

Vagyonkezelői beszámoló az Allianz Nyugdíjpénztár Igazgatótanácsa részére 2010

Budapest, 2011. január 10.

Allianz 

Portfoliók teljesítményének összefoglalása

ÖSSZES Portfolió teljesítménye 2009.12.31-től 2010.12.31-ig

Vagyonkezelt alapok	Portfolió bruttó hozam	Benchmark hozam	Alul / Felülteljesítés	Kezdő dátum	Záró dátum
Magán Klasszikus	5,65%	5,53%	0,12%	2009.12.31	2010.12.31
Magán Kiegyensúlyozott	8,65%	8,17%	0,48%	2009.12.31	2010.12.31
Magán Növekedési	11,62%	10,55%	1,07%	2009.12.31	2010.12.31
Magán Fügő	5,10%	5,53%	-0,43%	2009.12.31	2010.12.31
Magán LIK_MUK	4,24%	5,53%	-1,29%	2009.12.31	2010.12.31
Önkéntes Klasszikus	5,68%	5,53%	0,15%	2009.12.31	2010.12.31
Önkéntes Kiegyensúlyozott	8,82%	8,17%	0,65%	2009.12.31	2010.12.31
Önkéntes Növekedési	11,23%	10,50%	0,73%	2009.12.31	2010.12.31
Önkéntes Kockázatvállaló	19,79%	17,98%	1,80%	2009.12.31	2010.12.31
Önkéntes Fügő	7,68%	5,53%	2,15%	2009.12.31	2010.12.31
Önkéntes Szolgáltatási	5,42%	5,53%	-0,11%	2009.12.31	2010.12.31
Önkéntes LIK_MUK	4,64%	5,53%	-0,89%	2009.12.31	2010.12.31

Globális trendek I.

Korrekción, differenciálódás, eltérő adósságpályák – eltérő növekedés

- 2010-ben folytatódott a gazdasági válság által megtépzott piacok korrekciója, de a folyamat már nem volt olyan ütemű mint 2009-ben – ha pontosabban akarunk fogalmazni, távol sem volt olyan természetes mint a válságot követő első évben. Összességében a fejlett gazdaságokra elmondható, hogy mind a lakossági, mind a vállalati hitelállomány csökkent (azaz folytatódott a „deleveraging”) ami a válságot megelőző években tapasztaltnál alacsonyabb növekedési ütemet eredményezett, ezzel párhuzamosan jelentős ütemben emelkedett az államok adósságának mértéke, tehát az eladósodottsági probléma nem oldódott meg, csak más szintre került.
- Az adósságtrendeződés legnagyobb mozgatója 2010-ben is a FED volt. Az USA jegybankja a hitelhozáférés könnyítése után újabb mennyiségi lazítási programmal (quantitative easing) pénzt pumpált a gazdaságba, gyakorlatilag ezzel sikerült csak elkerülni a 2010-es negatív piaci teljesítményt. A veszélyes méreteket öltő eladósodottság gyorsította a világgazdasági súlypontok átrendeződését: Kína és Oroszország a világ legnagyobb hitelezőivé lépett elő, míg az Egyesült Államok a korábinál nagyobb mértékben támaszkodik a nemzetközi tőkepiacokra.
- A FED politikájának következtében továbbra is a likviditásbőség „kegyelmi állapotát” élvezhették a piacok, ennek kedvező környezetében folytatódott a talpra állás. A tőkeáramlás továbbra is a fejlődő, feltörekvő piacok felé mutatott.
- Ki kell emelnünk azonban, hogy a folyamat a lakossági / vállalati szintről már szupranacionálisra emelkedett: az adósságtrendezésekben egyre aktívabb szerep jutott az IMF-nek.

Globális trendek II.

Korrekción, differenciálódás, eltérő adósságpályák – eltérő növekedés

- Európában 2010 egyik legfontosabb eseménye az EMU peremállamainak adósságválsága volt: a görög és ír mentőakció után a Monetáris Unió kénytelen volt szembenézni a jelenlegi struktúra fenntarthatatlanságával. Az eltérő fejlettségi szakaszban lévő és eltérő makrogazdasági pályát bejáró tagállamok nem összehangolt költségvetési politikája felhívta a figyelmet az Unió instabilitására, a gazdasági együttműködés elmélyítésének fontosságára.
- Az EMU esetében a piac kényszerítő hatására a költségvetési konszolidációra esett nagyobb hangsúly: a felfokozott várakozások ellenére sem döntött az ECB hasonló QE program beindításáról. A konzervatívabb gyakorlat miatt a piaci teljesítmény az EU országaiban (Németországot kivéve) jóval visszafogottabb volt.
- Az EM országok a globális hangsúlyeltolódás haszonélvezői voltak. Versenyképességük, tőkevonzó képességük a világszerte meghaladó növekedést eredményezett 2010 első felében. Az élénkülő inflációs nyomás és az ennek következtében erősödő kamatemelési várakozások miatt ezek az árazási különbségek néhány ország esetében 2010 második felében csökkentek.
- Várakozásainknak megfelelően bekövetkezett a korábbi gazdasági pólusok (USA – Japán – EU) visszaszorulása 2010-ben. A BRIC országok tovább erősödtek, s látványos növekedéssel - igaz viszonylag alacsony bázissal - felsorakozott melléjük több további országcsoporthoz is (Argentína, Chile, Egyiptom, Törökország, Indonézia, Szingapúr, Fülöp-szigetek, Thaiföld, Vietnam, Dél-Korea).

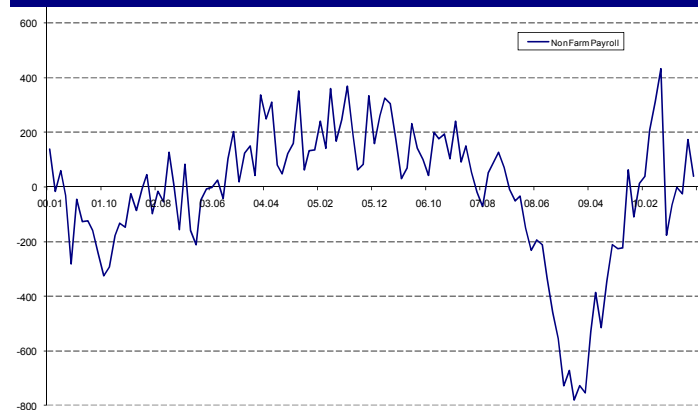
Globális trendek III.

