

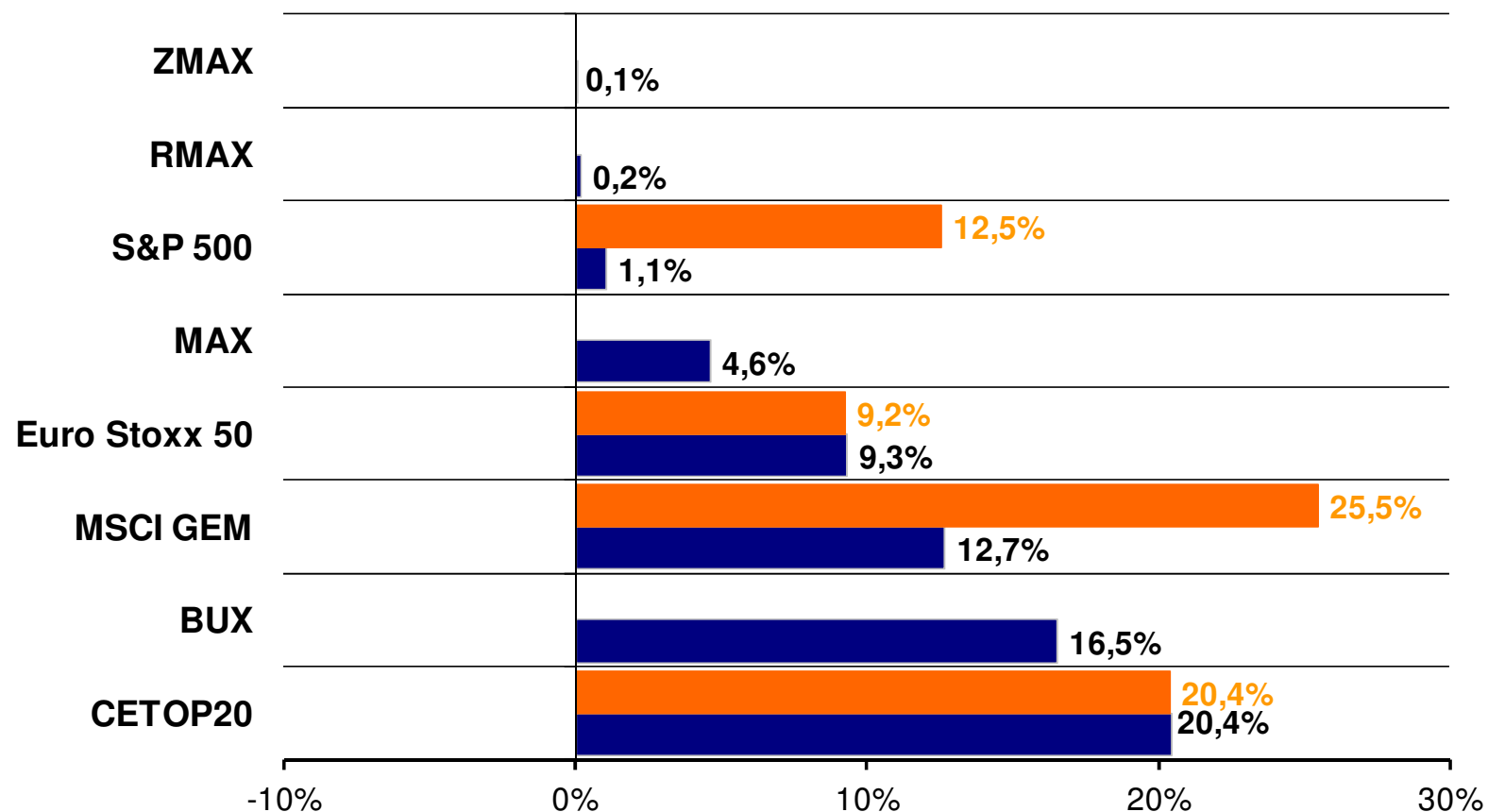
Vagyongkezelői beszámoló az Allianz Nyugdíjpénztár

2017. III. negyedév

Budapest, 2017. október 13.

Indexek teljesítménye

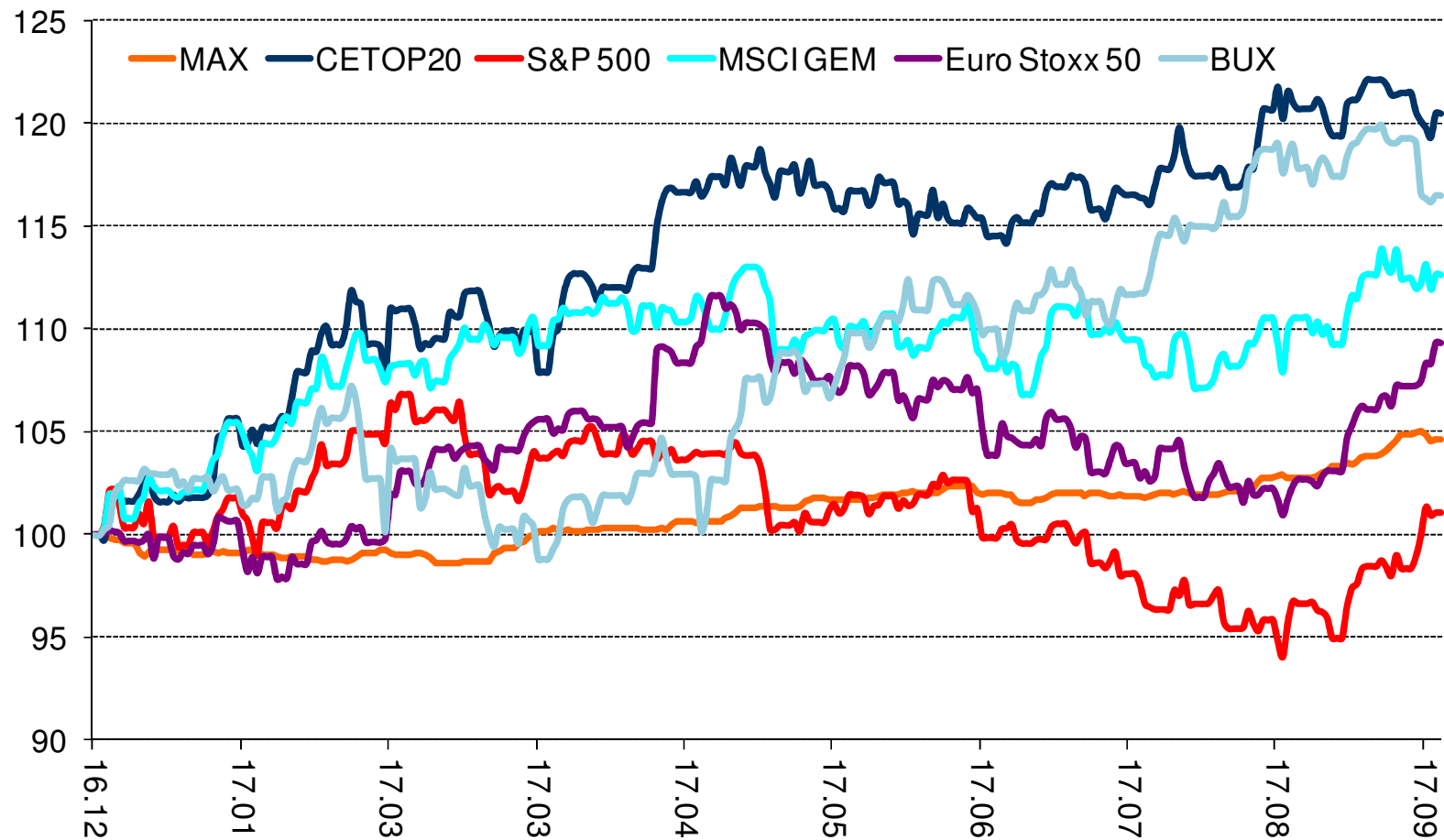
Főbb indexek alakulása 2017 YTD (HUF-ban és saját devizában)



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

Indexek alakulása

Főbb indexek alakulása (2016.12.31-2017.09.30. HUF-ban)



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

Globális trendek I.

