

## VÁLASZOLUNK

Az Eszmecserén nem jutott időnk minden SMS-ben feltett kérdésre válaszolni, ezért ebben a formában válaszoljuk meg felmerült kérdéseiket.

Felhívjuk figyelmét, hogy mivel az esemény zártkörű volt, ezek a válaszok bizalmas információnak minősülnek és nem nyilvánosak. A közlések a Concorde ALAPKEZELŐ Zrt., illetve más résztvevők üzleti titkait tartalmazhatják, így megkérjük, hogy ezt a dokumentumot ne küldje tovább senkinek. Amennyiben Ön nem e levél címzettje, úgy kérem, azt haladéktalanul törölje. A Concorde ALAPKEZELŐ Zrt. nem járul hozzá ezen elektronikus küldemény tartalmának sem részben, sem egészben való megismeréséhez, közzétételéhez, nyilvánosságra hozatalához, továbbításához vagy bármilyen egyéb felhasználásához a levél címzettjén kívül más számára.

### **Mit gondoltok a Concorde 2000 hozam várható alakulásáról?**

A Concorde 2000 eszközei átlagosan egyharmad részben részvény, kétharmad részben magyar kötvény, döntően állampapír. Ez utóbbi rész hozamkilátása jelentősen csökkent a kötvénypiaci hozamcsökkenéssel párhuzamosan, a következő években reálisan 1-2 százalékra képes. A részvényharmad véleményünk szerint hosszú távon továbbra is képes a tíz-tizenpár százalékos hozamra. Ezek eredőjeként alakulhat majd az Alap összesített hozama. Ehhez hozzátehet, ha pánikokban jókor tudunk növelni a kockázatos rész (részvények) arányán, de rontja az Alap működési költsége.

### **Ez évben mi várható forint/euró, illetve forint/amerikai dollár vonatkozásában?**

A forintot folyamatosan erősítő tényező, hogy Magyarország nettó finanszírozási képessége jelenleg nagyon magas. Ez várhatóan még 2-3 évig így marad, hiszen a külkereskedelmi mérleg magas többlete pár év alatt nem tud eltűnni, az EU-tól 2020-ig még jelentős pénzek jöhetnek és a külföldön dolgozók hazautalásai is magasan maradhatnak. Ezzel szemben a forintot az tudja gyengíteni, ha a) a külföldiek csökkentik a pozíciójukat a magyar eszközökben és b) a magyar megtakarítók növelik a devizakitettséget a megtakarításaikon belül. Miután a külföldiek már elég sok magyar eszközt eladtak (és a devizahitelek többsége törlesztésre került), ezért előbbi irányából nem számítunk tartós (legfeljebb időszakos, átmeneti) forintgyengítő erőre, utóbbit sem tartjuk most valószínűnek. Ezek alapján a forintnak középtávon inkább erősödnie kellene, ami ellen a jegybank számos eszközzel próbál majd küzdeni. Mindezek eredőjeként néhány éves távlatban sávozást tartunk a legvalószínűbbnek az euró/forint árfolyam tekintetében. A dollárral kapcsolatban lásd az EUR/USD alakulására vonatkozó kérdésre adott választ.

### **Mit gondolnak az EUR/USD alakulásáról?**

Ahogy azt az Eszmecserén is elmondtuk, a világ legkereskedettebb instrumentuma az EUR/USD árfolyam, így valószínűleg ez az egyik leghatékonyabb piac, itt a legnehezebb okosabbnak lenni a piacnál. Pont emiatt az EUR/USD tekintetében ritkán van nagyon határozott véleményünk. Most is számos tényező szól az euró erősödése mellett (többletes folyó fizetési mérleg, vásárlóerő paritáson már nem drága az európai fizetőeszköz), de az ellen is (tartósan alacsony kamatszint, strukturálisan az amerikaiénál alacsonyabb növekedési ütem). Emellett úgy látjuk, hogy az EKB-nak 1,15-ös árfolyam környékén mindig felerősödik az euró gyengítésére

irányuló szándéka. Mindezek alapján nem túl nagy meggyőződéssel, de egy sávozó, enyhén gyengülő eurót tartunk a legvalószínűbbnek.

### **Erősödhet-e tovább a dollár rövid és hosszabb távon?**

Úgy gondoljuk, hogy a dollár fejlődő devizákkal szemben történt erősödésének még nincs vége, januártól csak egy átmeneti megtorpanást látunk. (Hasonló folyamatokat látunk, mint a svájci frank erősödése során: amíg a jelentős dolláradósság egy része nem kerül visszafizetésre és/vagy nem látunk komolyabb pánikot és/vagy csődeseményt egy-egy jelentősebb fejlődő piaci devizaadóssal kapcsolatban, addig nem valószínű, hogy meg tudna fordulni a dollár erősödő trendje.) Ezzel szemben a fejlett devizákkal szemben nincs határozott meggyőződésünk.

