

**Vagyonkezelői beszámoló az
Allianz Nyugdíjpénztár
Igazgatótanácsa részére
2010. II. negyedév**

Budapest, 2010. július 9.

Allianz 

Portfoliók teljesítményének összefoglalása

ÖSSZES Portfolió teljesítménye 2009.12.31-től 2010.06.30-ig

Vagyonkezelt alapok	Portfolió bruttó hozama	Benchmark hozam	Alul / Felülteljesítés	Kezdő dátum	Záró dátum
Magán Klasszikus	2,97%	2,86%	0,11%	2009.12.31	2010.06.30
Magán Kiegyensúlyozott	5,16%	4,78%	0,39%	2009.12.31	2010.06.30
Magán Növekedési	5,98%	5,34%	0,65%	2009.12.31	2010.06.30
Magán Független	3,17%	2,86%	0,30%	2009.12.31	2010.06.30
Magán LIK_MUK	2,41%	2,86%	-0,45%	2009.12.31	2010.06.30
Önkéntes Klasszikus	2,93%	2,86%	0,07%	2009.12.31	2010.06.30
Önkéntes Kiegyensúlyozott	5,24%	4,78%	0,47%	2009.12.31	2010.06.30
Önkéntes Növekedési	5,82%	5,39%	0,43%	2009.12.31	2010.06.30
Önkéntes Kockázatos	7,24%	6,17%	1,07%	2009.12.31	2010.06.30
Önkéntes Független	3,74%	2,86%	0,87%	2009.12.31	2010.06.30
Önkéntes Szolgáltatási	2,73%	2,86%	-0,13%	2009.12.31	2010.06.30
Önkéntes LIK_MUK	2,70%	2,86%	-0,16%	2009.12.31	2010.06.30

Globális trendek

Korrekción, adósságválság, strukturális problémák – „W” recesszió esélye nő

- Várakozásainknak megfelelően a második negyedév a korrekció jegyében telt a világg piacokon. A gazdaságokba pumpált extra likviditás ugyan jelentősen segítette a válság elmélyülésének elkerülésében (közvetlen vásárlásösztönzés, adókedvezmények, megfelelő likviditás biztosítása), de a strukturális problémákat ezzel nem sikerült megoldani. A banki hitelezés ráadásul jelentős mértékben csökkent, a tőkeáttétel leépülésével az igény is messze alulmaradt a korábbi pénzkereslethez képest. A pénz tehát inkább meddő teherként cirkulált a piacon, a reálgazdaságnak csak kis szegmensét érte el. A szorult helyzetben lévő gazdasági szereplők helyzetét nem oldotta meg, a meglehetősen borúlátó gazdasági szereplők pedig a várható alacsony megtérülés miatt nem éltek a rendkívül olcsó finanszírozás lehetőségével sem.
- A beszámoló tárgyát képező negyedévben három fontos eseményre kell kitérnünk: a fejlett piaci régióknak szembesülnie kellett a fenntarthatatlan adósságpályával (PIIGS országok), Kína egy alkalommal negatív külkermérleget publikált és lazított árfolyam-politikáján, illetve a svájci jegybank elengedte a frankot ami új egyensúlyi szintet talált magának a korábbinál erősebb szinteken.
- A PIIGS államok (Portugália, Írország, Olaszország, Görögország, Spanyolország) költségvetési folyamatainak fenntarthatóságával kapcsolatos kérdések, illetve a görög államcsőd bármilyen áron történő megmentése elég egyértelművé tette az EMU problémáit. Az eltérő fejlettségi szintű és fejlődési pályát bejáró országokat tömörítő valutaunió melynek ráadásul érdemi eszközrendszere sincs bármilyen szintű költségvetési fegyelem fenntartására gyakorlatilag bizonyította a jelenlegi működési keretek alkalmatlanságát. A régióval kapcsolatos bizalmatlanság meglátásunk szerint hosszú ideig megmarad, tovább rontva a növekedési potenciált.

Globális trendek II.

Korrekción, adósságválság, strukturális problémák – „W” recesszió esélye nő

- Rövidtávon az EU esetében megfontolandó lehetőség a rossz adós államok „managed default”-ja, a teljes adósság-újrastukturálás, ám hosszabb távon elkerülhetetlen a sokkal nagyobb fokú fiskális koordináció és az ezt ellenőrző, illetve betartását garantáló (szankcionáló) intézményrendszer kialakítása. Maga a probléma nem új keletű, vélhetően ennek megoldása évekre visszaveti az EU növekedési potenciálját, ám ezzel megőrzi az integráció értelmét és felkészíti a régiót az előttünk álló évtized gazdasági növekedési modelljére. (Más megközelítésben az EMU most „adja vissza” azt a növekedési többletet amit a siettetett integrációval bekapcsolt piacok okán megnyert). Amennyiben elmarad a gazdasági integráció mélyítése, feltételezhető, hogy egyes országok új, sokkal homogénebb gazdasági egységet alkotva előre menekülnek és ezzel de facto megszüntetik a jelenleg ismert eurózónát. Mivel erre nem számítunk, ezért véleményünk szerint az eurózóna vezető államai a közeljövőben mindent megtesznek majd a jelenlegi intézményrendszer megreformálása érdekében.
- Kína a negyedév során apró, de jelzésértékű lépésre szánta el magát: az elmúlt évek politikáját hátrahagyva megszüntette a CNY/USD rögzített árfolyamot és központi árfolyam-szabályozással ugyan, de teret engedett a jüan felértékelődésének. A lépés óta a jüan 1%-ot erősödött a dollárhoz képest. Ezzel az exportvezérelt növekedési pálya utolsó fázisához érkezett a gazdaság. Feltételezhetjük, hogy a növekedést (csak 8% feletti GDP bővülés nem növeli a munkanélküliséget!) inkább az inflációt nem generáló területek felé csatornázzák, mint pl. az egészségügy korszerűsítése, fejlesztése, oktatás fejlesztése, K+F tevékenységek. Ennek egyik következménye a külkereskedelmi romlása, a másik a kínai hozzáadott érték rohamos növekedése. Ez a változás beleillik az általunk várt világgazdasági súlypontok áttrendeződésének folyamatába.

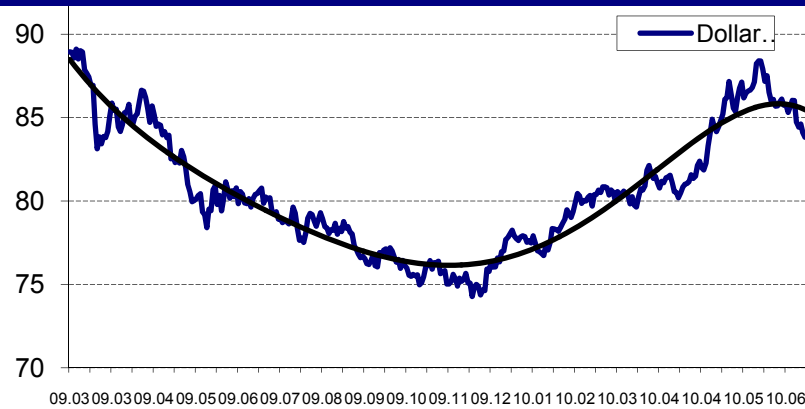
Globális trendek III.

