

## Hossz vagy bessz lesz 2011-ben?

A 2009-es tőzsdei újjászületést - 20%-feletti részvénytapi hozamok – az idei évben nem követte további szárnyalás. A két hosszabban tartó optimista időszak (S&P500: február-április +15%, szeptember-november +17%) ellenére sem történt meg egyelőre az áttörés a fejlett piaci indexekben, amelyek többsége egy körülbelül 15%-os sávban mozog jelenleg, szemben néhány, szó szerint feltörekvő piaccal amelyek új csúcokra tudtak emelkedni (Törökország, Indonézia), vagy megközelítették korábbi legmagasabb értéküket (Brazília, Dél-Korea, India). A gazdasági növekedés forrása tekintetében nagy változás nem várható 2011-ben. A fejlődő országok fogják adni a világgazdasági növekedés java részét, jelenlegi várakozások szerint a BRIC országok (Brazília, Oroszország, India, Kína) az idei 4-10%-os bővülés után jövőre hasonló mértékben gyarapodhatnak, míg a fejlett gazdaságok az állami, és háztartások magas szintű eladósodottságától sújtva továbbra is lassabb növekedést produkálhatnak (1,7-3%). A visegrádi országokban a fejlődők átlagától elmaradó bővülés várható jövőre (2-3,5%)

A legutóbb közölt előrejelző indikátorok (beszerzési menedzser index, német IFO) újult erőre kaptak és a fellendülés folytatódását vetítik előre, így 2011 magasabb ipari termelés reményével veheti kezdetét, amely az azzal erősen korreláló vállalati eredményekben is látható lesz. Ha gazdasági ciklusban is szeretnénk definiálni a jelenlegi fázis helyét, akkor meg kell vizsgálni az inflációs kilátásokat. Az amerikai jegybank korábbi és jelenlegi QE programjai eddig segítettek a gazdaság stabilizálódását szinte végtelen pénzmennyiséggel elárasztva a világgazdaságot és annak pénz és tőkepiacait, jelentős eszközár-emelkedést okozva, de mindemellett az árinfláció érintetlen maradt egészen mostanáig. Kínában ugyanis a CPI év/év alapon októberben 4.4%-ig, jóval a kínai hatóságok által kívánt szint (3%) felé emelkedett, amely szinte azonnal a kézifék behúzására készítette az államapparátust tartalékráta-emelés formájában, továbbá bíráltni kezdték a FED likviditásnövelő intézkedéseit is, megkezdve küzdelmüket az „importált infláció” ellen. A kínai gazdaság tovább hűtése véleményem szerint jelenleg legalább akkora kockázatot jelent a globális növekedésre, mint az eurozóna tagjainak szuverén válsága.

Ha elfogadjuk a magasabb inflációs kilátásokat is, akkor az úgynevezett inflatorikus szakaszba léphet a világgazdaság, amelyben általában több babér terem a részvényeknek, és nyersanyagoknak mint a kötvényeknek, felülteljesíthetőek lehetnek az energia és ipari (industrials) szektorok vállalatai szemben a pénzügyi vállalatokkal, valamint az országok közül Brazília, Oroszország tőzsdéinek a teljesítménye túlszárnyalhatja a nyersanyag-importőrökét, mint például Hong-Kong, Dél-Korea vagy Kína.

A részvények értékeltségi szintje további támaszt adhat a jelenlegi árfolyamoknak, hiszen azok sem abszolút (historikusan), sem relatív értelemben (jelenlegi kötvényhozamokhoz képest) nem tekinthetők drágának, hanem inkább alulárázottnak a kötvényekhez képest, és átlagosnak a korábbi P/E rátákhoz viszonyítva. A 2011. év végére várt EPS-sel (egy részvényre jutó eredmény) számolva az amerikai piac P/E mutatója 12,5 szemben az átlagos 13-as értékkel, míg ez az szám Európában a 10.6-os várakozásokkal szemben átlagosan 11,1 volt korábban. A gyorsjelentési szezonokban a vállalatok eddig rendre felülmúlták az elemzői

várakozásokat, megerősítve ezzel a hányados nevezőjét. Az S&P500 jelenlegi 1200-as érték alatti szintje a jobb vállalati eredményeknek köszönhetően körülbelül 10%-kal számít olcsóbbnak, mint áprilisban ugyanilyen indexérték mellett.

A globális alapokba áramló pénzmennyiséget vizsgálva is van tér a részvények előtt, mert csak az utóbbi hetekben látszódik némi beáramlás a részvényalapokba, így az éves beáramlás csak a kezelt vagyon 2%-a volt eddig, szemben az eddig favorizált kötvényalapokkal, ahol még mindig jelentős beáramlás tapasztalható, a kezelt vagyon 12%-a 2010-ben. Várhatóan egy inflációs környezet, valamint a kamatemelési ciklusok beindulása nem fog pozitívan hatni a jelenleg igen nyomott globális hozamkörnyezetre, amely a kötvényeket kevésbé vonzóvá teheti a reáleszközökkel szemben. A feltörekvő részvénypiacok azonban már eddig is a befektetők preferált eszközosztályának számítottak, mint láttuk fundamentálisan eddig indokolt módon, de a további likviditásbőség túlfűtöttséget okozhat néhány eddig kiválóan teljesítő piacon, túlzott optimizmus a gazdasági realitásoktól elszakíthatja az árfolyamokat. A fejlődő részvényalapokba a kezelt vagyon 8%-a, a fejlődő kötvényalapokba 42%-a áramlott be eddig idén.

Úgy tűnik tehát, hogy – André Kostolany példájával élve – összességében 2010-ben a kutya nem tudott előre szaladni a gazdájától, a tőzsde a gazdasági folyamatoktól. Az aktuális makrogazdasági indikátorok, a vállalati eredmények és az azokra vonatkozó elemzői várakozások alapján jelenleg nem beszélhetünk a részvények túlértékeltségéről, azok inkább jó beszállási pontnak számítanak, de néhány fejlődő ország piaca a befektetői túlpozícionáltság áldozatává válhat 2011-ben.

---

**Készítette az AEGON Global Asset Management / AAM CEE**

**Loncsák András – részvény üzletág vezető**

Felügyeleti szerv: Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyelete

Az oldalon megjelenő valamennyi információ kizárólag tájékoztatásul szolgál. A múltbéli hozamok nem jelentenek garanciát a jövőbeni hozamokra nézve. Az AEGON Global Asset Management / AAM CEE nem vállal felelősséget a jelen kiadvány alapján hozott befektetési döntésért és annak következményeiért, illetve a dokumentumban található adatok esetleges hiányosságaiért vagy pontatlanságaiért.