Összefoglaló

- A világ vezető gazdaságai - az Egyesült Államok kivételével - várakozások felett bővültek 2017 második negyedében, illetve a havi adatok alapján ez a trend folytatódott a július – szeptemberi időszakban is. Az európai régióban megalapozottabb és több szektorra kiterjedő a növekedés, mint a tengerentúlon. Kína és az ázsiai régió esetében az Új Selyemút projekt hatásai érződnek: a gazdaság még mindig beruházás-vezérelt növekedési pályán van, de a jelentős mértékű tőkeexport következtében a hazai termékekre és szolgáltatásokra külső keresletet generál Ázsia legnagyobb gazdasága, így eddigi kihasználatlan kapacitásai lassan eltűnnek, és a belső fogyasztás részaránya nő a GDP bővülésében. A tőkeexportban érintett országokkal az eddigieknél szorosabb külkereskedelmi kapcsolatok alakulnak ki, infrastrukturális beruházások nyomán pedig a potenciális növekedési ráta is emelkedni fog az egész régióban.
- Az elmúlt időszak a magasabb növekedés mellett a vártnál alacsonyabb inflációs mutatókat eredményezett. Bár a pénzromlás üteme mindenhol magasabb volt az előző évi átlagos értékeknél, a várakozásokat rendre alulmúlták az adatok. A munkaerőpiacokon meglévő szabad kapacitás, a részmunkaidős foglalkoztatottság és a fejlett gazdaságokban az elmúlt 10 évben bekövetkezett hatékonyságnövekedés mellett az energiaárak visszafogottabb emelkedése is hozzájárult ehhez a jelenséghez.

Globális trendek II.

USA: gyorsuló GDP, javuló növekedési szerkezet, FED szigorítási ciklus

- Az Egyesült Államok gazdasága tovább gyorsult a második negyedévben (összefoglalónk készítésekor ez a legfrissebb elérhető adat). A 2017Q2 évesített adat 3,1%-ra emelkedett az első negyedéves 1,2%-ról. A növekedés szerkezete hosszabb idő után javult: egyrészt a GDP bővülés hagyományos motorja a magánfogyasztás végre magára talált, de az első negyedéves drasztikus visszaesés után végre a beruházási mutatók is pozitívan járultak hozzá az összesítő adathoz.
- A munkanélküliség 4,2%-ra csökkent (bőven a FED célsávjában), az év/év headline infláció pedig 1,5 – 2% között mozgott. A termelői árindexek, az ISM prices paid index és az átlagos órabérek emelkedő trendjéből arra lehet következtetni, hogy bizonyos termékek és szolgáltatások árképzésében megjelenik majd némi inflációs nyomás, ám a globális kereskedelem felélénkülése, a nyersanyagárak mozgása és a technológiai fejlődés miatt enyhe másodkörös hatásokkal kell számolni.
- A FED a negyedév során nem nyúlt az alapkamathoz, de megkezdte a QE (mennyiségi könnyítés) során felvásárolt, és azóta is megújított eszközállományának lassú leépítését, azaz a pénzpiaci likviditás lassú szűkítését, ami önmagában monetáris szigorításnak felel meg.
- A Trump-kormányzat által felvázolt adóreform csomag költségvetési hatásait még megbecsülni sem lehet, ám az biztos, hogy ha az amerikai cégek az adókedvezmények hatására hazautalják a külföldön parkoltatott profitjukat, a dollár erősödni fog a főbb kereskedelmi partnerek devizáihoz képest, ezzel a külkereskedelmi mérleg (nettó export) is romlik, ami a GDP növekedési ütemét csökkenti. Ha a hazautalt összegek a magánszektor beruházásain keresztül nem kerülnek vissza a gazdaságba, hatásuk komoly monetáris szigorítással ér fel, és csökkentheti a további kamatemelések esélyét.

Globális trendek III.

USA: gyorsuló GDP, javuló növekedési szerkezet, FED szigorítási ciklus

- Az USA gazdasági növekedési kilátásaiban azonban még akad bizonytalanság a rendelkezésre álló adatok szerint. A munkaerőpiacon tapasztalható strukturális anomáliák miatt egyszerre van jelen bérinflációs nyomás és nagyarányú részmunkaidős foglalkoztatottság. A versenyképesség növekedése miatt a feldolgozóiparban sokkal nehezebb újabb munkahelyeket teremteni azokon a területeken, ahol Trump a legerősebb kampányígéreteket tette (alacsony hozzáadott értékű feldolgozóipari munkahelyek a rozsdáövezetekben, az automatizálás térhódításával feleslegessé vált alacsony képzettségű, kevésbé mobilis munkaerővel).
- Mind fiskális, mind monetáris oldalról látunk a növekedésre vonatkozó kockázatokat, emiatt feltételezzük, hogy a FED által a ciklusban még várt 150-160 bázispontnyi alapkamat-emelése nem ebben az ütemben, vagy mértékben valósul meg amennyiben a profitrepatriálás és a FED 4200 milliárd dollárnyi mérlegfőösszegének leépítése is megindul. Infláció szempontjából a dollár-index erősödése hozhat extra kockázatot a rendszerbe, ami a maginflációt tovább csökkentheti és komoly dilemma elé állíthatja az amerikai jegybankot.
- 2018-ban Janet Yellen FED elnök és több FOMC szavazó tag mandátuma lejár, ezzel Trump előtt történelmi lehetőség nyílik, hogy az Igazgatótanácsba a saját embereit ültesse. Ennek következtében akár jelentősebb policy-változásra is számíthatunk a FED-től jövőre, ami akár csökkent jegybanki autonómiát és sokkal fókuszáltabb növekedés-támogatást is jelenthet.

Globális trendek IV.

EU: csökkenő politikai kockázat, alacsony infláció, megakadt brexit-tárgyalások

- Az Eurózána gazdaságai a második negyedévben (összefoglalónk készítésekor rendelkezésre álló legfrissebb adatok szerint) év/év alapon 2,3%-kal bővültek (naptárhatástól tisztított adat). A növekedésben a belső fogyasztás jelentős élénkülése a beruházások fellendülése játszott kiemelt szerepet. A teljes régióra vonatkozó infláció +1,5% körül stagnál, a maginfláció 1,1-1,2% között mozgott. Az Eurózána munkanélküliségi rátája 9,1%-os (itt Németország szokás szerint jelentős outlier 5,6%-kal), a munkaerő egységköltség 1,5-1,8% éves ütemben növekszik.
- Az EU nyitottsága miatt a stabilabb, szélesebb bázison nyugvó növekedés mellett is alacsonyabb a bérinflációs nyomás a tagországokban (olcsó munkaerő a gyorsabb gazdaságokba áramlik), ám ez a trend a peremországokban okoz majd komolyabb strukturális problémát, mert az ottani munkaerőhiány az alacsonyabb versenyképesség mellett kitermelhető bérszint miatt már az EU-n kívülről pótolható.
- A francia után a német elnökválasztás is lezajlott, a politikai kockázatok jelentős része eltűnt, a befektetői hangulat javul, a bizalmi indexek rég nem látott magasságokba kerültek. A negyedév végén a katalán népszavazás és az olasz választásokkal kapcsolatos spekulációk okoztak csak kisebb piaci zavart. Az unió reformja német-francia vezénylettel 2017Q4-ben megindul, aminek várhatóan szorosabb tagállami együttműködés és egységes költségvetési politika lesz az eredménye. A terv belső reformok nélkül nem valósulhat meg (olasz bankválság, drága francia szociális ellátórendszer, spanyol-katalán viszony), viszont a várhatóan jelentősen elhúzódó brexit tárgyalásoktól függetlenül elindul megvalósítása.

Globális trendek V.

EU: csökkenő politikai kockázat, alacsony infláció, megakadt brexit-tárgyalások

- Az Eurózána tagországok nagyobb gazdaságai közül Németország mellett Spanyolország teljesítménye emelkedik ki (mindkét tagországban a magánszektor fogyasztása, magas beruházási mutatók és jó exportteljesítmény hajtja a gazdaságot). Franciaország és Olaszország viszont átlag alatti gazdasági aktivitást mutat. Mindkét ország esetében probléma a túl költséges állami működés, a szociális kiadások magas szintje és a viszonylag nagy adósságállomány. Olaszország ebből a szempontból speciális helyzetben van: adósságának nagy hányadát belső forrásból tudja biztosítani, ám bankrendszere gyenge lábakon áll, így a finanszírozás stabilitása kérdésessé vált (emellett a politikai kockázatok további erősödésére számíthatunk ebben a tagországban).
- A csökkenő munkanélküliség ellenére a munkabérek emelkedése elmaradt a várakozásoktól, így a fogyasztás növekedésének üteme is visszafogottabb volt. Alacsony nyersanyagárak mellett ez a tervezettnél alacsonyabb inflációs pályát eredményezett, ami az ECB-nek kényelmes mozgásteret biztosíthatna. A jegybank azonban határozottan elkötelezte magát a piacon lévő pénzmennyiség csökkentése mellett: a FED-hez hasonlóan a QE (mennyiségi könnyítési program) során mérlegébe került eszközök lassú leépítését tervezi. Egyéb monetáris kondíciók változatlansága mellett azonban ez önmagában szigorítást jelent, ami ellentmondásban van az ECB saját álláspontjával, ami erősebb inflációs dinamikától teszi függővé a jegybanki lépéseket. A monetáris politika várható alakulásáról csak Q4-ben dönt az ECB, de az inflációs folyamatokat alapul véve nem tartjuk elképzelhetetlennek, hogy 2018 második féléve előtt nem változik érdemben az ECB mérlegében lévő eszközök állománya.

