

TotalReturn

2016. MÁRCIUS

www.totalreturn.hu

MAGAZIN

Az „angol beteg”

**Olajozott üzlet
Oroszországban**

**Abszolút jó
befektetések**





Az „angol beteg”

Az európai egység talán 2007-ben volt a legmagasabb fokon, azóta az unió folyamatos dezintegrációját láthatjuk. Ebben lenne rémisztő mérföldkő az Egyesült Királyság kilépése, a „Brexit”. A szigetország június 23-án a kívülállók számára érthetetlen módon az Európai Unióból való kilépésről szavaz.

„Nem teljesen világos, mi fáj a briteknek az uniós tagságban. Biztos nem az, hogy sokba kerül” – mondja Duronelly Péter, az Aegon Panoráma abszolút hozamú alap portfólió menedzsere. Az ország befizetéseinek és kifizetéseinek különbsége mindössze a GDP 0,27 százaléka, ami igazán nem sok ahhoz képest, milyen fejlett országról van szó. A bruttó befizetése pedig GDP-arányosan a 28 tagország közül a legkevesebb. Nagy-Britannia (az egyszerűség kedvéért maradjunk ennél az egyébként nem pontos megnevezésnél) földrajzi elhelyezkedésénél fogva mindig igyekezett külső erőként

menedzselni európai érdekeit. Mivel hatalmas gyarmatbirodalma 1945 után összeomlott, a második világháborút pedig csak az Egyesült Államok segítségével élte túl, kénytelen volt beállni az európai egységbe. Ettől az ország különutassága nem szűnt meg. Csak korábbi stratégiájával szemben, amikor külső szereplőként, a kontinentális hatalmak közti erőegyensúly megtartásával – a konfliktusokban a gyengébbiknek tűnő ellenfél megsegítésével – igyekezett saját helyzetét biztosítani, a háború óta kénytelen volt belső tagként részt venni a közös európai rendszer kialakításában.

A „nem leszünk Brüsszel gyarmata” tehát úgy tűnik, még az olyan nagy és jómódú nemzetek fejében is ott bújkál, mint az angolok, és valami miatt most a brit jóléti rendszeren „élősködő” uniós bevándorlók, munkavállalók zavarják legjobban a választókat. „Ez azért is különös, mert eközben a volt gyarmatbirodalomból érkezők számára szinte tárva van az ajtó. És ezen bevándorlók integrációja lényegesen problémásabb, mint a vendégmunkás lengyel kőműveseké vagy magyar pincéreké” – hívja fel a figyelmet egy súlyos ellentmondásra Duronelly Péter.

NEHEZEBB LESZ A MARADÓKNAK

Kívülállóként tehát nem teljesen világos, hogy a britek pontosan miért is akarnak kilépni, és van-e a fejekben bármi is azt illetően, milyen jövőt képzelnek el maguknak az EU-n

kívül. A szavazás érzelmi jellege miatt pedig nagyon nehéz megjósolni, mi is lesz annak kimenetele. A skót függetlenség sem tűnt jóléti szempontból logikusnak, ehhez képest az 55:45-ös arány igen szorosnak tekinthető. Ezért most sem szabad legyinteni azzal, hogy a végén úgyis megszavazzák a tagság fenntartását. Ha ugyanis ez mégsem lesz így, akkor az alapvető törést hoz az európai egységben, és az első ország kiválása után még nehezebb lesz megőrizni az unió koherenciáját.

Azért is adódhat kritikus helyzet, mert az Eurózóna krízise vagy a menekültválság kezelése arra mutatott rá, hogy stressz alatt az intézményrendszer nem képes összefogni a 28 ország sokféle érdekét, elképzelését, félelmeit. Ami miatt először a válságkezelés intézkedéseiről, később viszont a mindennapi ügyekről is egyre inkább nemzeti hatáskörben, esetleg ad hoc szerveződő kiskoalíciókban születnek döntések. A brit kilépés formalizálná azt, ami egyre inkább riasztó, ugyanakkor kényszerű gyakorlatnak tűnik: európai orszá-