2011 előrejelzés

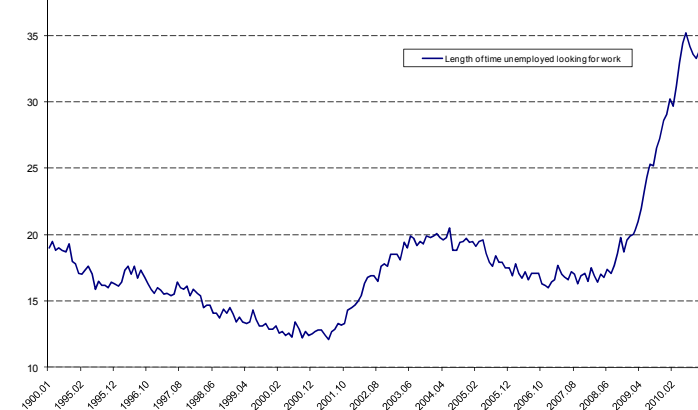
- A globális növekedésben 2011-ben is a feltörekvő piacoknak jut húzószerep, a fejlett gazdaságokban a deleveraging továbbra is visszafogja a bővülés ütemét. Ennek köszönhetően a fejlődő országokban számíthatunk fokozottabb inflációs nyomásra, míg a fejlett országok esetében alacsonyabb marad a pénzromlás üteme. (A hitelállomány bővülés üteme a fejlett gazdaságokban elmarad a gazdasági növekedés ütemétől, míg a felülteljesítő régiókban várhatóan meghaladja azt – lásd Kína és korlátozások).
- Az USA és Európa eltérő adósságrendezési politikája, illetve ennek következménye lesz 2011 egyik figyelemreméltó fejleménye. A QE2 miatt továbbra is jelentős központi kiadásokkal operáló Egyesült Államok adósságállománya a világgazdasági válság előtti 70%-ról 2011-re várhatóan 95-100%-ra emelkedik (GDP százalékában). Eközben az adókedvezmények rendszere fennmaradt. Ezzel párhuzamosan az EU a tagországok költségvetési politikájának szorosabbra fűzésével próbálja fenntartható irányba fordítani az adósságpályákat (EU szinten 2011-re a GDP arányos átlagos hiány várhatóan megközelíti a 90%-ot).
- Az USA és UK QE miatt megjelenő pótlólagos likviditás felértékelődési nyomás alá helyezi a fejlődő gazdaságok fizetőeszközeit illetve eszközár-buborékokat generál, emiatt itt „quantitative tightening”-re és emelkedő inflációra számítunk.
- 2011 kiemelt témája várakozásaink szerint az árupiaci és ezen belül kiemelten az élelmiszerár buborék és a munkanélküliség ellentétes hatásainak eredőjeként adódó inflációs várakozások alakulása.

Globális trendek IV.

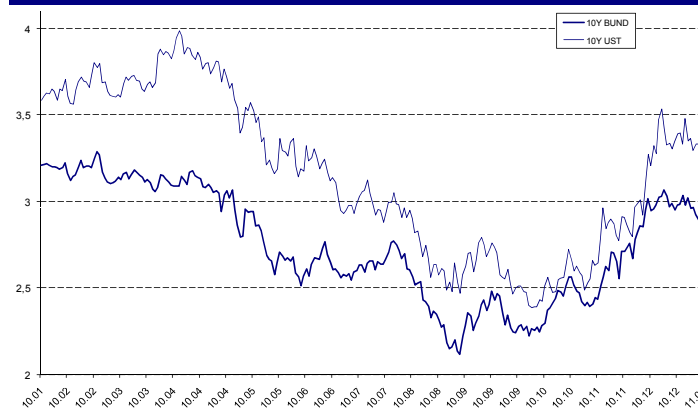
Non-farm payroll



Álláskeresés átlagos ideje (USA, hetekben)



10Y UST és 10Y Bund



Cukor (határidős)



Hazai makrofolyamatok I.

Erős ipari termelés, stagnáló fogyasztás, javuló külső egyensúly

- A német folyamatokkal összehangban kimagaslóan jól alakult ipari termelésünk 2010-ben. A jellemzően exportra termelő ágazat érdemben javította külker mérlegünket (ehhez természetesen hozzájárult a rendkívül alacsony szinten stagnáló belső fogyasztás alacsony importigénye). Külkereskedelmi aktívumunk 2010 novemberére elérte a 651 millió EUR-t, amire az elmúlt tíz évben nem volt példa.
- A hazai GDP 2010-ben már bővülést mutatott, igaz ennek mértéke az alacsony bázis ellenére is 2% alatt maradt az év első három negyedében.
- A központi költségvetés egyenlege éven belül aggasztóan alakult, novemberre átlépte a 2010-es előirányzat 150%-át, de a különadóknak köszönhetően decemberben 400 milliárd forint pozitívumot mutatott a nettó egyenleg így sikerült teljesíteni a pénzforgalmi szemléletű nominális hiánycélt.
- A költségvetésben jelentős változásokat figyelhettünk meg: a TÁNYA leszállítása a számlák feltöltésének tervhez képesti elmaradását eredményezte – nem meglepő módon, új elemként megjelentek a szektorális különadók, melyek tartósságáról jelenleg nem rendelkezünk pontos információval.
- A kormány egyenlegjavító intézkedésként leállította a MNYP-ba történő kifizetéseket, illetve megnyitotta a visszalépés lehetőségét az állami nyugdíjrendszerbe. A visszalépések miatt beérkező vagyontömeget a költségvetési terv szerint az állam nem csak államadósság csökkentésre, hanem folyó finanszírozásra is felhasználja majd.

Hazai makrofolyamatok II.

Leminősítések, romló inflációs várakozások, rendszerszintű stabilitási problémák

- 2010 során először az S&P stabilról negatívra módosította hitelminősítésünk kilátását (július), majd decemberben a Fitch és a Moody's is a befektetési kategória legalacsonyabb szintjére minősítette vissza külső adósságunkat. A döntések indoklása fővonalakban egyezett: az adósságpálya fenntarthatósága kérdőjeleződött meg a minősítők szerint.
- Az MNB a költségvetés bizonytalanságát, a külső romló hangulatot, a hazai kereslet élénkülését és külső ársokkokat figyelembe véve – az inflációs várakozások káros megugrását elkerülendő 2010 negyedik negyedében kamatemelésbe kezdett. Kommunikációjában egyértelműen jelezte, hogy nem egyszeri kiigazításról van szó, hanem új monetáris ciklus kezdetéről.
- Kiemelt kérdéssé vált 2010-ben a bankrendszer stabilitása. Az MNB stressz-tesztjében szereplő CHF/HUF árfolyamot decemberre sikerült elérnünk, az ezen felüli gyengülés már kritikus szint alá viheti a teljes hazai bankrendszer tőke megfelelési mutatóját. A folyamatot súlyosbítja a pénzüintézetekre kirótt különadó is, így 2011-ben előfordulhat, hogy egyes pénzüintézetek tőkeemelésre szorulnak.

