



**2015**  
a dollár éve?



# A vonatot, amire érdemes lehet felszállni: fejlett piaci részvények

**A** fejlett országok gazdasági növekedése gyorsul, míg a fejlődő országoké lassul a tavalyi évhez képest 2015-ben – jóslja a Nemzetközi Valutaalap (IMF) legújabb előrejelzése. Mindez pedig a vállalati nyereségeken keresztül hatással lesz az érintett vállalatok tőzsdei árfolyamára is. Ahol nagyobb a növekedés, ott több a nyereség, és nagyobb valószínűséggel emelkednek a részvényárak.

**A**merikában, Európában és Japánban elsősorban a pénzügyi feltételek javulása lesz jótékony hatással a növekedésre. A kamatok egyelőre alacsonyak (bár az Egyesült Államokban és Nagy-Britanniában emelést terveznek a jegybankok, hogy megakadályozzák az infláció növekedését), Európában és Japánban a kormányzat továbbra is folytatja a „pénznyomtatást”, az üzemanyagárak pedig – amelyek hatása a fuvarozáson vagy éppen az energiateljesítmény-

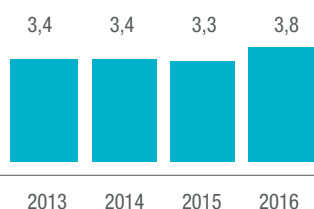
lason keresztül rengeteg termék és szolgáltatás árát befolyásolja – alacsonyak. A várakozások szerint a gazdasági teljesítmény a 2014-es 1,8 százalékos gyarapodás után idén 2,1 százalékkal, 2016-ban 2,4 százalékkal emelkedhet. Amerikában elsősorban az olcsó hitel, és az emelkedő bérek miatt a belső fogyasztás a fő hajtómotor, Európában – ahol a görög válság megoldódásával ismét emelkedni kezdtek a részvény árfolyamok - szintén a belső fogyasztásra tevődik át a hangsúly a korábbi húzó ágazatnak számító exportról.

**M**indközben a fejlődő országok fölött egyre több „fekete felleg” sorakozik, ezért várható jelentősebb átcsoportosítás a részvénybefektetőknél a fejlett országok irányába. Elsősorban Kína lassulása ássa alá az elmúlt évtized kedvenceinek számító országokkal kapcsolatos bizalmat. A néhány éve még 10 százalék feletti éves GDP-növekedéssel büszkélkedő ország idén már „csak”

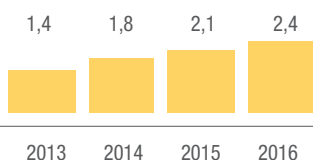
**Tipp: Globális fejlett piaci részvény forint eszközalap, Globális fejlett piaci részvény euró eszközalap**

