

# Total Return

2016. JÚNIUS

[www.totalreturn.hu](http://www.totalreturn.hu)

MAGAZIN

## Nem mind arany, *ami fénylik*

**Már nem  
bóvli  
Magyarország**

**Új egyensúlyi  
árat keres  
az olaj**



# Nem mind arany, ami fénylik

**Hatezer éves lufi, ami az idén tovább fújódhat – a válságkezelés világszerte tapasztalt kudarcai erősthetik az arany árfolyamát. Spekulálni azonban csak óvatosan és kis összeggel szabad.**

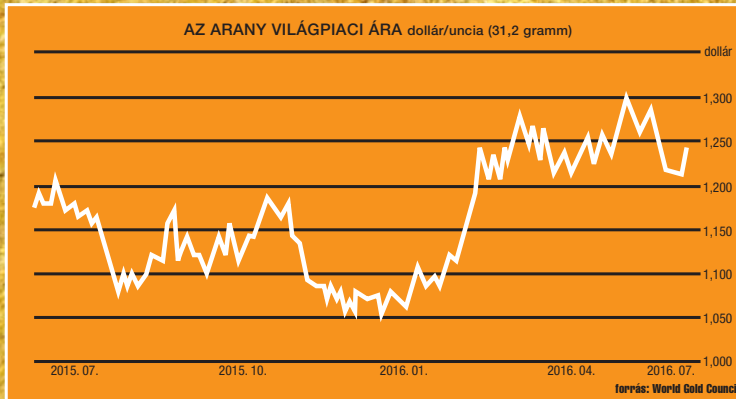
„Aki szeret hatezer éves buborékot lovagolni, az szűk stoppal, és szigorúan csak kisebb összegű pozícióval tehet egy próbát. De ez nem lesz sima menet, én pedig még kísérletet sem tennék arra, hogy egy buborékkal kapcsolatban adjak tanácsot” – ad hangot az aranybefektetéssel kapcsolatos fenntartásainak Duronelly Péter, az Aegon Panoráma abszolút hozamú alap portfólió menedzsere. Teszi mindezt a nemesfémekkel kapcsolatos optimizmus csúcspontján: a világpiaci ár ugyanis év eleje óta 20 százalékkal unciánként (31,2 gramm) 1250 dollárra emelkedett. Ez forintban és grammként 11 000 forint és egyre többen jósolnak újabb hegymenetet. A részvények drágák, a kötvények alig fizetnek kamatot. A dollár az egyre távolabbra tolódó kamatemelési ciklus miatt gyengül – megannyi, az évszázadok óta az értékmegőrzés szimbólumává vált nemesfém felértékelődése mellett szóló érv. Vajon miért emelkedett az idén az arany ára?

Willem Buiten, az amerikai Citigroup bankcsoport vezető közgazdásza szerint az arany egy „hatezer éves buborék”, ezért a fair árát sem lehet megállapítani. Ez a kijelentés tulajdonképpen nem is túlzás: az aranyat ugyanis nagyrészt felhalmozzuk, ipari hasznosítása nagyjából az éves termelés 10 százalékára tehető. A maradékból ékszer lesz, illetve valamilyen tömbösített formában felhalmozásra kerül. Mivel az arany rendkívül időálló, az elmúlt több ezer év termelése is megvan még, tehát a kereslethez képest rendkívül nagy mennyiséget lehet mozgósítani, ha az árak nagyon megemelkednek. Az arany ára annyiban értelmetlenül emelkedik, hogy „fair” árazási modellje nem létezik. De vannak olyan motivációk, melyek a befektetői hangulat függvényében az arany keresletét növelhetik, vagy éppen csökkenthetik. Az arany az ügybenevezett „Bretton Woods-i”, a nemzeti valutákat fix árfolyamon az aranyhoz kötő rendszer összeomlása után egy hosszú, ún. „demonetizálódási” fo-

lyamaton ment keresztül. Ennek keretén belül a devizák mögül szép lassan eltűnt az aranyfedezet. Ez nagyjából az ezredfordulóig tartott, amikor is elindult az árfolyam lassú emelkedése. A válságot követően aztán az áremelkedés újabb lendületet vett, amint a pénzügyi rendszer stabilitásába vetett hit megrendült. Az eurózóna válságának pillanatnyi csillapodásával ez alábbhagyott, és amikor a ciprusi jegybank értékesíteni kezdte a tartalékait 2013-ban, a nettó kereslet szinte teljesen eltűnt.