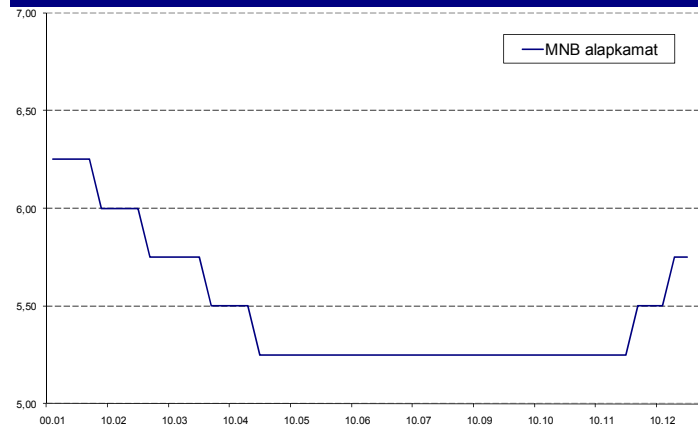
Hazai makrofolyamatok III.

2011 várakozások

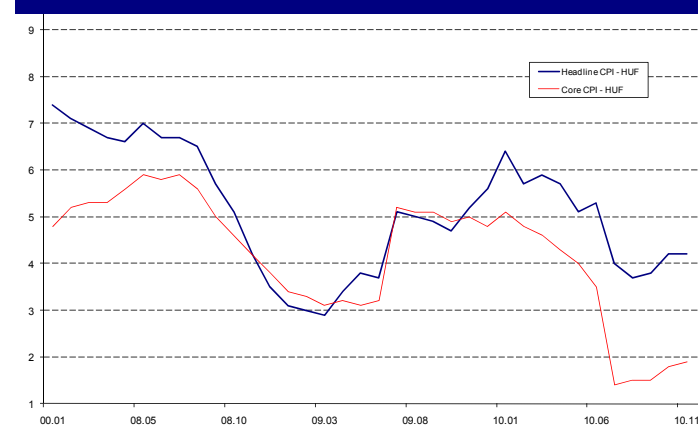
- 2011 legnagyobb kihívása hazai szempontból a hitelesség visszaállítása mind kül-, mind belföldön. Ha Magyarország kikerül a befektetési kategóriából bármelyik hitelminősítőnél, annak szinte beláthatatlan következményei lesznek (finanszírozási problémák, eszközárak összeomlása, jelentős forintgyengülés, bankrendszer-stabilitási problémák, esetleges kényszerű IMF hitel), így mindenképpen átfogó, fenntartható és hiteles költségvetési reformot kell prezentálni a kormánynak a februári határidőig.
- Növekedési szempontból kulcskérdés Magyarország tőkevonzó képességének megerősítése, amelyhez a nominális szint mellett elengedhetetlen az egyszerűsített adó és járulékrendszer és a kiszámítható jogi környezet. Amennyiben ezt sikerül megteremteni a beruházások és a beinduló termelés ugrásszerűen növelheti a hazai exportot ellensúlyozva a SZJA csökkentés miatt várt fogyasztásnövekedés és a beruházások importigényét.
- Hitelességünket és a piaci stabilitást érzékenyen érinti majd az MNB Monetáris Tanácsának tagjait érintő változás: márciusban a 7 fős testület 4 tagjának mandátuma lejár, az újakat parlamenti bizottsági javaslatra egyszerű többséggel választják meg. A módszer hordoz magában némi hitelességi kockázatot főleg ha figyelembe vesszük a kormányzat alacsony kamatkörnyezetre és megváltoztatott inflációs célkitűzésre vonatkozó – távolról sem burkolt – kívánalmait.

Hazai makrofolyamatok IV.

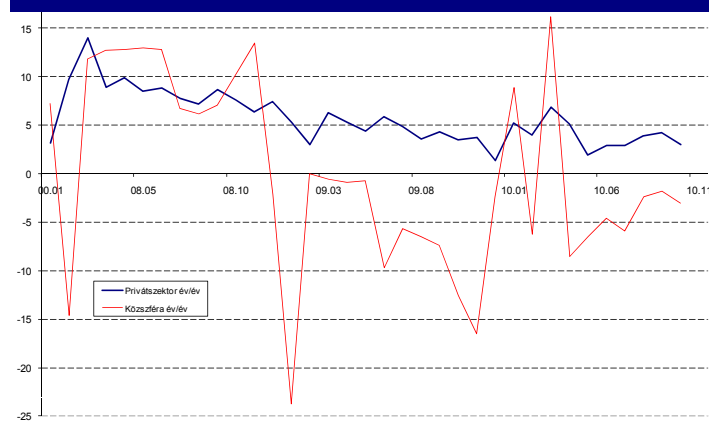
MNB alapkamat



Forint headline és maginfláció alakulása



Bérek



Ipari termelés év/év



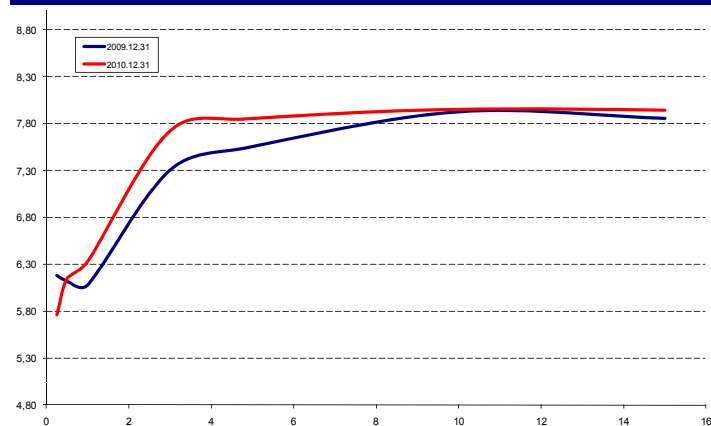
Állampapírpiac I.

