

ÖSSZEFOGLALÓ A VAGYONKEZELÉSRŐL ALLIANZ FOGLALKOZTATÓI NYUGDÍJSZOLGÁLTATÓ

2018. I. NEGYEDÉV

2018.04.12.

Allianz 



TARTALOM

- 1** BENCHMARK HOZAMOK ÉS TELJESÍTMÉNYEK
- 2** MAKROGAZDASÁGI ÖSSZEFOGLALÓ
- 3** RÉSZVÉNYPIACOK
- 4** OLAJPIAC

BENCHMARK HOZAMOK ÉS TELJESÍTMÉNYEK

1





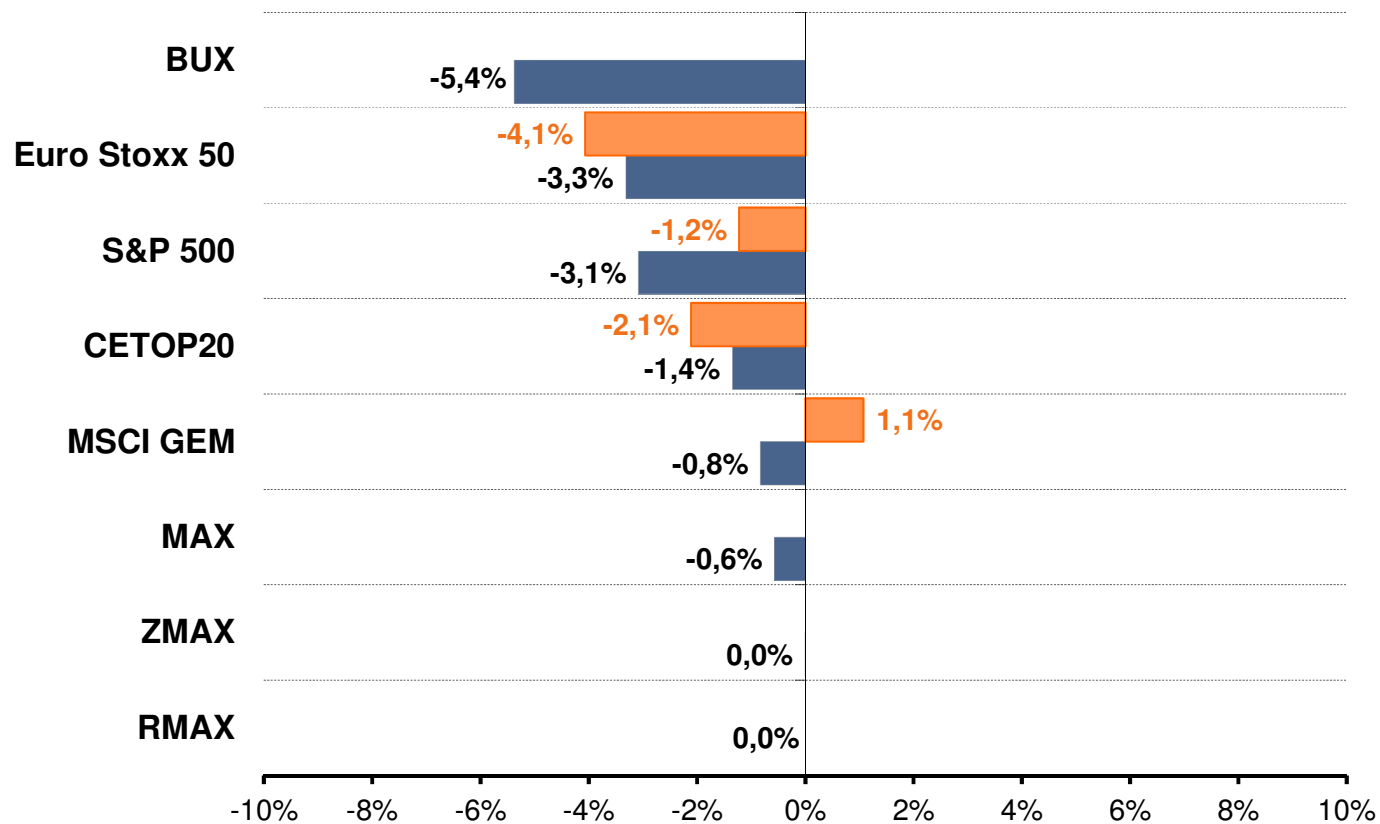
PORTFÓLIÓK TELJESÍTMÉNYE 2017.12.31-TŐL 2018.03.31-IG

Portfóliókezelt állomány	Portfóliókezelői bruttó hozam	Benchmark hozam	Alul / Felültejesítés	Kezdő dátum	Kezdő vagyon	Záró dátum	Záró vagyon
FNYSZ Dinamikus EUR	-1,62%	-1,50%	-0,12%	2017.12.31	33 376	2018.03.31	32 745
FNYSZ Dinamikus HUF	-1,90%	-1,84%	-0,06%	2017.12.31	19 358 019	2018.03.31	19 596 732
FNYSZ Egyenletes EUR	-0,79%	-0,57%	-0,22%	2017.12.31	458 926	2018.03.31	454 546
FNYSZ Egyenletes HUF	-1,46%	-1,29%	-0,16%	2017.12.31	65 521 869	2018.03.31	59 525 820
FNYSZ Klasszikus	0,01%	-0,01%	0,01%	2017.12.31	9 462 987	2018.03.31	10 372 798

A portfóliókezelői bruttó hozam a portfóliókezelő teljesítményét hivatott mérni, mely nem feltétlenül egyezik meg a jogszabályban előírt bruttó és nettó hozammal metodikai különbség miatt.



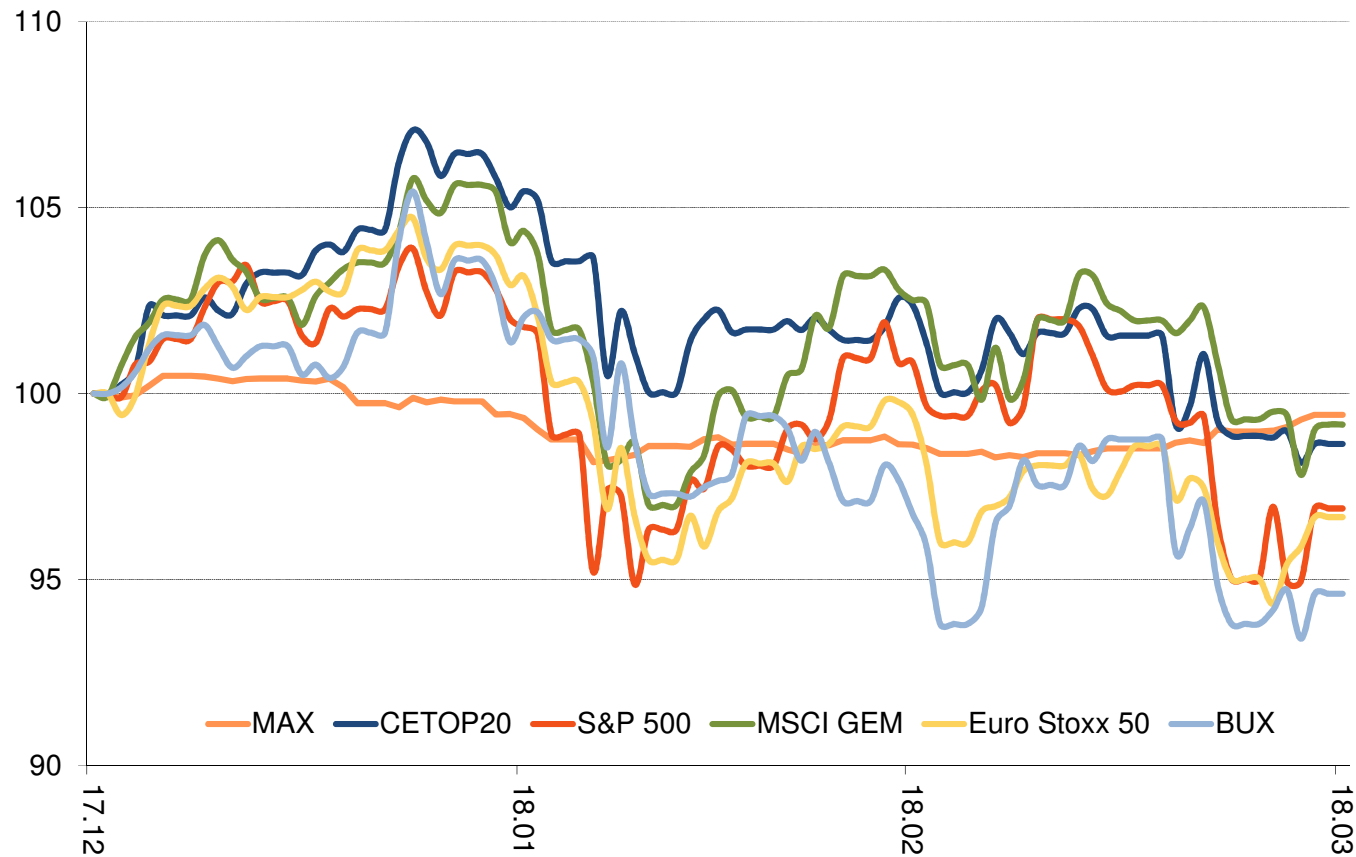
FŐBB INDEXEK TELJESÍTMÉNYE 2018 YTD (HUF ÉS SAJÁT DEVIZA)



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő



FŐBB INDEXEK ALAKULÁSA 2018 YTD



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

MAKROGAZDASÁGI
ÖSSZEFOGLALÓ

2

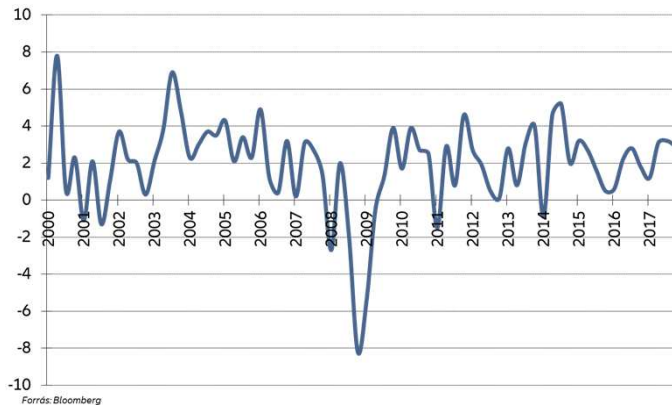




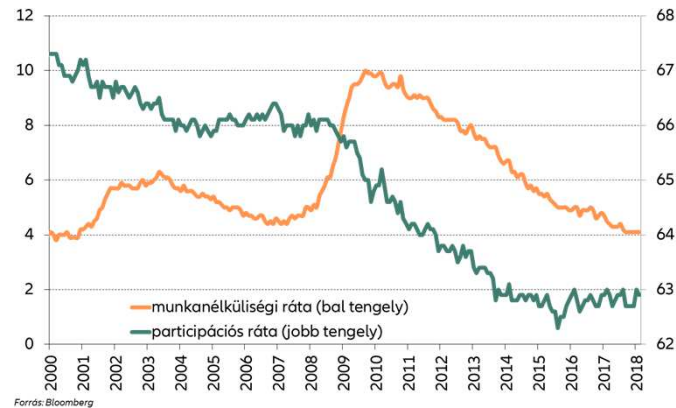
USA GAZDASÁGI ADATOK

A negyedév folyamán továbbra is kedvező adatok érkeztek a világgazdaság vezető országa felől. A felülvizsgált 2017. második negyedévi GDP adat is jobb lett a vártnál (2,9%), míg a munkaerő-piaci adatok között akadt kimondott meglepetés is. A februári mezőgazdaságon kívül foglalkoztatottak száma 300 ezer felett bővült, ami a piaci várakozásokat nagyságrendileg 100 ezerrel haladta meg. A munkanélküliségi adat 4,1% maradt, mivel az aktivitási ráta emelkedni tudott kissé. Feltehetőleg a munkaerő-piaci szempontból aktívak arányának növekedése okozta azt is, hogy a heti bérek növekedési üteme kissé elmaradt a várttól. A februári inflációs adat 2,2% lett, a januári 2,1% után. Ez is azt mutatja, hogy nincs ugyan kifejezett inflációs nyomás az USA gazdaságában, ugyanakkor nem is olyan alacsony, hogy a Fed-et önmagában ez a monetáris szigorítástól eltántorítsa.

