

Vagyonkezelői
beszámoló az
Allianz
Nyugdíjpénztár
részére
2017 IV. negyedév

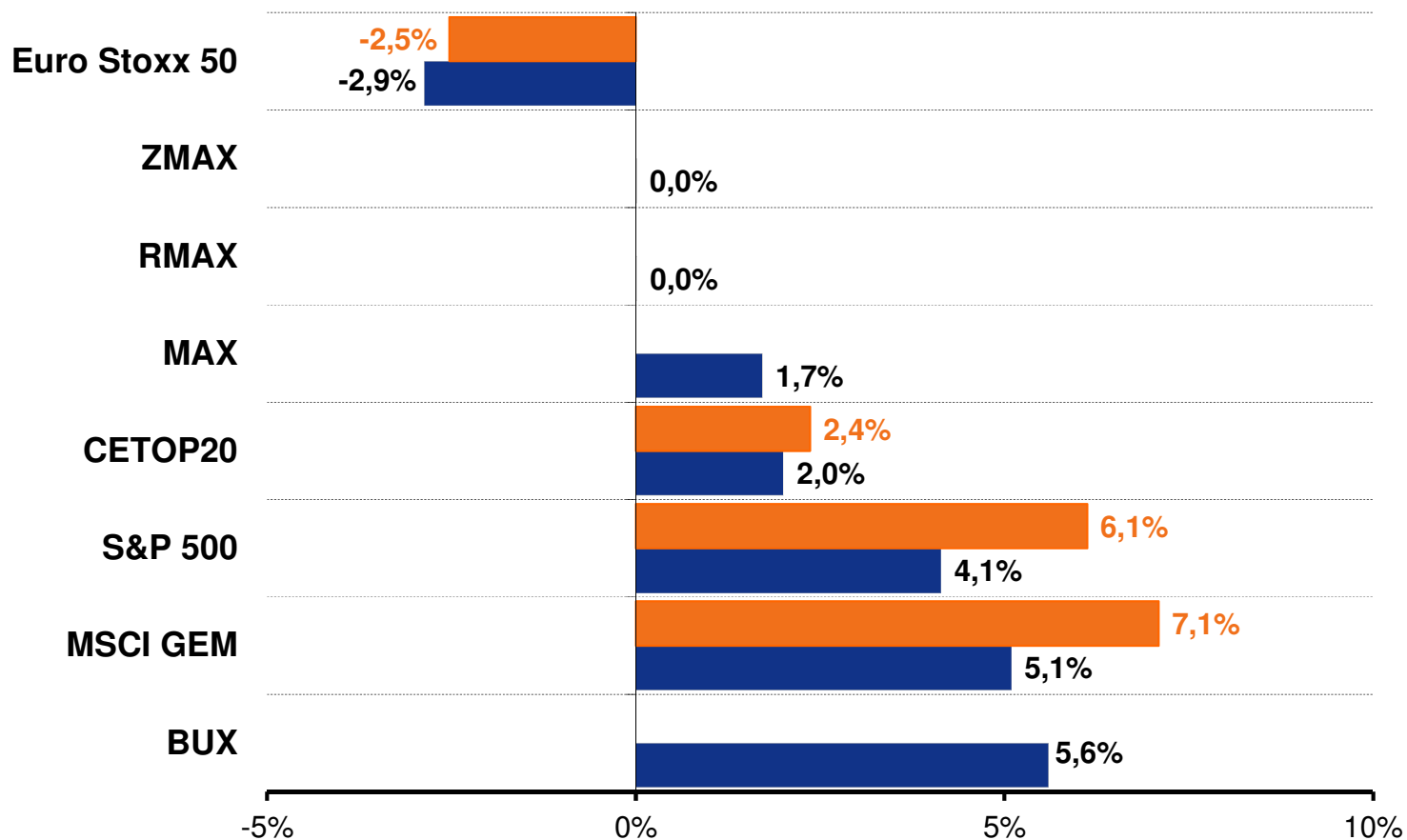
Allianz Alapkezelő Zrt.
Budapest, 2018.01.12.

Tartalom

- 1** Benchmark hozamok és teljesítmények
- 2** Makrogazdasági összefoglaló
- 3** Részvénypiacok
- 4** Hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok minősítése

1. Benchmark hozamok és teljesítmények

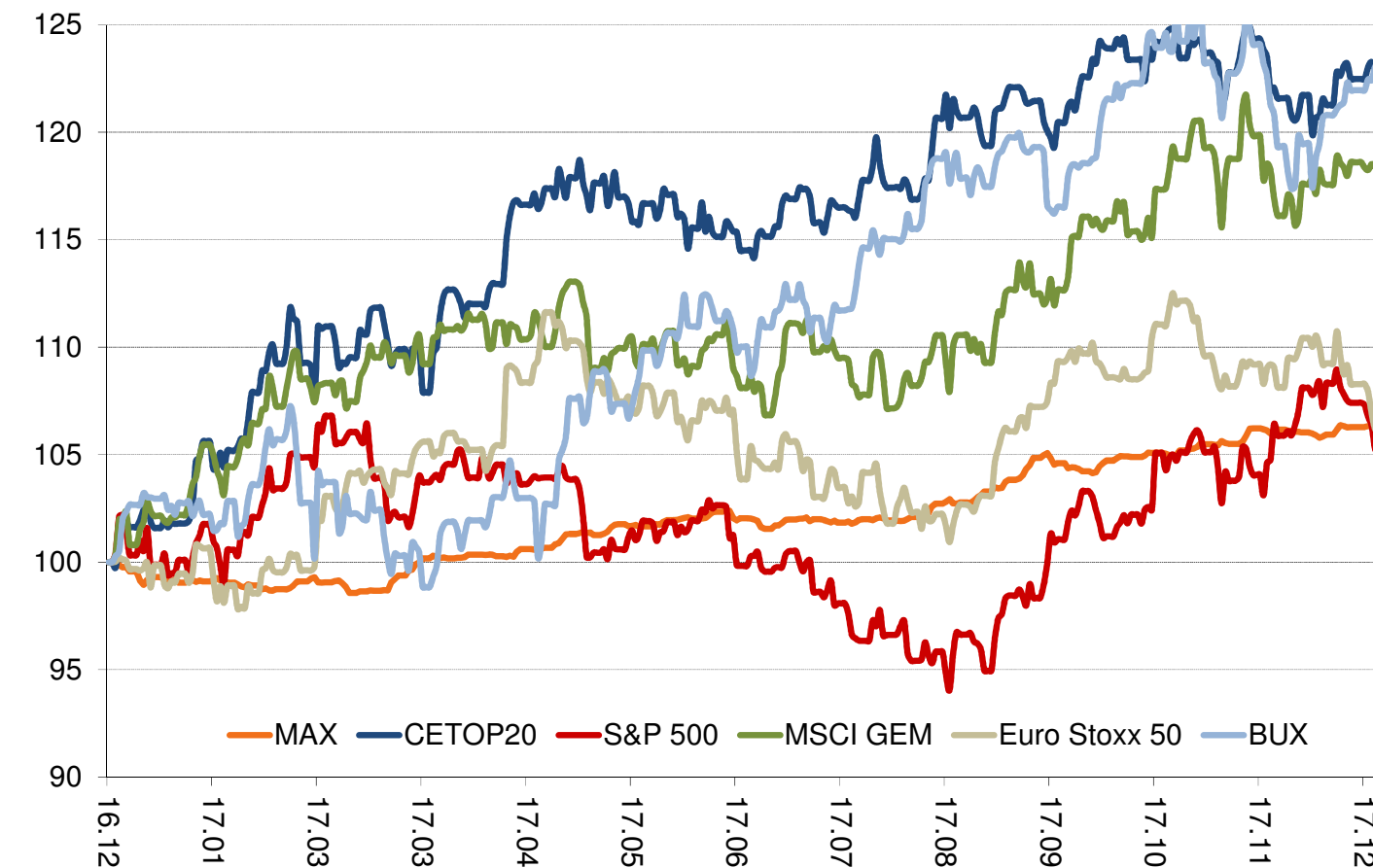
Főbb indexek teljesítménye 2017 Q4 (HUF-ban és saját devizában)



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

1. Benchmark hozamok és teljesítmények

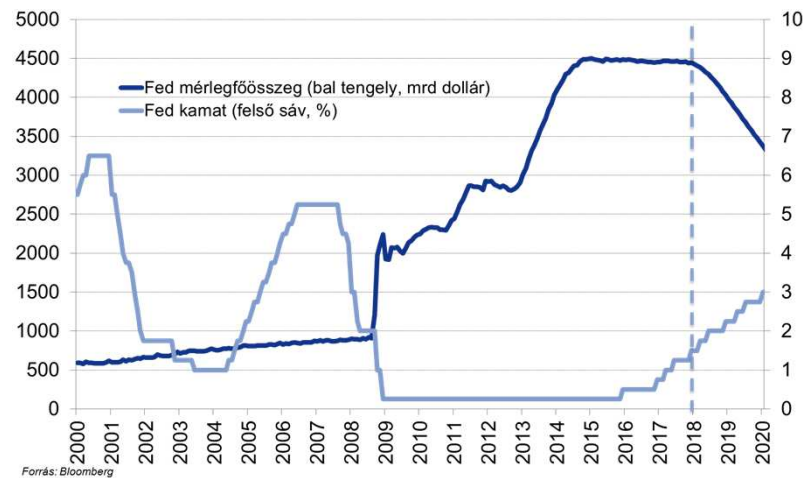
Főbb indexek alakulása 2017-ben (HUF-ban)



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

2. Makrogazdasági összefoglaló

USA monetáris kondíciók (2018-tól:várakozás)