## VÁRHATÓ GAZDASÁGI NÖVEKEDÉS

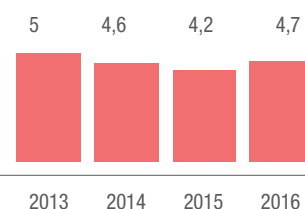
### Világgazdaság



### Fejlett gazdaságok



### Feltörekvő piacok és fejlődő gazdaságok

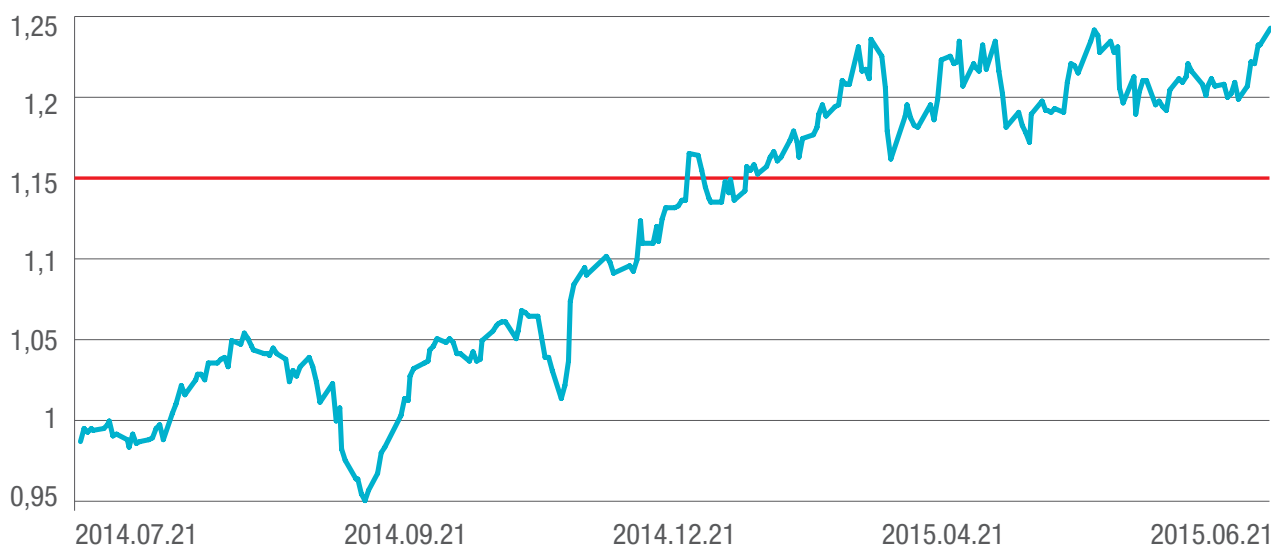


7 százalékkal bővül. A strukturális problémákkal is küzdő ország lassulása pedig átmenetileg megingatta az éppen az átlag feletti, kirívó növekedési ütem miatt kedvelt fejlődő országokba vetett hitet. Másrészt a világgazdaság növekedési üteme megtorpanni látszik. Az idén mindössze átlagosan 3,3 százalékos GDP-emelkedés alacsonyabb a tavalyinál, a kisebb volumenű termeléshez pedig értelemszerűen kevesebb nyersanyag szükséges. Jó néhány fejlődő ország vállalati szektora viszont átlag feletti mértékben épül az alapanyag-kitermelésre és feldolgozásra (elég csak Oroszország kapcsán az olajra és földgázra, vagy Brazília ásványkincseire gondolni). Szinte már csak „hab a tortán”, hogy a dollár erősödés több kelet-európai ország (elsősorban Törökország és Oroszország) vállalatait hozhatja nehéz helyzetbe. Ezek a cégek néhány évvel ezelőtt

alacsony kamatozású dollárban vettek fel hitelt, a dollár kamatok és árfolyam emelkedése miatt azonban helyzetük a magyar devizahiteles családokéhoz hasonlóan válhat válságossá.

**A fejlett országok részvénytőzsdéin** tehát jó beszállási alkalom kínálkozik, ám a vásárlást – mivel százszázalékos pontossággal senki sem tudja megjósolni a jövőt – csak szigorú kockázatkezelés mellett szabad megejteni. A veszteség minimalizáló „stop loss” árfolyamszinteket az elmúlt hónapok árfolyam alakulása alapján valamivel a korábbi lokális árfolyamminimumok alatt, 1,15 forintnál érdemes beállítani. Ha az eszközalap árfolyama áttörné ezt a szintet, valószínű a további jelentős leértékelődés.

#### GLOBÁLIS FEJLETT PIACI RÉSZVÉNY FORINT ESZKÖZALAP



forrás: Vienna Life



# Júliusi események!



## MI TÖRTÉNT JÚLIUSBAN?

### Véget ért a magyar kamatcsökkentés

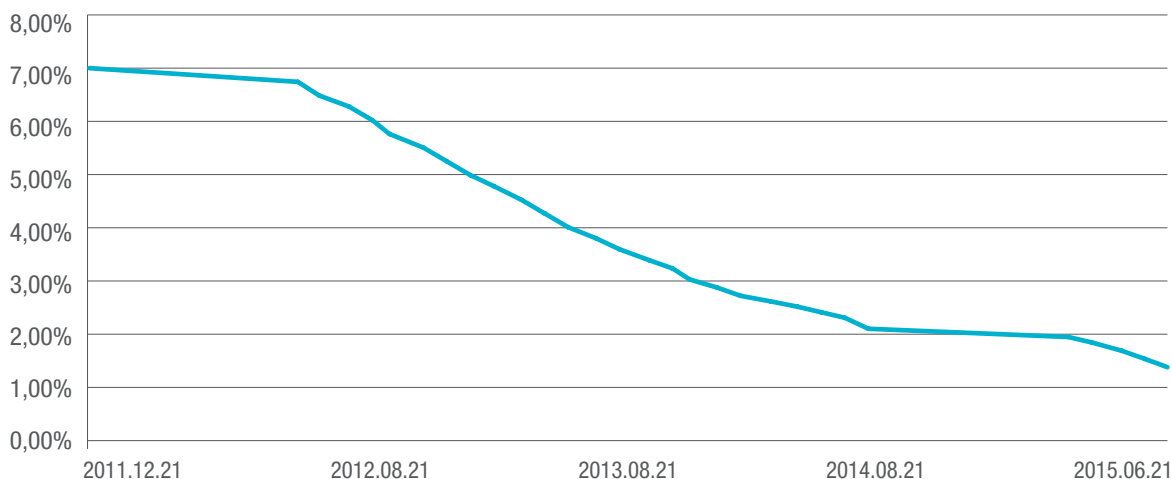
Július 21-ével véget ért a Magyar Nemzeti Bank (MNB) 2012. augusztus vége óta tartó kamatcsökkentési ciklusa. Ezt maga Matolcsy György jegybankelnök jelentette be, miután ugyanezen a napon, egy újabb vágással rekord alacsony, 1,35 százalékra mérsékeltek a forint kamatokra irányadó rátát – a jegybanki kamat egyébként nem más, mint egy kéthetes futamidejű betét, amelyben a bankok helyezhetik el megtakarításaikat az MNB-nél. Majdnem 3 évvel ezelőtt még 7 százalékon állt az állampapírok,

