainak gazdaságpolitikájára is hatást gyakorolt.

Jelentős aranybányára bukkantak a portugálok 1693-ban a mai Brazília területén. A XVIII. századig ők voltak a világ legnagyobb aranykitermelői, majd az oroszok vették át tőlük ezt a szerepet a XIX. század első feléig (Pernot, 2007, 56–60).

A XIX. század közepétől új aranylelőhelyekre bukkantak Észak-Amerikában, Ausztráliában, Dél-Afrikában. Az első aranyláz 1848-ban kezdődött Kaliforniában, miután elterjedt a hír, hogy a Sacramento folyóban aranyat találtak. Ez óriási bevándorlási hullámot indított el, az első aranylázat pedig újabbak követték.

2.2. AZ ARANYSTANDARD-RENDSZER

Az aranystandard-rendszer kialakulásának előzményei

A kora újkori Európa országaiban az arany egyfajta pénzügyi összekötő szerepet töltött be, gyakran használták a helyi kereskedelemben is külföldön vert pénzérmeiket. Ez különösen azokban az államokban vált szükségessé, amelyek kevés nemesfémmel rendelkeztek, de mivel kereskedelmi kapcsolatban álltak a kor nemesfém-nagyhatalmaival, ezért nyersanyagokért vagy ipari termékeikért cserébe szert tehettek például spanyol vagy portugál aranyra. A folyamatot segítette, hogy a XVII. század végén, XVIII. század elején

jelentősen megnőtt a nemesfém kínálat Európában, jórészt az Újvilágból behozott elképesztő mennyiségű aranyak és ezüstnek köszönhetően.

Amerika felfedezése után az addig csak Európára korlátozódó gazdasági rendszer kitágult, megkezdődött a világgazdaság kialakulása. Világméretű kereskedelem volt kialakulóban, amihez óriási tőkeigény társult, s ezt a nemesfémekből vert pénz még a pénzhelyettesítőkkel együtt sem volt képes fedezni. Ezt orvosolandó több európai országban is leértékelték a forgalomban lévő pénzt, ami a lakosok körében elégedetlenséghez, felkelésekhez vezetett. Egyre nagyobb igény mutatkozott egy stabil pénzügyi rendszer iránt.

Az aranystandard-rendszer bevezetése

Miért pont az arany lett az újonnan kialakuló pénzügyi rendszer alapja? – kérdezhetnénk. Az ezüst szerepe is jelentős volt, több országban, így az USA-ban is az arany és ezüst együttesen töltötték be a viszonyítási alap szerepét. Ez egy ideig működött is, legalábbis amíg a két nemesfém árfolyama együtt mozgott. A XIX. század közepén azonban az újabb aranylelőhelyek felfedezésével az aranykínálat ugrásszerűen megnövekedett, s értéke ennek megfelelően csökkent. A nevadai ezüsbányák feltárása után hasonló folyamat játszódott le az ezüstrrel, de jóval drasztikusabban. Az arany és az ezüst árfolyammozgásai jelentősen eltávolodtak egymástól. Nyilvánvalóvá vált, hogy a bimetallikus rendszer nem tartható fenn tovább, ezért az eddig ezt használó országok többsége is áttért az aranyalapra.

Az aranystandard rendszer történetének kezdete nem állapítható meg egyértelműen. Anglia, a kor óriási gyarmatbirodalommal rendelkező gazdasági nagyhatalma egyfajta aranystandardot használt tulajdonképpen már 1717 óta, ténylegesen 1819-cel kezdődően nevezhető a monetáris rendszere aranyalapúnak.² A jelentősebb gazdasági hatalmak többsége az 1870-es években tért át erre a rendszerre. Az USA kongresszusa 1900-ban fogadta el az ún. Gold Standard Act-ot, de gyakorlatilag már 1834 óta aranystandard-rendszer jellemezte a gazdaságát. Az 1880-tól 1914-ig tartó időszak tekinthető a klasszikus aranystandard időszakának, a rendszer virágkorának, amikor kisebb változtatásoktól eltekintve a rendszer működőképes maradt, így képes volt keretet biztosítani a gazdasági növekedésnek és a szabad kereskedelemnek.

² <http://www.econlib.org/>

Az aranystandard-rendszer működése

Az aranystandard-rendszer globális rendszerként működött, nagy mértékben leszűkítette az egyes országok lehetőségeit az önálló gazdaságpolitikára.

A rendszer lényege, hogy az egyes országok valutáinak aranyparitását meghatározták, így rögzített árfolyam jött létre, ami egyben a valuták egymás közötti árfolyamát is eldöntötte. Párhuzamosan voltak forgalomban aranyérmék és pénzhelyettesítők. A pénzhelyettesítők konvertibilisnek számítottak, azaz a jegybankoknál bármikor átválthatóak voltak aranyérmékre névértéküknek megfelelően.

Az arannyal folytatott nemzetközi kereskedelembe nem vezettek be korlátozást, azaz egyaránt megengedett volt az aranyimport és -export. Nem korlátozták a pénzhelyettesítőkkel való nemzetközi fizetést sem. A fenti megállapításokból következik, hogy amennyiben egy ország fizetési mérlege negatívan alakult, a jegybank aranykészlete csökkent, pozitív fizetési mérleg esetén pedig ennek megfelelően növekedett. A jegybankok számára engedélyezett pénzkibocsátás kötött volt, az aranykészlet függvényében a nagyobb aranytartalékkal rendelkező országok több pénzt hozhattak forgalomba.

Az aranystandard-rendszerben bizonyos kiegyenlítő mechanizmusok működtek, amelyek ideális körülmények között automatikusan biztosították a nemzetközi stabilitást. A rendszer fő erényeként szokás említeni a valutaárfolyamok stabilitását, amelyek nem mehettek az alsó aranypont alá, illetve nem léphették túl a felső aranypontot. Úgy vélem, ez utóbbi megállapítás némi magyarázatra szorul. A lehetséges legmagasabb árfolyam az, amelyet meghaladva már érdemesebb az arany kivitele, és a külföldi jegybanknál való beváltása, vállalva ezzel az arany szállítási, biztosítási és egyéb költségeit. Hasonlóan: a lehetséges legalacsonyabb árfolyam az, amelyen alul már jobban megérné a valutát külföldön aranyra beváltani, és az aranyat importálni, majd a behozott aranyat a hazai jegybanknál konvertálni. A valutaárfolyam ingadozása tehát határok közé volt szorítva.

Az aranystandard-rendszerben működő automatikus mechanizmusoknak köszönhetően az egyes országok közötti árszínvonal-különbségek sem lehettek jelentősek, csakúgy mint a kamatlábak közötti eltérések. Egyensúly jellemezte az országok fizetési és tökemozgási mérlegét is.

Az aranystandard-rendszer megszűnése

A rendszer bomlásának jelei már az I. világháború előtt is megmutatkoztak. Nagy-Britannia gazdasági súlya és befolyása csökkent, hegemoniája megtörni látszott, hiszen lemaradt az egyre erősödő versenyben az USA és Németország mögött. Az országok egyenlőtlen fejlődési ütemének eredményeképpen az addig egységes világpiac szétesőben volt. A nemesfém szükséglet továbbra is egyre növekedett. Egyre nagyobb arányban hoztak forgalomba pénzhelyettesítőket, majd korlátozták azok beválthatóságát aranyra. A rendszert azonban véglegesen a világháború kitörése rendítette meg, amikor felfüggesztették a pénzhelyettesítők aranyra történő beváltását. Az arany jegybanki tartalékként funkcionált tovább, a mindennapi pénzforgalomból kiszorult a háborúban részt vevő országokban. Az arany monetáris szerepét tehát a háborús években átmenetileg papírpénzek, bankjegyek vették át.

A háború következtében az addigi gazdasági rendszer összeomlott, a gazdasági vezető szerepet egyértelműen az USA vette át, az egyetlen stabil valuta a dollár maradt. Az európai nagyhatalmak eladósodtak, az államháztartási egyensúly felborult, infláció következett be. 1918 után egyes országok úgy akarták újból biztosítani pénzügyi rendszerük stabilitását, hogy visszatértek az aranystandard-rendszerre. A háború előtti paritási viszonyok azonban már nem voltak többé reálisak. További problémát okozott, hogy a kereskedelmi forgalom bővülésével az aranykészletek növekedése - immár sokadszor a történelem során - nem tudott lépést tartani. A megoldási javaslatok között szerepelt az arany pénzforgalomból való kivonása, azaz, hogy csak nemzetközi fizetőeszközként juthasson szerephez. Egy másik felvetés a probléma megoldására az volt, hogy az országok aranyban és devizában egyaránt képezhessenek tartalékot. Ehhez értelemszerűen stabil devizára volt szükség.

Pénzügyi konferenciák, nemzetközi tárgyalások (1920-Brüsszel, 1922-Genova) eredményeképpen végül az általam másodikként említett javaslat érvényesült: az 1920-as években az állami tartalékok több mint felét az aranykészletek mellett immár devizák (elsősorban az angol font) alkották. A pénzügyi rendszer tehát egyértelműen átalakulóban volt, az arany szerepe átmenetileg csökkent, de a fontossága nem.

Az első világháború következtében felborult gazdasági egyensúlyra, az európai nagyhatalmak által felhalmozott óriási államadóságra még az amerikai hitelek sem nyújtottak megnyugtató megoldást. Különösen a britek voltak nehéz helyzetben a font

túlértékeltsége miatt. 1924-ben valutájuk stabilitását megőrzendő visszatértek az aranyalapra, s több ország hasonlóan cselekedett az évtized során.

Az 1929-33-as nagy gazdasági világválság bizonyította be véglegesen, hogy az addigi pénzrendszer elavult. Az országok egymás után függesztették fel az aranyalapot. A valuták stabilitását immár kevésbé tekintették fontosnak, ehelyett előtérbe kerültek a gazdaságélénkítő programok. A rögzített árfolyamok immáron akadályozó tényezővé váltak. 1931-ben Nagy-Britannia is letért az aranyalapról, ezzel egy csapásra megszüntette a font túlértékeltségét. Egyes nézetek szerint ez a dátum tekinthető az aranystandard-rendszer végének, de más vélemények szerint (Hagelmayer – Bánfi – Boros, 1975, p. 34.) az aranystandard mint világgazdasági rendszer már 1913-tól nem funkcionált. A rendszer megszűnésének időpontja tehát nem állapítható meg egyértelműen, hiszen a kor gazdasági nagyhatalma, az USA csak 1933-ban, Roosevelttől származó programjának keretében tért le az aranyalapról. Illetve kialakult egy ún. aranyblokk is (Belgium, Franciaország, Hollandia, Olaszország, Svájc), melynek államaiban az aranyra való konvertálás 1935-1936-ig működött (Múltunk 2003/I. szám).

Összegezve: az aranystandard-rendszer megszűnésének legfontosabb oka véleményem szerint az volt, hogy az árutermelés és a kereskedelmi volumen nagymértékű növekedésével az aranykitermelés, tehát a pénzmennyiség növekedése nem tudott lépést tartani. Ez mindaddig nem okozott problémát, amíg a pénzhelyettesítők beválthatósága csak de jure valósult meg. Amint azonban nagyobb mennyiségben akarták azt beváltani, nyilvánvalóvá vált, hogy a jegybank aranykészlete lényegesen kisebb a forgalomban lévő hitelpénz mennyiségénél, tehát de facto nem váltható be. Az aranystandard megszűnéséhez hozzájárult az is, hogy 1929 után a tőkekivitel immár igen jelentős mértéket öltött. Kialakultak ún. tőkeexportőr országok. A monopolegyezmények következtében felborult az árszínvonal-kiegyenlítődésként tétele, ami pedig az aranystandard egyik lényegi elemét jelentette. További következményként felborult a fizetési mérlegek kiegyensúlyozottsága is, ami a fejletlenebb országok aranytartálékainak vészes csökkenéséhez vezetett. Az árfolyam-ingadozásokat korlátozó automatizmusok sem funkcionálhattak a megváltozott körülmények között.

Az aranystandard-rendszer értékelése

Az aranystandard-rendszert több mint hetven év távlatából hajlamosak lehetünk ideálisnak, a sokak által áhított gazdasági stabilitás gyakorlati megvalósulásának tekinteni.

Az 1870-1914-es időszakot jellemző viszonylagos egyensúlyi állapot azonban véleményem szerint jelen körülmények között nem lenne megvalósítható. A rendszer előnyeit sorolva - például, hogy nem hagyott teret a spekulációknak - nem szabad elfelejteni a hátrányokat sem. Látható, hogy a századfordulót követő sokkhatásoknak kitéve – gondolok itt a világháborúra és következményeire, illetve a gazdasági világválságra – az aranystandard nem volt tovább fenntartható. Tehát a rögzített árfolyamok és a gazdasági kiszámíthatóság is csak addig volt biztosított, amíg a gazdasági növekedés tartott. Válságnak, termelési visszaesésnek kitéve a rendszer összeomlott.

2.3. ÁTMENET AZ ARANYSTANDARD ÉS AZ ARANYDEVIZA-RENDSZER KÖZÖTT

Az aranystandard-rendszer megszűnésével felbomlott az addigi egységes globális pénzügyi rendszer. Az országok kezdetben önállóan protekcionista gazdaságpolitikával, egymással versengő valutaleértékelésekkel kívántak úrrá lenni a válságon és a konszolidáció útjára lépni.

Az átmeneti pénzügyi rendszerekben az államok próbálva elkerülni a mesterségesen rögzített árfolyam hibáját, a valuták esetleges túl- vagy alulértékeltségét, lebegtették az árfolyamokat. Az átmeneti rugalmas árfolyamokkal arra törekedtek, hogy az árfolyam gyakorlati úton találja meg a természetes szintjét, azaz az egyensúlyi pontot. Ezután újra rögzítették az árfolyamot azon az egyensúlyi ponton, hiszen a lebegtetés tartós alkalmazása kockázatos és kiszámíthatatlanná tett volna mindennemű gazdasági vállalkozást.

Az egyes országokban különböző típusú pénzügyi rendszerek alakultak ki. Ezek közül az USA gazdaságát szeretném kiemelni, hiszen vizsgálódásom szempontjából ez a leginkább figyelemre méltó, az aranyarat jelentősen befolyásoló tényező. Az Amerikai Egyesült Államokban ún. rugalmas aranystandard rendszert vezettek be. A dollár aranyhoz viszonyított paritását csökkentették, ami egyet jelentett az arany árának nagymértékű növelésével: unciánként 21 dollárról 35 dollárra változtatták azt (Brüll, 1981, p. 154.). Az 1934-es Gold Reserve Act alapján az USA immáron ezen az áron vásárolhatott és adhatott el aranyat.

A válság utáni években a belföldi valuta aranyra történő beváltása megszűnt, ebben az időszakban csak külföldi fizetési mérlegek kiegyenlítésére használták a nemesfémeket. A pénzrendszer és az arany közötti kapcsolat egyre lazábbá vált.

Az 1939-től 1945-ig tartó második világháború is messzebb sodorta a világot az aranystandardtól. Újabb infláció, pénzügyi bizonytalanság, tőkehiány, a hadviselő felek

többségénél az ipari termelés összeomlása és az aranytartalékok lecsökkenése vagy éppen kimerülése voltak jellemzőek. Az USA tovább erősítette világgazdasági pozícióját: a dollár stabil maradt, a legkeresettebb valutává vált az ingatag európai valutákkal szemben. A háború végére az Egyesült Államok kezében volt az aranytartalékok 71%-a, szemben az 1938-as 57%-kal (Brüll, 1981, p. 159.). Az USA fölénye egyre nyomasztóbbá vált, immár konkurencia nélkül a világ legnagyobb exportőre lett, míg az európai államok fizetési mérlege jelentős deficitet mutatott, dollárhiány lépett fel. Az európai országok talpra állásához, a háború utáni újjáépítéshez amerikai segílyre volt szükség. Az USA ezt is befolyása növelésére használta fel, saját érdekeit előtérbe helyezve a pénzügyi rendszer rendezése során.

Már a háborús években tervek születtek egy újabb nemzetközi összefogásra a pénzügyi rendszerek terén. Végül az 1944. júliusi Bretton Woods-ban tartott nemzetközi konferencián két tervezetet vitattak meg a résztvevők. Az egyik javaslat a Nemzetközi Klíring Unió létrehozását szorgalmazta, amely automatikusan hitelt nyújtott volna a passzív fizetési mérlegű országoknak. Ez az angol *Keynes* nevéhez fűződik, és egyértelműen hazája gazdasági érdekeit tükrözi. A másik tervezetet az amerikai *White* dolgozta ki, természetesen az USA befolyását növelendő. Ez a Nemzetközi Stabilizációs Alapon keresztül biztosította volna a hitelezést, de csak a tagországok jóváhagyása esetén. A tagországok szavazatai kvóták szerint súlyozottak lettek volna (Hagelmayer – Bánfi – Boros, 1975, 40–42.).

A konferencián – kevésbé meglepő módon – tükrözve az USA túlsúlyát a *White*-féle javaslatot vitték keresztül kisebb változtatásokkal. Így megalakult a napjainkig működő Nemzetközi Valutaalap, illetve a Nemzetközi Újjáépítési és Fejlesztési Bank. A háború után kialakuló bipoláris rendszer előjelének tekinthető, hogy a Szovjetunió visszautasította az egyezmény aláírását, és nem lépett be a Valutaalapba sem.

2.4. AZ ARANYDEVIZA-RENDSZER

Az aranydeviza-rendszer főbb jellemzői

Az 1944. július 1-22. tartó Bretton Woods-i konferenciát tekinthetjük az aranydeviza-rendszer kezdetének.

Az arany kezdeti igen jelentős szerepét jelzi, hogy az aranyhoz vagy a dollárhoz viszonyítva adták meg az egyes valuták paritását. A kutatásaim során feldolgozott források eltérően szólnak arról, hogy a fő viszonyítási alap a dollár vagy az arany volt-e.

Véleményem szerint ez nem okoz lényegi különbséget, hiszen a dollár-arany arány rögzítettsége miatt az aranyparitásból levezethető volt a dollárparitás és fordítva. A rendszert ennek megfelelően arany-dollár standardnak is nevezték. A valutaárfolyam paritásától való eltérést $\pm 0,75\%$ -ban korlátozták, az adott ország jegybankja biztosította azt nyíltpiaci műveletek segítségével (Hagelmayer – Bánfi – Boros, 1975, p. 51.). A dollár árfolyam-ingadozásainak esetén pedig a nagyhatalmú tőkés országok avatkoztak közbe.

Az USA az 1934-es határozatnak megfelelően unciánkénti 35 dolláron tartotta az arany vételi és eladási árát. Ez a konvertibilitás is nagyban hozzájárult ahhoz, hogy a dollár kulcsvalutaként funkcionálhatott nemzetközi szinten is. A kulcsvalutaszerep azonban egy feloldhatatlannak tűnő ellentmondást hordoz magában, ami a közgazdaságtanban *Triffin-paradoxon*ként vált ismertté. Megköveteli, hogy az adott állam passzív fizetési mérleggel rendelkezzen, hiszen a többi ország csak így juthat hozzá a dollárhoz. A passzív mérleg egyben azt is jelenti, hogy nemzetközi viszonylatban az ország tartozásai meghaladják követeléseit, ami viszont az aranytartalékok kiáramlásához vezet. Így a deficites államháztartás megingathatja a dollárba vetett bizalmat és stabilitást, ami pedig kulcsvalutaként elengedhetetlen lenne. Ez a félelem azonban az aranydeviza-rendszer első éveiben még nem uralkodott el, inkább dollárhiány volt jellemző a jelentős amerikai kereskedelmi mérleg aktívum következtében. (A második világháború után az USA tudott a leggyorsabban átállni haditermelésről a békeidőben keresett termékek előállítására, hiszen a harcok során nem rombolták le iparterületeit, gyárait. Így 1945 után nagy mennyiségben exportálhatott iparcikkeket a kevésbé szerencsés, újjáépítési gondokkal küzdő országoknak.)