### **A pénzbőség Kánaánnak lassú felébredéssel lesz vége vagy inkább a cérna elszakadásával?**

Sajnos erre a kérdésre mi sem tudjuk pontosan a választ, csak sejtéseink vannak, ugyanis nem nagyon tudunk történelmi példákat segítségül hívni. A múltban ennyire globalizált világgazdaságra és egyidejűleg ilyen magas GDP-arányos adósságra nem volt példa. Általános tapasztalat ugyanakkor, hogy minden olyan időszakban, amikor tartósan negatív reálkamat-környezet uralkodott (mint most is), a pénzügyi piacokon buborékok fújódtak. Azok kidurranása pedig nagy pusztítást okozott.

### **A csúcsra járatott jegybanki pénznyomdák historikusan középtávon mindig erős inflációhoz vezetnek, miért lenne ez most másképpen?**

Eddig a pénznyomda azért nem vezetett inflációhoz, mert a likviditási csapdahelyzet miatt a hitelfelvevők részéről hitelundor uralkodott, másrészt a pénzügyi közvetítőrendszer is túlterhelt volt, ezért a jegybankok által a rendszerbe pumpált likviditás nem ment ki a reálgazdaságba. Ez utóbbi oldódik, már kevésbé problémás, az előbbi csak lassabban változik. Ugyanakkor nagy baj esetén a jegybankok (a költségvetési politikával karöltve), ha nagyon akarnak, tudnak inflációt csinálni, például kikerülve a pénzügyi közvetítő rendszert, közvetlenül nyomtatott pénzt juttatva a lakosságnak/vállalatoknak („helikopterpénz”). Valószínű, hogy emiatt idővel ismét meg fog jelenni az infláció, de fontos látni, hogy ehhez a) vagy a magánadósság leépülésére van szükség (azaz csak ezt követően jöhet az infláció) vagy b) a jegybankoknak át kell lépniük azt a korlátot, hogy már nem csak eszközöket vásárolnak, hanem fedezetlen pénznyomtatásba mennek bele (direkt finanszírozva a költségvetési hiányt). Úgy gondoljuk, hogy ez utóbbi feltétel hamarabb fog teljesülni, ha tippelnünk kell, akkor valószínűleg a következő komolyabb recesszióra, válságra adott reakcióként.

### **Mire alapozzák, hogy a leendő nyugdíjasok törekvése hosszú távon deflációs környezetben a megtakarítás és nem a fogyasztás? (Nem a bankszéf attraktivitására gondolok, valami észszerű gazdasági ok van-e? Mert ez így paradoxon.)**

A nyugdíjkorhatár utáni várható életkor jelentősen megnőtt, azaz a (leendő) nyugdíjasok azzal szembesülnek, hogy sokkal nagyobb megtakarítás-állományra lenne szükségük ahhoz, hogy a tervezett életszínvonalat fenn tudják tartani.

## **Hogyan látják az EU politikai és gazdasági kilátásait rövid- és középtávon?**

A gazdasági kilátásokkal alapvetően nem lesz gond, az elmúlt évek recessziója, majd stagnálása után lassan beinduló növekedés vélhetően kitart majd. Erre rásegít a támogató EKB, az EKB által gyengített euró és vélhetően a támogatásba idővel beszálló fiskális stimulusok, már ahol van erre tér (pl. Németország a bevándorlás kezelésével kapcsolatban). A növekedés valószínűleg nem lesz nagyon magas, de azért pozitív lesz.

Politikai fronton már összetettebb a kérdés, itt pozitív fordulatot nehéz elképzelni, negatívtól viszont lehet tartani. A legjobb reális kimenetel a status quo, viszont a bevándorlás itt ráerősít a globálisan is tapasztalható populista, szélsőséges irányzatok előretörésére, ami megakaszthatja, sőt vissza is fordíthatja az elmúlt évtizedek összességében nagyon pozitív európai (és globális) integrációját.

## **Létezik-e olyan eszközosztály ebben az „egyenlőtlen” környezetben, aminek az értékállóságában egyöntetűen hisznek?**

Alapvetően a diverzifikációban (a kockázatok megosztásában) és az aktív portfóliókezelésben hiszünk, különösen egy ilyen nehéz, problémákkal terhelt, kiszámíthatatlan környezetben. Fontos látni, hogy a jegybanki beavatkozások sora szinte az összes eszköz árát felnyomta, ami egyben azt is jelenti, hogy azok várható hozama nagyon lecsökkent. Ez tehát azt jelenti, hogy a tőkevesztés lehetősége nagyobb, mint ami korábban volt, míg a várható hozam jóval alacsonyabb. Ilyen környezetben egyrészt diverzifikálni kell (reál és nominál eszközökkel), hogy csökkentsük a kockázatot, másrészt figyelni kell a relatív félrearázásokra, amelyek időnként megjelenhetnek, és rövidebb időszakig fennmaradhatnak. Aktív portfóliókezeléssel, az egyes eszközök, részpiacok (amelyek közül az Eszmecegere végén néhányat, mint *jelenleg* érdekesnek tűnő befektetési lehetőséget említettünk) között mozogva, ezeket a félrearázásokat igyekszünk kihasználni. Ezek azonban gyorsan el is tűnhetnek, aminek következtében ismét változtatni kell a portfólió összetételén.