forint betétek és a hitelkamatok szintjét is sokban meghatározó alapkamat, majd a jegybank összesen 29 alkalommal mérsékelte azt, hogy az olcsó hitelekkel segítse a gazdasági növekedés beindítását. A jegybanki alapkamat azonban mára már olyan alacsonnyá vált, hogy az elegendő a GDP növekedés beindításához. Az MNB saját közlése szerint ráadásul az 1,35 százalékos kamatszintet hosszú ideig kívánja fenntartani (mivel ez semmi mástól nem függ, mint a jegybank Monetáris Tanácsának döntésétől, könnyen meg is teheti).

A kamatcsökkenés vége jelentős hatást gyakorolhat a forintkamatozású magyar állampapírookra. Míg a kamatcsökkenés felértékeli a forgalomban lévő kötvényeket (alacsonyabb hozamkörnyezetben árfolyamuk nő), annak hivatalos befejezése sok befektető kedvét veszi el a további forint kötvény spekulációtól. Így a kötvényalapok leértékelődhetnek.

**Tipp: Hazai kötvény forint eszközalap, Fashion bond kötvény forint eszközalap - aktívan kezelt, Pénzpiaci forint eszközalap**

#### A JEGYBANKI ALAPKAMAT



forrás: Magyar Nemzeti Bank (MNB)



forrás: Magyar Nemzeti Bank (MNB)

**Tipp: Hazai kötvény forint eszközalap, Fashion bond kötvény forint eszközalap - aktívan kezelt, Forint eszközalapok, Svájci frank eszközalapok**

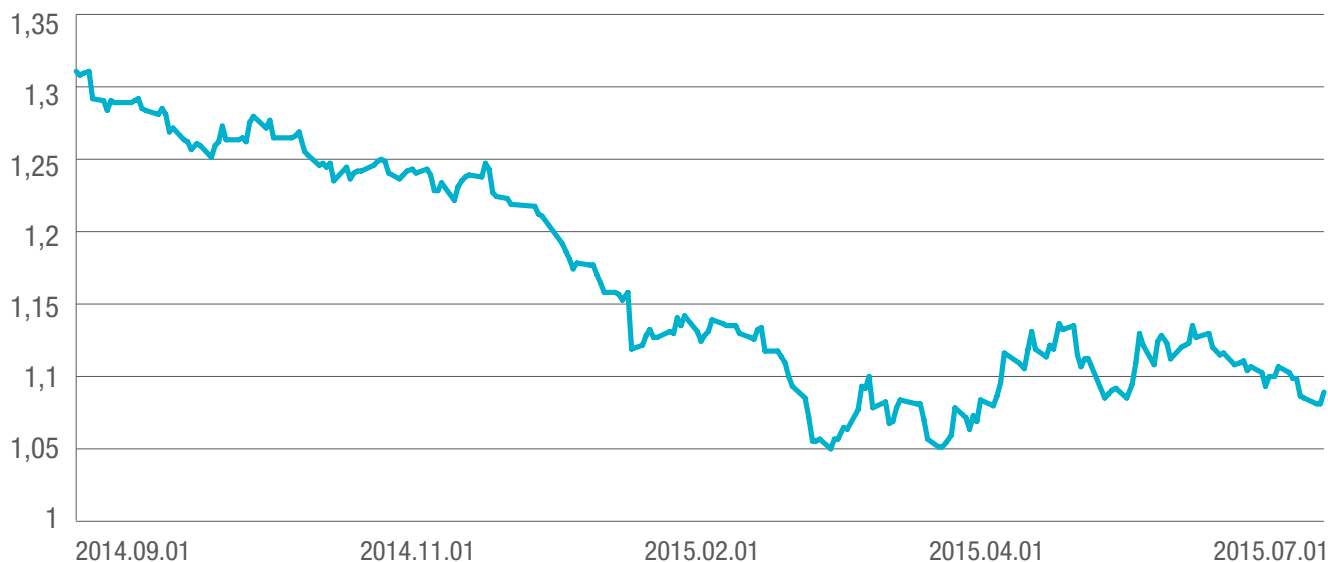
## Olcsó a forint

A neves amerikai The Economist szaklap által számolt „Big Mac index” alapján a magyar nemzeti valuta jelentős mértékben alulértékelt a dollárral szemben. A számítások alapja a McDonald’s gyorsétterem-láncnak a világ gyakorlatilag összes országában kapható, népszerű marhahúsos szendvicse: az egyszerűségében nagyszerű teória szerint egy ország valutájának erőssége arányos kell, hogy legyen az ottani vásárlóerővel. Ahol drágább a Big Mac szendvics (azaz többet lehet elkérni érte), annak az országnak a valutája erő-