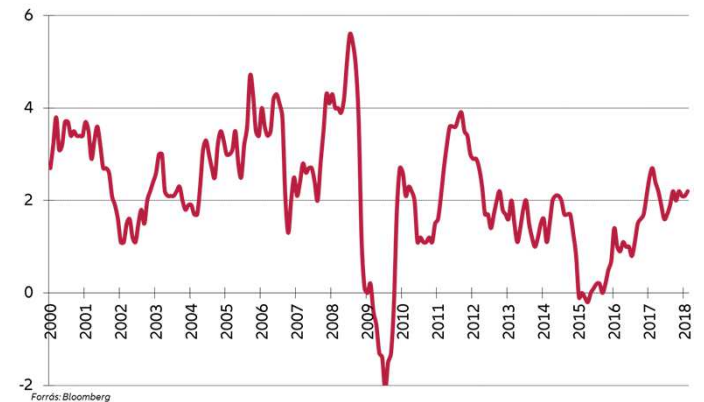
USA reál GDP növekedése



USA munkaerőpiac

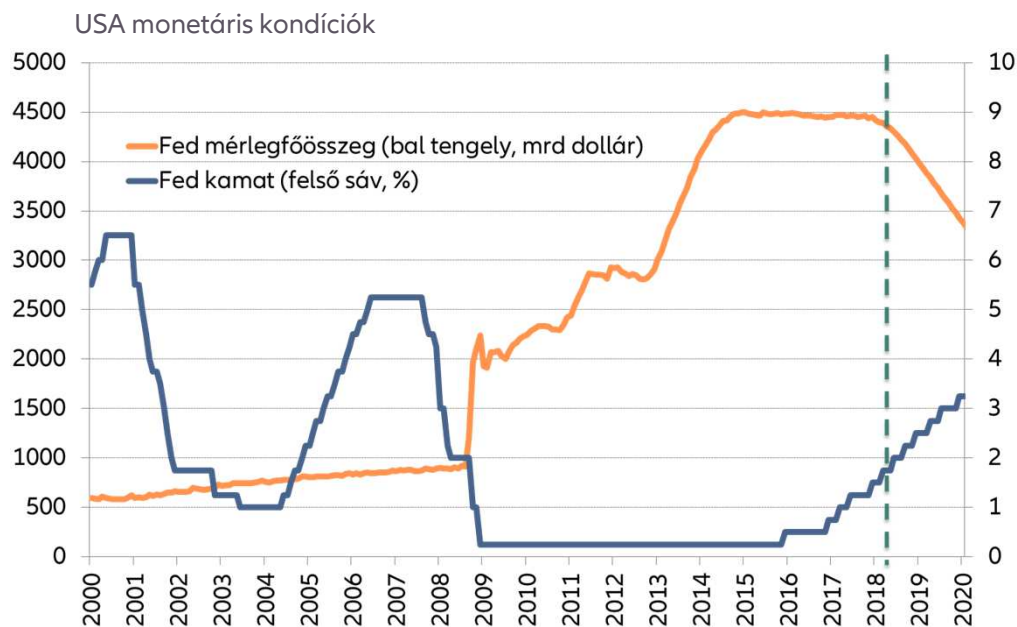


USA infláció





USA – MONETÁRIS POLITIKA



- A 2017-ben meglépett három kamatemelés után márciusban ismét szigorított a kamatkondíciókon a Fed. A rövid kamat megcélzott sávja így már az 1,50-1,75%. A közlemény, illetve a döntést követő sajtótájékoztató (Jerome Powel új jegybankelnök első ilyen eseménye volt) alapján látszik, hogy a döntéshozók a részvénypiaci bizonytalanságok ellenére elkötelezettek a monetáris alkalmazkodás visszavétele, azaz a további fokozatos kamatemelések és a 2017. júniusi ülésen meghirdetett „menetrend” szerint történő mérlegleépítés irányába. Az ülést követően megjelent előrejelzések alapján az előző (decemberi) állapothoz képest a Nyíltpiaci Bizottság (FOMC) tagjai összességében magasabb gazdasági növekedésre és inflációra, valamint alacsonyabb munkanélküliségre számítanak.
- A piac erre az évre összesen 3-4 kamatemelést valószínűsít a Fed részéről.

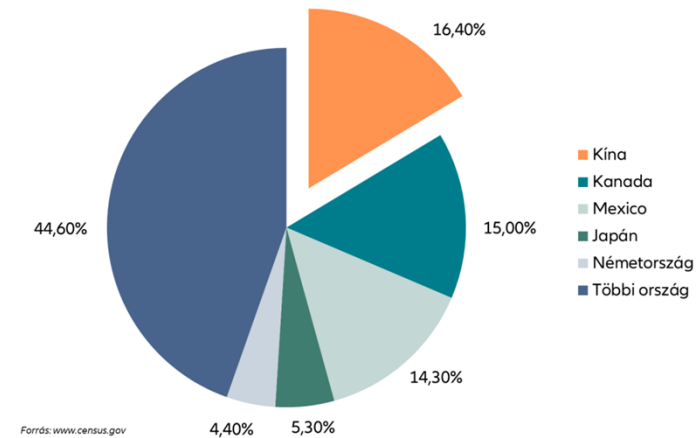
- A Fed az eszközvásárlási programjai (QE-k) során felhalmozódott kötvényállomány fokozatos csökkentését tavaly októbertől kezdte meg. Ez úgy valósul meg, hogy az állomány lejáró részének egy meghatározott mennyiségét nem újítják meg. Ez az összeg negyedévről negyedévre, előre meghirdetett módon növekszik: 2018 első negyedévében már 20 milliárd dollárt tett ki, a következő negyedévben 30 milliárdra növekszik (havi 50 milliárd dollár lesz a maximum már 2018 végén). Ez azt jelenti, hogy az állampapírok iránti kereslet egy nagy szereplő részéről csökken, ami önmagában hozamemelő hatású. Ez a fokozatosan növekvő „nem megújítás” azért is figyelmet érdemel, mert az USA jelenleg láthatóan pro-ciklikus költségvetési politikát folytat: csökkentik a vállalati és jövedelemadókat, ezzel párhuzamosan pedig növekednek a kormányzati kiadások (pl. infrastruktúrát érintő beruházások, hadiipari fejlesztés). Ezek az intézkedések a kötvénypiaci kínálati oldalt erősítik, önmagukban szintén a hozamemelkedés felé mutatnak.



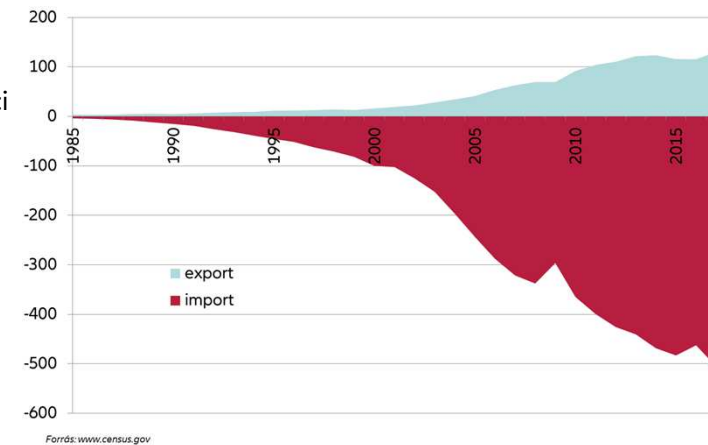
USA – KERESKEDELEMPOLITIKA

- Az előzőekben vázolt tendenciák az amerikai hozamok érzékelhető emelkedését okozták, ami a részvénypiacok idei első jelentősebb eséséhez vezetett. Az első negyedévben ugyanakkor nem a Fed döntései és a kamatemelési várakozások mozgatták legerősebben a piacokat, hanem az USA egyre keményebbé váló kereskedelempolitikája.
- Donald Trump folyamatosan újabb és újabb vámok bevezetését helyezte kilátásba. A negyedév elején mosógépekről és napelemekről lehetett olvasni, majd már acél- és alumíniumipari termékek is a célkeresztbe kerültek. Az USA érdekeinek előtérbe helyezése globális üzenet volt, ugyanakkor az Elnök nem csinált titkot abból, hogy a fő címzett Kína. Számos országgal alá is írtak ideiglenes vámmentességről szóló megállapodásokat (pl. Kanada, Mexikó, Európai Unió). Kína egyébként az Egyesült Államok legfőbb külkereskedelmi partnere és a legnagyobb éves deficit is ebben a relációban keletkezik. Ezt követően már kifejezetten Kínával szemben alkalmazandó újabb 50 majd 100 milliárd dolláros termékkört érintő „vámcsomagról” lehetett olvasni. A deficit csökkentése ugyanakkor csak az egyik szempont, a másik, hogy Kína ne előzze meg technológiailag az USA-t, főleg nem az amerikai cégek szellemi tulajdonának kihasználásával, jogosulatlan lemásolásával.
- A kereskedelmi háború kilátásba helyezése, megindítása megijesztette a tőkepiacokat, mivel a világkereskedelem csökkenése mérsékli a jólétet nem csak Kínában, hanem általánosítva káros a globális növekedésre. A részvénypiaci esés mellett a kötvénypiacok erősödtek, egyrészt a részvény-kötvény átsúlyozások miatt, másrészt azért, mert egy visszaeső gazdasági növekedésben a Fed nem tudja már sokáig folytatni a monetáris kondíciók normalizálását, azaz ez gátat szabhat a későbbi kamatemeléseknek. Az USA államkötvények eladását a kínai fél egyelőre nem „keverte” a kereskedelmi vitával. Ugyanakkor, mivel Kína az Egyesült Államok egyik legnagyobb finanszírozója, ez, mint ellenlépés nem zárható ki teljesen. A hatás azonban nem ilyen egyértelmű: egyrészt az USA elnökének megnyilatkozásai feltehetőleg inkább elég erős fenyegetőzések, másrészt pedig Kína az amerikai állampapír-állományát nem tudná jelentős veszteségek nélkül mérsékelni.

