

Ezüst: a Janus-arcú nemesfém, amely kéregeti magát

HA VALAKI AZ ELMÚLT ÉVEK ESZKÖZÁRROBBANÁSA UTÁN OLYAN BEFEKTETÉST KERES, AMELY MÉG MINDIG OLCSÓ, ANNAK AZ EZÜST ELŐBB VAGY UTÓBB FELTŰNHET. A NEMESFÉM AZONBAN IGEN ÓVATOS BÁNÁSMÓDOT IGÉNYEL, HISZEN EGYFELŐL ELLENTMONDÁSOSÁ TESZI KETTŐS TERMÉSZETE – HAGYOMÁNYOS ÉRTÉKŐRZŐ, EGYBEN FONTOS IPARI FÉM –, MÁSFELŐL A FUNDAMENTÁLIS ALAPOK KORÁNTSEM ÁRULNAK EL RÓLA MINDENT. ÉRTÉKÉRE A PSZICHOLÓGIA ÉS A SPEKULÁCIÓS ALAPÚ PÉNZÁRAMLÁS IS ÓRIÁSI HATÁSSAL VAN.

Negyedszázada nem látott szintre, mintegy 1:85-re emelkedett az arany-ezüst árfolyamarány 2018 végére, amely azóta is tartja magát, apró kilengésekkel. A földkéregben rejlő arany és ezüst mennyisége körülbelül tizenhét-százszoros eltérést mutat az utóbbi javára, és a XX. századot megelőzően hosszú évszázadokon át az unciánkénti árány valóban ugyanekkora különbséget tükrözött. Miután az ezüst a világ pénzrendszerében háttérbe szorult, a szintek elszakadtak egymástól, ám az elmúlt ötven év átlagát nézve is csak körülbelül 40 és 50 között mozgott az arany/ezüst árhányados.

Legutóbb 2011 márciusában zárult látványosan az olló: akkor a mutató 1:38-ra szűkülte, ami az 1980-as évek első fele óta nem tapasztalt szint volt. Mire lehet ebből következtetni? A két nemesfém ármozgása között igen erős a korreláció: stabilan 50-60 száza-

lék körüli, de esetenként akár 80 százalékos. Ám amikor az arany ára határozottan megindul fölfelé, az ezüstár rendszerint valósággal felrobban. Így 2009 és 2011 között például az arany unciánkénti ára körülbelül a duplájára nőtt, miközben az ezüst ára – az elmúlt egy évben ugyancsak jellemző – 14-15 dollár körüli szintekről 50 dollár környékére ment föl.

A szürke nemesfém árfolyammozgása gyakran megelőzi az aranyét: így az ezüst gyakran indikátor az emelkedésre. Jól példázza ezt, hogy a válságot követően korábban erősödött és hamarabb – egész pontosan 2011 március-áprilisában – tetőzött, miközben az arany csak szeptember-október magasságában ért csúcsra. A 2011-es robbanás idején – amikor az ezüst két hónap alatt megduplázta értékét – elindult az amerikai Fed (Federal Reserve System szó szerint „a Szövetségi Tartalék Rendszere”) kvantitatív lazítási programja, és lényegében a fedezetlen pénznyomtatásra adott befektetői válasz volt, hogy elkezdtek venni a nemesfémeket. Az ezüstár emelkedése azonban irreális méreteket öltött, amit jól tükröz, hogy a bányák unciánkénti átlagos kitermelési költsége 8 dollár környékén maradt, az árfolyam azonban 50 dollárig szállt. Eközben a volatilitás is szélsőséges volt: március-április során 50 és 30 dollár

között vagy kétszer is járt az ezüst görbéje – eleveníttette fel Juhász Gergely, a Conclude Zrt. vezérigazgatója.

Az ezüsttel való kereskedelem lényegében sokkal rizikósabb, mint az aranyspekuláció: a szakember szerint annak, aki nemesfém-portfóliót állít össze, érdemes az aranyat és az ezüstöt 80-20 arányban megosztani. Hiába a tetszetős hozam lehetősége, aki nem követi szorosan az ezüstpiacot, az kicsi valószínűséggel fogja eltalálni a tetőpontokat, mert az árfolyam-emelkedés túl gyorsan zajlik le. Aki elmulasztja az eladást a rövid – akár néhány napra korlátozódó – csúcsidőszakban, annak hozama drámaian kisebb lehet.