## **Mit gondolnak a svéd mellett az EU, USA, Kína, stb. ingatlanok értékváltozásáról? Az ingatlan az egyik legnagyobb eszközosztály...**

Amíg a nagyon alacsony kamatok kora tart, azaz az államok gyakorlatilag elveszik a megtakarítók pénzét, addig egyre több pénz fog áramlani ingatlanokba világszerte, és ez idővel buborékhoz fog vezetni.

## **Olajár/USO (US Oil Found) árfolyam közötti olló miért nyílik ekkorára? Az USO tartása milyen költséget jelent éves szinten?**

Az olló nyílik (az USO ETF elmarad a rövid lejáratú határidős olaj árfolyamváltozása mögött), ha az olaj árfolyamának határidős görbéje emelkedő, és zárul, ha csökkenő. Az alap rövid határidős olajba fektet, aminek lejáratakor zárja a pozíciót és a következő, jellemzően 3 hónappal későbbi határidős kontraktusba fektet. Jelenleg utóbbi drágább, mint az előbbi (contango), ezért minden ilyen görgetésnél az alapnak vesztesége keletkezik. A veszteség mértéke a határidős görbe meredekségétől függ. 2013-14-ben az alap teljesítménye felülmúlta a rövid olajét, mivel ebben az időben csökkenő határidős görbét láthattunk (backwardation).

Tudni kell még, hogy az alapot 0,72 százalékos éves díj is terheli és a görgetésnek is van tranzakciós költsége.

### **Globalizáció: megállítható az Uber és az Airbnb?**

Van olyan forgatókönyv, hogy megállítható. Ehhez a protekcionista intézkedések felerősödése, így az integrációval/globalizációval való szembefordulás szükséges, ami a fent említett negatív politikai fordulat egy következménye lehet.

A legszomorúbb forgatókönyv az lehet egy ország számára, ha szembemelve a globális trenddel, neki „sikerül” megállítani a technológiai/társadalmi fejlődés ezen szegmensét. Képzeljük el Budapestet, amely úgy próbál versenyezni, mint turisztikai desztináció Prágával, Pozsonnyal, Béccsel, hogy az Uber és Airbnb által nyújtott szolgáltatások hiánya miatt óriási versenyhátrányban van. Idővel ez olyan mértékű hátrány lehet, mintha ide nem lehetne repülővel jönni.

A technológiai fejlődés hatásait tehát protekcionista intézkedésekkel lehet lassítani, de hosszabb távon globális szinten nem lehet megakadályozni.

### **Olajár és Oroszország?**

Szerinünk Oroszország a 2014-15-ös nagyon szigorú megszorításokkal alkalmazkodott az alacsonyabb, 40-50 dollár körüli olajárhoz. Ez azt jelenti, hogy bár növekedés nem lesz nagyon a gazdaságukban, de a következő 2-3 évben stabilizálódni fognak: alacsony infláció, alacsony kamatok és növekedés fogja jellemezni őket. A nagy kérdés az, hogy ezután mi lesz, mikor lesz elege a putyini pangásból a lakosságnak...

### **Az elmondottak alapján az arany ára (mint befektetési eszköz jellege miatt) emelkedni fog?**

Véleményünk szerint több éves időhorizonton igen. Túl sok az adósság a világban, amit a gazdasági vezetők megpróbálnak elinflálni (helikopterpénz, kamatemelések túlzott késleltetése), ami kedvez az aranyaknak.

### **Mi a véleményük az arany árfolyamának középtávú (2-3 év) alakulásáról? Sokszor lehet olvasni arról, hogy a jelenlegi árfolyamszint is túlértékelt (lufi?) a néhány évtizeddel ezelőtti szinteket figyelembe véve.**

Véleményünk szerint az arany árfolyama középtávon emelkedhet. Túl sok az adósság a világban, amit a gazdasági vezetők megpróbálnak elinflálni (helikopterpénz, kamatemelések túlzott késleltetése), ami kedvez az aranyaknak. Nehéz megmondani, az arany mikor túlértékelt. Nincs valós belső értéke, ami kiszámítható lenne. Ezért az inflációhoz szokták nézni, a múlt alapján feltételezve, hogy hosszú távon tartja a reálértékét. Ez alapján az arany ára valóban előrébb tart, mint amekkora infláció volt az aranyrendszer megszüntetése óta. De az adóssághegy kezeléséhez szükséges infláció mértékét is figyelembe véve már inkább olcsó lehet az arany.