Az USA legfontosabb külkereskedelmi partnerei (2017)



Az USA külkereskedelme Kína felé (milliárd USD)

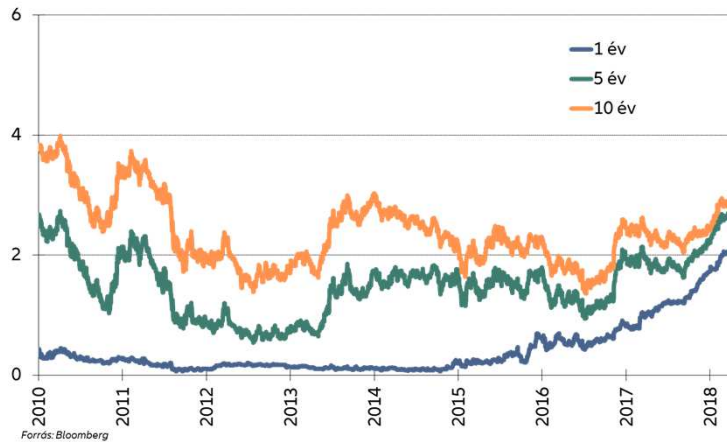




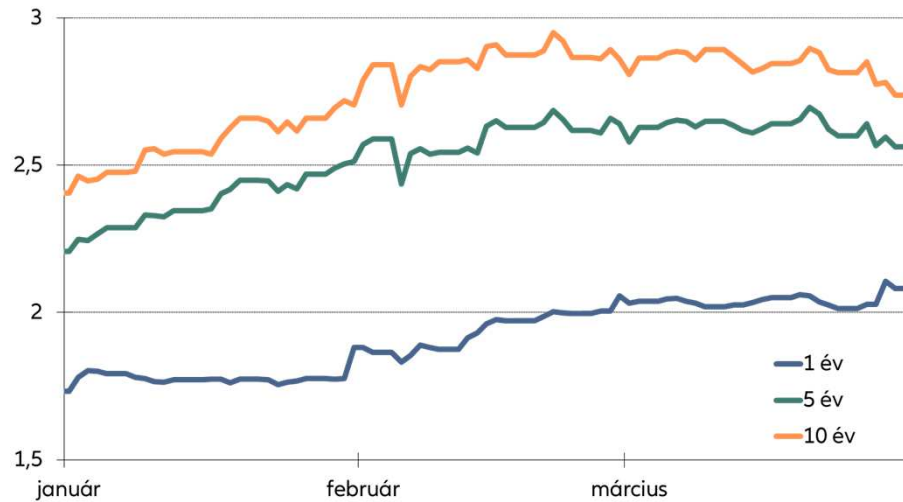
USA ÁLLAMPAPÍRPIAC

Az év eleji hozamemelkedés a hosszú államkötvények piacán február közepén megállt, sőt korrekciót is láttunk. Ebben szerepet játszottak a korábban említett kereskedelempolitikával kapcsolatos piaci félelmek is. A rövidebb hozamokban korrekció helyett inkább sávozást láttunk, amely a Fed kamatemelés, illetve az ez évre várt emelési kilátásoknak tudható be feltehetőleg. Ezzel a hozamgörbe meredeksége ismét csökkent (a görbe laposodott), a 10 éves és 2 éves lejáratok közti spread 50 bázispont alá csökkent. A piaci szereplők a hozamgörbe laposodását azért is nézik kiemelt figyelemmel, mert a laposodó, majd enyhén inverzbe forduló görbe a múltban többször is recessziót előzött meg (pl. 2000-ben, 2006-2007-ben).

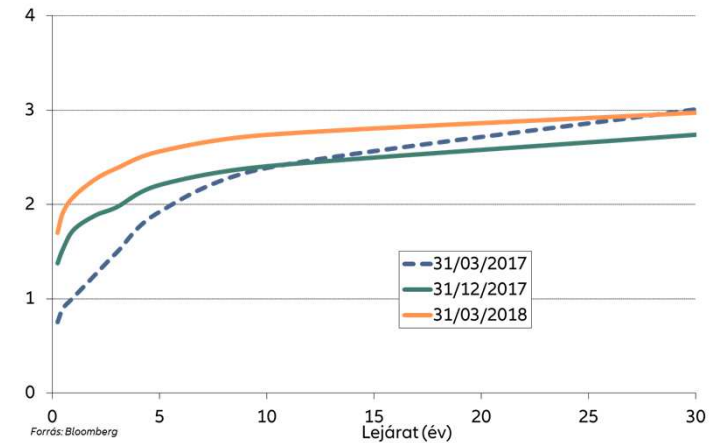
Állampapír hozammozgások



Állampapírpiac a negyedévben



Hozamgörbe

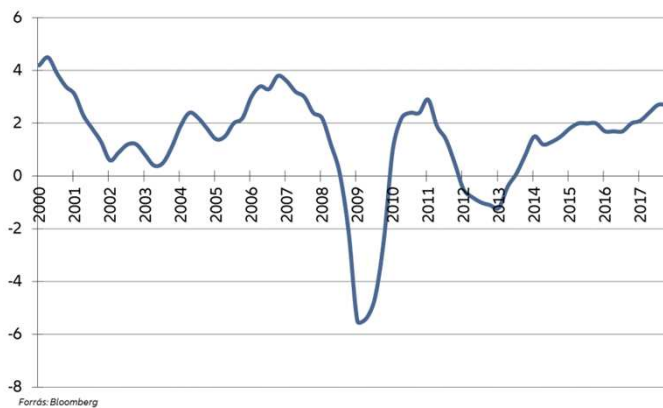




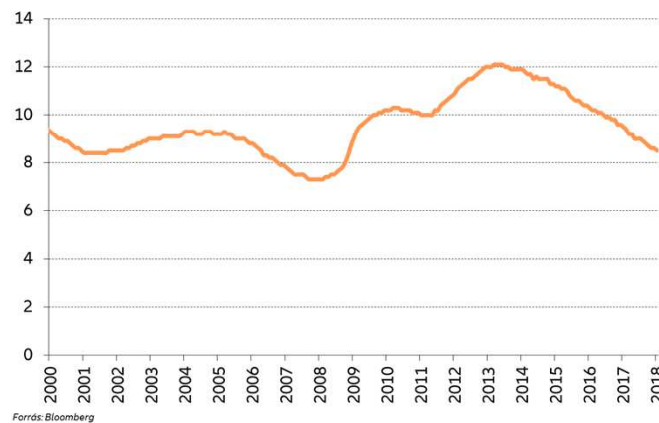
EURÓZÓNÁS GAZDASÁGI ADATOK

- Az Eurózána esetén is összességében jó gazdasági adatokat láthattunk az utóbbi negyedévben is. A tavalyi utolsó negyedéves növekedés az EKB döntéshozóit is meglepték, így a növekedési előrejelzéseket emelték is.
- A munkaerőpiacon is folyamatos javulást láthattunk. A munkanélküliségi ráta februári értéke 8,5%-ra csökkent. Az USA időssorral összevetve (metodikai eltérések miatt csak nagyságrendileg lehet) látszik, hogy az Eurózána még csak most közelíti a 2008-as rekord szinteket. Ebből is látszik, hogy az USA és Európa a gazdasági ciklus kissé eltérő részén tartózkodik, ami a monetáris politikák illetve a hozamszintek divergenciáját alátámasztják. A még mindig meglehetősen magas nominális érték oka pedig az, hogy a „déli” államok még mindig magas értékekkel húzzák fel az átlagot (pl. olasz év végére vonatkozó adat 11%, spanyol 16,55%). Ez is korlátozza az EKB mozgásterét a szigorításban.
- Az infláció tekintetében 2016 folyamán már sikerült elrugaszkodni a 0 közeli szintekről, de az EKB 2%-os céljához még nem meggyőzően közelített az érték.

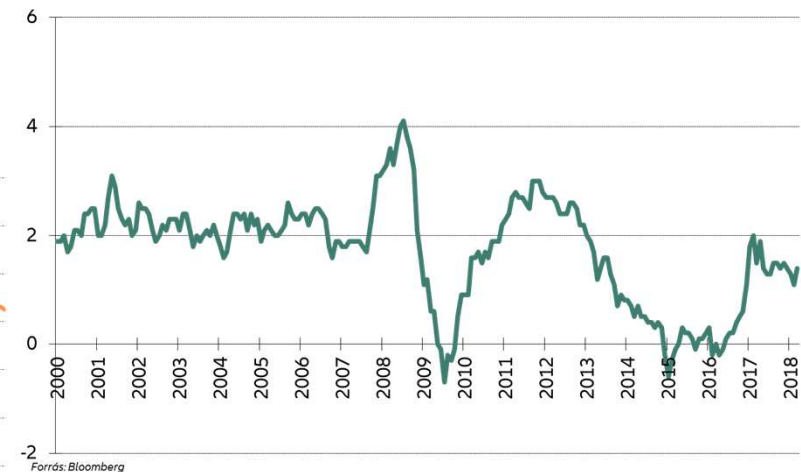
Eurózána reál GDP növekedése



Eurózána munkanélküliség



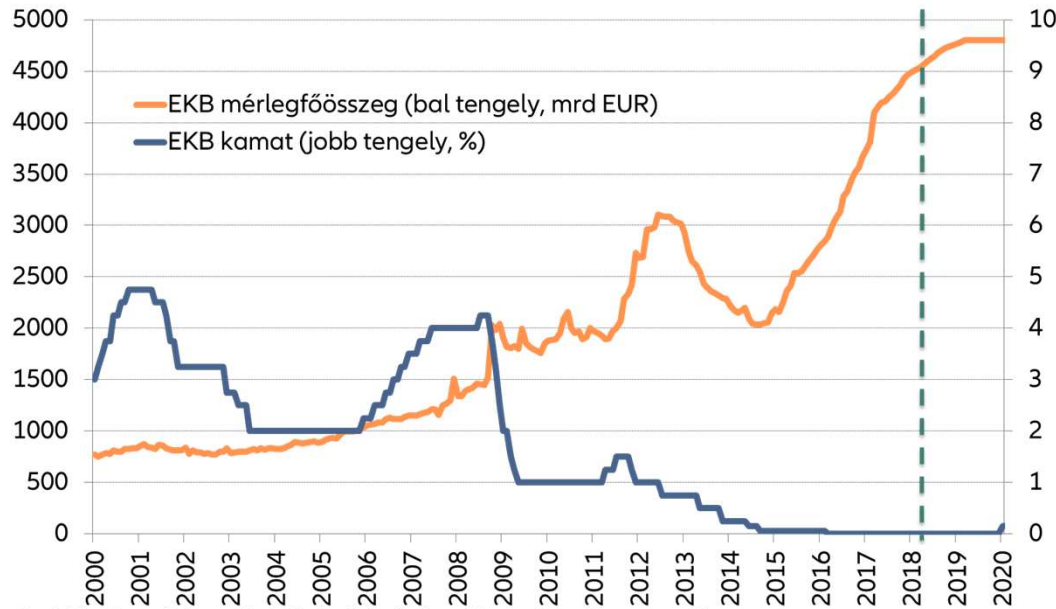
Eurózána infláció





EKB – MONETÁRIS POLITIKA

EKB monetáris kondíciók



Forrás: Bloomberg, a jövőre vonatkozó adatok saját becslések, egy lehetséges forgatókönyvet mutatnak

- Nem változtatott az EKB a kamatkondíciókon a negyedév során. Az EKB hivatalos iránymutatása szerint kamatemelésre csak jóval az eszközvásárlások leállítását követően kerülhet sor.
- Az eszközvásárlási programmal kapcsolatban a márciusi ülésen kikerült a közleményből az, hogy szükség esetén az EKB növeli a havi vásárlások ütemét. Ez önmagában egy kötvénypiaci gyengülés (hozamemelkedés) felé mutató változás volt, a döntést követő sajtótájékoztatón ugyanakkor Mario Draghinak sikerült ennek az élet elvenni azzal, hogy a defláció veszélyének elmúltával és a gazdaság vártnál nagyobb bővülésével ehhez a scenárióhoz eddig is nulla közeli valószínűséget lehetett rendelni.
- Az eszközvásárlások a jelenlegi döntések értelmében 2018. szeptemberéig tartanak a jelenlegi 30 milliárd eurós havi összegben (illetve mindaddig, amíg a Kormányzótanács nem látja úgy, hogy az infláció az EKB céljainak megfelelően alakul az eszköz nélkül is).