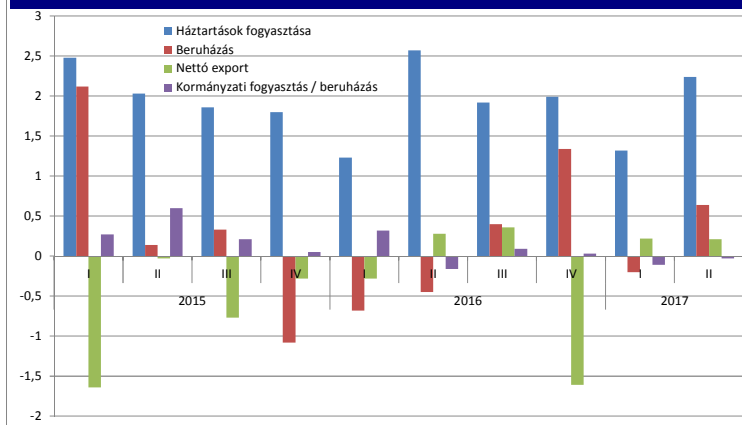
Globális trendek VI.

Kína: szerkezeti átalakulás a növekedésben, lassuló tőkekiáramlás

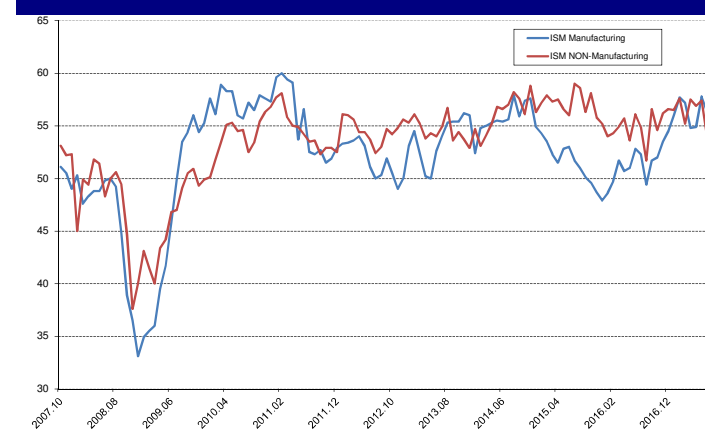
- Kína gazdasága 6,9%-kal bővült a második negyedévben közel 2%-os év/év inflációs mutató és 4% körüli munkanélküliség mellett. A nettó export 2016 Q1 óta először járult hozzá pozitívan a növekedéshez, a fogyasztás részaránya csökkent valamelyest, míg a beruházások részaránya nőtt.
- A 2016 második felében megindult tőkekiáramlást sikerült megállítani, a kiváltó okokat részben kezelni, így Kína devizatartalékai újra emelkedni kezdtek. Az összefoglaló készítésekor a tartalékok nagysága megközelítette a 3200 milliárd dollárt. (Kína újra vevőként jelentkezett az USA kötvénypiacán)
- A legnagyobb ázsiai gazdaság fordulóponthoz érkezett: az eddigi, beruházás-vezérelt növekedési politika elérte határait, az újabb beruházások megtérülése (amennyiben egyáltalán lehet ilyenről beszélni) már messze alulmúlta az alternatív befektetések hozamát, így leginkább az állam és az önkormányzatok befektetései kerültek veszélybe.
- Alacsonyabb növekedés mellett a hiteltörlesztéseket ezek az önkormányzatok / állami szervek, vagy az ezekkel szerződött vállalkozók már csak újabb hitelek felvételével tudták kiegyenlíteni, ami eleinte a gazdaság eladósodottságát emelte, majd az adminisztratív korlátozó intézkedések meghozatala után a default rátákat emelte. A hitelek, hitelgaranciák együttesét figyelembe véve a teljes gazdaság közel 300-as credit to equity rátával működik, ami több mint kockázatos. A GDP növekedési ütem további csökkenését Kína az Új Selyemút program elindításával kívánja elkerülni. Ezzel az ország egy 900 milliárd dolláros tőkeexport programot indít, ami Kínától Németorszáig szárazföldi és tengeri szállítmányozási infrastruktúrafejlesztéseket és telekommunikációs szolgáltatások kiépítését jelenti. A beruházások kivitelezése és a kiépített infrastruktúra működtetése kompenzálhatja a SOE-k 0% közeli megtérülési rátáját és javítja a növekedési kilátásokat.

Globális trendek VII.

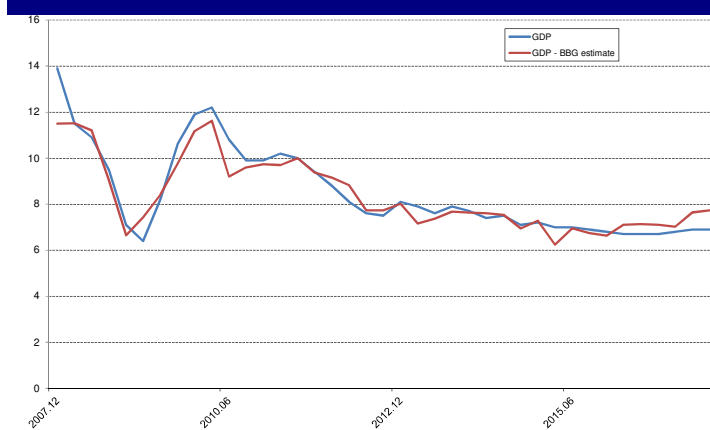
USA GDP összetétele



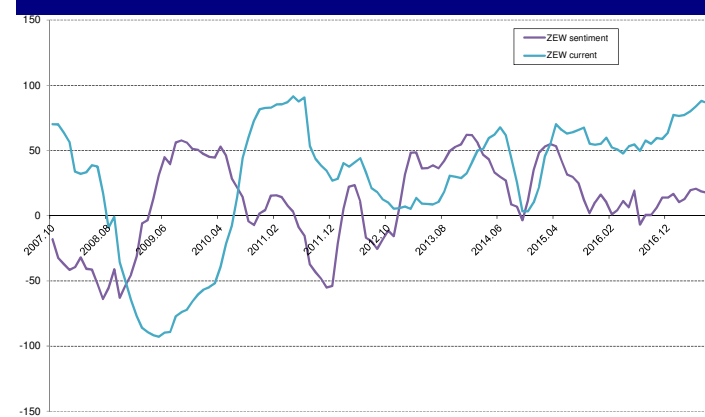
USA ISM index



Kína GDP



német ZEW index



Hazai makrofolyamatok I.

Csökkenő beruházás, erősödő bérinflációs nyomás

- A magyar GDP 3,2%-kal bővült a második negyedévben. A részletes adatok szerint a külkereskedelmi aktivitás és a beruházások csökkenése a két legfőbb ok a csökkenésben. Az export (és az ipari termelésünk) alacsonyabb szinteken mozgott ebben az időszakban a nyári leállások miatt elsősorban. Az export nagyobb százalékban csökkent, mint az import – de ez a trend megmaradt a következő három hónapban is. Külkermérlegünk végig pozitív maradt, ám a 12 hónapos mozgóösszeg a korábbi 10 milliárd EUR közeli szintekről 8,6 milliárdra mérséklődött. Sajnos a negyedéves részletes adatokban az is látszik, hogy a beruházási mutatók is csökkentek (mind az állami, mind a magánberuházások). Az EU társfinanszírozott projektek felfutásával ebben korrekcióra számíthatunk Q3-ban.
- A pénzromlás üteme 2,4% átlagot mutatott a harmadik negyedévben, a nemzetközi trendbe illeszkedve lassan csökkenni kezdett. A volatilis komponensektől megtisztított maginfláció viszont emelkedik, lassan eléri az MNB középtávú célját jelentő 3%-os szintet. Az infláció emelkedésének egyértelmű oka az élénkülő magánfogyasztás, ami a most már tartósan kétszámjegyű bérnövekedésből adódik. Ebben a magánszektor 12%-os átlaga elmarad a közszféra 16%-ától. Mivel a bértömeg növekedése meghaladja a versenyképességünk javulásának ütemét, a jelenlegi inflációs nyomás komoly problémaként jelenik majd meg a következő időszakban (leépítéseket is eredményezhet, mert ezt az ütemet már a kevésbé versenyképes gazdálkodó szervezetek nem tudják kitermelni).
- A hazai munkanélküliségi ráta még csökken (4,2%), a foglalkoztatottság emelkedik. A KSH legfrissebb adatai szerint 4,4 millió felett van már a foglalkoztatottak száma, igaz ennek 4% feletti része közfoglalkoztatotti státuszt jelent. Bízható jel lehet, hogy ez az arány csökken, a privát szektor egyre több embert tud alkalmazni rész- vagy teljes munkaidőben.