sebb kell, hogy legyen. Márpedig Magyarországon viszonylag sokba kerül (legalábbis kevésbé olcsó az amerikai hamburger-árakhoz képest, mint amennyivel a forint olcsóbb a dollárnál). A szendvicsek árányából számolva a forint 33 százalékkal alulértékelt az amerikai dollárhoz viszonyítva, azaz a jelenlegi 284 forintos keresztárfolyam helyett inkább a 188 forint lenne „ildomos”. Azaz ilyen árfolyamon kellene forintot dollárra váltani ahhoz, hogy ugyanannyiért lehessen Amerikában megvásárolni egy Big Mac szendvicset, mint itthon. Mivel az euró többé-kevésbé jól árazott a dollárhoz képest, így a forint euró-kurzusának is 200 forint körül kellene lennie. A forintnál is jobban alulértékelt a cseh korona és a lengyel zloty, míg a svájci frank árfolyama indokolatlanul (körülbelül 40 százalékkal) magasabb a „zöldhasúhoz” viszonyítva.

# Big





forrás: Magyar Nemzeti Bank (MNB)

**Tipp: Globális fejlett piaci részvény forint eszközalap, Globális fejlett piaci részvény euró eszközalap**

## Egyelőre megoldódott a görög válság

Alekszisz Ciprasz görög miniszterelnök július 12-én megállapodott a hitelezőkkel. A maratoni tárgyalássorozat végeredménye nagyjából az volt, amit mi is jósltunk: bár az utolsó pillanatig folyt az alkudozás, a nyugati világ (elsősorban az Európai Unió és a NATO katonai szövetség) végül nem engedte el a gyakorlatilag fizetésképtelenné vált Görögország kezét. Amerika és Európa nyilvánvalóan nem engedhette meg, hogy a Törökországig nyúló gazdasági-katonapolitikai szövetség belsejében olyan „független” állam jöjjön létre, amely baráti viszonyt ápol Oroszországgal. Márpedig a görög kormányfő Vlagyimir Putyin elnök

kegyeit kereste, amikor az államadósság finanszírozásához keresett partnert és Görögországban a baloldal egyébként is erős hagyományokkal rendelkezik.

Az „igazságtalan megállapodás és a csőd” közül a görög kormányfő végül az előzőt választotta. Elfogadták az óriási megszorításokat (mint az áfa-emelést), cserébe átstrukturálják az adósságukat, és kapnak egy 86 milliárd eurós, hároméves mentőcsomagot. Nem lesz viszont a gyakorlatban nehezen levelezényelhető „grecxit”, azaz Görögország nem hagyja el az euró-övezetet. Nem jön vissza a drachma az euró helyett, a görök bankok sem mennek csődbe az általános bizalmatlanság miatt. A befektetők világszerte fellelegezhetnek, a görög válságban érintett befektetési eszközök – amelyek árfolyama éppen amiatt esett – drágulnak. Elsősorban az euró és az európai, valamint – a számtalan összefonódás miatt – a bankvilág részvényei drágulnak, amelyek jelentős súlyt képviselnek a fejlett országok tőzsdéin.