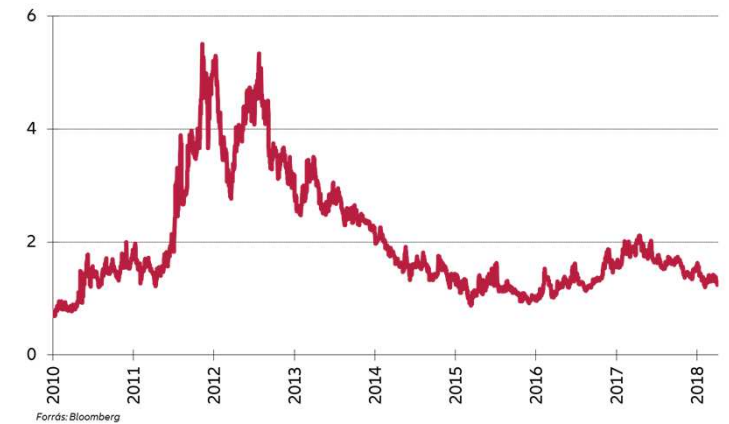
- A piaci szereplőket jelenleg leginkább az foglalkoztatja, hogy befejeződik-e szeptemberrel a mennyiségi lazítás, vagy a programot változatlan, esetleg csökkentett összeggel kiterjesztik ezen túlra. A márciusi kamatlétségi ülés még erre nem adott választ, ugyanakkor az azóta eltelt időben a megnyilatkozások láthatólag kezdik felkészíteni a piaci szereplőket a program idejének befejezésére. Az áprilisi ülésen már elképzelhető, hogy ennél konkrétabbat is megtudhatunk az európai QE sorsáról, mivel az EKB feltehetőleg nem kívánja a piacot sokáig bizonytalanságban tartani.



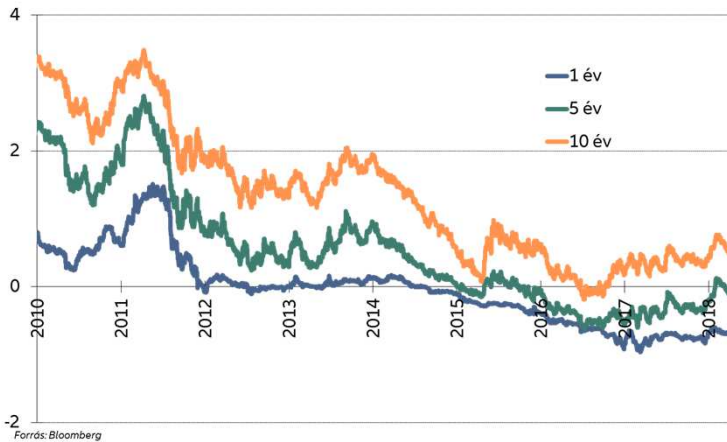
EURÓZÓNÁS ÁLLAMPAPÍRPIAC

- Az év első hónapjában a globális hozamemelkedési hullám Európában is éreztette hatását. A 10 éves német hozamok az év eleji 0,5% alatti értékükről 0,8% közelébe emelkedtek. Innen azonban részben a pozícionáltság miatt (a nagyobb arányú eladások után már újabb eladó nem nagyon volt a piacon), részben a korábban említett keményebbé váló USA külkereskedelmi politika kapcsán tapasztalható félelmek miatt erősödést láttunk.
- Az Eurózána perifériaként emlegetett országok (pl. Olaszország, Spanyolország) állampapírpiacon hasonló irányokat láttunk, azonban ezen országok kötvényeinek német kötvényekhez viszonyított felára érdemben nem nőtt, sőt inkább folyamatosan csökkent. Az EKB eszközvásárlás leállításával (vagy már annak bejelentésekor) itt elképzelhető, hogy tapasztalhatunk majd nagyobb korrekciót.

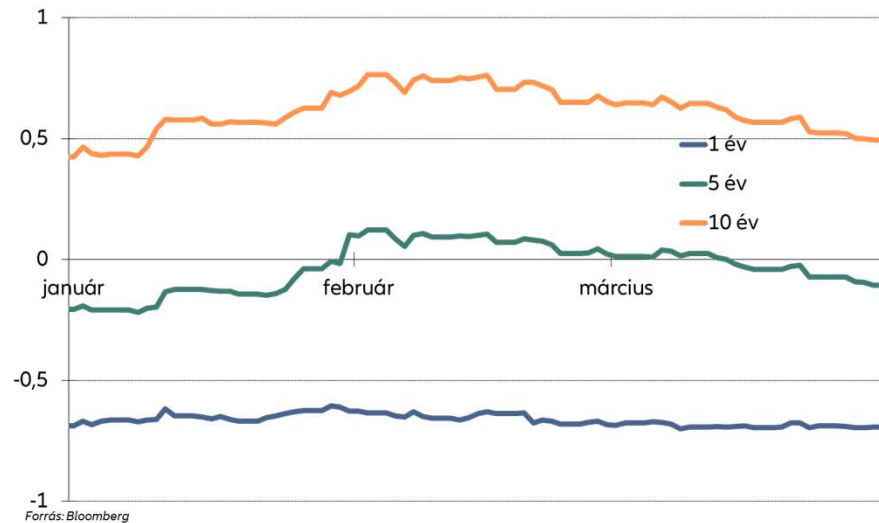
A 10 éves olasz és német állampapírok hozamkülönbsége



Állampapír hozammozgások (német)



Állampapír hozammozgások a negyedévben (német)





EGYÉB PIACOK, KOCKÁZATOK

Kamatdöntések

- Japánban is egyelőre marad a laza monetáris politika. Sem az alapkamat, sem a 10 éves japán államkötvény megcélzott hozamszintje nem változott. Az infláció januárban és februárban is emelkedni tudott (februárra vonatkozó éves érték 1,5%), de a monetáris szigorítás egyelőre még nincs közel. Haruhiko Kuroda a Bank of Japan elnöke februárban arról beszélt, hogy a Jegybank exit stratégiájáról 2019. áprilisban kezdődő fiskális évben lehet majd elkezdni a gondolkodást.
- A svájci jegybank sem változtatott az alapkamaton, és a döntéshez kapcsolódó üzenet alapján a negatív kamat megszüntetése még nincs a láthatáron.
- A brit jegybank sem nyúlt a negyedévben az alapkamathoz, viszont májusban már lehet kamatemelés.
- A lengyel jegybank nem emelt a negyedévben az alapkamaton, az inflációs számok jellemzően alulmúlták a várakozásokat az utóbbi időben.
- A cseh jegybank február elején 0,50%-ról 0,75%-ra emelte a kamatot, viszont a márciusi ülés után lefelé mutató inflációs kockázatokról beszéltek már, ami alapján a következő kamatemelés csak év vége felé valószínű.
- Romániában januárban és februárban is volt két 25bp-os emelés, viszont április elején a kamat 2,25% maradt (a piac emelést várt).

Kockázatok

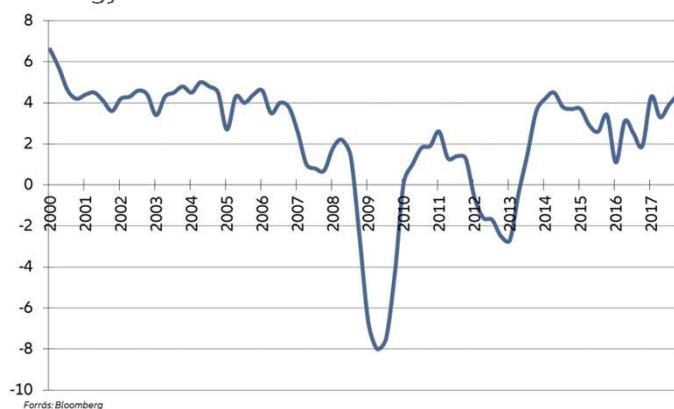
- Az észak-koreai feszültség enyhülni látszik: Az USA és Észak-Korea elképzelhető, hogy tárgyalóasztalhoz ül az észak-koreai atomprogrammal kapcsolatban. A közeledés mellett érdekes fordulat volt, hogy Kim Dzsong Un hosszú évek után Kínában tett hivatalos látogatást, ahol megbeszéléseket folytatott Hszi Csin-ping államfővel.
- Újabb diplomáciai és gazdasági szankciókat vezetnek be európai országok és az USA Oroszországgal szemben.



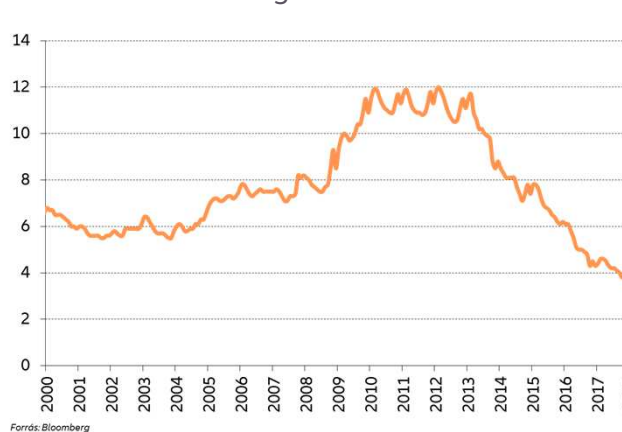
HAZAI GAZDASÁGI ADATOK

- Magyarország kapcsán is összességében kedvező makrogazdasági adatokról olvashattunk. A 2017. negyedik negyedéves reál GDP adat 4,4% lett éves szinten, amely meghaladta az elemzői várakozásokat. A munkanélküliségi ráta 3,8%-on állt az elmúlt hónapokban, ami önmagában is rekord alacsony érték, míg közben az aktivitási ráta is 71% fölé került 2017-re vonatkozó adatokban (2000-2010 környékén 60% körül ingadozott). A negyedév során 13% feletti éves bérnövekedési adatokat láthattunk (legfrissebb januárra vonatkozó 13,8%).
- A feszített munkaerőpiac és a bérstatisztikák alapján furcsa lehet, hogy az infláció továbbra is visszafogott. Ez nemzetközi szinten is foglalkoztatja a jegybankokat, viszont néhány (részben magyar specifikus) okot felsorolhatunk. A bérnövekedés nem feltétlen esik egybe a keresetek növekedésével: a „fehéredés” során a hivatalos kereset jelentősen emelkedik (amit a minimálbéremelés kikényszerít, míg az alacsony SZJA kulcs lehetővé tesz), míg a fekete/szürke jövedelem feltehetőleg kevésbé növekszik, esetleg csökken. E mellett a vállalatok bérjellegű kiadásait korlátozza a bérrel kapcsolódó adófizetési kötelezettség százalékos csökkenése, és a nyereségadó is rekord alacsony szintre került az elmúlt években. Így a fogyasztókra nem szükséges a vállalatoknak a teljes bruttó bérnövekedést áthárítani. Fontos még megemlíteni, hogy mivel Magyarország kis, nyitott gazdaság, így a fő export és importpiacainkon tapasztalható továbbra is alacsony infláció a hazai áremelkedésnek is gátat szab.