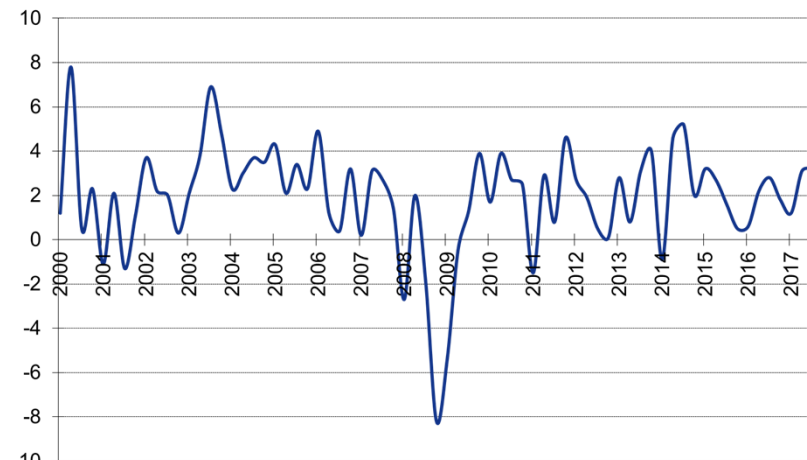


A 2017-ben a márciusi és júniusi kamatemelés után decemberben is 25 bázisponttal, immár az 1,25-1,50% sávba emelte a kamatot a Fed. A közlemény, illetve az azóta közzétett rövidített jegyzőkönyv alapján látható, hogy a döntéshozók a munkaerő-piaci, növekedési adatokkal elégedettek (decemberben emelték is a gazdasági növekedésre vonatkozó előrejelzéseket), egyedül az inflációs folyamatok okoztak megosztottságot. Az FOMC tagjainak egy része arra számít, hogy a GDP-növekedés és a szűkülő munkaerő-piac lassan meghozhatja hatását, míg mások ezzel ellentétes tényezőket emeltek ki, mégpedig az inflációs várakozások alacsonyan ragadását és a globális piaci verseny éleződését. A decemberi jegyzőkönyv alapján 2018-ra is három emelés várható.

- A Fed még 2017.06.14-i ülésén döntött az eszközvásárlási program során felhalmozódott kötvényállomány fokozatos csökkentéséről, amely a 09.20-i ülésén „élesedett” is, azaz októbertől megkezdődött az állomány nem teljes mértékű megújítása. Ennek hatása egyelőre alig kimutatható. 2018 első negyedévében azonban már 20 milliárd dollárra növekszik az a havi összeg, amit a Fed nem újít meg. Az összeg negyedévente emelkedik, így 2018 szeptembertől már havi 50 milliárd dollárral csökken majd az állomány (30 milliárd államkötvény és 20 milliárd jelzálog-fedezetű értékpapír), amely a QE3 maximum összegét közelíti.
- Novemberben Donald Trump elnök Jerome Powelt-t nevezte ki a Fed élére, ami kisebb megkönnyebbülés volt a piac számára, ugyanis számítani lehetett John Taylor befutására is, akitől a róla elnevezett Taylor-szabály miatt szigorúbb monetáris politikát vártak. Powell mellett több új taggal is bővül majd a Fed FOMC 2018-ban.
- Az USA elnökének adóreform tervezetét végül még 2017-ben elfogadta a kongresszus, és a két ház verziói is összefésülésre kerültek. Így az elnök még decemberben aláírhatta a végleges változatot, azaz 2018-ban már lesz gazdasági hatása. Egyelőre könnyen elképzelhető, hogy nem lesz tartós és jelentős pozitív befolyással a már eleve erős gazdaságra, ugyanakkor a költségvetési hiányt, és az adósságállományát emeli, az inflációt gyorsíthatja. Ez a monetáris politikára kihathat. Amennyiben ezek a hatások jelentősek lesznek, akkor 2018-ra erősebb lehet a szigorítás.

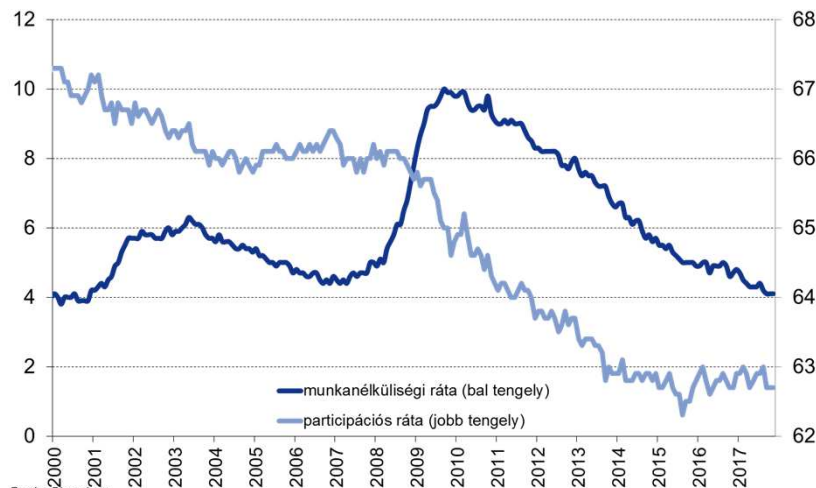
2. Makrogazdasági összefoglaló

USA reál GDP növekedése



Forrás: Bloomberg

USA munkaerőpiac



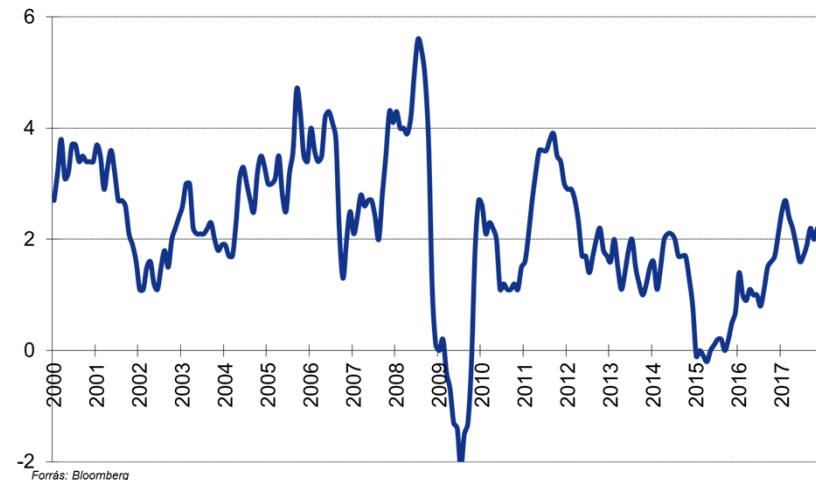
Forrás: Bloomberg

Vagyonkezelői beszámoló/ Allianz Alapkezelő Zrt.

USA makrogazdaság

- A gazdasági növekedés az Eurózónás értékénél magasabb, de historikusan nem számít kiemelkedőnek.
- A 2017. decemberi munkanélküliségi ráta 4,1%, ami a 2008-as válság előtti szinteknél is erősebb, e mellett az aktivitási (participációs) ráta demográfiai folyamatok miatt bekövetkező trendszerű csökkenése is legalább időlegesen megállni látszik.
- Az infláció 2015-től felfelé indult, azonban „elszállásról” nem beszélhetünk. Ennek oka lehet az elmúlt évek után az inflációs várakozások alacsonyan ragadása, és az hogy a szűk munkaerőpiac ellenére a bérnövekedés nem kimondottan erős (a munkaerő hozzáadott érték- és munkaidő-összetételének hatását szokták kiemelni).

