

Egyedi, exkluzív tanácsok a befektetések átláthatatlan világában

I. ÉVFOLYAM 2006. JÚLIUS III. szám

Mi történt...

A magyar piacon az elmúlt hetekben rendkívül nagy mértékű tőke kivonást láthattunk. Hasonló nagyságrendű tőkekiáramlásra csak 2003-ban a sáveltolást megelőző időszakban került sor. Ezzel összhangban tovább folytatódott a korrekció a magyar állampapír-piacon, a forint az euróval szemben átlépte a sáv közepét (282,36), a hazai fizetőeszközt történelmi mélypontra jegyezték (285!). A magyar részvénypiacon gyors és jelentős mértékű emelkedést láthattunk, az index a 21.500-as szintig meg sem állt. A Magyar Nemzeti Bank a jelentős forintgyengülés ellenére sem emelte az alapkamatot, ezért a külföldi piaci szereplők tovább gyengítették a forintot, az árfolyamot a sáv gyengébb oldalán jegyezték. A Monetáris Tanács középtávú célja továbbra is az árstabilitásnak megfelelő 3% (+-1%) körüli inflációs szint elérése és fenntartása. A testület szerint a bejelentett költségvetési lépések jelentősen hozzájárulnak a gazdaság belső és külső egyensúlyának helyreállításához. Az intézkedések keresletszűkítő hatásai várhatóan mérséklik a középtávú inflációs kockázatokat, 2007-ben azonban számottevő közvetlen áremelő hatásai lesznek a bejelentett intézkedéseknek. Ennek tekintetében a Magyar Nemzeti Bank az alapkamat fokozatos emelésével kívánja az árstabilitást helyreállítani. Ezzel egyidejűleg figyelemre méltó, hogy a Standard and Poors nemzetközi hitelminősítő legújabb elemzése szerint Magyarország államháztartási helyzetét, gazdasági felzárkózását, a szükséges strukturális reformokat, illetve az euró-bevezetését tekintve letért a konvergenciapályáról. A legnagyobb veszélyt szerintünk egy újabb forintgyengülés kibontakozása jelentheti...

Az amerikai jegybank június végén 25 bázisponttal, immár tizenhetedik alkalommal 5,25%-ra emelte az irányadó rátát. Ugyanakkor az Európai Központi Bank (EKB) júliusi ülésén az alapkamatot változatlanul 2,75%-on hagyta, a piac év végére 3% feletti szinteket áraz.

Makrogazdaság

A Monetáris Tanács múlt heti júliusi (nem kamatdöntő) ülésén változatlanul hagyta az alapkamatot, annak ellenére, hogy a piaci szereplők többsége egy rendkívüli, 100 bázispontos emelésre számított. A Magyar Nemzeti Bank középtávú célja továbbra is az árstabilitásnak megfelelő 3 százalékos (+-1%) körüli inflációs szint elérése és fenntartása. A testület állásfoglalása szerint az alapkamat fokozatos emelésével kívánja az árstabilitást helyreállítani. Véleményünk szerint az MNB-nek már sokkal előbb kellett volna a piaci fejleményekre reagálnia, a három héttel ezelőtti 25 bázispontos kamatemelés nem volt szerencsés. A Monetáris Tanács döntése azonban több szempontból is érthető. Ha kamatot emelt volna, akkor 2003 után ismét további kamatemelésekre is lehetne kényszeríteni a jegybankot az árfolyam mesterséges gyengítésén keresztül. A Magyar Nemzeti Bank is tisztában van vele, hogy az árfolyam továbbra is jelentős befolyással bír az infláció alakulására, az árakra gyakorolt hatása még mindig nagyon jelentős. Ennek ellenére látszólag nem zavarja a 2007-ben jelentős mértékben megemelkedő infláció. A jelenlegi helyzet alapján megítélésünk szerint a forint 272-275 körüli szinteken fog stabilizálódni, a kormány által bejelentett intézkedések keresletszűkítő hatásai várhatóan mérséklik az inflációs kockázatokat és javítják a külső egyensúlyt.