## PÉNZSZÓRÁS HELIKOPTERRŐL

Abból, hogy most megint van látható igény az arany(befektetés) iránt, jól mutatja, hogy az euróválságot okozó problémák egy része még mindig velünk van. A legújabb problémán, a brit EU-tagság esetleges megszűnésén túl az euróövezet tagországainak adóssága még mindig magas. Ráadásul a bankrendszert minden törekvés ellenére valószínűleg nem sikerült igazán „kitakarítani”. A feltörekvő országok egy részében most kezd a vállalati eladósodottság gondokat okozni, a növekedés pedig szinte sehol nem éri el azt az ütemet, amire három-négy évvel ezelőtt



Venezuela aranytartalékából jelentős mennyiségeket igyekszik majd pénzé tenni, hogy a rezsim túlélését legalább néhány hétre biztosítani tudja. Ezt ellensúlyozhatják a „Brexit” túlélésére játszó befektetők, vagy éppen a fejlődő országok jegybankjainak növekvő aranytartalék-kereslete. Ez utóbbit Kenneth Rogoff, az IMF volt vezető közgazdásza – ma a Harvard Egyetem professzora – ajánlja a nemzetközi pénzügyi rendszer jobb működése céljából.

számítottunk. Nem csoda, hogy a jegybankok újabb nem szokványos eszközökön törik a fejüket. Az ún. „helicopter money” elképzelés mögött a nem szokványos eszköztár, tehát a kötvényvásárlási program szemmel látható kudarca áll. Ezt ugyanis azért lépték meg, mert arra számítottak sokan, hogy az alacsony kamatok majd ösztönzik a hitelezést. Ezt azonban megakadályozta, hogy a vállalati szektor adóssága még mindig igen magas, sőt, a feltörekvő országokban nagyságrendileg magasabb, mint a válság előtt volt. Így a vállalati szektor nulla százalékos kamaton sem akar hitelt felvenni, mert tartozása így is nagy, a termékeik és szolgáltatásaik iránt támasztott kereslet pedig pang. Erre jött az a „zseniális” gondolat, hogy a jegybankok pénzteremtése közvetben a fogyasztókat célozná meg. Azaz mindenkinek jóváírnának a számláján egy kis pénzt, amit az emberek elkölthetnek. „Ám ez teljesen szembe megy mindazzal, amit eddig a pénzügyi rendszerrel vallottunk” – figyelmeztet Duronelly Péter, ai szerint ez a lépés még jobban szétzi-

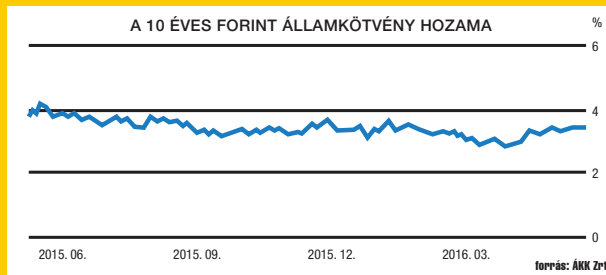
lálhatja a nemzetközi pénzügyi rendszert. Így adódik, hogy néhányan az aranyhoz, mint biztosítékhoz nyúlnak. Ennek elenére nincs töretlen áremelkedés (májusban 5,9 százalékos korrekciót láthattunk). Persze ettől még hosszabb távon maradhat emelkedő a trend, kisebb hullámzásokkal. Utóbbira lehet példa, hogy a mára a teljes összeomlásig eljutott



Duronelly Péter • Stratéga, portfoliómenedzser, Aegon Alapkezelő

# Mi történik a világban?

## Már nem bővli Magyarország



**A helyzet.** Megtört a jég. A világ egyik legnevesebb hitelminősítője, az inkább számszerűsíthető, objektív adatokra támaszkodó amerikai–brit Fitch a befektetésre ajánlott (BBB-) kategóriába sorolta a korábban „bővli” minősítésű Magyarországot.

