



## Globális áttekintés

Márciusban világszerte kétségtelenül az évszázad Japánban történt földrengése és a Tokiótól csak alig több mint 200 kilométerre fenyegető nukleáris katasztrófa volt az uralkodó téma. Japán kivételével azonban a pénzpiacok meglehetősen nyugodtan reagáltak erre. Az áramszolgáltatók és az uránbányák (ismét fellángolt a vita az atomtechnológia jövőképességét illetően), valamint (a földrengés következtében fenyegető kárkifizetések miatt) a biztosítók kivételével a részvénytőzsdék hamar napirendre tértek a katasztrófa felett, és többnyire emelkedő árfolyamokkal zárták a márciust. A NATO Líbia elleni katonai csapásai is legfeljebb csak a nyersanyagpiacokon okoztak izgalmat. Végül még az EU kormányfőinek előzetesen izgalommal várt, a PIIGS-államok (Portugália, Írország, Olaszország, Görögország, Spanyolország) adósságválságával kapcsolatos további lépéseket is tárgyaló találkozója sem okozott nagyobb árfolyammozgásokat.

Az mindenképp figyelemre méltó, hogy a pénzpiacok egy vállrándítással nyugtázták minden idők már most legköltségesebb természeti katasztrófáját, amely a világ harmadik legnagyobb nemzetgazdaságában történt, annál is inkább, mivel a súlyosan megsérült atomerőmű miatt még egyáltalán nem lehet véglegesen felbecsülni a hatásokat. A japán gazdaság ugyan csak viszonylag kis mértékben integrálódott a világgazdaságba, így a közvetlen gazdasági következmények várhatóan elsősorban Japánra korlátozódnak, ugyanakkor emiatt világszerte valószínűleg kevesebb japán tőkefelesleg fog rendelkezésre állni. Ez azonban csakúgy, mint Japán már földrengés előtt is feszült adóssághelyzete, nem különösebben foglalkoztatja a világot: „Majd nyomtatnak még már billió jent a japánok...” – hangzik sokszor a summás reakció.

Az aktuális nehézségek pénznyomtatással történő áthidalása és ezzel a problémák megoldásának későbbre halasztása: az USA jegybankja (FED) szintén ezt a gyakorlatot alkalmazza továbbra is, amennyire az erejéből telik. Október óta a FED vásárolja meg az USA-kormány nettó kötvénykibocsátásának 80%-át, és ezzel immár az USA-államkötvények legnagyobb egyedi „befektetője”. A FED ugyanakkor fáradhatatlanul hangsúlyozza, hogy javul a konjunktúra, és minduntalan kilátásba helyezi a rendkívül laza pénzpolitika végét. Az ezzel kapcsolatos állásfoglalásai persze majdnem teljesen azonosak azokkal, amelyek szinte pontosan egy évvel ezelőtt megjelentek. A FED akkor is sokat beszélt arról, hogy milyen forgatókönyvek szerint száll ki az állampapírpiacról, de aztán mindössze néhány hónappal később elindította a jelenleg is futó „QE2”-programot. Kamatemelésekre mindenestre ebben az évben nagy valószínűséggel nem kerül sor az USA-ban. A jegybank által az utóbbi időben mindig különösen kiemelt munkaerőpiac ugyanakkor továbbra is inkább gyengének mondható. A munkanélküliség hivatalosan valamivel 9% alatt van, ugyanakkor azonban egyre kevesebb amerikai van jelen a munkaerőpiacon, ami növekvő rejtett munkanélküliségre utal. Mindemellett több nagybank is kezdi ismét valamelyest lefelé korrigálni a 2011-es USA-

**A japán földrengés uralja a híreket, a világ pénzpiacai azonban meglehetősen nyugodtan reagálnak**

**Japán problémáit világszerte általában csak Japánra tartozó témának tartják**

**Az USA-jegybankja kilátásba helyezi a rendkívül laza pénzpolitika végét – de erre vonatkozóan vannak kétségek**



konjunktúrára vonatkozó prognózisát. Ezt is figyelembe véve marad a kérdés, hogy valóban szigorítja-e a FED a pénzügyi politikáját, és ha igen, mikor.