Korrekción, adósságválság, strukturális problémák – „W” recesszió esélye nő

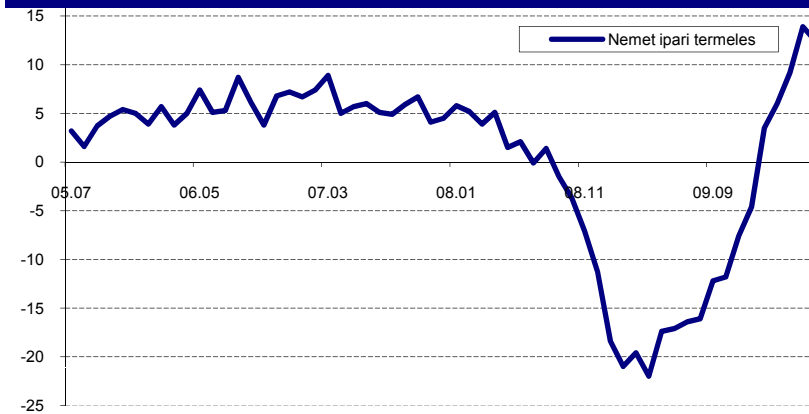
- Tekintve, hogy USA és Németország exportjának megugrása jórészt az ázsiai régió keresletéből származik, és ott a gazdaság túlfűtöttsége és az ingatlanpiaci buborék jelentenek gondot, a jelenlegi fellendülés mértékének megtartása meglátásunk szerint rendkívül bizonytalan és a bővülés mértékének csökkenésére számítunk. A fejlett gazdaságok esetében a hatékonyság növelése, az exportált recesszió és a nyersanyagok deflációja (azaz a korábban számtalanszor látott menetrend) nem valósult meg, ami növeli a W alakú recesszió bekövetkezésének esélyét.
- A második negyedév során a svájci jegybank még aktív szereplője volt a nemzetközi devizapiacoknak, de a romló nemzetközi hangulat egyre nagyobb feszültséget keltett a CHF, mint „safe haven” piacán. Amint megjelentek a negyedéves kamatdöntő ülés után kommentárok, melyben explicit szerepelt hogy az SNB a későbbiekre nézve már nem tartja károsnak a CHF felértékelődését, az 1,40-es szintet is átvitte az árfolyam. A folyamatos intervenció nélkül a jegyzés 7%-ot meghaladó erősödést követően 1,33 és 1,35 között talált úgy egyensúlyi szinteket. Makroszinten érdekes tanulság, hogy az alpesi gazdaság a kilábalás felé vette az irányt, s az infláció várható emelkedését ellensúlyozza a CHF elengedésével.
- A CHF erősödés gazdaságunkra a lakossági devizahiteleken keresztül van hatással. A tartósan erős frank várhatóan emeli a NPL szinteket, ezzel magasabb banki céltartalékolást és alacsonyabb kisker forgalom növekedést eredményezhet.

Globális trendek IV.

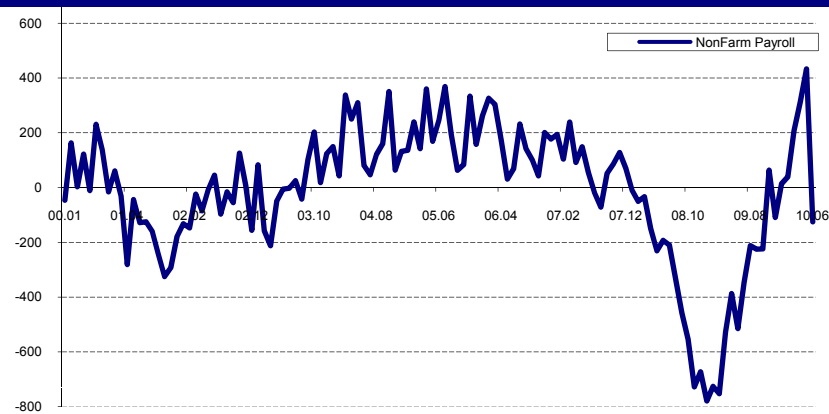
Dollár index (USD vs 6 major world currency)



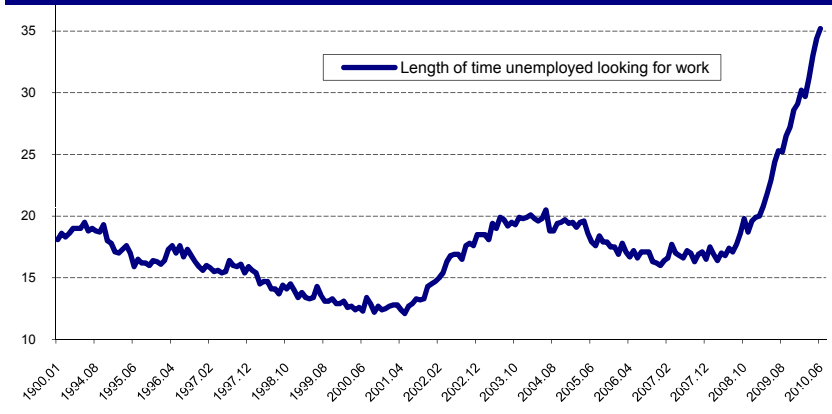
Német ipari termelés év/év



Non-farm payroll



Álláskeresés átlagos ideje (USA, hetekben)