### **Mi lehet az eredője a negatív kamatok által ösztönzött pénzbőségnek (buboréknak) és a tőkejöveldelmek várható beszűkülésének?**

Sajnos erre a kérdésre mi sem tudjuk pontosan a választ, csak sejtéseink vannak, ugyanis nem nagyon tudunk történelmi példákat segítségül hívni. A múltban ennyire

globalizált világgazdaságra és egyidejűleg ilyen magas GDP-arányos adósságra nem volt példa. Általános tapasztalat ugyanakkor, hogy minden olyan időszakban, amikor tartósan negatív reálkamat-környezet uralkodott (mint most is) a pénzügyi piacokon buborékok fújódtak. Azok kidurranása pedig nagy pusztítást okozott. Ebből a szempontból nézve tehát arra számítunk, hogy a következő évtizedben a globális gazdaság által megtermelt hozzáadott értékből nagyobb rész fog jutni a munkavállalóknak és kisebb a tőketulajdonosoknak. Tulajdonképpen azt az irányt célozza az egyre erősebb választói nyomásra a gazdaságpolitika is, de látni kell, hogy a technológiai fejlődés és a globalizáció ez ellen hat. A globalizációt ugyanakkor gazdaságpolitikai intézkedésekkel lehet csökkenteni.

### **Mit gondoltok egy potenciális független jelöltről az USA-ban? Aki nem része az establishmentnek, változást ígér, de racionális.**

Ez a mostani választásnál már nem reális. Viszont ha most nem nyer Trump, akkor a következő választásnál abszolút reális lehet ez a forgatókönyv, komoly győzelmi esélyekkel!

### **A Concorde alapokon kívül, mibe fektetnének a következő egy évben?**

Alapvetően a diverzifikációban (a kockázatok megosztásában) és az aktív portfóliókezelésben hiszünk, különösen egy ilyen nehéz, problémákkal terhelt, kiszámíthatatlan környezetben. Fontos látni, hogy a jegybanki beavatkozások sora szinte az összes eszköz árát felnyomta, ami egyben azt is jelenti, hogy azok várható hozama nagyon lecsökkent. Ez tehát azt jelenti, hogy a tőkevesztés lehetősége nagyobb, mint ami korábban volt, míg a várható hozam jóval alacsonyabb. Ilyen környezetben egyrészt diverzifikálni kell (reál és nominál eszközökkel), hogy csökkentsük a kockázatot, másrészt figyelni kell a relatív félrearázásokra, amelyek időnként megjelenhetnek, és rövidebb időszakig fennmaradhatnak. Aktív portfóliókezeléssel, az egyes eszközök, részpiacok (amelyek közül az Eszmecsere végén néhányat, mint *jelenleg* érdekesnek tűnő befektetési lehetőséget említettünk) között mozogva, ezeket a félrearázásokat igyekszünk kihasználni. Ezek azonban gyorsan el is tűnhetnek, aminek következtében ismét változtatni kell a portfólió összetételén.

### **Ha sok van belőlük, mégis mi véd meg a buboréktól? Hova tegyük megtakarításainkat?**

Alapvetően a diverzifikációban (a kockázatok megosztásában) és az aktív portfóliókezelésben hiszünk, különösen egy ilyen nehéz, problémákkal terhelt, kiszámíthatatlan környezetben. Fontos látni, hogy a jegybanki beavatkozások sora szinte az összes eszköz árát felnyomta, ami egyben azt is jelenti, hogy azok várható hozama nagyon lecsökkent. Ez tehát azt jelenti, hogy a tőkevesztés lehetősége nagyobb, mint ami korábban volt, míg a várható hozam jóval alacsonyabb. Ilyen környezetben egyrészt diverzifikálni kell (reál és nominál eszközökkel), hogy csökkentsük a kockázatot, másrészt figyelni kell a relatív félrearázásokra, amelyek időnként megjelenhetnek, és rövidebb időszakig fennmaradhatnak. Aktív portfóliókezeléssel, az egyes eszközök, részpiacok (amelyek közül az Eszmecsere végén néhányat, mint *jelenleg* érdekesnek tűnő befektetési lehetőséget említettünk) között mozogva, ezeket a félrearázásokat igyekszünk kihasználni. Ezek azonban

gyorsan el is tűnhetnek, aminek következtében ismét változtatni kell a portfólió összetételén.

### **Van véleményük az IBM részvény árfolyamának alakulásáról?**

Nincs.

### **Az innováció deflatorikus?**

Határozottan, és ez egy nagy pozitívuma. Mivel a piacon jellemzően azok a termékek lesznek sikeresek, amelyek ugyanazt (vagy jobbat) olcsóbban teszik elérhetővé, ezért ez egy természetes folyamat. A deflációnak persze van egy rövid távú negatív, fogyasztás elhalasztásra ösztökélő jellemzője (ha nem most, hanem egy év múlva veszek új okostelefont, akkor az ugyanannyiért sokkal többet fog tudni), de az innováció pozitívumai ezt bőven ellensúlyozzák.

### **Most hogy mélyponton vannak a fejlődő piacok és a nyersanyagok árai, mit lehet tovább várni?**

Az elmúlt évtizedek-évszázadok jellemzője az árupiacokon az volt, hogy egy nagy, sokéves fellendülés, majd nagy összeomlás után sokéves stagnálás szokott következni az árakban. Most is erre számítanék, az árak stabilizálódhatnak, majd oldalazni fognak évekig, érdektelenné válik ez a piac. Ugyanakkor a feltörekvő országok most kerültek pont emiatt recesszióba, és sok országban évekig tartó stagnálás, válságok lehetnek emiatt. Ez természetesen időnként kiváló vételi lehetőségeket teremthet.