Az ázsiai és a latin-amerikai feltörekvő piacok nemzetgazdaságai változatlanul erőteljes növekedési pályán vannak annak ellenére, hogy több országban is kamatemelésre került sor. A GDP és az ipari termelés már több helyen lényegesen meghaladta a globális gazdasági és pénzügyi válság kirobbanása előtti szinteket. A közép- és kelet-európai nemzetgazdaságok szintén továbbra is javuló tendenciát mutatnak. A jelentős külföldi kereslet következtében gyorsuló ipari termelés növekvő foglalkoztatást eredményez. Az utóbbi időben általában valamelyest csökkenő árszintek figyelhetők meg, míg az év elején az emelkedő élelmiszerárak inflációs nyomást gerjesztettek. A közép- és kelet-európai devizák általános kilátásai továbbra is pozitívak – a külkereskedelem és az emelkedő kamatok reménye valószínűleg a továbbiakban is támogatólag hat rájuk.

## Országfigyelő

### Kína

A kínai gazdaság túlhevülésétől való félelem egyre inkább háttérbe szorul. Az ipari termelés és az áramfogyasztás lényegesen csökkent a túlhevülési szinthez képest, és a szállítások volumene is jóval a 2010-ben elért rekordértékek alatt van. Jelenleg az is kevésbé tűnik valószínűnek, hogy a 9-9,5%-os potenciális kibocsátás erőteljesebben csökken. Most az április közepén közzéteendő inflációs adatok kerülnek a figyelem középpontjába: a piac jóval 5,0% feletti értékkel számol márciusra. Az év közepétől azonban javulás kezdődhet, feltéve, hogy a nyersanyagárak nem emelkednek tovább. Egyszóval az utóbbi időben lényegesen nőtt a kínai konjunktúra „puha landolásának” esélye. A pekingi tervkészítőket és technokratákat megillető minden elismerés ellenére ugyanakkor továbbra is bámulatos, hogy egy ilyen nagy és regionálisan ilyen erőteljesen differenciált nemzetgazdaságot, amelynek helyi hatóságai gyakran igen autonóm módon lépnek fel, és ahol általánosan elterjedt a korrupció, ilyen pontosan lehessen központilag finomszabályozni – ezért továbbra is helyénvaló a hivatalos kínai statisztikákkal és sikerjelentésekkel szembeni egészséges kételkedés.

A jegybank márciusban ismét megemelte a bankok kötelező tartalékrátáját, és április elején újra kamatot emelt az infláció ellensúlyozása és a hitelezés, valamint az ingatlanpiacok visszafogása érdekében. A megszorítóbb pénzügyi politika összességében valószínűleg tovább folytatódik, de csökkenő dinamikával.

A részvénypiac is túljutott a mélypontra. Az év eleje óta bekövetkezett visszaesés mértéke euróban számolva kb. 7,0%. Március eleje óta az MSCI Kína ismét kismértékű, kb. 1%-os pluszt tudott elérni. A javulás a következő hónapokban tovább folytatódhat, és az index az év közepére ismét pluszba lendülhet.

**A várakozásokkal ellentétben mégis „puhán landol” a konjunktúra?**

**Kína jegybankja további kamatemelésekkel száll szembe az inflációval**

# emreport



## India

Az árfolyamok több héten át tartó jelentős esése után az indiai részvénytőkepiaci is új életre kelt. Az árfolyamok márciusban jelentősen erősödtek; a szűk 3%-os javulás jóval erőteljesebb, mint például Kínában. A következő hónapokban folytatódhat a pozitív trend. Az év elején a nemzetközi befektetők tőkét vontak ki az országból, amely most visszatérni látszik. A fundamentálisan összességében pozitív kép amúgy nem sokat változott. Az utóbbi időben ismét valamelyest csökkenő olajár pozitívan hat a feszült inflációs várakozásokra, míg a konjunktúra továbbra is minden jel szerint szilárd alapon áll.

## Brazília

Brazíliában továbbra is az infláció, a kamatemelésektől való félelem, valamint a brazil real folyamatos erősödése a fő nemzetgazdasági téma. Utóbbi arra indíthatná a jegybankot, hogy kevésbé erősen emelje a kamatokat, mint eredetileg tervezte. Ugyanakkor a további tőkebeáramlást új különadókkal és más intézkedésekkel kívánja megfékezni a jegybank. A hitelezés visszaszorítása érdekében emelte a bankok kötelező tartalékrátáját, mindenekelőtt a rövid futamidejű gépjármű- és személyi hitelekre vonatkozóan. Ennek hatása eddig szerény – a hitelezés mértéke továbbra is messze meghaladja a jegybank célkitűzését.