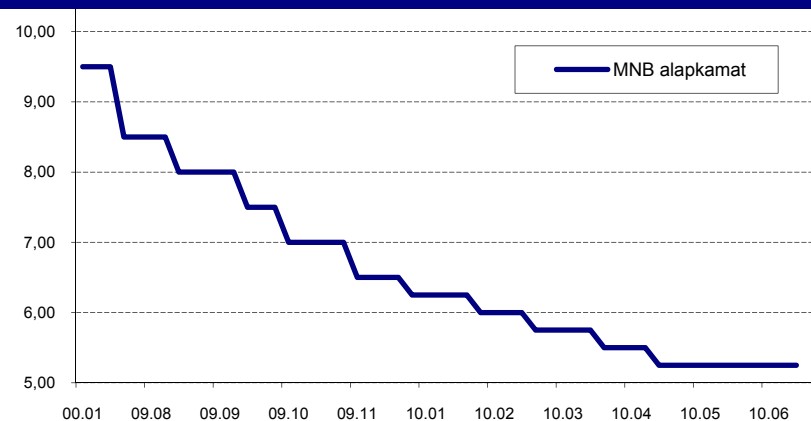
Hazai makrofolyamatok

Fellendülő export, beragadó infláció, korlátozott MNB mozgástér

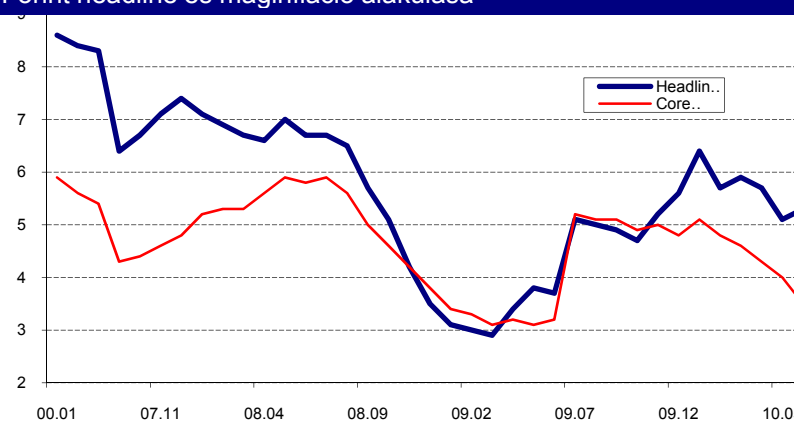
- Sem a nemzetközi hangulat, sem a költségvetési folyamatok nem kedveztek a jegybanknak a további monetáris lazításban, így a második negyedévre csupán egyetlen 25 bp-os csökkentés jutott. A korábban jelzett kockázati faktorok mellett a forint gyengülése és a nyersanyag ill. mezőgazdasági termények áremelkedése feltételezésünk szerint minimálisra csökkenti a további kamatvágások valószínűségét 2010-ben.
- Exportunk a német külpiaci aktivitással párhuzamosan lendületesen emelkedett. A húzó tényező ugyanaz: az ázsiai piacok importigénye és a saját deviza gyengülése kedvezőbb környezetet teremtett. Ám ezzel természetesen hasonló kockázatok is járnak: a kínai túlfűtöttség miatti esetleges lassulás középtávon ellenkező hatással járhat majd.
- Maginflációs mutatónk viszonylag kedvező pályát írt le a vizsgált időszakban. Bár a csökkenés mértéke elmaradt a várttól, az év/év alapon számított 3-4% közötti értékek kellő mértékben ágyaznak meg a második félévben várt érdemi csökkenésnek (ÁFA emelés hatása kiesik a bázisból). A headline volatilis komponensei azonban a negyedév utolsó hónapjában aggasztóan megugrottak, ami felveti a másodkörös hatás kérdését (sajnos a volatilis komponensek egy részében meglehetősen rugalmatlan a kereslet).
- A központi költségvetés hiánya a negyedév végére elérte a teljes évre tervezett deficit 120%-át. A kormány döntése alapján a PM (illetve jogutódja) nem közöl sem részletes adatokat sem előrejelzéseket a költségvetésével kapcsolatban. Sem ez, sem a költségvetéssel (állami vállalatok deficitje) illetve a pótköltségvetéssel kapcsolatos törvényi változások nem növelték a fiskális helyzetünk iránti bizalmat.

Hazai makro folyamatok II.

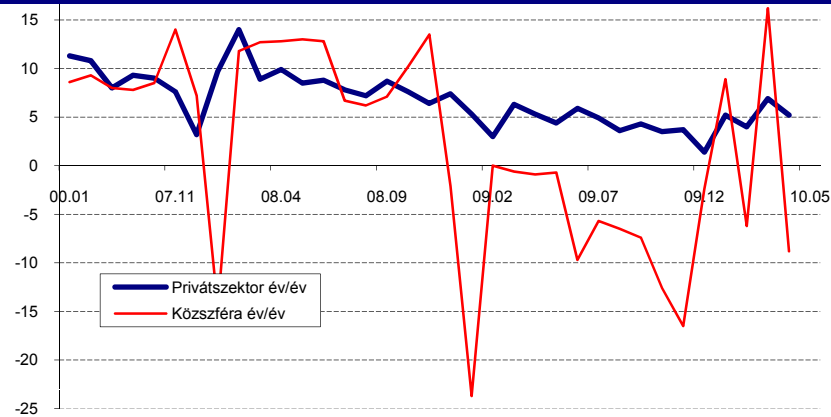
MNB alapkamat



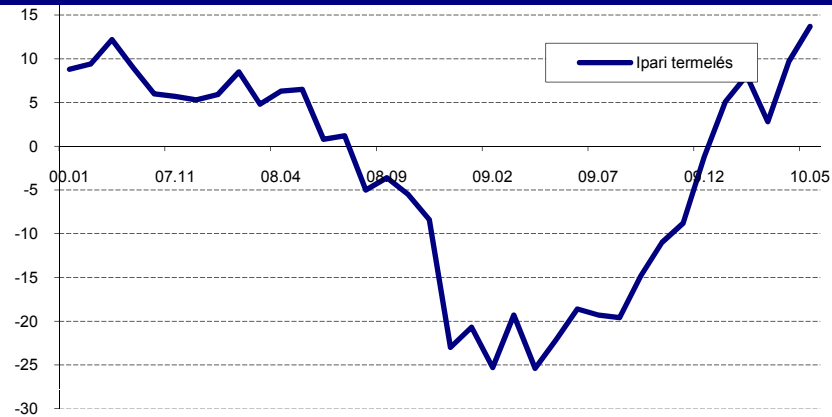
Forint headline és maginfláció alakulása



Bérek



Ipari termelés év/év



Állampapírpiac

Bizonytalan piac, rossz kommunikáció, romló kilátások

- Az ÁKK a költségvetés finanszírozását gördülékenyen helyezte piaci alapokra. Bár a mennyiségek érdemben még nem változtak csak a DKJ-k esetében, a forrásbevonás nem okozott különösebb nehézségeket. Csak a választást megelőző felfokozott várakozások utáni profitrealizálás és a balsikerű kormányzati elszólásokat követő eladások után fordult elő, hogy az ÁKK nem tudta értékesíteni a teljes felkínált mennyiséget – igaz 3 egymást követő alkalommal.
- A másodpiaci hozamok esetében sem a nemzetközi befektetői bizalom, sem a hazai inflációs folyamatok, sem a kamatvárakozások nem támogatták a további hozamcsökkenést, de leginkább a kormányzati kommunikációban említett államcsőd riasztotta el a befektetőket. A vizsgált időszakban a külföldi befektetők állománya 100 milliárd forinttal csökkent. Ez a tendencia nem utal kedvező folyamatokra, de a bankadó miatt vélhetően a hazai befektetők sem lesznek aktívak.
- Nem csökkent érdemben az MNB kéthetes állományában parkoló pénz, ami a negyedév végén még mindig 4000 milliárd környékén mozgott. A felesleg egy része az IMF hitel lehívásakor került a rendszerbe (ennek „párja” az MNB mérlegében szereplő tartalék változása), ám még mindig jelentős összeget tartanak kereskedelmi bankok az MNB kéthetes instrumentumában, ami arra utal, hogy a hitelezési tevékenység még nem indult újra.
- Aggasztó, hogy érdemben drágultak a forintból finanszírozott devizaforrások. Az átmeneti globális likviditászavar (görög válság idején) után a nagy devizapárok bázisjegyzései visszacsúsztak a normális szinteket megközelítő értékekre, a forint jegyzések viszont tovább tolódtak a negatív tartományok felé, így előfordulhat hogy a hazai kereskedelmi bankok kénytelenek lesznek a következő megingás esetén ismét a jegybanki swap line-hoz folyamodni.

