

## Hozamot szeretne megtakarításain? - Érdeemes barátkoznia a globális részvénypiacokkal

A befektetők számára az abszolút hozamú alapok mellett a megfelelően menedzselte részvénykitettségek lehetnek nélkülözhetetlenek a vonzó hozamok eléréséhez a következő években – fogalmaz a Generali Alapkezelő befektetésekért felelős vezetője.

Pallag Róbert szerint a történelmi mélypontokon levő hozamok mellett nem tűnik racionálisnak magyar vagy fejlett piaci államkötvényeket vásárolni. Az európai gazdaság talpra állása folytatódhat, a részvénypiacok emelkedhetnek, de ez nem feltétlenül vonatkozik a magyar tőzsdére. A forint sávozva lassanként tovább gyengülhet – összegzi a 350 milliárd forintos vagyont kezelő társaság aktuális várakozásait a szakértő, akinek több alapja is a legjobbak közé tartozik a releváns időtávokon a BAMOSZ adatbázisa alapján.

**Privátbankár: A hazai és európai befektetési döntések Alfája és Omegája mostanában az alacsony kamat- és hozamszint. Meddig marad ez így, illetve milyen tényezők befolyásolják a növekedési kilátásokat?**

**Pallag Róbert:** A történelmi mélyponton lévő hazai alapkamathoz az előző évek roppant támogató globális tőkepiaci környezete és a rendkívüli intézkedésekkel is befolyásolt alacsony infláció egyaránt hozzájárultak. Magyarország szempontjából is nagyon fontos, milyen eredményeket hoznak az euró-zónában a válságkezelés további lépései.

Az EKB idén meghirdetett és várhatóan újabb elemekkel bővülő eszközvásárlási programja miatt várakozásaink szerint tartósan alacsonyak maradhatnak a kötvényhozamok az euró-zóna központi országaiban és a periférián egyaránt, mindez pedig a sérülékenységek ellenére meggátolhatja a hozamok hirtelen, jelentős emelkedését a magyar állampapírhoz.

Az euró elmúlt hónapokban látott gyengülő trendje fennmaradhat, mindez támogatóan hathat az európai exportőrökre és a növekedési kilátásokra. A legnagyobb kockázat a kínai és más feltörekvő piacok növekedésének lassulása, valamint a geopolitikai feszültségek, melyek Európa szempontjából különösen fontos régiókat érintenek: Oroszországot és rajta keresztül a közép-európai régiót és a Baltikumot, valamint a Közel-Kelet térségét.

**P.: Tehát a kötvényeink drágák, a befektetők egy része mégis tartja a magyar állampapírokat. Esetleg érdemes más eszközosztályok felé tekinteni?**

**P. R.:** Nem szabad elfelejteni, hogy a meghatározó hitelminősítőknél egyelőre változatlanul befektetésre nem ajánlott (bóvli) kategóriában vagyunk. Ennek fényében az elmúlt évek tényleg elképesztő mértékű hozamcsökkenést hoztak az állampapírjainknál, három év alatt a tízéves kötvényünk forinthozama 9-10% közeléből 4%-ig süllyedt; a hosszabb lejáratok esetében immár óvatosságra int a magas átárazódási kockázat.

A befektetők szempontjából nézve már nem biztos, hogy történelmi mélypontokon levő hozamok mellett racionális ezeket a kötvényeket megvásárolni. De ez nem csak hazánkra igaz, többek között Németországra, Spanyolországra vagy az Egyesült Államokra egyaránt, csak ott euró- vagy dollárkötvényeket bocsátanak ki, és egészen más a gazdaság, piac mérete.

Összességében úgy ítéljük meg, hogy a kockázat/ hozam kilátások már nem kedveznek a kötvénypiacoknak. Aki néhány százaléknál magasabb éves hozamot szeretne elérni, annak érdemes lehet a részvénypiacok vagy szigorú kockázatkezeléssel dolgozó abszolút hozamú stratégiák felé fordulnia.