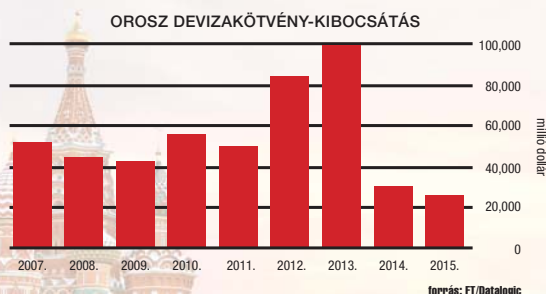
**Előzmény.** 2012. január 6-ával került le a befektetésre ajánlott címke a hosszú lejáratú magyar devizaadósságról (az amerikai Moody'snál és Standard & Poorsnál már előbb, 2011 novemberében), elsősorban a gazdaságpolitika ki-

számíthatatlansága, a magas államadósság és általában a gazdaság sérülékenysége miatt. Mára javult a helyzet, amit a piac már korábban beárzott azzal, hogy a magyar államkötvények hozama alacsonyabb a lengyelekénél.

**Következmény.** További felminősítések, amelyek hatására a hosszú lejáratú államkötvények és a forint is erősödhet. A Fitch döntése után ez a trend még nem indult meg: az euró 317,3 forintra erősödött, az állampapír-hozamok stagnáltak.



## Oroszország ismét a nemzetközi porondon



**A helyzet.** A Krím bekebelezése miatti embargó kezdete óta első ízben bocsátott ki devizakötvényt Oroszország. A 10 éves futamidejű állampapírokból 1,75 milliárd dollárnyit adtak el viszonylag magas, 4,75 százalékos kamattal.

**Előzmény.** Államkötvényből a nemzetközi szankciók bevezetése, 2014 óta nem történt kibocsátás a nemzetközi pénzügyi porondon. Utoljára 2013 szeptemberében értékesített az orosz kormány 2019, 2023 és 2043. évben lejáró, mindösszesen 6 milliárd dollárnyi állampapírt. A forrásra egyébként a költségvetés deficitjének csökkentése miatt van szükség: azt ugyanis 50 dolláros olajárral tervezték, a legfontosabb bevételi forrás elmúlt évi átlagára pedig ennél jóval alacsonyabb volt.

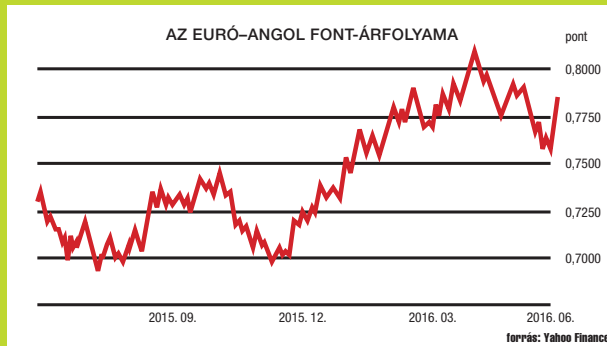
**Következmény.** A kötvényeket 70 százalékban külföldi befektetők jegyezték le, az Oroszországgal szembeni bizalom erősödése a szankciók végét vetíti előre. Ez – az erősödő olajárral együtt – a moszkvai tőzsde és a rubel erősödését valószínűsíti.

# Többségben a Brexit

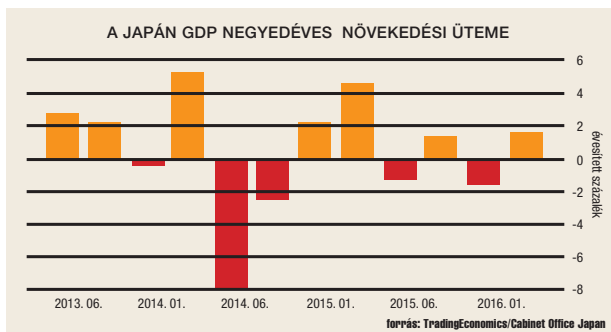
**A helyzet.** A június 23-i népszavazás előtt két héttel a felmérések a brit EU-tagság feladását támogatók többségét jelzik. A kilépők 45 százalékkal a maradók 41 százaléka áll szemben.

**Előzmény.** Az Unió előnyeit és hátrányait szembeállító kalkulációknak sokéves hagyománya van Nagy-Britanniában. A mostani szavazásban még a kormány sem egységes: Cameron kormányfő például a Brexit ellen, míg Michael Gove igazságügy miniszter finoman mellette kampányol.