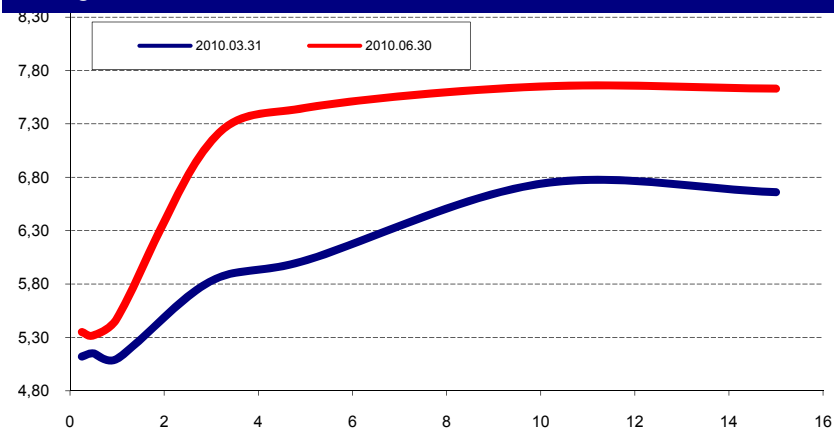
Állampapírpiac II.

Bizonytalan piac, rossz kommunikáció, romló kilátások

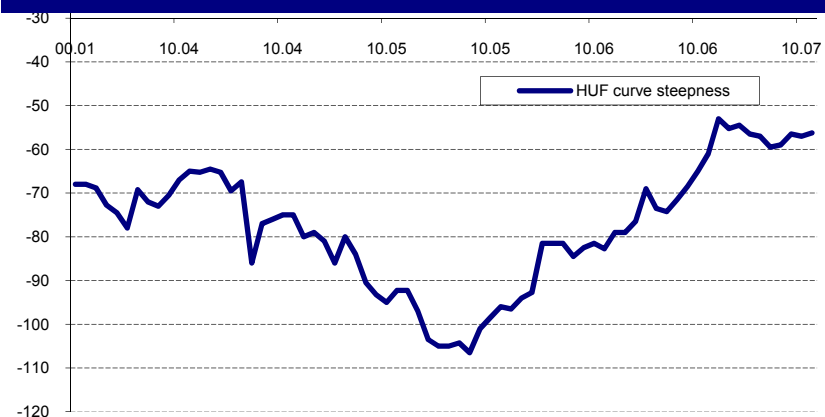
- A másodpiaci hozamgörbe a második negyedévben éven belül 20-30, éven túl 90-130 bázisponttal emelkedett. A legnagyobb gyengülést az 5 éves szegmens esetében figyelhettük meg – ennek okát meglátásunk szerint a „directional trade unwinding”-ben kell keresni (választás után kialakult helyzet).
- A konvergencia egyik mutatójaként számon tartott 5x5 forward spread 40 ponttal 290 bp-ra szélesedett, a hazai 10 éves CDS jegyzés 150 bázisponttal 340 bp-ig ugrott. Ugyanebben az időszakban a görög 5 éves CDS értéke majdnem megháromszorozódott.
- Tekintve, hogy az alapkamat-várakozások teljesen kiárazódtak a jegyzésekből, és 280 EUR/HUF körüli szintnél nem is valószínű, hogy újra megjelennek, feltételezzük, hogy a hazai hozamgörbe a jelenlegi szinthez képest laposodni fog, azaz a rövid és a hosszú hozamok közötti eltérés csökken. Az irány a jelenlegi folyamatok tükrében inkább bearish lesz ami szeptemberben bontakozhat ki, amennyiben nem sikerül az újabb IMF hitelkeretről megállapodni. Év végére a jelenleginél magasabb nominális hozamokra és kevésbé meredek hozamgörbére számítunk a mostani folyamatok ismeretében.

Állampapírpiac III.

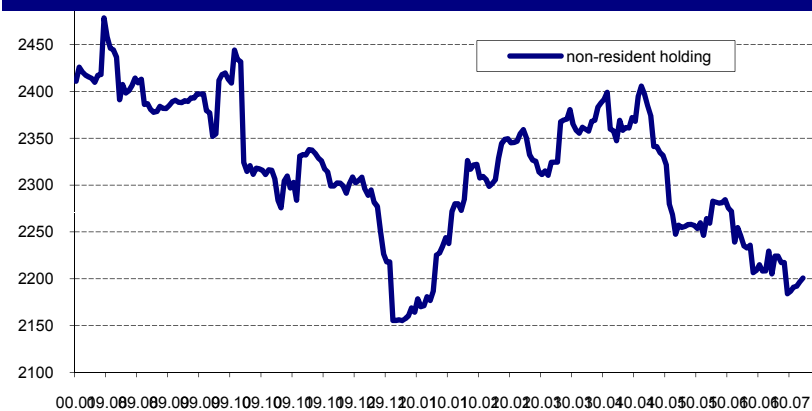
HGB görbe változása



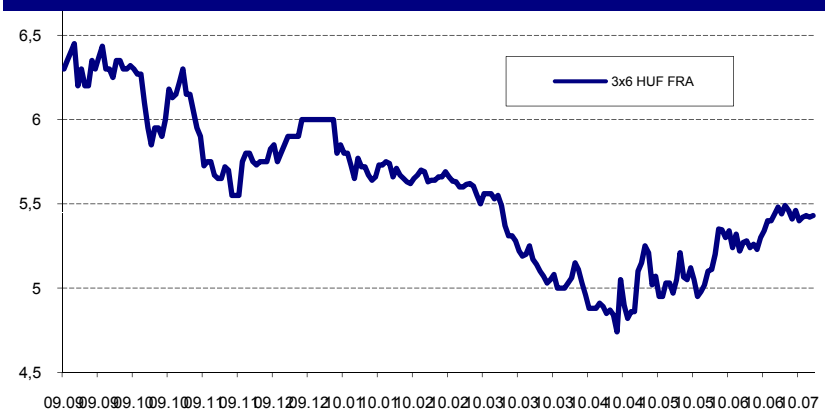
2-10 spread (HUF swap görbe)