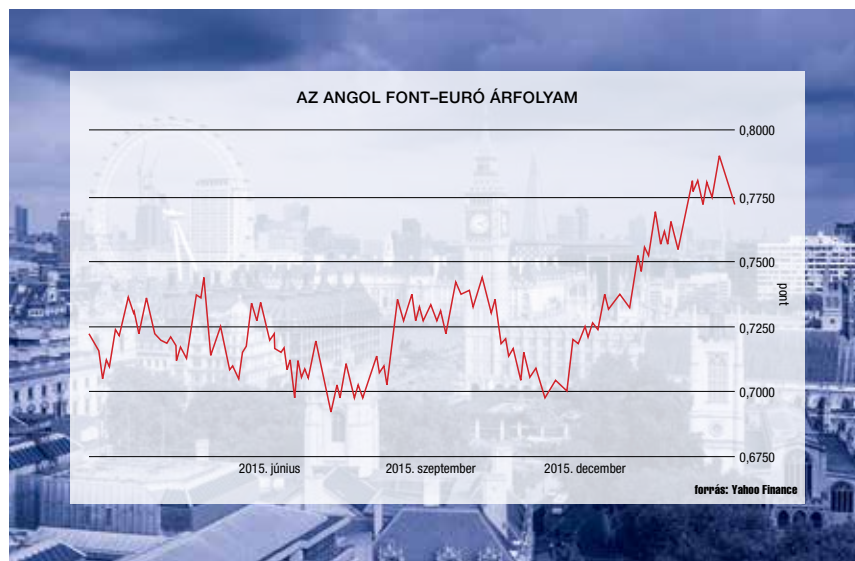
A szavazásig terjedő időszak volatilitása feltehetően nagyobb lesz, mint a szavazás utáni periódusé

gok európai közös ügyekben maguk hoznak döntéseket, sokszor szembe menve a többségi európai akarattal. Egy brit „nem” természetesen nem jelentené azt, hogy az Egyesült Királyság másnap kilépne az unióból. Ahogy a csatlakozás, úgy a leválás is hosszadalmas, bonyolult jogi, államigazgatási folyamat lenne. Évekbe telhet, mire az ország ténylegesen készen lesz az elszakadásra. Ebben az átmeneti periódusban az unió belüli helyzete sok konfliktusra adna lehetőséget.

GYENGÜLŐ FONT, BÁTORODÓ MAGYARORSZÁG?

A tőkepiaci következmények egyelőre nem mérhetők fel, a szavazásig terjedő időszak volatilitása feltehetően

nagyobb lesz, mint a szavazás utáni periódusé. Az egykori gyarmatbirodalomnak köszönhetően a világ legrégebb óta folyamatosan forgalomban lévő valutájának, az angol fontnak a gyengülése persze reális veszélynek tűnik. „De az Egyesült Királyság a »nem« szavazatok győzelme esetén is az európai gazdasági térség integráns része lesz, és London továbbra is globális pénzügyi központ marad” – prognosztizálja Duronelly Péter. A kilépés előnye a britek számára nem világosak, viszont hátrányai a közösség egésze szempontjából sokrétűek és ijesztőek. Elsősorban azért, mert ez lehet az Európai Unió végének formális kezdete. A tekintélyes amerikai konzervatív The Washington Post egyenesen a nyugati világ végével riogat. Szerintük egyrészt a „nem” voksok győzelmével a brit NATO-tagság is okafogyottá válhat, másrészt a „Brexit”-en felbátorodva számos ország válhat ki a közösségből. Utóbbi bizonyítására a lap Orbán Viktort nevesíti, aki többször is beszélt a Nyugat helyett Moszkva, illetve Isztambul szövetségéről.



Duronelly Péter *stratéga, portfóliómenedzser, Aegon Alapkezelő*

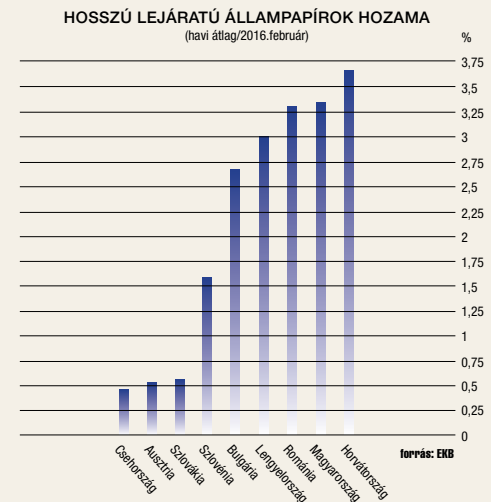
Mi történik a világban?