USA CPI



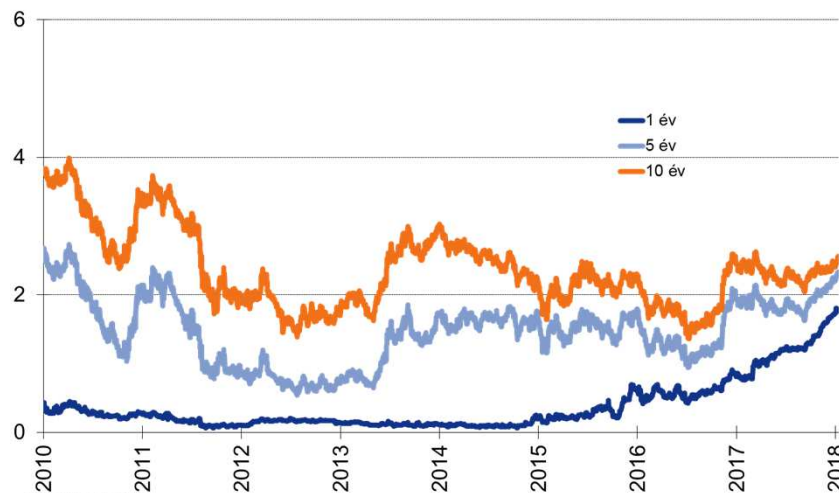
Forrás: Bloomberg

2. Makrogazdasági összefoglaló

USA kötvénypiac

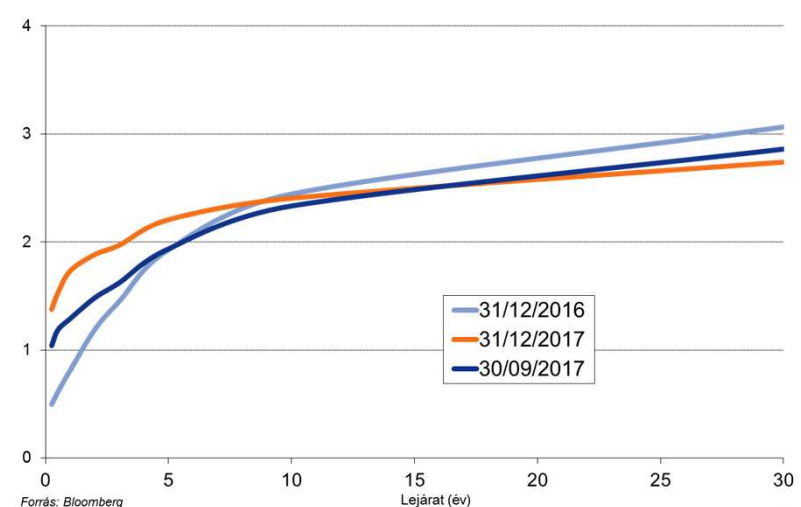
- Amíg a rövid hozamok 2015-től gyakorlatilag folyamatosan emelkedtek (ahogy az egyre jobb munkaerőpiaci adatok és a felfelé mozduló inflációs számok megjelentek, illetve a Fed is előbb kamatot emelt, majd a mérlegfőösszeg csökkentésébe kezdett) a hosszú hozamoknál inkább csak stagnálásról beszélhetünk egyelőre. A hozamgörbe laposodása általában együtt jár a kamatemelési ciklusokkal, ennek a mértéke ugyanakkor kisebb nyugtalanságot vált ki a piaci szereplőkben, hiszen az ellaposodó, majd inverzbe forduló hozamgörbe sokszor recessziót jelez előre, vagy a monetáris politika hitelességét kérdőjelezi meg. A Fed döntéshozók megemlézték a hozamgörbe alakjának kérdését, de egyelőre különösebb aggodalom nem látszik. A magyarázatok közül az egyik, legalább is ami az év végi mozgásokat illeti, hogy a Treasury Borrowing Advisory Committee a jelenlegi piaci környezetben a rövidebb lejáratokra történő államkötvény kibocsátás előnyeiről írt november elején.
- A legvalószínűbb az, hogy a felfelé kúszó CPI számok az inflációs várakozásokat lassan tovább növelik (ez már látszik az USA inflációs és fix kamatozású kötvényeinek relatív viszonyán), ami a hosszabb lejáratokra is kihat majd.

Állampapír hozammozgások



Forrás: Bloomberg
Vagyonkezelői beszámoló/ Allianz Alapkezelő Zrt.

Hozamgörbe

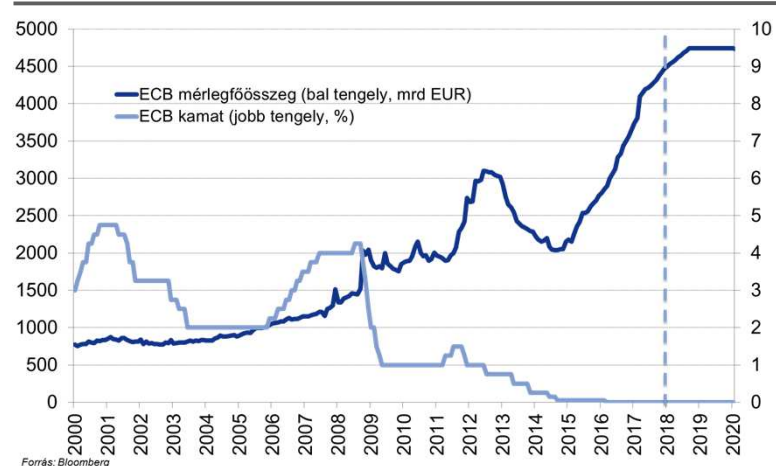


Forrás: Bloomberg

Lejárat (év)

2. Makrogazdasági összefoglaló

Eurózána monetáris kondíciók (2018-tól:várakozás)



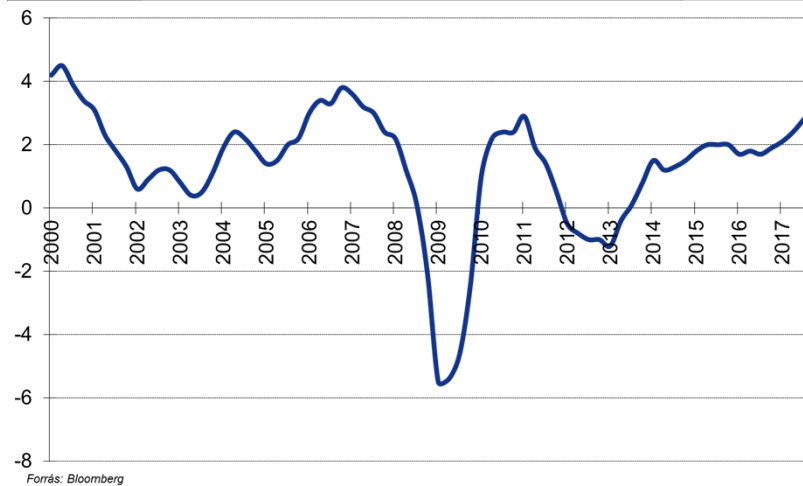
Az Európai Központi Bank Kormányzótanácsa 2017. október 26-án döntött az eszközvásárlási program 2018 szeptember végi kiterjesztéséről, és egyúttal 2018 elejétől a vásárlások ütemének 60 milliárdról 30 milliárd euróra történő csökkentéséről. 2017 áprilisában ez az összeg 80 milliárdról 60 milliárdra változott, de a piacon a hatása nem volt észrevehető. Bár az európai munkaerő-piaci adatok közel sem olyan erősek, mint az USA számai, a figyelem középpontjában itt is az inflációs adatok állnak, amelyek egyelőre nem növekednek meggyőző módon. Ennek ellenére több döntéshozó (pl. Jens Weidmann, a Bundesbank elnöke) is fessegette a program szeptember végi lezárását, de várhatóan az ECB még egy jó pár hónapig nem kötelezi el magát hivatalosan egyik irányban sem.

EU politika

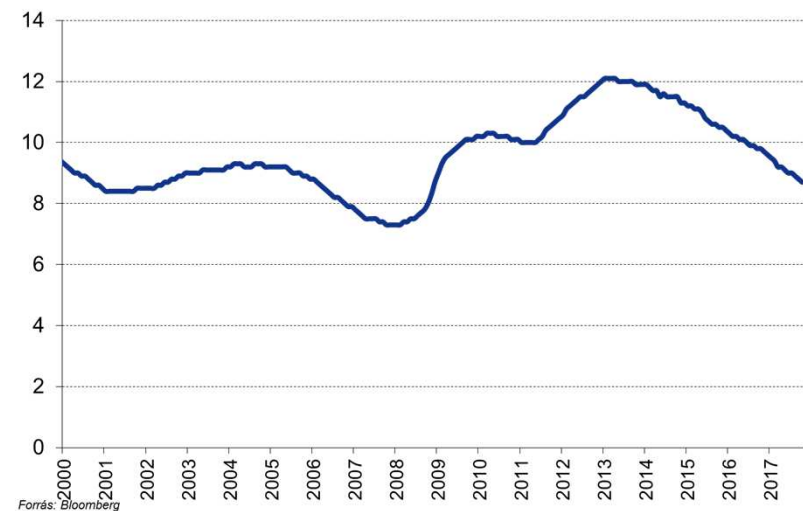
- A Brexit tárgyalások folyamatosan zajlanak, a felek között jelentős ellentétek feszülnek. Nagy-Britannia elismerte az EU felé a pénzügyi kötelezettségét, de a végső számok csak 2018 év vége felé várhatók. Az EU jogrendnek Nagy-Britannia nem akarja alávetni magát, de ez láthatólag nagyon lekorlátozza a lehetőségeket a kereskedelmi együttműködésre. A pénzügyi szektorral kapcsolatban sem látható megállapodás: egyelőre nem látszik, hogy a bankok határon átnyúló szolgáltatást végezhetnek-e majd (valószínűleg nem), így folyamatos a székhelykeresés a kontinentális operációhoz. Az ECB elnöke ez ügyben szolidan figyelmeztette is a bankokat, hogy majd tényleges működést kell végezni az új székhelyeken, egy „lebutított” operáció támadásnak teszi majd ki a szereplőket. Mivel sok még az eldöntendő kérdés, és egy esetleges meg nem állapodás révén előadódó „hard Brexit” sem teljesen kizárható.
- A szeptemberi német szövetségi választások a CDU/CSU győzelmét hozták ugyan, de életképes koalíció 2018 elejéig sem alakult. A legesélyesebb most egy SPD-vel való összefogás, egy korábbinál lazább megállapodással, azonban a szociáldemokraták részéről kisebb a lelkesedés a választási vereség után. Az SPD pártkongresszus dönt az együttműködésről. Sikertelenség esetén kisebbségi kormányzás vagy újabb választások jöhetnek.

2. Makrogazdasági összefoglaló

Eurózána reál GDP növekedése



Eurózána munkanélküliség

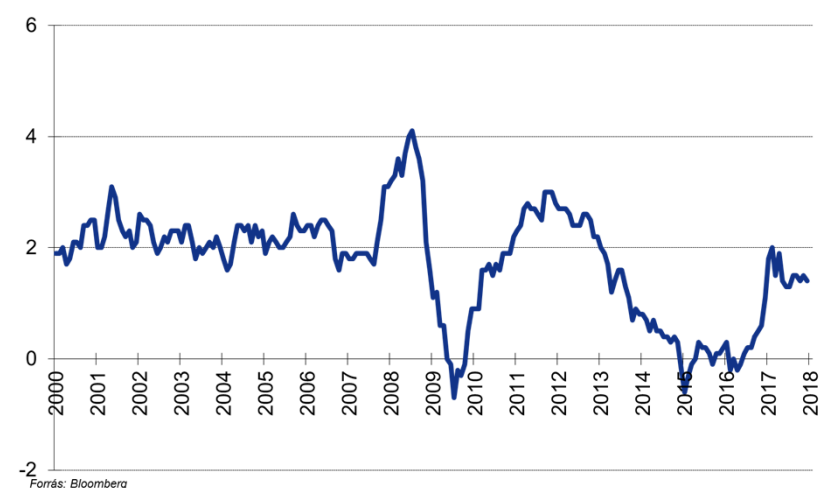


Vagyonkezelői beszámoló/ Allianz Alapkezelő Zrt.

