

VAGYONKEZELŐI BESZÁMOLÓ

ALLIANZ ÖNKÉNTES NYUGDÍJPÉNZTÁR

2018. II. NEGYEDÉV

Allianz Alapkezelő Zrt.
1087 Budapest Könyves Kálmán krt. 48-52.

2018.07.12.

Allianz 

TARTALOM

1

FŐBB INDEXEK TELJESÍTMÉNYE ÉS
ALAKULÁSA

2

MAKROGAZDASÁGI ÖSSZEFOGLALÓ

3

RÉSZVÉNYPIACOK

4

HITELVISZONYT MEGTESTESÍTŐ
ÉRTÉKPAPÍROK MINŐSÍTÉSE



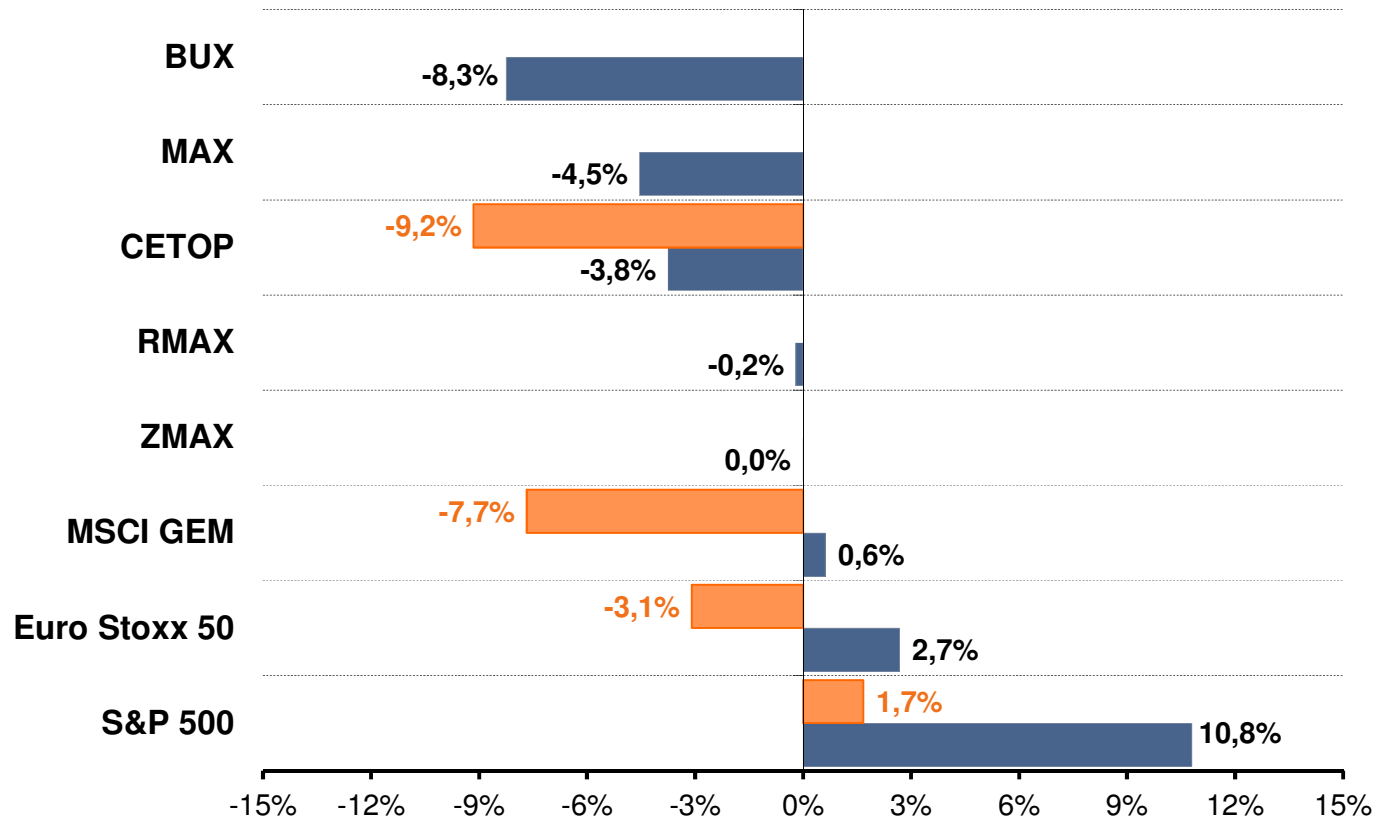
FŐBB INDEXEK TELJESÍTMÉNYE ÉS ALAKULÁSA

1





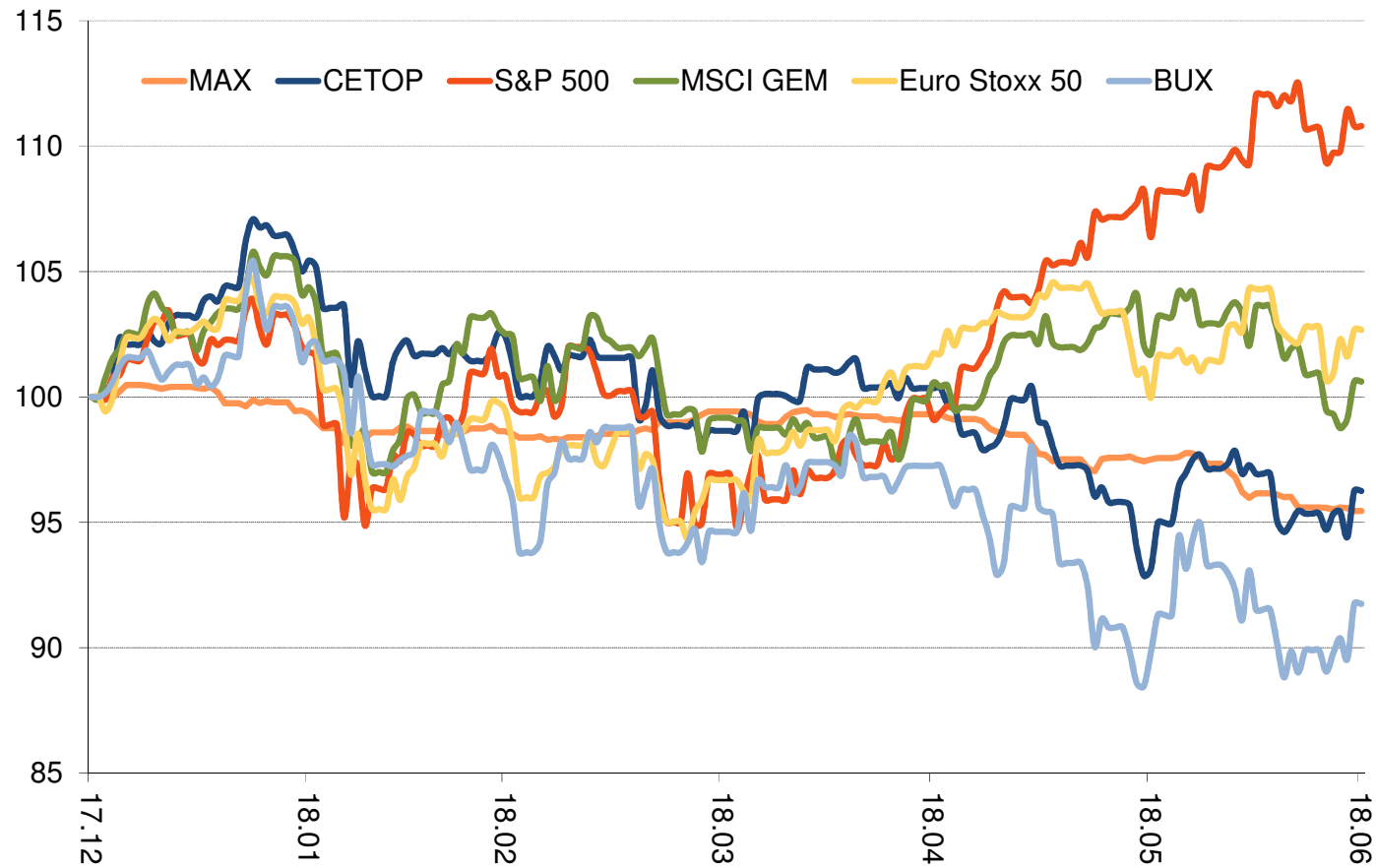
FŐBB INDEXEK TELJESÍTMÉNYE 2018 YTD (HUF ÉS SAJÁT DEVIZA)