A részvénytőkepiaci továbbra is kettéosztott. A legtöbb brazil részvény még mindig igen drága, főként azok a papírok, amelyek a virágzó belső piachoz kapcsolódnak. Ugyanakkor viszonylag olcsók a vasérc-óriás Vale, de az építőipari és telekommunikációs ágazat részvényei is. Utóbbiakat az elmúlt hetekben bizonyos mértékig ismét felfedezték a befektetők. Az inkább unalmasnak és defenzívnek számító telekommunikációs részvények kedvező értékelésüknek és a tartós inflációnak köszönhetően egyre érdekesebbé válnak a befektetők számára, mivel a bevételeik az általános árszinttel együtt emelkednek. A fogyasztásorientált részvények ugyanakkor már egy ideje gyengülnek, mert a piac szereplői a jegybank és a kormányzat intézkedései következtében a konjunktúra lehülésétől tartanak. A részvénytőkepiaci növekedési potenciálja – a Bovespa-indexen mérve – egyelőre inkább korlátozottnak tűnik.

## Oroszország

Oroszországban az inflációs nyomás az utóbbi időben ugyan kismértékben csökkent – a fogyasztói árak februárban évi 9,5%-os mértékben emelkedtek (január: 9,6%) –, a közép-távon emelkedő árakon azonban ez nem sokat változtat. A központi bank – a korábbi meglepő emelés után – március végén változatlan szinten hagyta az alapkamatot. Az orosz kötvények hozamai csökkentek, a havi összevetésben valamelyest gyengébb rubel miatt azonban a külföldi befektetőknek összességében csak kismértékű pozitív eredmény jutott.

Az oroszországi részvénytőkepiaci márciusban is erősebben teljesített, mint a régió legtöbb piaca; a Micex 2008 közepe óta legmagasabb értékét érte el. Kezdetben az olaj- és gázipari részvények, valamint az aranytermelők profitáltak az észak-afrikai zavargásokból. Később a japán földrengés és az azzal összefüggésben várt magasabb gáz-, acél- és alumínium-

**Az inflációs nyomás továbbra is erős marad – a jegybank azonban az erős pénz miatt tart a jelentősebb kamatemelésektől**

**Az orosz részvények a várt magasabb nyersanyagkeresletből profitálnak**

# emreport



kereslet adott pozitív impulzusokat. A hónap vége felé aztán az addig inkább elhanyagolt fogasztási és banki részvények is felzárkóztak.

## Törökország

A törökországi gazdasági növekedés 2010-ben az elmúlt évhez viszonyított 9,2%-os plusszal az általános várakozáshoz képest végül lényegesen magasabb lett. Az infláció éves alapon jelenleg ugyan erősen csökkenő tendenciát mutat, de ez nem jelent tartós dezinflációs trendet. Az ország nyersanyagfüggősége és a továbbra is igen dinamikus belföldi kereslet a hosszabb távú árstabilitás szempontjából még mindig jelentős kockázati tényezőnek számít. A központi bank – a korábbi hónapokban végrehajtott két csökkentés után – márciusban a várakozásoknak megfelelően változatlan szinten hagyta az alapkamatot. A külkereskedelmi kiegyensúlyozatlanság enyhítése érdekében ugyanakkor ismét erőteljesen emelte a bankok kötelező tartalékrátáját. A török líra továbbra is a régió leggyengébb devizája – ami a jegybanknak mindenképpen jól jön. Az év első két hónapjában a helyi devizában kibocsátott török kötvények hozamainak jelentős emelkedése volt megfigyelhető, és a hozamszintek márciusban összességében csak kismértékben változtak. Ha a világpiacon tovább tartanak az aktuális olaj- és élelmiszerpiaci ártrendek, akkor Törökország inflációs kilátásai ismét gyorsan romolhatnak. Ez pedig ismét arra indíthatja a jegybankot, hogy lehetőséget teremtsen a török deviza újbóli erősödésére. Emiatt a jegybank a következő hónapokban nehéz döntések előtt áll.

Az isztambuli tőzsde részvényárfolyamai márciusban jelentősen erősödő tendenciát mutattak, főként a hónap első felében. Ezzel sikerült ledolgozni a februári veszteségeket. Miután a helyi kötvénypiacokon lényegesen javult a hangulat és a bankszektorral szembeni szankciók végül enyhébbek lettek, mint ahogy a piac várta, időnként igen erős volt a kereslet a banki papírok iránt. A kötelező tartalékráta központi bank általi meglepő, erőteljes emelése azonban ismét észrevehetően lehűtötte a hangulatot. A néhány hónap múlva esedékes parlamenti választás csak marginális téma. A közvélemény-kutatások a kormányzó AKP egyértelmű győzelmét jelzik – azonban lehetséges, hogy az alkotmánymódosításhoz szükséges áhított kétharmados többséget nem sikerül megszereznie. Rövid- és középtávon jelenleg nemigen láthatók olyan katalizátorok, amelyek tartósan magasabb részvényárfolyamokat idéznének elő, ezért egyelőre nem várunk jelentősebb árfolyam-emelkedéseket Törökországban.