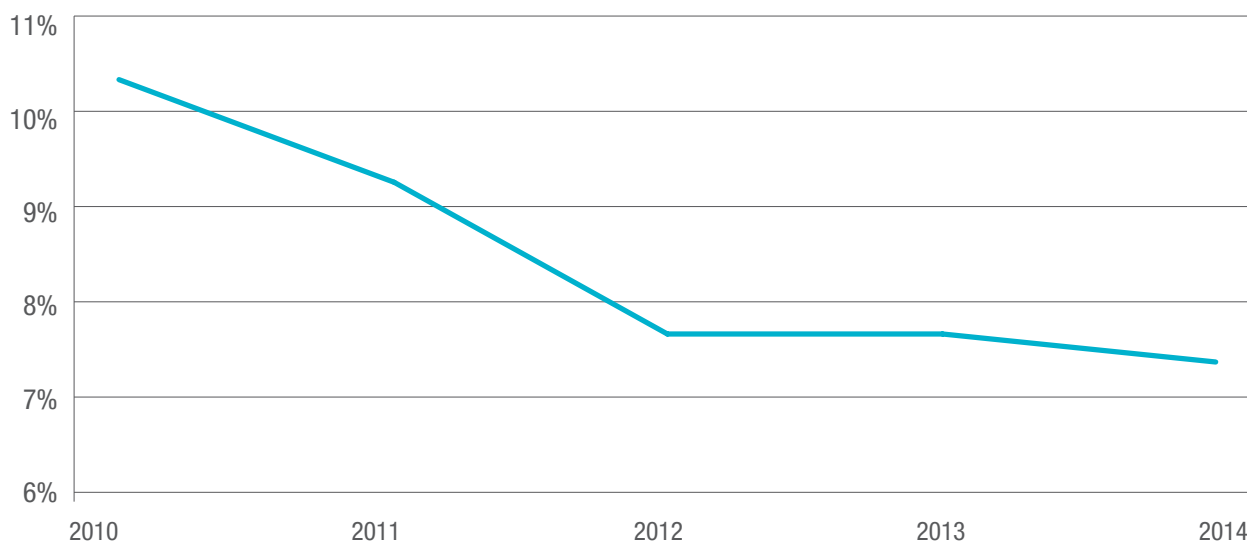
# A vártnál gyorsabban nő Kína

A várakozásnál nagyobb ütemben, 7 százalékkal nőtt a világ legnépesebb, és egyben második legnagyobb gazdaságával rendelkező országának gazdasága az idei második negyedében. A 2014-es év megegyező időszakához viszonyított erősödés megegyezik a kínai kormány hivatalos várakozásával, ami a kompetens kormányzás látszatát kelti: a Párt kézben tartja a dolgokat. Ami most különösen jól jön. A kínai tőzsde ugyanis jelentős árfolyamesésen ment keresztül az elmúlt hónapokban, elsősorban a korábbi, talán túlzott mértékű árfolyam emelkedés miatt. Ha azonban az ország tartani tudja az elhárított, 7 százalékos növekedési ütemet, még mindig a világ

egyik leggyorsabban fejlődő országa marad. Ebben az esetben pedig az elmúlt hónapok 30 százalékos árfolyam esése inkább jó hosszú távú belépési lehetőséget jelent, mintsem olyan pánikszerű zuhanást, amely a kínai részvényektől való mielőbbi szabadulást erősítené. A Kínából érkező jó hírek egyébiránt a szerteágazó kereskedelmi kapcsolatoknak köszönhetően egész Ázsiában a részvény árfolyamok emelkedéséhez vezethetnek. A kínai kormány mindenestre mindent megtesz, hogy visszaállítsa a nagy nemzetközi tőzsdei befektetők bizalmát. Az értékpapírcsere felszabadítása tovább folyik, az ország a több ezer éves Selyemút vonalán terjeszkedik. A jüan pedig a világ harmadik legnagyobb forgalmú valutájává nőtte ki magát a dollár és az euró mögött és vélhetően a következő évtizedekben az egyik megkerülhetetlen tartalékvaluta lesz. Összefoglalva: Kínának van terve – ami sok másik nagyhatalomról egyelőre nem mondható el.

**Tipp: Ázsiai részvény forint eszközalap, Ázsiai részvény euró eszközalap**

## A KÍNAI GDP VÁLTOZÁSA



forrás: The World Bank



# Vigyázat, kamatemelés!

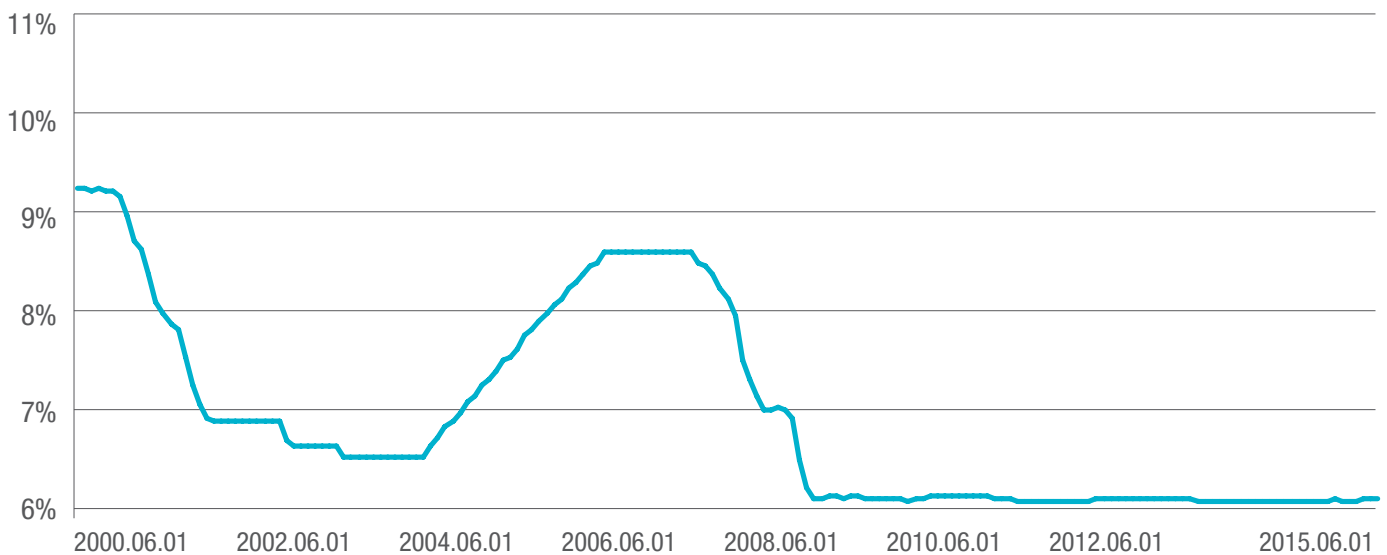
A mindenható amerikai jegybank, a new yorki tőzsde árfolyamait is befolyásoló Federal Reserve (Fed) még az idén emeli a dollár kamatokat – erősítette meg korábbi elhatározását Janet Yellen, a központi bank elnöknője. Ritka, hogy a Fed elnöke ennyire egyértelműen szól – a jegybankárok jobban szeretnek a meglepetés erejével élni, amely a tapasztalatok szerint nagyobb hatással jár. A dollár kamatok emelését egyrészt az erősödő munkaerő piac kényszeríti ki: júniusban 233 ezer, májusban 280 ezer új munkahely létesült a tengerentúlon, a munkanélküliségi ráta 5,4 százalékra csökkent (Magyarországon 7,1%). Az egyre több állás egyre több vásárlót jelent a boltokban, a növekvő vásárlóerő éppúgy áremelkedést generál, mint az egyre magasabb