### A 10 magyar államkötvény hozamának alakulása (%)

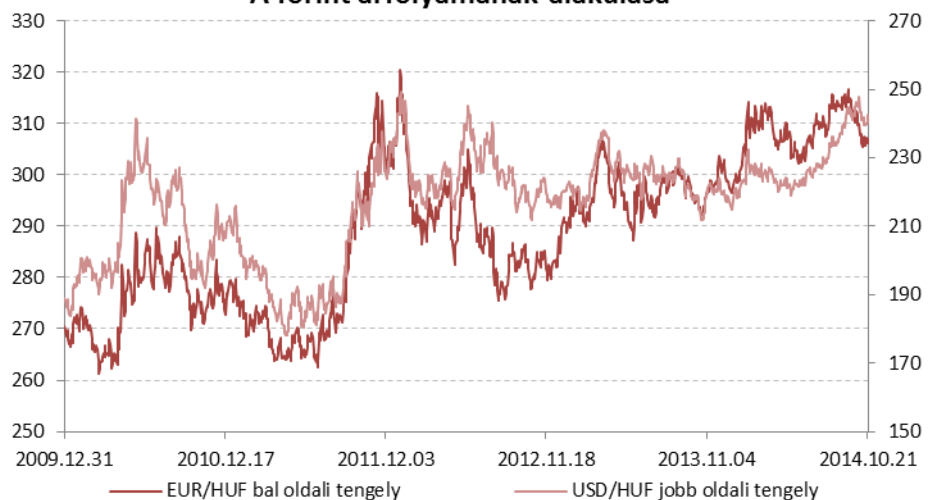


Az abszolút hozamú alapok diverzifikált portfólióval mindig a jól azonosítható trendeket próbálják a tőkepiacon megtalálni. A származtatott alapok eszköztára rendkívül széleskörű, long/short alapokként nem csak az árfolyamok emelkedéséből, hanem eséséből is képesek profitálni.

**P.: Az alacsony kamat forintgyengítő, a magasabb gazdasági növekedés forinterősítő hatású, és még valószínűleg jó néhány érvet fel lehetne sorolni mindkét irány mellett. Mi lesz a forinttal?**

**P. R.:** Idén már nem számítunk nagyon jelentős mozgásokra. Ezt az évet egyébként is az jellemezte, hogy az euró/forinttal egy jól azonosítható sávban, döntően 305 és 315 forint között kereskedtek.

### A forint árfolyamának alakulása



Ha visszatekintünk az elmúlt két évre, akkor egyértelműen kirajzolódik, hogy a forint gyengülő pályára került. A 2012 második felében látott 280-290 forint tavaly már 290-300 forint közötti sávba került, idén pedig még tovább gyengültünk az euróval szemben.

Mi ebben a gyengülő trendben egyelőre nem várunk változást, de katasztrófa-szenáriókkal sem számolunk.

Amennyiben a gazdasági mutatóinkat nézzük, akkor vegyes a kép: az államadósságot nem sikerült érdemben csökkenteni, az továbbra is magas, régiós összehasonlításban is. Ugyanakkor folyamatosan külkerméreg-többletünk van, a devizatartalékaink megfelelőek, az államháztartási hiányt pedig kordában tudjuk tartani.

Kérdés, hogy a külföldi befektetők mennyire néznek utána a fenntartható, strukturális változásoknak, de valószínűsíthető, hogy ezeket a tényezőket jól összegzik a hitelminősítői döntések. Az jelentene a forintra nézve alapvető pozitív változást, ha elindulna egy felminősítési hullám a következő években (és a kedvező gazdasági növekedési kilátások tartósan velünk maradnának)...

**P.: Akkor nem lesz a közeljövőben 320 forint felett egy euró?**

**P. R.:** Ezt már inkább válságszenáriónak érezzük, egyelőre a stratégiánkban egy sávkereskedést alkalmazunk. 305-306 forintos árfolyamnál folyamatosan növeljük a devizakitettségenket, ha pedig jön egy átmeneti krízisidőszak, akkor gyengébb forintnál visszaváltjuk az eurót és a dollárt. Ez egy jó kiegészítő lehetőség, hogy pluszhozamot érjünk el a befektetőinknek, akár alapokról, akár intézményi portfóliókról beszélünk.