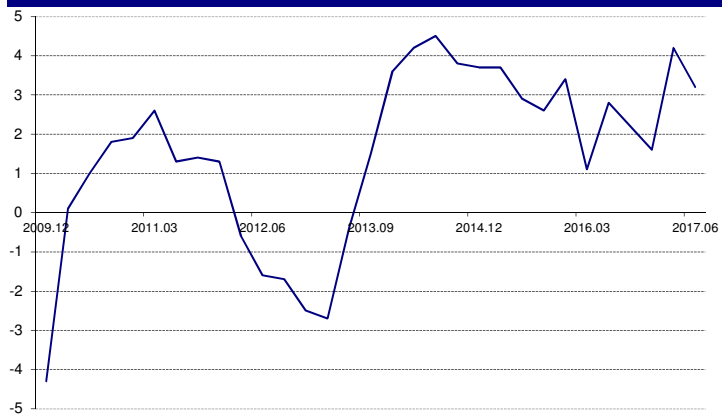
Hazai makrofolyamatok II.

Csökkenő beruházás, erősödő bérinflációs nyomás

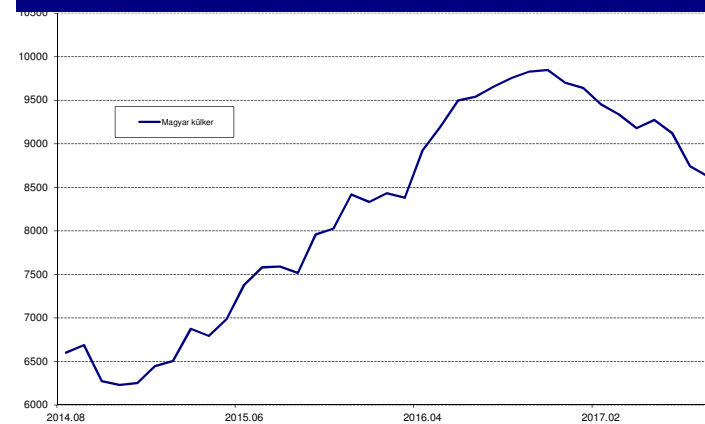
- A költségvetés 1236 milliárd forintos deficittel zárta a harmadik negyedévet (ez a tervezett pénzforgalmi szemléletű hiány 106%-át jelenti), ami drasztikus romlás a május végi szinthez képest, ám figyelembe kell vennünk, hogy az EU támogatásokat a költségvetés előfinanszírozza (1400 mrd forint feletti összegről van szó), a költségvetésbe viszont csak később érkeznek a kohéziós támogatások (eddig közel 300 milliárd forint). A megítélt, de még be nem érkezett közel 1000 milliárdos pufferrel a 2017-es költségvetés kivételesen jó helyzetben van, sőt, megkockáztatjuk, hogy felfokozott költsékezésre számíthatunk 2017 végén és átvitt tartalékokon keresztül 2018 elején is, hogy a végleges adat ne legyen lényegesen kisebb a tervezett 2,4%-os GDP arányos hiánynál.

Hazai makrofolyamatok III.

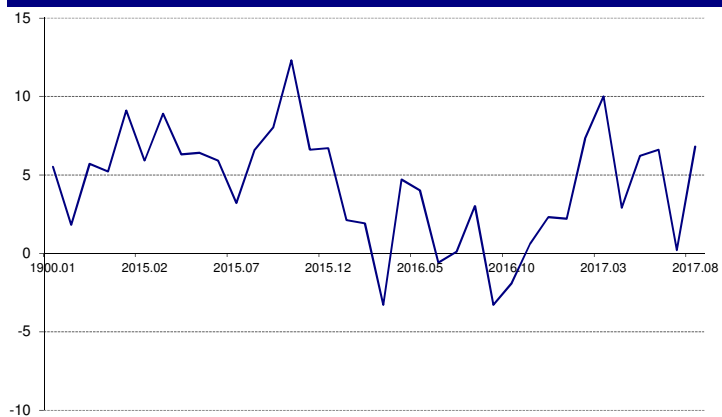
Hazai GDP (% , év/év)



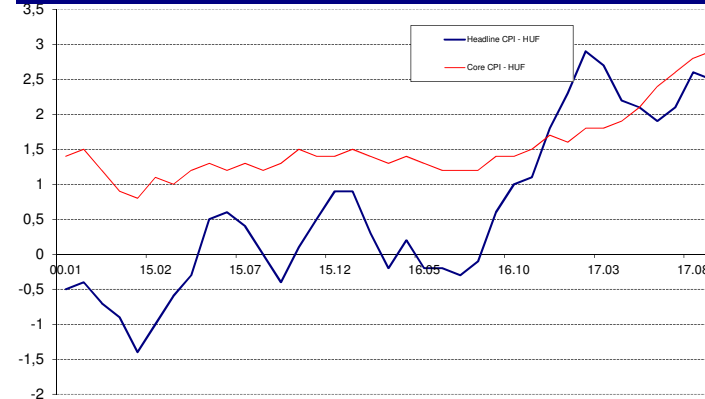
Hazai külkereskedelmi mérleg 12 hónapos kumulált egyenlege



Ipari termelés év/év



Forint headline és maginfláció alakulása



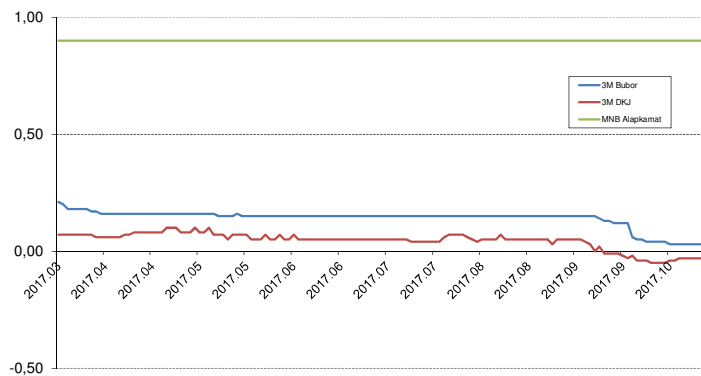
Hazai állampapír-piaci folyamatok I.

Újabb monetáris lazítás, laposabb hozamgörbe

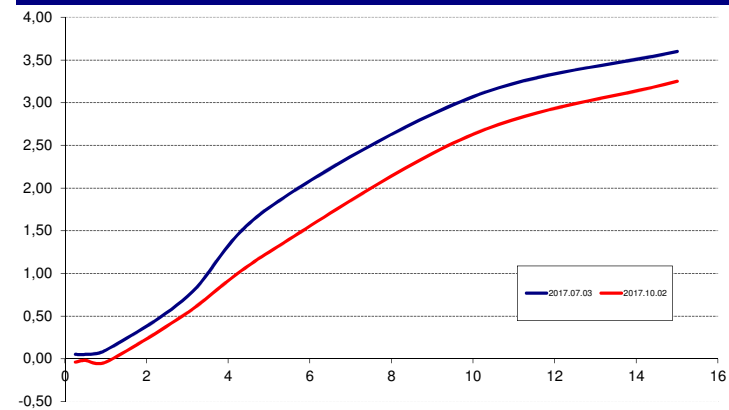
- Az MNB a harmadik negyedév során sem változtatott alapkamatán (0,9%), de tovább növelte a piaci likviditást a devizawap tenderekkel és a 3 hónapos jegybanki betét hozzáféréseinek további korlátozásával. Az overnight kamatot 10 bázisponttal -15 bázispontra csökkentette: ennyit fizetnek a kereskedelmi bankok a jegybanknak a kötelező tartalékon felül elhelyezett betétekért. A 3 hónapos betéti instrumentumban elhelyezhető összeget tovább csökkentette a Monetáris Tanács (már csupán 75 milliárd forint az elérhető keret), illetve több devizatendert terveznek meghirdetni inntentől kezdve.
- Az MNB kommunikációjából és lépéseiből úgy tűnik, hogy a jegybank aktívabban törekszik majd a forint koordinálására. A kamatcsatorna mozgatásával, a 3 hónapos betéti instrumentum korlátozásával bővítik a forint likviditást, a folyamatosan megújított deviza swapokkal gyakorlatilag folyamatosan interveniálva a forint-piacon, védve a hazai fizetőeszközt a túlzott erősödéstől.
- Érdemes azonban megjegyezni, hogy 2013 óta az MNB majdnem megháromszorozta az M1 monetáris aggregátum nagyságát (amire a fejlett piacok jegybankjainál sem találunk sok példát), mindezt több, mint 450 pontos alapkamat-csökkentés mellett. Jelenleg a pénzkínálat nem találkozik megfelelő kereslettel, így jelentősen torzítja a hazai eszközárakozást (elég, ha csak a csökkenni nem akaró államadósságra és az egyre negatívabb reálkamatra gondolunk).
- A negyedév során a külföldiek kezében lévő állampapír állomány újra emelkedni kezdett, megközelítette a 3600 milliárd forintot. Az MNB intézkedéseknek és az egyre alacsonyabb aukciós mennyiségeknek köszönhetően a 3 hónapos DKJ hozamok negatív tartományba kerültek, az állampapírok pedig csak 2 éves lejárattal felett kereskednek pozitív hozamon.