Az aranyat továbbra is használták tartalékeszközként, igaz, a dollár és később az SDR mellett, tehát az aranystandard-rendszerrel szemben itt már nem egyedüliként töltötte be ezt a funkciót. Ennek oka többek között abban keresendő, hogy az arany erősen korlátozott mennyiségben állt csak rendelkezésre, amit az ipari felhasználása tovább csökkentett.

Az aranystandard és az aranydeviza-rendszer működése közelebbről vizsgálva nagyon hasonlónak tűnhet. Különbség azonban, hogy az I. világháború előtt még Anglia, pontosabban London volt a világkereskedelem központja, a font stabil valuta volt, világpénzként is funkcionált az arany mellett. Míg a II. világháború után az aranydeviza-rendszerben ezt a szerepet az USA és valutája, a dollár vette át. Ez utóbbi rendszerben egyébként az arany jelentősége valamelyest csökkent, a dollár mint világpénz előtérbe került a nemzetközi ügyletek bonyolításában is, így a likviditás megőrzésének érdekében

szükségessé vált, hogy az Egyesült Államokból dollár áramoljon ki (passzív fizetési mérleg). Ennek oka, hogy az aranykészletek növekedése nem volt képes lépést tartani a világkereskedelmi forgalom bővülésével 1944 után, míg 1914 előtt a kettő még megközelítőleg megegyezett.

Az aranydeviza-rendszer első szakasza (1944-1958)

A második világháború során az árak emelkedtek, emiatt a dollár és az arany vásárlóereje csökkent. Az aranyarat azonban az 1934-es szinten mesterségesen alacsonyan tartották, és ezt Bretton Woods-ban is változatlanul hagyták. Ennek oka az volt, hogy az USA felé az eladósodott országok főleg aranyban törlesztettek, így az Egyesült Államok érdekében állt az alacsony aranyár, hogy minél több arany áramolhasson be az országba.

A Bretton Woods-i rendszer kezdeti éveiben a nyugat-európai országok fokozatosan magukhoz tértek a világháború okozta gazdasági sokkból. Problémát okozott azonban, hogy a rendszerben valutáik árfolyama túl magasan volt megállapítva. Exportösztönző intézkedésként az IMF segítségével mintegy 30 valutát leértékeltek, akár 30%-kal is (Hagelmayer – Bánfi – Boros, 1975, p. 60.). A dollár paritásán nem változtattak, így Európa versenyképessége nőtt az USA-val szemben.

Az arany ezekben az években egyfajta kiegyensúlyozási szerepet töltött be. Az USA-n kívüli országok az aranyat eszközként használták arra, hogy saját valutájukat a stabil rögzített árfolyam korlátain belül tartsák, és ennek érdekében beavatkozzanak, amennyiben szükséges. Aranyhoz például az amerikai jegybankon, a Fed-en keresztül juthattak fix áron dollár beváltásával.

Az aranydeviza-rendszer első időszaka véleményem szerint sikeresnek mondható, hiszen a nyugat-európai országok gazdasága talpra állt a rendszer keretein belül. Létrejött az Európai Fizetési Unió, azaz az 1940-es évek végére a kétoldalú klíringkapcsolatokról áttértek egy multilaterális klíringrendszerre. 1954-ben újra megnyitott a világháború alatt bezárt londoni aranypiac. 1958-ra megteremtették az európai valuták külső konvertibilitását, sőt az 1960-as években már a kiemelkedő fontosságú valuták esetén a belső konvertibilitást is. (Hagelmayer – Bánfi – Boros, 1975, 88–90.)

A dollár mindvégig stabil maradt, ezeket az éveket még inkább a dollárhiány, az amerikai valuta alulértékelttsége jellemezte. Ugyan az amerikai fizetési mérleg passzívvá vált, de ez nem befolyásolta jelentősen az Egyesült Államok aranytartalékait, ami az 1949-től 1957-ig terjedő időszakban mindössze 8%-kal csökkent (Brüll, 1981, p. 171.).

Az aranydeviza-rendszer második szakasza (1958-68)

Nyugat-Európa és Japán gazdasági növekedésének mértékével az USA nem volt képes lépést tartani. Az Egyesült Államok-beli béremelkedés, infláció, importtevékenység növekedése, külföldi kiadások (segélyprogramok és katonai akciók, például a vietnami háború) deficitese államháztartást eredményeztek. A dolláréhséget az 1960-as években fokozódó dollártelítettség váltotta fel, megrendült a dollár iránti addigi töretlen bizalom, és a valuta túlértékeltté vált. Fizetésimérleg-hiány lépett fel Angliában, így a másik kulcsvaluta, a font esetében is (ennek okaira nem térek ki részletesebben, mert vizsgálódásom szempontjából nem bír fontossággal). Megoldási kísérletként 1967-ben leértékelték a fontot, de ez nem hozta meg a kívánt eredményt, csupán az amerikai befolyás növekedett Angliában.

Egyre nyilvánvalóbbá vált, hogy a Bretton Woods-ban kialakított rendszer változatlan formában hosszú távon nem fenntartható. Eltérő javaslatok születtek a rendszer megreformálására. Abban sem volt egyetértés, hogy gyökeres változtatásokra van-e szükség vagy kisebb módosítások is elegendőek.

A rögzített árfolyamok fenntartása sorozatos beavatkozásokat igényelt. Az egyik legnagyobb kihívást az aranyár változatlanul tartása jelentette (továbbra is 35 dollár/uncia), ami ellentmondott a kereslet-kínálat törvényének. Az aranykitermelés csak évi 2%-kal nőtt, míg a világkereskedelem volumene évi 7-8%-kal. Ezt súlyosbította, hogy az aranyat nemcsak monetáris szerepkörben alkalmazták, hanem ékszerkészítésre és egyéb ipari célokra is. Az aranykereslet nőtt, és mivel a dollár fix áron beváltható maradt aranyra, az USA aranykészletei csökkentek. Ez a folyamat a dollár pozíciójának gyengüléséhez vezetett, amely a Valutaalap összes tagországának pénzügyi rendszerét veszélyeztette. Ezt megakadályozandó alakult meg az aranypool 1961-ben Belgium, Egyesült Királyság, Franciaország, Hollandia, NSZK, Olaszország, Svájc és az USA jegybankjainak részvételével. Megegyezésük alapján aranyat adtak el és vásároltak a 35 dolláros áron. Céljuk az aranyár megfékezése volt, annak emelkedését saját készleteikből történő eladásokkal ellensúlyozták. Törekvéseiket azonban esetenként az egyes országok egyéni érdekei felülírták: így például De Gaulle francia miniszterelnök, bár országa tagja volt az aranypoolnak, aranyra váltotta Franciaország dollárköveteléseinek jó részét (Brüll, 1981, 180–182.).

A valutastabilitás és az egyensúly megőrzésének érdekében megalakult a Tízek Csoportja a legfejlettebb országok részvételével. 1968-ban az amerikai gazdasági

problémák orvoslására megállapodást kötöttek a Tízek arról, hogy dollárköveteléseiket nem váltják be aranyra. A rögzített árfolyamokat időnként szükség esetén módosították, de a 35 dolláros unciánkénti aranyárat minden körülmények között stabilan kívánták tartani, pedig a dollár gyengülésével nőtt az arany iránti kereslet is, ez pedig felfelé hajtotta az aranyárat. A kínálat növelésével próbálták szinten tartani az aranyárat. Ez csak a jegybankok aranykészleteiből volt lehetséges, ennek eredményeképpen az USA és az aranypool aranykészlete lecsökkent. Külföldi jegybank kérésére dollárt aranyra konvertálni továbbra is kötelező volt a Fed-nek.

Az aranydeviza-rendszer harmadik szakasza (1968-1971)

Az aranyat az aranystandard megszűnése után belföldi fizetőeszközként már nem használták, egyre inkább csökkent a monetáris szerepe. A bankok aranytartálékainak hányada is lecsökkent. Ugyanakkor az arany még mindig szorosan kötődött a pénzrendszerekhez: az arany a jegybankok és így az adott ország pénzügyi rendszere számára biztonságot nyújtott, hozzájárult a likviditás megőrzéséhez, végső fizetőeszközként funkcionált. Ugyanakkor felvetődött a kérdés, hogy szükséges-e még ez a kötődés vagy annak megszüntetése célravezetőbb. Bizonyítható, hogy az arany ára és a világpiaci árszínvonal az 1960-as években már nem álltak közvetlen kölcsönhatásban egymással, tehát az arany nem rendelkezett értékmérő funkcióval (Hagelmayer – Bánfi – Boros, 1975, p. 98.). Az aranyparitás csupán a valuták egymáshoz viszonyított értékét mutatta, függetlenül az aranyártól.

1968-ban a londoni arany piac tevékenységének kéthetes felfüggesztésére kényszerült az aranykereslet ugrásszerű megnövekedése miatt. Az USA is belátta, hogy az arany szabadpiaci árát hosszú távon nem tudják stabilan tartani. Új szakasz kezdődött a modern pénzügytörténetben, amelyet a kettős aranyár fémjelez. A kettős aranyár bevezetésével tulajdonképpen az aranyár és az aranyparitás szétválását szentesítették. A kormányok közötti pénzügyi műveletekben továbbra is a rögzített aranyár volt érvényben, viszont a szabadpiaci árat immáron a valós kereslet és kínálat határozta meg. Ezzel az intézkedéssel a dollár leértékelését kívánták megakadályozni, hiszen dollárkövetelésekkel rendelkezett számos európai állam, illetve Japán is, és nem akarták, hogy ezek veszítsenek értékükből. Ez sem volt azonban elegendő a problémák orvoslására, kénytelenek voltak a dollárhoz rögzített árfolyamot megszüntetni, és lebegtetni saját valutájuk árfolyamát,

ugyanis a stabilan tartáshoz további dollárvásárlással kellett a jegybankoknak beavatkoznia.

A pénzügyi rendszer válságba került, de továbbra is fontos maradt a nemzetközi likviditás megőrzése. Az IMF ennek érdekében a csökkenő arany- és kulcsvaluta-tartalékok helyett a nemzetközi fizetésekben az SDR használatát szorgalmazta. Az SDR nemzetközi tartalékeszközként funkcionált, árfolyamát kezdetben a dollárhoz kapcsolták. Az SDR másik elnevezése a papírarany, hiszen sok tekintetben az aranyat helyettesítette a későbbiekben. Ezzel szentesítették az aranytól történő elszakadást, ami a belföldi forgalomban már korábban megtörtént. A történelem során először olyan pénzügyi rendszert alkalmaztak, amelynek nem nemesfém volt az alapja.

Végül 1971 nyarán az USA véget vetett a külföldi dollárkövetelések aranykonverziójának (closing the gold window). Ennek fő oka, hogy az amerikai aranytartalékok 11 milliárd dollárra csökkentek. (Összehasonlításképpen: az USA aranytartaléka 1957-ben még 23 milliárd dollárt tett ki.) Az év végén a vezető tőkés országok leértékelték a dollárt, így a hivatalos aranyár 38 dollárra nőtt, illetve a rögzített árfolyamok eltérését engedélyezték egy immár szélesebb $\pm 2,25\%$ sávon. Az aranydeviza-rendszer így tulajdonképpen 1971-ben megszűnt (Kövér-Lantos-Lörincné, 1974, 265-269.).

A pénzügyi rendszerek és az arany összefüggéséről 1971 után

A rugalmasabb rendszer sem nyújtott igazi megoldást, további intézkedések váltak szükségessé: a hivatalos aranyarat 1973-ban immár 42,2 dollárra emelték (Brüll, 1981, p. 190.). A valutaárfolyamokat újra lebegtették, a stabil valuták felértékelődtek a dollárhoz viszonyítva. A gyorsan változó gazdasági rendszer működése azonban szűk korlátok közé rögzített valutaárfolyamokkal nem volt lehetséges.

A valutaválság, a nemzetközi pénzügyi rendszer folyamatos változásai bizonytalanságot okoztak, a lebegtetett árfolyamok nagyobb teret adtak a spekulációnak, csökkent az országok együttműködési készsége, több országban a pénz elértéktelenedett, infláció következett be, lassult vagy megállt a gazdasági növekedés, a munkanélküliségi ráta emelkedett. Mindez elvonta a figyelmet a nemzetközi pénzügyi kérdések megoldásáról, amit az 1973-as, majd az 1979-es olajárrobbanás tovább nehezített.

A fent említett folyamatok eredményeként a valutaárfolyamok elszakadtak az aranyártól. Dolgozatom további részében a pénzügyi rendszerek vizsgálatára nem térek ki az eddigi részletességgel, hiszen vizsgálódásom szempontjából nem releváns. Ehelyett az

aranyra mint befektetési formára, jegybanki tartalékeszközzé, továbbá az árfolyamát alakító kereslet-kínálati viszonyokra fogok koncentrálni.

Az arany kudarcot vallott mint a pénzügyi rendszerek stabilitását, szabályozását biztosító tényező. Ennek oka azonban véleményem szerint inkább mennyiségi korlátainak és a kialakított rendszerek hibáinak volt köszönhető, semmint az arany értékebe vetett hit megingásának.

2.5. AZ ARANY TÖRTÉNETE A XX. SZÁZAD VÉGÉN

Az arany a XX. század végén már nem mint fizetőeszköz vagy mint a pénzügyi rendszer egyik alapja funkcionált, hanem áruként. Bizonyos összefüggések azonban továbbra is megmaradtak, például a dollár árfolyamára továbbra is hatással volt az aranyár és viszont: az aranyár emelkedésével biztosra vehető volt a dollár gyengülése, ellenkező esetben erősödése.

Miután az arany valutaárfolyamokhoz való kötöttsége megszűnt, az ára ugrásszerű növekedésnek indult. Az elképesztő kereslet alapot nyújtott ahhoz, hogy 1975-ben megkezdődhessen az arannyal való kereskedelem a New York-i árutőzsdén, majd Chicagóban is.³ (Az árváltozások nyomon követhetők az 1. és 2. ábrán, ezek elemzésével a 2.6 fejezetben részletesebben foglalkozom.)

1975-ben az amerikai piacra is betört a Krugerrand, a Dél-afrikai Köztársaságban kibocsátott kereskedelmi érme, ami napjainkig forgalomban van. Sikerének hatására más országok is megkezdtek aranyérmék verését, így például Kanada (Maple Leaf-1979), Kína (Panda-1982), USA (Gold Eagle-1986), Ausztrália (Gold Nugget-1986), Egyesült Királyság (Britannia-1987), Ausztria (Philharmoniker-1989).⁴ Az érméket különböző, általában egyunciás vagy az alatti súllyal bocsátották ki, kereskedelmük a mai napig virágzik.

1976-tól 1980-ig az IMF aranykészleteinek mintegy egyharmada, azaz megközelítőleg 50 millió uncia arany került kiárusításra. Ezenfelül az USA további 15,8 millió uncia aranyat adott el fizetési mérlegének kiegyenlítésére az 1970-es évek végén.⁵ A nagy mennyiségben eladásra kínált arany az ár csökkenésének irányába hatott, de az aranyár alakulásában ezzel együttesen más tényezők is szerepet játszottak.

1978-ban elsősorban külpolitikai események hatására (Irán, Vietnam) gyengült a dollár, ami az aranyár szárnyalását vonta maga után. Ehhez az is hozzájárult, hogy

³ <http://www.nma.org/>

⁴ <http://www.wikipedia.org/>

⁵ <http://www.nma.org/>

Japánban feloldották az aranyexport tiltását, ami a japán befektetők körében „aranylázat” robbantott ki. Ez vásárlási és eladási irányban egyaránt megmutatkozott.

1980-ban az aranyár történelmi csúcsokat döntött, januárban árfolyama elérte a 850 dollárt is. Azonban a befektetőkben kétségek ébredtek az arany túlértékeltsége kapcsán, ezért az ár ezt követően esésnek indult. Ehhez hozzájárulhatott az új aranylelőhelyek felfedezése Észak-Amerika és Ausztrália területén.

1981-ben az USA-ban bejelentették az ún. Arany Bizottság (Gold Commission) megszervezését. A bizottság feladatául az arany jövőbeni monetáris szerepének kidolgozását tűzték ki. Végül a bizottság nem javasolt új pénzügyi szerepet az aranynak, de támogatta kereskedelmi érmeként való kibocsátást, ami meg is történt 1986-ban.

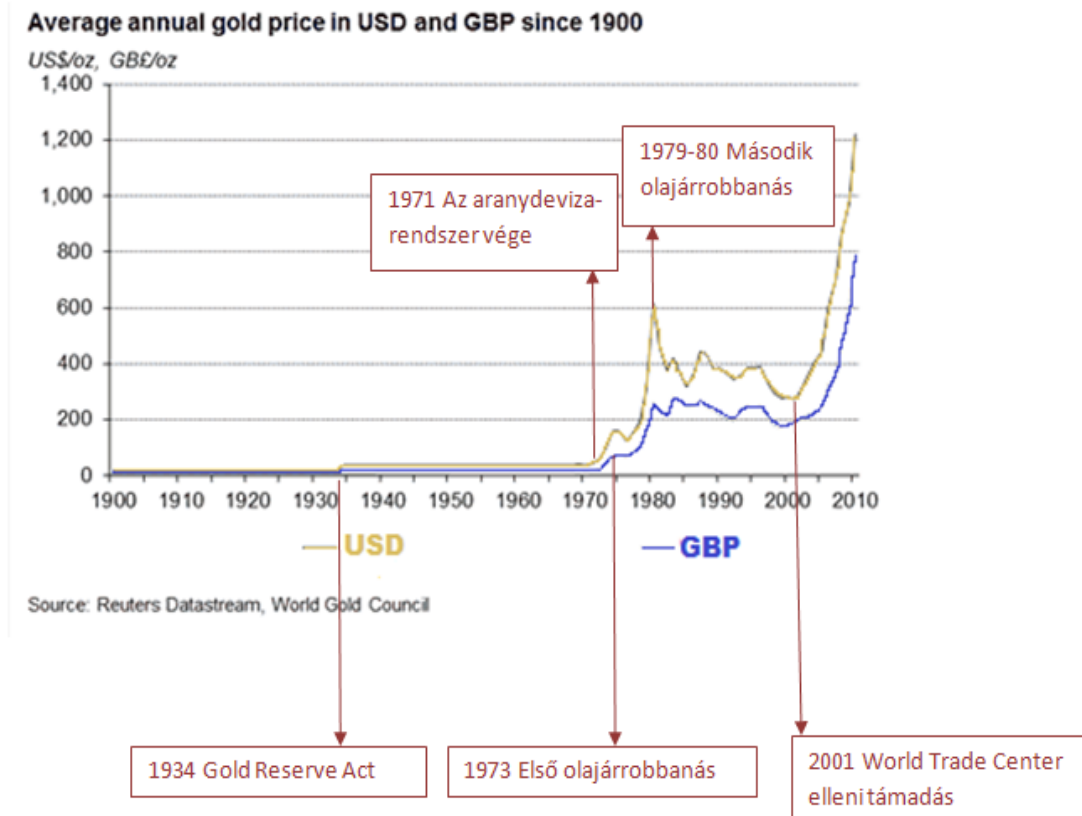
1987 októberében a részvénypiacok visszaesését követően új lendületet kapott az arannyal való kereskedelem az ingatag befektetési formákkal szemben. Ugyanebben az esztendőben megalakult az Arany Világtanács, mely napjainkig működik. (A 4.5. fejezetben részletesebben írok ezen szervezet tevékenységéről.)

1988-ban a japán kormány titokban nagy mennyiségű aranyfelvásárlást eszközölt előkészületképpen a novemberi aranyérme kibocsátáshoz. 1993-ban Németország megszüntette az addig érvényben lévő arannyal kapcsolatos adókorlátozásait, India és Törökország liberalizálta aranypiacát. Ezek az intézkedések hozzájárultak ahhoz, hogy a magánbefektetők arany iránti érdeklődése újjáéledt, s az ár visszaesése több mint 13 év után megállt. Az elkövetkező években sorra oldották fel az aranykereskedelmet addig akadályozó tényezőket.⁶

Az euró 1999-es bevezetésekor az Európai Központi Bank tartalékainak 15%-át az arany képezte.