Részvénypiac

A feltörekvő piacokon a korrekciós hullámot jelentős mértékű ellenmozgás követte, az indexek kétszámjegyű emelkedést mutattak két héten belül. **A magyar részvényindex BUX átlépte a 19.500-as technikai szintet, azonban 21.500 felett eladói nyomásnak lehettünk tanúi. Ezekben a szinteken jelentős emelkedés már nem valószínű. A magyar részvénypiacon a hirtelen árfolyam emelkedés tükrében profitrealizálás ajánlott.**

A meghatározó technikai szintek (támaszok) a vezető papírok esetében: MOL 24.500/23.000/21.100, OTP 6.660/6.150, Richter 42.000/39.000, Egis 27.000/24.500, MTelekom 840/790. A vezető papírokban nem látunk emelkedési potenciált, **a kicsi papírok közül továbbra is a Borsodchemet, a Démászt és a Rábát favorizáljuk. A magyar részvényindex a következő hetekben várhatóan 21.000 és 22.000 között tetőzik, ennek tükrében profitrealizálás ajánlott. Tehát tovább is emelkedhet a piac, ellenállást a 21.900-as szint jelent, nem árt azonban az óvatosság, hiszen a gyors emelkedés után jelentős visszarendeződés következhet. A következő hónapokban várható korrekciókat a 3 hónapnál hosszabb távra befektetők pozíciók építésére használhatják, hiszen a majdnem 30%-os korrekciót nem a fundamentumok változása váltotta ki, hanem a globális kockázatvállalási hajlandóság jelentős mértékű változása.**

Devizapiac

Az Európai Központi Bank (EKB) júliusi ülésén az alapkamatot változatlanul 2,75%-on hagyta, a piac év végére továbbra is 3,00-3,25% körüli szinteket áraz. A jegybank becslései szerint az infláció 2007-ig stabilan 2 százalékpont fölé nem emelkedik, az intézmény az eurózóna kialakulása óta 2 százalékos inflációs célt tűzött ki. Az Európai Központi Bank a fokozott felfelé mutató inflációs kockázatok tükrében nagy valószínűséggel a következő ülésén már a kamatemelési pálya folytatása mellett dönt.

Az Amerikai Központi Bank (FED) június végén ismét, egymás után tizenhetedik alkalommal, 25 bázisponttal 5,25%-ra emelte az irányadót, várakozásaink szerint várhatóan kamatemelési ciklusának végéhez érkezett. A FED szerint a gazdaság lassul, az inflációs kockázatok mérséklődnek, azonban az amerikai jegybank nem kötelezi el magát semmilyen kamatpályára. A jövőbeni kamatemelési várakozások jelentős mértékben csökkentek.

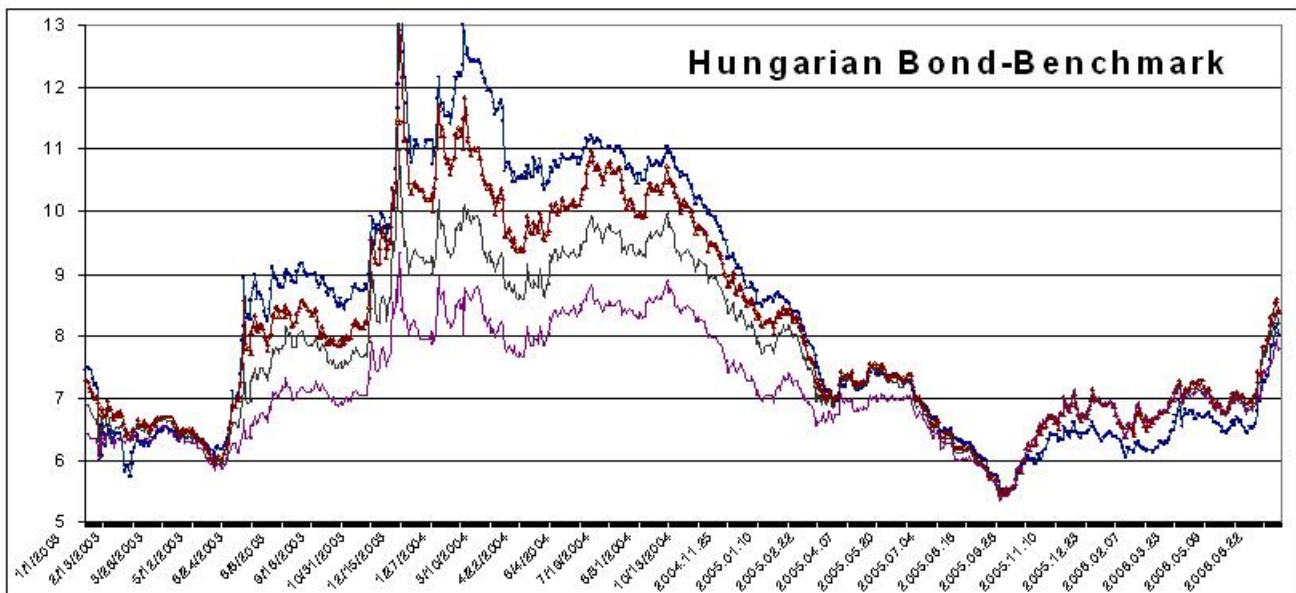
Az euró gyengülése megállt, a tendencia szemmel láthatóan meg is fordult. A dollárt az euróval szemben 1,28 felett látjuk.