Hazai állampapír-piaci folyamatok II.

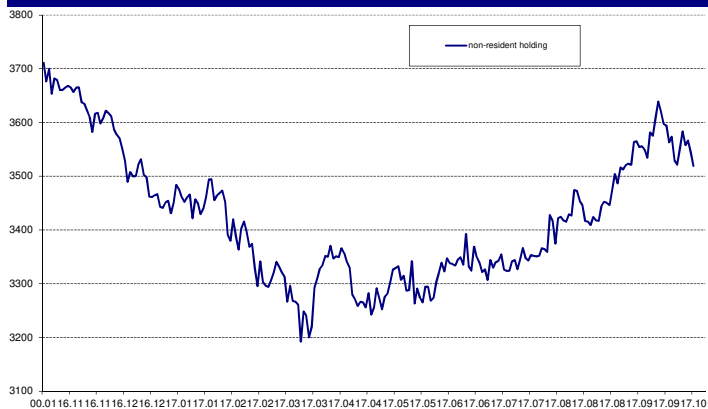
MNB alapkamat, 3M Bubor, 3M DKJ



HGB görbe változása



Külföldi befektetők állampapír-állománya

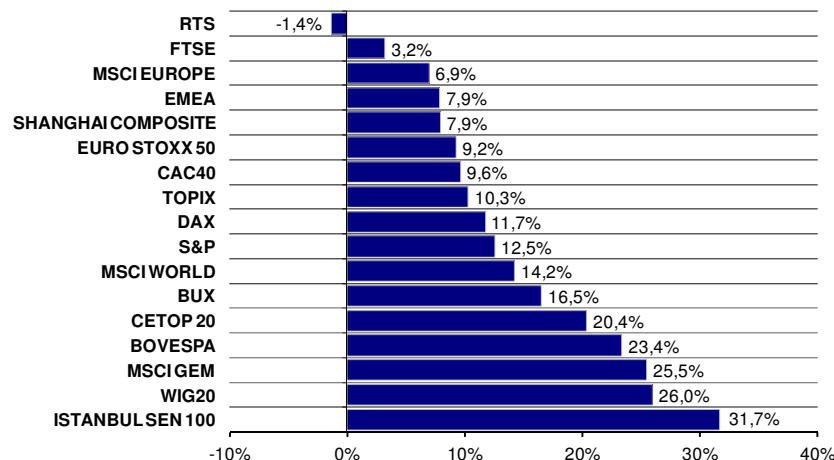


HUF 3x6 FRA



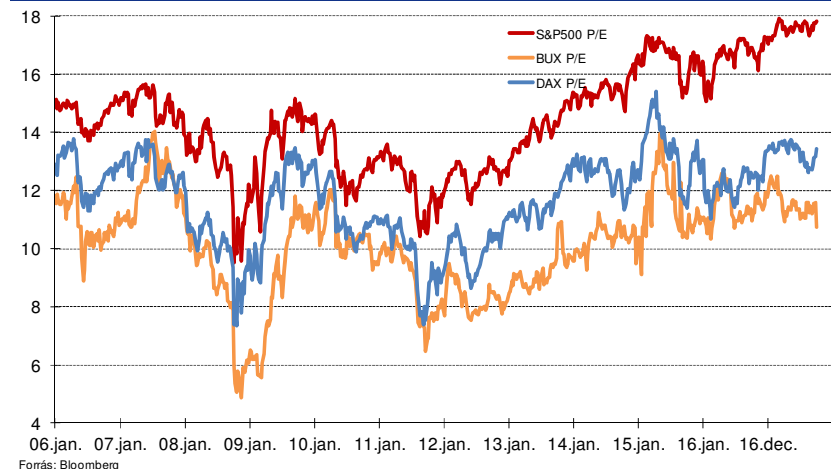
A ciklus érett fázisában a részvénytőkepiacok I.

A releváns részvényindexek teljesítménye 2017 YTD(saját devizában)



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

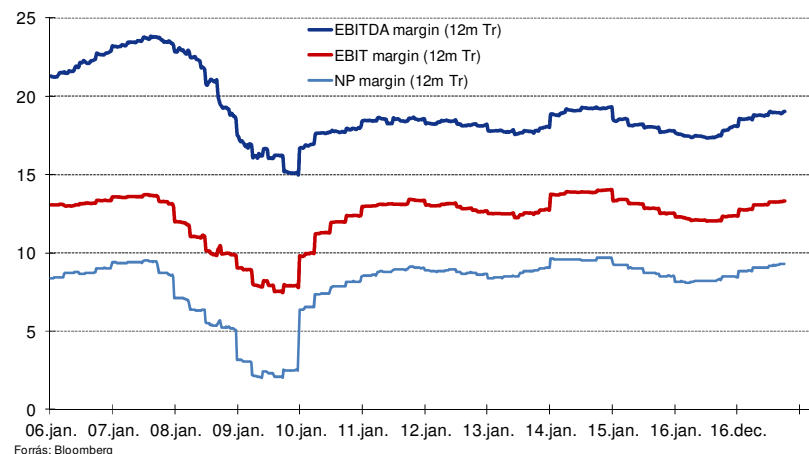
Indexek P/E rátájának alakulása



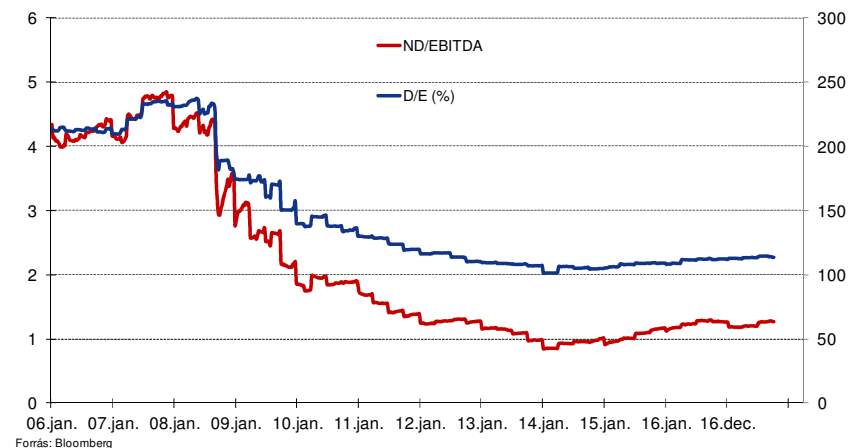
- Az első félév politikai káosza után a helyzet tovább fokozódott (brexit, Észak-Korea, Kurdisztán stb), de a részvénytőkepiacokat már semmi sem hatja meg. Úgy tűnik csúcsra jár a QE drog, nem tud rossz hír érkezni a piacokra. A politikai kockázatoktól eltekintve a gazdaság mellékesen jól teljesít, a növekedési kilátások javulnak (IMF épp a minap emelte globális növekedési prognózisát) és némi infláció is társul már a növekedéshez. Ez pedig tankönyv szerint remek terep a részvénytőkepiacoknak, melyek a ciklus érett fázisába értek. A harmadik negyedév során a részvényindexek többsége további 4-6%-kal képes volt növelni első féléves kiváló teljesítményét. Lefelé kissé kilógott a FTSE, mely 1% alatti növekedésre volt csak képes, míg a brazil és az orosz index az emelkedő nyersanyagáraknak köszönhetően 18%-os és 13%-os szárnyalást produkált. Az értékeltségi szintek átlag felett, az eredménytermelő képesség jó, de egyelőre enyhén tovább javul, így amíg a ciklus tart magas egyszámjegű növekedés várható.
- Kissé aggasztó ugyan az S&P500 18x-as P/E rátája, de amíg a likviditás kitart, addig komoly korrekció nem várható. Ebből a szempontból kulcskérdés, hogy a FED vajon meddig ragaszkodik az előre meghirdetett QE kivezetés menetrendjéhez. Amennyiben tartja, akkor jövő ilyenkor már havi 50mrd dollárral szűkül a globális likviditás, ami éreztetni fogja hatását a kötvényhozamokra és a részvényárfolyamokra is.