⁶ <http://www.nma.org/>

2.6. AZ ARANYÁR ALAKULÁSA A XX. SZÁZADBAN



1. ábra: Az aranyár alakulása 1900-2010

Forrás: saját szerkesztés Reuters és WGC alapján

Az arany története szorosan összefügg árváltozásaival, ezért ezen fejezetet az aranyár XX. századi alakulásának szentelem. Nem törekszem az aranyár számszerű elemzésére az egyes években, ehelyett az ármozgási trendekre és azok okaira koncentrálok. Az arany ára – mint ahogy az a fenti grafikonból (1. ábra) is kitűnik – változatlan és stabil maradt 1934. január 1-jéig. Ez nem meglepő, hiszen a XX. század eleje még az aranystandard-rendszer korszaka volt, ami az arany árfolyam-ingadozásainak nem adott teret. 1934-ben az aranyár a Gold Reserve Act-nak megfelelően 35 dollárra emelkedett.

Ezt követően az aranydeviza-rendszerben az USA és a többi fejlett tőkés ország különböző mesterséges intézkedésekkel próbálta az aranyarat ezen a szinten tartani, akár nagy nehézségek árán is. 1968-ban megszakították az aranyár alacsonyan tartására irányuló intervenciós intézkedések sorát és bevezették a kettős aranyarat. Az aranyarat innentől kezdve a kereslet-kínálat törvénye határozta meg, nem pedig az államok

összehangolt gazdaságpolitikai lépései. Immár nem szabtak gátat az arany magasba szökő kereslete által eredményezett ugrásszerű árnövekedésnek.



2. ábra: Az aranyár alakulása 1970-2010

Forrás: USAGOLD

Az aranydeviza-rendszer 1971-es megszűnése után a növekedési trend hozzávetőleg 1980-ig tartott, az árat a spekulánsok és a végtelenségig tartó növekedésben bízó befektetők egyre feljebb hajtották. 1976-ban az IMF megkezdte aranykészletei egy részének kiárusítását, ami az aranyár lefelé mozgásának irányába hatott. A dollár gyengülésének következtében azonban az aranyár az aranykínálat növekedése ellenére is nőtt. Az ugrásszerű növekedést végül nagyarányú visszaesés követte, az 1980-as esztendő közepétől kisebb visszakorrigálásokról eltekintve az aranyár a XX. század végéig csökkent. Feltűnő lehet, hogy két évtizeden át (1982-2002) az árfolyam-ingadozások viszonylag mérsékeltek voltak, 250 és 500 dollár között mozogtak. Ezek nyugodt évtizedek voltak, különösen az időszakot megelőző és követő nagyarányú emelkedésekkel és visszaesésekkel fémjelzett évekhez képest. Az aranyár persze 1971 után nem volt és véleményem szerint nem is lesz már soha olyan stabil mint a rögzített árfolyamok időszakában, de nagyarányú áringadozásai a szabadpiacon sem feltétlenül törvényszerűek.

Az 1. ábrát elemezve szembetűnő lehet, hogy az árfolyam-ingadozások a dollárral kifejezett árban sokkal drasztikusabban tükröződnek vissza, mintha bármely más valutához, jelen esetben a fonthoz viszonyítunk. Ennek oka az arany-dollar kölcsönhatás,

egymáshoz kötöttségük elméletileg már nem létezik, de a gyakorlatban mégis szoros kapcsolatban állnak egymással.

Fontosnak tartom megemlíteni, hogy az általam felhasznált aranyárral foglalkozó grafikonok ebben a fejezetben és dolgozatom további részében is a goldfixing keretében megállapított londoni délutáni fix aranyárat veszik alapul. A goldfixing története 1919-ig nyúlik vissza. Az árat naponta kétszer határozza meg a London Gold Market Fixing Ltd. öt tagja, és ezután ezen az áron folyik a kereskedés a londoni Bullion Market-en. Az itt megállapított ár közvetett hatást gyakorol az arany tőzsdei árfolyamára és egyéb aranyalapú befektetési formák értékére is.

3. A 2007-2009-ES VÁLSÁG ARANYRA GYAKOROLT HATÁSA

3.1. A VÁLSÁG ELŐTT

A XXI. század első évtizedében a politikai vagy gazdasági stabilitást veszélyeztető események több alkalommal is az aranyár emelkedését idézték elő. 2000-ben az aranyár 300 dollár körül járt, 2002 elejétől azonban emelkedésnek indult, ami ugyan nem bizonyult az utóbbi évek során töretlennek, viszont emelkedő trend figyelhető meg egészen napjainkig.

A 2000-es évek elején a világgazdaságot számos esemény rengette meg, ennek is köszönhető az aranyforgalom nagyarányú növekedése. Így például a 2001. szeptember 11-e után félelmet keltő terrorfenyegetések hatására a befektetők tőkéjüket a tőzsdéről a kevésbé kockázatos állampapírokba, illetve aranyba fektették. A részvényindexek esésével párhuzamosan az arany árának fokozatos emelkedése volt megfigyelhető, így az megközelítette a 400 dolláros lélektani határt, majd 2003 novemberében át is törte azt.

Az aranyarra továbbra is közvetlen hatással volt az amerikai gazdaság, az USA politikája, a dollár gyengülése kedvezett az aranyvásárlásnak. 2004 januárjában az aranyár tizenöt éves csúcsra emelkedett, ezzel párhuzamosan egyéb nemesfémek is drágultak, miután a Fed nem hozott megelőző intézkedéseket a dollár további gyengülése ellen. 2004 novemberében *George W. Bush* amerikai elnök újraválasztása után már 430 dollár körül járt az unciánkénti ár. Bush az előző ciklusban hagyta gyengülni a dollárt a gazdaság növekedése és a jobb exportlehetőségek értelmében, és a spekulánsok arra számítottak, hogy hasonló szellemben folytatja gazdaságpolitikáját.

Az aranyár 2005-ben meghaladta a 450 dollárt. Ennek fő oka a kereslet növekedésében keresendő, elsősorban az ékszeripar és jegybanki vásárlások által. Ezzel párhuzamosan a kínálatot nem tudták jelentősen bővíteni. 2005 második felében folytatódott a növekedés, 2006-ra már 700 dollár feletti unciánkénti árat jegyeztek.

3.2. A VÁLSÁG KEZDETE

Egy az aranypiacon tevékenykedő szakértők körében végzett felmérés szerint 2007-ben az arany átlagárfolyamát 651 dollárra prognosztizálták, ami 7 %-os növekedést jelentett volna. Ezzel szemben a valóságban az induló 645 dollárról az árfolyam év végére elérte a 843 dollárt, ami 30 %-os növekedés.⁷ A drasztikus áremelkedésből egyértelműen látszik, hogy a gazdasági válság okozta sokk jelentős hatást gyakorolt az aranypiacra, ezért ezen

⁷ <http://www.aranypiac.hu/>

fejezet további részében részletesen foglalkozom a válság kialakulásának okaival, menetével és következményeivel.

A válság előzményeit vizsgálva a XXI. század elejéig tekintek vissza, bár annak gyökerei egyes források szerint már a XX. század második felére datálhatók. Az amerikai gazdaság élénkítése érdekében a Fed 2000 és 2002 között az irányadó kamatlábat 2 % alá csökkentette. Az alacsony kamatlábak fellendítették a jelzáloghitelezést. A kereskedelmi bankok nagy üzleti lehetőséget láttak az ingatlanhitelezésben. Akár nulla önerővel is lehetett hitelhez jutni, ami hatalmas vásárlóerőt és megugró ingatlanpiaci árakat vont maga után. Így alakult ki a sokat emlegetett „ingatlanpiaci buborék”, ahol a hitelek fedezetét a túlértékelt ingatlanok adták. Az árak 2005-ben érték el a csúcspontot, aztán az időközben a Fed által megkezdett jegybanki kamatemelés miatt előbb lassan, majd egyre gyorsabban csökkeni kezdtek. Az ügyfelek egy része nem tudta fizetni a törlesztőrészeket, végrehajtásokra is egyre szélesebb körben került sor. Sokan ekkor szembesültek azzal, hogy a felvett hitel nagyobb, mint amit az ingatlanuk pillanatnyilag ér.

Az építőipar és a jelzáloghitelezés visszaesése kihatott a gazdaság egyéb ágazataira is. A kedvezőtlen folyamatok 2007-ben felerősödtek, a nagy amerikai bankok hatalmas veszteségeket szenvedtek el, júliusban már közel harminc pénzintézet kerül csőd szélére a jelzáloghiteleket fizetni képtelen ügyfelek miatt.

Tekintettel arra, hogy a különböző banki konstrukciók által az USA-n kívüli bankok érintettsége is bebizonyosodott, a probléma idővel kilépett más fejlett országok irányába is és Európát is érintette. A kialakuló félelmek és a pánik megelőzése érdekében a bankok likviditása érdekében a Fed és az Európai Központi Bank hatalmas összegeket „pumpált” a bajba jutott bankrendszerbe. Ezzel egyidejűleg az amerikai jegybank elkezdte csökkenteni az irányadó kamatot. A probléma azonban egyre fokozódott, elérte a részvénypiacokat és hitelválság jelei mutatkoztak. Ezt tekintjük a válság első szakaszának.

Ezen negatív folyamatok az aranypiacon is tükröződtek.



3. ábra: Az aranyár 2007-ben

Forrás: www.kitco.com

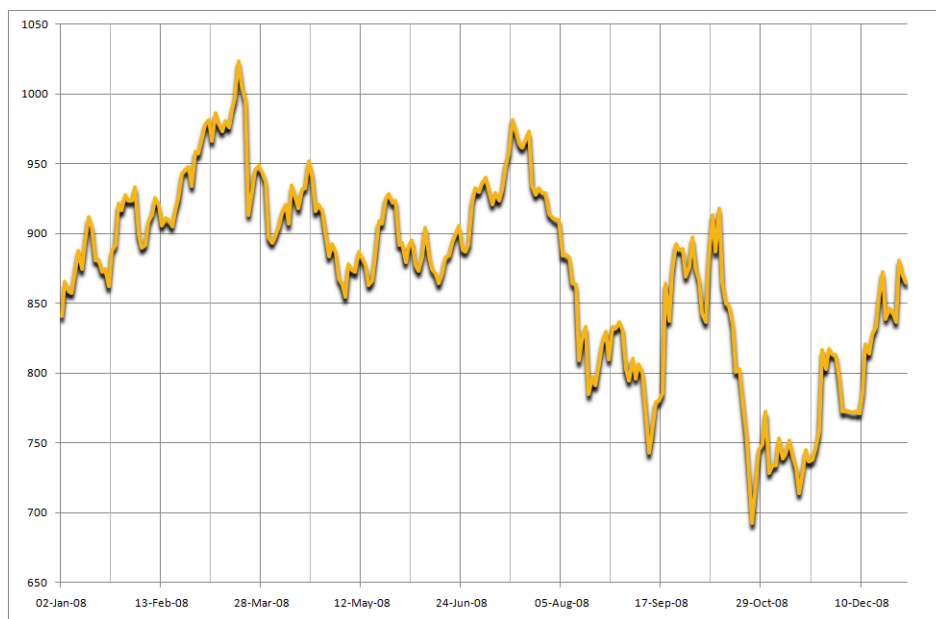
A fenti grafikonon (3. ábra) látható, hogy az árfolyam szeptemberig a 600-700 dolláros tartományban mozgott, ekkor még nyoma sem volt hitelválságnak. A fent részletezett pénzügyi krízis előrehaladtával azonban ugrásszerű drágulás indult meg. Szeptemberben huszonhét éve nem látott magasságokba jutott az árfolyam, 730 dollár közelébe, hiszen a Fed kamatcsökkentése, a dollár mélyrepülése és a bizonytalanság jelentős mértékű befektetési tőkét vonzott az etf-eken keresztül az arany piacra. (Az etf-ekről részletesebben írok a 4.2. fejezetben.) A harmadik negyedévben bekövetkező közel 15 %-os áremelkedésben az etf-ek felől érkező piaci tőke játszotta a főszerepet. Jellemző adat, hogy ebben a negyedévben az arany iránti globális kereslet 19 %-kal volt magasabb, mint egy évvel korábban.⁸

November elejére az árfolyam a 850 dolláros szint közelébe jutott. Mindez a részvénypiaci bizonytalanságot érzékelő spekulatív tőkének, likviditás bőségnek volt köszönhető. Persze a volatilitás mindig is jellemző volt az arany piacára. Így aztán a hitelpiaci problémák tompulásával, a dollár erősödésével párhuzamosan november közepétől jelentősebb korrekció zajlott le az árfolyamban és az újra 800 USD alá került. Mindezen évközi változások az arany árfolyamában híven tükrözik azokat a gazdasági folyamatokat, amelyek 2007-ben lezajlottak. A válság első szakasza tehát pozitívan hatott az arany árára, az addig szűk tartományban mozgó értéket emelkedő trend váltotta fel.

⁸ <http://www.aranypiac.hu/>

3.3. A VÁLSÁG 2008-BAN

2008 első felében sokan a részvénypiacról inkább az árutőzsdére menekítették pénzüket, így emelkedtek a nyersanyagok, a különböző nemesfémek és az olaj ára is. Az árupiacra érkező befektetések azonban lanyhulni kezdtek, amikor világossá volt, hogy a válság és az ipari visszaesés nem hagyta érintetlenül az árutőzsdét sem, így az aranyár a többi nyersanyagéval együtt emelkedett 2008 elején, majd visszaesett az év második felében.



4. ábra: Az aranyár 2008-ban

Forrás: <http://gold-prices.org/chart/year-2008/>

A fenti grafikon (4. ábra) jól szemlélteti, hogy 2008 második negyedévében az arany korrekció után beragadt a 850-950 dolláros sávba. Ebben az időszakban a hitelpiaci problémák mérséklődni látszottak, illetve az IMF bejelentette, hogy 403 tonnányi aranyat kíván a piacra dobni. Ezen történések nyomás alá helyezték az árfolyamot, a rövid távú árfolyammozgásokat illetően az elemzők is pesszimistábbak lettek, viszont hosszú távra továbbra is ajánlották ezt a befektetési lehetőséget. Kiemelendő, hogy a korábban árfelhajtóként működő dollárgyengülés, illetve olajár-emelkedés ebben az időszakban nem hatottak pozitívan az árfolyamra, az tartósan beragadt az említett sávba. Egy erőtlén kitörés után megfigyelhető, hogy júliusban kezdett az ár még jobban lemorzsolódni a

kibontakozó nyersanyagpiaci korrekcióval párhuzamosan, ugyanis ekkor kezdtek elterjedni a világgazdaság lassulásával összefüggő aggodalmak.

Egy a Bloomberg által 2008 augusztusában készített felmérés szerint az amerikai jelzálogpiaci válság következtében a bankok vesztesége meghaladta az 500 milliárd dollárt.⁹ Ez még azonban kezelhetőnek látszott az érintett kormányok és a központi bankok hathatós segítségével. 2008 augusztusában úgy tűnt, hogy a válság megoldását célzó intézkedések eredményesnek bizonyultak. A dollár erősödött, így az aranyárfolyam emelkedése sem volt töretlen a válság alatt, 2008 augusztusában az amerikai valuta erősödése az aranyár 8 százalékos esését idézte elő egy héten belül.

2008 vége azonban a válság további elmélyülését, globális elterjedését hozta. Ekkor következett be a fordulat, ami a válság második szakaszának kezdetét jelentette: a Lehman Brothers nagybank 2008. szeptember 15-én csődöt jelentett. (A Lehman Brothers az USA negyedik legnagyobb befektetési bankja volt, 2008-ban több mint 26.000 alkalmazottat foglalkoztatott,¹⁰ csődkérelme váratlanul érte az elemzőket.) A nagybank csődjében közrejátszott a Fed azon döntése, miszerint nem nyújt segítséget ezen pénzügyi intézmény számára, mint azt a korábbi időszakban már számos esetben megtette, tekintettel annak magas jelzálogpiaci kintlévőségeire. A nagybank csődje egyik napról a másikra az egész globális pénzügyi rendszert megrengette. A befektetők óriási összegeket vontak ki a befektetési alapokból, a tőzsdéken hatalmas pánik uralkodott el, a bankközi pénzpiacok a kialakuló bizalmi válság miatt szinte teljesen „befagytak”. Az amerikai kormány és a jegybank, valamint néhány érintett európai kormány úgyszintén bankmentő akcióba kezdett, hogy meggátolja a pénzügyi rendszer teljes összeomlását. Először úgy látszott, hogy a közvetlenül nem érintett országok valamelyest kívül tudnak maradni a krízisből, de például hazánkba is begyűrűzött a válság olyannyira, hogy októberben csak a Nemzetközi Valutaalap és a Világbank együttes hitelcsomagja mentette meg az országot az államcsődtől. Végeredményben öszre a krízis globális pénzügyi-gazdasági válsággá terebélyesedett, igaz ugyan, hogy az egyes országokat különböző mértékben érintette. A kérdés csupán az maradt, hogy a pénzügyi problémák mennyire rántják magukkal magát a reálgazdaságot, vagyis a gazdaság többi területét.

A kirobbanó pénzpiaci pánik, a tőzsdék meredek zuhanása a befektetők figyelmét hirtelen a biztonságosabb lehetőségekre irányította. Szeptember közepén egy hét alatt az aranyár 15 %-kal megugrott. Mivel az arany a múlt gazdasági válságai közepette is

⁹ <http://www.bloomberg.com/>

¹⁰ <http://www.wikipedia.org/>

biztonságos befektetésként funkcionált, most is a kevésbé érintett eszközök csoportjába tartozott. Persze ekkor még nem látszott, mekkora is a probléma valójában. Amikor azonban a pánikból ténylegesen egy kiszámíthatatlan pénzügyi krízis kezdett kirajzolódni, a szeptemberben még heves aranyvételeket produkáló befektetési alapok likviditásuk helyreállításához az aranybefektetéseik egy részét is „beáldozták”, ami süllyedő pályára állította az aranyárát. Tehát megállapítható, hogy a válság kirobbanása után néhány hétig az arany ára jól tartotta magát, de azután nagyot zuhant. Azonban még így is felülteljesített a tőzsdei árszintekhez viszonyítva.

A válság negatív hatásai, az árutőzsde visszaesése alól tehát az arany sem vonhatta ki magát. Pedig nem törvényszerű, hogy az aranyárfolyam együtt mozog az ipari nyersanyagok árával, hiszen az ipar visszaesése csökkenti az olajfelhasználást, az ékszervásárlást, a befektetési aranyat azonban ezek a folyamatok nem érintik. A válság komolyságát jelzi, hogy még a legbiztosabb befektetésnek tűnő arany sem tudta minden esetben tartani az értéket, rövid távon a vásárlók a többi nyersanyaggal együtt kezelték és visszafogták a vásárlásokat. Azonban még az aranyár 700-720 dollárra való visszaesésekor is egyes elemzők számítottak rá, hogy a válságból való kilábalást segítő kormányzati intézkedések inflációt fognak okozni a közeljövőben, ami hosszú távon kedvezni fog az aranyárnak. Így az arany hosszú távon (2-3 év) mégis jó befektetésnek bizonyulhat.

Novemberben az adott lökést az árfolyamnak, hogy néhány ázsiai jegybank a dollártartalékait annak gyengülése miatt értékállóbb eszközbe, azaz aranyba kezdte el átváltani. Az újra vonzóvá váló arany kezdett megint a befektetők célpontjává válni és tartós árfolyam-emelkedés következett.

Összegezve 2007 januárjától 2008 decemberéig a válság miatt kritikusnak számító időszakban mintegy 30%-kal nőtt az általam vizsgált nemesfém piaci ára, persze voltak hektikus ármozgások, de a befektetőknek nem kellett hosszú távon aggódni, aki aranyba fektetett, biztonságban tudhatta a pénzét.