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő



FŐBB INDEXEK ALAKULÁSA 2018 YTD



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

MAKROGAZDASÁGI
ÖSSZEFOGLALÓ

2

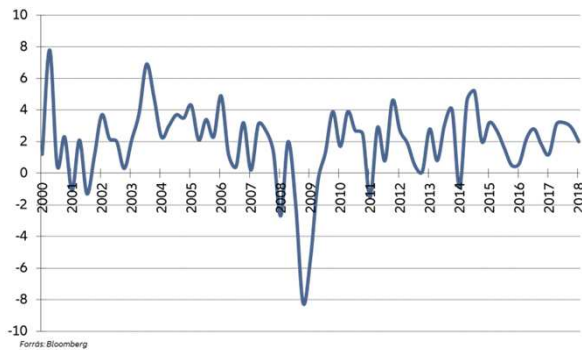




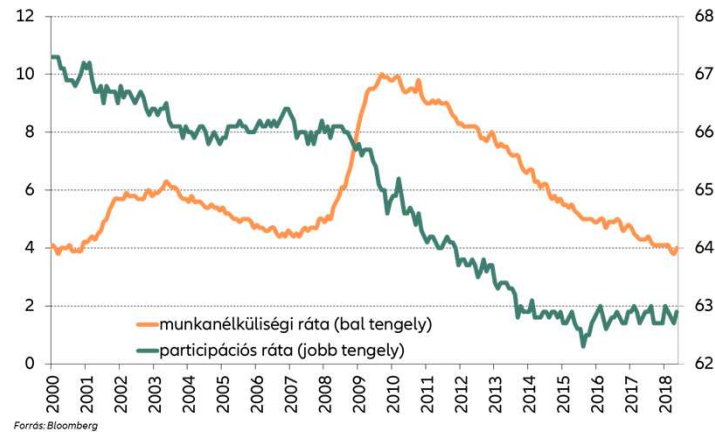
USA GAZDASÁGI ADATOK

- Az amerikai gazdaság az elmúlt negyedévben sem okozott csalódást, ami támogatja a Fed további kamatemeléseit.
- A GDP növekedése az első negyedévben 2% volt (évesített, végleges adat). Ugyanakkor a második negyedéves gazdasági növekedés a Fed megítélése szerint jóval az első felett alakulhatott (ezt a júniusi Fed ülés jegyzőkönyvében olvashattuk, a hivatalos adat első becslése július végén jelenik majd csak meg).
- A munkanélküliségi ráta a második negyedévben 4% alá is benézett, májusban 3,8%-on állt. A júniusra vonatkozó adat ugyan ismét „csak” 4%-ot mutatott, de ez így is egy historikusan igen alacsony érték. A participációs (foglalkoztatási) ráta a legutóbbi közlésnél kisebb emelkedést mutatott, de valójában 2016-tól inkább stagnálást figyelhetünk meg, ami egyébként nem is olyan negatív hír, hiszen a demográfiai folyamatok az USA-ban is inkább ennek az aránynak a csökkenése felé hatnak.
- Az infláció tovább emelkedett, a májusi éves érték 2,8% lett, a Fed által még nagyobb figyelemmel kísért magindex (core PCE) 2%-ra nőtt.

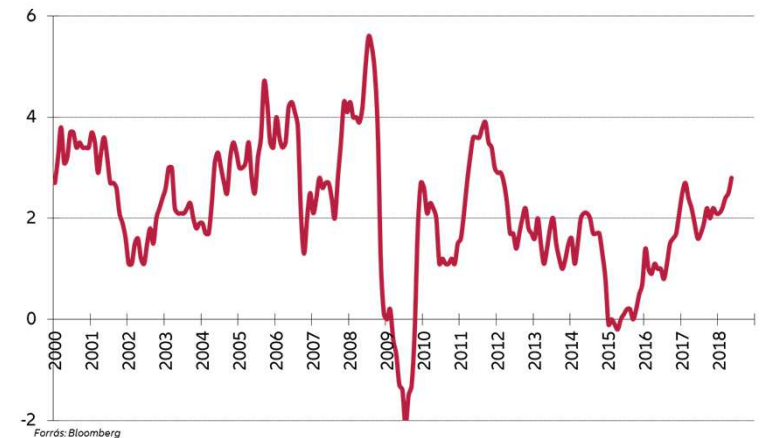
USA reál GDP növekedése



USA munkaerőpiac



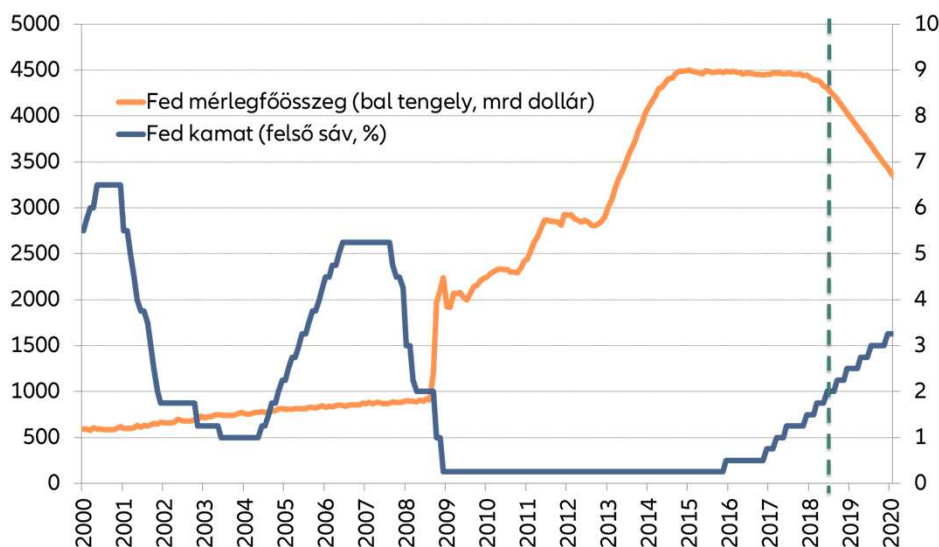
USA infláció





USA – MONETÁRIS POLITIKA

USA monetáris kondíciók



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

- A Fed Nyílt Piaci Bizottsága legutóbb 06.12-06.13-án tartotta ülését, ahol a piaci várakozásoknak megfelelően a márciusi után ismét 25 bázispontos kamatemelésről határoztak. A gazdaságot tekintve optimista volt a közlemény hangvétele; alacsony munkanélküliség, élénk gazdasági aktivitás, emelkedő infláció. Így a további kamatemelések előtt nyitva az út, sőt ez alkalommal eltörölték azt a mondatot, amiben azt írták, hogy a kamatszint még jó ideig a hosszú távon várt szint alatt marad.
- Az összességében héjának mondható, szigorú hangvételű közlemény és sajtótájékoztató hatását a hosszú lejáratú hozamok szintjére feltehetőleg a kereskedelmi háborútól való félelem tompította.
- A hosszú hozamok rövidekhez mérten mérsékelt emelkedése a Fed-et is foglalkoztatja, hiszen a hozamgörbe laposodása jó indikátora szokott lenni a közelgő gazdasági recesszióknak. Jelenleg azonban különösebb aggodalmat még nem mutatnak, és a jelenséget azzal magyarázzák, hogy alacsonyabb egyensúlyi kamatlábbal, kisebb hozamprémiummal vagy alacsony inflációval számolnak a szereplők, még így a QE-t követő időszakban, annak utóhatásaként.