Eurózána makrogazdaság

- Az Eurózána gazdaságai is növekedési pályán vannak, így az év során az ECB jegyzőkönyveiből is kikerült a lefelé mutató kockázatokra való utalás.
- A munkanélküliségi ráta kapcsán továbbra is nagyok az eltérések, míg például Németországban 5,5%, addig Spanyolországban 16% feletti a legutolsó érték. Ez is okozhatja az ECB-n belüli megosztottságot.
- Az infláció nem alakult meggyőzően 2017 során. Bár a deflációs veszélyek elmúltak, és az inflációs előrejelzést az ECB decemberben is emelte, 2018-ra így is csak 1,4%-ot várnak. Az, hogy a Fed és az ECB monetáris politikája „elcsúszott” egymástól, az az eltérő növekedési és inflációs folyamatoknak köszönhető elsősorban.

Eurózána CPI

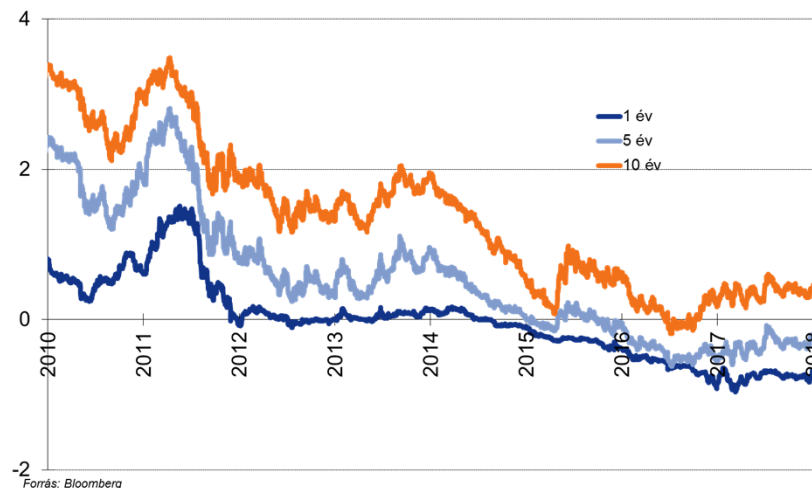


2. Makrogazdasági összefoglaló

Eurózána kötvénypiac

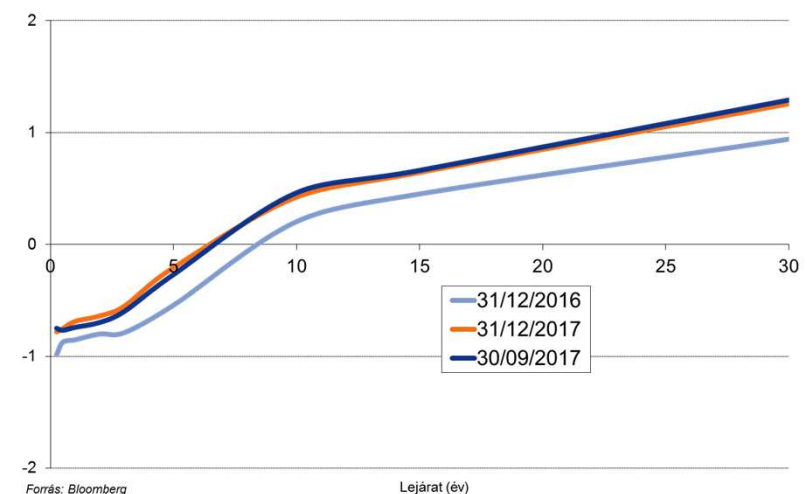
- 2017 során nem beszélhetünk kimagasló mozgásról a fejlett európai piacokon. Az ECB-nek az eszközvásárlási program havi ütemének lefelezését (2018 januártól) sikerült jól kommunikálnia: a továbbra is laza monetáris politikán és a program meghosszabbításán volt a hangsúly. Így ez nem váltott ki jelentős hozamemelkedést. Miután októberben megtörtént a bejelentés, a decemberi ülésen racionálisan nem is várható a piac ez ügyben újabb üzenetet (nem is volt érdemi), viszont a befektetőket láthatólag érdekli, hogy mi a terv 2018 negyedik negyedévére, így a „héja” döntéshozók nyilatkozataira meg is volt a hozamemelkedés 2018 legelején.
- Az ECB minden eddigi kamatdöntéshez kapcsolódó nyilatkozata tartalmazta, hogy kamatemelésre csak jóval az eszközvásárlás leállítását követően kerül sor, így lényegi rövid hozamemelkedés 2018-ban még nem valószínű. Ellenben – amennyiben az inflációs adatok emelkedést mutatnak, akkor – az eszközvásárlás 2018 szeptember végével történő kivezetéséről születhet már akár a második negyedévben is döntés, ami a hosszú hozamokat felfelé tolhatja. Ez egyébként majd a magyar hozamcsökkenésnek is véget vethet, legalábbis abszolút értelemben, tehát a környező országokhoz képest a felülteljesítés megmaradhat.

Állampapír hozammozgások (német)



Forrás: Bloomberg
Vagyonkezelői beszámoló/ Allianz Alapkezelő Zrt.

Hozamgörbe (német)



Forrás: Bloomberg

Lejárat (év)

2. Makrogazdasági összefoglaló

Egyéb piacok, kockázatok

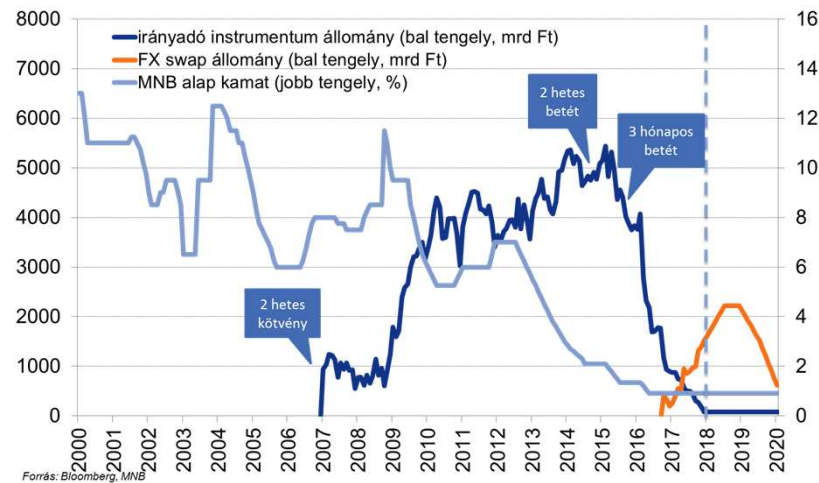
- A Bank of Japan nem nyúlt a kamatokhoz, és a 10 éves állampapír hozamcélját sem változtatta, de a kötvényvásárlások összege az év végére belassult.
- A Bank of England novemberben emelt kamatot (0,25%-ról 0,50%-ra).
- A Cseh Jegybank augusztusban és novemberben is szigorított (év eleji 0,05%-ról 0,50%-ra emelték a repo rátát).
- Románia 2018 januárban lépett (1,75%-ról 2,00%-ra emelték a kamatot).

Egyéb kockázatok

- Az USA - Észak-Korea konfliktus az év folyamán egyre kisebb negatív piaci reakciót váltott ki, a befektetők láthatólag kissé belefáradtak a politikai vezetők szópárbajaiba. Észak-Korea egyelőre nem hajlandó az atomprogramról tárgyalni. Donald Trump folyamatos fenyegetőzése és az ENSZ-ben megszavazott újabb és újabb szankciók ellenére 2017-ben egymás után jöttek a robbantási illetve rakétakísérletek. Ez a feszültség most azért mondható veszélyesnek, mert a hosszú fennállás miatt egy negatív forgatókönyvet a piaci szereplők feltehetőleg csak nagyon kis mértékben áraztak be.
- A bitcoin hatalmas értéknövekedést könyvelhetett el, a 2017-ben az év utolsó negyedében látott korrekció ellenére is. A kriptodevizák úgy általában az érdeklődés középpontjában vannak. Olyannyira, hogy jegybanki képviselőket is megszólalásra készítettek, nem támogató hangnemben. Kína szeptembertől intézkedések sorozatát hozta a kriptodevizák térnyerésének csökkentésére. Betiltották a virtuális devizák kibocsátását és a helyi tőzsdéken azok kereskedését is, valamint 2018 januárjában bányászokra vonatkozó korlátozásokat helyeztek kilátásba. Az USA-ban ellentmondásosak a folyamatok: a nagy határidős tőzsdéken bevezették év végén bitcoint, de a SEC a bitcoin alapú ETF-ek nyitását sorozatosan megakadályozza. A három legjelentősebb kriptodeviza kapitalizációja jelenleg valamivel 500 milliárd dollár alatti (<https://coinmarketcap.com/> alapján), összehasonlításként az Apple piaci kapitalizációja közel 900 milliárd. Ezek alapján makrogazdasági szinten a folyamat még nem tűnik önmagában hatalmas kockázatnak.