Stabilizálódó finanszírozás, erősödő külföldi jelenlét, emelkedő hozamszint

- 2010-ben a magyar államadósság finanszírozását sikerült újra teljesen piaci alapokra helyezni. Az ÁKK agresszív buyback aukciókkal visszaállította a likviditást a piacon. Rövidebb lejáratok vásárlásával a piacon maradó állomány duration-jét hosszabbította, így az indexkövető piaci szereplőket vásárlásra készítette. A kibocsátási aktivitás a második félévre visszatért a korábban megszokott mennyiségekhez.
- Az év során a másodpiaci hozamok meglehetősen széles tartományban mozogtak: az éves lejárat 5% és 6,5% között, az 5 éves termin 5,60-8,30%, a 15 éves 6,30 – 8,40% között mozgott. Év/év összehasonlításban a 10-15 éves terminelnél érdemi elmozdulást nem láttunk, az 1-4 éves szegmensben viszont 2010-ben átlagosan 30 bázisponttal kerültek feljebb a jegyzések.
- A globális befektetői bizonytalanságnak és a hazai folyamatoknak köszönhetően hazánk 5 éves hitelbiztosítási felára (CDS) a 2010 januári 220 – 230-as szintekről decemberre éves csúcs közelébe, 380-400 bp-ra emelkedett.
- A konvergencia jelzőszámaként használható 5x5 forward spread (5 év múlva induló 5 éves forint és euro betétkamatok különbsége) 220 bp-ról a 300-as szint fölé tárgult.
- A külföldi szereplők állampapír állománya 2600 milliárd forint fölé emelkedett, ez a korábbinál jóval nagyobb külföldi aktivitást jelent (állomány szempontjából legalábbis, százalékos arányban stagnálást figyelhattunk meg). Ez részben a külföldi elsődleges forgalmazók (RBS, Nomura, Goldman Sachs) megjelenésének köszönhető, részben bizonyos piaci szereplők jelentős repo-állományának leépülésében. Ez a folyamat a MNYP rendszer szerepének visszaszorulásával tovább emelheti a volatilitást a másodpiacon.

Állampapírpiac II.

HGB görbe változása



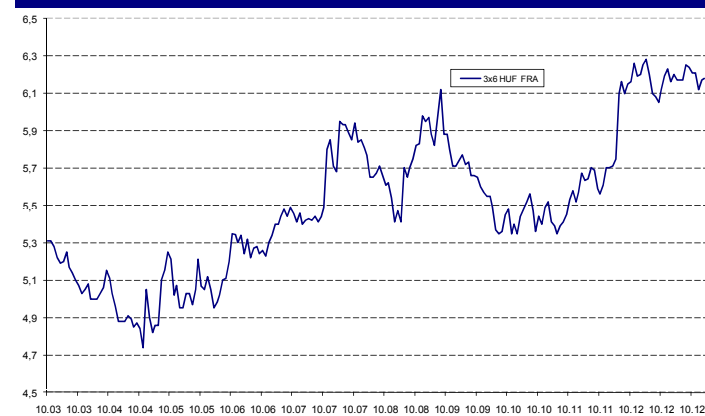
5Y5Y spread EUR curve felett (bp-ban)



Non-residents' HGB

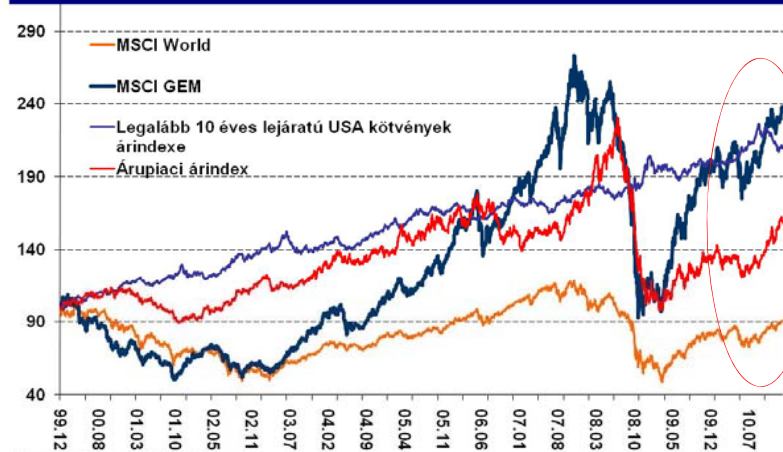


HUF 3x6 FRA



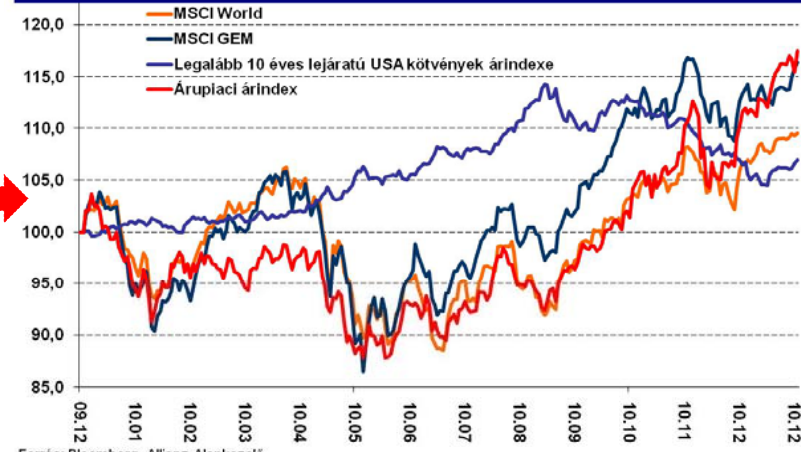
A fejlődő részvénypiacok felülteljesítettek 2010-ben