## Lengyelország

A lengyel nemzetgazdaság továbbra is igen erőteljes, 2010-ben reálértéken 4,4%-kal nőtt. A növekedés fő hajtóereje a belföldi kereslet volt. A legutóbb közzétett kiskereskedelmi árbevétel 12,2%-kal nőtt az elmúlt évhez viszonyítva; az ipari értékesített termelése éves összevetésben 10,7%-kal nőtt. A 3,6%-os (éves mérték) növekedést mutató infláció ismét messze meghaladja a központi bank által kitűzött értéket és a piaci szereplők várakozását. Emiatt valószínűbb, hogy a központi bank az év során további kamatemeléseket hajt végre.

**A török folyó fizetési mérleghiány továbbra is problémás; úgy tűnik, hogy az inflációt egyelőre sikerül uralni**



A lengyel államkötvények árfolyamai oda-vissza mozogtak; a zloty március első felében gyengült, de aztán a hónap vége felé ismét erősödött.

A lengyel részvényindex év eleje óta tartó negatív trendjének vége szakadt, és márciusban jelentősen erősödött az index – helyi devizában mintegy 3,5%-os volt az árfolyamplusz. A lengyel bankok részvényei átlagon felül erősödtek. A kormányzat március elején elfogadta a nyugdíjrendszer vitatott módosításait, amelyeket már május 1-jével hatályba kíván helyezni. Ezeket azonban előbb még a parlamentnek is el kell fogadnia.

### Cseh Köztársaság

Csehországban továbbra is figyelemre méltó az elmúlt évben jelentősen gyorsuló gazdasági növekedés és a tartósan gyenge privát fogyasztás közti ellentmondás. A cseh gazdaság összességében nézve jelentősen javult a válságszintekhez képest, amit segített az erőteljes külföldi, elsősorban Németországból jelentkező kereslet. Az export és az import az elmúlt évhez képest továbbra is magas növekedési rátákat mutat és az ipari termelés is lényegesen magasabb szinten van. Úgy tűnik azonban, hogy a fellendülés nem terjed ki széles belföldi bázisra. A kiskereskedelmi árbevételek a fogyasztók érezhető visszafogottságát mutatják, amiért kétségtelenül a tartósan magas munkanélküliség a felelős, ami eddig alig tudott távolabb kerülni a globális gazdasági és pénzügyi válság alatti rekordértékektől. A mindössze 1,8%-os (éves mérték) növekedést mutató infláció viszont meglepően pozitívan alakult, és ezzel ismét a központi bank toleranciasávján belülre került. Az árstabilitás szempontjából ez kétségtelenül pozitív, ugyanakkor szintén alátámasztja azt, hogy gyenge a belső konjunktúra. A cseh kötvények hozamai márciusban összességében alig változtak. A cseh korona kicsit gyengébb volt, és az év eleje óta elért erősödésének egy részét elvesztette.

A cseh részvénytőkepiaci kismértékben erősödött, de a régió piacainak többségéhez képest elmaradt a teljesítménye. Mintegy 9%-os erősödésével kiemelkedett a mezőnyből a CEZ szolgáltató vállalat. Ez a részvény abból a vitából profitált, amely Németországban folyik az atomenergiából történő kiszállás körül, ami rögtön erőteljesen emelkedő regionális áramjegyzésekben nyilvánult meg.

### Magyarország

Magyarország gazdasága 2010-ben főként a magasabb exportnak köszönhetően 1,2%-kal nőtt, miközben a belső kereslet gyenge maradt. Tehát Magyarország is elsősorban a külföldről megnyilvánuló keresletből profitál, ami többek között az erőteljes kereskedelmi mérlegben is megmutatkozik. Márciusban az euróhoz viszonyítva a forint volt a régió legerősebb devizája, amiben segítségére volt a kormány március elején bemutatott új pénzügyi csomagja. A magyar kötvények is erősödni tudtak, a hozamok havi összevetésben csökkentek. Hosszú távon a magyar hozamszint továbbra is vonzóan tűnik. Az árfolyamok azonban valószínűleg volatilisak maradnak, főként a még mindig nehezen belátható jövőbeni reformok miatt. A jegybank a legutóbbi ülésén változatlanul 6%-on hagyta az alapkamatot. Március óta a jegybank

**Erős export-  
konjunktúra – gyenge  
belső fogyasztás**

**A munkanélküliség alig  
csökkent a válság-  
szintekhez képest**



nak „új” monetáris tanácsa van: a 7 tagból négyet lecseréltek. Ettől a változástól sok piaci szereplő azt várja, hogy csökken a nyomás az alapkamat emelését illetően, és az év további részében ehelyett inkább kamatcsökkentésre kerül sor, feltéve, hogy az infláció az év második felében csökken. Az éves infláció legutóbb már csak marginális mértékben emelkedett.