2. Makrogazdasági összefoglaló

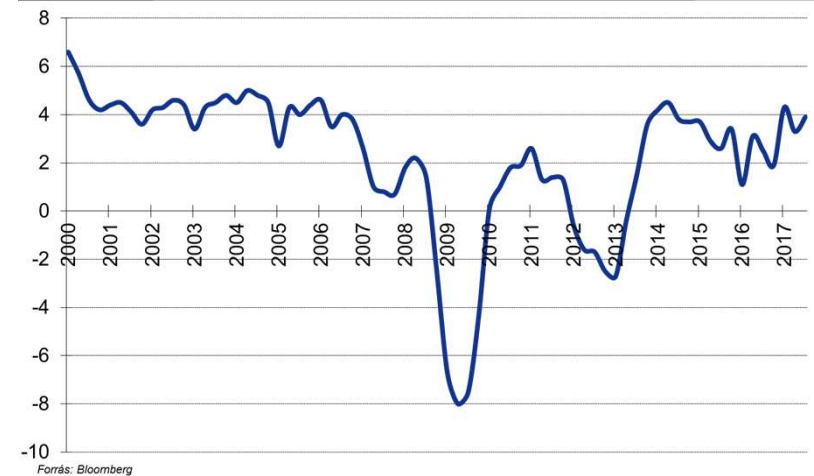
Hazai monetáris kondíciók (2018-tól:várakozás)



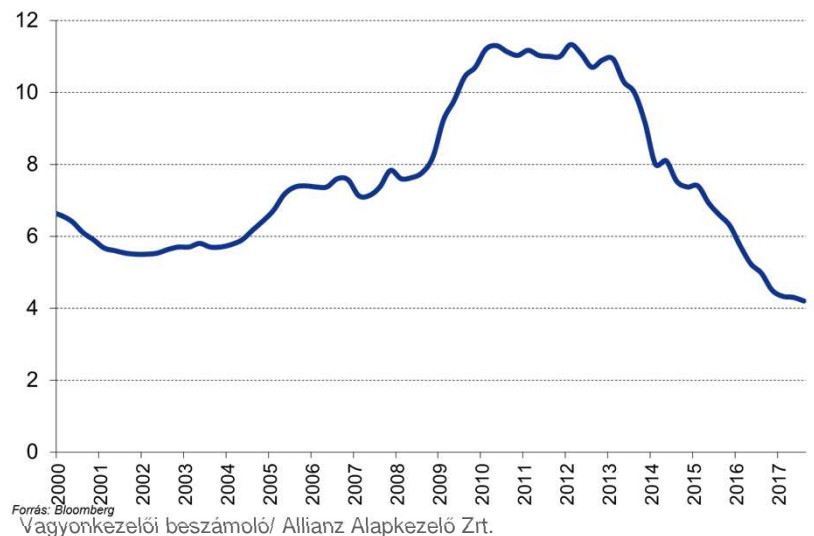
- Az MNB az alapkamaton 2017 folyamán nem változott, a kamatfolyosó alja is csak szeptemberben módosult, -0,15%-ra, azóta a kamatkondíciók változatlanok.
 - Az MNB monetáris politikája nem is a kamatszintre, hanem a nem konvencionális eszközökre épült az utóbbi években. 2016-tól az és a 2017 év első felében az irányadó 3 hónapos betéti eszköz állományának leépítése volt a legjelentősebb (2016 év végén 900 milliárd, 2017 szeptemberében még 300 milliárd forint, az évet 75 milliárdon zárta), ennek tovább csökkentését a Jegybank nem tartja indokoltnak.
 - Az irányadó betéti eszközben folyamatosan csökkenő összeggel párhuzamosan nőtt a finomhangoló, EUR összegért cserében HUF likviditást nyújtó FX swap tenderek jelentősége. Az állomány 1500 milliárd fölé emelkedett 2017 végére.
- A Monetáris Tanács novemberi ülésén két újabb nem konvencionális eszköz bevezetéséről döntött, amelynek célja a hozamgörbe meredekségének csökkentése. Ezek a programok már 2018 január közepétől elindulnak.
 - A monetáris politikai célú kamatcsere-eszköz (MIRS) kéthetente csütörtökönként, 5 és 10 év futamidőkre kerül meghirdetésre. Az első negyedévre allokált keretösszeg 300 milliárd forint, azonban az állomány a korábbi nyilatkozatok alapján 1000-1500 milliárd nagyságrendig is nőhet. Az ezt megelőző IRS programokhoz képest az újdonság, hogy az MNB nem köti a bankok számára feltételhez az igénybevételt (állampapír- vagy hitelállomány növelése), és az ügyleteket lejárat előtt nem lehet lezárni.
 - A jelzáloglevél-vásárlási program egyrészt a másodpiacon (január közepétől), másrészt az elsődleges piacon (aukciókon, február közepétől) zajlik majd. A programban hazai kibocsátó nyilvános, BÉT-re bevezetett, legalább 3 éves eredeti és 1 éves hátralévő futamidejű, fix kamatozású jelzáloglevelei vehetnek részt. Az aukciókon a mennyiség 50%-áig, míg a másodpiaci vásárlásokkal együtt összesítetten 70%-ig nőhet az MNB részesedése.

2. Makrogazdasági összefoglaló

Magyar reál GDP növekedése



Magyar munkanélküliség



Hazai makrogazdaság

- A magyar gazdaság az Eurózónát meghaladó ütemben növekszik, azonban a régiós társak GDP növekedési adataitól jellemzően elmarad kissé. Az MNB a decemberi inflációs jelentésében 2018-ra 3,9%-os, jövőre 3,2%-os növekedést vár.
- A munkanélküliség historikusan alacsony szinten van, még a közfoglalkoztatást figyelembe véve is, így a bruttó bérek növekedése is igen jelentőssé vált, 2017 nagy részében bőven 10% feletti volt.
- Az MNB 2019. közepére várja, hogy az infláció tartósan elérje a jegybanki célt. Mivel 2017 decemberben 2,1%-ra mérséklődött az áremelkedés üteme, így a laza monetáris politikát ez is támogatja.

Magyar CPI



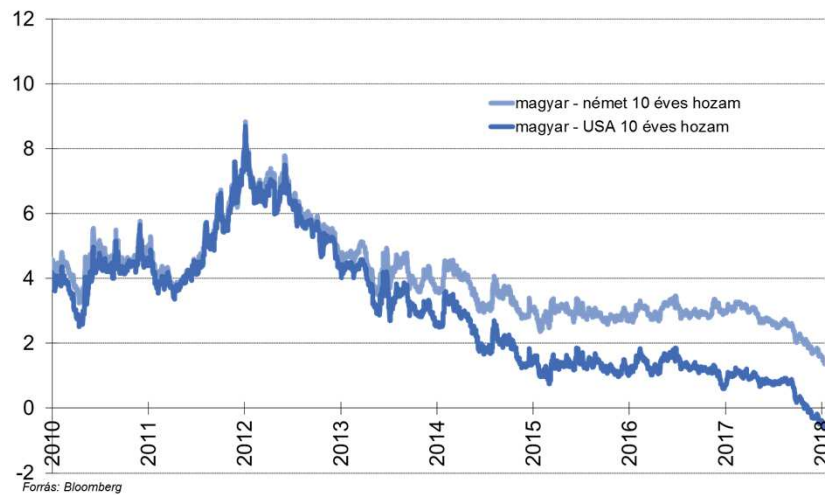
2. Makrogazdasági összefoglaló

Hazai pénz- és kötvénypiac

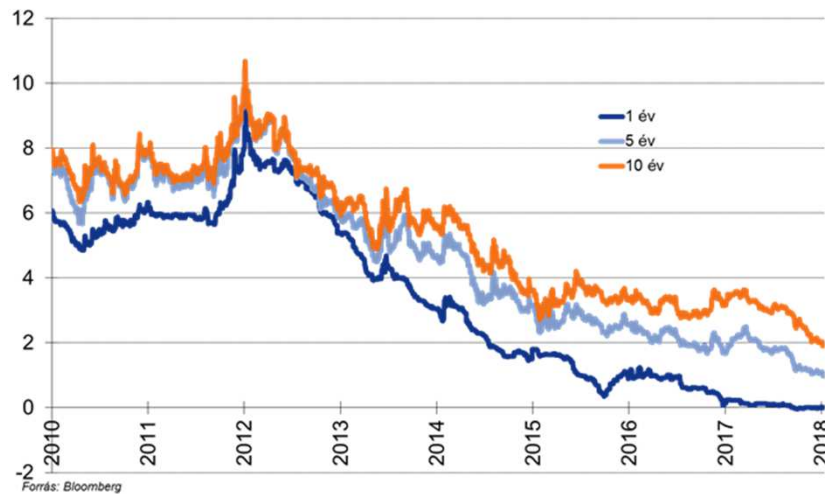
- 2017 végén megjelent az ÁKK 2018-as kibocsátási terve. Ebben látszik, hogy továbbra is jelentős szerepe lesz a lakossági értékesítésnek. Az év egészére 2200 milliárd „intézményi” forint kötvényt terveztek, míg lakossági kötvényre ennek gyakorlatilag a dupláját, 4395 milliárdot. A lakossági kötvényeknél az ÁKK utalt a befektetői kör esetleges további korlátozásra, mivel cél a ténylegesen lakossági befektetői arány növelése és a futamidő hosszabbítása. Egy újabb 1 milliárd eurós deviza kötvény kibocsátás ellenére, a devizaarányt kis mértékben tovább csökkentik (22%-ról 20%-ra). Új terméket is bevezetnek. A jelenlegi forint kötvényaukcióhoz hasonló módon devizakötvény-aukciókat terveznek, elsősorban hazai intézményi befektetők részére.
- Az ÁKK 2017 novemberben megnövelte a meghirdetett aukciós mennyiségeket (fix kötvények esetében 40 milliárd körüliről 50-55 milliárdra emelkedett az adott napi meghirdetés névértéke, DKJ-nál 15-20 milliárd helyett 40 milliárdos tételek voltak), ami a hírek alapján a fokozódó európai uniós kifizetések előfinanszírozásának volt köszönhető. Év végén ugyanakkor a hirtelen beáramlott uniós források lehetővé tették, hogy visszafogják a kibocsátást. Végül a 2017 utolsó alkalmaira tervezett fix és változó kötvényaukciót sem hirdették meg. Ez a jelentős év végi DKJ és MÁK lejáratokkal, valamint kamatfizetésekkel együtt hozzájárult ahhoz, hogy a kötvénypiac decemberben is erősödni tudjon. Az ÁKK az utolsó negyedévben nem tartott visszavásárlási és csereaukciót sem, ami szintén segítette a hozamgörbe laposodását. A külföldiek kezében lévő állomány az év során inkább stagnált.
- A magyar állampapírok piacán egész évet nézve jelentős erősödést láthattunk, főleg a hozamgörbe hosszú végén (10 és 15 év). Itt egy év alatt hozzávetőleg 110 illetve 90 bázispont volt a hozamcsökkenés. Az utolsó negyedévre ebből bő 50 bázispont esett. A hozamcsökkenés nemzetközi összehasonlításban is kimagasló.
- Államilag garantált kötvényekben és jelzáloglevelekben az év utolsó hónapjaiban meghirdetett aukció nem volt, a másodpiacon sem lehetett érdemben ilyen értékpapírt találni. A betéti piacon sem voltak év végén jól kihasználható lehetőségek.
- A nemzetgazdasági Minisztérium 2018. január 8-i sajtótájékoztatója alapján az európai uniós módszertan alapján számolt hiány a tervezett 2,4%-nál kedvezőbb lett 2017-re, 2% körül alakult. A GDP arányos államadósság pedig 1,5 százalékponttal csökkent, 74,5% lett (EXIM Bankkal együtt számolva).