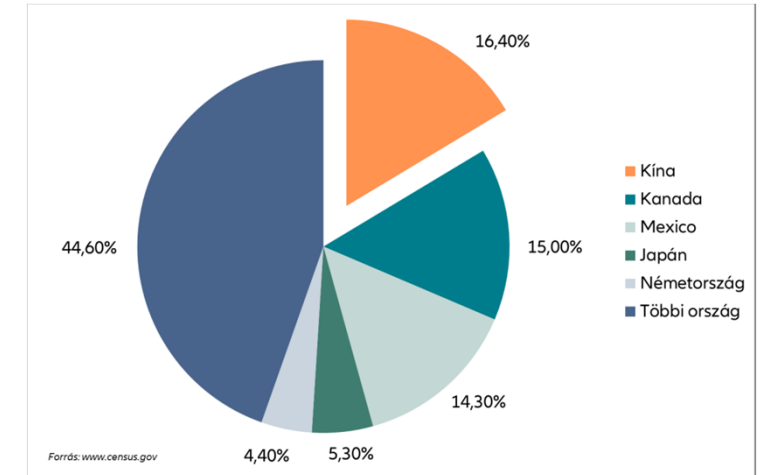
- Év végéig még két emelésre lehet számítani. Újdonság, hogy mostantól minden ülés után lesz sajtótájékoztató, aminek azért van jelentősége, mert a piac általában olyan ülésen vár változást a kamatszintekben, amihez sajtótájékoztató kapcsolódik.
- A Fed fokozatos mérlegleépítése a 2017 őszén meghirdetettek szerint halad tovább, és júliustól ismét 10 milliárd dollárral nő a havonta meg nem újított állampapír és jelzálogkötvény állomány (tehát 40 milliárd havonta). Ez a szám szeptembertől ismét ennyivel növekszik, és akkor már 50 milliárd lesz a havi nem megújított összeg.
- A kamatemelés és a mérlegleépítés jelenleg ismert üteme a hosszú amerikai államkötvények hozamának emelkedése felé hat, ami minden mást változatlanul feltételezve kedvezőtlen a nemzetközi kötvénypiacokra nézve, így magyarrá is.



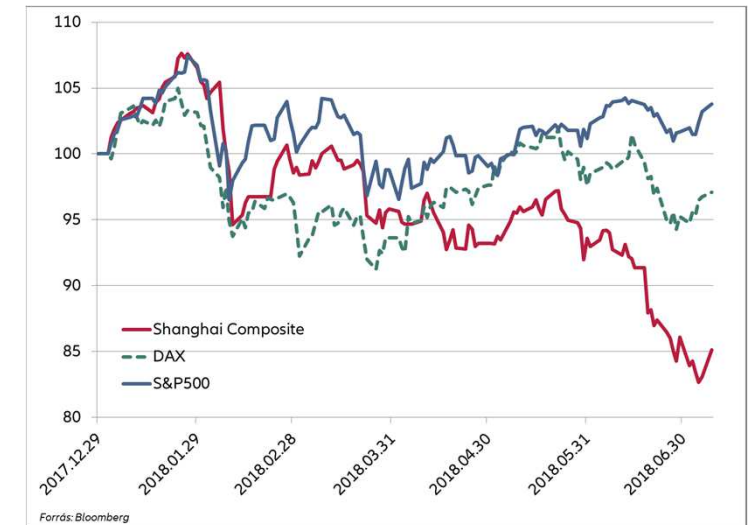
USA – KERESKEDELEMPOLITIKA

- A negyedév folyamán is fontos téma volt a világ tőkepiacain az USA által indított kereskedelmi háború.
- Kis időre úgy tűnt, hogy enyhül a feszültség legalább az EU-val szemben, de az acél- és alumíniumipari termékekre kivetett USA vám időleges felfüggesztése megállapodás nélkül kifutott, és így végül életbe is lépett.
- Az EU-t ennél jobban érintette az a vita ami az autókereskedelmet érintette. Itt egy 25%-os vámtétel bevezetését helyezte kilátásba az USA. Ez igen negatívan érinthette volna Magyarországot is. Jelenleg úgy látszik, hogy a felek kölcsönös vámmentességben állapodnak meg.
- Kína irányába is életbe léptek újabb vámok július elején, 34 milliárd dolláros termékkört érintve. Az USA elnöke azonban újabb további 16 milliárdos csomagot helyezett kilátásba, és nyíltan célzott rá, hogy ezt akár 500 milliárdra növelhetik, ami egyébként közelíti a teljes USA importot Kína felől. Kína tett ellenlépéseket (pl. szójabab behozatalra vám), de azt érdemes megjegyezni, hogy az USA felé jelentős kereskedelmi többlete miatt a mozgástere kisebb, csak bő 100 milliárdos nagyságrendű. Ez az aszimmetria lehet az oka, hogy a Shanghai Composite Index elég jelentős mértékű esést szenvedett el, míg az S&P500 kis mértékben növekedett is az év folyamán.
- E mellett ugyanakkor Kína megkeserítheti a területén működő külföldi termelő cégek életét adminisztratív korlátozásokkal. Így ha esetleg teljes erővel tombol majd a kereskedelmi háború az USA gazdasága is sínylődhet, miközben az importárak emelkedésével az infláció is emelkedhet.