**P.: Várható az idén is olyan „kirakatrendezés”, mint tavaly év végén, amikor az év végi euró árfolyam hirtelen gyanúsán alacsonyra süllyedt? Ami véletlenül pont kellett ahhoz, hogy az államadósság egy bizonyos szint alatt maradjon...**

**P. R.:** Az biztos, hogy az államadósság szintje szempontjából nagyon fontos az év végi árfolyam. Talán kicsit olyan ez, mint a technikai elemzés: ha valamiben nagyon sokan hisznek, akkor könnyen funkcionálhat önbeteljesítő jóslatként is...

Ha egyre többen gondolják azt, hogy év vége felé komoly szereplők kezdik vásárolni a forintot, akkor egy ideig érdemes lehet ebbe az irányba fogadni, de ha túl sok helyről érkezik ugyanaz a pletyka, akkor valószínűleg a legtöbben már megtették a fogadásokat, pozícióban vannak, ami általában nem jó jel.

A forintpiac egyébként eléggé likvid, már 5-8 forintos elmozduláshoz is nagyon komoly tőkének kell egy irányba mozognia. Ha mégis bekövetkezik egy ilyen jelentős decemberi erősödés, az nagyon vonzó beszállási pont lehet a devizakitetség jövő évi menedzselése szempontjából. Oda fogunk figyelni mindenképp.

**P.: Mi vár a részvényt piacokra, itt a trendforduló vagy folytatódhat az emelkedés?**

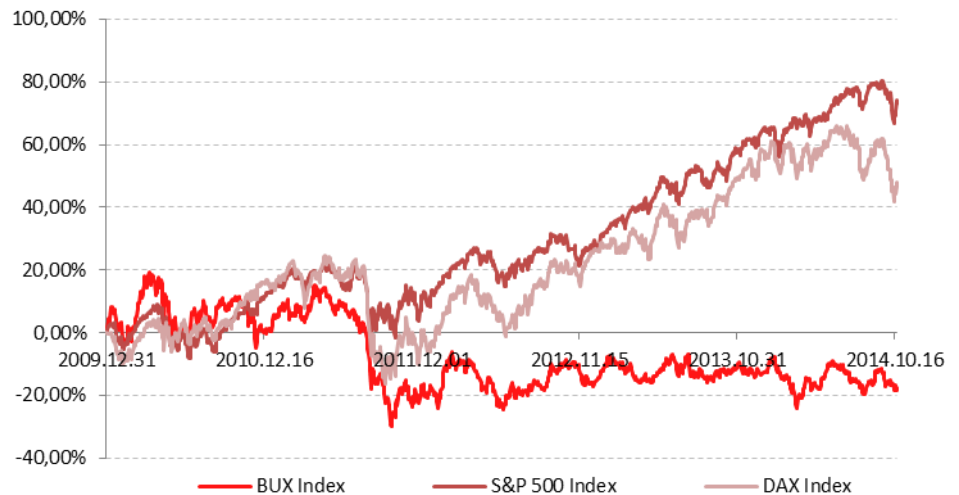
**P. R.:** A likviditásbőség a globális részvényt piacokra továbbra is kedvező hatást gyakorolhat, összességében az emelkedő trend folytatódására számítunk. Ugyanakkor 2011-2012 során még lehetett egy jelentős árazási tartalékot látni a fontosabb fejlett indexekben, amely az előző évek tőzsdéi szárnyalásával mostanra teljesen kiegyenlített. Nem érdemes tehát 10 százalékos feletti éves hozamokkal kalkulálni, a vállalatok eredmény bővülési dinamikája lehet irányadó. Az európai részvényt piacokon magasabb az osztalékhozam, nagyobb lehet az emelkedési potenciál, de a kockázatok is erőteljesebbek és ismertek. Biztosnak tűnik, hogy gyakrabban köszöntenek be korrekciós időszakok majd, a befektetőknél sajnos ezzel is újra meg kell barátkozniuk.