Nagy eszközosztályok indexeinek összehasonlítása 2000-2010



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

Nagy eszközosztályok indexeinek összehasonlítása, 2010

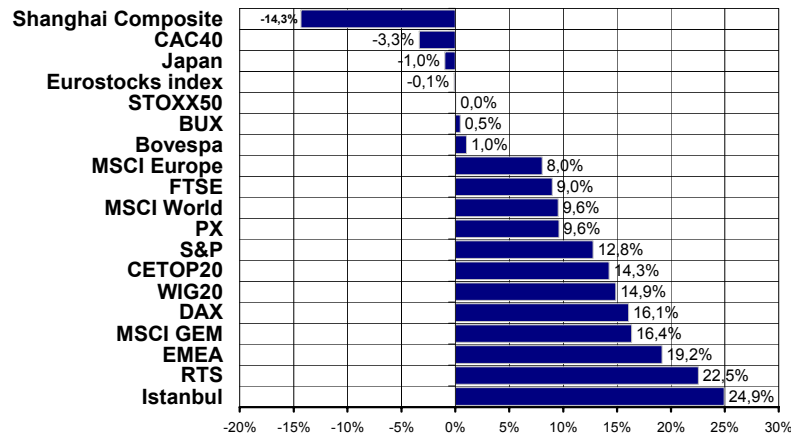


Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

- 2010-ben a kockázatvállalási kedv érdemben nem csökkent 2009-hez képest (magas bázis).** Ehhez nagyban hozzájárult az USA második mennyiségi jellegű monetáris enyhítése, és a fiskális expanzió meghosszabbítása a G. W. Bush által levágott személyi jövedelemadó-kulcs megtartásán keresztül. Amit a részvénypiacok pozitívan értékelték, azt a kötvénypiac „örszemei” rossznéven vették, így a részvény eszközosztály felülteljesítette a kötvény eszközosztályt 2010-ben.
- A világgazdaság súlypontjainak folytatódó átrendeződését a részvénypiac 2010-ben is lekövette.** Ezúttal a fejlődő piacok átlagban 5%-ponttal teljesítették felül a fejletteket a 2009-es 47%-pontos felülteljesítés után. Az árupiacok hasonlóan erősek voltak. A zárt rendszerben keringő hatalmas likviditásra ez a két nagy eszközosztály maradt a legérzékenyebb továbbra is, a reálgazdaságba ez a pénzmennyiség rendkívül lassan szívargott be, pl. a megnövekedett számú IPO-kon keresztül. Az árupiacok erőssége az infláción keresztül közvetve azonban visszahathat a likviditás mennyiségére.

Kik voltak a problémás esetek?

A releváns részvényindexek teljesítménye 2010



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

DAX vs. Eurostoxx50 vs. IBEX 2010-ben



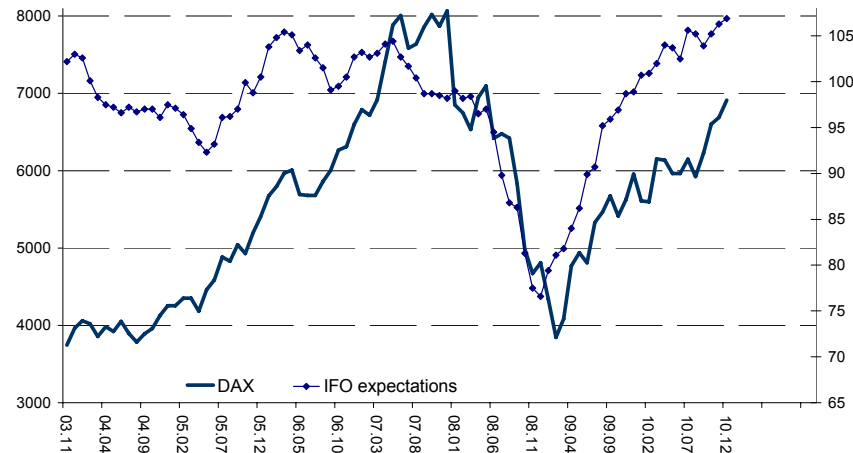
Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

- 2010-ben két témakör okozott feszültséget a piacokon.

- 1) **EU.** A piac egyik üzenete 2010-ben, hogy miközben a világgazdaság lassan, fokozatosan áll helyre, Európában problémák vannak. Nem mindenhol, de egyes országokban feltétlenül. A „kétsebességű” Európa kialakulását szemlélteti, hogy a DAX index 16% ponttal teljesítette felül a Euro Stoxx 50 indexet. Lényegében a német részvények emelkedése tartotta meg a periféria országok legnagyobb részvényeinek árfolyam-esését.
- 2) **Infláció egyes fejlődő államokban.** Kínában és egyéb távol-keleti országokban megindult a monetáris szigorítás, amit azonban intenzíven árazott a piac, hiszen a Shanghai Composite 31%-kal teljesítette alul az MSCI globális fejlődő piaci indexét. Kína 4 eszközzel próbálta fékezni inflációját, célja 2011-re a 4% elérése: 1) hitelezés visszafogása 2) kötelező tartalékráta emelése 3) alapkamat emelése 4) ársapkák bevezetése.

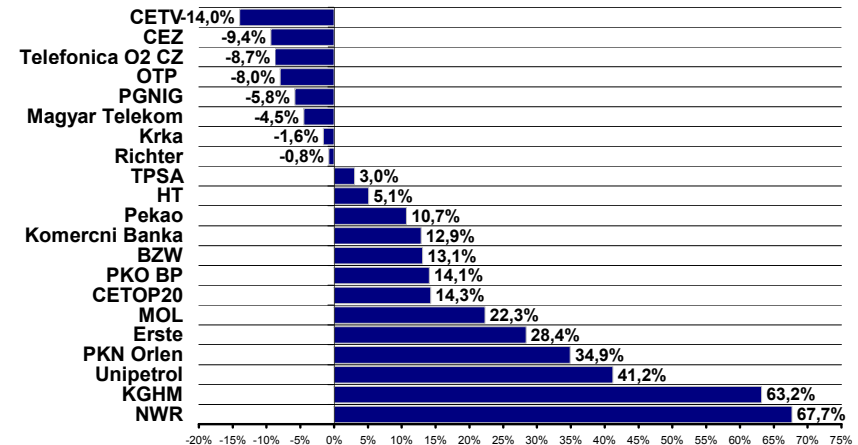
DAX és CETOP20 a felülteljesítők között

DAX és IFO várakozások alindex



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

CETOP20 tagok teljesítménye 2010-ben

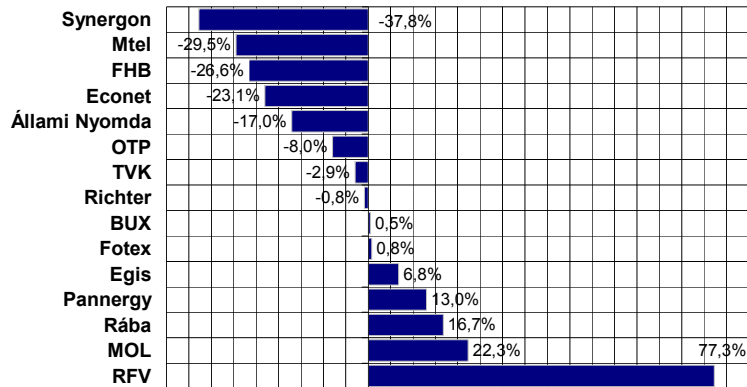


Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

- **DAX.** A német gazdaság és ezáltal a DAX relatív erejét véleményünk szerint 3 tényező indokolja.
 - 1) A munkaerőpiac megóvása miatt nem omlott össze a belső piac. A keynesi alapproblémát (lefelé ragadós bérek miatt nem áll vissza az egyensúly keresleti sokk esetén, és strukturális munkanélküliség keletkezik) a részmunkaidő támogatásával oldották meg.
 - 2) Dinamikus növekvő fejlődő piaci megrendelések (pl. német autók Kínában) miatt kiugró export.
 - 3) Rekordokat döntő IFO hangulat index, és várakozások alindex.
- **A dübörgő német gazdaság ezúttal is jótékony hatással volt KKE régióra.** A CETOP20 index elérte volna DAX hozamát, ha nem húzzák le a magyar „blue chip”-ek, a MOL-t kivéve. Az első hat legmagasabb hozamú részvényből öt a nyersanyagpiachoz volt köthető.