2. Makrogazdasági összefoglaló

Nemzetközi összehasonlítás



Állampapír hozammozgások

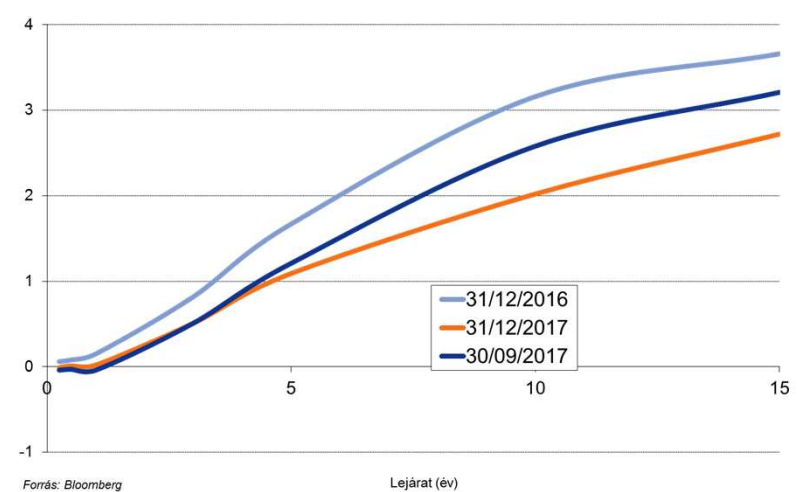


Vagyonkezelői beszámoló/ Allianz Alapkezelő Zrt.

Külföldiek kezében lévő állampapír-állomány(mrd)



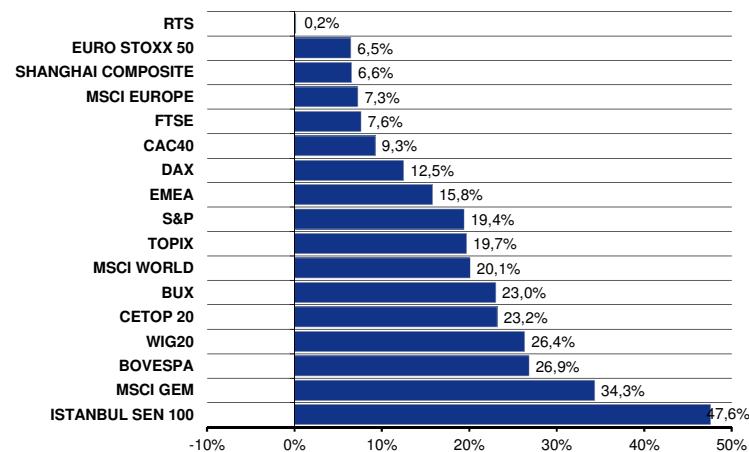
Hozamgörbe



3. Részvénytőpiacok

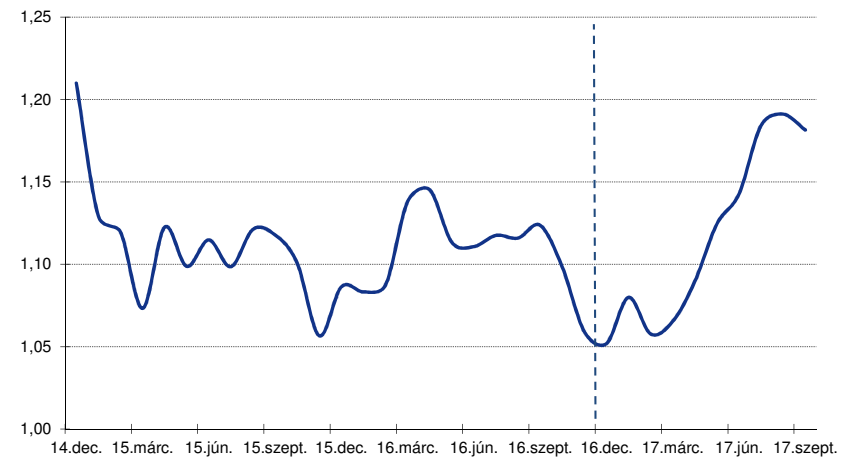
- A 2017-es évben is a politika okozott csupán kisebb megingásokat a részvénytőpiacokon. A Trump kormányzat folyamatos kudarcjai, Theresa May vereséggel felérő győzelme a brit előrehozott választásokon, az évet végig kíséző észak-koreai konfliktus mind érzéketlen befektetői fogadtatásra talált, nem volt ugyanis érdemi megingás a részvénytőpiacok menetelésében. A Fed kamatemelései és a mennyiségi szigorítás megindítása, valamint az ECB tapering sem keltett hullámokat a részvénytőtulajdonosok berkeiben. Ennek oka talán, hogy a hosszú lejáratú állampapírok hozamai nem sokat emelkedtek az idén és végül is globálisan még mindig a mennyiségi lazítás érájában vagyunk. Ráadásul a politikai kockázatoktól eltekintve a gazdaság mellékesen jól teljesít, a növekedési kilátások javulnak és némi infláció is társul már a növekedéshez. Ez pedig tankönyv szerint remek terep a részvénytőpiacoknak, melyek a ciklus érett fázisában vannak.
- Ami az egyes régiókat illeti, saját devizáikban a feltörekvő piacok és Amerika messze felülteljesítették az európai piacokat. A mi CEE régióink is kimagasló hozamokat ért el, a CETOP index 23%-kal tudott erősödni az év folyamán.
- Felfokozott mozgásokat tapasztalhattunk a euró és a dollár piacán is. Az euró jelentősen erősödött a dollárral szemben. A 2016 végén tapasztalt 1,05 körüli szintről majdnem 1,20-ig emelkedett az árfolyam, ami már érezhető mértékű hatással van a két ország közötti kereskedelemben érdekelt vállalatok profitmarzsára.

Részvényindexek (saját devizában, 2017)



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

EURUSD árfolyam alakulása

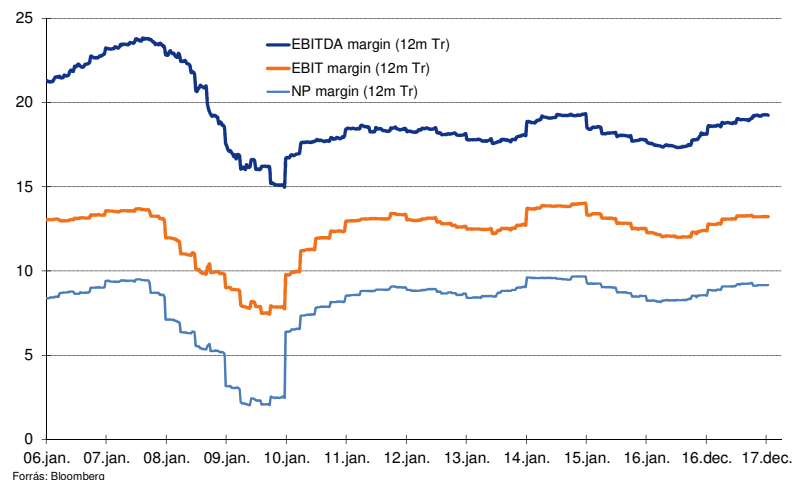


Forrás: Bloomberg

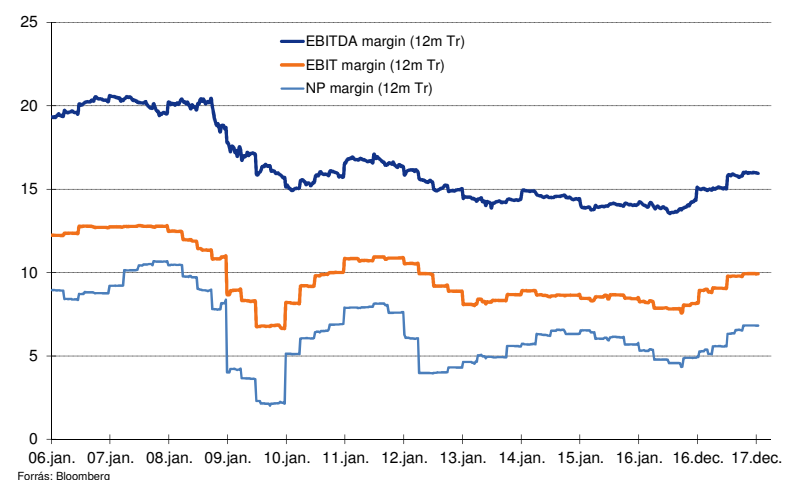
3. Részvénytőpiacok

- A visszatekintő marzs adatokon az euró erősödése természetesen még nem érzékelhető, de a 2018-as számokban minden bizonnyal megjelenik majd. Összességében elmondható, hogy a kedvező gazdasági környezetben a vállalatok egyre jobban teljesítenek. Az EBITDA, EBIT és nettó profit hányadok is jelentősen javultak a nyolc évvel ezelőtti mélypontokhoz képest. Az S&P500 tagok átlagos EBITDA marzsa a 15%-os mélypontról immár 19% fölé emelkedett, míg az EBIT marzs 7,5%-ról 13% fölé javult. Az elmúlt másfél évben már Európa is az éledezés jeleit mutatja, így itt is képesek a vállalatok növelni a jövedelmezőséget. Ez ugyan még mindig jócskán elmarad a válság előtti szinttől és az USA vállalatainak számaitól is, de a fordulat megtörtént és várhatóan kitart még az előttünk álló 1-2 év során, hacsak az euró túlzott erősödése meg nem akasztja, mint ahogy ettől sokan tartanak.
- Véleményünk szerint a konjunktúra ciklus tetőzése még kitarthat jónéhány negyedévig, így nem tartunk a jövedelmezőség számottevő visszaesésétől, inkább annak fennmaradása, esetleg további javulása várható 2018-ban. Különösen igaz ez az USA-ra, ahol tavaly év végén sikeresen elfogadták az Trump elnök nevével fémjelzett adótörvényt, amivel a nettó marzs érzékelhetően javulhat. Ez ugyanakkor már jórészt beárzódott a piaci értékeltségekbe, így jelentős árfolyamugrásra e miatt nem számítunk.