**Következmény.** Bár a pontos gazdasági hatásokat nehéz megbecsülni, a növekvő bizonytalanság miatt a font jelentős mértékben gyengült, a londoni tőzsde egy év alatt 25 százalékkal 17 600 pontra esett. Ha a britek a kiválás mellett voksolnak, Skócia is függetlenedhet, és a font további 10-15 százaléket veszhet értékéből. A gazdasági növekedés lassulhat, ami elsősorban a belföldi vállalatokat (bankok, éptőipar) érintheti kedvezőtlenül.



# Meglepően jól megy Japánnak



**A helyzet.** Jóval az elemzők által várt 0,2 százalékos növekedési ütem felett, évesítve 1,7 százalékkal bővült a „felkelő nap országának” gazdasága.

**Előzmény.** A várakozásokat, és a tavalyi utolsó három hónap teljesítményét (1,7 százalékos GDP-csökkenés) egyaránt meghaladó statisztika elsősorban a 60 százalékos súlyt képviselő lakossági fogyasztás (+0,5%) és a kormányzati kiadások (+0,7%) számlájára írható. Na és persze az exportéra: a pénznyomdat folyamatosan működtető Abe Shinzo kormányfő kamatcsökkentései és kötvényszerzési programja hatására az elmúlt években a jen jelentősen gyengült (egy dollárért 2014 elején 90, tavaly nyáron már 120 jent adtak).

**Következmény.** A jen és a japán tőzsdeindex (Nikkei: 17 000 pontra) erősödése. A vállalatok beruházásainak visszaesése (-1,4%) a kötvényszerzési program 10 000 milliárd jennel való növelését vetíti előre.

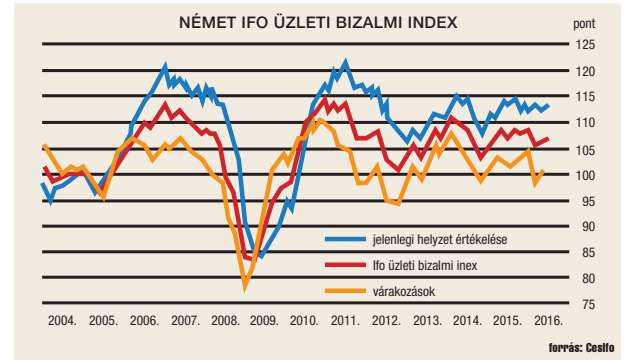


## Jobban bíznak a németek

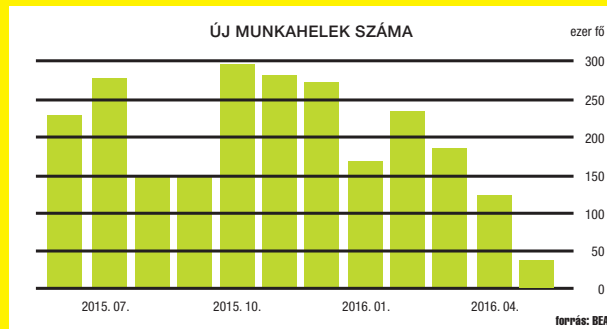
**A helyzet.** A 7000 helyi cégvezető véleményét összegző Ifo index szerint mind a négy jelentős szegmensben nőtt az üzleti szféra bizalma Németországban.

**Előzmény.** Az év eleji, jelentős mértékű visszaesés után az építőiparban 1991 óta nem látott rekord értéket mértek májusban. A magyar vállalati szférának is irányadó feldolgozóiparban pedig már harmadik hónapja nő az optimizmus. A szondázott vállalatvezetők különösen a jelenlegi helyzettel elégedettek, ugyanakkor a várakozások is javulnak. Minden bizonnyal az első negyedévi – a megelőző három hónap duplájára rúgó – 0,7 százalékos GDP-növekedésnek köszönhetően. Amely mögött viszont az Európai Központi Bank (EKB) 2009 óta tartó pénzügyi stimulusa áll.

**Következmény.** A DAX német tőzsdeindex 10 000 pont fölé való erősödése. A német részvények február óta drágulnak, az EKB monetáris politikájának legnagyobb nyertese a pénzügyi világválságot és a kínai lassulást is átvészelte.