A ciklus érett fázisában a részvénytőkepiacok II.

S&P500 index marginok



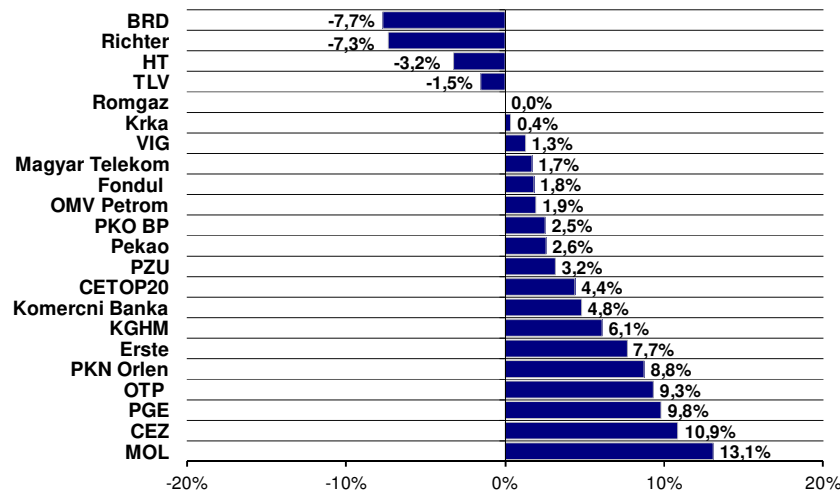
S&P500 index leverage



- A vállalatok tehát jó bőrből vannak. Az S&P vállalatainak EBITDA margin-ja újra közelíti a 20%-ot és a nettó profitmárga is ismét 10% közelébe ért. Az árbevétel, ha lassan is, de azért bővül, miközben az eladásokat sikerült már-már zavaróan alacsony szintre hozni. A nettó hitel/EBITDA aránya 1 közelében van, míg a válság előtt 4-5 közötti szinten mozgott. A mérlegek tehát már régen (mintegy 3 éve) kitisztultak, így a fogyasztás beindulásával megnyílhat az út a beruházások felé. Ehhez persze tartós felfutásra és a fogyasztás dinamikus bővülésére van szükség, mert élénken él még a vállalatok vezetőinek fejében a válság hatása.
- Amennyiben a FED sikeres és kellően óvatos a szigorító intézkedéseivel, úgy a társaságok és így a részvénytőkepiacok is, akár kisebb döccenőkkel átvészelhetik a monetáris politika normalizálódását. Ehhez társulhat még a Trump elnök nevéhez kapcsolt, már többször belengetett, de még mindig csak papíron létező társasági adócsökkentési program, mely képes lehet fenntartani a cégek nettó profit szintjét egy emelkedő hozamkörnyezetben is (vagyis az adócsökkentés túlkompenzálja külső források növekvő költségeit).
- Mindazonáltal fontos leszögezni, hogy olcsó részvény már nem létezik, legalábbis nem az általunk megcélzott kockázati kategóriában. A ciklus érett fázisának végén kellene csökkenteni a részvény pozíciókat, de hogy ez mikor érkezik el, két negyedév, vagy két év múlva, azt egyelőre nem lehet megmondani. Év végéig mi még nem számítunk markáns változásra.

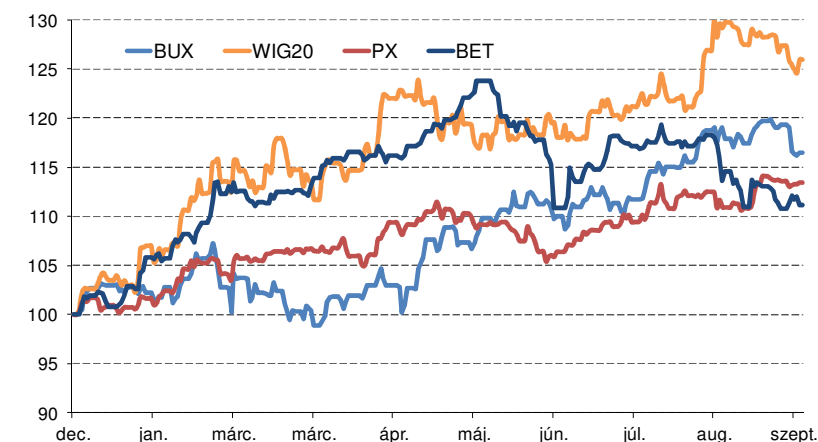
A CEE régió tovább száguld

CETOP tagok teljesítménye 2017 Q3



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

Régiós indexek alakulása (saját devizában)

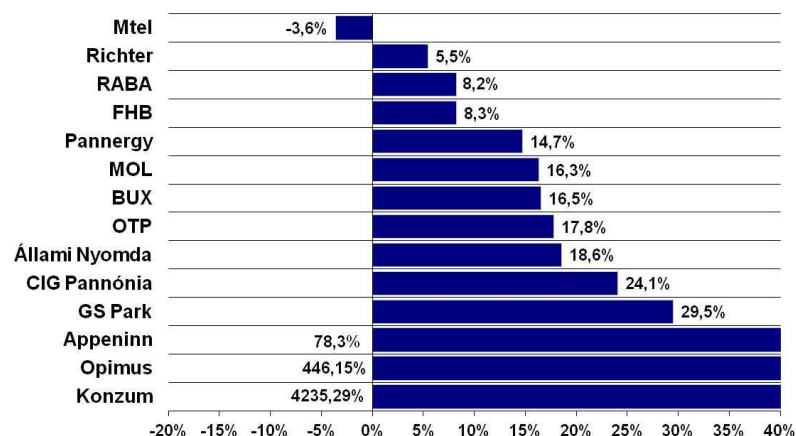


Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

- A régiókban is tovább értékelődtek fel az árfolyamok, bár az emelkedés korántsem volt egységes. A román nyugdíjpénztári rendszer körüli bizonytalanság alpból megviselte a helyi részvénytőzsdát, amit csak tovább tetézt a kormány bankadó bevezetéséről szőtt terve. Így nem meglepetés, hogy a román bankok (BRD, TLV) alulteljesítették az indexet. Semmi konkrétum nincs egyelőre, de a román költségvetés folyamatos expanzióját valamiből finanszírozni kell, s mind a nyugdíjjárulékok, mind a bankadó jól bevált módszerek a hézagok eltömítésére.
- A jól teljesítő részvények között jellemzően energiakapcsolt vállalkozásokat találunk. Az olaj, a gáz és az áram ára is emelkedőben van, így a MOL, CEZ, PGE, PKN kiváló negyedéves teljesítménye egyáltalán nem meglepő. Az két régiós olajcéget ráadásul kifejezetten kedvezően érintette az amerikai hurrikánszezon beköszöntével menetrendszerűen érkező finomítói kapacitáscsökkenés. Így nemcsak a kitermelés üzletágon, hanem a finomításon is várt feletti marzsok alakultak ki.
- A CETOP index 4,4%-os hozama egyébként jól illeszkedett a korábban említett 4-6%-os középmezőnybe. Egyelőre itt sem látjuk a korrekció jeleit. A régió gazdaságai egyre jobban kötődnek a nyugathoz, a vállalati eredmények stabilak és nőnek, úgyhogy korrekcióra csak a globális megtorpanás esetén számítunk.