S&P500 index marzsok



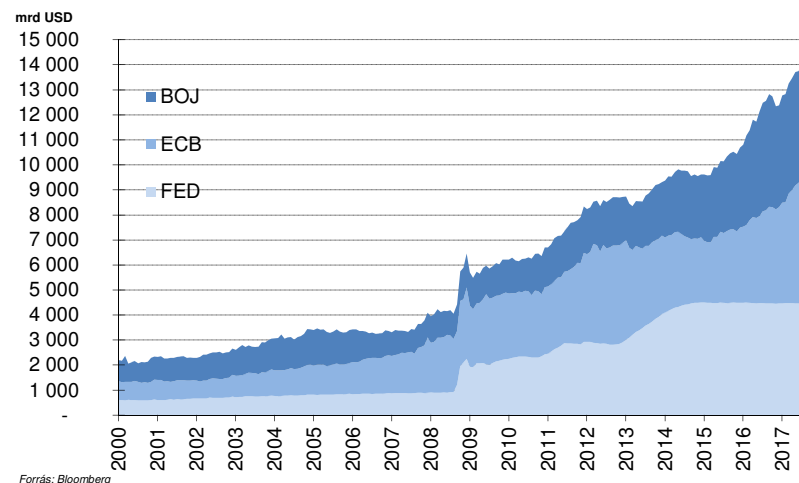
Stoxx600 index marzsok



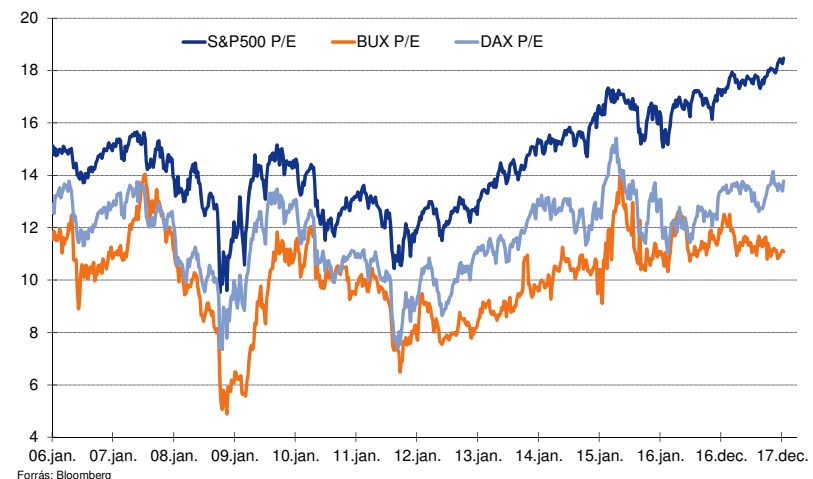
3. Részvénypiacok

- A jövedelmezőségek javulása az elmúlt időszakban fokozatosan beépült az árakba, sőt a fundamentumok fejlődésének mértéke által indokoltnál nagyobb mértékű árfolyam emelkedés zajlott le. Az S&P500 P/E rátája már 18x feletti, miközben a hosszú távú historikus átlag 14,5x körül alakult. További értékeltség növekedésre innen már nem számítunk, véleményünk szerint maximum az eredménynövekedés hozhat további árfolyam erősödést.
- Tavaly arra számítottunk, hogy a Fed likviditás csökkentő stratégiájának bejelentésével, illetve megkezdésével a hozamok emelkednek majd, és a részvény árfolyamok lassú korrekción mehetnek keresztül. Nos, ez egyelőre nem történt meg. A Fed lépései 2017-ben csak a hozamgörbe rövid oldalára voltak számottevő hatással, míg a 10 éves állampapír szinte mozdulatlan maradt (így a 2/10 éves spread 0,6%-ra csökkent). Az USA részvények pedig, közel 20%-os ralit produkáltak. Ennek egyik oka azt lehet, hogy habár a Fed már szigorít, a globális jegybankok összességében, még mindig jócskán a lazító fázisban vannak. Az ECB és a BoJ is hónapról-hónapra önti még a pénzt a piacokra, így a korrekció elmaradt, de legalábbis későbbre tolódott. Az idei évben számítunk ennek bekövetkeztére, ugyanis az ECB idén felhagyhat a pénzpumpával, és a Fed is negyedévről-negyedévre növeli a szigor mértékét. Így már a globális hajó is fordulhat, ami azt jelenti, hogy nem minden korrekciót állít majd meg az automatikus pénzköltési kényszer.

Főbb jegybankok mérlegfőösszege



Indexek P/E rátája

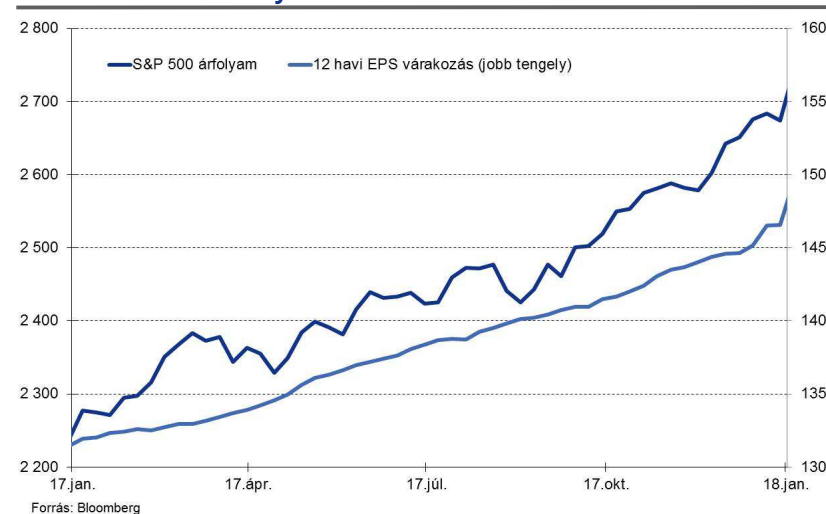


3. Részvénypiacok

Elfogadták Amerikában az új adótörvényt

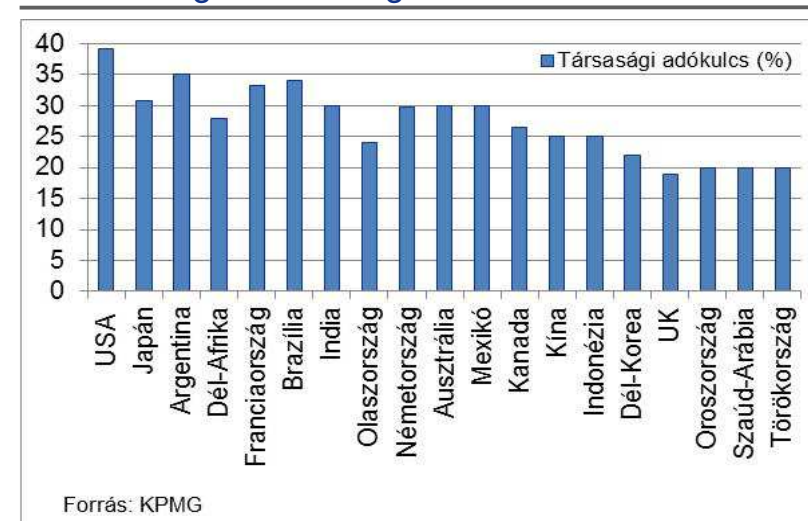
- Trump elnökségének eddigi legnagyobb sikereként megszavazták az új adótörvényt. Az intézkedés megosztó, miután hatásai főként a gazdagoknak és a nagyvállalatoknak kedveznek. Ez alapvetően nem okoz meglepetést egy republikánus javaslat esetében, Trump népszerűsége mégis eddigi mélypontjára esett.
- A részvénypiacra nézve támogató a csomag, a társasági adó 35%-ról 21%-ra csökkentésével jelentősen megugrik az amerikai vállalatok aggregált nyereségessége, igaz hatása cégenként változó az adókedvezmények megszűnése miatt. A személyi jövedelemadó kulcsok csökkenésével pedig a megtakarításra is fordítható nettó jövedelem ugrik meg, ami közvetve és közvetlenül a részvények keresletére is kedvezően hathat.
- Rövid távú negatív hatás, hogy a múltbeli veszteségek jövőbeli adóból történő leírásának lehetősége megszűnik. A subprime válság veszteségeinek, mint a Bank of America, a Citigroup, az AIG, a Fannie Mae és a Freddie Mac ez összesen 50 mrd dollár körüli veszteséget jelent. Európai cégek esetében a Deutsche Bank például 1,5 mrd, a Barclays pedig 1 mrd dolláros veszteségre számít. Hosszú távon természetesen náluk is érvényesül a kedvező hatás, a kockázatot inkább az 1.500 milliárd dolláros csomag költségvetési finanszírozása fogja jelenteni.

S&P index árfolyam és EPS várakozás



Vagyonkezelői beszámoló/ Allianz Alapkezelő Zrt.