Szerinte a mostani „alvó állapot” kissé hamis képet tükröz az ezüstről, mert az elmúlt években nemcsak az árszint, hanem a volatilitás is szokatlanul alacsonnyá vált. Azonban vannak olyan forgatókönyvek, amelyek szerint ebből a helyzetből a fém bármikor kitörhet. Ha például kiderül, hogy magasabb inflációs számok érkeznek a világban, ámde – mint azt a Fed és az Európai Központi Bank (ECB) már jelezte – kamatot aligha lehet emelni, akkor megindulhat a pénzáramlás a nemesfémekbe. Az ezüsté pedig olyan kicsi – évi körülbelül 1 milliárd unciás felhasználással bíró – piac, amelyet a befektetők pillanatok alatt „szétszednek”.

Egymással ellentétes erők hatnak

A tavasz érkezésével már az arany teljesítménye sem tűnik ígéretesnek. Év elején még rövid távú befektetésre ajánlottuk a sárga fémet, de az újabb részvénytőzsi erősödő trend már nem támogatja a felfelé mozgást, a tavaly még nagy bizonytalanságot mutató globális kockázatok ugyanis kezdenek eloszlani. Egyebek között a kereskedelmi megállapodásokról az utóbbi időben jó hírek érkeztek, és az európai



parlament (EP) választás kapcsán sem tűnik úgy, hogy a szélsőségesek előretörnek. Ezen egy irányba mutató tényezők oda vezettek, hogy az arany ára megtorpant – fogalmazott Török Lajos, az Equilor Befektetési Zrt. vezető elemzője.

Amellett, hogy erős a kötélék, az ezüst némileg másképp viselkedik a piacokon, mint az arany – mégpedig az ipari felhasználás miatt (az ezüstöt hozzávetőleg 60:40, míg az aranyat 10:90 arányban alkalmazzák ipari fémként, illetve van jelen befektetési terméként). Így az ezüstárfolyam enyhén pozitív (0,08-as), míg az arany egyértelműen negatív (0,2-es) korrelációt mutat az S&P 500-zal, historikus átlagban. A szürke fémről tehát nem lehet állítani, hogy jobbára recesszió hatására drágul, mint az arany, ám azt sem, hogy általában expanzió hatására erősödik, mint a kőolaj.

Az ezüstfelhasználás a világban páratlanul széles körű: az ipar mintegy 1300-féle termékkörben alkalmazza. Jelenleg a legnagyobb növekedési potenciált a napenergia-ipar, másodsorban az e-autók gyártása rejti. A szakértők szerint mindkét trendi iparág stabilan húzni fogja a globális ezüstkeresletet, ugyanis elsőrangú elektromos vezetőképesége miatt e két terület fontos nyersanyaga, ám a növekedés nem lesz robbanásszerű. Az autóiiparnál beláthatatlan, hogy az elektromos megoldások milyen mértékben terjednek el a világban, míg a napelemeknél a gyártók folyamatosan törekednek az egységnyi alapanyag-felhasználás csökkentésére. Az ipari hasznosítás mindamellett az ezüst recesszióra érzékeny oldalát erősíti.

Nem szabad megfeledkezni az ékszerfelhasználásról sem, amely immár az éves ezüstkibocsátás 10-15 százalékát adja. Az arannyal ellentétben a relatíve olcsó ezüst újra fiatalos és fancy ékszerfém, amelyet a nők rendszerint nem csak ajándékba kapnak, hanem maguknak is vásárolnak.

Érdemes figyelni a fedezetre

Az Equilornál a legnagyobb kockázatnak azt látják, hogy az ezüstkínálat évek óta meghaladja a keresletet: a 2018-as előzetes adatok alapján a globális kínálat 998,4 millió, míg a kereslet 963 millió uncia volt a Silver Institute szerint. Vagyis több ezüstöt termelnek ki és használnak újra, mint amennyit az ipar, az ékszer-



gyártás igényel, és amennyi a befektetési ezüsthöz szükséges. Ráadásul idén további 3 százalékkal nőhet a kitermelés.