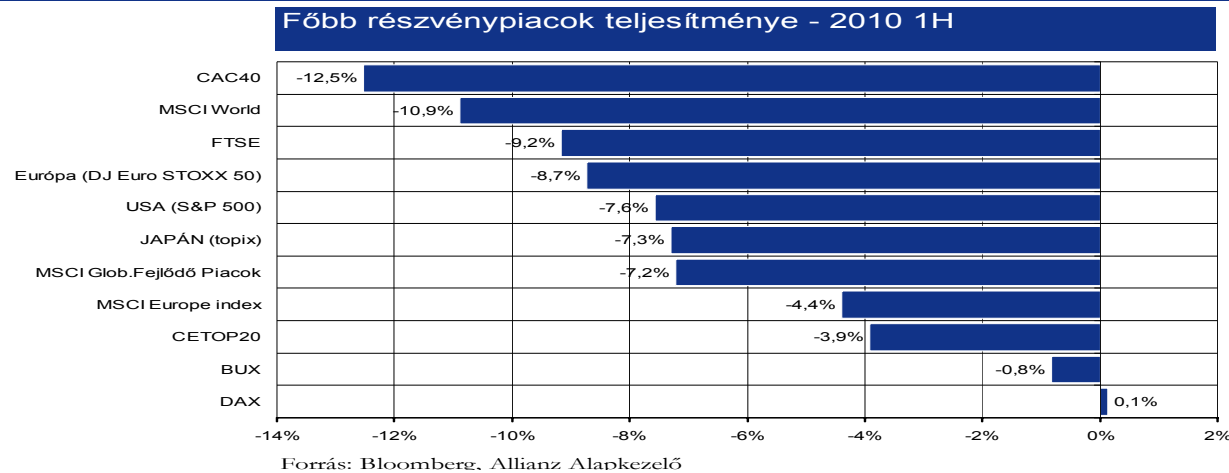
Non-residents' HGB



HUF 3x6 FRA

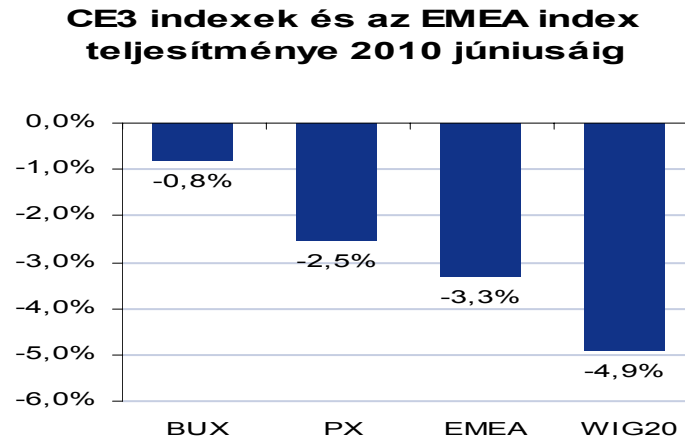
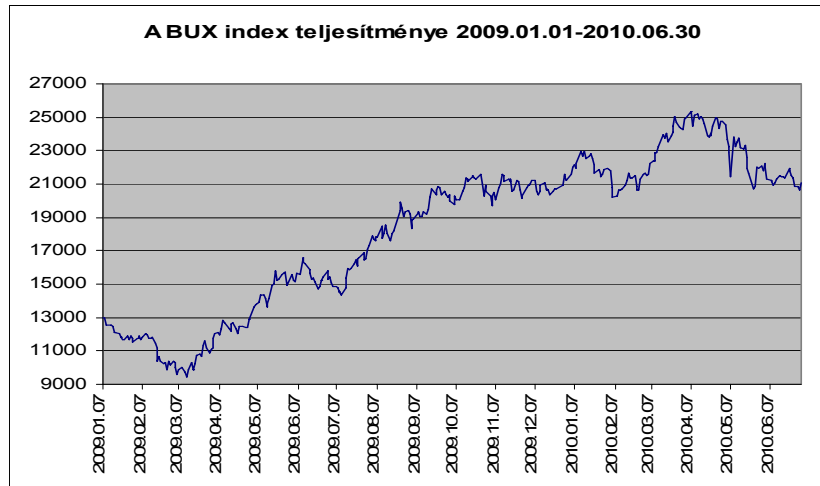


Részvénypiac - Megtört az 1Q-ban tapasztalt optimizmus



- **Globális stimulusok helyett megszorítások = pirosban az indexek.** Az MSCI World 10,9%-os eséssel jelezte, hogy inflexiós ponthoz érkeztünk a globális válságkezelésben. Az összehangolt fejlett állami gazdaság-ösztönzéseknek búcsút mondtunk. A magánszektorból az állami szektorhoz átcsoportosuló adósságállomány egy globális bizalmi válság kialakulásával fenyegetett, ahol a bizalmatlanság központjában az államok, és az őket hitelező bankrendszer álltak (volna). Ennek elkerülése érdekében a Németország vezette Európai Unió legtöbb tagországa megszorító intézkedéseket vezetett be, de egyéb fejlett államok is ebbe az irányba mozdultak el (Japán, USA).
- **Eddig a németek teljesítettek a legjobban.** A bejelentett német megszorítások bizalomépítő ereje, az év első 5 hónapjában 14%-kal gyengülő euró és a Kínából érkező óriási kereslet (gondoljunk csak az autó megrendelésekre) eredményeképpen a nagyok közül a német gazdaság és a DAX (saját devizájában mérve) teljesített a legjobban az év első felében.
- **Nem beszélhetünk túlértékelt részvénypiacokról.** Az S&P500 előretekintő P/E rátája eközben 12,3-ra csökkent, miközben a historikus átlag 15,8. Az árfolyam ereszkedése mellett a relatív árazásban megfigyelt csökkenés annak tudható be, hogy 2Q 2010-ben tetőztek az elemzői várakozások a vállalati eredményekre vonatkozóan, miután az első negyedévben a vállalatok 90%-a felülmúlta az elemzői várakozásokat.

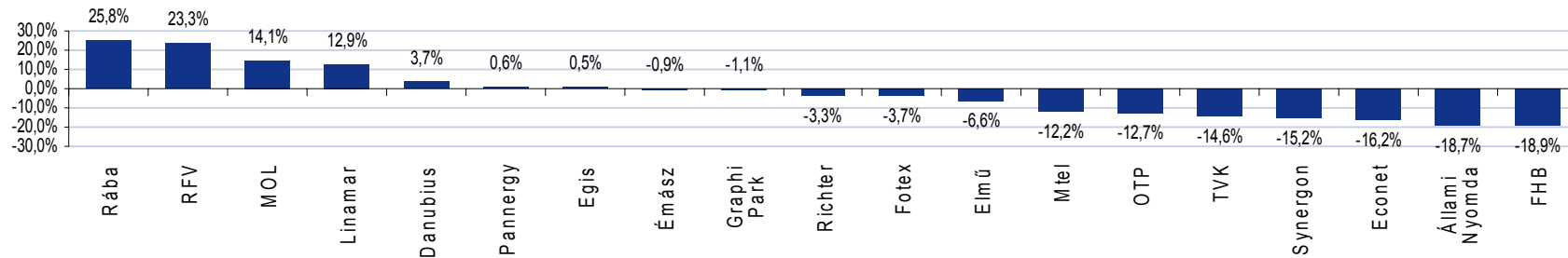
A BUX továbbra is felülteljesítő



- **Magyarország.** A BUX index 0,8%-ot esett 2010 1H-ban (USD-ben közel 20%-ot!). A periódus végére 21,050 ponton zárt az index, így 2Q10 végére gyakorlatilag teljesen eltűnt az impresszív első negyedéves teljesítmény. Hazai devizában nézve azonban továbbra is felülteljesítjük mind a fejlett, mind pedig a fejlődő piacok átlagát.
- **Kettős makrogazdasági háttér.** A magyar eszközárak alakulásában a globális hangulat romlása mellett ország specifikus tényezők is fontos szerepet játszottak. A magyar makrogazdaságot továbbra is a kettősség jellemezte. A növekedés motorja a külpiaci konjunktúra, azonban a belső kereslet visszaesése is mérséklődött. Az ipari termelés dinamikája is élénkült. Az utolsó, májusi éves index 13,7% volt. A növekedés trendje összhangban van legfőbb felvevő piacunk, Németország, valamint a régió többi országa ipari termelésének alakulásával. A második negyedévben átmenetileg ismét elővették hazánkat, mint csödesélyes államot, ami negatívan hatott az eszközárakra.
- **A mélyreható reformok eddig elmaradtak, de a költségvetés relatíve feszes maradhat.** A választások után világossá vált a befektetők előtt, hogy az új kormány nem siet a kommunikált átfogó, mélyreható reformokkal, a költségvetés szoros tartása irányába azonban történtek lépések, ami rövid távon pozitív irányba mozdította az árfolyamokat.