### **A földárverések után, a jövőben milyen változást várnak a földárakban?**

Szerintem a nagy földátrendeződés megvolt, a földek ára nem nagyon fog változni.

A jelenlegi szabályok szerint termőföldet csak földműves vehet, ráadásul nagyon szigorú és bonyolult elővásárlási procedúrát követően. Ezért a termőföld a legtöbb pénzügyi befektető számára gyakorlatilag nem jelent befektetési lehetőséget. Egyébként nagy valószínűséggel 2020 után az EU mezőgazdasági támogatásokra szánt költségvetése számottevően csökkenni fog. Mivel a mezőgazdasági termelők nyereségében jelentős szerepet játszanak a támogatások, ezek csökkenése a magas áron történő földvásárlásokat szerintem kockázatosabbá teszi.

### **Közép-Európa és a magyar piac közeli jövője?**

A közép-európai részvények véleményünk szerint továbbra is inkább alulértékeltek. Talán a legkevésbé igaz ez már a magyar részvényekre, amelyek többsége szerintünk már nem olcsó az elmúlt két év ralija után, bár nemzetközi összehasonlításban még mindig nem drága. De több olcsó részvényt látunk Horvátországban, Romániában.

### **A privát vagyonkezelések tényleges múltbeli teljesítményét tervezitek-e nyilvánosságra hozni? Az elmúlt kb. 20 évre gondolok, mint portfóliókon keresztül bemutatva. Valamilyen formában ezt megtenni szerintem nagyon jó volna, ebben is lehetnétek az elsők!**

A privát vagyonkezelés (PVK) tényleges (GIPS) szerinti teljesítményét lehetne, de miután a korábbi két évtized nagyon más volt – magas hozamokkal, ezért a megtévesztés miatt nem tartom szerencsésnek. Továbbá nagyon sokféle PVK

portfólióink volt az elmúlt 20 évben. Bár kétségtelen, hogy egy privátbanki szolgáltatáshoz képest itt sokkal átláthatóbb és könnyebben értékelhető szolgáltatás zajlik, mégis azt kell mondanom, hogy mindent egybevetve nem lenne szerencsés.

### **Mit gondoltok a magyar munkaerőpiaci problémák és a reálgazdasági kilátások összefüggéséről?**

Úgy tűnik, hogy a következő években az EU-s pénzek miatt lesz növekedés a magyar gazdaságban, ennek azonban legfőbb gátja a munkaerőpiac szűkössége. Ennek egyetlen megoldása van: a béreknek gyorsan kell nőniük. Ez nem magyar, hanem közép-európai trend. Véleményem szerint a következő 5 évben a közép-európai bérek 40-50-60%-kal fognak nőni.

### **Disrupting cégek, sharing economy, stb. Fektettek-e ilyenbe, lehet-e ezt ésszel csinálni?**

Biztos lehet ésszel csinálni, de mi ehhez nem értünk, így nem fektetünk ilyenekbe. Ezen cégek éretlen életszakaszban vannak, ahol nagy a bizonytalanság a jövőjükkel kapcsolatban. Csak olyannak javasolnám az ilyen cégeket, aki tényleg nagyon jól ismeri az adott iparág helyzetét, jövőképét. Múltbeli tapasztalatok alapján, hozam-kockázat együttes szempontjából jobb választás érettebb, átmeneti ciklikus problémákkal küzdő vállalatokba fektetni, mint az éppen trendi újdonságokba.

### **Az olajvállalatok hátráltatják/hátráltathatják-e az alternatív energiák képviselőit (találmányaikat) az olajkereslet fenntartása érdekében vagy tényleg ilyen mértékben támaszkodik a világunk az olajra, hogy nélküle akár összeomlana?**

Az alternatív energia előretörését leginkább a jelenbeli olcsó energia tudja fékezni. A 2000-es években bekövetkező olajár emelkedés, mely 2014 nyaráig kitartott, nagymértékben fokozta az alternatív energia iránti igényt, melyet a globális felmelegedés elleni harc is fűtött. A jelenlegi alacsony energiaárak lassíthatják az innovációt és a helyettesítő technológiák térnyerését, mivel azok gazdaságossága romlik, de meg nem állíthatják. Szaúd-Arábia termelés-maximalizálásának célja elsősorban az olcsóbb amerikai palaolaj térhódításának rövid távú megállítása volt, amivel indirekt módon persze az alternatív energia előretörését is lassítja.

Látni kell azonban, hogy a politika képes gazdaságossá tenni bármilyen innovatív technológiát. Gondoljunk csak a megújuló erőművekre, melyek megtérülését Németország politikusai a fogyasztói villamos energia árak emelkedésével biztosították. A támogatási rendszer hátszelében kiépült iparág pedig gyors innovációt eredményezve ma már bizonyos helyeken versenyképessé vált a hagyományos fosszilis energiahordozókra alapozó áramtermeléssel.