Az USA legfontosabb külkereskedelmi partnerei (2017)



Az USA, kínai és német részvénypiacok relatív teljesítménye

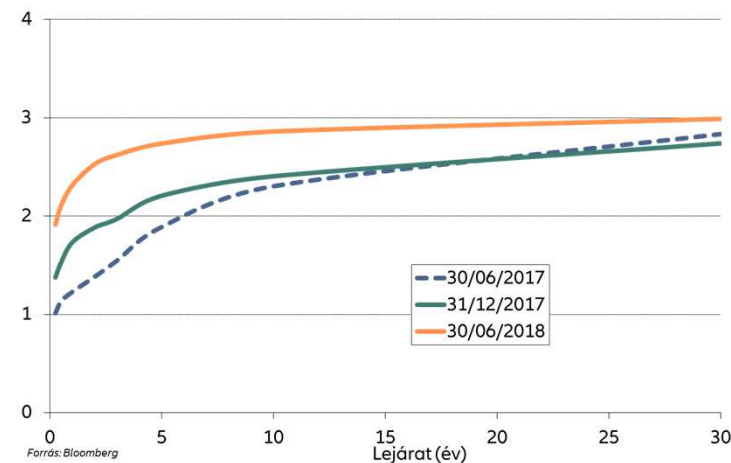




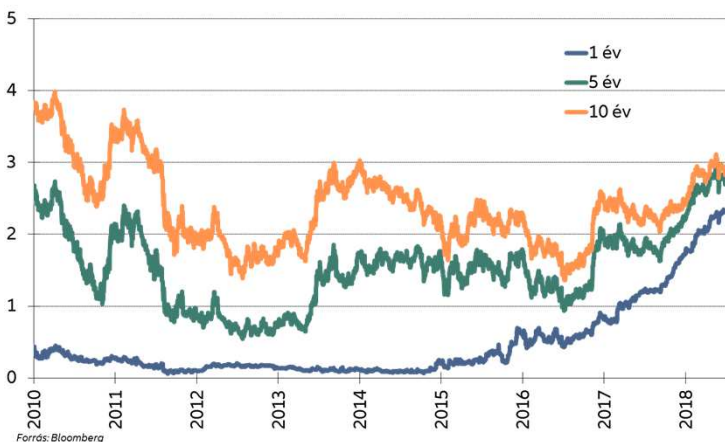
USA ÁLLAMPAPÍRPIAC

Az első negyedév végén ereszkedni látszó tíz éves hozam április-májusban újabb lendületet vett és többször is átvitte a 3%-os szintet, azonban feltehetőleg az újra éleződő kereskedelempolitikai viták keltette félelmek miatt egyelőre nem tudott tartósan magasabb szinteken maradni. A rövid hozamok esetében folytatódott az emelkedés: a Fed kamatemelések iránti elkötelezettségét egy-két éves időtávon láthatólag nem kérdőjelezi meg a piac, míg a hosszabb időhorizonton egy esetleges recesszió a hosszabb hozamokat kevésbé engedi emelkedni. Tehát a hozamgörbe tovább laposodott.