Az amerikai kamatszint további alakulása a makrogazdasági fejleményektől függ, a kamatemelési ciklus véleményünk szerint véget ért, legfeljebb egy 25 bázispontos emelésre számíthat még a piac. A kedvező európai gazdasági kilátások és a tartósan magas inflációs nyomás miatt a következő 12 hónapban az Európai Központi Bank részéről kamatemelések várhatóak. Az EKB irányadó kamatszintje várhatóan nem közelíti meg az amerikai, az eurózóna alapkamata jövő nyáron 3,5-4 százalékpont tetőzhet. Devizabetétek hosszú lekötését dollárban ajánljuk, euróban azonban a további kamatemelések miatt rövid hónapos lekötések görgetése ajánlott, így a betét a kamatemelésekkel folyamatosan átárazódik.

Állampapír-piac

A hozamfelár a német állampapírokkal szemben a tízéves futamidőben elérte a 370 (!) bázispontot (lásd grafikon 4. oldal), a kockázati prémium mértéke akkora, hogy a forintot sávon kívül árazza (tehát 324,76 felett!). A nagyobb piaci szereplők 8% feletti szinteken elkezdték pozícióikat zárni, a hozamgörbe így tovább púposodott. A külföldiek kezében lévő állampapír-állomány 2700 milliárd forintra csökkent, az értékpapírok átlagos hátralévő futamideje 4,1 évre rövidült. Az Államadósságkezelő Központ (ÁKK) állampapír kibocsátásai iránti kereslet jelentősen csökkent az elmúlt két hétben, a múlt heti 5 és 10 éves államkötvény-aukcióján alacsony kereslet mellett nagy mértékű hozamemelkedést láthattunk. Az ÁKK most már több alkalommal a tervezetnél kevesebb állampapírt bocsátott ki. Befektetőnek középtávon hosszú kötvényalapokban (referenciaindex: MAX) van lehetősége a jelenlegi állampapír-piaci korrekciót, a magas hozamszintekben rejlő lehetőségeket kihasználni.

Várakozásaink szerint a **hozamgörbe éven belüli része a várható kamatemelések tükrében is magasabb hozamszintekre kerül, így a következő hónapokban a hozamgörbe ellaposodására számítunk.** Hiteles és hosszú távú kormányzati lépések hatására azonban a hozamgörbe középtávon inverz alakzatot is felvehet (hozamcsökkenés a hosszú lejáratoknál, kockázati prémium visszaesése legalább 70-80 bázisponttal).



Befektetési Alapok

Likviditási/Pénzpiaci Alap:	Vétel	Folyamatosan 5,5-6,5 % között teljesítenek.
Kötvény Alap:	Vétel	Jelentős visszarendeződés után középtávon ajánlott.
Részvény Alap:	Semleges	Piac jelentősen emelkedett, pozíciók zárása ajánlott.
Kelet-Európai Kötvény Alap:	Semleges	Kamatemelések a régiós devizák sebezhetősége miatt. Középtávon vétel.
Kelet-Európai Részvény Alap:	Semleges	Piac jelentősen emelkedett, pozíciók zárása ajánlott.
Európai Részvény Alap:	Vétel	EKB kamatemelés akadályozó tényező az európai tőzsde indexek emelkedésben.
Nemzetközi Kötvény Alap:	Vétel	Rövidtávon piacok túlázatták kamatemeléseket, hosszú USD kötvények vásárlása.
Nemzetközi Részvény Alap:	Vétel	Amerika és Ázsia (Japán) súlyponttal.