bérek, amelyet a vállalatok minden bizonnyal a végső vevőkre hárítanak át (hiszen egyre nehezebb lesz egy-egy jó szakmunkást elcsábítani). Márpedig az inflációt csírájában elfojtani – azaz a nemzeti valuta értékét megtartani – a jegybankok világszerte elsősorú feladata, eszköze pedig a kamatemelés, ami a hitelek megdrágításával fékezi a túlzott mértékű növekedést.

Az amerikai kamatemelés komoly hatással lehet több befektetési eszközre is. A dollár például erősödhet, hiszen a rá fizetett magasabb kamat sok befektetőt csábít az amerikai kötvénypiacra. A pénz döntően a fejlődő országokból kerülhet kivonásra, így azok tőzsdéi lehetnek az elsődleges vesztesek. Különösképpen Törökország és Oroszország, ahol rengeteg vállalat adósodott el az elmúlt években alacsony kamatozású dollárkölcsonokkal. Ezeknek a hiteleknek most a kamata és az árfolyama is drágul, így sok vállalat kerülhet akár csőd közelbe is a „devizahitelek” miatt.

**Tipp: Arany árupiaci forint eszközalap, Auróra délkelet- és kelet-európai részvény forint eszközalap, Auróra délkelet- és kelet-európai részvény euró eszközalap, Kincskereső árupiaci forint eszközalap**

## AMERIKAI JEGYBANKI ALAPKAMAT



forrás: Federal Reserve Bank of St. Louis





# Lejtőn az arany

Ötéves mélypontra, unciánként (1 uncia=31,1 gramm) 1100 dollár alá esett az arany világsi ára július második felére. A pénzügyi válság éveiben óriási dráguláson keresztül ment nemesfém (2011-ben 1800 dollár volt az ár) egyre több fejtőrést okoz befektetőinek, és a várakozások szerint a nyomott árfolyam még hosszabb ideig fennmaradhat.

Az egyébként fontos értékőrzőnek tartott arany vesszőfutását elsősorban a dollár kamatok várható emelése okozza. Az

arany ugyanis nem fizet sem kamatot, mint a kötvények vagy a betétek, sem pedig osztalékot, mint a tőzsdei részvények jelentős hányada. Nincs belőle rendszeres, stabil jövedelem, ami az elmúlt években nem okozott problémát, hiszen a kamatok világszerte nulla-közelben álltak. Ám most emelkedésnek indulnak (Amerika mellett Nagy-Britanniában is emelni fog a helyi jegybank), így az aranyhoz hasonlóan biztonságos amerikai és brit állampapírok komoly konkurenciát jelentenek a nemesfémnek. Jelentősebb válságnak pedig – amelyek általában növelik az arany keresletét – egyelőre nyoma sincs: a görög válságnak vége, Szíriában is Ukrajnában is hallgatnak a fegyverek. A dollár emelkedése egyébként általában csökkenti a nyersanyagok árát (mivel árfolyamukat dollárban határozzák meg, felhasználásuk azonban nemzetközi), ami az aranyat is érinti.