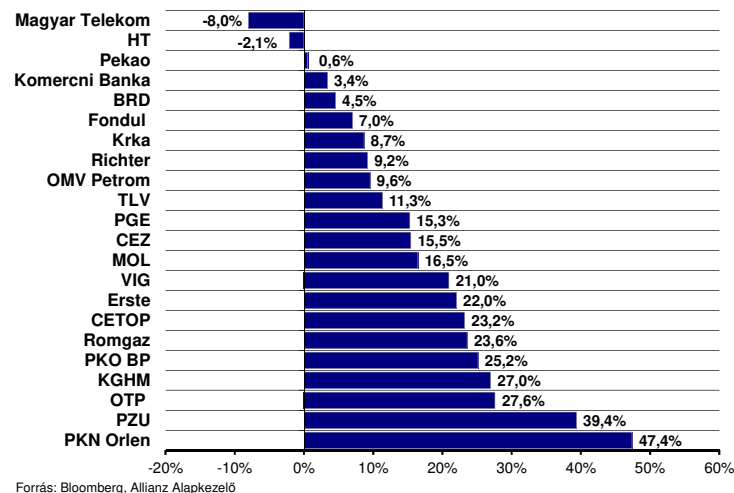
G20 országok társasági adókulcsai 2017-ben



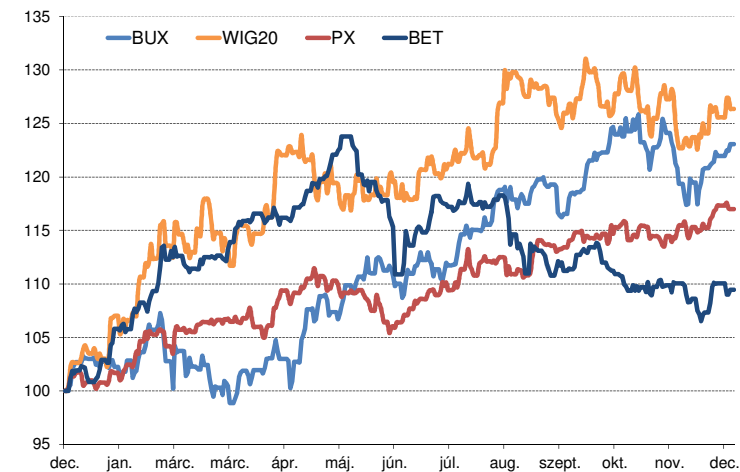
3. Részvénypiacok

- A mindent átható optimizmus a kelet-közép-európai részvénypiacokon is érződött. Az egyes részvényindexek 10-27%-os mértékben értékelték fel. A CETOP index 23%-kal emelkedett az elmúlt 12 hónap során. A magyar és a lengyel piac járt az élen, míg a román részvények teljesítettek a leggyengébben. Utóbbit igen megviselte, hogy a kormányváltás után több nyilatkozat is elhangzott a magányugdíj pénztári rendszer államosításáról és a bankadó bevezetéséről. Végül egyik sem történt meg (legalábbis 2017-ben), bár a pénztári hozzájárulás mértékét csökkentették, így az állam adóbevételei azért emelkednek majd idéntől a szektor rovására. A bankadóról nem született döntés, de tartunk tőle, hogy ha a költségvetésnek 2018-ban, vagy 2019-ben szüksége lesz plusz bevételre, akkor ez az egyik legkézenfekvőbb opció. Így nem meglepő, hogy a román bankrészvényeket a leggyengébben teljesítők között találjuk.
- A pozitív oldalon említhető ugyanakkor az év első kilenc hónapjában rendkívül kedvező környezetben működő PKN Orlen és a MOL. Mindkét olajcég rekord profitokat szállít a kimagasló finomítói marzsoknak köszönhetően, melyek csak a negyedik negyedévben látszottak korigálni. A lengyel gazdaság dinamizmusa jó hatással volt a PZU bevételeire, míg a nyersanyagárak emelkedése a KGHM árfolyamát repítette rég nem látott magasságokba. A gyógyszercégek a növekvő európai verseny hatásait még nem heverték ki teljesen, így hozamuk elmarad a piaci átlagtól.

CETOP tagok teljesítménye 2017



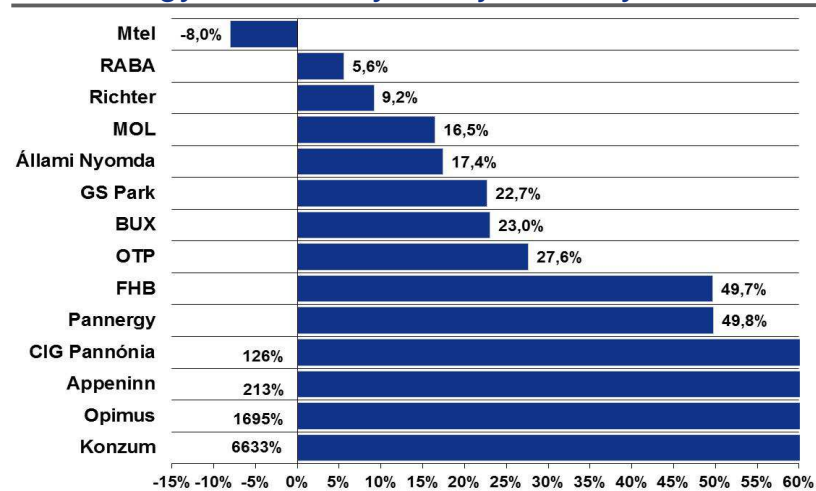
Régiós indexek alakulása saját devizában 2017



3. Részvénytőpiacok

- A hazai részvényindex a novemberi korrekció nagy részét ledolgozva 5,6%-ot tudott emelkedni Q4-ben, ezzel éves teljesítménye 23,04% lett. Mivel ezzel párhuzamosan az eredményvárakozás 36%-kal emelkedett, az előreutató P/E ráta alapján alacsonyabb az árazás mint egy évvel korábban volt, és a historikus átlaghoz képest sem számít kiugrónak. Amíg tart az eredménynövekedés és a jegybankok támogató politikája addig kitarthat a lendület, azonban a gazdasági ciklus éretté válásával fokozódnak a lefelé mutató kockázatok.
- Az OTP-t a csökkenő kockázati költségek mellett végre a hitelállományok növekedése is támogatja, ellensúlyként a marzsok további szűkülése és a magasabb működési költség említhető. A külföldi akvizíciókra továbbra is kiemelt figyelem irányul. A MOL lendülete elfogyott év végére, mivel csökkent a kitermelés és a finomítás volumene, valamint a finomítói és a vegyipari marzsok is gyengélkedtek. A Richter esetében a vártnál kedvezőbb Q3-as eredmény, az Esmya lehetséges mellékhatása (májkárosodás) miatt indult felülvizsgálat és a cariprazine bipoláris depresszióra való alkalmazásával kapcsolatos pozitív tesztekkel kapcsolatos hírek befolyásolták a hangulatot. Az MTEL továbbra is alulteljesít a fokozódó versennyel (Digi) kapcsolatos félelmek miatt, pedig a 10 éves kötvényhozam csökkenésével az osztalékhozam prémiuma sokat emelkedett. A kispapírok (Konzum, Opus, Appennin, CIG, FHB) raliája továbbra is kitar.

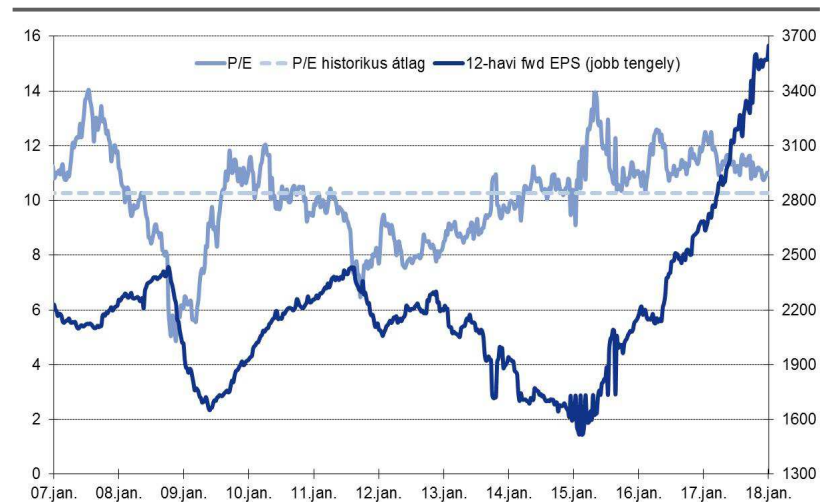
Főbb magyar részvények teljesítménye 2017



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

Vagyonkezelői beszámoló/ Allianz Alapkezelő Zrt.

BUX index EPS várakozások és P/E



Forrás: Bloomberg

4. Hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok minősítése

Alacsony minőségű hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok portfólióként 2017.12.31-én

Alacsony minőségű hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok 2017.12.31-én			
Portfólió	Értékpapír megnevezése	Névérték	Minősítés oka
			Nincs ilyen papír jelenleg.

Pozíciók a negyedév során

Kötvény

- A negyedév nagyobb részében duration semlegeshez közeli voltak a portfóliók
- Decemberben
 - óvatosan növeltük a MAX-os portfóliók duration felülsúlyát
 - a MAX-on belül növeltük a hosszabb lejáratú kötvények súlyát
 - a ZMAX portfóliórészekbe hosszabb változó kamatozású kötvényeket vásároltunk (17c lejárat is volt)
 - megkíséreltünk jelzáloglevelet vásárolni, de nem lehetett ofertát találni a piacon
- Mivel feltehetőleg az MNB programjai további hozamcsökkenést okoznak (vagy legalább a jelentős mértékű hozamemelkedést korlátozzák), a benchmarknál hosszabb pozíciókat év elején is meghagytuk.

Részvény

- A negyedik negyedévben a volatilitás továbbra is rendkívül alacsony volt, miközben az értékeltségek nagyon magasra emelkedtek. Ennek következtében a portfólió jelentős részét benchmark súlyon tartottuk. Az amerikai piacon meglévő alulsúlyunkat fokozatosan kis mértékben csökkentettük. A kelet-közép-európai régiót is benchmark szinten tartottuk kisebb egyedi értékpapír kiválasztásokat hajtottunk végre.