Modellportfólió - Developed by MoneyMoon

Alacsony kockázatú portfólió: Jelenleg a 90% pénzpiaci alap mellett 10% magyar kötvény alap is középtávon ajánlott.

Közepes kockázatú portfólió: 40% magyar kötvény alap, 20% kelet-európai kötvény alap, 30% forintban denominált nemzetközi kötvény alap, valamint 10% kelet-európai részvény alap.

Magas kockázatú portfólió: 30% magyar kötvény alap, 20% kelet-európai kötvény alap, 10% kelet-európai részvény alap, 20% forintban denominált nemzetközi részvény alap, valamint 20% forintban denominált nemzetközi kötvény alap.

A magas hozamszinteken további pozíciókat nyitunk magyar hosszú kötvényalapokban. Részvénykitettségenket a jelentős mértékű kelet-európai részvénypiaci emelkedés tükrében csökkentjük. Forintban denominált nemzetközi alapok eladása a jelentős mértékű forintgyengülés tükrében megfontolandó. A fejlett európai részvénypiacok teljesítményét középtávon az EKB kamatemelései, valamint a dollár újabb gyengülése korlátozhatja.

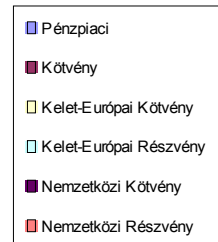
Alacsony kockázat



Közepes kockázat



Magas kockázat



Összefoglaló

A nemzetközi hitelminősítők és az Európai Bizottság fokozott figyelemmel követik a magyarországi eseményeket. A Standard and Poor (S&P) nemzetközi hitelminősítő legújabb elemzése szerint Magyarország államháztartási helyzetét, gazdasági felzárkózását, a szükséges reformokat, illetve az euró-bevezetését tekintve eltérő pályára került a többi visegrádi országgal szemben. Megítélésünk szerint a közelmúltbeli leminősítést további követheti, ezt támasztja alá a "BBB+"-besorolás negatív kilátása is. Ne feledjük, a másik nemzetközi hitelminősítő Moody's hitelbesorolása a Standard and Poor-nál három fokozattal magasabb; a harmadik nagy nemzetközi intézet Fitch is kritikusan nyilatkozott a magyarországi folyamatokról. Egy további leminősítés egy újabb jelentős mértékű forintgyengüléshez vezetne, ennek megfékezéséhez szerintünk **egy-két nagyobb mértékű kamatemelés szükséges, ha azonban a forint 275 környékén stabilizálódik az MNB a fokozatos szigorítás mellett fog kitartani. A jelenlegi helyzet alapján megítélésünk szerint hosszú távon a forint 272-275 körüli szinteken stabilizálódni fog. A jelentős forintgyengülés és a fejlett piacok további kamatemelései a lakossági deviza-hitelek emelkedő törlesztőrészleteiben fognak mutatkozni.**

A kormány beismerte, hogy a folytatódó globális kamatemelési ciklus miatt veszélybe kerülhet a közelmúltban jelentősen megemelt, új államháztartási deficitcél. Amennyiben az EKB illetve a FED irányadó kamatszintje az idei évben tovább emelkedik, akkor a kormány által bejelentett államháztartási hiánycélok (kiigazítások utáni!) veszélybe kerülhetnek. Ennek oka, hogy a fejlett piaci kamatok emelkedésével a magyar állampapírok kockázati prémiuma szűkül, a befektetői bizalom megtartásához a Magyar Nemzeti Banknak kamatot kell emelni, jelentős mértékben megnövelve a költségvetés kamatkidadásait. A jövő évi adósságátvállalások (az állami vállalatok államilag garantált adósságállománya kb. 400 milliárd forint) is jelentősen terhelik az államháztartási deficitet. Ennyit a bejelentett program hitelességéről...