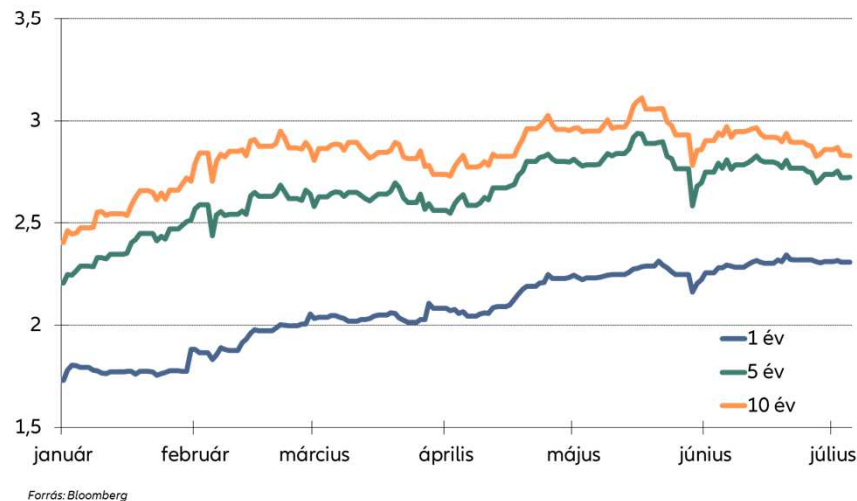
Hozamgörbe



Állampapír hozammozgások



Állampapírpiac 2018-ban

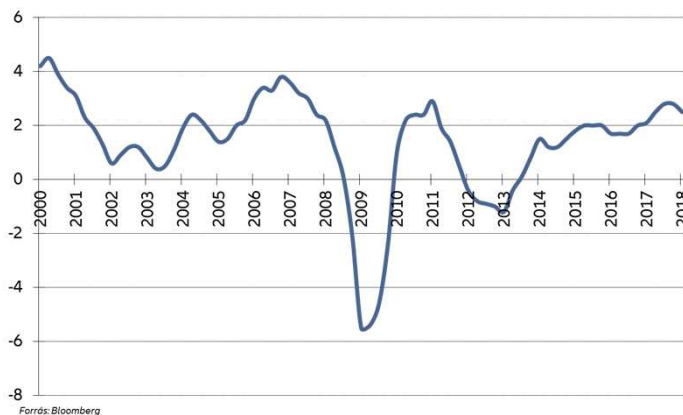




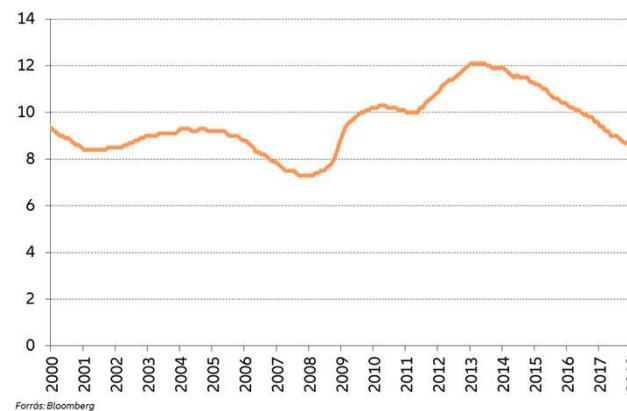
EURÓZÓNÁS GAZDASÁGI ADATOK

- Az Eurózána esetén összességében a várakozásoktól elmaradó gazdasági aktivitásra utaló adatokat (kiskereskedelem, ipari termelés) láttunk a második negyedévben, de azért továbbra is bővülésről beszélünk. Az első negyedévre vonatkozó GDP növekedési adat 2,5%-os lett, miközben a megelőző – EKB-t is meglepő – jó értéket a felülvizsgálat során 2,7%-ról 2,8%-ra módosították.
- A munkanélküliségi ráta továbbra is folyamatosan, lassan csökken. A legutóbbi, májusra vonatkozó adat 8,4% lett, ami még mindig a 2008-as válságot megelőző érték felett van. A német adat egyébként 5,2%, és már sokkal korábban elérte a 2000-es évek legjobb szintjét. Ebből látszik, hogy az Európai Unió meglehetősen heterogén, és így nem véletlen, hogy a németek már jó ideje szigorítottak volna a monetáris politikán, míg a déli államok érdeke a laza monetáris politika minél hosszabb ideig tartó fennmaradása felé mutat. A még mindig magas ráta részben indokolja, hogy az EKB a Fed-hez képest miért is van „lemaradva” a monetáris szigorítás terén.
- Az infláció 2016-ban rugaszkodott el a nulla közeli szintekről, és bár 2017 folyamán és 2018 elején lassan visszafelé csorgott, most ismét évi 2%-on áll (Eurózáóra vonatkozó júniusi becslés alapján). Az EKB inflációs célja a 2% alatti, de 2%-hoz közeli infláció. Ez is tette lehetővé a mennyiségi lazítás befejezésének bejelentését.