**P.: Miközben sok külföldi részvényindex újabb és újabb csúcsokra ment, a magyar tőzsde, a BUX értéke mintegy három éve alig változott. Erre nem vonatkozik, ami a többire?**

**P. R.:** A magyar részvényt piacra negatívan hatottak a magán nyugdíjpénztári változások, a kivetett, máig fennmaradó válságadók, ráadásul a régiós terjeszkedésben bízó vállalatvezetői lépések sem feleltek meg mindig az előzetes várakozásoknak. Pedig a

tőzsde tényleg a gazdasági kilátások precíz mérőműszere hosszabb távon, így jelenleg egyáltalán nem lehetünk elégedettek.

### Fontosabb indexek és a BUX teljesítménye



A legfontosabb tanulság talán, hogy a politikai döntések gyorsan átárazhatják az elemzői modelleket, a bizonytalanság miatt pedig elfordultak a BÉT-től a külföldi intézményi befektetők, drasztikusan csökkent a forgalom. Sajnos eleve nagyon kicsi a piac, nem sok olyan társaság van, amely igazi növekedési sztorival kecsegtetne. Fundamentális mutatók alapján egyik kedvencünk volt az Egis, amely a nagytulajdonos felvásárlási ajánlatát követően tavaly távozott a tőzsdéről.

#### P.: Nézzük végig a fontosabb részvényeket, mit várunk a blue-chipektől jövőre?

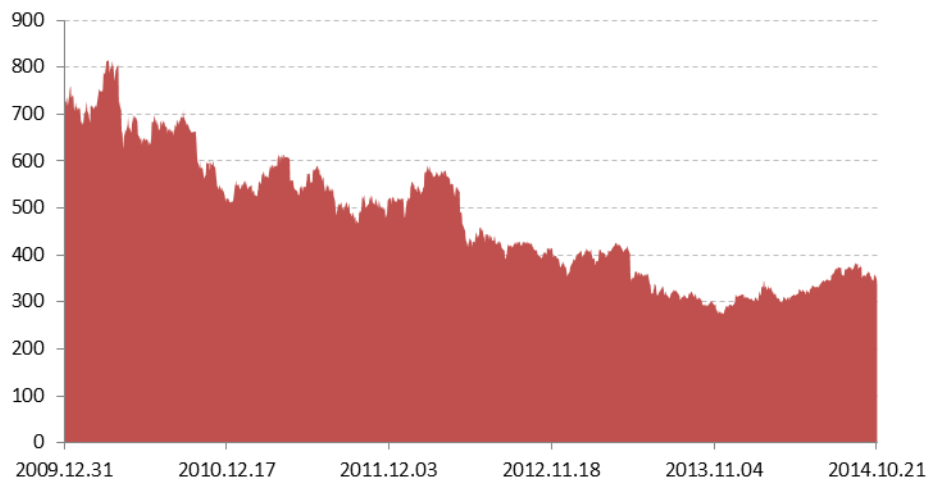
**P. R.:** Az OTP Bank továbbra is tőkeerős hitelintézet, képes finanszírozni a jelentős leírásokat, és mindemellett érdemi osztalékot is fizet a befektetőknek. A makrogazdasági és geopolitikai kockázatok azonban erőteljesen elérték a fontos piacait, így az attraktív értékeltségi mutatók ellenére egyelőre nem látom az esélyt az átárazódásra. Összességében egyszeri tételek nélkül nem teljesít rosszul a magyar és bolgár üzletmenet, a szabályozói környezet azonban szigorodik, szigorodhat, elég csak kamatplafonhoz hasonló intézkedésekre gondolni. Itthon a devizahiteles mentőcsomagra képzett céltartalékok jelentősek, a konverzió azonban még mindig bizonytalanságot hordoz magában. Oroszországban a szigorú hitelezési politika miatt jelentős a volumenvesztés, a leánycég talán jövő év második felében visszatérhet a profitabilitáshoz. Ukrajnában drasztikus válságmenedzselés zajlik, teljesen megállt az új hitelezés, a háborús keleti megyékben 50 százalék körüli a rossz hitelek aránya.