Nem javított Magyarországon a Moody's

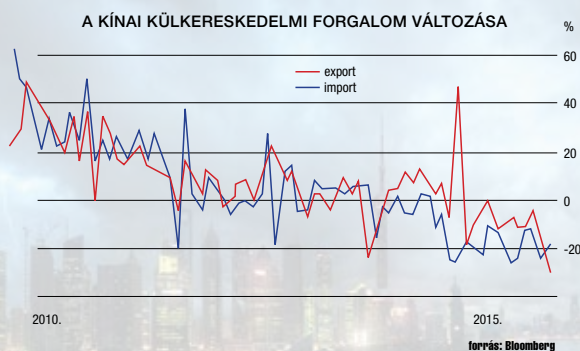
A helyzet: a várakozásokkal ellentétben mégsem vizsgálta felül Magyarország besorolását az amerikai székhelyű Moody's. Így a devizás magyar államkötvények – és így a magyar kötvénypiac egésze – továbbra is „bóvlinak”, befektetésre nem ajánlottak számít.

Előzmények: a nagy hitelminősítők (a Moody's mellett az S&P és a Fitch) 2016-ban kétszer, előre megállapított menetrend szerint módosíthatnak, ha akarnak egy-egy ország besorolásán – már persze ha ez a szándékuk. Most nem így volt, bár az egyensúlyi mutatók javulnak. A költségvetés hiánya például meglepően alacsony, a GDP 2 százalékánál is kevesebb lehet az idén, az államadósság 75,5 százaléka, ami igencsak magas.

Következmény: a piac már, úgy tűnik, beárzta a vélhetően ősszel tető alá is kerülő felminősítést. A 10 éves futamidejű magyar állampapírok hozama például alacsonyabb is, mint az egygel jobbra osztályozott románé (3,18% vs. 3,39%).



Zuhan a kínai export

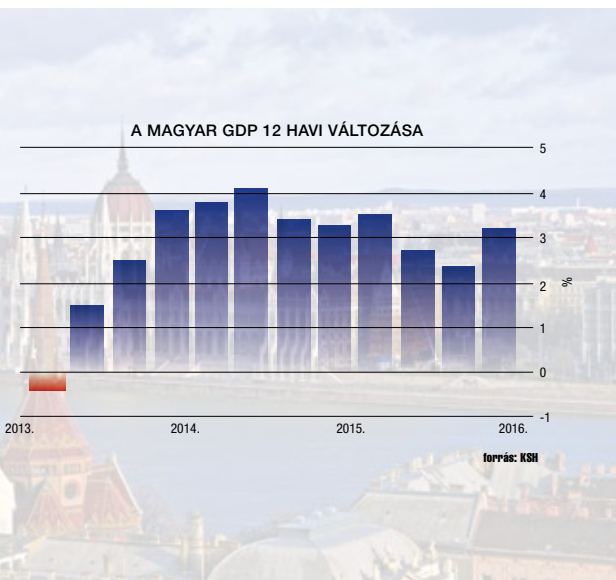


A helyzet: februárban a várt 15 százalékot jóval meghaladva, 25,4 százalékkal csökkent Kína exportja a megelőző év hasonló hónapjához képest. Ez a legnagyobb mértékű esés 2009 májusa, azaz a pénzügyi világválság beköszöntése óta.

Előzmények: a válság kitörését követő fellendülés intenzitása 2010 óta trendszerűen csökken, a külkereskedelem zsugorodik. Márpedig az export hagyományosan nagy súlyt képvisel a kínai gazdaságban, a GDP mintegy 23 százalékáért felelős. A kivitel csökkenésének elsődleges oka a globális kereslet lanygulása, valamint az emelkedő bérek miatti versenyképesség-csökkenés. És csak kisebb mértékben a kínai Hold-újév, amely idén kivételesen februárra esett. Az egyhetes ünnepléssorozat alatt sok kínai vállalat dolgozott „félgőzzel”.

Következmény: így nehéz lesz tartani a 6,5-7 százalékos GDP-növekedést. A shanghaii tőzsde jelentősebb esését az állami alapok intervenciós részvényvásárlásainak sikerült némiképp tompítaniuk.

A vártnál lendületesebb a magyar gazdaság



A helyzet: a tavalyi negyedik negyedévben a 2,5-2,6 százalékkal szemben 3,2 százalékkal nőtt a hazai GDP, 2015 egészében pedig 2,9 százalékos volt a magyar gazdaság gyarapodása.