## Kevés az új amerikai munkahely



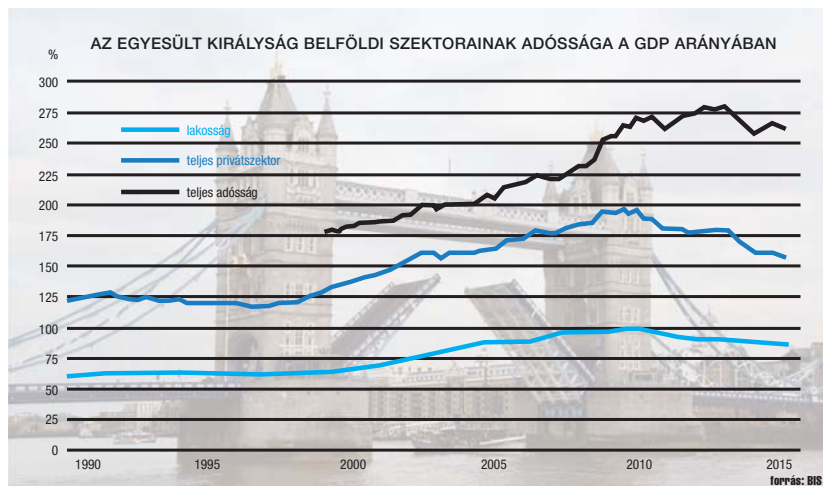
**A helyzet.** A korábbi hónapokhoz és a várakozásokhoz (+164 000) képest is meglepően kevés, mindössze 38 ezer új munkahelyet teremtettek májusban az amerikai vállalatok.

**Előzmény.** A 141 000 munkaadó megkérdezése után, a rákövetkező hónap első péntekjén megjelenő statisztika az egyik legfontosabb konjunktúra-előrejelző, hiszen az amerikai gazdaság kétharmadát a belső fogyasztás adja. Az pedig jelentős mértékben függ a munkahelyi jövedelmektől. A 38 ezres bővülés csupán csekély fogyasztás-növekedést alapozhat meg, a stabil növekedéshez 200 ezres értékre lenne szükség.

**Következmény.** A rossz hír most jó, legalábbis a tőzsdéknek. Az amerikai jegybank (a Fed) a romló növekedési kilátások miatt minden bizonnyal kevésbé lelkes a kamatemeléssel kapcsolatban, ami máris dollár gyengülést és az amerikai részvények drágulását hozta. Utóbbit a vállalati eredmények 1,9 százalékos első negyedéves bővülése is támogatja, amint az energia szektor az olajár emelkedésével magára talált.



# Így megy bele az Egyesült Királyság a *Brexit*-szavazásba



A teljes adósság európai perifériás szintet üt meg a GDP közel háromszorosával. A háztartások és a vállalatok a válság óta igyekeznek pénzügyi egyensúlyukat helyreállítani, és fizetik vissza adósságaikat. Ha ezt rendszeresen folytatják, pár év múlva visszatérnek egy kilencvenes évekbeli állapothoz.

Az állam és a hozzá tartozó intézmények (állami vállalatok) adóssága viszont egyre csak nő, nagyjából szinten tartva a három belföldi szektor együttes adósságszintjét. Történik ez annak ellenére, hogy a költségvetés igyekszik a pénzügyeit egyensúlyba hozni, és adósságtérhek nélkül szá-

molt, a folyó bevételek és kiadások egyenlegeként adódó deficitjét eltüntetni.

Érdekes, hogy eközben az ország túlköltekezése pedig növekszik. A folyó fizetési mérleg egyenlege, ami a belföldi egyensúlyi, vagy éppen egyensúlytalansági folyamatok fő megjelölési felülete, meredeken romlik. Az Egyesült Királyság messze a lehetőségei felett költekezik, ami nem jön jókor egy olyan periódusban, amikor az ország egy kollektív védőhálóként is funkcionáló közösségből próbál kihátrálni.