Július óta mintegy 20 százalékkal csökkentek a különböző típusú olajárak, mindez nyomást gyakorol az energetikai cégekre, az egész szektorban kedvezőtlen a hangulat, az eladók dominálnak. A Mol esetében szintén fontos finomítói árrések (többek között a Brent és Urál olajfajták árában mutatkozó különbség) mindazonáltal nem alakultak rosszul az elmúlt hónapokban. A horvátokkal folyó politikai huzavona az INA sorsáról elhúzódónak tűnik, talán a közelgő választások segítenek a problémák megoldásában, egyelőre nem látni konkrétumokat. Pozitív viszont, hogy öt éves mélyponton áll a társaság eladósodottsága, így stabil cash-flow termelés mellett akár már jövőre tovább emelkedhet a kifizetett osztalék mértéke, amely támaszt biztosíthat a részvény árfolyamának.

A **Magyar Telekom** talán a legnagyobb áldozata a hazai válságadók kivetésének, az internetadó tervezett bevezetése pedig csak újabb intézményi szereplőket riaszthat el attól, hogy vételi pozíciókat vállaljanak a részvények piacán. 300 forint közelében mindemellett attraktív belépési pontok rajzolódhatnak ki, miután a vállalat cash-flow termelése meggyőző, és támaszt jelenthet még akkor is, ha jövő tavasszal sem várható

osztalékfizetés. Ráadásul egyre gyakrabban hallani kivásárlási spekulációkon alapuló pletykákat a piacon, melyek erősebben mozgathatják meg a befektetők fantáziáját, ha az árfolyam távolabb kerül a könyv szerinti értéktől (440 Ft a legutóbbi gyorsjelentés alapján).

### MTelekom részvények árfolyam alakulása



A **Richter** jelentős exportórként erőteljesen kitett az orosz/ ukrán gazdasági és politikai fejleményeknek, a szigorúbb költségkontroll csak részben képes ellensúlyozni a negatív hatásokat. A teljes bevételek nagyságrendileg harmadát jelentő orosz értékesítések 25 százalékkal eshetnek vissza euró alapon. Az elemzői leminősítések következtében a 12 havi célárak többsége 4000 Ft közelébe került. Pozitív katalizátor lehet a skizofrénia kezelésére szolgáló Cariprazine gyógyszer amerikai bevezetéséről szóló bejelentés, mely a jóváhagyás esetén leghamarabb 2016-tól jelenhet meg az eredményszámokban. Az elemzői konszenzus az idei gyengébb év után ugrásszerű profitbővüléssel számol, 2014-2018 között a társaság csaknem duplázza nyereségét, a várakozások tehát meglehetősen magasnak tűnnek. A régióban kevés tőzsdei gyógyszeripari cég maradt, a szlovén Krka árazási mutatói jelenleg vonzóbbnak tűnnek.