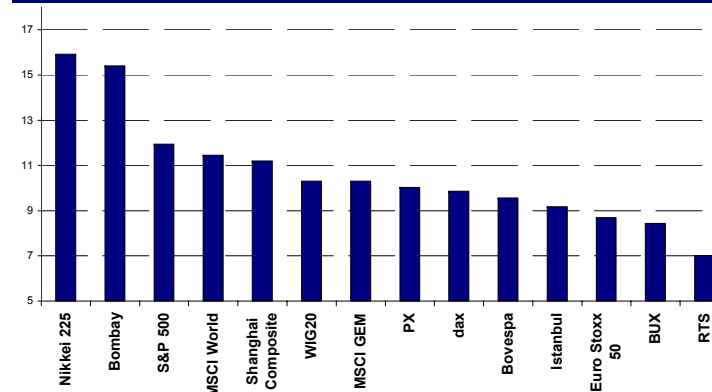
A BUX (is) lecsatlakozott a globális gőzmozdonyról

BUX tagok teljesítménye 2010-ben



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

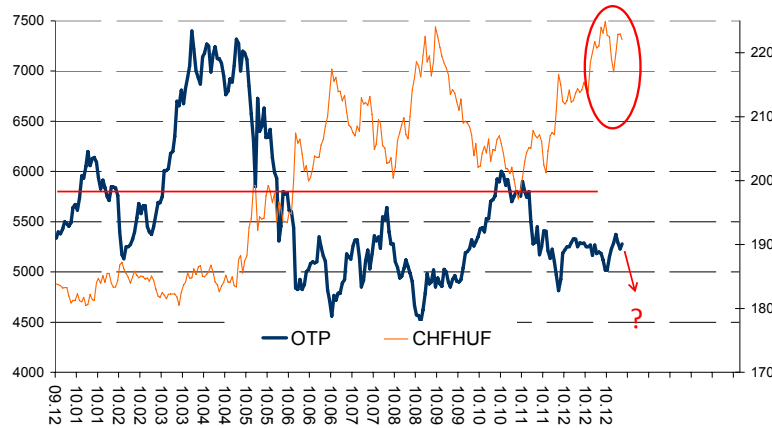
1 évre előrettekintő P/E ráta



- A magyar részvénypiac a tőkepiacok egyik fekete báránya volt decemberben.** Év végére a Fitch leminősítésével valamennyi hitelminősítőnél besorolásunk a befektetésre ajánlott legalsó kategóriába esett. Nem ok nélkül, hiszen a közgazdaságilag releváns strukturális költségvetési egyenlegünk érdemben nem javult. Az egyszeri intézkedések (nyugdíjpénztári változások, különadók) ellenére sem. Ugyanakkor úgy gondoljuk, a rossz hírek többsége beárazódott a magyar részvénypiacba, ami 16%-ponttal teljesítette alul a GEM régiót. Ennek eredményeképp év végére csak az orosz részvénypiac rendelkezett alacsonyabb 1 éves előrettekintő P/E rátával, ami jórészt az ottani vállalatirányítási kockázatokkal magyarázható.
- Az erős vállalati fundamentumok azonban továbbra is tisztességes hozamot jelentettek.** Az RFV esetében a román bejelentések, a MOL-nál az iraki mezők és az INA szinergiák generálhatnak jelentős hozzáadott értéket. A Pannergy első releváns fúrása sikeres lett, ami további finanszírozási csatornákat nyit meg.

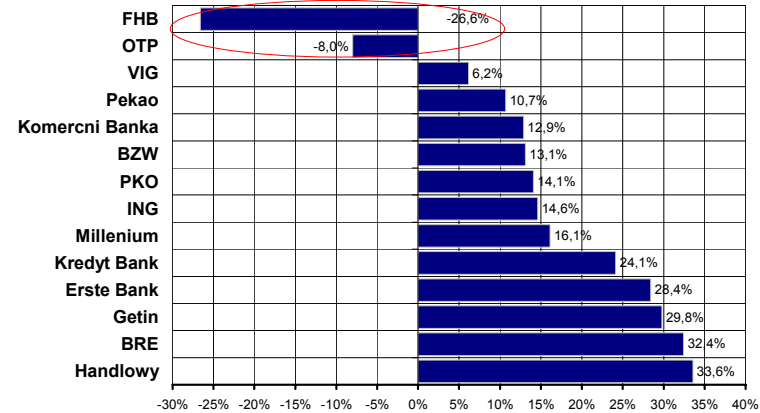
Mi vezérelte az OTP árfolyamát?

OTP vs. CHF/HUF



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

A pénzügyi szektor teljesítménye 2010-ben

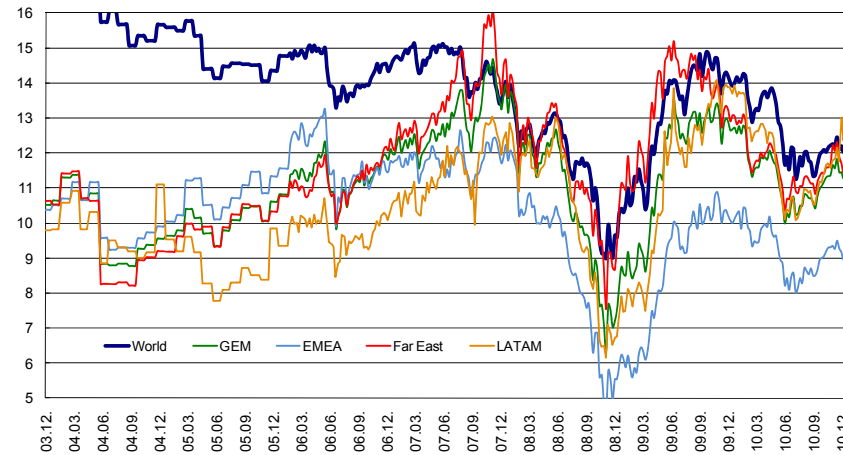


Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

- **Az OTP 8,5% ponttal teljesítette alul a BUX indexet.** A régiós sektortársait még ennél is jóval nagyobb mértékben. Az országspecifikus tényezőkön és a drasztikus banki különadón túl a svájci frank erősödése számított még releváns kockázati faktornak.
- **CHF/HUF.** Véleményünk szerint a forint jelentős gyengülése a CHF-hez képest még nem teljesen árazódott be az árfolyamba. Igazán a negyedik és az első negyedéves gyorsjelentésekben fog megmutatkozni, hogy ténylegesen mekkora problémát jelent az OTP-nek az árfolyam kétszeri drasztikus változása a 90 napon túl nem teljesítő hitelek szempontjából.