A Brexit brit konjunktúrára vonatkozó várható hatásait boncolgató elemzések általában negatívak, de én még

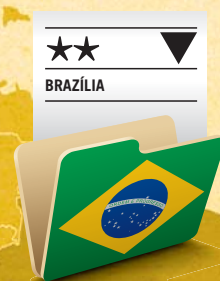
Grafikon arról, milyen egyensúlyi mutatókkal készül az Egyesült Királyság a június 23-i szavazásra. Az uniós tagság így vagy úgy, de plusz stabilitási tényező minden tagországnak, még a nagyoknak is. Ezért érdemes megnézni, az Egyesült Királyság milyen egyensúlyi mutatókkal készül arra, hogy esetleg innentől teljesen maga intézze az ügyeit. Ahogy a perifériás országokra már vizsgáltuk, itt is érdemes egy pillantást vetni a hitelállomány alakulására.

nem olvastam egyetlen egyet sem, amely igazán meggyőző lett volna. A feltételezések szerint a bizonytalanság visszaveti a beruházási kedvet, a fogyasztói bizalmat satöbbi, satöbbi. Ilyen eseménnyel ugyanakkor nem találkoztunk még, és a szavazást követő hónapokban az Egyesült Királyság pontosan ugyanúgy lesz a világgazdaság része, mint annak előtte, így a pontos gazdasági következményeket lehetetlen megjósolni. Az adósságállománnyal, illetve a túlfogyasztással kapcsolatos helyzet azonban érvényes lesz, sőt, ezek akkor is számítanak, ha végül a maradásra szavazók lesznek többen.

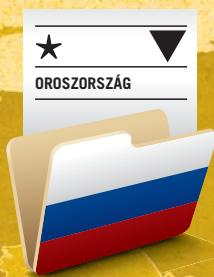
# Törökmézes-madzag

**B**ár májusban 2013 ősze óta a legnagyobb egyhavi veszteségét könyvelte el a török tőzsde (a száz legnagyobb kapitalizációjú részvény árfolyam változását összegző Borsa Istanbul 100 index 8,8 százalékkal értékelődött le, amihez a török lira 5,3 százalékos gyengülése is hozzáadódott), a török tőzsdei társaságok átlagos nyereség növekedése továbbra is reményt keltő. Így az isztambuli börze ma kifejezetten olcsónak számít: az átlagos részvényárfolyam az egy papírra eső vállalati nyereség mindössze 8,5-szöröse. (Csak összehasonlítás gyanánt New Yorkban 17,1-szeres, a magyar tőzsdén 11,8-szoros ugyanez a szorzó). Miközben a vállalati profit növekedés üteme 2016-ban és 2017-ben elérheti a 33(!) százalékot.

Az árfolyamok hirtelen zuhanását egyébként kormányválság okozta. A prezidenciális rendszert előkészítő Recep Tayyip Erdogan elnök elérte Ahmed Davutoglu kormányfő lemondását, akinek utóda, Binali Yildirim viszont már támogatja Erdogan centralizációs tervét. A török gazdaság kibocsátása (a GDP) ugyanakkor a becslések szerint dinamikusan, 3 százalékkal nőhet az idén, a kereskedelmi mérleg deficitje pedig – elsősorban az olcsó import-olajnak köszönhetően – jelentősen csökken.







**JELMAGYARÁZAT:**

★★★★ = leginkább ajánlott

○ = semleges

★★★★ = legkevésbé ajánlott\*

# Új egyensúlyi árat keres az olaj

***Míg 2014-es, hordónkénti 107,5 dolláros csúcstól közel 80 százalékot esett az olaj világgpiaci ára, az idei 26 dolláros mélypontról idén szintén 80 százalékkal 50 dollárra emelkedett a kurzus. Milyen befektetési potenciált lát a „fekete aranyban”?***

Az olajkapcsolt befektetések közül az Aegon Alfa alapban amerikai olajkitermelők részvényeit tartottuk, amelyeket értékesítettünk. Jelenleg olyan román vállalatokban vannak befektetéseink, amelyek profitálhatnak a stabilizálódó nyersanyagpiacokból.

Az olajár 50 dollárig való emelkedéséhez számos tényező járult hozzá. Összességében azt lehet mondani, hogy megkezdődött a fizikai alkalmazkodás az alacsony olajárhoz. A kitermelési problémákra visszavezethető kínálatcsökkenés összesen napi 3 millió hordónyi olajat „tüntetett el” a piacról, amelynek következtében májusra a Goldman Sachs neves amerikai bankház becslése szerint a kereslet meghaladhatta a kínálatot. Elillant a korábbi, az áreséshez nagymértékben hozzájáruló deficit.