A BUX-ot immár a MOL húzta

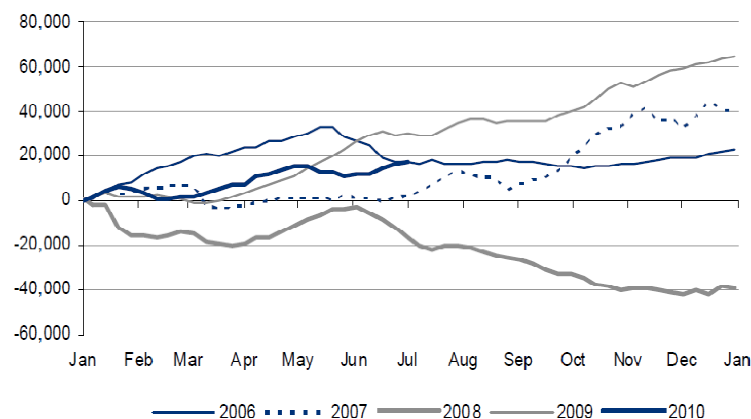
A magyar részvények teljesítménye év elejétől 2010 júniusáig



- **Bankszektor.** Az OTP és az FHB részvényárfolyamai megsínylették egyrészt a bankadó körüli bizonytalanságot, de még inkább a CHF 19%-os erősödését a HUF-fal szemben, így a hazai BÉT-en forgó bankjaink messze alulteljesítették a BUX indexet és a régiós szektortársak átlagát is.
- **Olajszektor.** A blue chippek közül a MOL szolgált kiemelkedő teljesítménnyel, hiszen közel 14%-ot emelkedett. Az iraki kutatások és az INA-val való szinergiák kiaknázása mellett a második negyedévben a horvát-magyar határ mentén talált gázmezőkről és a Romániában jövőre megkezdődő kutatásokról érkező híráram fűtötte az árfolyamot. Így a MOL még annak ellenére is emelkedni tudott, hogy a hagyományos driverek, például az olaj ára, a magyar üzemanyag-fogyasztás, vagy a régiós olajcégek szempontjából meghatározó Brent-Ural árkülönbség jelentősen csökkent a félév végére. A MOL ezzel az emelkedésével az év eddigi legjobban teljesítő blue chip-jévé vált, és a kispapírok közül is csak a Rába és az RFV hozama volt magasabb.
- **Telekom szektor.** A Magyar Telekom 12%-os esése a kamatcsökkenések megtorpanásának, a telekommunikációs szektor általános kihívásinak, ebből kifolyólag a 74Ft-os osztalék fenntarthatóságába vetett hit hiányának, és a magyar makrogazdasági pálya körüli bizonytalanságnak tudható be.

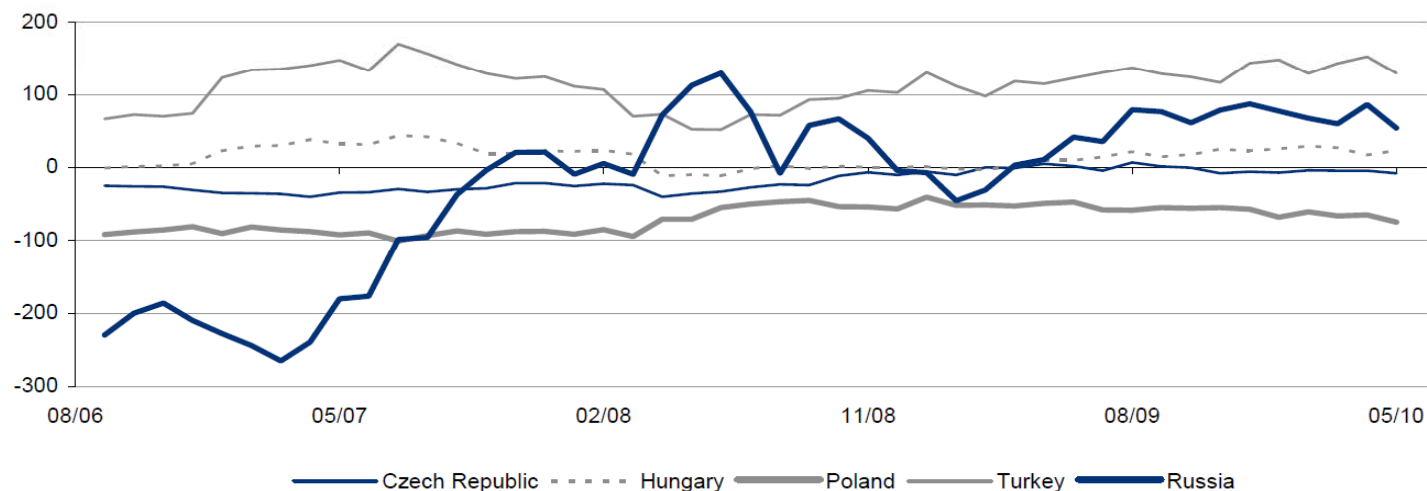
Likviditásbőség

Fig 1 Aggregate EM fund flows (US\$)



- A 2008-as, közel 45 milliárd dollár tőkeáramlást követően a feltörekvő piacokra 2010 H1-ben 17,4 milliárd USD érkezett, ami az AUM 3,08%-a.
- Az EMEA régióba ugyanakkor az AUM 7,06%-a érkezett 6 hónap alatt, ami magyarázza a régió felülteljesítését.
- A korábban 2 évig neutrális magyar allokáció mintegy 30-40 bázispontos felülsúlyozásra változott az elmúlt 13 hónapban.