3.4. A VÁLSÁG HATÁSA AZ ARANYÁRFOLYAMRA 2009-TŐL NAPJAINKIG

2009 elejére az aranyár visszakorrigált a 850 dolláros szintre, és az elemzők további emelkedésre számítottak. Egyes pénzügyi szakemberek a válság megoldását az aranystandardhoz való visszatérésben látták, ami szintén növelte volna a keresletet, még azzal együtt is, hogy az arany ékszerek forgalma valamelyest csökkent. 2009 tavaszán az őszi átmeneti visszaesést követően a termelői kapacitás ismét nem tudott lépést tartani a

kereslettel, újra négy számjegyű árakat jósoltak év végére. A válság enyhülése csökkentette ugyan az aranyvásárlást, hiszen ennek következtében a részvénypiac szárnyalásnak indult, és az emberek inkább a kockázatosabb, de nagy nyereséget ígérő befektetési formákat választották. Az inflációs félelmek azonban továbbra is segítették az aranyárfolyam növekedését. 2009 nyarán az aranyár továbbra is megközelítette az 1000 dollárt, viszont a magas ár egyes befektetői rétegeket visszariasztott.



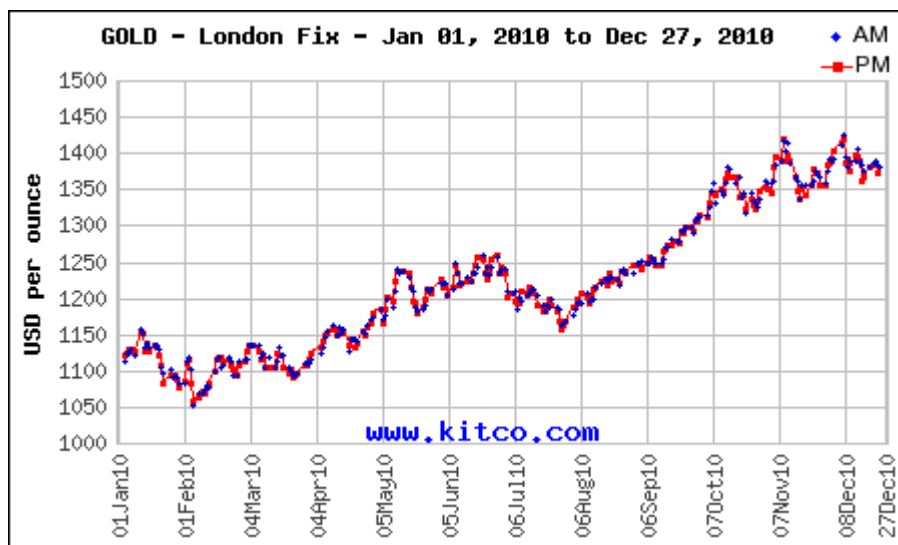
5. ábra: Az aranyár 2009-ben

Forrás: www.kitco.com

2009 szeptemberétől az aranyár jóval 1000 dollár felett járt, miután nagy mennyiségű tőke árasztotta el az értéktőzsdét és az árutőzsdét egyaránt. Ennek oka, hogy a gazdaságélénkítő programok likvid tőkét szabadítottak fel, a kamatok viszont viszonylag alacsonynak számítottak. A világgazdaság élénkülése ipari fellendülést és nyersanyagszükségletet idézett elő. 2009 októberében az inflációs nyomás, a dollár gyengülése, a kínai vásárlások hatására az arany drágulása folytatódott. 2009 novemberében egy a dollár erősödésében bízók körében csalódást keltő G20 csúcstalálkozó után az aranyár már 1100 dollár felett járt, újabb rekordot megdöntve. Az emelkedés egyenletesnek látszott 2008 végétől. A jegybanki aranyvásárlások tovább erősítették a keresleti oldalt.

A válság utáni években egyes befektetők ismételten visszaeséstől tartottak, aminek hatásait újabb aranyvásárlásokkal lehetett mérsékelni, ezért még a rekordárak ellenére sem csökkent az aranyláz. A korábbi trendekkel ellentétben nemcsak a válság, hanem annak

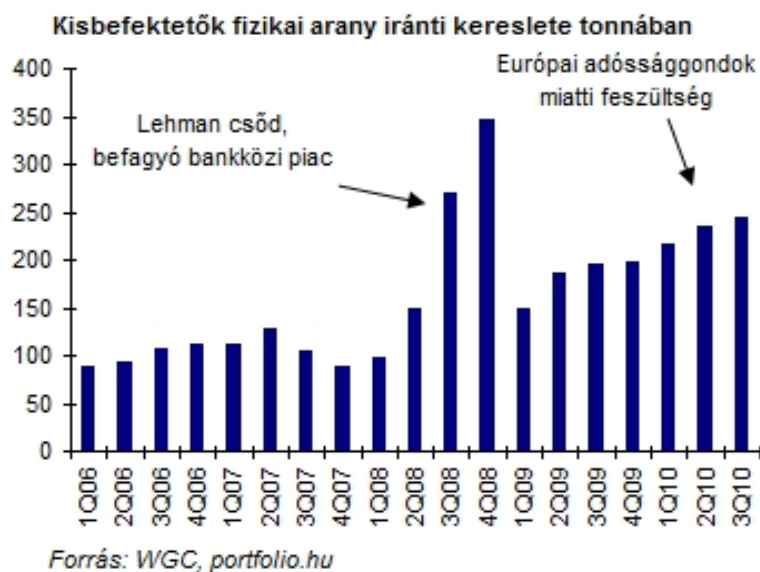
enyhülése is növelte az arany keresletét a késlekedő kamatemelések és a gyenge dollár következtében. A válság után immár az ékszeripar is több aranyat igényelt, egyes ázsiai és arab jegybankok növelni kívánták aranytartalékaikat, míg a nemesfém ipari kereslete viszonylag állandó maradt. 2010 nyarán az aranyár 1250 dollár felett is járt, amit az euró gyengülése is segített. A befektetők nem számítottak arra, hogy a közeljövőben 1000 dollár alá csökken az ár, emelkedése viszont könnyen elképzelhető volt. 2010 őszén újabb rekordokat döntött az aranyár 1300 dollár felé közelítvén. A befektetők továbbra is tartottak attól, hogy a válságot követő gazdasági növekedés üteme lassú lesz, a kamatok alacsonyan maradnak, viszont a jegybankok intézkedései inflációt idéznek majd elő.



6. ábra: Az aranyár 2010-ben

Forrás: www.kitco.com

Októberre az aranyár immár több mint háromszorosa volt a tíz évvel azelőttinek, 1340 dollár felett járt, és az emelkedő tendencia fenntarthatónak tűnt az alacsony alapkamatok mellett. Az Arany Világtanács közleménye szerint a modern kori történelem során először 2010 végén magánbefektetők tulajdonában több arany volt, mint jegybankokéban (Világgazdaság 2010. október 25.). (A 7. ábra mutatja, mennyire megélénkült a kisbefektetők arany iránti érdeklődése 2008. harmadik negyedétől.)



7. ábra: Kisbefektetők fizikai arany iránti kereslete 2006. január-2010. szeptember

Forrás: WGC, portfolio.hu

Eközben az 1400 dolláros határt is átlépte az aranyár, és az elemzők további emelkedésre számítottak elsősorban a kínai intézkedések eredményeként. Kína ugyanis bejelentette, hogy az arany külkereskedelmi korlátozásait megszüntetik, az ország aranyra váltja valutatartalékainak egy részét, ezzel felhajtva a keresletet, polgárai pedig ékszereket vásárolhatnak. Az arany számára kedvező előjel volt az indiai esős időjárás is a 2009-es szárazság után, így az indiai földművesek az előző évi visszaesés után újra több aranyat vásároltak (Világgazdaság 2010. november 11.) Az aranyárfolyamot az euró gyengülése is, így az euróövezetben elharapozó adósságválságok is pozitív irányban befolyásolták.

Bebizonyosodott, hogy az arany árfolyamát ugyan időszakosan csökkenthetik olyan események, mint 2011-ben a japán természeti katasztrófa, amely az összes vezető tőzsdeindexet a mélybe rántotta, azonban az ilyen árfolyamcsökkenések csak átmenetiek, mint ahogy az a 2007-2009-es válság idején is megfigyelhető volt.



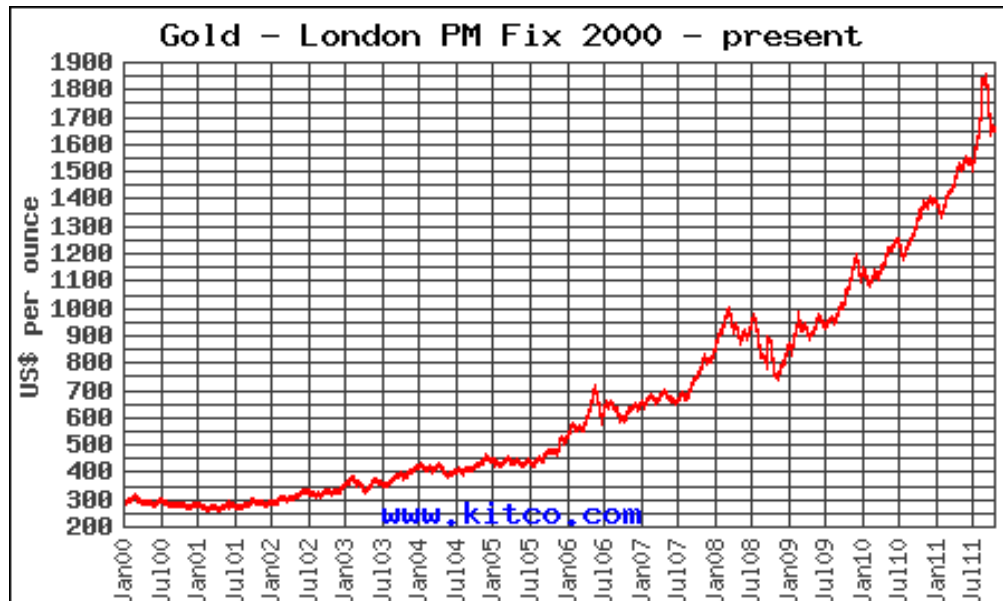
8. ábra: Az aranyár 2011 első hónapjaiban

Forrás: www.kitco.com

2011 elején az arab zavargások, a líbiai polgárháború és egyes eurózónához tartozó országokban az államcsőd veszélye tovább gerjesztették az aranyforgalmat. Immár nemcsak a dollár, hanem a világ bármely vezető valutájának gyengülése az aranyár emelkedését idézte elő. Az aranyár száguldása nem akart megállni: 2011 áprilisában már 1500 dollár felett járt, ami egy éven belül 30 százalékos nyereséget jelentett a szerencsés befektetőknek. A politikai helyzet is kedvezett az emelkedésnek, hiszen az aranyat hagyományosan az infláció elleni védekezés egyik hatékony formájának tartják, az arab zavargások pedig felhajtották a kőolaj, és így a benzin árát, tehát inflációra számítottak. Átmeneti visszaesést okozott ugyan Oszama bin Laden megölése, így a dollár erősödése. Ám 2011 közepén a világ vezető országainak gazdasági nehézségei elől ismét az aranyba menekültek a befektetők. Az eurózána megoldatlan problémái, az amerikai gazdaság nehézségei, sőt, immár a Kínában csökkenő autóeladások és annak esetleges kihatásai a kínai ingatlanpiacra együttesen egy minden eddiginél jelentősebb vásárlási hullámot indítottak el.

2011 júliusában az aranyár újabb csúcsokat döntött, és átlépte az 1600 dolláros határt, miután a világ egyik vezető hitelminősítő cége (Moody's) fontolóra vette az USA leminősítését annak növekvő adósságállománya miatt.

3.5. A VÁLSÁG ARANYRA GYAKOROLT HATÁSÁNAK ÖSSZEGZÉSE



9. ábra: Az aranyár 2000-2011

Forrás: www.kitco.com

Már dolgozatomban megírása előtt is figyelemmel követtem az arannyal kapcsolatos napi gazdasági eseményeket. Kezdetben az volt a benyomásom, hogy az arany napjainkban minden olyan eseményre, ami az értékpapírok, részvények többségére negatívan hat, áremelkedéssel reagál. A gazdasági növekedés és stabilitás felé mutató hírekre pedig stagnál vagy csökken az árfolyama, hiszen ezek kedveznek a kockázatosabb befektetési formáknak. Ezt a feltevésemet vizsgálataim részben igazolták.

Az aranyár a 2000-es évek elejétől tartó lassú emelkedését 2007 közepén, amikor az USA-ban a hitelválság első komolyabb jelei mutatkoztak, az árfolyam szárnyalása váltotta fel. A 2008 első félévében elért rekordár után azonban úgy tűnt, hogy a válság a vezető országok összefogásával, összehangolt gazdasági intézkedésekkel a vártnál könnyebben áthidalható. Az aranyár ennek megfelelően csökkenéssel reagált. A válság súlyosbodásának hatására 2008 szeptemberének közepén újra ugrásszerű emelkedés következett.

Előzetes várakozásaimnak ellentmond, hogy a válság negatív hatásai alól végül 2008 utolsó harmadában már az arany sem tudta kivonni magát. Egy újabb addig megingathatatatlannak tűnő gazdasági törvényszerűség, amit a válság átmenetileg felborított.

2009 elejétől 2011 közepéig tartó időszakot vizsgálva (9. ábra) megállapítható, hogy az aranyár mintegy duplájára emelkedett. Ennek egyik oka, hogy a válság alatti árfolyamzuhanások következtében a befektetők bizalma megrendült számos addig népszerű befektetési formában. Ezért inkább aranyat vásároltak, bízva abban, hogy az ismételten fellángoló gazdasági problémák, illetve a bizonytalan világgazdasági helyzet (gondolok itt például egyes vezető országok nagymértékű eladósodottságára) az aranyár további emelkedését vonják maguk után.

Az aranyat a befektetők a XXI. század első évtizedében egyfajta menedéknek tekintették. Ennek a szerepnek a nemesfém vizsgálataim alapján a válság előtt, alatt és után is meg tudott felelni 2008 utolsó harmadának kivételével. Azonban a 2011-es év közepétől megfigyelve egyre hektikusabbak és kiszámíthatatlanabbak az arany árfolyamváltozásai. Az elkövetkező évek fogják eldönteni, hogy az arany megőrzi-e eddigi biztonságos befektetési forma jellegét vagy spekulációs eszközzé válik-e.

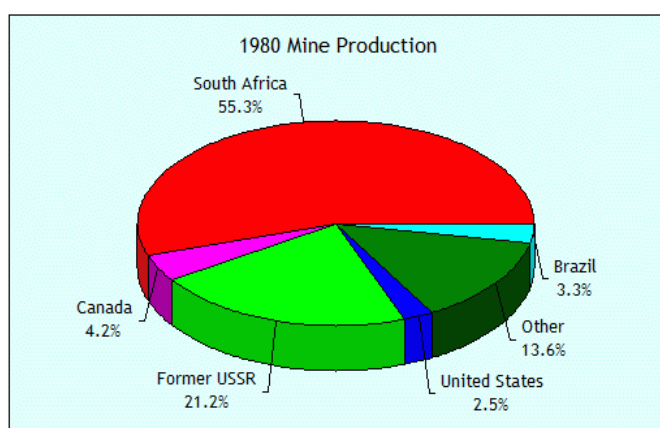
4. AZ ARANY NAPJAINKBAN

4.1. AZ ARANYKITERMELES

Az utóbbi öt évre visszatekintve az aranykínálat több mint felét a bányászati kitermelés tette ki (lásd 12. ábra). Az aranykitermelés a világ összes kontinensén folyik, kivéve az Antarktisz, ahol tiltott a bányászata. Több száz aranybánya működik szerte a világon, nagyobbak és kisebbek egyaránt. Az aranybányászat napjainkban óriási hasznot hoz a kitermelő vállalatoknak, gazdasági jelentősége továbbá, hogy munkahelyek ezreit, tízezreit hozza létre a fejletlenebb régiókban is. Ugyanakkor az alkalmazott bányászati eljárások által okozott ökológiai pusztításról sem szabad megfeledkeznünk.

A kitermelt aranyat a bányákból az aranyfinomítókba szállítják, itt kezdődik meg a feldolgozása. Az aranyfinomítók általában a bányászati központok közelébe települnek. A világ két legnagyobb aranyfinomítója: Rand Refinery (Dél-afrikai Köztársaság), Johnson Matthey Refinery (USA). Az aranyfinomítók díjazás ellenében dolgoznak, nem veszik meg az aranyat, amit feldolgoznak.¹¹ A finomítás után az aranytömböket - amelyek ekkor már 99,5%-os vagy ezt meghaladó tisztaságúak - ezzel foglalkozó kereskedőknek adják el. Végül a kereskedők közvetítésével kerül az arany az ékszeriparba, a befektetőkhez vagy egyéb potenciális vásárlókhoz.

Az aranykitermelés központja a XX. században a Dél-afrikai Köztársaság volt, bár kitermelési hányada a világ összes aranykitermelésével összevetve 1970 és 2000 között folyamatosan csökkent. 1980-ban még messze megelőzte az aranybányászat további dobogós helyezetteit, a Szovjetuniót és Kanadát.



10. ábra: Az aranykitermelés országok közti megoszlása 1980-ban

Forrás: <http://www.goldsheetlinks.com/production.htm>

¹¹ <http://www.gold.org/>

2007-ben azonban Kína aranykitermelése immár túlszárnyalta a Dél-afrikai Köztársaságot. és jelenleg is ebben a távol-keleti országban hozzák felszínre a legtöbb aranyat. (Az aranykitermelés alakulásával foglalkozó további diagramokat lásd az I. számú mellékletben.)

Napjainkban eléggé stabil az aranykitermelés mértéke, átlagosan 2497 tonna egy esztendőben.¹² Ez azért van így, mert az új bányákat általában nem a kereslet bővítése érdekében nyitják meg, hanem, hogy pótolják a kimerült régebbieket. Az aranykitermelés során viszonylag hosszú átfutási idővel kell számolnunk, új bányáknál tíz évig is eltarthat, mire a termelés beindul. Problémát jelenthet, hogy jelenleg a kitermeléshez szükséges gépeket, berendezéseket gyártó cégek kapacitása sem kielégítő. Ez azt jelenti, hogy a kibányászott mennyiség eléggé rugalmatlan, azaz nem tud reagálni gyorsan az árváltozásokra. Még az utóbbi nyolc évben tapasztalt folyamatos árnövekedés sem okozott megnövelt termelést.