Magyar reál GDP növekedése



Hazai munkanélküliség



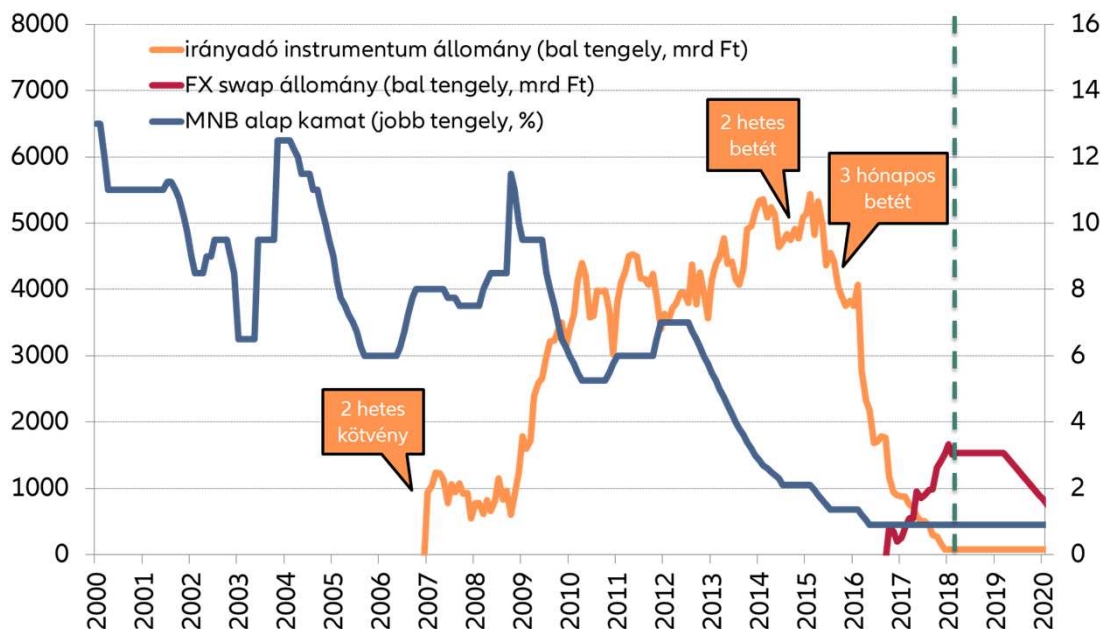
Infláció





HAZAI MONETÁRIS POLITIKA

Hazai monetáris kondíciók



Forrás: Bloomberg, MNB, a jövőre vonatkozó adatok saját becslések, egy lehetséges forgatókönyvet mutatnak

- A negyedév folyamán az MNB nem változtatott a kamatkondíciókon (alapkamat, kamatfolyosó) és az irányadó eszközben elhelyezhető összeget.
- Az forint likviditást nyújtó FX swap állomány nem nőtt tovább.
- Elindult ugyanakkor a két 2017-ben meghirdetett nem konvencionális eszköz:
 - A MIRS keretében az MNB 5 és 10 évre hirdet meg olyan ügyleteket, ahol a bankok fix kamatot fizetnek az MNB-nek, míg változót kapnak (BUBOR alapon) cserébe az adott tranzakció lejáratáig. Tehát ez eszköz lehet arra, hogy a bank hosszú lejáratú állampapír- illetve fix kamatperiódusú jelzáloghitel-portfólióját lefedezze, azaz egy emelkedő kamatkörnyezetben ez védelmet nyújt. Az igénybevételhez nem tartoznak ezúttal különleges feltételek, azaz nem szükséges állampapír- vagy hitelállomány-növekményt bizonyítani az adott banknak.
- Az MNB ezen túl megkezdte a negyedév folyamán mind a másodpiacon, mind az elsődleges piacon (kibocsátásokkor) a hazai kibocsátású jelzáloglevelek vásárlását.

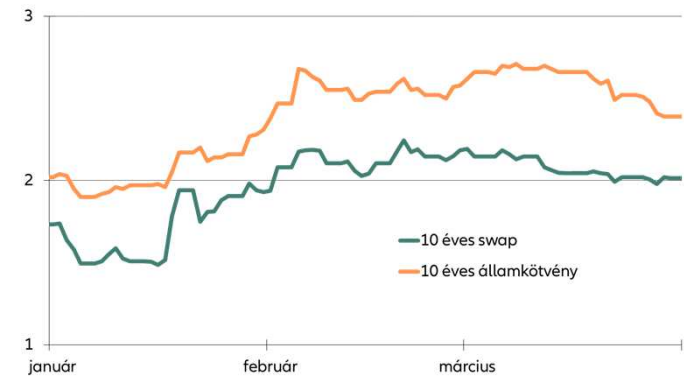
- Az alapkamat illetve kamatfolyosó megváltoztatására érdemben nem vártak a befektetők, így ezek változatlansága nem okozott piaci reakciót. A forint likviditást nyújtó deviza swap tenderek állományának stagnálása miatt nem volt látható negatív hatás, a bankközi kamatlábak (BUBOR) továbbra is igen alacsony szinten tartózkodnak az alapkamathoz képest. Az MNB alelnöke Nagy Márton ugyanakkor fontos utalásokat tett a jövőre nézve: a BUBOR 2019 végéig, az alapkamat 2020 végéig hasonlóan alacsony szinten maradhat.



HAZAI MONETÁRIS POLITIKA ÉS PIACI REAKCIÓK

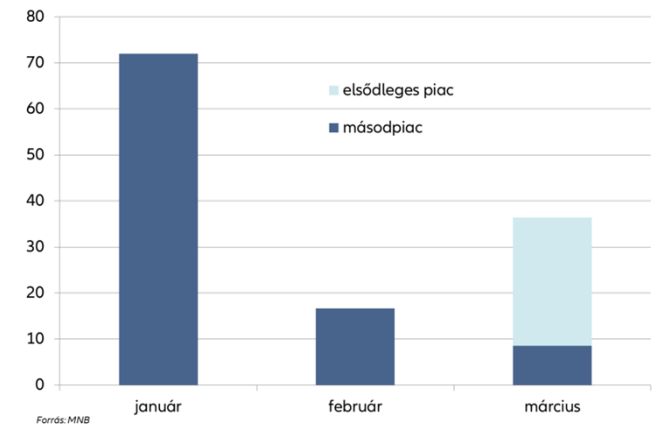
- Az első MIRS tenderre igen felfokozottak voltak a befektetői várakozások, és jelentős spekulatív pozíciók épültek ki. E mellett a tender egybe esett egy globális hozamemelkedési hullámmal. Így az MNB lejáratonként akkora kereslettel szembesült (nagyságrendileg), mint amekkora a negyedévre meghirdetett teljes keret volt. Az MNB a tenderen ugyan megemelt összeget fogadott el, de így is a benyújtott ajánlatok töredéke volt ez csupán. Ez kisebb pánikot okozott a piacon, mivel számos szereplő a piacon kezdte zárni azokat a pozíciókat, amelyeket az MNB-vel szeretett volna kicsukni. Ez elsősorban a swap piacon okozott kiugró mozgásokat (néhány nap alatt nagyságrendileg 50 bázispont felpattanás a 10 éves lejáratra), de a kötvénypiacra is átragadt a kockázatkerülő hangulat, és bár elnyújtottabban, de ott is hasonlóan jelentős lett a hatás. A jegybank a tender feltételeit változtatta, fix áras lett. Ugyan közölték, hogy a keretösszeget nem kívánják növelni, de az eszköz tartósan támogatja a monetáris politikát a hozamgörbe hosszú oldalán. Ez is segített abban, hogy a globális kötvénypiaci erősödésben a hazai gyengülés is megálljon, majd korigálhasson.
- Szintén 2018 első negyedében kezdte a Jegybank a jelzáloglevél-vásárlást. A másodpiacon már januárban, míg a kibocsátások esetében az első alkalomra márciusban került sor jegybanki vételre. A másodpiaci vásárlások kezdetben OTC piacon zajlottak, majd néhány hét után tértek át a sokkal transzparenssebb tőzsdei vételekre. A hozamszintek állampapír alattiak, és sorozatonként a kinnlevő állomány legfeljebb 70%-át törekszik megvenni. Az látszott, hogy ahogy az MNB közelítette az egyes sorozatokból ezt a limitet, illetve az elsődleges piacon is megjelent, az aktivitás egyre csökkent. Az elsődleges piacon először márciusban jelent meg az MNB vevőként, a kibocsátott összegek felét veszi meg jellemzően.

10 éves kötvény és swap hozam (%)



Forrás: Bloomberg

Jelzálogpiaci vásárlások (milliárd forint névérték)