Eurózána reál GDP növekedés



Eurózána munkanélküliség



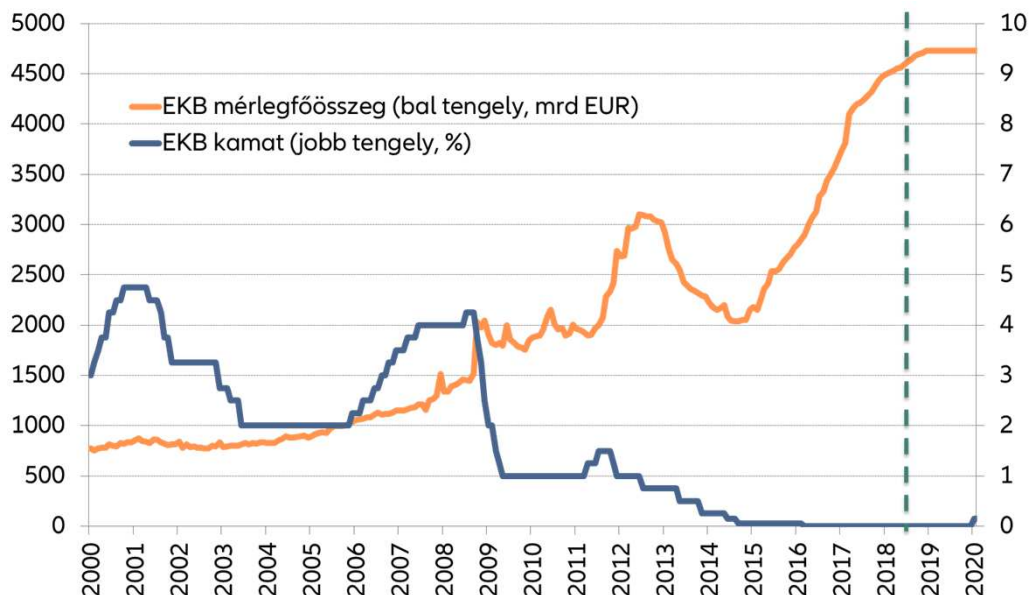
Eurózána infláció





EKB – MONETÁRIS POLITIKA

EKB monetáris kondíciók



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

- A piaci reakciók alapján elég biztosan kijelenthetjük, hogy az EKB a vártnál lazább volt (az euró gyengült, a dollárral szemben, a hozamok csökkentek).
- Az EKB ugyan a vártnál későbbi időpontra indikálta az első kamatemelést, de az eszközvásárlás vége az elmúlt hónapok olasz fejleményei ellenére azért meghirdetésre került. Az MNB többször kijelentette, hogy a monetáris politikájának fő irányát az EKB határozza meg, tehát az EKB döntéseit a továbbiakban is kiemelten kell figyelni.

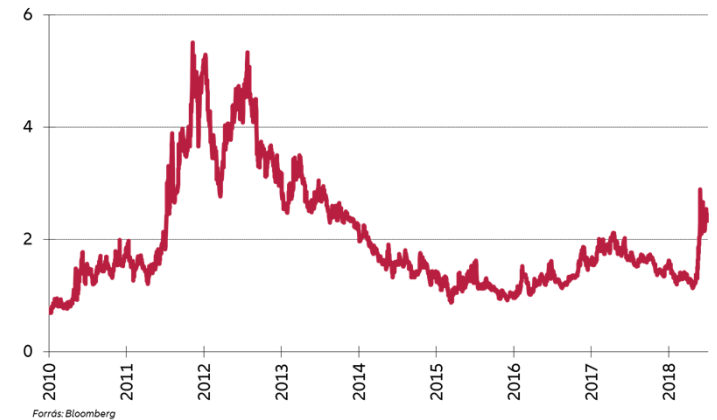
- Az Európai Központi Bank legutóbbi kamatdöntő ülése 06.14-én volt, ami az előzetes várakozásoknál több részletet tartalmazott. Korábbi nyilatkozatok alapján lehetett számítani arra, hogy az EKB akár már a mostani ülésen dönt az eszközvásárlási program leállításáról. Ez végül így is lett:
 - 2018. utolsó negyedében már csak 15 milliárd eurós a havi eszközvásárlási összeg (azaz lefeleződött az év utolsó három hónapjára), és
 - 2018 decemberével be is fejeződik a program.
 - A sajtótájékoztatón Mario Draghi hangsúlyozta, hogy az eszközvásárlási program ezen túl is a monetáris eszköztár része lesz, tehát bármikor újraindítható.
- A kamatokkal kapcsolatban is kaptak iránymutatást a piaci szereplők: legkorábban 2019 nyarat követően várható az első kamatemelés. 2019 ősz tehát csak a legkorábbi időpont. Amennyiben az inflációs fejlemények szükségessé teszik (pl. távolodik az EKB 2%-os céljától), vagy egyéb pénzügyi fertőzéssel fenyegető válság keletkezik, tovább maradhat alacsony a kamatszint.



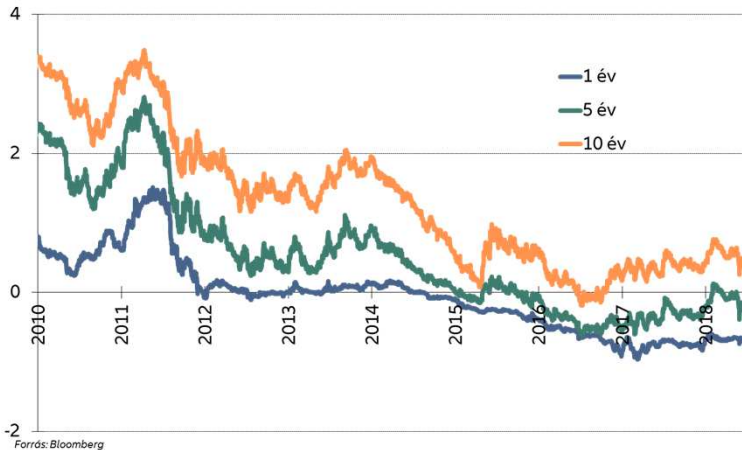
EURÓZÓNÁS ÁLLAMPAPÍRPIAC

- A német állampapírok erősödése az elmúlt hónapokban tovább folytatódott. Egy esetleges pénzügyi sokk vagy gazdasági visszaesés esetében a német gazdaság erejében bíznak a befektetők, így a német államkötvények menekülőeszközként erősödnek ilyenkor.
- Az okok közül az alábbiakat emelhetnénk ki:
 - kereskedelmi háborús félelmek
 - Törökország devizájának védelmében egy jelentős kamatemelésre kényszerült (az egyhetes repo ráta május végén 8%-ról 16,5% emelkedett)
 - az olasz kormányalakítás körül jelentős bizonytalanságok és félelmek érződtek (felmerült az olasz jelöltek részéről az Eurózónából való kilépés ötlete, illetve az EKB-nál lévő olasz állampapírokban megtestesült adósság elengedése, e mellett a költségvetés fellazítására is számos tervről lehetett hallani)