A világ eddigi összes aranykitermeléséről csak becsült adatok állnak rendelkezésünkre, a különböző források eléggé jelentős eltéréseket mutatnak. Mindenesetre az általam megbízhatóbbnak tartott és aktuálisabb adatokkal rendelkező források (National Geographic, Arany Világtanács) megegyeznek abban, hogy 160000 tonna fölött jár az eddig a világtörténelem során kitermelt mennyiség, ami évente 2300-2600 tonnával növekszik, de még ez sem elégíti ki teljesen a keresletet. Ráadásul az aranylelőhelyek előbb-utóbb ki fognak merülni, az új felfedezések napjainkban már ritkák. Az Amerikai Egyesült Államok Földtani Szolgálat (USGS) adatai alapján a jelenleg ismert bányászati technikák révén 51000 tonna arany termelhető még ki az elkövetkező években. Ez azt jelenti, hogy az éves 2500 tonna fenntartása esetén 2031-re felszínre hozhatják a Föld összes aranytartalékát.¹³ Az Arany Világtanács becslései szerint ez azonban már tíz év múlva bekövetkezhet, a szervezet ugyanis mindössze 26.000 tonna még ki nem termelt aranyról tud.¹⁴

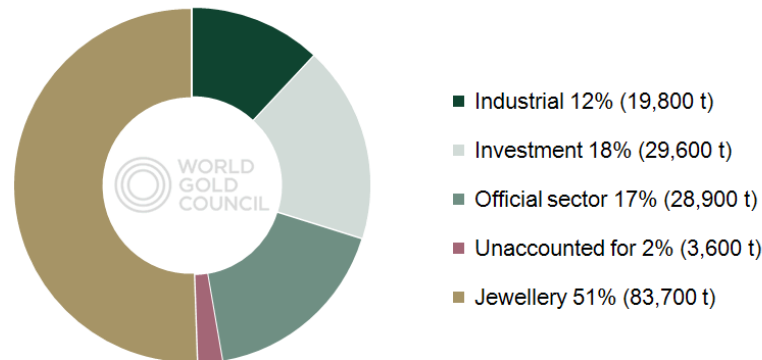
¹² <http://www.gold.org/>

¹³ <http://www.3szek.ro/>

¹⁴ <http://www.mfor.hu/>

4.2. AZ ARANY JELENKORI SZEREPEI

Above-ground stocks, end 2009 (total: 165,600 tonnes)



Source: GFMS

11. ábra: A jelenkori aranykészletek felhasználása

Forrás: GFMS

Az arany mint befektetés

Az Arany Világtanács és a GFMS diagramja szerint a 2009-ig felszínre hozott arany 18%-át befektetésként hasznosította az emberiség. Nem csoda, hiszen az arany az egyik legkevésbé kockázatos befektetési forma, akár hosszú távon és válságok idején is. Ha egy befektetési portfólió tartalmaz aranyat, az mérsékeli az árfolyam-ingadozásokat. Alkalmas az infláció és a valutaárfolyam negatív irányú változásainak kiküszöbölésére is, hiszen például a dollár gyengülése az aranyár emelkedését vonja maga után (hedge üzetek). Az aranykitermelés nem mutat jelentős változásokat a keresletváltozás és az áremelkedés hatására. A keresletnövekedés viszont fenntarthatónak tűnik, ezért az aranypiac pozitív kilátásokkal rendelkezik.

Az aranybefektetéseknek széles skálája kínálkozik. Nem feltétlenül szükséges az arany fizikai birtoklása ahhoz, hogy profitáljunk az árfolyam változásaiból. Jelen alfejezet további részében az arannyal kapcsolatos befektetési formákra fogok kitérni.

Az egyik lehetséges mód az államok által kibocsátott kereskedelmi érmék vásárlása. Ez azokra az időkre emlékeztet, amikor II. Kúrosz király idején az első aranyérméket verték, majd azt az ókor, a középkor és az újkor során újabbak követték, sőt, mint látható, napjainkra sem felejtődött el. Ezenkívül vásárolhatunk aranytömböket is. A Gold Bars

Worldwide szakértői szerint az aranytömböknek 110 akkreditált előállítója van 27 országban. Ezek több mint 400-féle standardizált aranyrudat gyártanak, melyek minimálisan 99,5%-ban aranyat tartalmaznak.¹⁵ Ez ideális lehet kisbefektetésekhez, hiszen az arany vásárlása sok országban (például az egész EU területén) forgalmiadó-mentes magánbefektetők számára.

Egy másik arannyal kapcsolatos befektetési formát képviselnek a tőzsdén kereskedett befektetési alapok, az etf-ek (Gold-backed Exchange Traded Funds). Ez egy újfajta, innovatív, viszonylag költséghatékony és biztonságos út az aranypiachoz. Minden értékpapír háttérben meghatározott mennyiségű arany áll, amit egy széfben biztonságosan tárolnak a befektetők helyett. Az alapötlet szerint így a befektetők az arany kiszállítása nélkül részt vehetnek az aranyérmepiacon, részesedést vásárolhatnak és adhatnak el az értékpapírral való kereskedés révén szabályozott tőzsdei úton. Az etf-ek elterjedése könnyebbé teszi az aranypiachoz való hozzáférést, hiszen csökkenti a tárolási és tranzakciós költségeket.

Arany future (meg egyezés arany szállítására vagy elszállítására előre egyeztetett áron és időpontban) és opciós üzetek (jog, de nem kötelezettség arany vételére vagy megvásárlására adott áron előre egyeztetett időkeretek között) is köthetők. Ezek lehetőséget adnak a leverage-hatás kihasználására az arany által. A future üzetek előnye, hogy relatív kisösszegű befektetéssel magas nyereség érhető el, hiszen csak az arany árfolyamváltozásait használja ki, annak tényleges megvásárlására nincs szükség. New York-i, chicagói, tokiói árutőzsdén, sőt még Indiában és Dubaiban is foglalkoznak ezzel. Az opciós ügyletekhez köthetően megkezdődött a kereskedés az ún. gold warrantokkal, ami aranyra beváltható vásárlási jogot takar adott napon adott árért.

Forward üzetek is lehetségesek az arannyal, csakúgy mint egyéb nyersanyagokkal és valutákkal. Ezek a future-hoz nagyon hasonlóak, de itt nem veheti át a szerződő felek helyét egy harmadik fél. Előnye, hogy rugalmasabb, a felek közvetlenül tárgyalnak. Hátránya, hogy míg a future ügyletek mentesek a tárgyalófelek esetleges fizetéseképtelenségének kockázatától, hiszen biztosítékként kötelező letenni a brókernél egy adott összeget az ügylet nagyságrendjétől függően, ez a forward ügyletekről nem mondható el.

Az arany számláknak két típusát különböztetjük meg. Az ún. allocated gold account a legbiztonságosabb formája az arany fizikai birtoklásának, de az áron felül a széfben való

¹⁵ <http://www.gold.org/>

megőrzésért, annak biztosításáért és tárolásért is fizetni kell. Az aranyszámlák ezen típusa esetén egyértelműen meghatározott, hogy az egyes érmék és aranyrudak melyik befektetőhöz tartoznak. Unallocated gold account esetén tárolási és biztosítási költségek nincsenek, cserébe a banknak joga van bérbe adni az aranyat, nincs pontosan megállapítva, hogy egy adott számmal ellátott aranyrúd vagy -érme melyik befektetőhöz tartozik, ez csak akkor történik meg, ha a tulajdonos ki akarja venni. Általában 1000 uncia alatti ügyfelekkel nem foglalkoznak ezek a bankok. 1000 uncia alatt lehetséges befektetési forma például a gold pool account, ami részesedést kínál egy gold accountból akár már egy unciától.

Léteznek arany megtakarítási programok is (Gold Accumulation Plan), amikor egy adott összegért szabályos időközönként aranyat vásárolunk akár kisebb mennyiségekben, hosszú távon mégis jelentős mennyiség halmozható fel így. Hátránya, hogy ki van téve az arany rövid távú árfolyamváltozásainak. Ha az előre meghatározott vásárlási napon váratlanul megemelkedik az ár, de pár napon belül visszaáll az eredeti szintre, akkor veszteséget könyvelhetünk el. A számlazáráskor (általában minimum egy év után lehetséges) megkaphatja a befektető az aranyat érme, rúd, esetleg ékszer vagy készpénz formájában is.

Említést kell tennem még az aranybizonylatokról (gold certificate). Ez nem újkeletű befektetési forma, hiszen az USA a polgárháborútól 1933-ig bocsátott ki ilyen értékpapírokat, amelyek bármikor beválthatók voltak a kincstárnál aranyra. Manapság egyes bankok például Svájcban vagy Németországban bocsátanak ki ilyen papírokat. Az ügyfél számára megőrzi az aranyat megspórolva ezzel a szállítási és biztosítási költségeket.

Az aranyalapú kötvények viszonylag biztonságosak, megegyezés szerint tőkevédelmet, továbbá hozamot nyújtanak az arany árfolyam-ingadozásainak megfelelően.

Az arany irányultságú befektetési alapok (gold orientated funds) eltérő szerkezetűek lehetnek. Vásárolnak aranyat vagy arany piacon tevékenykedő társaságok részvényeit, akár future vagy opciós ügyleteket is köthetnek, portfólióik általában diverzifikáltak. Ez a befektetési forma tehát igen összetett, nemcsak az aranyár befolyásolja, hanem a jövőbeli várható tendenciák is. Ingatagabb, mint az aranyba történő közvetlen befektetés, hiszen az arany piac alakulása általában, illetve az adott cég helyzete - amelynek részvényeit vásárolja - egyaránt befolyásolják.

Vásárolhatunk a különböző aranykitermelő társaságok részvényeiből. Több mint 300 ilyen társaság van bejegyezve világszerte a tőzsdéken, együttesen meghaladják a 220

milliárd dolláros kapitalizációs értéket. Ezzel helyettesíthető a közvetlenül aranyba történő befektetés, hiszen az aranyár változása direkt hatással van a részvények árfolyammozgásaira. Ugyanakkor más tényezők is szerepet játszanak a tőzsdei árfolyamok alakulásában, például új aranylelőhelyek felfedezése, becslések a még ki nem termelt arany mennyiségére, a bányák minősége, technikai felszereltsége és földrajzi elhelyezkedése, új projektek beindítása, a kitermelt arany minősége, a kitermelés költsége és gazdaságossága, valamint a cég általános pénzügyi helyzete és még sorolhatnám. Ez a befektetési forma tehát az előbb említettekkel ellentétben nem tisztán az aranyár előre látható változásainak ismeretét követeli meg, hanem egyéb tényezőkre is figyelmet kell fordítani.

Természetesen léteznek egyéb arannyal kapcsolatos befektetési formák is, dolgozatomban csak a jelentősebbekre igyekeztem kitérni. Fontosnak tartom azonban megjegyezni, hogy az ágazat folyamatosan fejlődik, sok lehetőséget hordoz még magában.

Az arany az ékszeriparban

A 2009 végéig kitermelt 165000 tonna aranyból több mint felét az ékszeripar használta fel. A fő felvevőpiacok jelenleg India, Kína, az Egyesült Államok csak a harmadik helyezett. Az aranyipar szempontjából szerencsés, hogy a Föld legnépesebb országainak kultúrájában és tradícióiban továbbra is megkérdőjelezhetetlen az arany ékszerek szerepe és nem felcserélhető semmi másra. Az éves ékszeripar-forgalom több mint 15%-a indiai esküvőkhöz köthető.¹⁶ Kínában és az USA-ban is több millió házasságot kötnek évente, ahol az egymás iránt érzett szerelmet és elkötelezettséget aranygyűrű jelképezi. Az ékszeripar szempontjából döntő jelentőségű, hogy az arany ne csak a hagyományokat és a tradíciót képviselje, hanem vonzó legyen a jövő generációja számára is. Napjainkban reklámkampányokkal próbálják erősíteni az emberek tudatában, hogy az arany a szerelem és az elkötelezettség jelképe.

Indiában 2010-ben 746 tonna aranyat igényelt az ékszeripar, elsősorban esküvőkre, házassági évfordulókra és a Dhanteras fesztivál alkalmával. Kína a leggyorsabban növekvő piac 400 tonnával, itt az emberek 80%-a a 24 karátos, azaz a legtisztább aranyat keresi. Ahogy az ország belső, a tengerparttól távolabbi területei is egyre iparosodottabbak lesznek és az életszínvonal növekszik, az ékszeripar további expanziója várható. Az USA-

¹⁶ <http://www.gold.org/>

ban 2010-ben az aranyékszerpiac forgalma elérte a 129 tonnát. Érdekesség, hogy az itt eladott ékszerek több mint fele 1000 dollár feletti értékkel rendelkezik.¹⁷

Az arany mint ipari nyersanyag

Az éves aranykereslet mintegy 12%-át teszi ki ez a szektor. Jónéhány iparágban alkalmazható az arany, a legjelentősebb ipari felhasználási módokról írok ebben a fejezetben.

Az elektronikai ipar napjainkban 300 tonna aranyat igényel évente. Számos elektronikai eszköznél kulcskomponensként alkalmazzák a nemesfémeket, elsősorban kiváló vezetőképessége folytán. Azonban az élesedő árverseny, az előállítási költség csökkentése iránti törekvés nyomást gyakorol a gyártókra, hogy minél olcsóbb nyersanyagokból gyártsák termékeiket. Ez alapján logikus lenne, hogy megkíséreljék az arany helyettesítését olcsóbb fémekkel. Az arany felhasználása azonban összességében mégis növekszik, hiszen az elektronikai ipar bővülésével egyre több technikai eszközt állítanak elő, így a 2010-es évben ezen iparág aranyszükséglete minden eddigit felülmúlt.

A fogászati iparban lassú visszaesést mutat az aranyfelhasználás új ötvözetek, anyagok feltűnéséből kifolyólag. 2009-ben azonban még mindig 54 tonna aranyat használtak fel a fogászatban.

A gyógyászatban az aranyat már Kr.e. 2500-tól bizonyítottan használják, időtállósága miatt még a halhatatlansággal is azonosították a nemesfémeket. Indiában fiatalító szernek tartják, az alternatív gyógyászat egyes ágazatai ajánlják rendszeres szedését por vagy tablettá formájában. Ez az éves aranyforgalmat tekintve elhanyagolható mennyiséget, évente csupán néhány tonna aranyat igényel. A modern orvostudományban reumatikus ízületi gyulladás kezelésére alkalmazzák. Egyes szem- és fülbetegségeknél, műtéteknél előnyös anyag az implantátumokhoz, mert ezeken az érzékeny területeken fontos, hogy olyan anyagot használjanak, ami nagyon ellenálló baktériumokkal szemben.

Az űrkutatásban is elengedhetetlen a dolgozatom középpontjába állított nemesfém, védi a felszerelést és az asztronautákat az erős sugárzástól és forróságtól. Nélkülözhetetlen volt például a Mars feltérképezését végző műhold felépítéséhez, csakúgy mint a híres Columbia űrrepülő felszereléséhez.

A mérnökök számára főleg az arannak az a tulajdonsága bír fontossággal, hogy nem oxidálódik, tehát soha nem lesz rozsdás. Ezenkívül fényvisszaverő-képessége

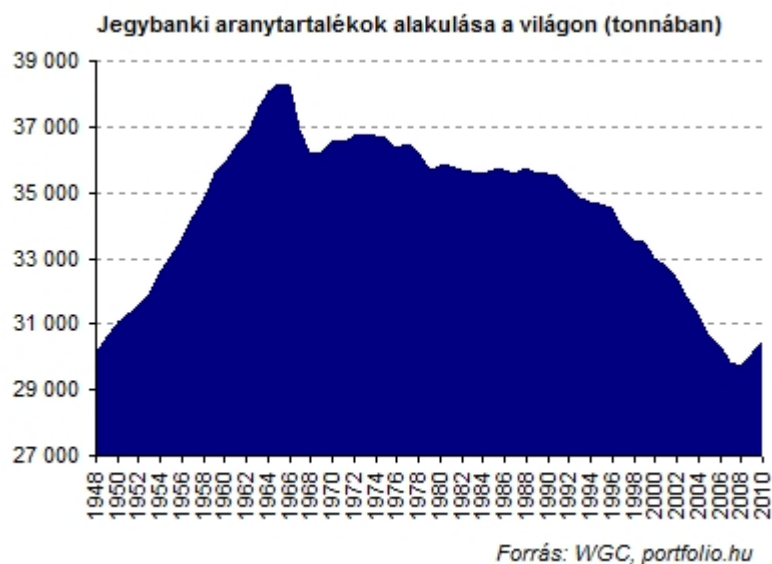
¹⁷ <http://www.gold.org/>

elektromos áram előállítására hasznosítható. Ellenáll az extrém időjárási körülményeknek, hidegnek és hőségnek egyaránt. Felhasználható kenőanyagként, az építészetben üveg beborítására, továbbá repülőgépmotorban, tüzelőanyag-elemekben.

Tudósok, kutatók folyamatosan keresik az arany új felhasználási módjait. A negyedévente megjelenő, az Arany Világtanács által szponzorált Gold Bulletin című folyóirat informál minket a legfrissebb kutatási eredményekről e területen. Előreláthatólag a nanotechnológiában is széleskörűen alkalmazható lesz az arany. A jövőben az arany nagyobb szerepet játszhat az egészségügyben (diagnosztizálás, rák kezelése), környezetvédelemben (mérgező anyagok kibocsátásának megakadályozása, mérések, katalizátorként is funkcionálhat kedvező kémiai folyamatok elősegítésében, zöldenergia előállításában közreműködhet remek fényvisszaverő-képessége folytán).¹⁸

Az arany mint tartalékeszköz

Jelenleg jegybankok és egyéb pénzügyi szervezetek tulajdonában van az eddig kitermelt arany 17%-a. Az arannak mint tartalékeszköznek a szerepe csökkent ugyan az utóbbi évtizedek során, de nem szűnt meg teljesen, és talán soha nem is fog.



12. ábra: A jegybanki aranytartalékok alakulása 1948-2010

Forrás: WGC, portfolio.hu

A jegybankok és nemzetközi pénzügyi szervezetek óriási aranytartalékokkal rendelkeztek több mint 100 éven át. A csúcspontot az 1960-as években érték el, amikor 38000 tonna aranytartalékkal rendelkeztek, az addig kitermelt arany mennyiség

¹⁸ <http://www.gold.org/>

nagyságrendileg felével. Akkoriban az arany a fix dollárban kifejezett ára és a dollárra való konvertibilitása miatt a pénzügyi rendszer egyik alapja volt. A Bretton Woods-i rendszer (lásd 2.4. fejezet) összeomlása kapcsán az államok újraértékeltek az arany tartalékeszközként való alkalmazását, és nagyarányú eladások kezdődtek. 1971 után (closing the gold window) az arany már nem központi szereplő volt, csupán egy a tartalékeszközök közül. Az 1970-es és az 1980-as évek elején a jegybankok ennek ellenére néhány kivétellel megtartották aranytartalékaikat. Jelentős aranyeladásokat kezdeményezett viszont az USA (500 tonnát adott el 1982-ig, ameddig a Gold Commission az aranyeladások felfüggesztését nem javasolta), az IMF (készletei egyharmadát, igaz, ennek felét jegybankoknak) és Kanada (fokozatosan, de tartósan).

Az 1980-as évek végén megváltozott a helyzet, számos jegybank sürgősen csökkenteni kívánta nagyarányú aranykészleteit. Célul tűzték ki aranytartalékaik arányának 10%-ra való csökkentését 1980 és 1999 között, koordinálatlan intézkedéseik sora azonban instabillá tette az aranyárat. 1999-re a bankok 33000 tonna aranykészlettel rendelkeztek, ez az addig kitermelt mennyiség negyede. Az árcsökkenés rosszul érintette a magas arányú aranytartalékkal rendelkező és az aranykitermelő országokat egyaránt, ezért 1999-ben 15 európai ország megkötötte az első jegybanki aranymegállapodást. Ez alapján a következő öt évben 2000 tonna aranyat adnak el, így aranykészleteiket kiszámítható módon és kontrolláltan tudták csökkenteni, az aranypiacot nem szétzilálva. A második megállapodásukban újra leszögezték, hogy az arany továbbra is fontos eleme pénzügyi tartalékaiknak. Ebben ugyan emelték az öt év alatt (2004 szeptember-2009 szeptember) eladható arany mennyiségét 2500 tonnára, viszont megállapítottak egy éves maximumot is (500 tonna). Az éves eladások rendre: 497 tonna, 396 tonna, 476 tonna, 358 tonna és 157 tonna. 2007 szeptembere után tehát már jelentős lassulás figyelhető meg, ami 2008 szeptemberétől csúcsosodott ki.