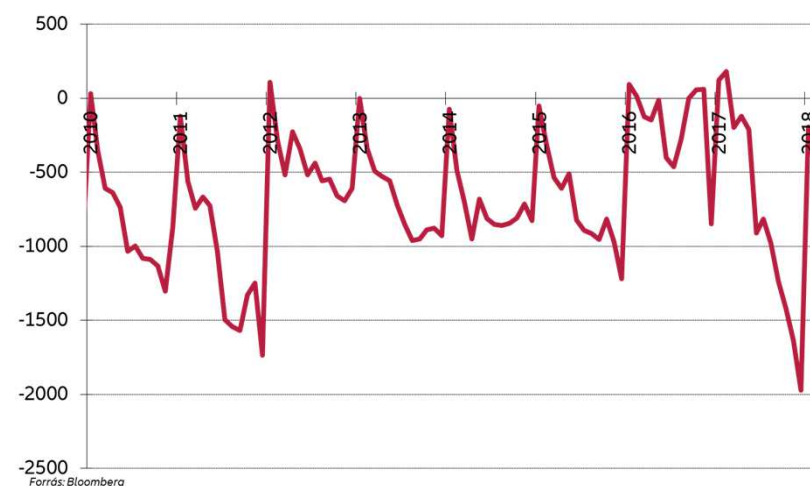
Forrás: MNB



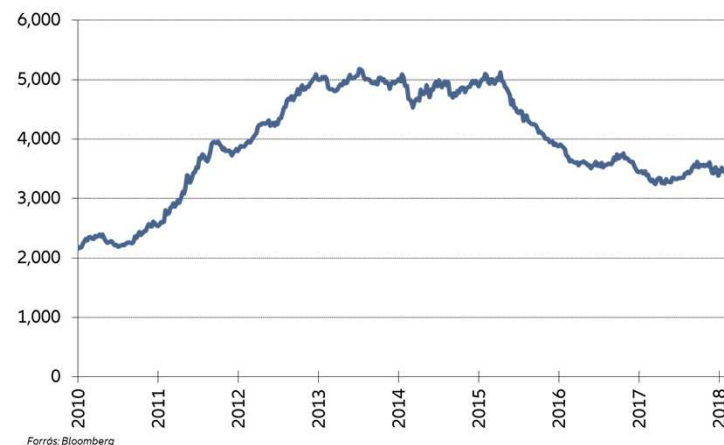
HAZAI ÁLLAMPAPÍR-KIBOCSÁTÁSOK

- Az ÁKK az első negyedévben magas összegben bocsátott ki kincstárjegyeket és államkötvényeket. Ez egyrészt a szokásos szezonálisnak tudható be, mivel jellemzően ilyenkor van nagyobb finanszírozási igény a költségvetés részéről, illetve az ÁKK igyekezni szokott az év első felében nagyobb részt teljesíteni az éves finanszírozási tervből, hogy nyugtalanabb piacok esetére némi tartalék keletkezzen. Az idei évben ugyanakkor még nagyobb szükség volt a megnövelt finanszírozásra, hiszen a 2017 végéhez hasonlóan 2018 elején is jelentős EU-s támogatásokat finanszírozott elő az állam, illetve egyszeri tételek is voltak (fűtési támogatás, nyugdíjasoknak egyszeri juttatás), így a pénzforgalmi hiány szokatlanul nagy lett. A Nemzetgazdasági Minisztérium az adatközlésekkel kapcsolatos sajtóközleményekben hangsúlyozza, hogy az éves 2,4%-os hiánycél nem változott, és továbbra is tartható lesz.
- Az államkötvény-aukciók egyébként jellemzően jó kereslet mellett zajlottak, és a legtöbb esetben az ÁKK a meghirdetett összeget megemelte.
- Az ÁKK március közepén egy kisebb (nagyjából 70 milliárd forintnak megfelelő) japán jen kötvénnyel lépett piacra. Jelentős devizakötvény-kibocsátások továbbra sem várhatók. A külföldiek állampapír állományán kismértékű növekedés látszott az elmúlt hónapokban, ugyanakkor hosszabb kitekintés alapján látszik, hogy lényeges átsúlyozódásról nem beszélhetünk.
- A lakossági papírok esetében látszik az ÁKK törekvése, hogy tényleg a lakosság részesüljön belőle, így korlátozták az önkormányzatoknak és non-profit szervezeteknek elérhető kötvények körét, valamint az ÁKK a banki portfóliókban lévő, ügyfelektől visszavett állományok ÁKK részére történő visszaadását is szorgalmazza. Mindez további keresletet jelenthet a rendszeres DKJ és államkötvény-kibocsátásoknál.

Államháztartási hiány (pénzforgalmi, kumulált, milliárd forint)



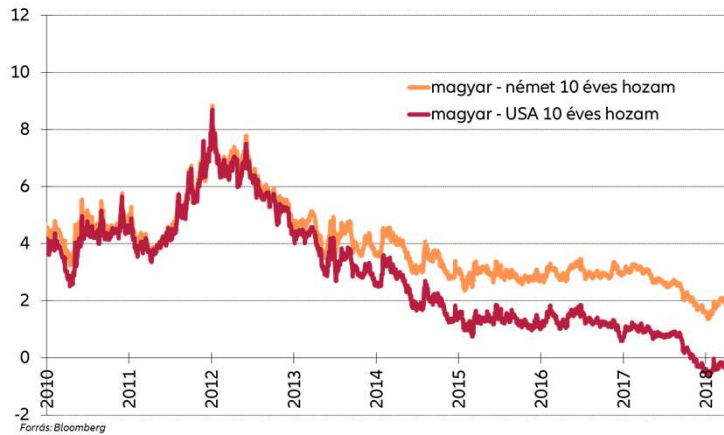
Külföldi állampapír-állomány



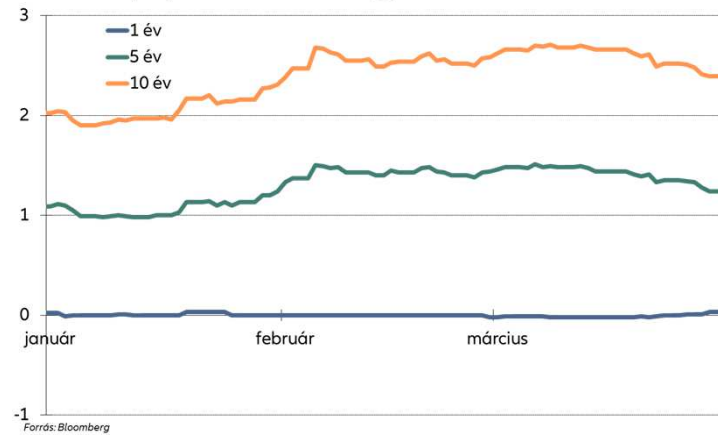


HAZAI ÁLLAMPAPÍRPIAC - GRAFIKONOK

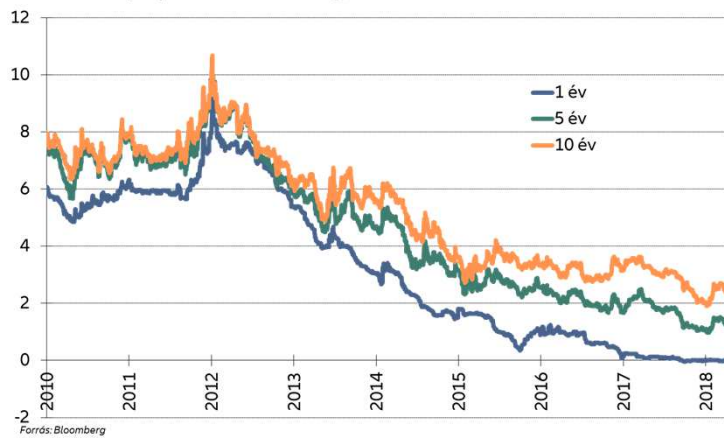
Nemzetközi összehasonlítás



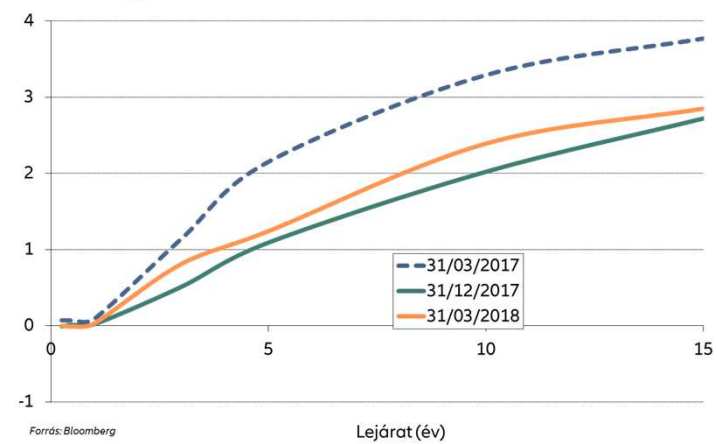
Állampapír hozamok a negyedévben



Állampapír hozammozgások



Hozamgörbe



RÉSZVÉNYPIACOK

3





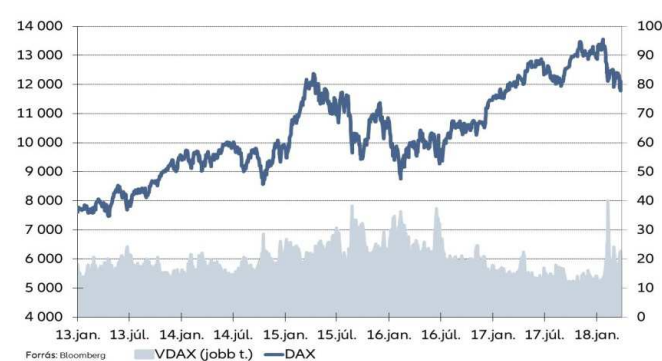
NEMZETKÖZI RÉSZVÉNYPIACOK: VISSZATÉRT A VOLATILITÁS I.

Rég nem látott volatilitás jellemezte a piacokat az első negyedévben. Az S&P 500 és a DAX esetében a VIX és VDAX opciós árazásból visszszámolt volatilitás indexek 30 feletti szinteken is jártak. Erre legutóbb előbbi esetében 2015 közepén, míg utóbbinál 2016 közepén láthattunk példát. Azóta a gazdasági és a vállalati fundamentumok javulásának és a jegybankok támogató politikájának köszönhetően egy kiegyensúlyozott alacsony árfolyam-ingadozással jellemezhető időszak következett egészen az ideig elejéig. Mostanra azonban a jegybankok a konjunktúraciklusok érettebbé válását visszaigazoló kedvező gazdasági adatok láttán már a gazdaságélénkítő programok visszafogásán, a monetáris kondíciók szigorításán dolgoznak. Ennek következtében a befektetők óvatosabbá válnak, a piacok pedig jóval érzékenyebben reagálnak a negatív fejleményekre. Nem feltétlenül jelennek meg a vevők azonnal minden pár százalékos esést követően, mint a korlátlan pénzbőség időszakában.

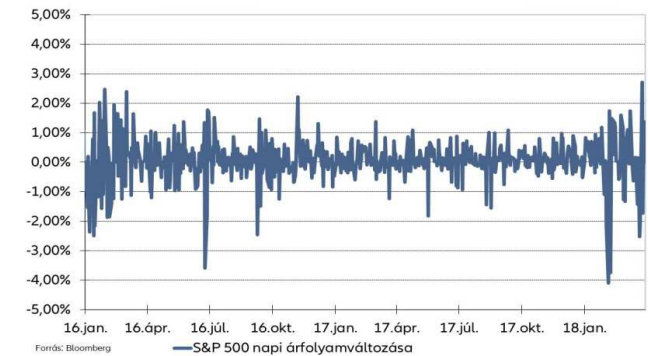
Az S&P 500 és a VIX index alakulása



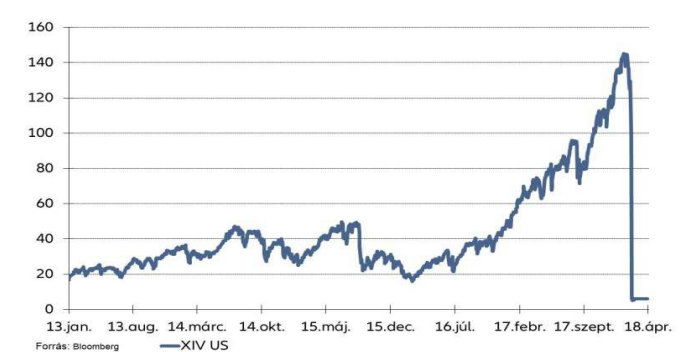
A DAX és a VDAX index alakulása



S&P 500 napi árfolyam-ingadozás



Volatilitás csökkenésére fogadó ETF (XIV US) árfolyama

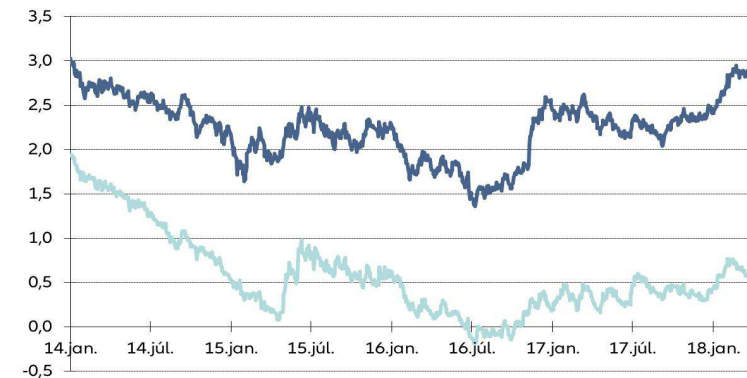




NEMZETKÖZI RÉSZVÉNYPIACOK: VISSZATÉRT A VOLATILITÁS II.