Ma még szükségünk van az olajra. Azonban a fekete arany közlekedésben betöltött dominanciáját idővel átvehetik az alternatív megoldások, vegyipari felhasználásra szűkítve az olaj egyeduralgó szerepét.

### **Ennyi pénzből nem lehetett volna a trabit super b-re cserélni?**

Sajnálatos, hogy Magyarország a nagy lehetőséget, a hihetetlen EU-s pénzesőt elpocsékolta. Jó struktúra mellett az országnak ilyen hátszélben 6-8%-kal kellene nőnie. Ehhez azonban bürokráciacsökkentés, korrupciómentes állam, jó oktatás,

erős ügyészség, gyorsan működő bíróságok, végrehajtások, jogrend, intellektuális infrastruktúra-fejlesztés kellene.

### **Mi a várható hatása a befektetési alapokra az EU-s pénzek megszűnésének?**

A hazai megtakarítási piacot az EU-s pénzek beáramlása nagymértékben támogatta, mert a bejövő pénzek jó része végül megtakarításként csapódott le. Ez tette lehetővé a lakossági állampapírpiac és a befektetési alapok piacának gyors bővülését is. A pénzek megszűnése az addicionális forrásokat szünteti meg, de a meglévő állományok nem tűnnek el. Mindenesetre a gyors növekedésnek valószínűleg vége lesz, különösen amiatt is, mert az EU-pénzek kifogyásának ellensúlyozására valószínűleg felpörgeti az állam a hitelezést és a fogyasztást, tehát csökkenni fog a megtakarítási kedv is.

### **A Concorde Alapkezelő Zrt. és az Alapforgalmazó Zrt. a BEVA védelme szempontjából külön intézménynek számít-e?**

Külön intézménynek számít a két cég, de BEVA védelem szempontjából ez nem releváns. Ugyanis BEVA védelem a befektetőket a számlavezetőjükkel illeti meg, azaz kizárólag az Alapforgalmazó Zrt.-nél. A Concorde Alapkezelő Zrt. nem végez számlavezetési szolgáltatást, nincs erre vonatkozó tevékenységi engedélye.

### **Tehát, ha online számlára és privát/prémium vagyonkezelésre is külön szerződök, akkor 30+30 millió Ft-ig vagyok-e biztosítva általa? Ha esetleg nem (hanem csak együtt összesen 30 millió Ft-ig), akkor miért BEVA tag mindkét cég (és nem csak a számlavezetést végző újabb cég)?**

Nem, csak egyszer 30.000.000 Ft-ig. Ennek az oka lásd az előző választ. A két cég azért BEVA tag, mert a Concorde Alapkezelő által nyújtott portfólió-kezelési szolgáltatás befektetési szolgáltató által végezhető tevékenység, ezáltal kötelező BEVA taggá válni. De a tényleges Befektetői védelem az Alapforgalmazónál lévő állomány után jár, 30 millió Ft értékig.

### **Több hitelt törlesztett a lakosság, mint az EU beáramlás? Ha igen vagy közeli a kettő, mi a konklúzió?**

Az MNB adatai alapján 2008-15 között tranzakciós alapon 2000 milliárd Ft-tal csökkent a hazai bankok hitelállománya, ennyi pénzt fizettek vissza. Eközben közel 9000 milliárd Ft EU-pénz áramlott be, illetve az államadósság is növekedett volna, ha nem csaklizzák el a magánnyugdíjpénztári vagyont, ami újabb 3000 milliárd Ft. Összességében továbbra is azt látni, hogy borzasztó nagyságú forrás beáramlása mellett is alig volt növekedés, ami igen aggasztó.

### **Bérnyomás is inflációt fogja nyomni...**

A standard elméletek szerint igen, így tud infláció kialakulni, és úgy véljük, hogy hamarosan látjuk ennek jeleit. (Mondjuk 2 éve is ezt gondoltuk, de egyelőre ráfoghathatjuk az olajáresésre, hogy ez csak el lett odázva.) Azt azért látni kell, hogy az inflációt egy ideig adminisztratív eszközökkel lent lehet tartani. Az áfacsökkentés és esetleges tovább rezsi-csökkentés hatásaként elképzelhető, hogy hivatalosan még 2017-ben sem lesz érdemi infláció, miközben a felszín alatt már nő a nyomás.

### **Melyik szektorban érzik a munkaerőhiányt elsősorban?**



A lakásépítési boom miatt az építőipar kiemelt szektor lehet, de a feldolgozóipar számos szegmenséből is érkeznek jelek a munkaerőhiányról.

### **Ha a lakhatás költségeit is bevennék az infláció merésébe, már most 2-3% inflációt mérnénk!**

Az európai és amerikai metodológia eltérő, a hazai inflációban nem igazán jelennek meg a lakhatás költségei, ami szerintem nagy hiba. Tekintve, hogy a lakhatás súlya különböző becslések szerint 20-30%-át teszi ki a fogyasztásnak, és a hazai lakásárak/bérleti díjak 10-20%-ot emelkedtek az elmúlt évben, ezért az infláció szerintem 2-6% közötti mértékben alul van mérve, tehát teljesen reális nem csak a 2-3%-os, de akár a magasabb infláció is valójában.