Nyugat-Európa országai évente átlagosan 420 tonna aranyat adtak el 1999 és 2007 között, 2009-re viszont a folyamat lelassult. A lassulás okai nem egyértelműek. Lehetséges, hogy az országok egy része az eladásra szánt mennyiséget már kiárusította, ugyanakkor nem hagyható figyelmen kívül a tény, hogy a gazdasági válság is befolyásoló tényezőnek számított. Az aranyat a változékony gazdasági körülmények között egyre inkább biztonságos értékőrző eszköznek tekintik (egyike a kevés befektetési formának, melyek értéke a válság alatt nőtt: 2007 júniusától 2009 júniusáig 42%-os az árnövekedés, míg a részvénypiacon átlagban 40%-os a csökkenés), míg a dollár iránti bizalom az USA deficitesebb államháztartását látva csökken. Ezért is vonakodtak egyes országok

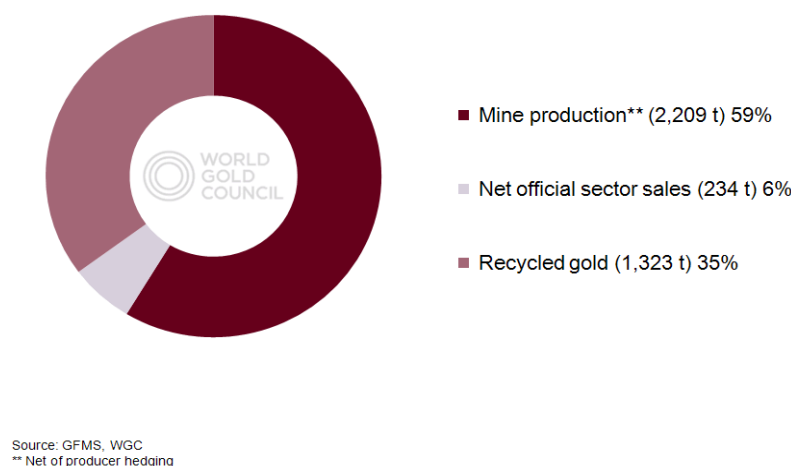
aranykészleteiket dollárért értékesíteni, sőt Kína, Oroszország és India eladás helyett inkább növelte aranykészleteit.¹⁹

Az európai eladások lassulása és új vásárló jegybankok feltűnése azt eredményezte, hogy 2009 második negyedévében összességében végül több aranyat vásároltak a jegybankok, mint amennyit eladtak. 2009-ben aláírták a harmadik jegybanki megállapodást, ami sok hasonlóságot mutat az előzőekkel: ez is öt évre szól 2000 tonnás maximummal. Németország és Svájc azonban már bejelentették, hogy eladási joguknak csak elhanyagolhatóan kis részét kívánják majd kihasználni. A legnagyobb egy főre jutó aranykészlettel egyébként továbbra is Svájc rendelkezik, aranytartáléka lakosonként 136 grammot tesz ki. (Összehasonlításképpen: Magyarországon ugyanez az arány 0,31 gramm.)²⁰

Valószínűnek látszik, hogy az ázsiai országok aranykészleteik növelését tervezik. A fejlett országokban hagyományosan magas az aranytartalékok százaléka, míg az ázsiai jegybankoknál ugyanez az arány 2% körül van. Ha elhatároznák, hogy 1%-kal növelik ezt, az jelentős hatást gyakorolna az aranypiacra. 1000 tonna aranyra lenne szükség, ami az európai eladások 2,5 éves mennyiségének felel meg.

4.3. AZ ARANYKÍNÁLAT

Supply flows, 5-year average (Q4'05 to Q3'10)



13. ábra: Az aranykínálat megoszlása
Forrás: GFMS, WGC

¹⁹ <http://www.gold.org/>

²⁰ <http://gondola.hu/>

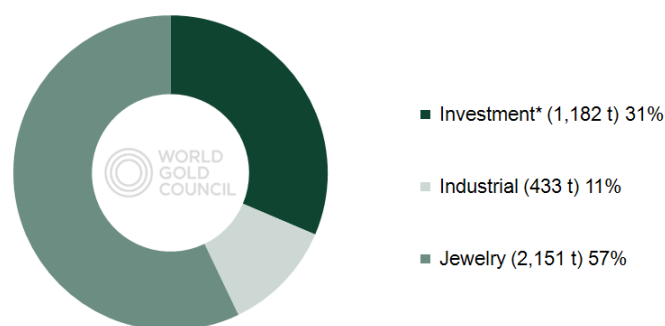
Az aranykínálat több mint felét a bányászati kitermelés adja, amelyről a korábbiakban részletesebben írtam a 4.1. fejezetben.

Jelentős az arany újrahasznosításának mértéke is. Mivel az aranybányászat kevésbé rugalmas, az újrahasznosított arany lehet a könnyen eladható készlet alapja. Az arany magas ára miatt gazdaságos az újrahasznosítás, a régi készletek beolvasztása, ez fedezheti a megnövekedett keresletet és gondoskodhat az árstabilitásról. A 2005-től kezdődő időszakot vizsgálva ez az eljárás biztosítja az éves kínálat nagyjából egyharmadát.

A jegybankok és egyéb nemzetközi szervezetek (mint az IMF) tulajdonában van a kitermelt arany egyötöde (30500 tonna, 110 szervezet között elosztva). Az államok tartalékaiknak átlagosan 10%-át tartják aranyban. A jegybanki szektor 1989 óta összességében aranyeladónak számít, bár aranyvásárlásaik is számottevők. Az eladási trend 2009-ben véget ért, nettó eladásuk mindössze 41 tonna volt. (Az aranystandard-rendszer örökségeként Nyugat-Európa és az USA tartalékainak több mint 50%-át arany tette ki, ezért is tudtak az utóbbi évtizedekben nagyobb mennyiségű nemesfémeket értékesíteni. A fejlődő országoknál ez általában az 1%-ot sem éri el, ezek az országok inkább vásárlóként jelennek meg a piacon.)

4.4. AZ ARANYKERESLET

Demand flows, 5-year average (Q4'05 to Q3'10)



Source: GFMS, WGC
* Includes identifiable and non-identifiable investment

14. ábra: Az aranykereslet megoszlása
Forrás: GFMS, WGC

A világ aranykeresletének nagyságrendileg 40%-át Kína és India adja. Jelenleg a legtöbb aranyat India használja fel, ami főleg az ország hagyományaira, kulturális és

vallási okokra visszavezethető. India lakosai megközelítőleg 18000 tonna aranyat halmozta fel, ami több mint negyvenszerese az indiai központi bank készleteinek. Az indiai menyasszonyok hozományának jórészt rendszerint az arany alkotja, az indiai házassági szezon, illetve a Dhanteras fesztivál idején még a globális keresletben is érezhető a növekedés. A kevésbé tehetősi indiai családok számára napjainkban gondot okoz a hozomány előteremtése az arany emelkedő ára miatt. Kína aranykereslete 2001 óta háromszorosára emelkedett, igaz, még így is lemarad Indiától. Szakértők szerint Kína öt éven belül a világ első számú aranyfelhasználója lehet. Az arany Kínában státusszimbólum, hiszen a kommunista államban korlátozzák az ingatlan- és autóvásárlásokat.

Az utóbbi öt évre visszatekintve az ékszeripar igényli a kitermelt arany szinte teljes mennyiségét, azaz az összes aranykínálat több mint felét. Az ékszeriparban 2007 és 2009 között jelentős volt a válság által kifejtett negatív hatás, különösen a nyugati piacokon és az USA-ban.

A befektetési arany iránti kereslet nehezen mérhető, jelentős részét ugyanis a tőzsdén kívüli üzletek teszik ki. Mindenesetre ez is egy növekvő piac az utóbbi években: 2003 óta több mint duplájára növekedett, 2009-ben már több mint 40 milliárd dollárt fektetett a magánszektor aranyba.

Ahogy a 13. ábra is mutatja, az arany harmadik nagy felhasználási területe az ipari szektor: gyógyászati, fogászati és egyéb ipari célokra fordítják az aranykereslet megközelítőleg 12%-át, azaz az utóbbi öt évben átlagosan 433 tonnát.

4.5. AZ ARANY VILÁGTANÁCS

Az arany jelenének elemzéséhez hozzátartozik, hogy szót ejtsenek az Arany Világtanácsról is, hiszen ezen szervezet tevékenysége az aranypiacot nagy mértékben befolyásoló tényező.

Az Arany Világtanácsnak jelenleg 22 tagja van, köztük aranykitermelő társaságok, akiknek tevékenysége az egész világra kiterjed, a globális aranykitermelés megközelítőleg 60%-át adják. Székhelye az Egyesült Királyságban van, de működnek irodái nemcsak Londonban, hanem New York-ban, Pekingben, Shanghaiban, Tokióban, Isztambulban, Bombayben, Chennaiban is.

Az Arany Világtanács vezetését az ún. Board of Directors látja el, ennek keretében évente négyszer találkoznak a tagok képviselői és megválasztják az igazgatókat is. A

szervezetnek két bizottsága működik: az Audit Committee (Ellenőrző Bizottság) és a Remuneration Committee (Díjazási Bizottság).

Tevékenységi körük kiterjed a befektetési szektorra, az ékszeriparra és az arany egyéb ipari felhasználására is. Céljuk többek között az aranykereslet fenntartása és - amennyiben lehetséges - annak bővítése új területeket és piacokat teremtve az arany számára. Az aranyipar vezető szerepének megszerzésére törekednek.

Az Arany Világtanács egyik osztálya kormányügyekkel foglalkozik, tanácsokat adva jegybankoknak makroökonómiai kockázatok kiküszöbölésére, visszaesések idején a likviditás megőrzésére, illetve vagyongazdálkodási kérdésekben.

A technológiai szektor támogatja az arany újfajta felhasználási módjait, ennek érdekében a kutatást, felgyorsítja az arannyal kapcsolatos új technikai megoldások feltűnését.

A befektetési szektor az aranykeresletet kívánja ösztönözni. Olyan partnereik vannak, mint a kínai ICBC, a világ legnagyobb bankja. Aranyat értékesítenek magánbefektetőknek és pénzügyi intézeteknek, új aranyalapú befektetési termékeket fejlesztenek, további értékesítési csatornákat keresnek. Az utóbbi években ennek megfelelően megegyezést kötöttek az indiai postával, továbbá az interneten keresztül is értékesítenek aranyat.

Az Arany Világtanács segíti a befektetők számára az aranypiac megértését. Véleményeket, statisztikákat, elemzéseket közöl az aranypiac trendjeiről, így jobb rálátást biztosít azokra. Vizsgálja az arany szerepét mint befektetési- és tartalékeszköz, bepillantást enged az aranypiac működésébe.

4.6. MAGYARORSZÁG AZ ARANYPIACON

A második világháborút követően a szocializmus idején magas adóterheket rótt a magyar állam az aranyvásárlókra, és ezeket az 1990-es években sem csökkentették, így a magyarországi aranykereskedelem sokáig csak ékszervásárlásra korlátozódott. Befektetési célra nem volt alkalmas a nemesfém, hiszen vásárlását 25%-os áfával, továbbá fogyasztási adóval is sújtották. A helyzet hazánk európai uniós csatlakozásával (2004. május 1.) változott meg, hiszen a tagállamok jogszabályainak összehangolása után megszűntek az aranypiacot akadályozó adóterhek.²¹

2006-ban a Budapesti Értéktőzsdén is megindult az arannyal való kereskedelem, a jelenlegivel (2011) összehasonlítva ez azonban akkor még jelentősen kisebb volumenű

²¹ <http://www.euroastra.info/>

volt. Az igazi áttörést a magyar aranypiacon a 2008-as év hozta. A válság előtt Magyarországon nem öltött jelentős mértéket az aranytömbökkel való kereskedelem, a 2008-as és az azt követő esztendőket övező bizonytalanság viszont gyökeres változást okozott. A becsült forgalom azóta ugrásszerűen növekszik, évente nagyjából kétszeresére, 2010-ben megközelítette a 10 milliárd forintot. Ennek megfelelően egyre több cég tevékenykedik az arany szektorban (Heti Világgazdaság 2010. december 25.).

Az arany magánkereskedelmén kívül meg kell említenem, hogy Magyarország 3,1 tonna aranytartalékkal rendelkezik, az Arany Világtanács rangsora szerint a 81. legnagyobb aranytartalékkal bír hazánk a Föld országai között (lásd II. számú melléklet). Ez nem számít igazán előkelő helyezésnek, hiszen a világ összes aranytartalékából mindössze 0,0001%-kal részesülünk. A jegybank 1990-ben 65 tonnányi aranyat értékesített, amiért dollárt vásárolt. Utólag a döntés helyessége megkérdőjelezhető, milliárdos veszteséget jelentett, hiszen az arany hozama az utóbbi években jelentősen meghaladta a dollárét.²²

²² <http://www.aranymagyarorszag.hu/>

5. A JÖVŐ

"I only know of two men who really understand the true value of gold - an obscure clerk in the basement vault of the Banque de Paris and one of the directors of the Bank of England. Unfortunately, they disagree."

/Nathan Mayer Rotschild/

5.1. MEGJÓSOLHATÓ-E AZ ARANYÁR MOZGÁSA 2011 UTÁN?

A jelenlegi rekordközeli ár (lásd 7. ábra: 2011 júliusában 1600 dollár felett is járt) jelezhetné azt is, hogy hamarosan eladási hullám indul el, az elemzők nagy része azonban nem erre számít, mivel - főleg az indiai és kínai elképesztő keresletnek köszönhetően - az ékszeripar várhatóan tovább bővül és a jegybankok is folytatják az aranyvásárlást.

Az aranyárat várhatóan továbbra is azok a tényezők fogják befolyásolni, amelyek az elmúlt években. Kérdés azonban, hogy az árfolyam emelkedését vagy csökkenését okozó folyamatok fejtenek-e majd ki erősebb hatást, és így összességében érdemes lesz-e aranyba fektetni vagy inkább meneküljünk ettől a befektetési formától. Ebben a fejezetben áttekintem az aranyárat alakító fontosabb tényezőket, az ártendencia egyértelmű megjósolására azonban értelemszerűen nem törekszem.

A világ legerősebb gazdaságai és azok működéséről napvilágot látott hírek hatást gyakorolnak a tőzsdei folyamatokra, a nyersanyagárakra, így az aranyára is. Elsőként az USA-t szeretném említeni, hiszen dolgozatom korábbi fejezeteiben többször is utaltam rá, milyen szoros összefüggés figyelhető meg a dollár gyengülése és az aranyár emelkedése, illetve a dollár erősödése és az aranyár csökkenése között. Úgy tűnik, az amerikai gazdaság sokrétű problémáira a válság után *Barack Obama* ciklusa alatt sem sikerül kielégítő megoldás találni, az államadósság növekedése megállíthatatlannak tűnik. Széleskörű kiadáscsökkentő programokat várhatóan nem fognak eszközölni, hiszen az fékezne a viszonylag lassú gazdasági növekedést. Mindebből az következik, hogy a dollár árfolyamváltozásai és az amerikai államháztartással összefüggő problémák előreláthatólag az aranyár emelkedésének irányába fognak hatni.

A világ leggyorsabban növekvő gazdasága, Kína, továbbá a szintén gyorsan fejlődő India bővülő kereslete felfelé nyomja az aranyárat. Különböző okokból ugyan, de mindkét ország lakossága körében nagy népszerűségnek örvend a sárgás színű nemesfém. Nem elhanyagolható ez a tényező, hiszen a két állam együttes népessége immár meghaladja a

2,5 milliárd főt. Az életszínvonal emelkedésével pedig azok az emberek is megengedhetik maguknak az aranyvásárlást, akiknek eddig nem állt módjukban. Ehhez hozzájárulhat, hogy az ázsiai jegybankok is növelni akarják aranykészleteiket, az instabilnak tűnő valutatartalékok egy részéért több száz tonnányi aranyat vásárolhatnak. Természetesen a közgazdaságtani folyamatok sokkal összetettebbek annál, mintsem hogy egyértelműen kijelenthessem, hogy Kína és India az aranyár növekedését fogják okozni. Elemzők például aggódva figyelik a Kínában immár 5% felett járó inflációt, ami intervenciós intézkedéseket eredményezhet a kínai jegybank részéről. Összességében azonban véleményem szerint Ázsia fejlődő gazdaságai nagy valószínűség szerint az aranyár emelkedésében fognak közreműködni az elkövetkező esztendőben.

Figyelmemet Európa felé fordítva meg kell említenem az euróválságot. Egyes elemzők a közös valuta megszűnését prognosztizálják, miután Portugália, Görögország, Írország, Spanyolország és egyes hírek szerint Olaszország is adósságválságba került. Az euró gyengülése az aranyár emelkedését eredményezheti.

A globális makrogazdasági folyamatokat nézve nem feledkezhetünk meg az infláció erősödéséről. A válság utáni években a gazdasági növekedést felgyorsítandó a Fed és az Európai Központi Bank intézkedések sorával növelte a forgalomban lévő pénz mennyiségét. Ez közvetve az árupiacokon is felhajtotta az árakat, köztük az aranyét is. A nyersanyagárakat felfelé nyomja Kína, India, Brazília és egyéb fejlődő államok nyersanyagéhsége. Az inflációs nyomás hatására befektetők ismét az arany felé fordulhatnak a történelem során számos alkalommal ismétlődő recept alapján, a kereslet bővülése pedig adott kínálatnál minden esetben árnövekedést okoz.

A 2007-2009-es válság után továbbra sem tűnt el a befektetők bizonytalansága. A gazdasági növekedés lassúsága, esetleges stagnálása kedvezőtlen az értéktőzsdék számára, viszont az így felszabaduló tőke az aranypiacokon jelenhet meg. Az arany egyre több portfólió részét képezi, ezzel kívánják csökkenteni a befektetést fenyegető kockázatokat, hiszen az arany ára nem feltétlenül mozog együtt más értéktőzsdei és árupiaci árakkal. Határidős ügyleteket is nagy mennyiségben kötnek aranyra, a tőzsdei szabályok szigorítása azonban fékezheti ezt a tendenciát, ami csökkentené az arany iránti keresletet.

A jegybankok szerepe továbbra is jelentős az aranypiacok alakulásában. A jegybankok 2010-ben két évtized után először ismét a vásárlói oldalon jelentek meg, azaz aranykészleteiket összességében nagyobb mértékben növelték, mint csökkentették. A tendencia várhatóan folytatódik. A jegybankok ezenkívül a kamatláb emelésének és csökkentésének eszközével is hatást gyakorolhatnak az aranyárra. Jelenleg azonban a

kamatok még olyan alacsony szinten állnak, hogy nem csábítanak el sok befektetőt a kockázatosabb portfólióktól vagy az aranyvásárlástól.

Az aranyárat mozgathatják előre nem látható politikai események, mint például az állam valamilyen irányú beavatkozása az aranypiacba (adók, korlátozások), továbbá háborúk kitörése, zavargások, instabil kormányzat egyes országokban. Ezeknél is váratlanabban érhetik a világot természeti katasztrófák, hasonlóan a japán földrengésekhez és atomkatasztrófához (2011 márciusában). Ezek bekövetkezése és hatása egyaránt kiszámíthatatlan.

Eddig főleg a befektetési aranyra, illetve az állami aranytartalékokra koncentráltam, nem szabad azonban megfeledkezni az aranykereslet jórészét kitevő ékszerpiacról sem. A válság után ismét növekvő tendenciát mutat az iparág, főleg India és Kína keresletének következtében. Az ékszerpiacon bekövetkező keresleti ingadozások egy része kiszámítható (például köthető az indiai házassági szezonhoz és Dhanteras fesztiválhoz, tehát egyes esetekben ciklikus), és nem okoz olyan nagyarányú ingadozásokat az árban, mint a befektetések, hiszen a kereslet nagyságrendileg állandó. A globális életszínvonal csökkenése befolyásolná csak az ékszerpiacot negatív irányban (például válságok idején), egyébként az ékszerpiaci aranykereslet viszonylag stabilnak mondható.

Ezen fejezet korábbi részeiben az aranykereslettel foglalkoztam adott aranykínálat mellett. Ez nem véletlen, hiszen az aranykitermelés rugalmatlannak mondható, rövid távon nem reagál az áringadozásokra. Hosszú távon viszont a kitermelési költségek növekedésére, egyre kevesebb új lelőhely felfedezésére, a bányák kimerülésére lehet számítani.²³

Összegezve: jóval több olyan tényezőt soroltam fel, melyek az aranyár emelkedésének irányába hatnak, mint amelyek ellenkezőleg. Az aranyár emelkedése megállíthatatlannak tűnik, egyes elemzők 4000-5000 dollár körüli árat (a mostani háromszorosa!) sem tartanak kizártnak. A Magyar Aranypiac Kft. ügyvezető igazgatója 4000 dolláros unciánkénti árat jósol,²⁴ a londoni Standard Chartered Bank 2020-ra pedig 5000 dolláros vagy afeletti unciánkénti árat vár (Heti Világgazdaság, 2011. április 30.).