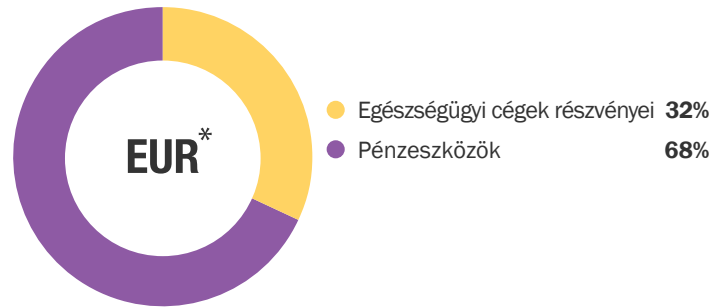
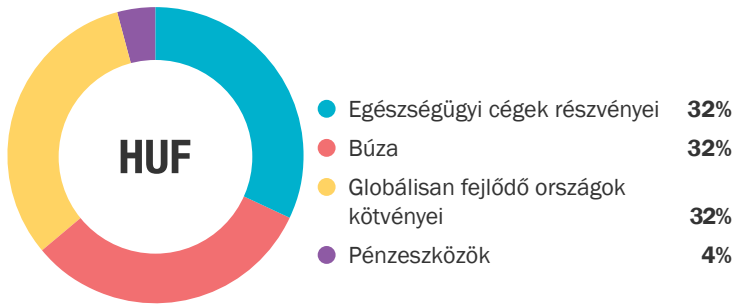
**Tipp: Arany árupiaci forint eszközalap, Kincskereső árupiaci forint eszközalap**

## ARANY ÁRA



*Forrás: Federal Reserve Bank of St. Louis*





forrás: Vienna Life

\*Forintban nagyobb árfolyam emelkedésre számíthatunk, mint euróban. Mivel a forint gyengül, így a külföldi befektetések eredményét az euró, vagy éppen a dollár forinthez viszonyított árfolyam erősödése is növeli.

## IRÁNYTŰ ALAPOK: FŐ AZ EGÉSZSÉG

**Tipp: Iránytű abszolút hozamú trendkövető eszközalapok**

### Egészségügyi cégek részvényei

Az elmúlt hónapok világviszonylatban gyenge tőzsdei teljesítménye jót tett az egészségügyi vállalatok részvényárfolyamának. Az egészségügy hagyományosan „nem-ciklikus” ágazat – az autóval szemben gyógyszert akkor is vásárolnak az emberek, ha éppen rosszabbul megy nekik – és amikor a gazdaság gyengékedik és a konjunktúrával együtt mozgó cégek (az autógyáraktól a plazmatévé előállító társaságokig rengeteg cég tartozik ebbe a körbe) részvény árfolyama esik, a befektetők pénzének jelentős része áramlik a gyógyszergyári papírokba. Ráadásul úgy tűnik, 2015-re beérik az amerikai egészségügyi reform. Az ötletgazda Barack Obama elnök után „ObamaCare” névre keresztelt program a minden állampolgárra kiterjedő kötelező egészségbiztosítással óriási piacbővülési lehetőséget kínál az egészségbiztosítóktól a gyógyszercégekig bezárólag. 2014-től a lakosság 95 százalékára terjesztették ki az egészségügyi védőháló, ami 36 millió új ügyfelet jelent.

### Globális fejlődő országok kötvényei

Az elmúlt hetekben a fejlett országokban a hozamok nőni kezdtek – ez pedig automatikusan leértékeli ezeknek az értékpapíroknak az árfolyamát (magasabb hozamot a már forgalomban lévő kötvényekkel csak úgy lehet biztosítani, ha azokat a korábbinál olcsóbban adják-veszik). Mi mást is tehettek volna, hiszen gyakorlatilag „nulla” szinten álltak, ami hosszabb távon fenntarthatatlan. Főként úgy, hogy időközben az infláció emelkedni kezdett (Amerikában 0,1 százalékra, az Euró-övezetben 0,2 százalékra) – ilyen feltételek mellett pedig senki nem adná kölcsön a pénzt

valami érzékelhető méretű kamat nélkül. A német kötvények éves hozama 0,05-ről 0,75 százalékra, az amerikai 1,65 százalékról 2,34 százalékra emelkedett év eleje óta. Így a kisebb kockázatú értékpapírokat kereső befektetők a magasabb hozamot ígérő fejlődő piaci kötvényekre váltanak, hogy megelőzzék ezt az említett veszteséget. A fejlődő országok gazdaságai stabilak, az állami gazdaságélénkítés miatt pedig inkább csökkenhetnek a hozamok (a 10 éves futamidejű orosz állampapírok éves hozama 10,4, a kínaiaké 3,6, az indiaiaké 7,8, a magyaroké 3,7 százalék), ami pedig drágíthatja a korábban, magasabb hozammal kibocsátott kötvényeket. Ráadásul a görög válság is megoldódott, ami növeli a befektetők kockázatvállalási kedvét a magasabb rizikó mellett nagyobb hozammal kecsegtető fejlődő piacokon.