#### **P.: Mi a helyzet a kisebb papírokkal?**

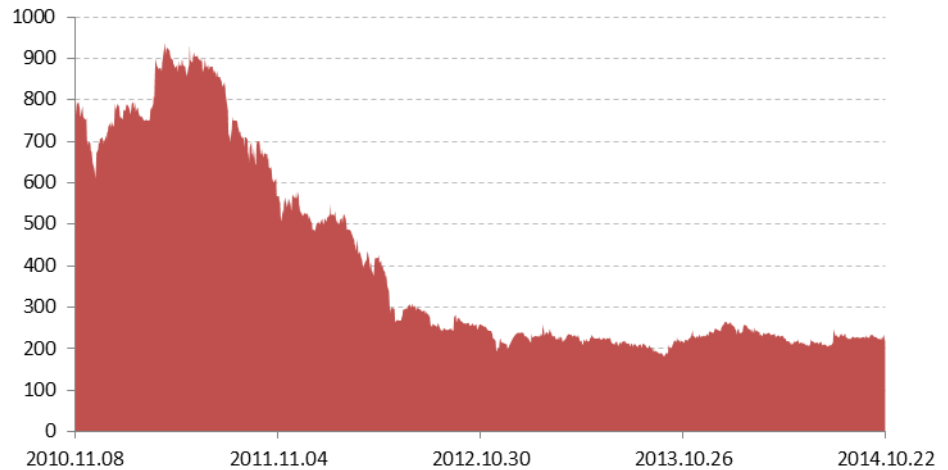
**P. R.:** A BÉT-en lévő kis- és közepes vállalatok részvényei lettek a magánnyugdíj-pénztárak eltűnésének igazi vesztesei. Valódi növekedési sztorit nagyon nehéz találni ebben a szegmensben, egyértelműen megfigyelhető egy jelentős likviditási diszkont, sok esetben még a saját tőkét sem hajlandó beárazni a piac. Gondok lehetnek a transzparenciával, a hitelességgel, a menedzsment képességekkel is.

A 2012-es mélypontokhoz képest az osztalékot fizető társaságok közül az Állami Nyomda, a Graphisoft Park, a TVK és a Zwack említendő pozitív példaként, de jelentős ártértékelődés következett be a Danubius, az FHB és a Rába esetében is.

#### **P.: Vesznek ilyen kisebb hazai részvényeket az abszolút hozamú alapok?**

**P. R.:** Rengeteg pénz áramlott az utóbbi időben abszolút hozamú alapokba, és sok intézményi szereplő problémákkal küszködik, hogy az ilyen, portfólió méretekhez képest valóban kicsi cégek részvényeiből egyáltalán tartson-e, milyen súlyokkal. Egy ilyen alapnak ötször meg kell gondolnia, milyen fundamentumokkal vág bele kisebb részvények vásárlásába, mert nem kívánt módon képes befolyásolni az árfolyammozgásokat, negatív fejlemények esetén pedig a kiszállás komoly nehézségekbe ütközhet.

### CIG Pannónia részvények árfolyam alakulása



A portfólióinkban csak nagyon alacsony súllyal szerepelnek nem likvid részvények. A hazai parketten a CIG Pannónia esetében látunk indokoltnak nagyon nyomott szintekről egy átárazódást, a gigantikus növekedési tervek helyét szigorú költségkontroll vette át, a biztosító ügyfélportfóliója profittermelő fázisba ért, amely lehetőséget biztosíthat osztalékfizetésre a jövőben.

**P.: Mibe fektessen az a hazai magánbefektető, aki kerüli a kockázatot, és az, aki elfogadja a kockázatokat?**

**P. R.:** Befektetési alapokat ajánlunk, melyekben szerepelnek részvény befektetések - megfelelő kockázatkezelés mellett. Ha abból indulunk ki, hogy egy konzervatív nyugdíjpénztárnak ideális 20-25 százalékos körüli részvényhányadot tartani a portfólióban, akkor ilyen mértékű kockázatot egy legalább 8-10 éves periódusra tervező magánszemély is nyugodtan vállalhat. A kockázatos befektetések problematikájára egy kellően rugalmas befektetési időtávval lehet egyszerűen megoldást találni. Egy óvatos, lépcsőzetes belépési stratégiával lényegében biztosnak tekinthető a jelentős hozamteljesítés a bankbetétekhez képest, viszont előre nem tudjuk, pontosan mennyi időt kell várunk erre. Előfordulhat, hogy már pár év alatt is jelentős nyereséget realizálhatunk.

Az amerikai és nyugat-európai piacokat megcélzó részvényalapok a globálisan jelenlévő társaságok profit növekedéséből kínálnak részesedést, a kifizetett osztalékok dollárban két százalék, euróban három százalék feletti hozamot jelentenek. Aki magasabb kockázattal járó hajlandósággal és hosszabb, rugalmas időhorizonttal bír, annak szelektíven megéri bizonyos feltörekvő piacok felé fordulni.