Megvan azonban annak a kockázata, hogy a spekulánsok az aranyárat végül olyan mértékben felhajtják, hogy buborék alakul ki és hirtelen esésnek fog indulni. Ez persze bekövetkezhet egy, kettő vagy akár tíz, húsz év múlva is, addig pedig még nyitva áll a lehetőség bárki előtt, hogy óriási hozamra tegyen szert az aranybefektetésből. Az ármozgás hektikusságait kihasználva is nagy nyereségre tehetünk szert.

²³ <http://infopoly.info/arany/>

²⁴ <http://www.inforadio.hu/>

Számos újságcikket, könyvet olvastam a sárgás színű nemesfémről, ami több ezer éve értékes az emberiség szemében. Ezek azonban nem győztek meg egyértelműen arról, hogy biztonságos befektetésnek számít, hogy az ára válságok és gazdasági növekedés idején is emelkedni fog. Felettébb érdekesnek találtam *Martin Feldstein* harvardi közgazdaságtan professzor 2010 elején írt egyik cikkét. Elemzései szerint az arany nem véd meg sem az inflációtól, sem a valutaárfolyamok ingadozásától. Nem biztonságos, hanem inkább spekulatív befektetésnek tekinthető, hiszen nincsen mögötte profit. Az ára tehát akár felére csökkenhet vagy duplájára emelkedhet, ezt azonban lehetetlenség megjósolni (Világgazdaság 2010. január 7.). Kutatásaim alapján afelé hajlok, hogy egyetértssek Feldstein professzor véleményével. Az arany bizonyára örök érték, de hogy ez az érték valójában mennyi lesz évek múltán, 500 vagy 5000 dollár, azt lehetetlenség meghatározni. Az arany véleményem szerint nem egyértelműen biztonságos befektetés, bár biztonságosabb, mint a tőzsde, hiszen talán soha nem fog teljesen elértéktelenedni, viszont veszíteni attól még lehet rajta. Úgy tűnik, amennyiben nem elégszünk meg az alacsony, de biztos kamattal, és nem félünk egy kis kockázattól, érdekesebb az aranyat választani, mint a tőzsdét: a Magyar Arany piac Kft. elemzései szerint az utóbbi tíz évben a Dow Jones-index 15 %-kal emelkedett, míg az arany árfolyama négyszeresére-öttszörösére, attól függően, hogy milyen valutában számolunk.²⁵

5.2. AZ ARANY MINT FIZETŐESZKÖZ?

Úgy vélem, dolgozatomban ki kell térnem arra is, hogy az arany jelenkori szerepeihez társulhat-e a jövőben újabb funkció. A téma aktuális, hiszen több országban is felmerült napjainkban, hogy az aranyat újra fizetőeszközként lehetne és kellene alkalmazni.

Napjainkban aggodalmat kelt a növekvő amerikai államadósság. Egyes elemzők szerint kérdéses, hogy a dollár stabil tud-e maradni ilyen körülmények között. Lehetséges megoldásként felmerült az arany mint fizetőeszköz visszaállítása. Utah államban ismét lehet fizetni az államilag kibocsátott ezüst- és aranyérmékkel, más tagállamokban is vizsgálják a nemesfém újabb monetáris felhasználási módját. Hangsúlyozzák azonban, hogy ez nem egy aranyalapú pénzügyi rendszerhez való visszatérést jelent, az aranyat inkább egyfajta alternatív pénzként alkalmaznák a dollár mellett és helyett. A vélemények megoszlanak arról, hogy a kísérlet sikere gyengítené a dollárt vagy éppen ellenkezőleg, megerősítené a bizalmat az amerikai valuta iránt. Mindenesetre támogatói szerint ez egy

²⁵ <http://www.inforadio.hu/>

biztonságos mód lehet az amerikai gazdasági hanyatlás hatásainak ellensúlyozására. A utah-i határozat mindenképpen jelzésértékűnek tekinthető, ugyanakkor az arany mint fizetőeszköz elterjesztése az USA-ban nagyon költséges lépés volna.²⁶ Persze felvetődik a probléma, hogy az arany mint fizetőeszköz bevezetése csupán egyetlen tagállamban milyen hatással lehet az arany-dollar árfolyamra, hisz spekulációra ad lehetőséget.

Az Európai Unió is reagált Utah állam lépésére: az Európai Parlament Gazdasági és Pénzügyi Bizottsága igennel szavazott arra a javaslatra, amely az arany párhuzamos fizetőeszközként való alkalmazását engedélyezi tagállamainak.²⁷

Svájcban is felmerült az aranyfrank párhuzamos fizetőeszközként való alkalmazása, igaz az USA-étól gyökeresen eltérő okok miatt. A svájci frank ugyanis a dollár és az euró gyengülése mellett erősödött, ami viszont nem tesz jót a svájci exportnak. A kérdésről a Svájci Emberek Pártja törvényjavaslatot nyújtott be, és még a népszavazás gondolata is felmerült.²⁸

²⁶ <http://profitline.hu/>

²⁷ <http://www.aranyinfo.eu/>

²⁸ <http://www.napi.hu/>

6. ÖSSZEGZÉS

A dolgozatom bevezetőjében megfogalmazott célkitűzés az volt, hogy az arany történetét vizsgálva átláthatóbbá tegyem a jelenkori folyamatokat, melyek ezt a nemesfémeket érintik, illetve, hogy ezáltal megjósolhatóbbá tegyem az aranypiac jövőjét.

Számos magyar és idegen nyelvű könyvet, folyóiratcikket elolvasva, elektronikus forrásokat is felhasználva igyekeztem minél több megbízható információhoz jutni dolgozatom témájában. A célkitűzésemnek véleményem szerint sikerült eleget tennem. Dolgozatom végére érve igennel válaszolom meg a felvetett kérdést, miszerint az arany örök érték maradhat-e. Az ókortól kezdve szerepet játszott a gazdasági életben, és ez több évezred múltán 2011-ben még mindig így van.

Az arany pénzügyi szerepe a XIX. század második felében és a XX. század elején volt a leghangsúlyosabb, amikor az aranystandard-rendszerben a fejlett országok gazdasági rendszereinek alapját képezte. A első világháború kísérőjelenségeként létrejött extrém gazdasági körülményektől eltekintve az arany egy átmeneti időszak kivételével képes volt betölteni a funkcióját, biztosította a gazdasági rendszer stabilitását. Az 1929-33-as gazdasági világválság azonban már egyértelműen jelezte, hogy az addigi világgazdasági rendszer tarthatatlanná vált. A második világháború után az államok egy új pénzügyi rendszert dolgoztak ki. Az aranydeviza-rendszer már nem tisztán aranyalapú volt, nagy szerephez jutott a dollár is. A rögzített aranyár eltörlése (1968) után az arany már nem a pénzügyi rendszerek stabilitását volt hivatott biztosítani, teret adtak az aranyárfolyammal történő spekulációnak.

Az arany jelenét elemezve dolgozatomban a hangsúlyt a befektetési aranyra helyeztem. Igaz, hogy ez az aranykeresletnek csupán megközelítőleg egyharmadát teszi ki, mégis ez az aranyarat leginkább befolyásoló tényező. Nem csoda, hiszen az arany kereslete egyéb célokra viszonylag állandó, kínálati oldala pedig rugalmatlan. Az arany mint befektetés iránti érdeklődés a XXI. században csúcsosodott ki, a folyamatot az újabb súlyos gazdasági válság nagyban segítette. Napjainkban továbbra is keresett az arany, árfolyama ugyan hektikus, de az utóbbi tíz évre visszatekintve az aranyarat illetően emelkedő trend rajzolódik ki.

Az arany sokak számára még mindig az áhított stabilitás, értékállóság megtestesítője. 2011-ben, amikor a világ legnagyobb és legfejlettebb országainak valutái sem nevezhetők stabilnak - gondolok itt elsősorban a dollárt és az eurót kísérő aggodalmakra - az aranyárfolyam történelmi csúcsokat dönt. Egyes országokban még az is

felvetődött, hogy újra pénzügyi szerepet kaphat, akár fizetőeszközként is funkcionálhatna. Ezek az elképzelések még csak elszigetelten, nem széles körben valósultak meg, mindenesetre számomra azt jelzik, hogy az arany szerepe nemzetközileg továbbra is stratégiai kérdés marad.

IRODALOMJEGYZÉK

Szakirodalom

- Ábrahám A.: Újabb csúcsátadásra készül az arany. *Népszabadság*. 2010. szeptember 20. 10. o.
- Ádám V. – Major A.: Nem lankad az aranyvásárlási kedv. *Napi Gazdaság*. 2009. április 14. 15. o.
- Andor L. (2003): *Nemzetek és pénzügyek*. Nemzeti Tankönyvkiadó, Budapest. 34-48. o.
- Arany: nem látszik a vége. *Világgazdaság*. 2009. október 14. 13. o.
- Aranyár: úton az 500 dollár felé. *Világgazdaság*. 2005. szeptember 18. 12. o.
- Aranyláz tombol Kínában. *Világgazdaság*. 2010. november 11. 4. o.
- Aranyon ülnek a bankok. *Magyar Nemzet*. 2009. augusztus 26. 12. o.
- B. M.: A válság egekbe repítette az arany árát. *Népszava*. 2009. november 10. 5. o.
- B. M.: Rekordokat dönt az arany és az olaj. *Népszava*. 2010. október 04. 13. o.
- B. M.: Csúcsokat döntöget az arany ára. *Népszava*. 2011. március 30. 12. o.
- Bácskai T. – Huszti E. – Simon P. (1974): *A pénz*. Kossuth Könyvkiadó
- Bihari T.: Megéri az aranyos befektetés? *Népszava*. 2008. október 21. 5. o.
- Bihari T.: Nem lesz olcsóbb az arany. *Népszava*. 2010. október 13. 5. o.
- Blahó M.: Dollártánc az euróval. *Népszabadság*. 2004. november 10. 16. o.
- Bod P. (2001): *A pénz világa – a világ pénze*. KJK-KERSZÖV Jogi és Üzleti Kiadó Kft., Budapest.
- Brüll M. (1981): *Forint, dollár, arany*. Kossuth Könyvkiadó, Budapest.
- Csajági M. – Molnár G.: Hamarosan új csúcsra jut az arany árfolyama. *Napi Gazdaság*. 2009. január 23. 6. o.
- Csúcs az aranyár. *Világgazdaság*. 2009. július 24. 12. o.
- Dolláriszony és aranyláz. *Népszabadság*. 2004. január 7. 17. o.
- Dózsa Gy.: Világfedezet. *Figyelő*. 2011. május 5. 18-19. o.
- Eidenpenz J.: Vegyünk aranyat az inflációs kockázatok ellen? *Napi Gazdaság*. 2010. szeptember 23. 13. o.

- Erdősi Cs.: Tovább drágulhat az arany. *Magyar Nemzet*. 2011. június 21. 13. o.
- Feldstein, M.: Jó fedezet-e a kockázatok kezelésére az arany? *Világgazdaság*. 2010. január 7. 16. o.
- Felvásárlások pezsdíthetik fel az aranybányacégeket. *Napi Gazdaság*. 2010. július 7. 9. o.
- Gerőcs T.: Válságot jelez az arany ára is. *Világgazdaság*. 2008. november 4. 8. o.
- Giczi J.: Aranylázban égnek a piacok. *Világgazdaság*. 2010. október 25. 8. o.
- Globális összeomlásra készülhetünk. *Napi Gazdaság*. 2009. november 25. 11. o.
- Hagelmayer I. – Bánfi T. – Boros I. (1975): *Az aranydeviza-rendszer kudarcai és tanulságai*. Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, Budapest.
- Herman B.: Olcsóbb az arany a hazai piacon. *Magyar Hírlap*. 2006. szeptember 5. 11. o.
- Herman B.: Kelendő a fizikai arany. *Világgazdaság*. 2009. november 26. 17. o.
- Hetenként egy aranycsúcs? *Világgazdaság*. 2009. november 10. 15. o.
- Horváth É.: Már nem sláger az arany. *Világgazdaság*. 2010. április 23. 12. o.
- Horváth Sz.: Nemes firmák. *Heti Világgazdaság*. 2010. december 25. 118-120. o.
- Illés J.: Egekbe szökött az olaj és az arany ára. *Népszava*. 2009. október 12. 5. o.
- Kiss G.: Felértékelődött a befektetési arany. *Magyar Hírlap*. 2011. március 23. 10. o.
- Körtési Zs.: A megélhetési gondok hajtják az ékszerpiacot. *Napi Gazdaság*. 2011. március 8. 3. o.
- Kovács K.: Sárgaláz. *Heti Világgazdaság*. 2011. április 30. 74-75. o.
- Kövér K. – Lantos I. – Lőrincné Istvánffy H. (1974): *Nemzetközi pénzügyek*. Tankönyvkiadó, Budapest.
- Larmer, B.: The real Price of Gold. *National Geographic*. 2009. január.
- Már az arany sem fénylik. *Világgazdaság*. 2008. augusztus 18. 10. o.
- Mélyponton a dollár, csúcson az arany. *Napi Gazdaság*. 2003. november 20. 1-3. o.
- Papp Z.: Aranyba menekülnek a befektetők. *Napi Gazdaság*. 2003. november 18. 12. o.
- Pernot, F. (2007): *Az arany*. Lazi Könyvkiadó, Szeged.
- Szőcs L.: IMF: a nagy aranybolt. *Népszabadság*. 2010. december 27. 11. o.
- Wiedemann T.: Történelmi csúcson az aranyláz. *Magyar Hírlap*. 2010. december 7. 10. o.

Internetes források

Ami az arany árát mozgatja. <http://infopoly.info/arany/2011/06/06/ami-az-arany-arat-mozgatja/> (letöltve 2011. július 10.)

Arany Világtanács: még tíz évig bányászható az arany.
http://www.mfor.hu/cikkek/Arany_Vilagtanacs__meg_tiz_evig_banyaszható_arany.html
(letöltve 2011. augusztus 16.)

Arany: a kereslet-kínálat alakulása támogatni fogja az árfolyamot
<http://www.aranypiac.hu/hirek/2007> (letöltve 2011. augusztus 18.)

Arany mint párhuzamos fizetőeszköz az Európai Unióban (is).
<http://www.aranyinfo.eu/izgalomba-jott-az-arany-piaca-lesz-uj-csucs-2009-09-03/>
(letöltve 2011. augusztus 16.)

Aranypiac.hu cikkei: <http://www.aranypiac.hu/hirek> (letöltve 2011. augusztus 16.)

A világ, amelyet ismerünk, lehanyaglik.
http://hvg.hu/gazdasag/20080919_penzugyi_valsag_osszefoglalo (letöltve 2011. augusztus 16.)

Az ezüst csillog a legfényesebben? <http://www.aranypiac.hu/hirek/2007?start=30> (letöltve 2011. augusztus 18.)

Bullion coin: http://en.wikipedia.org/wiki/Bullion_coin (letöltve 2011. 07.23.)

Farkas P.: A pénzügyi lufi szakadozása és az állam szerepe.
http://www.vki.hu/sn/sn_170.pdf (letöltve 2011. augusztus 16.)

Gold Prices May Reach \$5,000 by 2020, Standard Chartered Says
<http://www.bloomberg.com/news/2011-07-18/gold-prices-may-reach-5-000-by-2020-standard-chartered-says.html> (letöltve 2011. augusztus 18.)

History of Gold. http://www.gold-eagle.com/gold_digest/history_gold.html (letöltve 2011. szeptember 16.)

Hova lett az országunk aranytartaléka, mely mára 150-200 tonna aranyat tenne ki?
http://www.aranymagyarorszag.hu/hirek_hova-lelt-az-orszagunk-aranytartaleka,-mely-mara-150---200-tonna-aranyrudat-tenne-ki-_76 (letöltve 2011. augusztus 16.)

Jegybanki aranytartalékok: Svájcnak van a legtöbb aranya.

<http://gondola.hu/cikkek/75780->

[Jegybanki_aranytartalekok__a_svajciaknak_van_a_legtobb_aranya.html](http://gondola.hu/cikkek/75780-Jegybanki_aranytartalekok__a_svajciaknak_van_a_legtobb_aranya.html) (letöltve 2011. augusztus 16.)

Jó befektetés marad az arany. <http://www.inforadio.hu/hir/gazdasag/hir-444726> (letöltve 2011. augusztus 16.)

Kimerülő aranytartalékok. http://www.3szek.ro/load/cikk/40322/kimerulo_aranytartalekok (letöltve 2011. augusztus 16.)

Lehman Brothers http://en.wikipedia.org/wiki/Lehman_Brothers (letöltve 2011. szeptember 1.)

Menekülnek a befektetők: egekben az arany ára.
<http://www.vg.hu/penzugy/befektetes/menekulnek-a-befektetok-egekben-az-arany-ara-353395> (letöltve 2011. augusztus 16.)

Onaran, Yalman: Banks Subprime Losses Top \$500 Billion on Writedowns
<http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=a8sW0n1Cs1tY&refer=h> (letöltve 2011. augusztus 18.)

Ötéves a befektetési aranypiac Magyarországon. <http://www.euroastra.info/node/26778> (letöltve 2011. augusztus 16.)

Soros Gy.: A 2008-as hitelválság és következményei - A pénzügyi piacok új paradigmája
<http://www.biztositas.hu/Hirek-Informaciok/Biztositasi-szemle/2009-marcius/A-2008-as-hitelvalsag-es-kovetkezhmenyei.html> (letöltve 2011. augusztus 18.)

Structural change in reserve asset management.
http://www.gold.org/download/rs_archive/structural_change_in_reserve_asset_management.pdf (letöltve 2011. július 20.)

Svájcban éledezik az „aranyfrank” gondolata.
http://www.napi.hu/nemzetkozi_gazdasag/svajcban_eledezik_az_aranyfrank_gondolata.489273.html (letöltve 2011. augusztus 16.)

Szegő I.: A történelem legnagyobb csődje New Yorkban.
<http://www.origo.hu/uzletinegyed/vilaggazdasag/20080915-lehman-brotherscsod-tortenelmi-rekord-a-new-yorki-tozsde-eleteben.html?pid=1> (letöltve 2011. augusztus 16.)

Szegő I.: Mindenki későn ébredt válságügyben.
<http://www.origo.hu/uzletinegyed/valsag/20081216-2008-valsag-haromszor-negy-utemben.html> (letöltve 2011. augusztus 16.)

The History of Gold: http://www.nma.org/pdf/gold/gold_history.pdf (letöltve 2011. augusztus 10.)