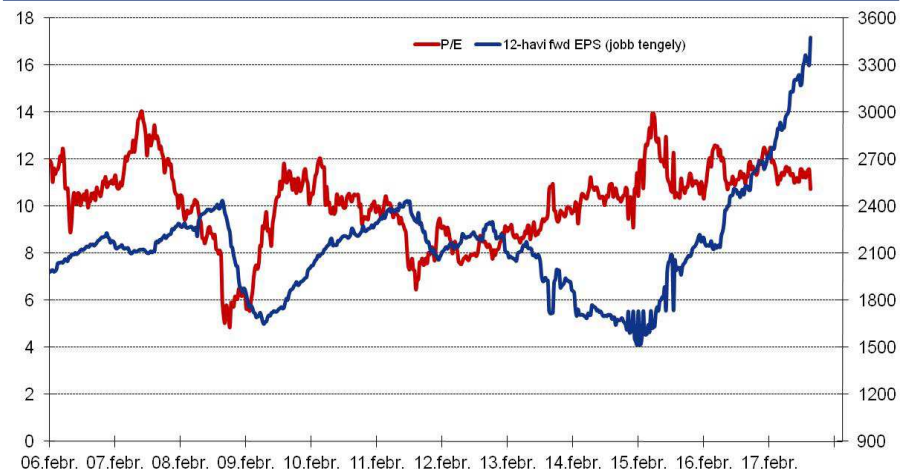
BUX: kitartott a lendület

Főbb magyar részvények teljesítménye 2017 YTD



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

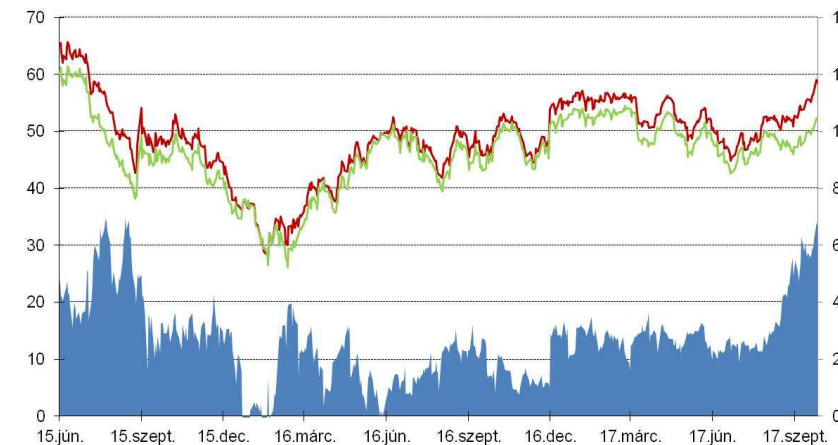
BUX index EPS várakozás és P/E



- A hazai index Q3-ban is tovább emelkedett, ezzel idei teljesítménye 16,52%. A kedvező teljesítményt támogatja, hogy továbbra sem beszélhetünk extrém magas árazásról. Ráadásul az eredményvárakozások a kedvező gazdasági környezetben tovább emelkednek, ami további potenciált jelent. Kockázatot jelenleg főként a fejlett országok szigorodó monetáris politikái jelenthetnek.
- Az OTP továbbra is úszik a tőkében a rekord negyedévet követően. Befektetési célpont is akad szerencsére, a román Banca Romaneasca megvétele után a szerb Vojvodjanska Banka következhet. Árnyalja a képet az MNB újabb lazítása, az orosz bankválság és a Groupama eladási tilalmának lejáratja. A kedvező gyorsjelentést követően a MOL is új beruházással állt elő. Az évente 200 ezer tonna propilén-oxidot előállító üzem építésével az első integrált poliolgyártóvá válna a cég a régióban. A Richter eredményének visszaesése a gyenge rubelnek köszönhető, amin segíthet az emelkedő olajár és az élénkülő kötvénykereslet. Közben a cariprazine Európában is zöld jelzést kapott, viszont az FDA elutasította a szer alkalmazását a skizofrénia negatív tünet együtteseinek kezelésére. Továbbra is alulteljesít az MTEL, bár a tovább csökkenő állampapírhozamok mellett egyre vonzóbbá válhat még a stagnáló osztalék is. A kispapírok (Konzum, Opus, Appeninn, CIG, GS Park) felülteljesítése továbbra is domináns.

Újra 50 dollár fölé merészkedett az olajár

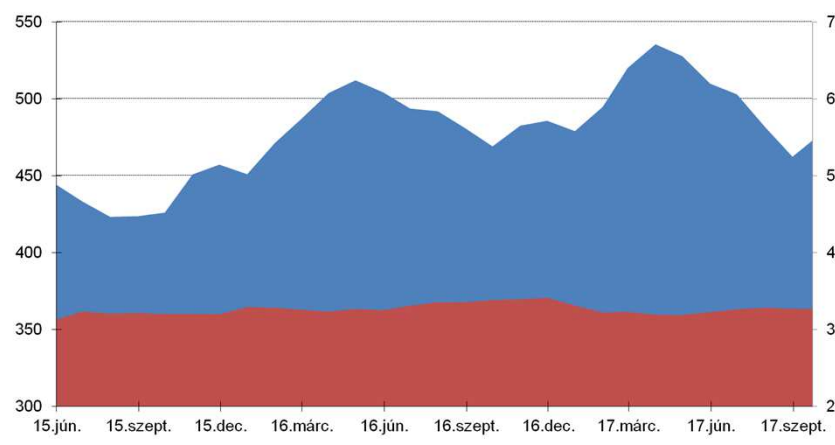
A főbb kőolajfajták (USD/hordó) árfolyamának alakulása



Forrás: Bloomberg

■ Brent-WTI Spread (jobb t.) ■ BRENT típusú ■ WTI típusú

Az USA olajkészlete és a napi OPEC kitermelés (millió hordóban)



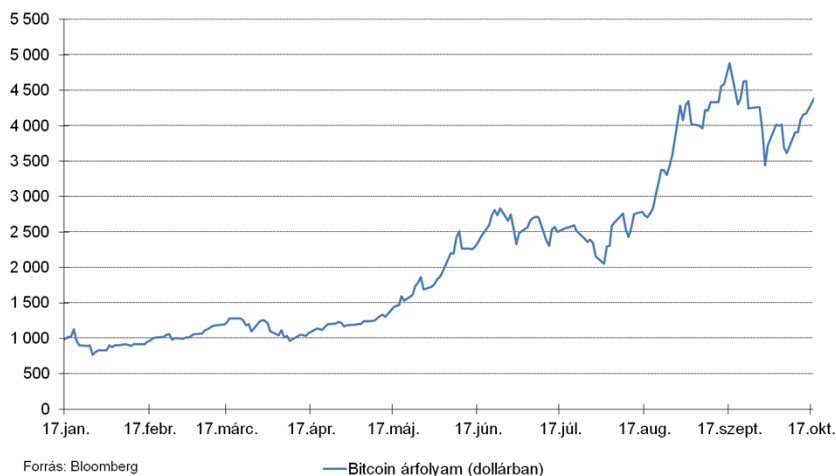
Forrás: Bloomberg, U.S. Department of Energy

■ USA olajkészlet ■ napi OPEC kitermelés (jobb t.)

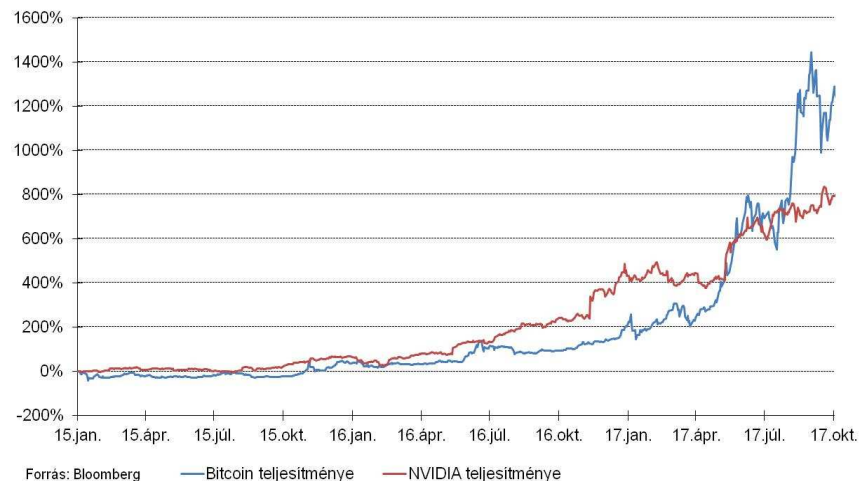
- Kedvezően alakultak a folyamatok az olajpiacon az elmúlt időszakban. A Brent 20,08%, a WTI pedig 12,26%-kal tudott emelkedni az elmúlt negyedévben. A kettő árfolyama közti különbség 2015 óta nem látott mértékűre nőtt, nagyrészt az amerikai hurrikánszezon (Harvey, Irma) során kieső finomítói kapacitások miatti keresletcsökkenés következtében.
- Már a júliusi szentpétervári OPEC találkozó megágyazott a kedvező hangulatnak, miután Nigéria csatlakozott a termelés csökkentéséről szóló OPEC megállapodáshoz és Szaúd-Arábia további 1 m hordós exportcsökkentést jelentett be augusztusra. Emellett a szervezet a kitermelés-csökkentési vállalások szigorúbb ellenőrzését ígérte. Ezt követően az amerikai kitermelés lassulásáról és az amerikai nyersolajtartalékok jelentősebb visszaeséséről érkező hírek fűtötték a hangulatot. Később ezt még az USA Venezuelának beígért szankciói tudták fokozni. Az állami olajvállalat (PDVSA) októberben esedékes 3,5 Mrd dolláros adósságtörlesztése igencsak kérdéses, csődbe menetele pedig jelentősen hathat az olajpiacra. Ráadásul a kurd függetlenségi népszavazásra válaszul Törökország a kurd olajexport ellehetetlenítésével fenyegetőzik, ami napi 500-600 ezer hordós kiesést jelentene.
- Fő vonalaiban továbbra is az amerikai palaolaj kitermelők és az OPEC harca határozza meg a piacot. Az OPEC továbbra is 60 dolláros árfolyamot szeretne látni, míg a palaolaj projektek ezen a szinten már rentábilisan indíthatóak. Az OPEC és az IEA szerint jövőre is napi másfél millió hordóval nőhet a kereslet, ami tovább stabilizálhatja a piacot.