### **A jelenlegi hozamkörnyezetben nem gondoljatok, hogy újra kellene gondolni a kezelési költség-sikerdíj 2-20%-os díjakat. Természetesen ezt minden piaci szereplőtől meg lehetne kérdezni.**

A piac eldönti ezt helyettünk. Az abszolút hozamú szegmensben sosem voltunk 2-20-asok, inkább 1,5-1,9-20%-osok. A piac innen kényszerítette ki a jelenlegi 1,76-1,95-20%-os díjakat. Szóval ami a fix díjterhelést illeti, mi mindig olcsóbbak voltunk, mint a piac.

### **Ha felzárkózik a magyar bérszínvonal a nyugatihoz, mitől lesz az ország versenyképes? Mert most a bérelőny a legjelentősebb.**

Az egész régió legfőbb vonzereje, hogy a periféria (Portugália, Dél-Olaszország, Görögország, Spanyolország) humán erőforrásainak megfelelő, vagy annál jobb munkaerő áll rendelkezésre, annál jóval alacsonyabb áron. Körülbelül 50%-kal kellene nőni a béreknek, hogy ez kiegyenlítődjön, és véleményem szerint ki is fog. Ezután valóban nem leszünk versenyképesek, és a növekedési kilátásaink nulla körül lesznek. Az EU-s pénzek is eddigre fognak szerintem elfogyni...

### **Milyen stratégiával és mennyivel tervezi az Alapkezelő megverni idén a benchmarkot?**

Ahogy az az Eszmecesterén a színpadon ülők eltérő gondolkodásmódjából és habitusából is kiderült, többfajta stratégiával is lehet pénzt kezelni: az Alapkezelő arra törekszik, hogy vonzó környezetet teremtsen és ezért magához vonzza azokat, akik hosszú távon tudnak kockázatot kezelni és jó teljesítményeket elérni. Bár a befektetési stílusok és a kockázatkezelés mikéntje (diverzifikáció, stop-lossok alkalmazása, stb.) nagyon eltérő lehet, a legfontosabb, hogy a portfóliók kezelői ismerjék a saját korlátaikat és a tiszteljék a piacokat. Ennek keretében a Concorde Alapkezelő egy olyan struktúrát alakított ki, amelyben a bizonyítottan jó vagyonkezelők (stílusok) között is diverzifikál, ezáltal is csökkentve a portfólió kockázatát. Működési modellünk tehát arra épül, hogy vagyonkezelte ügyfeleink portfóliójára több vagyonkezelő teljesítménye legyen hatással (velük lehetett a színpadon találkozni). Éppen ezért mindenki a saját stratégiáját követi.

### **Ezek után mibe fektessünk?**

Alapvetően a diverzifikációban (a kockázatok megosztásában) és az aktív portfóliókezelésben hiszünk, különösen egy ilyen nehéz, problémákkal terhelt, kiszámíthatatlan környezetben. Fontos látni, hogy a jegybanki beavatkozások sora

szinte az összes eszköz árát felnyomta, ami egyben azt is jelenti, hogy azok várható hozama nagyon lecsökkent. Ez tehát azt jelenti, hogy a tőkevesztés lehetősége nagyobb, mint ami korábban volt, míg a várható hozam jóval alacsonyabb. Ilyen környezetben egyrészt diverzifikálni kell (reál és nominál eszközökkel), hogy csökkentsük a kockázatot, másrészt figyelni kell a relatív félrearázásokra, amelyek időnként megjelenhetnek, és rövidebb időszakig fennmaradhatnak. Aktív portfóliókezeléssel, az egyes eszközök, részpiacok (amelyek közül az Eszmecsere végén néhányat, mint *jelenleg* érdekesnek tűnő befektetési lehetőséget említettünk) között mozogva, ezeket a félrearázásokat igyekszünk kihasználni. Ezek azonban gyorsan el is tűnhetnek, aminek következtében ismét változtatni kell a portfólió összetételén.

### **Beruházások nélkül meddig tarthat a FFM pozitívum?**

Számításaink szerint még jelentős lakossági fogyasztásbővülés és beruházási boom esetén is legalább 2-3 évig pozitív lesz a folyó fizetési mérleg.

**Bár szimpatikus az az együttgondolkodási műhely, amit éppen most látunk. Ennek ellenére az a stratégia, hogy a Concorde-on belül versenytársat építetek ki, az hibás, hosszú távon rossz irány. Olyan mint a mai baloldali baloldali párt együttműködés. Letétkezelő alapítása sem szerencsés.**

Az Értékpapír Zrt. most elindított szolgáltatásait (alapkezelés és vagyonkezelés) az Alapkezelő már 20 éve végzi, ezért mi nem gondoljuk azt, hogy versenytársunkat mi építettük volna ki. A szűk tevékenységi kört átfogó befektetési szolgáltató létrehozása alapjaink online forgalmazása miatt vált fontossá. Azt gondoljuk, hogy 10 év múlva kikerülhetetlen lesz ez az értékesítési csatorna.