A magyar részvénytőzsdén márciusban is folytatódott az év eleje óta pozitív tendencia. A jelentős részvények közül 7% feletti erősödéssel a Magyar Telekom szárnyalt leginkább.

### Kelet-európai perempiacok

**Ukrajna** ismét elhalasztotta a Nemzetközi Valutaalappal (IMF) a segélycsomag következő részéről folytatott tárgyalásokat, mivel az IMF által sürgetett nyugdíjreform csak később kerül parlamenti szavazásra. A Valutaalappal folytatott együttműködés ennek ellenére valószínűleg nincs veszélyben, még akkor sem, ha bizonyos politikai manőverek rövid időre negatív sajtót okozhatnak.

A **román** kormány nyilvánosságra hozta a jövőbeni refinanszírozási terveit, amelyek szerint a következő években finanszírozási forrásként erőteljesebben igénybe kívánja venni az eurobond-piacot.

A **kelet-európai eurobondok** hozamfelárai a hónap folyamán csökkenő tendenciát mutatnak, aminek következtében a kötvények relatív teljesítménye pozitív volt. A japán természeti katasztrófa, valamint a tartós észak-afrikai és közel-keleti zavargások csak rövid ideig jelentettek húzóerőt a közép- és kelet-európai kötvények számára. Hosszú távon a jelenlegi szintek továbbra is vonzóknak tűnnek. A volatilitás azonban valószínűleg mindaddig magas marad, amíg az európai periféria-országok refinanszírozási válsága fennáll.

Ezt a dokumentumot a Raiffeisen Kapitalanlage-Gesellschaft m.b.H., Bécs, Ausztria („Raiffeisen Capital Management”, illetve „Raiffeisen KAG”) készítette és alakította ki. Lapzártá: 2011. 04. 05. A dokumentumban szereplő adatok a gondos kutatások ellenére sem szolgálnak kötelező érvényű információként, az anyag elkészítésével megbízott személyek készítésük tudásán alapulnak, és azokat a Raiffeisen KAG minden további értesítés nélkül bármikor módosíthatja. A Raiffeisen KAG a jelen dokumentummal vagy az azon alapuló verbális prezentációkkal kapcsolatos mindennemű felelőssége kizárt, különös tekintettel a rendelkezésre bocsátott információk, illetve az információforrások aktualitására, helyességére vagy teljességére, vagy a dokumentumban foglalt prognózisok bekövetkeztére. Valamely korábbi teljesítmények ebben az anyagban esetlegesen bemutatott prognózisa, illetve szimulálása nem tekinthető a jövőbeni teljesítmények megbízható indikátorának.

Ennek a dokumentumnak a tartalma nem tekinthető sem ajánlatnak, sem vételi vagy eladási ajánlásnak, sem befektetési elemzésnek, és különösen nem szolgál az egyedi befektetési vagy egyéb tanácsadás helyettesítésére. Minden konkrét befektetés előtt ajánlatos tanácsadást igénybe venni. Nyomatékosan felhívjuk a figyelmet arra, hogy az értékpapír-ügyletek részben magas kockázatokat hordoznak, adózásuk a személyes viszonyoktól függ, és a jövőben változhat.

Az ebben a dokumentumban foglalt információk és adatok sokszorosítása, és főként szövegek, szövegrészek vagy képanyag felhasználása csak a Raiffeisen KAG előzetes engedélyével lehetséges.

A jelen befektetési alap megjelent Tájékoztatóinak aktuális változatai, beleértve az első publikálás óta végrehajtott összes módosítást, a [www.rcm-international.com](http://www.rcm-international.com) weboldalon az érdeklődők rendelkezésére állnak. Az alap teljesítményét a Raiffeisen KAG az OeKB-módszer (Österreichische Kontrollbank AG módszere) szerint számítja a letétkezelő bank adatai alapján (ha a visszaváltási ár kifizetése szünetel, akkor az esetleges indikatív értékeket alapul véve). A számítás során az eladási és visszaváltási költségek nem kerülnek figyelembevételre. A múltbéli teljesítmények alapján nem vonhatók le megbízható következtetések a befektetési alap jövőbeni alakulására vonatkozóan.