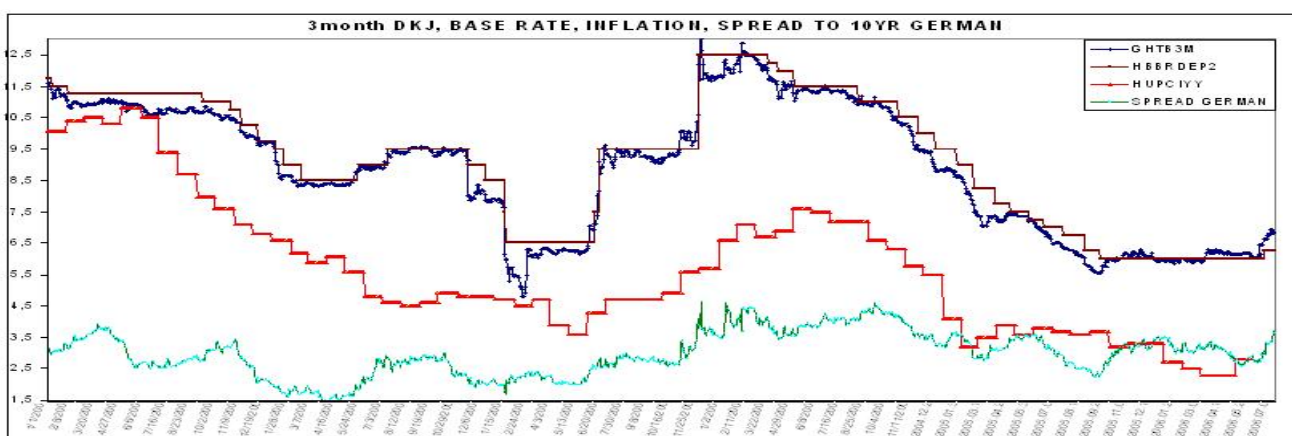
Mivel az elmúlt években a magyar gazdaság sebezhetősége éppen a kettős deficithez kötődött, a külső és belső egyensúlyhiány várható csökkenése hosszabb távon várhatóan hozzájárul a folyamatok stabilizációjához. **A csökkenő befektetői bizalom, a gyenge makrogazdasági fundamentumok és a fejlett gazdaságok várható kamatemelései a befolyásoló tényezők a magyar piacon.** Az eddigi ismert szigorító intézkedések elsősorban a költségvetés bevételi oldalára vonatkoztak, fenntartható ütemű költségvetési hiánycsökkentést azonban csak szerkezeti átalakítások segítségével lehet végrehajtani. Az "Új egyensúly program" várható nemzetgazdasági hatásai nem egyértelműek, a gazdaság versenyképességét azonban jelentős mértékben csökkenti. A hosszú távú fenntarthatóság szempontjából nagyon gyenge a bejelentett program szerkezete, a hosszú távú egyensúly megteremtése kérdéses. Az egyensúlyi problémák elinflálás útján történő megoldása különös mértékű veszélyt rejt magában. A szabályozott árak emelésének inflációs hatása jelentős, de egyidejűleg nagy mértékű és hosszú távú GDP áldozatokkal is jár. Megítélésünk szerint a főbb kockázatok továbbra is a csökkenő inflációs trend megghiúsulása, a lakosság növekvő eladósodása devizában, a magas folyó fizetési mérleg hiány, az államháztartási deficit és a növekvő államadósság, illetve a hiteltelen 2010-es EMU csatlakozás.