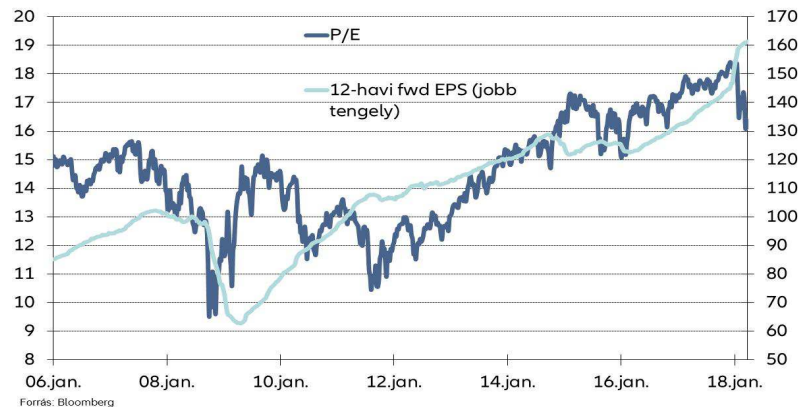
Először január végén láthattuk mit is jelent mindez a gyakorlatban, amikor a fejlett piaci hozamok jelentősen emelkedni kezdtek. Ez a részvényeseknek teoretikusan több csatornán is gondot okoz. Ilyenkor növekszik a részvények értékelésénél használt diszkontfaktor (tőkeköltség), magasabb lesz a vállalati hitelek kamata és vonzóbbak lesznek az alternatívát jelentő állampapír befektetések. Februárban a 10 éves lejáratoknál az amerikai állampapír esetében 2,95%-os szintet is láthattunk, amire legutóbb 2014 elején volt példa. A 10 éves bund esetében pedig csak a több mint két éve nem látott 0,78%-os szint jelentett megállót. Összehasonlításképpen az év elején ezek az instrumentumok még rendre a 2,4 és 0,42%-os szinteken jártak.

10 éves fejlett piaci kötvényhozamok alakulása



Forrás: Bloomberg — 10 éves US hozam — 10 éves német hozam

S&P 500 Index P/E és EPS



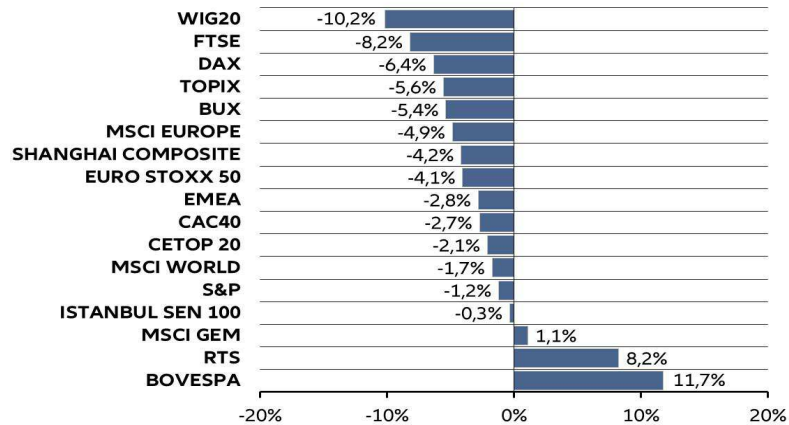
Forrás: Bloomberg

A hozamemelkedés okozta korrekciót követően láthattunk némi megnyugvást a piacokon, azonban ekkor újra a kockázatkerülésé lett a főszerep a Trump által bejelentett védővámoknak köszönhetően. A főként kínai import ellen irányuló intézkedéseket természetesen a másik fél sem hagyta szó nélkül. Amennyiben nem sikerülne megállapodásra jutni a feleknek tovább eszkalálódhat a helyzet (már százmilliárd dolláros tételekkel fenyegetőznek). Mivel a világkereskedelem lassulása egyik félnek sem érdeke bízunk a helyzet mielőbbi megoldásában. Ellenkező esetben meglehetősen negatív lenne a kép a világgazdaságra nézve, bár egyes régiók akár profitálhatnak is ebből. Előfordulhat például, hogy ezáltal szorosabbá válna az együttműködés Európa és Kína között, amiből a német exportra termelő cégek és ezek beszállítói profitálhatnak, miközben a kínai import olcsóbbá válna.



NEMZETKÖZI RÉSZVÉNYPIACOK: GYENGE NEGYEDÉV

Részvényindexek alakulása (saját devizában) 2018Q1

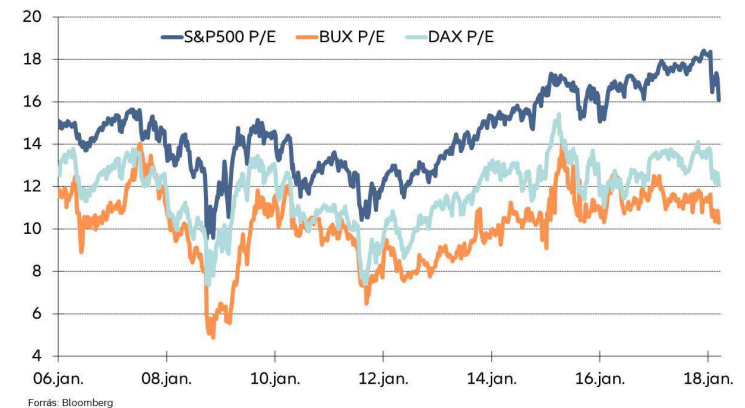


Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

Az előzetekintő P/E alapú értékelések tekintetében az látszik, hogy historikus átlagoknál továbbra is magasabban forognak a főbb indexek, ám ezek a prémiumok nagyot estek az év elejéhez képest. Ebben az árfolyamok esése és az eredményvárakozások emelkedése egyaránt szerepet játszott. A hozamkörnyezet emelkedése következtében továbbra is nyomás alatt maradhatnak az értékelési szintek, míg az eredményvárakozások emelkedése támogathatja a tőzsdéi emelkedéseket. Utóbbi szempontjából továbbra is kedvezőek a makro folyamatok, azonban a gazdasági ciklus érett szakaszának végéhez közeledve egyre növekednek a kockázatok. Immáron kilencedik évfordulóját ünnepli a bikapiac, így érdemes óvatosabbnak lenni, még ha a következő egy-két évben maradhat is a kedvező hangulat.

Nehéz olyan részvényindexet találni, ami pozitív teljesítményt tudott elérni az első negyedévben. Ezek főként az erősödő nyersanyagáraknak és a gyenge dollárnak köszönhetőek felülteljesítésüket. Az S&P 1,2%-os csökkenésével továbbra is jobban teljesített a DAX 6,4%-os eséséhez képest. A tengerentúli részvényeket továbbra is az amerikai adóreform és az infrastrukturális program támogatja, azonban feltűnő volt a technológia szektor gyenge szereplése. A Facebook az adatlopási botrány miatt magyarázkodhat, az Amazonra rászállt Trump, a Tesla körül is gyűlnek mostanában a fellegek. Az öreg kontinens esetében továbbra is sokan felülteljesítést várnak a kedvezőbb kilátásoknak köszönhetően, azonban az erős euró és a bankszektor gyenge teljesítménye rányomta a bélyegét a kereskedésre. Ráadásul az autógyártók feje továbbra is fájhat az elektromos autózásra való átállás magas beruházásigénye és a dízelbotrány miatt.

Részvényindexek P/E alapú értékeltsége



Forrás: Bloomberg

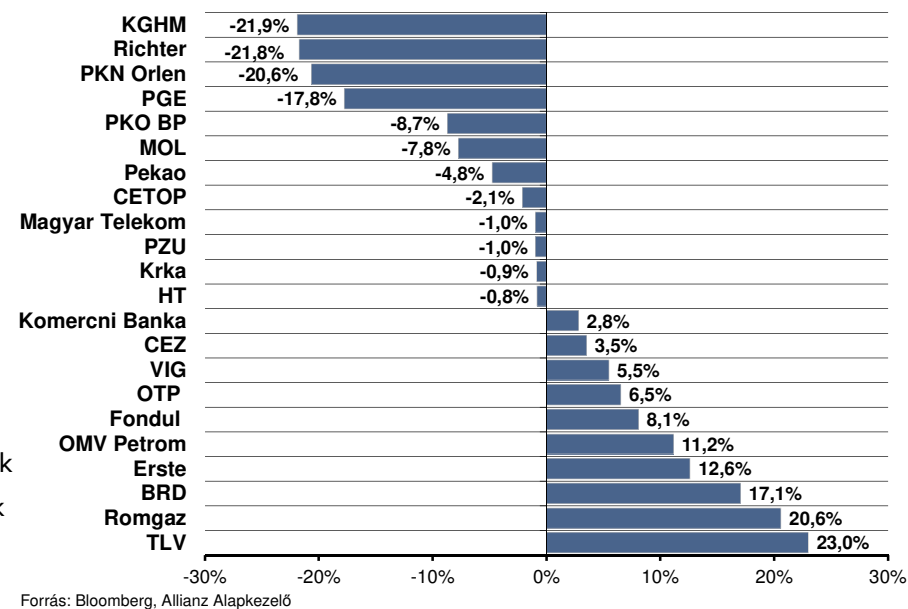


RÉGIÓS RÉSZVÉNYPIACOK

A régiókban egyértelműen a román piac volt a legjobban teljesítő. A CETOP index 6 legjobban teljesítő papírjából 5 román volt. Szektorra való tekintet nélkül szárnyaltak délkeleti szomszédunk részvényei, ami nem kis mértékben a tavaly év végi mértéktelen eladások korrekciójának tudható be. Mindemellett kimagasló eredményszámokat is produkáltak, úgy a bankok (Banca Transilvania, BRD), mint a két energetikai részvény (SNG, Petrom) is. A cseh energetikai óriás gyengén kezdte ugyan az évet, de később lendületet adott neki az áram és a szén dioxid kvóta árának emelkedése, amit aztán tovább fűtött a cég feldarabolásáról szóló hír. A vezetőség fogalmazta meg ezt a javaslatot az állam felé, mellyel véleményük szerint számottevő értéknövelés érhető el.

A lengyel állam nemzetstratégiájának egyre erőteljesebb érvényesítése nyomán (pl. veszteséges bányák üzemeltetése, atomerőmű esetleges építése) több energetikai cég árfolyama is jelentősen korigált. Eközben a bankok a kamatemelési ciklus megkezdésének jegybank általi egyértelmű és határozott eltolása miatt szenvedtek. Szinte mindegyik bank kamatmarzsát érdemben tudná javítani egy magasabb kamatkörnyezet, amire eddig számítottak is a befektetők. A jegybankelnök szerint ez az idén nagy valószínűséggel nem fog megtörténni, így a növekedési pálya meglehetősen ellaposodott. Marad a volumen növekedés és a költséglefaragás vezérelte lassú eredménybővülés. Kiválóan teljesített ugyanakkor az osztrák Erste, mely a régió szinte összes országában szinte elhanyagolható kockázati költségeket vízióval, miközben az operatív költségek is számottevően csökkennek az előttünk álló negyedévekben.