Mindez egyébként a deviza-diverzifikáció szempontjából is nagyon hasznos, napjainkban már kevés érv szól amellett, hogy csak forintban tartsuk megtakarításainkat.

**P.: A Generaliról sokaknak a biztosító jut eszébe, pedig a vagyonkezelés is erős üzletág, abszolút hozamú alapjairól is egyre többet hallani a banki forgalmazóktól és a médiából.**

**P. R.:** Az abszolút hozamú alapokat elsődlegesen mérsékelt kockázatot vállalni szándékozó befektetőknek javasoljuk, leginkább banki konstrukciók, pénzügyi alapok, állampapír befektetések alternatívájaként. Valóban a legtöbb banki háttérű forgalmazónál és brókercégnél megvásárolhatóak az Alapjaink lakossági befektetők számára, és nincs közülük biztosítási termékhez vagy szolgáltatáshoz.

A mi értelmezésünkben abszolút hozamú alapjainknak lehetőség szerint negyedévről negyedévre pozitív hozamvárással kell rendelkeznie, éves szinten azonban



semmiképpen sem okozhatunk csalódást a befektetőinknek. Mindezt nem csupán a kockázatarányos hozamokon, hanem a versenytársakkal szemben elért eredményeken is szeretnénk megmutatni.

Az 50 vezető európai tőzsdei nagyvállalat közé tartozó Generali Csoport háttére biztonságot és egy elismert szakértői csapattal történő folyamatos együttműködést jelent számunkra és ügyfeleink számára. Tranzakcióink jelentős része az olasz székhelyű Banca Generalin keresztül történik, amely a nálunk megszokott aktív vagyonekezelés mellett is nagyon alacsony költséghányadot jelent.

Zászlóshajó alapjainkkal az előző években tíz százalék körüli éves nettó hozamot tudtunk elérni, de a jelenlegi, egyre alacsonyabb hozamkörnyezetben a jövőre vonatkozó elvárásaink tudatosan csökkentek, mert nem szeretnénk nem vagy csak nehezen kezelhető kockázatot vállalni.

A **Generali IPO Abszolút Hozam Alappal** (7,5 milliárd forintos eszközérték) a befektetőink számára 5-6 százalékos éves nettó hozamot tartunk reálisan elérhetőnek a kötvénypiacokéhoz hasonló kockázat, 3-3,5 százalék közötti szórás mutató mellett. A 2013 októberében portfólió menedzser és stratégiaváltáson átesett **Generali Abszolút Hozam Származtatott Alapot** (2,9 milliárd Ft-os eszközérték) ennél valamivel magasabb szintre akarjuk pozicionálni, itt az év végén névváltozást is tervezünk, mely jobban kiemeli a long/ short eszköztárban rejlő széleskörű lehetőségeket.

#### **Pallag Róbert**

A Budapesti Közgazdaságtudományi Egyetemen végzett 2003-ban, pénzügy szakirányon. 2002-2006 között a portfolio.hu elemzője, majd egy meghirdetett állást elnyerve portfólió menedzseri pozícióban csatlakozott a Generali Alapkezelőhöz. 2013-tól az Alapkezelő befektetési vezetője, ahol 2011-2012 során mind a négyfős intézményi vagyonekezelői csapat, mind a követett stratégia jelentősen átalakult. A zászlóshajónak tekintett alapok közül a Generali IPO Abszolút Hozam Alap (nem származtatott alapként) mérsékelt kockázatvállalás mellett tíz százalék feletti éves nettó hozamot ért el az előző két évben, ezzel a hazai abszolút hozam stratégiával működő alapok között az egyik legjobb hozam/ kockázat mutatóval rendelkezik. Egy évvel ezelőtt vette át a Generali Abszolút Hozam Származtatott Alap portfólió menedzseri pozícióját, melynek visszatekintő éves nettó hozama megközelíti a tíz százalékot. Az összességében 350 milliárd Ft-os kezelt vagyon felett diszponáló Generali Alapkezelő aktív részvényalapjai a régió mellett az amerikai és nyugat-európai piacokra fókuszálnak, a befektetési szemlélet globális.