Előzmények: szükség is volt a kellemes meglepetésre, A tavalyi év derekán ugyanis aggasztóan lassult a növekedési ütem. Míg az év első három hónapjában a régiós élműzőny-be tartoztunk 3,5 százalékos bővüléssel, addig az őszi 2,4 százalék már csak sereghajtó pozícióra volt elég.

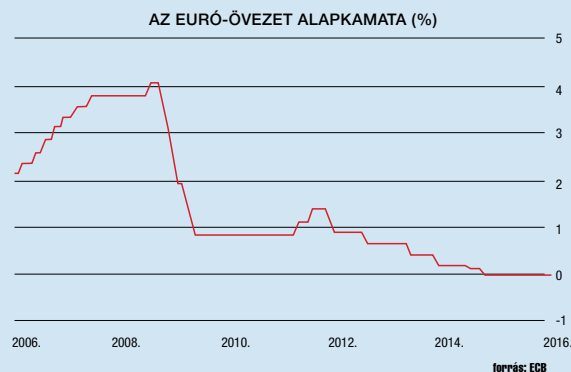
Következmény: kedvező befektetői megítélés, azaz parádésan teljesítő tőzsde (csak március első két hetében +10%). Az idei évre azonban borúsabb a kép: a növekedési ütem 2-2,5 százalékra lassulhat, ahogy az uniós pénzből finanszírozott beruházások kifutnak. Folytatódhat a gazdaságélénkítés: a hírek szerint az MNB tovább csökkentheti a forintkamatot és áltólag a versenyképesség érdekében 310-nél gyengébb árfolyamot támogat.

Nullára csökkentették az eurókamatot

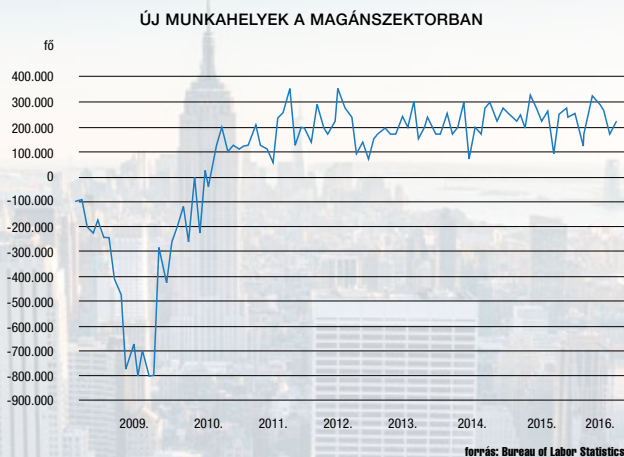
A helyzet: az eurót használó 19 ország közös jegybankja, az Európai Központi Bank (EKB) a korábbi 0,05 százalékról zéróra mérsékelte az irányadó alapkamatot. Egyúttal havi 20 milliárd euróval 80 milliárdra emelte kötvényszerzési programjának összegét.

Előzmények: a gazdaságélénkítés mértékének növelése elodázhatatlan volt. A korábbi kamatsökkentések és a havi 60 milliárd eurós (ez bő félévi magyar GDP-nek megfelelő összeg) kötvényprogram, úgy tűnik, kevés volt az európai gazdaság talpra állításához. Hiába a rengeteg pumpált pénz, Európa – tavaly szeptember óta először – ismét deflációba süllyedt. Februárban a fogyasztói árszínvonal 0,2 százalékkal állt alacsonyabban, mint 12 hónappal előtte. Ez pedig a vásárlóerő, és végső soron a gazdaság gyengélkedését mutatja.

Következmény: esésnek indultak a tőzsdék. Mario Draghi, az EKB elnöke ugyanis elejtette, hogy nem számol további kamatsökkentéssel. A megjegyzésre az euró erősödni kezdett, mire a részvények – élen az autógyárakéival – lefelé vették az irányt. A VW, a BMW vagy a Daimler jelentős exportőr, és Németországban minden hatodik munkavállaló közvetlenül vagy közvetetten a szektorban dolgozik.



USA: javuló munkaerőpiac, kérdőjelekkel



A helyzet: februárban 242 000 új munkahelyet teremtettek az amerikai vállalatok, a munkanélküli ráta továbbra is az előző havi 4,9 százalékon áll.