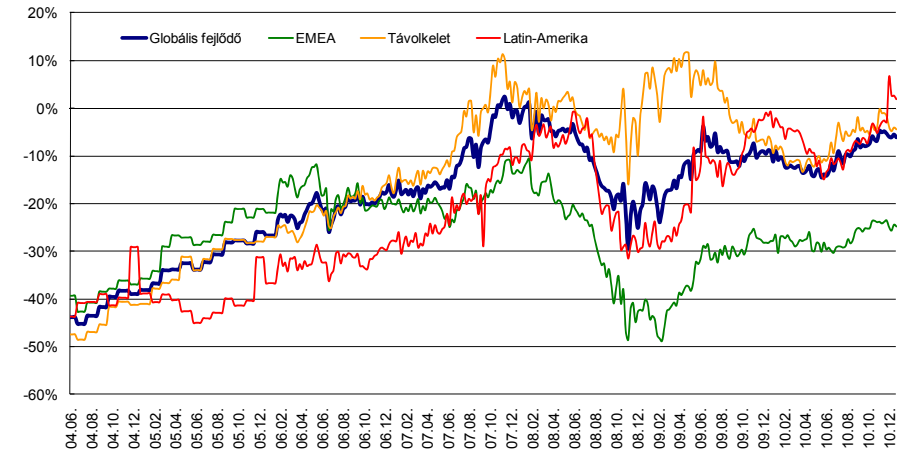
Értékeltség

P/E ráták alakulása



Forrás: Datastream

Fejlődő piacok P/E diszkontja az MSCI World-höz képest

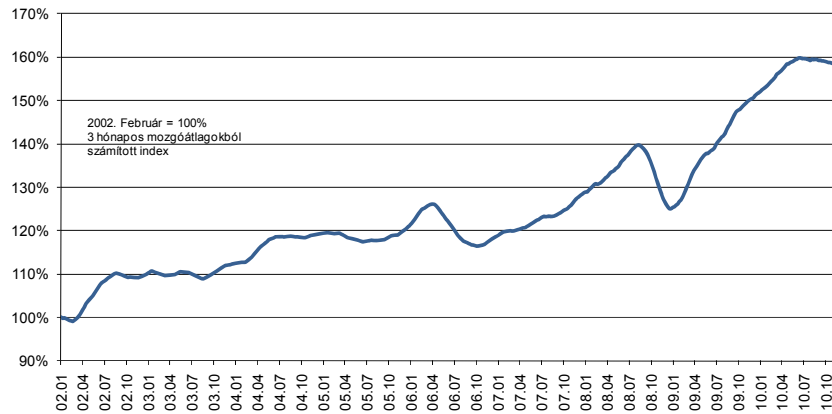


Forrás: Datastream

- Az elmúlt években a feltörekvő piacok diszkontja marginalizálódni látszik. Egyetlen földrajzi szegmens, az EMEA régió forog csupán számottevő diszkonttal a globális részvénypiacokhoz képest. A Magyarországot is magában foglaló reláció 10x alatti P/E rátája és az ezzel együtt járó 20% feletti diszkont érdemi csökkenése azonban nem várható. (lásd. 18. és 19. oldal)
- A nominális P/E ráták idei második félelvi emelkedése a likviditás bőség oldalvizén még folytatódhat, melyet az USA lakossági fogyasztás pislákoló élénkülése is támogat majd. DE nem számítunk 14-15x-ös hányadosokra, ugyanis az európai adósságválság, a kínai infláció és az esetleges USA kamatemelés az év második felében mind a mérsékelt kockázatvállalás irányába ható tényezők.

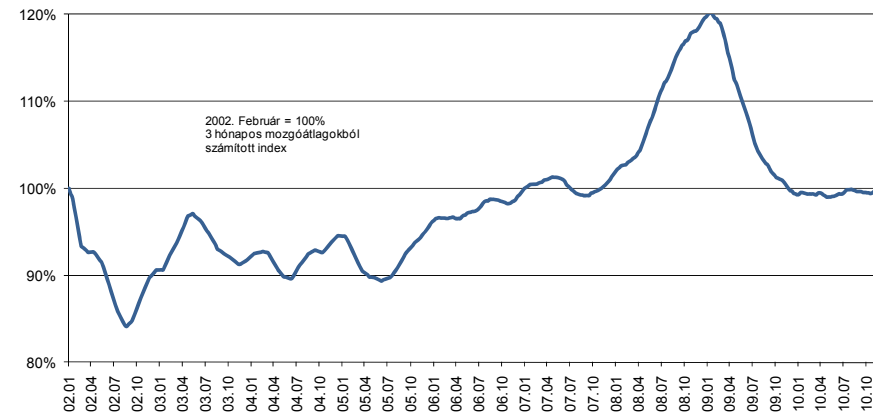
Értékeltség II.

Fejlődő piaci eredménynövekedés a fejlett piacokhoz képest



Forrás: Datastream

EMEA eredménynövekedés a GEM-hez képest

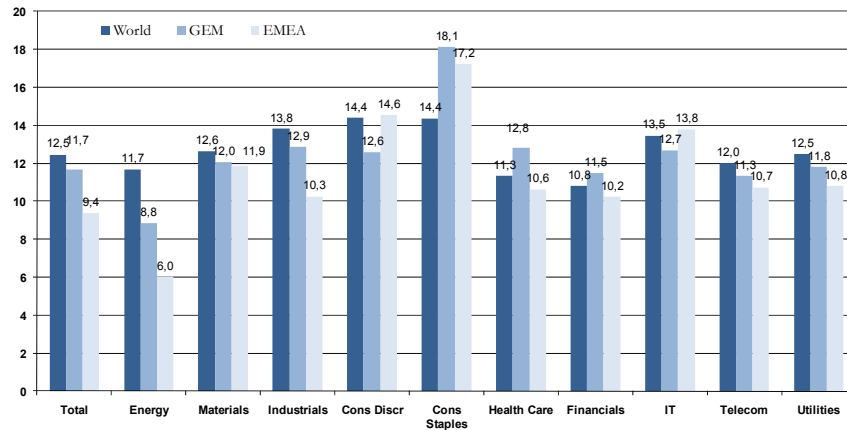


Forrás: Datastream

- A fejlődő piaci diszkontok csökkenését magyarázza a fenti, bal oldali ábra. A GEM országok 2002 óta 60%-kal nagyobb eredménynövekedést értek el, mint a fejlett világban működő versenytársaik.
- 2010-ben a különbség nem nőtt tovább, de hosszú, évtizedes távlatban a trend várhatóan folytatódik majd.
- Az EMEA országok vesszőfutását indokolja részben a jobb felső ábra, mely szerint a 2008-ig kigazdálkodott többlet teljes mértékben eliminálódott az utóbbi két évben. Ennek oka legnagyobb részt régióink óriási nyersanyagipari kitettsége.