Korrekción a Bitcoin piacán

A Bitcoin árfolyamának ideai alakulása



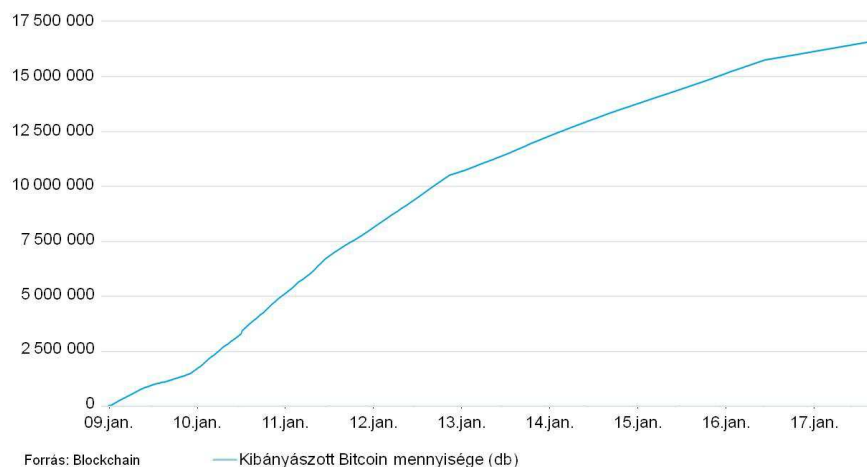
A Bitcoin és az NVIDIA árfolyamának teljesítménye 2015.01.01-től



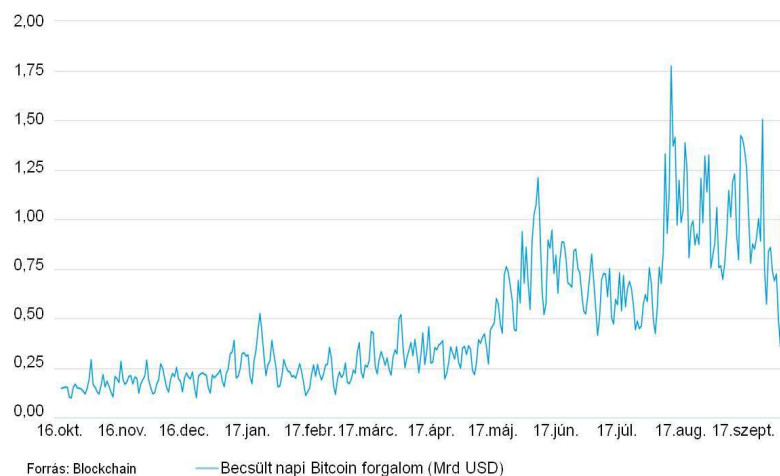
- Hihetetlen sikertörténetet tud maga mögött 2009-es megjelenése óta a kriptopénzek úttörője a Bitcoin. A rendszer kitalálójának kiléte a mai napig ismeretlen, a „legendák” szerint egy Satoshi Nakamoto nevű programozó. Az eredeti koncepció alapján egy anonim fizetőeszköz létrehozása volt a cél, ami független minden államtól és pénzintézettől, elkerülve a túlszabályozást és a magas tranzakciós költségeket. Azonban eddig inkább a spekulánsoknak köszönheti hírnevét, mintsem a fizetési tranzakciók lebonyolításának.
- A rendszer működéséhez szükséges IT infrastruktúrát a digitális pénzt kibocsátó és a kereskedését hitelesítő számítógépes hálózat biztosítja. Bitcoinhoz jutni két módon lehetséges. Egyrészt „bányászattal”, másrészt erre szakosodott kereskedőkön, tőzsdéken keresztül. A bányászat során a felhasználó a rendszer működéséhez szükséges számítási feladatok elvégzésére használja hardveres erőforrásait, amiért cserébe Bitcoint írnak jóvá a számláján. Ez eleinte otthoni számítógépekkel is végezhető volt, azonban a hálózat komplexitásával a megoldandó számítási feladatok is egyre nehezedtek, mára már csak brutális áramfogyasztással és hőtermeléssel rendelkező speciális számítógépekkel lehet labdába rúgni. Időközben erre is szinte külön iparág épült, mostanra a felső kategóriás videokártyák hiánycikké váltak. Ez hajtotta az NVIDIA árfolyamát is, jelenleg a cég részvénye 40 körüli P/E-vel forog.

Korrekción a Bitcoin piacán

A kibányászott Bitcoin mennyisége



Becsült napi Bitcoin forgalom (Mrd dollár)



- A rendszer további sajátossága, hogy fokozatosan csökken az időegységenként kibányászható Bitcoinok száma így 2033-ra a kibocsátott darabszám megközelíti majd a 21 millió darabot, de sohasem éri majd el azt. Ezt követően nem várható további kibocsátás, viszont a kibányászott Bitcoinok feloszthatóak lesznek kisebb egységekre.
- A kriptodevizákat számos kritika érte debütálásuk óta, ezek közül talán a legsúlyosabb, hogy lehetővé teszik illegális termékek kereskedelmét vagy akár terroristák finanszírozását is teljesen anonim módon. Azonban látni kell, hogy ez a készpénzről is ugyanúgy elmondható. Így annak ellenére, hogy a kriptopénzek piaci kapitalizációja mostanra elérte a 160 Mrd dollárt és egyre több helyen vizsgálják hatásukat (pl. USA szenátusa, EKB), Kínán kívül nem történt eddig komolyabb beavatkozás. Itt az utóbbi időben beindult a kriptodevizákkal történő projektfinanszírozás (ICO) és mivel az emberek gondolkodás nélkül öntötték ide a pénzt (csak idén 1,6 Mrd dollárt), egyre megszaporodott a szélhámosságok száma. A katasztrófa elkerülése érdekében betiltották ezeket és átmenetileg az egyik legnagyobb Bitcoin tőzsde kereskedését is felfüggesztették. Ez 30%-os esést indukált az árfolyamban, igaz erre rátett egy lapáttal az is, hogy a JP Morgan CEO-ja időközben lufit emlegetett és megtiltotta kereskedőinek a kriptodevizákkal való kereskedést. Az esés azonban átmenetileg bizonyult és a kurzus újra északnak vette az irányt.

Pozíciók a negyedév során

Kötvény:

- 27. hét: short pozíció a core market jegybanki szigorú hangvétel miatt
- 33. hét: short pozíció zárása, kisebb long kiépítése a geopolitikai kockázatok mérséklődése miatt meginduló korrekció okán
- 37. hét: pozíciók neutrálshoz közelítése a MAX dur növekedés után
- 38. hét: kisebb long pozíció kiépítése az MNB kamat meghatározó ülés előtt, majd annak zárása és duration neutral pozíció kialakítása

Részvény:

- A harmadik negyedévben a volatilitás rendkívüli mértékben lecsökkent. Az értékeltségek nagyon magasra emelkedtek, így a portfólió jelentős részét benchmark súlyon tartottuk (európai és feltörekvő részvények). Az amerikai piacon csökkentettük az alulsúly mértékét, de a pozíció iránya megmaradt. A régiót is benchmark szinten tartottuk kisebb egyedi értékpapír kiválasztásokkal értünk el többlet eredményt.

Hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok minősítése

Alacsony minősítésű hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok portfóliónként 2017.09.30-án

Alacsony minősítésű hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok 2017.09.30-án			
Portfólió	Értékpapír megnevezése	Névérték	Minősítés oka
			Nincs ilyen papír jelenleg.