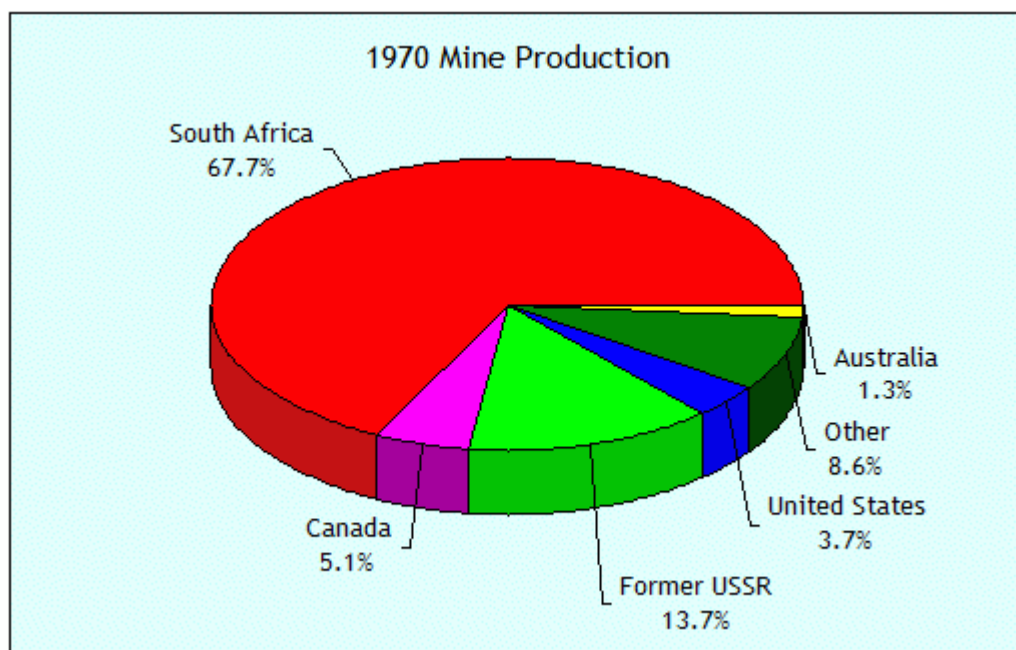
Újra törvényes fizetőeszköz lesz az arany és az ezüst.
<http://profitline.hu/hircentrum/hir/232457/Ujra-torvenyes-fizetoeszkoz-lesz-az-arany-es-az-ezust> (letöltve 2011. augusztus 16.)

White Paper: Gold for good – gold and nanotechnology in the age of innovation.
http://www.gold.org/download/rs_archive/gold_and_nanotechnology_in_the_age_of_innovation.pdf (letöltve 2011. augusztus 16.)

World Gold Council hivatalos honlapja. <http://www.gold.org/> (letöltve 2011. augusztus 16.)

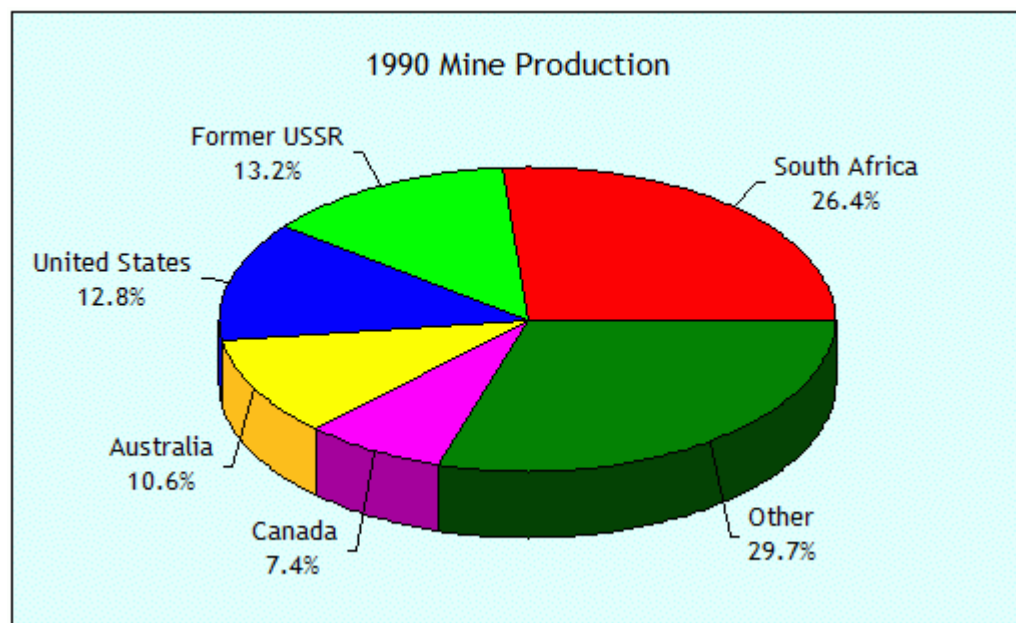
MELLÉKLETEK

I./A melléklet: Aranykitermelés országok közti megoszlása 1970-ben



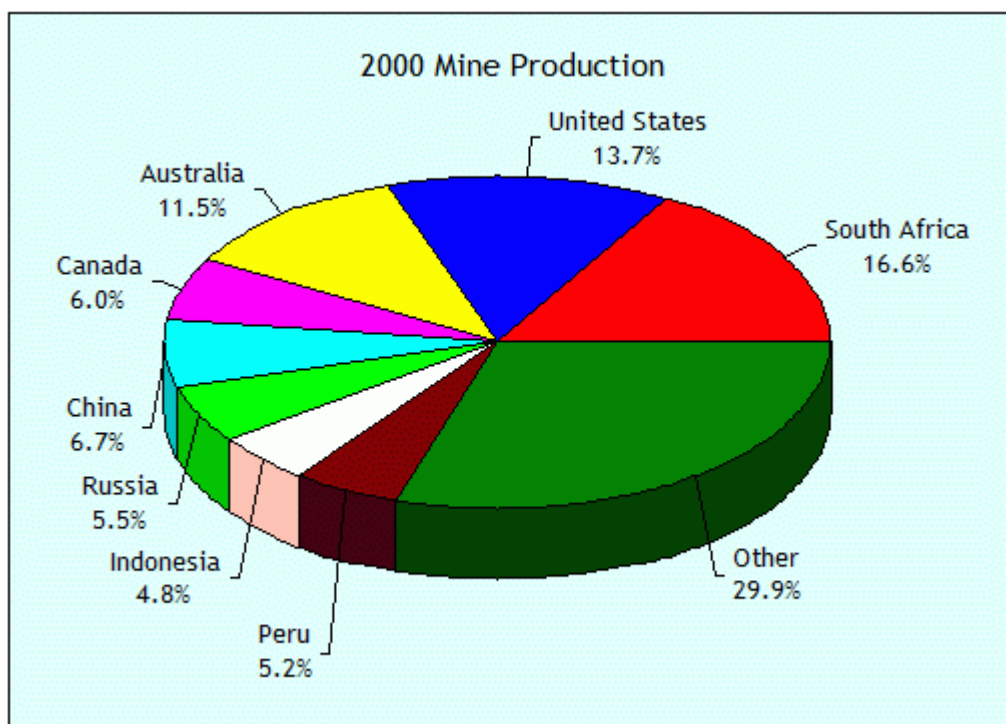
Forrás: www.goldsheetlinks.com

I./B melléklet: Aranykitermelés országok közti megoszlása 1990-ben



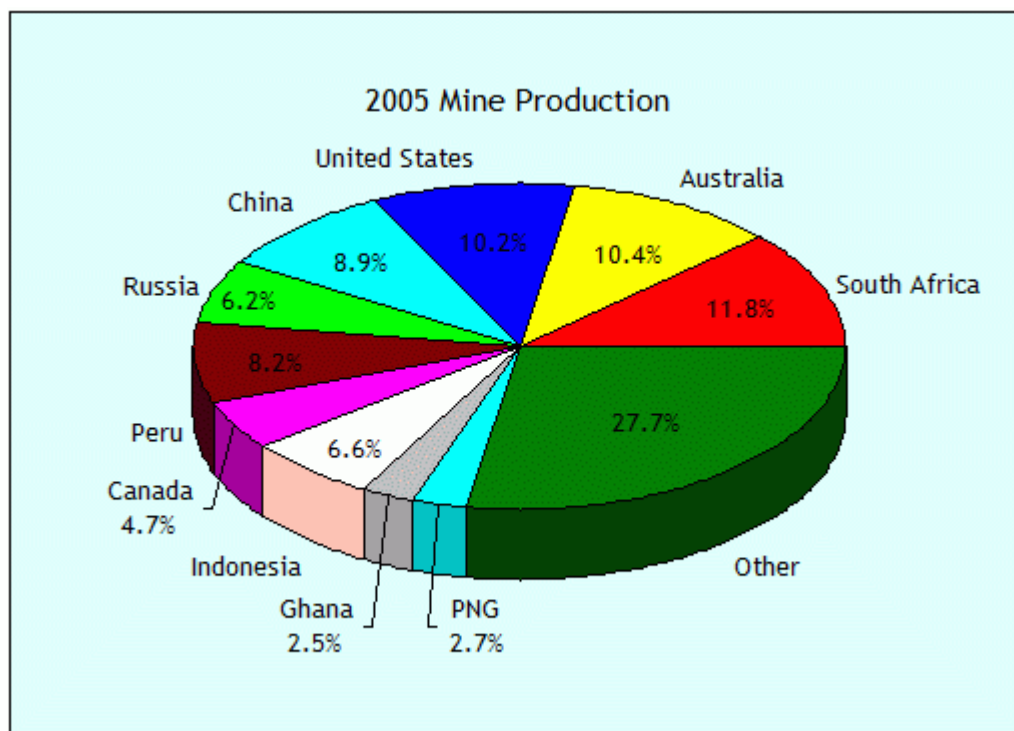
Forrás: www.goldsheetlinks.com

I./C melléklet: Aranykitermelés országok közti megoszlása 2000-ben



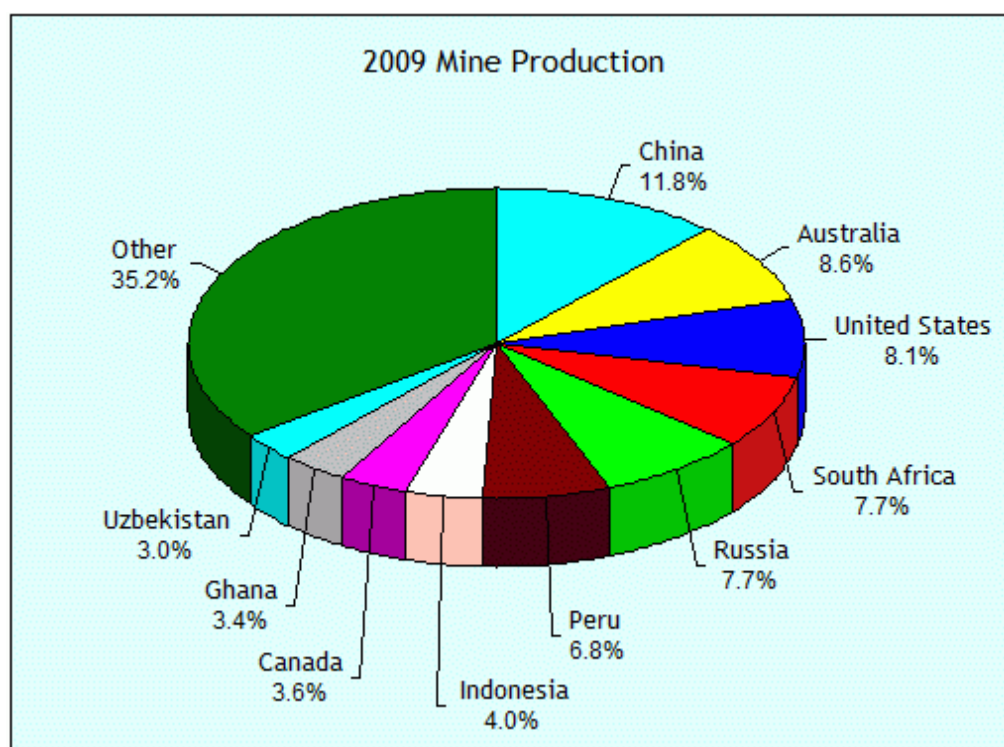
Forrás: www.goldsheetlinks.com

I./D melléklet: Aranykitermelés országok közti megoszlása 2005-ben



Forrás: www.goldsheetlinks.com

I./E melléklet: Aranykitermelés országok közti megoszlása 2009-ben



Forrás: www.goldsheetlinks.com

II. melléklet: Aranykészletek országok közti megoszlása

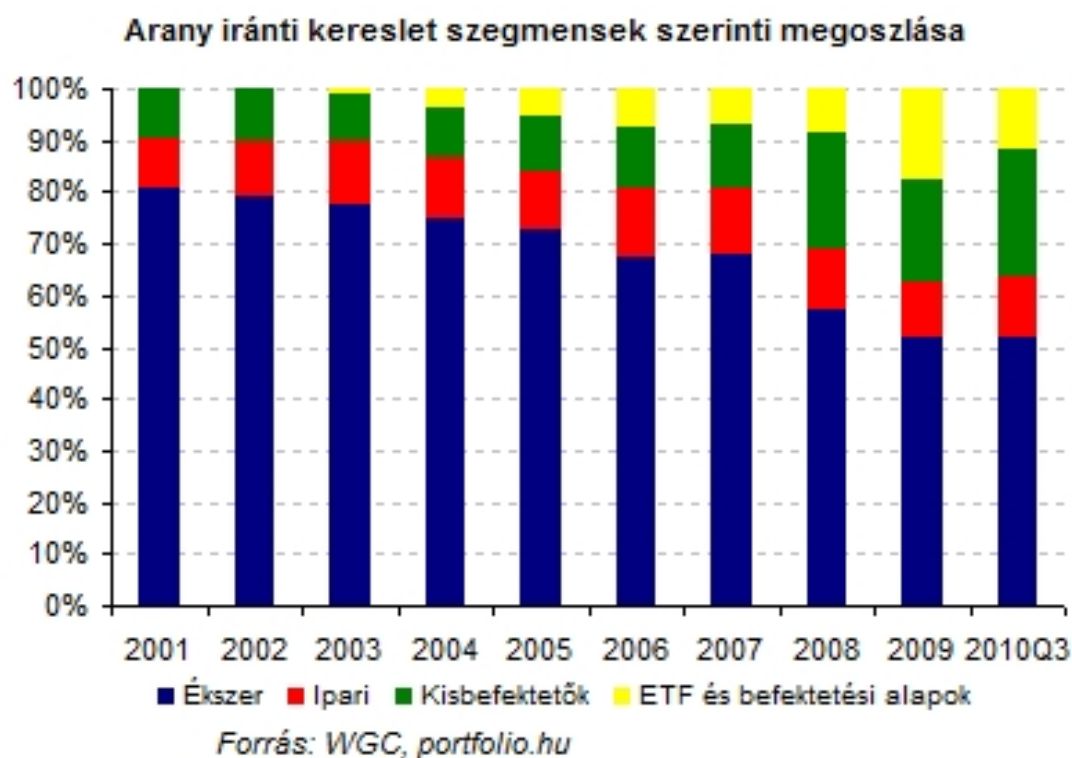
WORLD OFFICIAL GOLD HOLDINGS

International Financial Statistics, June 2011*

	Tonnes	% of reserves**		Tonnes	% of reserves**
1 United States	8,133.5	75.3%	51 Slovakia	31.8	65.4%
2 Germany	3,401.0	71.7%	52 Ukraine	27.7	3.6%
3 IMF	2,814.0	¹⁾	53 Ecuador	26.3	31.2%
4 Italy	2,451.8	71.9%	54 Syria	25.8	5.7%
5 France	2,435.4	67.6%	55 Morocco	22.0	4.3%
6 China	1,054.1	1.6%	56 Korea	14.4	0.2%
7 Switzerland	1,040.1	17.2%	57 Cyprus	13.9	55.9%
8 Russia	824.8	7.8%	58 Bangladesh	13.5	6.2%
9 Japan	765.2	3.3%	59 Serbia	13.1	4.3%
10 Netherlands	612.5	59.2%	60 Netherlands Antilles	13.1	33.5%
11 India	557.7	8.2%	61 Jordan	12.8	4.6%
12 ECB	502.1	30.7%	62 Czech Republic	12.6	1.4%
13 Taiwan	423.6	4.8%	63 Cambodia	12.4	14.9%
14 Portugal	382.5	84.0%	64 Qatar	12.4	2.6%
15 Venezuela	365.8	62.1%	65 Sri Lanka	11.8	7.5%
16 Saudi Arabia	322.9	3.1%	66 Laos	8.9	33.5%
17 United Kingdom	310.3	16.2%	67 Latvia	7.7	5.0%
18 Lebanon	286.8	29.6%	68 El Salvador	7.3	10.5%
19 Spain	281.6	40.8%	69 CEMAC ⁵⁾	7.1	0.0%
20 Austria	280.0	55.5%	70 Guatemala	6.9	5.3%
21 Belgium	227.5	38.1%	71 Colombia	6.8	1.1%
22 Algeria	173.6	4.5%	72 Macedonia	6.8	11.7%
23 Philippines	153.7	10.9%	73 Tunisia	6.7	3.8%
24 Libya	143.8	5.6%	74 Ireland	6.0	13.7%
25 Singapore	127.4	2.5%	75 Lithuania	5.8	3.9%
26 Sweden	125.7	12.1%	76 Bahrain	4.7	¹⁾
27 South Africa	125.0	11.7%	77 Mauritius	3.9	6.8%
28 BIS ²⁾	120.0	¹⁾	78 Canada	3.4	0.3%
29 Turkey	116.1	6.0%	79 Slovenia	3.2	13.9%
30 Greece	111.4	78.8%	80 Aruba	3.1	21.1%
31 Thailand	108.9	2.8%	81 Hungary	3.1	0.3%
32 Mexico	106.1	4.0%	82 Tajikistan	2.9	¹⁾
33 Romania	103.7	9.7%	83 Kyrgyz Republic	2.6	6.9%
34 Poland	102.9	4.5%	84 Mozambique	2.3	4.7%
35 Australia	79.9	9.4%	85 Luxembourg	2.2	11.6%
36 Kuwait	79.0	12.0%	86 Suriname	2.1	12.3%
37 Egypt	75.6	9.9%	87 Hong Kong	2.1	0.0%
38 Indonesia	73.1	3.2%	88 Mongolia	2.0	3.9%
39 Kazakhstan	67.3	9.0%	89 Iceland	2.0	1.4%
40 Denmark	66.5	3.6%	90 Papua New Guinea	2.0	2.8%
41 Pakistan	64.4	16.7%	91 Trinidad and Tobago	1.9	0.8%
42 Argentina	54.7	5.2%	92 Albania	1.6	2.9%
43 Finland	49.1	23.0%	93 Yemen	1.6	1.3%
44 Bulgaria	39.9	11.1%	94 Cameroon	0.9	0.0%
45 Belarus ⁴⁾	37.9	45.4%	95 Honduras	0.7	1.0%
46 WAEMU ³⁾	36.5	12.7%	96 Paraguay	0.7	0.7%
47 Malaysia	36.4	1.4%	97 Dominican Republic	0.6	1.0%
48 Bolivia	35.3	15.6%	98 Gabon	0.4	0.0%
49 Peru	34.7	3.5%	99 Malawi	0.4	7.3%
50 Brazil	33.6	0.5%	100 Central African Rep.	0.3	0.1%

Forrás: WGC

III. melléklet: Arany iránti kereslet szegmensek szerinti megoszlása 2001-2010



Forrás: WGC, portfolio.hu

IV. melléklet: A vezető országok jegybanki aranytartalékai 1845-1945

Leading Central Banks/Treasuries

Table 4

Gold reserves in metric tonnes fine gold

	1845	1850	1855	1860	1865	1870	1875	1880	1885	1890	1895
UK	82	104	74	78	93	161	154	170	141	166	305
France	2.0	3.5	32.8	105	194	217	337	242	344	370	460
Germany*	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	43.0	81	99	186	252
Italy	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	30.8	26.0	22.0	142	133	132
Russia	N/A	N/A	81.0	N/A	57.0	160	230	195	195	312	695
USA**	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	107	87.0	208	371	442	169

* Germany includes War Fund 1875-1913

** USA does not distinguish gold and silver until 1870s

	1900	1905	1910	1913	1915	1920	1925	1930	1935	1940	1945
UK	198	199	223	248	585	884	1046	1080	1464	N/A	1773
France	544	836	952	1030	1457	1622	1201	3160	3907	1773	1378
Germany*	211	267	240	437	876	391	432	794	56	N/A	N/A
Italy	115	285	350	355	397	307	498	420	240	122	28
Russia	661	654	954	1233	1250	N/A	141	375	7456	N/A	N/A
USA	602	1149	1660	2293	2568	3679	5998	6358	8998	19543	17848

Forrás: WGC