CETOP papírok teljesítménye 2018 Q1



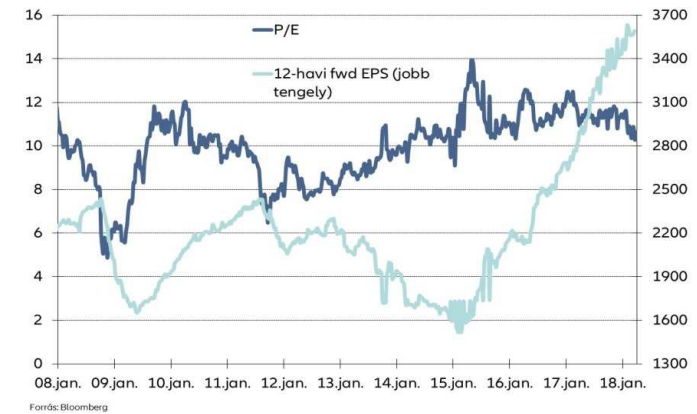


HAZAI RÉSZVÉNYPIAC: MEGAKADT A RALI

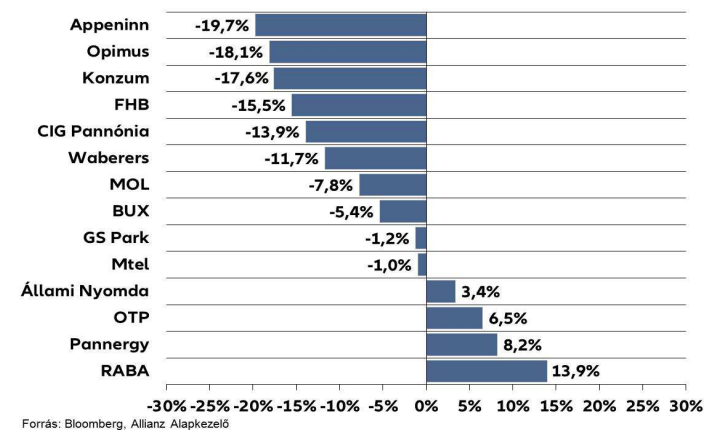
Januárban még folytatódni tudott a rali a hazai piacon is, de ezután a nemzetközi hangulat romlásával itt is az eladók domináltak. Ez összességében 5,4%-os esést jelentett a negyedévben. A vállalati fundamentumokat nézve nem könnyű a helyzet, hiszen a tavalyi kiváló eredményszámokat követően nehéz lesz idén is meglepetést okozni. Az azonban pozitívum, hogy a hazai P/E alapú értékeltetés továbbra sem számít kiugrónak, sem historikus, sem nemzetközi összevetésben.

Az OTP rekord mértékű, 281 Mrd forintos profitról számolt be 2017-re. Továbbra is árnyalja a képet, hogy ez nagyrészt a kockázati költségek csökkenésének köszönhető, miközben tartós növekedéshez a működési eredmény javulására lenne szükség. Ezt a további akvizíciók segíthetnék azonban a Banca Romaneasca megvételét a román jegybank nem hagyta jóvá. A MOL is vártnál magasabb 2,45 Mrd dolláros EBITDA-ról adott számot a tavalyi évre. A menedzsment idénre már konzervatívabb, 2,2 Mrd-ot jeleznek előre, ráadásul a finomítói marzsok is gyengültek. A cég hosszú távú stratégiájának megfelelően tovább erősít a vegyiparban a tiszaujvárosi szintetikusgumi gyár átadásával. Nehéz negyedéve volt a Richternek. Az Esmya feltételezett mellékhatása körüli felülvizsgálat mellett a gyenge dollár és rubel is továbbra is nyomást gyakorol az árfolyamra. Vegyes a kép az MTEL esetében. A kedvező tavalyi számok és a menedzsment megemelt célkitűzései ellenére sem emelnek az osztalékon a közelgő frekvenciatenderekre és a növekvő versenyre hivatkozva. Utóbbi körüli bizonytalanságot növeli, hogy a magyar Telenor új befektető, a cseh PPF csoport kezébe kerül. A tavalyi évben szárnyaló kispapírok is jóval gyengébben kezdték az idei évet.

BUX index EPS várakozás és P/E



Főbb magyar részvények teljesítménye 2018 Q1



OLAJPIAC

4





ELAKADT AZ EMELKEDÉS

Bár erősen indították az évet és újabb lokális csúcsra tudtak menni a főbb olajfajták januárban, ezt követően megtorpant az emelkedés. Az év eleji rali a kedvező piaci hangulat, a növekvő világpiaci keresletről és a kínálati többlet további mérséklődésre vonatkozó várakozásokról szóló hírek, a szokásosnál jóval hidegebb amerikai téli időjárás, a csökkenő olajkészletek, a gyenge dollár, valamint az Iránban kirobbant kormányellenes tüntetések egyaránt támogatták. Eközben továbbra is az látszik, hogy tartják a kitermelés-csökkentési megállapodásokban tett vállalásokat az OPEC és csatlakozó nem OPEC országok. Azért érdemes megjegyezni, hogy a motiváltság továbbra is erősen eltérő. Miközben Oroszország már 40 dolláros olajjára tervezi költségvetését, Szaúd-Arábia 60 dolláros árat tartana kívánatosnak. Ennek ellenére egyes elemzők már azon véleményüknek adnak hangot, hogy a kitermelés visszafogása és az export korlátozása akár túl is lőhet a célon. Ebben az esetben pedig az olajár élesen emelkedni kezdene, aminek következtében még több amerikai palaolaj beruházás indulna el amik termelővé válásával ismét nyomás nehezedne az árfolyamra.

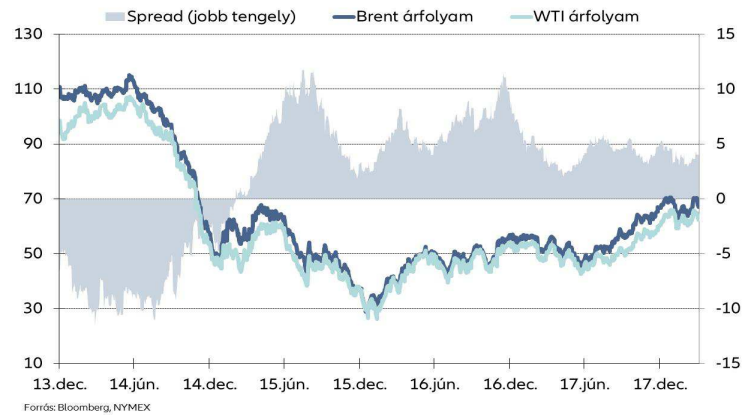
Az év eleji ralit követően február elején megjött a fordulat az olajpiacon is miután az USA olajkitermelése újabb csúcsra, 10,2 M hordó/napra emelkedett, ami immáron Szaúd-Arábia kitermelésével (10,28 M hordó) vetekszik, miközben nemrégiben még 8,5 M hordó körül mozgott. Ezzel párhuzamosan az olajtartalékok is vártnál nagyobb mértékben kezdtek bővülni ráadásul Irán is olajkitermelésének növelésére vonatkozó tervet jelentett be. Csak az tudott ismét javítani a hangulaton, hogy Szaúd-Arábia bejelentette a vállalnál is nagyobb mértékben fogja vissza kitermelését és olajexportját is korlátozza az idei első negyedévben. Ezzel újra emelkedő pályára állt az árfolyam ám az emelkedés nem volt hosszú életű, miután a Trump által védővámok bevezetésével kirobbantott kereskedelmi háború az olajpiacon is eladási hullámot indukált.

Fontos fejlemény volt továbbá, hogy Kína új júanban jegyzett nyersolaj benchmarkot indított a sanghaji tőzsdén amitől azt várják, hogy tükrözi majd Kína nyersolaj keresletének és kínálatának alakulását miközben a júan világgazdaságban betöltött szerepét is erősítheti. Régóta tervben volt már ez, miután 2017 óta az USA-t megelőzve az ázsiai ország lett a legnagyobb kőolajimportőr.

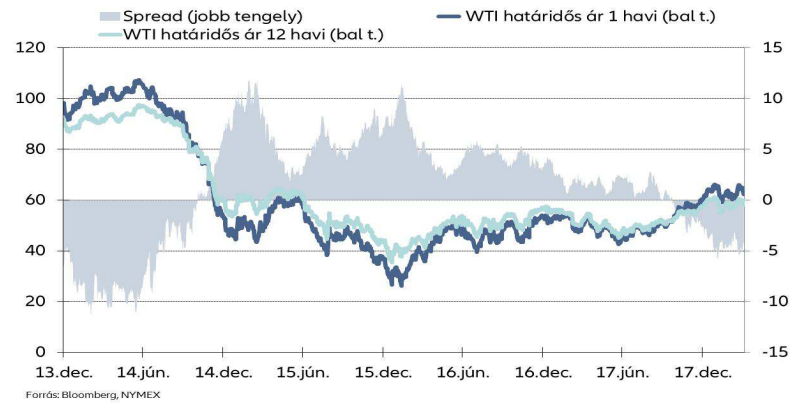
A jövő tekintetében továbbra is kérdéses, hogy a kereslet bővülésének, vagy a palaolaj-termelés felfutásának lesz nagyobb a hatása. Mindenesetre továbbra is az emelkedés mellett szól, hogy a határidős piacon a jelenlegi backwardation mellett (későbbi határidős árak alacsonyabbak) profit keletkezik a határidős pozíciók továbbgörgetésén. Ez bizonyosan közrejátszik a hedge fundok rekord méretű nettó vételi pozícióinak alakulásában.



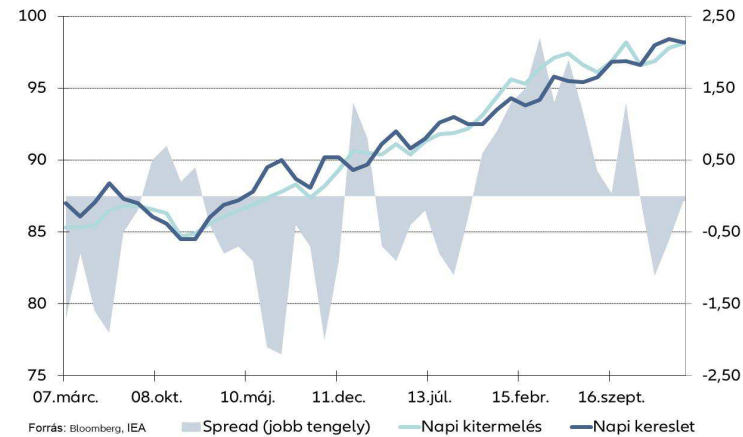
WTI és Brent árfolyam és spread (USD/hordó)



1 havi és 12 havi határidős spread (USD/hordó)



Világti kereslet és kínálat (Millió hordó)



USA készlet és napi kitermelés (Millió hordó)