Fig 5 Regional historical overweight/underweight position (bp)



Élesen kettéválik a világ

Consensus Forecasts: Growth & Inflation

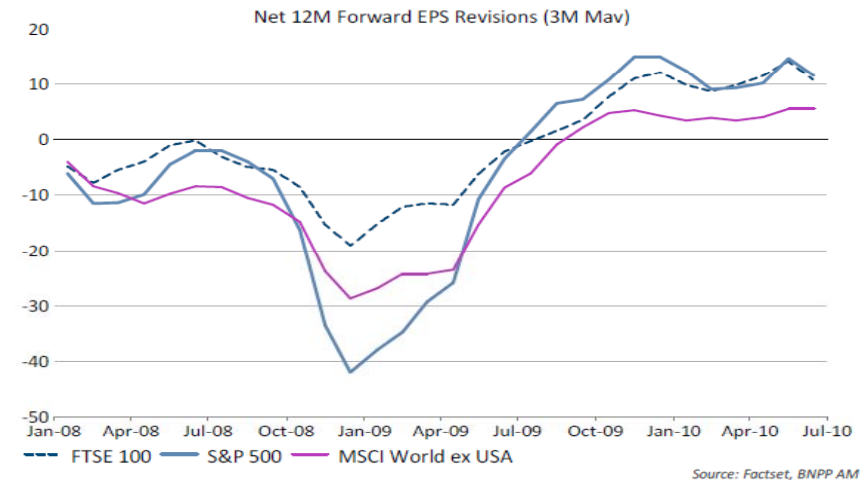
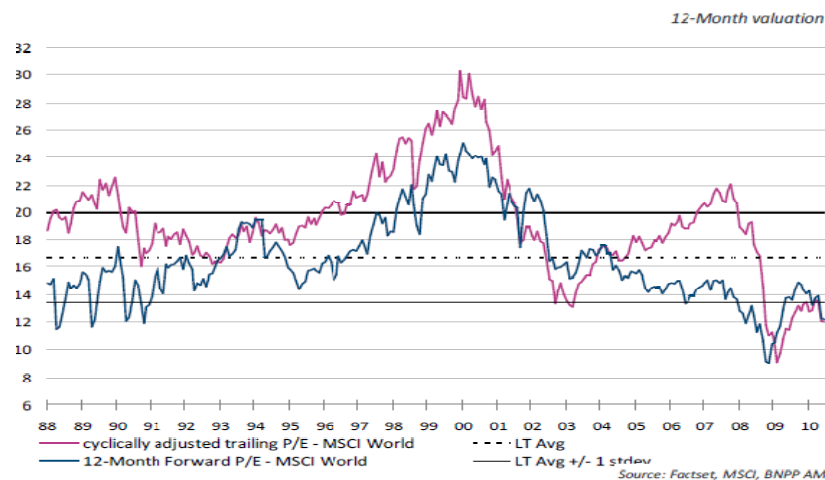
29/06/2010 M= Mean; H=High; L=Low	GDP y.o.y %								Inflation y.o.y %									
	2009	2010				2011				2009	2010				2011			
		M	H	L	-1M	M	H	L	-1M		M	H	L	-1M	M	H	L	-1M
Developed Economies																		
USA	-2.4	3.3	3.6	2.8	[3.3]	3.1	4.1	1.9	[3.1]	-0.3	1.7	2.3	1.3	[2.0]	1.7	3.0	0.4	[1.9]
Canada	-2.6	3.5	3.8	3.0	[3.3]	2.9	3.5	2.1	[3.0]	0.3	1.9	2.1	1.6	[1.9]	2.2	2.6	1.8	[2.2]
Euro zone	-4.1	1.1	1.7	0.7	[1.1]	1.4	2.2	0.8	[1.5]	0.3	1.4	1.7	1.0	[1.3]	1.5	2.1	0.8	[1.4]
UK	-4.9	1.3	2.2	0.8	[1.3]	2.3	3.2	1.1	[2.3]	2.2	3.1	3.5	2.7	[2.9]	1.9	3.4	0.3	[1.8]
Switzerland	-1.5	2.0	2.5	0.9	[1.9]	1.9	2.5	1.2	[1.9]	-0.5	1.0	1.3	0.8	[1.0]	1.1	1.8	0.7	[1.0]
Japan	-5.2	3.2	3.6	2.7	[2.4]	1.7	3.1	0.7	[1.7]	-1.4	-1.0	-0.7	-1.4	[-1.0]	-0.2	0.5	-0.9	[-0.2]
Australia	1.3	3.0	3.8	2.6	[3.2]	3.4	4.1	2.5	[3.4]	1.8	3.1	3.5	2.8	[2.8]	3.0	3.6	2.6	[2.9]
Developing Economies																		
China	8.7	10.2	11.4	9.4	[10.3]	9.0	10.0	7.5	[9.2]	-0.7	3.3	4.4	2.5	[3.3]	3.5	5.7	2.5	[3.4]
India (FY10 & FY11)	7.4	8.3	9.0	7.5	[8.2]	8.5	9.1	7.2	[8.3]	12.4	8.6	10.7	5.5	[8.4]	6.3	9.0	4.5	[6.1]
South Korea	0.2	5.5	6.8	4.8	[5.4]	4.3	5.0	3.5	[4.3]	2.8	2.9	3.3	2.4	[2.9]	3.2	3.9	1.1	[3.2]
Taiwan	-1.9	6.5	9.2	4.5	[5.6]	4.5	5.5	3.2	[4.5]	-0.9	1.4	1.9	0.5	[1.4]	1.8	2.5	0.4	[1.9]
Argentina	0.9	5.5	7.0	4.4	[5.0]	3.4	5.4	0.2	[3.2]	7.7	11.0	12.4	9.4	[10.7]	11.9	13.0	9.5	[11.0]
Brazil	-0.2	7.1	7.9	5.9	[6.3]	4.4	4.2	3.0	[4.5]	4.3	5.6	6.0	5.2	[5.5]	4.8	5.5	4.4	[4.8]
Mexico	-6.5	4.5	6.0	3.3	[4.3]	3.7	4.4	3.2	[3.7]	3.6	4.8	5.5	4.3	[5.0]	3.8	4.6	3.4	[3.8]
Russia	-7.9	5.2	7.5	4.0	[5.1]	4.7	6.1	3.8	[4.6]	8.8	6.6	8.6	4.8	[6.9]	6.9	9.2	4.5	[7.1]
Turkey	-4.7	5.8	7.1	5.0	[5.7]	4.6	5.4	4.0	[4.6]	6.3	8.9	9.9	7.8	[9.5]	6.5	7.5	4.6	[6.5]

Source: Consensus Forecasts as of 14/06/2010; Asia Pacific as of 14/06/2010, Latin American as of 21/06/2010; Eastern Europe as of 21/06/2010

- A gazdasági növekedési potenciál alapján élesen elvált a fejlődő és a fejlett világ növekedési és inflációs szempontból. Ez alapján jelentősen eltérő részvénytársasági teljesítményekre számíthatunk a fejlett és a fejlődő piacokon, valószínűleg az utóbbi javára.
- A fejlődő piacok árazása nem annyival magasabb, mint amekkora növekedési potenciáltöbblettel bírnak, még akkor is, ha a túlfűtött gazdaságokat hűteni kell. (lásd kínai ingatlanpiaci lufi és infláció)
- A világgazdaság nagy kérdése, hogy a fejlett piacokat magával tudja-e húzni a fejlődő régió, ezáltal a globális adóság-állomány földrajzi eloszlását egyenletesebbé téve. Erre szép példa volt Németország esete (lásd autóértékesítések Kínában), de világszinten rövid távon ezt nem tartjuk valószínűnek a fejlődő piacok szükségszerű hűtése miatt (a kínai GDP egyszámjegyű maradhat).
- Ha mégis a fejlett részvénytársaságokba kell fektetnünk, akkor az USA és Németország a preferált zónák.