A jelenlegi, 15 dollár/uncia körüli árszint alatt már nagyon erős támaszt jelent, hogy az ezüsbányászati cégek profitja összezsugorodik – véli Juhász Gergely. A Gold Fields Mineral Services elemzőház szerint csak kitermelési és beruházási költségeik átlagosan 10-11 dollárt tesznek ki a világban, és a bányák 5-10 százaléka már határköltésen termel. Szintén korlát, hogy az egyre szigorúbb környezetvédelmi kontroll miatt viszonylag nehéz új ezüsbányákat üzembe helyezni – a legjelentősebb kitermelő országban, Mexikóban hiúsult már meg emiatt beruházás.

Tovább árnyalja képet a derivatívák magas aránya: a világ tőzsdéin kereskedett „papírezüst” aránya csaknem kétszázszorosan haladja meg a fizikális ezüstkészleteket, a US Dept Clock adatai alapján. A legfontosabb kereskedelmi platformon, az amerikai Comexen például van olyan nap, amikor a teljes éves kibányászott ezüstmenyisígeget megforgatják. Nem lehet kizárni, hogy amennyiben az ipari felhasználás jelentősen megugrik, nem lesz elég leszállítható ezüst, ha hirtelen túl sokan akarnak vásárolni. 2017-ben 158 millió uncia volt a fizikai ezüst iránti befektetői kereslet, de ha ez hirtelen visszaállna a 2011-es 272 millió unciára – ami nem egy extrém scenárió, történt már hasonló –, akkor rövid idő alatt felszökkenhet az ára.

Olyan piaci bizonytalanság hatására erősödhet egyértelműen az ezüst ára, amelyet makroökonómiai recesszió nem támaszt alá, vagy nem követ. Túlteljesíteni talán egy olyan konjunktúra esetén tudna, amelyben a piac mégis némileg pánikolni kezdene, például kamatemelés, infláció miatt – magyarázta Török Lajos. Az Equilor prognózisa visszafogott: rövid távon a mostaninál enyhén alacsonyabb 14 dollár/uncia körüli szintet valószínűsítene, ami alsó támasz lehet. Kétéves távban enyhe növekedést várnak, főleg a kereslet növekedése miatt 16-18 dollárig is erősödhet az árfolyam.

Kik azok a silver bugok?

A spekuláció erős amplitúdóhatását sem érdemes figyelmen kívül hagyni – véli a Conclude vezérigazgatója. Ezen a piacon szinte normális, hogy az árfolyamot lefelé manipulálják a határidős tőzsdéken – amelyet viszonylag kis mérete és alacsony likviditása miatt csekélyebb összegekkel is meg lehet oldani. (Tavaly év végén a bíróság elé került a JP Morgan egyik korábbi brókere, aki bevallotta hat éven keresztül társaival együtt manipulálta az ezüstárfolyamot. Ez persze a gyakorlaton aligha változtat.)

A folyamat akkor fordulhatna meg, ha a globális kereskedelmi háború véget érne, vagy az elektromos autózás még nagyobb lendületet venne, miközben a bányák nem tudnának érdemben többet termelni. Ha a spekulánsok egy idő után nem tudnak az árfolyamesésen keresni, akkor átszállnak a másik irányba és pillanatok alatt meghúzzhatják fölfelé. Sokan közülük nem is foglalkoznak a fundamentumokkal, csak a grafikont nézik – értékelt Juhász.

S miközben egyesek csak latolgatják, hogy például az indukciós töltés vajon elterjed-e majd az elektromos autóknál, ha egy alap félmilliárd dollárral nekiesik az ezüstpiacnak, egy reggel leforgása alatt akár tíz dollárral is följebb tolhatja az árfolyamot – érzékelte a piac sajátosságát. Hosszú távon akár 60-70 százalékos felértékelődés is benne lehet az ezüstben. Újabb 50 dollár/uncia körüli árszintekben azonban nem hisz. Ennek oka, hogy a tőzsdén kereskedett ezüstfedezetű eszközök mellett egyre inkább nő a magánbefektetők által vámszabad raktárakban, letétben tárolt nemesfém jelentősége: ezek értéke a két-háromszorosára – körülbelül 3 milliárd unciára – növekedett az elmúlt tíz évben. Az ezüstben hívők – elterjedt nevükön silver bugok – jellemzően erőskezü, hosszú távú befektetők, kifejezetten magas hozamra vágnak. Az áremelkedés korlátját az jelöli ki, hogy a letétben lévő készleteiket egy 50-60 százalékos emelkedés esetén már valószínűleg kitérítik – magyarázta Juhász Gergely.

• Kiss Gergely