### Búza

Elsősorban a vártnál esősebb kora nyári időjárásnak köszönhetően - mindössze két hónap alatt - majdnem 20 százalékkal drágult a kurzus a chicagói árutőzsdén. Míg májusban egy véka (27 kg) búza ára még csak 4,7 dollár volt, július első hetére 6 dollárnál is magasabbra kúsztak a jegyzések. Az Egyesült Államok nagy búza-termő vidékein, a Mississippi-folyó mentén, Illinois, Ohio és Indiana államokban néhány nap alatt mintegy 8 centiméternyi csapadék hullott. A sár pedig jócskán megnehezíti a sütemények és snackek alapanyagát képező őszi búza betakarítását, amire jellemzően júniusban kerül sor. Június végéig a teljes termésnek csak mintegy 19 százalékát sikerült betakarítani, ami jóval alatta marad az elmúlt évek időarányos 31 százalékos mértékével. Búzából ráadásul nemcsak kevesebb, de rosszabb minőségű is várható a hirtelen jött esőzés miatt. A nedves körülmények ugyanis kedveznek a vomitoxin nevű anyagnak, amely segíti a gombás fertőzések elterjedését.

## Eszközalapok éves hozamai\*

	1 év	3 év	5 év
Arany árupiaci forint eszközalap	4,9%	-7,0%	-
Auróra délkelet- és kelet-európai részvény euró eszközalap	-0,1%	-1,9%	-5,6%
Auróra délkelet- és kelet-európai részvény forint eszközalap	-0,9%	1,3%	-0,6%
Ázsiai részvény euró eszközalap	15,2%	6,7%	3,1%
Ázsiai részvény forint eszközalap	15,8%	10,7%	7,4%
Basel kötvény svájci frank eszközalap	0,0%	-1,6%	-2,4%
Best Selection vegyes euró eszközalap - aktívan kezelt	-7,4%	3,12%	4,87%
Best Selection vegyes forint eszközalap - aktívan kezelt	2,1%	11,31%	9,20%
Brüsszel inflációhoz kötött kötvény euró eszközalap	-1,5%	-1,0%	-1,7%
Dél csillagai latin-amerikai és afrikai részvény euró eszközalap	-2,3%	-5,0%	-3,9%
Dél csillagai latin-amerikai és afrikai részvény forint eszközalap	-2,0%	-1,9%	1,2%
Fashion bond kötvény forint eszközalap - aktívan kezelt	4,4%	8,2%	7,0%
Fix2020 kötvény forint eszközalap	5,6%	4,1%	-
Globális fejlett piaci részvény euró eszközalap	23,8%	14,9%	14,2%
Globális fejlett piaci részvény forint eszközalap	24,5%	18,6%	15,1%
Hazai kötvény forint eszközalap	4,4%	8,2%	7,2%
Ingatlan forint eszközalap	14,3%	-6,0%	-2,8%
Iránytű algoritmus vezérelt abszolút hozamú trendkövető eszközallokációs euró eszközalap	1,9%	3,8%	-
Iránytű algoritmus vezérelt abszolút hozamú trendkövető eszközallokációs forint eszközalap	-1,0%	3,3%	-
Kincskereső árupiaci forint eszközalap	-11,2%	-9,6%	0,6%
Matterhorn vegyes svájci frank eszközalap	5,2%	6,2%	3,2%
Pénzpiaci forint eszközalap	0,0%	2,0%	2,5%
Vogue részvény forint eszközalap - aktívan kezelt	13,5%	11,5%	9,4%
Zürich részvény svájci frank eszközalap	9,1%	13,0%	9,9%

forrás: Netfolio.hu





Összeállította: Kolozsi Gábor, közgazdász, gazdasági szakújságíró

\*2015-es hozamadat, 2015.07.20 –i árfolyam adatok alapján. A hozam adatok a jövőre vonatkozóan semmilyen garanciát nem jelentenek, kizárólag a múltban elért eredményt mutatják és semmilyen biztosítékot vagy ígéretet nem adnak a jövőbeli eredmény tekintetében.

A Vienna Life Vienna Insurance Group Biztosító Zrt. semmilyen ígéretet nem tesz és semminemű garanciát nem vállal a feltüntetett hozamoktól való eltérésre és az eszközalapok jövőbeni teljesítményére vonatkozóan. Felhívjuk a figyelmét, hogy a jelen tájékoztatás nem teljes körű és nem minősül nyilvános ajánlattételnek, sem befektetési tanácsadásnak, sem befektetési elemzésnek, kizárólag a figyelem felkeltését szolgálja. További részletek és tájékoztatás: [www.viennalife.hu](http://www.viennalife.hu)

Helló élet!