### **Mi várható a béremeléssel azon szektorokban, ahol a költségvetés szabályozza a forrást pl. egészségügy (beszállítóként kérdezem)?**

Ha munkaerőhiány van a magyar gazdaságban és emellett a munkaerő külföldre is szabadon áramolhat, akkor – ha késéssel is, de – a költségvetési intézményekben, az állam által szabályozott területeken is megjelenik a bérnyomás és előbb-utóbb jelentős mértékben meg is kell emelni a béreket. Sajnos azonban várhatóan ezt meg fogja előzni az alacsony bér miatt a szolgáltatási színvonal romlása.

### **Ha Amerika nem emel kamatot, akkor más sem fog.**

Igen, nagy valószínűséggel ez a helyzet. Egyrészt a fejlett régiók közül az USA gazdasága előrébb tart a ciklusban, másrészt relatíve az USA-ban a legszűkösebb a munkaerőpiac. Ha kiderül, hogy a világgazdaság nem bírja el a magasabb amerikai kamatokat, akkor a többi régió is tartósabban megengedheti a lazább monetáris politikát. Jelenleg az USD a világpénz, így tulajdonképpen a Fed nemcsak az USA, hanem a világ jegybankja is, hiszen az elmúlt évtizedben az olcsó dollár hatására a világ jelentős része dollárban adósodott el.

### **Technikailag hogyan néznek ki a piacok a fundamentumokat kicsit félretéve?**

Csak néhány főbb piacot és csak hosszabb távon nézve (hozzátéve, hogy nem ez a szakterületünk és ez csak egy szempont a sok közül a befektetési döntések meghozatalakor):

Az S&P 500 csak alacsonyabb csúcsokat és alacsonyabb mélypontokat tud felmutatni 2015 augusztusa óta, miközben a 2009-ben indult emelkedő trend már megtört. Ha marad ez a formáció, akkor az jelenleg eladásra buzdít, idén az 1800 környékét is láthatjuk újra.

A DAX jóval gyengébb, az eső csatorna jóval határozottabb, ráadásul annak a tetején járunk, itt is az eladás tűnik jelenleg kifizetődőbbnek.

Az EURUSD 1,14 fölött lehet fölfelé érdekes, addig az 1,06-1,14-es sávban tengődés látszik a legvalószínűbb forgatókönyvnek.

Az olaj grafikonja elég semmitmondó, nagy esésből nagy felpattanás megvolt, innen új impulzusok híján oldalazásra fogadnék.

Pozitívabb az arany, ami ugyan csak visszaküzdötte magát a 2013-14-es oldalazás sávjába, de azért egy hosszabb távú eső trend-megtörést bele lehet vizionálni a grafikonjába.

**A Concorde Értékpapír Zrt. igencsak durván bünteti (megemelt jutalékokkal) a tőle távozó ügyfeleket, nagyjából pont azóta, hogy az új online szolgáltatásokat elindítottatok. Az első negyedévben extrém magas jutalékokkal büntetett. Van-e erről szalonképes véleményetek? Próbáltatok-e tenni valamit ez ellen valamilyen formában? Ez a lépésük hivatalosan nyilván nem kifejezetten ellenetek irányul, de a gyakorlatban szerintem nagyon is... (Leginkább a TBSZ áthordozással kapcsolatos jutalékokra gondoltam az előbbi kérdésennél.)**

Nyilvánvalóan nem örülünk, de az Értékpapír Zrt. döntéseire nem vagyunk hatással.

### **Mit gondoltok az Unió jövőjéről? Radikalizálódásról?**

A jelenlegi viták, melyek lényege, hogy az európai integrációt a nemzetállami döntések rovására célszerű-e növelni, észszerű és valóságos kérdéseket vetnek fel. Úgy tűnik – és ez szerintem természetes –, hogy a kérdésben nincs teljes konszenzus. Ez persze nem jelenti az Unió végét, csupán felveti annak lehetőségét, hogy a jelenlegi szabályokon belül egyes országok egy szorosabb pénzügyi politikai uniót valósítsanak meg. Amennyiben a jelenlegi középpártok szavazóik valódi szándékait félreértve gyengülnek az elkövetkező választásokon, a szorosabb integráció esélyei csökkennek, bár véleményem szerint a közös piacok fennmaradása nem kerül veszélybe.

### **Milyen konkrét horvát alapokat javasol?**

Konkrét horvát alapot nem tudunk javasolni, amely könnyen elérhető lenne magyar magánszemélyek számára. Ez az egyik vonzósága is a horvát eszközöknek, hogy a külföldiek nehezebben érik el, kevesen vannak jelen. Mi az alapjainkban tartunk horvát részvényeket, a legnagyobb részben a Concorde Részvény Alapban, mintegy 13 százalék mértékben. De a Concorde 2000, Columbus, Rubicon alapok is részesednének a horvát eszközök esetleges felértékelődéséből.