Előzmények: immár 72, egymást követő hónapban bővülnek a munkalehetőségek az amerikaiak számára, az elmúlt 6 évben összesen 14,3 millió új állást teremtettek. Ugyanakkor árnyalja a képet, hogy ezzel egyidőben az átlagos órabér 3 centtel 25,35 dollárra csökkent. Utóbbi annak a következménye, hogy az elmúlt hónapban életre hívott munkahelyek jobbára olyan, alacsony bérezésű ágazatokban találhatóak, mint például a vendéglátás.

Következmény: újabb inflációs nyomás béroldalról most nem jelentkezik. Ám mivel a maginfláció a Fed által vízváltástonak kinevezett 2 százalék fölé emelkedett (2,21%), így júniusban ismét kamatemeléssel számolhatunk – ami tőzsdei árfolyamesést vetít előre.

Olaj: fagyasztva az igazi!

A helyzet: Szaud-Arábia, Katar, Venezuela és Oroszország is befagyasztaná a januári szinten olajkitermelését. A világ ötödik legnagyobb igazolt készletével rendelkező Irak is fontolgatja csatlakozását a négyekhez.

Előzmények: A mostani korlátozás az olajtermelő országok és az ágazat vállalatainak reményei szerint stabilizálja a legfontosabb energiahordozó világszintű árát. 2014 nyara és 2016 február közepe között csaknem negyedére esett a tőzsdei kurzus. Szaud-Arábia korábban visszautasította napi 30 millió hordós kitermelésének korlátozását, hogy a mesterségesen lenyomott árral ellehetetlenítse az amerikai palaolaj-konkurrenciát.

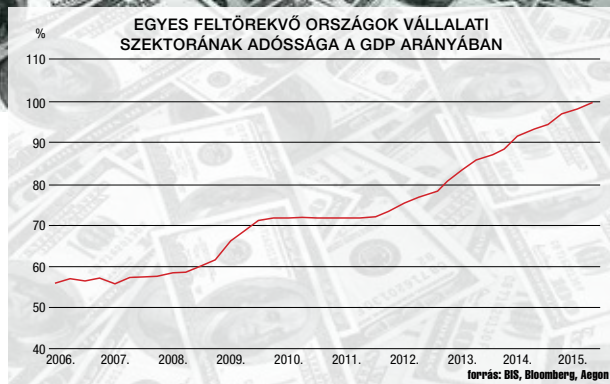
Következmény: az olajár néhány hét alatt közel 50 százalékkal emelkedett. A további drágulás azonban kérdéses lehet, a globális kereslet ugyanis tovább mérséklődik. Ezt támasztja alá Kína exportjának (és importjának) korábban említett, drámai csökkenése is.

AZ OLAJ VILÁGPIACI ÁRA
DOLLÁR/HORDÓ (159 LITER)



Adósságszpirál

A feltörekvő országok lassulásával párhuzamosan eddig mindig kiderült, hogy a korábbi növekedés adósságproblémáknak is megágyazott. Nézzük, hogyan is állunk most ezzel kapcsolatban!



A legmegbízhatóbb adatai erről a BIS-nek (a bankok közötti nemzetközi együttműködést szervező, bázeli székhelyű Nemzetközi Fizetések Bankja – a szerk.) állnak rendelkezésre, onnan szedtem az adatot. Az ábra 19 feltörekvő ország nem-pénzügyi vállalati szektorának adósságát összegzi GDP-arányosan 2006. óta. Ez a mérték azóta majdnem duplázódott, és igazi megugrás először a válság után, majd 2012-ben történt. A feltörekvő ország relatív ütésállósága által keltett optimista várakozások, valamint az ultra-alacsony kamatok odavezettek, hogy a hitelezés bizony megszaladt.

Ez a hitelösszeg egyébként Németországban a GDP 55 százaléka, az Egyesült Államokban pedig 70, így a 100

százalék bizony nem kis szám. Ha ehhez hozzávesszük, hogy milyen rövid idő alatt nőtt ilyen nagyra, akkor annak a kockázatát is mérlegelni kell, hogy az agresszív hitelezési hullámban feltehetően a hitelnyújtás feltételei is lazábbak voltak, mint általában (különben nem áramlott volna ki ennyi hitel ilyen gyorsan). Így a rossz hitelek hirtelen emelkedése a gazdasági növekedés visszaesésével szinte borítékolható.