Nyomott árazás

Az MSCI World értékeltsége a múltbeli szintekhez képest



- A második negyedévben tapasztalt korrekció miatt a világ részvénypiacainak átlagos előretekintő P/E rátája több mint egy szórásnyival alacsonyabb, mint a historikus átlag. Az MSCI World 12x-es 2011-es P/E rátán forog (bal oldali ábra).
- Az EPS előrejelzések növekedésének dinamikája vélhetően elérte csúcsát, ám drasztikus visszaeséstől nem tartunk, enyhe erózióra rendezkedünk be a féléves gyorsjelentések publikálása előtt.
- Ha hiszünk abban, hogy a fejlett piacokon bevezetett megszorító intézkedések visszaépítik a befektetői bizalmat, és ez gazdasági növekedésben is lecsapódik, akkor ezek az árszintek jó beszállási pontnak tekinthetők.
- Véleményünk szerint azonban tartós növekedést csak akkor generálnak a megszorítások, ha azok az állam, és a gazdasági alrendszerek mélyreható reformjaival párosulnak. Érdeemes azon részvénypiacokba fektetni hosszú távon, ahol ehhez meg van a politikai akarat. A jövő kérdése, hogy pl. Magyarország ilyen ország lesz-e.

Ismét romló hangulat

A hangulat újra egyre rosszabb, a készpénzállomány újra egyre magasabb

Chart 5: Fund Managers' Growth Expectations & OECD Leading Indicator

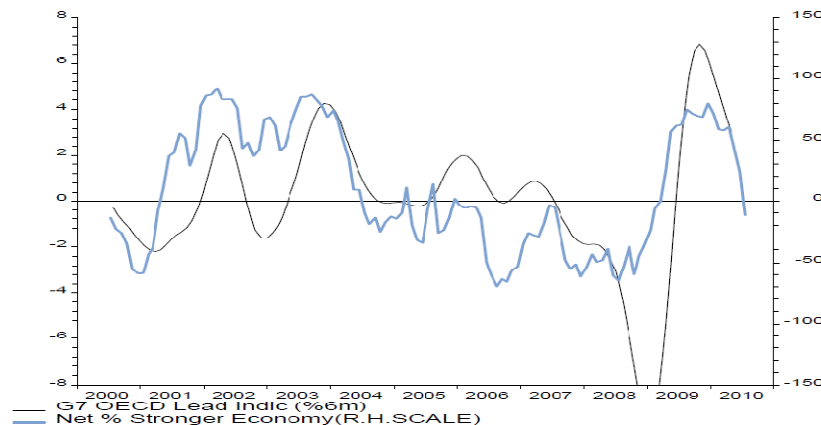
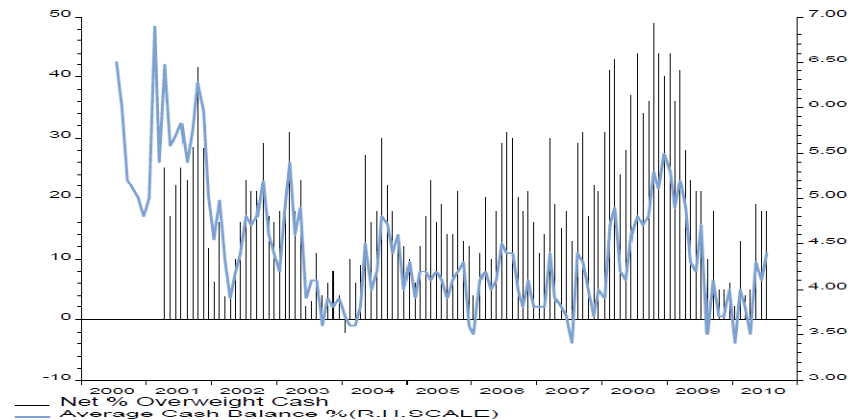


Chart 15: Global Investors Net Overweight Cash and their Mean Cash Balance



Forrás: Merrill- BofA Globális Alapkezelői Felmérés

- Az árfolyamokat nem az mozgatja, hogy mi lesz, hanem, hogy mi lesz a várakozásokhoz képest.
- A várakozás pedig az, hogy a nemzetközi intézményi befektetők többsége júliusban már a reálgazdaság gyengülésével kalkulál, míg az OECD által képzett vezető indikátor szerint is rosszabb lesz a helyzet.
- Júliusban ismét visszaépült a globális intézményi befektetők készpénzállománya az aggregált NEÉ 4,4%-áig 4,1%-ról, de még nem érte el a vételi szignált, ami 4,5%.
- Rövid távon több esélyét látjuk a pozitív meglepetéseknek, a hosszú távú növekedéshez azonban a legtöbb fejlett államban strukturális reformoknak kell bekövetkezniük.
- A jelentés szerint, ha az adatok nem erősítik meg a W alakú recessziót, akkor a kockázatos eszközöknek jó harmadik negyedévük lehet.

Várakozás

- Az utóbbi hetekben az államok adósságválsága okozta pánik múlni látszik. A befektetők gyorsan megtanultak együtt élni a helyzettel, s a legutóbbi leminősítés (Portugália két fokozattal a Moody's által) már semmilyen hatással nem volt a részvénypiacokra. Az optimista hangulat újra eluralkodott a tőkepiacokon.
- Mi ugyanakkor a piaci átlagnál kissé pesszimistábban, mondhatni visszafogott optimizmussal tekintünk a jövőbe. A fejlett országok elmúlt néhány negyedévi növekedése minden bizonnyal alábbhagy majd. Az USA-ban kifulladás látszik a masszív készlet likvidálás jótékony hatása, ráadásul a kormányzati kiadások is tetőztek már, ami mindenképpen nyomást helyez a GDP növekedésére. A munkaerőpiac sérülékenysége, valamint a csupán lassan élénkülő lakossági fogyasztás mind arra enged következtetni, hogy 2009 Q4-ben 5,6%-on tetőzött a növekedés. Ennek ellenére a double-dip esélye – habár valamelyest növekedett – még mindig kisebb, mint a mérsékelt, de pozitív bővülés víziója. Utóbbi mellett szóló érv, a továbbra is laza monetáris politika, valamint a nehezen becsülhető, de bizonyosan folyamatosan növekvő elhalasztott kereslet, ami leginkább a tartós fogyasztási cikkek terén érhető tetten. Lassan elérkezünk a utóbbi negyedéves jelentéseinkben mindig emlegetett időszakhoz, vagyis nemsokára kiderül mit produkál a gazdaság a fiskális stimulusok elapadásával...????
- A részvénypiacok rövid távú alakulásában meghatározó lesz a most kezdődő második negyedéves gyorsjelentési szezon. Az utóbbi 5 negyedévben az S&P500 tényleges EPS-e átlagosan 10%-kal haladta meg az elemzői várakozásokat. A dollár erősödése, valamint a gazdasági növekedési ütem csökkenése miatt véleményünk szerint a meglepetés ebben a negyedévben kisebb, de még mindig pozitív lesz. A volatilitás várhatóan továbbra is számottevő marad, ami lehetőséget ad a vagyonkezelő számára rövid távú taktikai pozíciók felvételére, csakúgy mint az első félév folyamán.