***Kanadában ráadásul erdőtüz is nehezítette a kitermelést, a Fort McMurray-telep környékén 90 000 ember kitelepítésével járó katasztrófa miatt három olajcég sem tudott határidőre szállítani.***

Az erdőtüz eloltása után szerencsére a kérdéses területen a kitermelés szintje néhány héten belül elérheti a korábbi szintet. Az alacsonyabb világgpiaci ár miatti kínálati alkalmazkodás egyébként világszerte jellemző tendencia: Amerikában napi 500 000 hordóval kevesebb a kitermelés

az egy évvel ezelőtti állapothoz képest. Kínában az olajtermelés 2012 augusztusa óta a legalacsonyabb szinten van, Nigériában (ez talán a legfrissebb tényező) 20 éve nem volt ilyen alacsony a felszínre hozott mennyiség (1,4 millió hordó/nap). Ez 40 százalékkal kevesebb, mint a legutóbbi csúcs, amiben komoly szerepe van annak, hogy egy militáns csoport (a Niger Delta Avengers) folyamatos támadásokat indított olajterminálok, olajkitermelő, és olajszállító létesítmények ellen. Líbiában továbbra is alacsony a kitermelés, annak ellenére, hogy megegyezés született a harcoló felek között az olajbevételek elosztásáról. Végül Venezuelában a politikai bizonytalanság okozhat problémát: Maduro elnök 60 napos szükségállapotot vezetett be, az ellenzék az ő visszahívásáról próbál népszavazást kezdeményezni.

***A legutóbbi áremelkedés tükrében a következő, júliusi ülésen kisebb eséllyel fognak a kitermelés csökkentéséről megegyezni az OPEC olajkartell tagjai. Mi állhat még a további olajár-emelkedés útjába?***

A csökkenő amerikai készleteken túl természetesen a potenciális kínálatnövelő faktorok. Először is az amerikai palaolaj-kitermelők a magasabb olajár mellett (komoly belső költségcsökkentések után) a vártnál gyorsabban tudják növelni kibocsátásukat. Másrészt a kitermelők olajárfedezése (a jövőbeni kitermelés határidős piacon eladása) várhatóan egyre nagyobb méreteket fog ölteni a mostani 40-50 dollár felletti áron. Ugyanakkor a hedge fundok május elején rekord olaj long pozíciókkal rendelkeztek, amelyek csökkentése (a profit taking) már elkezdődött. Végül Sza-



úd-Arábia jelentős kapacitással rendelkezik a termelés növelése szempontjából, viszonylag gyorsan tud többletkapacitást a piacra dobni. Az ország a nyári időszakban általában növeli kitermelését a magasabb villamosenergia igény miatt. Várhatóan nem kívánatos számukra egy magasabb olajár, nem fogják tétlenül végignézni az amerikai kitermelés újbóli jelentős emelkedését. Emiatt az olajár emelkedését rövid távon limitálni próbálják majd, de túl nagy esés sem kívánatos a megcsappant állami bevételek következtében. A piac egy új új egyensúlyi árat próbál találni, amit a legutóbbi globális termelés kiesés megzavart. Az új szaud-arábiai olajvezetés várhatóan kiszámíthatatlannabb lesz, mint a korábbi.

#### **Hosszabb távon milyen irányba mozdulhat a kurzus?**

Az olajra komoly nyomást gyakorolhat hosszú távon az elektromos autók, önvezető járművek és megosztáson alapuló termékek, szolgáltatások elterjedése, mivel a világ kőolaj-felhasználásának 60 százaléka a közlekedésben fogy el. A trend jövőbeli alakulásában kulcskérdés az akkumulátorok árának további esése. Ha a költségcsökkenés az előző évekhez hasonló ütemben folyik tovább, az igazi áttérés a 2020-as évek elején megtörténhet. Ekkorra lehetnek – ha a teljes életciklusra vetített költségeket nézzük (autó ára + 10-15 évnyi üzemanyagktsg. + szervizelés) – olcsóbbak az elektromos autók a benzines vagy dízeles gépkocsiknál.

Loncsák András • vezető részvényportfolió menedzser, Aegon Alfa abszolút hozamú alap





2015  
PRIVÁTBANKÁR.HU  
**KLASSZIS**

AZ ÉV ALAPKEZELŐJE

2015

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

**AEGON**  
Alapkezelő

[www.aegonalapkezelo.hu](http://www.aegonalapkezelo.hu)

**Stabilitás • Megbízhatóság • Online**