A kilencvenes évek pénzügyi kríziseivel összevetve azt mindenképpen ki kell emelni, hogy akkor jellemzően a külföldről felvett hitelek szaladtak el, ami egyben a bebukáskor devizakrizist is jelentett. Most nem ez a helyzet, a vállalati szektor eladósodása jobban támaszkodik belső forrásokra, bár a kreatív módon becsatornázott devizahitelekre is van példa.

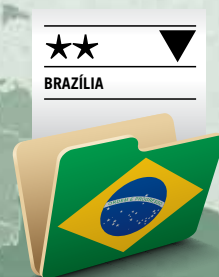
Az viszont biztos, hogy akármilyen csatornán adósodnak el a vállalatok, a túl nagy tőkeáttétel dekonjunkcióra esetén visszaüt, elmélyítve és időben elhúzva a visszaesést, vagy éppen a recessziót azzal, hogy először maga alá gyűri először a vállalati szektort, aztán a hitelt nyújtó bankrendszert, majd annak konszolidálása kapcsán a szuverént is.

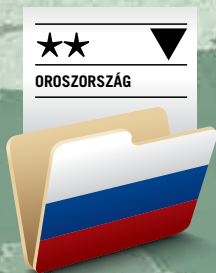
Abszolút jó befektetések

Bár rövid távon akár még nyerni is lehet egy-egy „visszapattanáson”, amikor a tavaly nyár óta lejtőre került tőzsdék befektetői úgy érzik, a leértékelődés már túlzott, a világgazdaság a jelen állás szerint a recesszió felé halad. A hosszú távú kép borús, a részvényárfolyamok pedig ismét esésre válhatnak. Ebből rugalmas befektetési politikájuknak köszönhetően elsősorban az abszolút hozamú alapok, valamint az ilyenkor felértékelődő, biztonságos menedéknek számító kötvényalapok húzhatnak hasznot.

A részvények tőzsdéi árfolyamát ugyanis elsősorban a vállalati nyereségek mozgatják, azok pedig továbbra sem adnak okot optimizmusra. Amerikában már zsinórban a harmadik negyedév mutat profitsökkenést. Az S&P 500 tőzsdeindexben szereplő félezer cégből mindössze 28 – köztük a JP Morgan bank, a szórakoztatóelektronikai cikket gyártó Apple – volt 2015-ben „felelős” a teljes nyereségtömeg feléért. A FactSet pénzügyi előrejelző intézet ráadásul az idei első negyedévére is komoly, újabb 8 százalékos „mínuszt” jósol. De Európában is egyre-másra csökkentik a 2016-os eredményvárakozást a vállalatok (világszerte el-

sősorban az energiaszektor szenvedte meg az olcsó olajat), és nincs ez másként a fejlődő országok esetében sem. A jelentősebb tőzsdék közül talán egyedül az isztambuli számít olcsónak. A török GDP átlag felett bővílhet, és átlagosan az egy részvényre jutó nyereség 8,2-szeresén adják-veszik a részvényeket. Eközben a nemzetközi átlag 14,5-szörös, a magyar mutató 10,6-szeres árfolyam/nyereség (P/E) szorzó.





JELMAGYARÁZAT:

★★★★ = leginkább ajánlott

○ = semleges

★★★★ = legkevésbé ajánlott

Olajozott üzlet Oroszországban

Bár a hosszú távú makrogazdasági kép továbbra is negatív, rövid távon az olajár visszapatтанásán is jól lehet keresni orosz részvényalapokkal.



Pálfi György Portfólió menedzser, Aegon Alapkezelő Zrt.

Kerek egy hónappal ezelőtt jósoltuk meg a Total Return hasábjain az olajáresés végét. Azóta majdnem 50 százalékos volt a drágulás. Ez jó hír a „fekete aranyra” építő orosz gazdaságnak, nem?

Oroszország éves földgáz- és kőolaj-kitermelése nagyjából a GDP 30 százalékát teszi ki. Így mind az ország exportja, mind pedig a költségvetési bevételek nagyban függenek az olajár alakulásától. A fő probléma, hogy a 100 dollár feletti olajár ellenére, a 2009 utáni időszakban nem sikerült jelentős költségvetési szufficitet elérni. A 2014-ig tartó időszakot nem a megújulásra, a tartalékok növelésére, az olajárfüggőség csökkentésére használta ki, így a mostani nehéz időszakban sem tud kontraciklikus gazdaságpolitikát folytatni. Ehelyett adóemeléssel vagy kiadáscsökkentéssel tovább mélyítheti a recessziót.