A következő hónapokban a magyar állampapír-piacon a hozamgörbe ellaposodására számítunk. Ennek függvényében hosszú kötvény alapok vételét ajánljuk 6 hónapon túli befektetések esetében. A jelenlegi forint árfolyam és magas állampapír-piaci hozamok tükrében hazai hosszú állampapírok vétele ajánlott, állampapír-piaci portfólió futamidejének hosszúságát javasoljuk. A magas korreláció a forint, valamint az állampapírhozamok között továbbra is jelentős. Ennek függvényében érdemes 281-283 közötti szinteket forint konverzióra használni (euró eladás!) és egyidejűleg hosszabb lejáratú magyar államkötvényeket venni (8,3-8,5% hozamszinteken 3-5 éves futamidejű, 7,8% szinteken 10 éves futamidejű államkötvények vásárlásra). Forinterősödés, valamint egyidejű állampapír-piaci hozamcsökkenés esetén magas profitra tehetünk szert. Az említett pozíciók finanszírozása svájci devizahittel is megfontolandó, 178-181 körüli szinteken forintkonverzió, 166-169 pozíciók zárása. Megítélésünk szerint a legnagyobb hozamcsökkenés a 3 és 5 éves állampapír szegmensben fog bekövetkezni, ennek tekintetében a következő likvid benchmark-papírokat ajánljuk: 2009/E; 2011/B.

A globális kockázatvállalási hajlandóság az elmúlt időszakban csökkent, jelentős mértékben sújtva a feltörekvő piacokat. **A magyar részvénypiacon az elmúlt két hét erőteljes emelkedése után csökkentjük részvénykitettségenket, ez vonatkozik a többi kelet-európai részvénypiacra is.**

A tartósan magas olajárak, a globális inflációs és kamatemelési félelmek erősödése meghatározta a feltörekvő piacok fejleményeit, a korábban jelentős mértékű tőkebeáramlás a feltörekvő részvénypiacokra elapadt, sőt az elmúlt hetekben magas tőkekiáramlásnak lehettünk tanúi. Mind a négy viseigrádi országokban kamatemelésre számítunk a következő hat hónapban, egyrészt az emelkedő infláció (Lengyelországtól eltekintve az infláció túllépte a jegybankok inflációs céljait), másrészt a nyomás alá kerülő régiós devizák miatt. Lényegi intézkedések és hiteles költségvetési kiigazítások hiányában a külföldi befektetők jelentős pozíciócsökkentése a magyar piacon újra elindulhat.

USA Dollár befektetők 5,2-5,3% körüli szinteken továbbra is nyithatnak stratégiai pozíciókat 10 éves amerikai állampapírokban. Európában hosszabb kötvények vételét jelenleg nem ajánljuk, mivel a távolabbi lejáratok hozamszintje az amerikaiénál nagyobb mértékben elmarad a hosszú távú átlagtól. A fejlett európai részvénypiacok teljesítményét középtávon az EKB kamatemelései, valamint a dollár újabb gyengülése korlátozhatja.



A hírlevélben található elemzések a MoneyMoon Kft. saját véleményét tükrözik, amely új információk tükrében változhat. Az elemzésekben szereplő információk hitelesnek tartott információkon alapulnak, de azok valóságáért a MoneyMoon Kft. nem vállal felelősséget. A MoneyMoon Kft. továbbá nem vállal felelősséget az elemzések alapján hozott befektetési döntésekért, valamint ezek következményeiért. A MoneyMoon Hírlevélben megjelenő fotók, grafikonok és írások önálló szerzői jogi védelem alatt állnak. Engedély nélküli másolásuk, felhasználásuk és utánszúk jogszabályba ütközik, és büntetőjogi felelősséggel jár. A MoneyMoon Kft. engedélye nélkül a hírlevélben, valamint a www.moneymoon.hu honlapon található információkat sem egészben, sem részben nem szabad felhasználni, sem elektronikusan, sem más módon, beleértve az információtároló rendszereket. Az elemzésben foglaltak bármiféle - teljes vagy részleges - felhasználása, többszörözése, publikálása, átdolgozása, terjesztése kizárólag a szerző előzetes írásos engedélyével lehetséges.

Minden jog fenntartva. www.moneymoon.hu

Kiadja a MoneyMoon Tanácsadó és Szolgáltató Kft.. Előfizetési díjak: éves 29.880 Ft, féléves 14.940 Ft, negyedéves 7.470 Ft. A feltüntetett előfizetési díjak csak belső díj kézbesítés esetén érvényesek. Főszerkesztő: Kiss Imre E-mail: inside@moneymoon.hu. Kreatív szerkesztő: Nagy Sándor Henrik.
Előfizetés: 06-1-376 96 75 telefonszámon munkanapokon 8-17 óra között. Megjelenik kéthetente. További információk www.moneymoon.hu