Értékeltség II.

MSCI World, GEM, EMEA szektor 12M forward P/E-k



Forrás: Datastream

- Az EMEA alulértékeltségének legnyomósabb oka egyértelműen az indexben nagy súllyal szereplő orosz olajcégek alacsony árazása. (transzparencia hiánya)
- A többi szektorban ekkora mértékű eltérés nem tapasztalható, sőt egyes esetekben prémiummal forognak a GEM részvények. Figyelembe véve a két régió eltérő GDP növekedési ütemét ebben semmi kivételt nem találunk. A nagyságrendileg megegyező árazást megfelelőnek tartjuk.

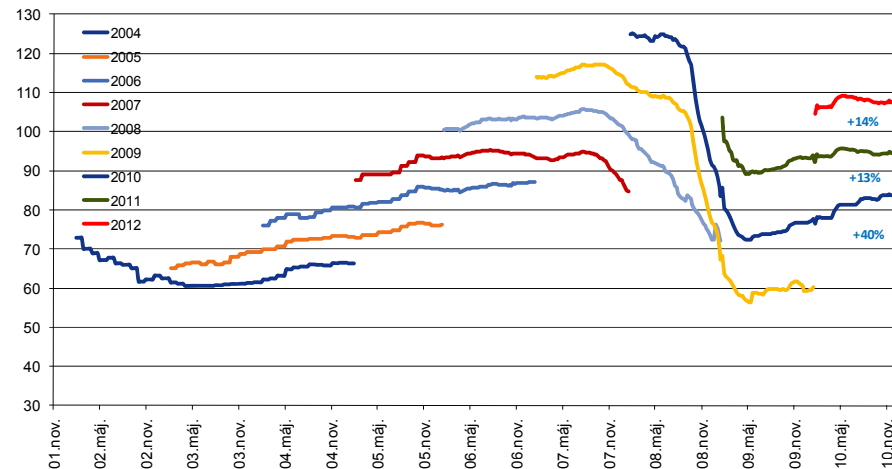
Sector P/E ratios

	World	GEM	EMEA	LATAM	ASIA	Russia	Turkey	S. Africa	EM Eur	Poland	Hungary	Czech R.
Total	12,5	11,7	9,4	12,7	12,3	6,6	10,4	11,8	7,8	11,9	9,3	10,0
Energy	11,7	8,8	6,0	11,0	11,6	5,3	10,3	9,8	5,6	12,3	8,5	n.a.
Materials	12,6	12,0	11,9	12,8	11,3	10,0	10,5	13,1	9,4	7,3	n.a.	0,0
Industrials	13,8	12,9	10,3	20,7	12,3	n.a.	9,0	10,2	9,3	12,7	n.a.	n.a.
Cons Discr	14,4	12,6	14,6	13,6	12,0	n.a.	9,6	14,6	13,2	17,1	n.a.	n.a.
Cons Staples	14,4	18,1	17,2	19,9	16,9	26,5	22,1	16,1	19,9	n.a.	n.a.	0,0
Health Care	11,3	12,8	10,6	21,3	22,7	n.a.	n.a.	14,1	14,0	0,0	14,0	0,0
Financials	10,8	11,5	10,2	11,7	11,9	8,6	9,7	10,3	10,1	13,5	8,3	12,0
IT	13,5	12,7	13,8	n.a.	12,7	n.a.	n.a.	0,0	10,7	10,7	n.a.	n.a.
Telecom	12,0	11,3	10,7	10,9	12,0	9,6	10,7	10,6	10,9	17,0	9,7	12,0
Utilities	12,5	11,8	10,8	10,6	13,8	12,0	0,0	n.a.	10,8	n.a.	n.a.	8,6

Source: Datastream

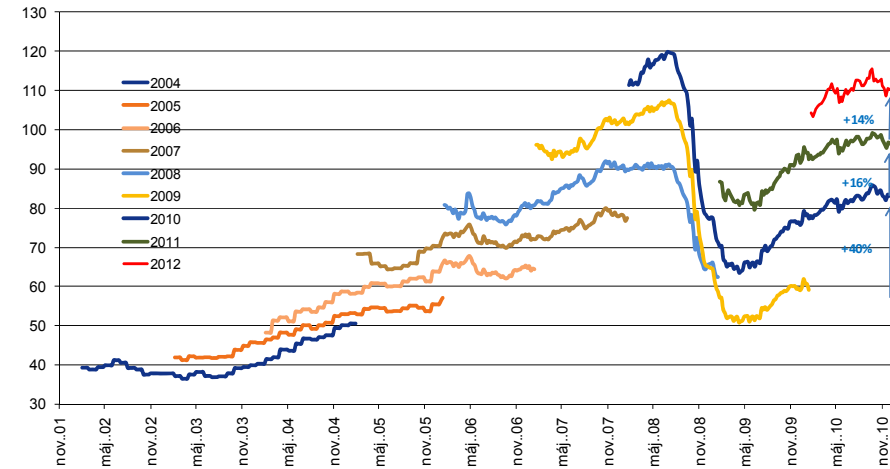
Elemzői várakozások

S&P 500 EPS előrejelzések alakulása



Forrás: Datastream

MSCI GEM EPS előrejelzések alakulása



Forrás: Datastream

- Ami az elemzői EPS előrejelzéseket illeti, 2010-ben pozitív meglepetés érte a piacokat. A 2009-ben prognosztizált 2010-es számokat folyamatosan felfelé kellett revideálni, melyeket párhuzamosan követtek a 2011-es és 2012-es számok.
- Érdekes, hogy jelen pillanatban „bottom-up” megegyező eredménybővülésre számít a piac az amerikai és a feltörekvő piacokon, mely véleményünk szerint elbizonytalanodásra utal. A cégelemzők nem látják tisztán (nem is könnyű) az elkövetkezendő eseményeket, ami egy sablonszerű 10-15%-os várakozásban testesül meg, lényegi differenciálás nélkül. Mi nem osztjuk ezt a nézetet. Meggyőződésünk, hogy a feltörekvő piacok vállalatai közép és hosszú távon is nagyobb eredménynövekedési potenciállal rendelkeznek.