Meglehetősen borús képet fest. Vannak azért bizakodásra okot adó tényezők is?

Bár növekedési oldalról továbbra is gyenge időszak elé néz az orosz gazdaság, komolyabb stabilitási gondoktól pillanatnyilag nem kell tartani. Az államadóság továbbra is 20% alatt van, a jegybanki devizatartalék pedig a 2014-es jelentős csökkenés után is 380 milliárd dollár, ráadásul az elmúlt egy évben már emelkedni tudott. A szankcióknak van pozitív hatásuk is: a vállalatok devizaadósága közel a kétharmadára csökkent a 2014-es



...sokszor már a rossz hírek csökkenése is elég egy jelentősebb emelkedéshez...

szinthez képest. Oroszország mindig a nehéz helyzetekben hajtott végre előremutató, piacbarát reformokat (lásd az 1980-as évek, és 2009.). A piaci környezet ismét kikényszerítheti a reformlépéseket. Moszkva a szankciók kivételével óta először próbálkozik devizakötvények kibocsátásával, így a szankciók esetleges eltörlése mindenképpen jól jönne nekik. Főként, hogy a jelenlegi környezetben a Kína felől érkező finanszírozás, illetve a működő tőke beáramlása jóval elmarad attól, mint amire Oroszország számított.

Az orosz tőzsde a maga jelenlegi 6,2 százalékos P/E mutatójával mégis a világ egyik legolcsóbb részvénytőzsdéjének számít. Ez nem jelent hosszabb távra jó beszállási lehetőséget?

Oroszország más piacokhoz képest mindig is alulárzott volt, részben az olajszektor nagy súlya, részben pedig a gyenge vállalati kultúra eredményeként. Bár jelenleg nem kimondottan

magas ez a diszkont, még így is lenne tér a szorzószámok javulására. Ehhez azonban mindenképp szükség lenne a fent említett reformfolyamatokra. A fő gond az orosz gazdaság hosszú távú növekedési potenciáljának lelassulása. A nyersanyag-kitermelésre épülő gazdasági modell mellett, a rubel hosszú távú túlértékelttsége következtében, nem tudott versenyképes feldolgozóipar kialakulni. Más szóval pont az olajkitermelés magas gazdasági súlya volt az, ami a feldolgozóipart elsorvasztotta. Épp ezért a mostani rubelgyengülés pozitív hatása a versenyképességre, a gazdasági aktivitásra nézve alacsony, viszont a belső fogyasztást jelentősen erodálja.

Milyen befektetési lehetőségeket lát tehát ma a moszkvai parketten?

Az RTSI moszkvai tőzsdeindex 2010 óta lefelé tartó trendben van, amit az eredménycsökkenés sorra alátámasztott. Így a piac nem vált relatí-

ve olcsóbbá saját múltbeli átlagához képest. Ez persze jórészt a gyengülő rubel hatása volt, rubelben nagyjából a 2008, illetve 2011-es csúcspont körül van jelenleg az index. Azonban az orosz piac mindig tartogat rövid távú vételi lehetőségeket. Egyrészt sokszor már a rossz hírek csökkenése is elég egy jelentősebb emelkedéshez. Másrészt pedig nagyon jó lehetőség az olajár-emelkedés megjártására. A rubel-olajár erős negatív korrelációja miatt ugyanakkor érdekes lehet az orosz kötvénypiac is, ahol relatíve jó hozam mellett a rubel felértékelődéséből is profitálhatunk emelkedő olajár esetén. Egyedi részvényeknél pedig sokszor adódik olyan lehetőség, amikor egy-egy pánikban kifejezetten olcsón lehet vásárolni. Sok olyan befektetés van az olajszektoron kívül (mezőgazdaság, bankszektor, kiskereskedelem), amelyek átlag feletti fundamentumokkal rendelkeznek, ugyanakkor gyakran válogatás nélkül adják el őket is.



2015
PRIVÁTBANKÁR.HU
KLASSZIS
AZ ÉV ALAPKEZELŐJE
2015

**Nyugodt vagyok, mert
megtakarításaimat az
Aegon Alapkezelőnél
tartom.**

AEGON
Alapkezelő

www.aegonalapkezelo.hu

Stabilitás • Megbízhatóság • Online