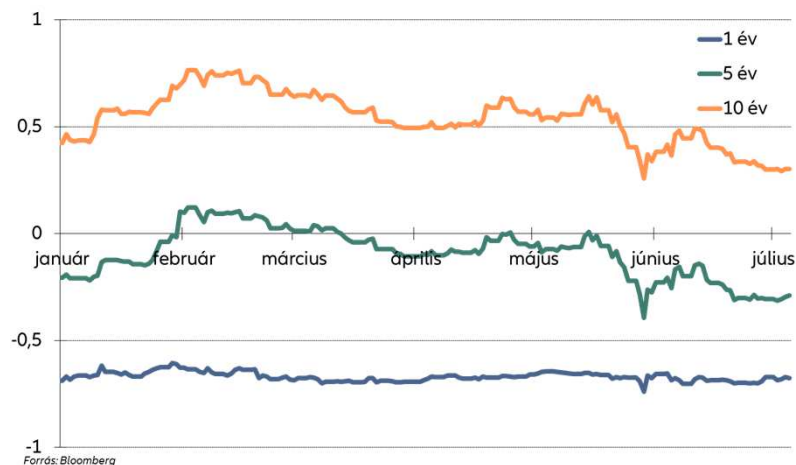
A 10 éves olasz és német államkötvények hozamkülönbsége



Állampapír hozammozgások (német)



Állampapír hozammozgások 2018-ban (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 az első negyedéves kisebb megugrást követően mérséklődött, de egyelőre még lassú emelkedő trend látszik.
- A brit jegybank sem nyúlt a negyedévben az alapkamathoz.
- A lengyel jegybank nem emelt a negyedévben az alapkamaton, az inflációs számok jellemzően alulmúlták a várakozásokat az utóbbi időben, de a tendencia azért újra inkább emelkedő.
- A cseh jegybank februári után júniusban is 25 bázisponttal emelte a kamatot, így már 1% az alapkamat. A 2012 végén 0,05%-ig visszavágott kamatot először 2017 nyarán emelték meg.
- Romániában eddig három 25bp-os emelést láttunk ebben az évben (a második negyedévben egyet, májusban), jelenleg 2,5% az alapkamat. Ezt a 2017-től emelkedő infláció és a romló lei árfolyam kényszerítette ki.

Kockázatok

- Az olajár az év folyamán gyakorlatilag folyamatosan emelkedett. Az USA iráni dealból történő kilépése volt az idei egyik legjelentősebb árfelhajtó tényező. Az emelkedést tompíthatta, hogy Szaúd-Arábia és az Egyesült Államok növelte kitermelését. Az olajár abszolút értéke nem tekinthető kimondottan magasnak, 2010-2014 közt drágábban jegyezték a fekete aranyat, viszont 2016-tól arányaiban jelentős az emelkedés. Az energia hozzájárulása az inflációhoz az energiahatékonyság növelésével csökkenő tendenciát mutat, ugyanakkor a fogyasztói árakba történő begyűrűzése még mindig jelentős tényező.
- A Brexit kapcsán továbbra is nagy a bizonytalanság: Theresa May kormánya folyamatosan válsággal küzd és nagyon kevés ügyben sikerült megállapodni az EU-val, miközben a jövő tavaszi kilépési idő végesen közelít.

Olajár (WTI, dollár/hordó)



Forrás: Bloomberg



HAZAI GAZDASÁGI ADATOK

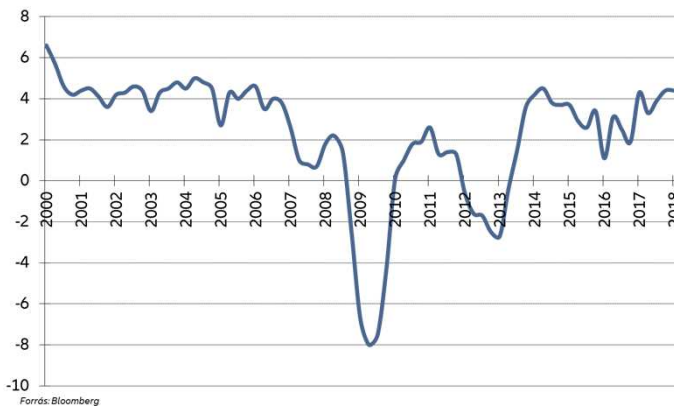
A 2017. negyedik negyedéves 4,4% után a 2018. első negyedéves GDP növekedési adat is 4,4% lett éves szinten, meghaladva az elemzői várakozásokat. A munkanélküliségi ráta 3,7%-ra csökkent (májusi adat), a március-május időszakban a foglalkoztatottak átlagos száma 4,46 millió volt, 60 ezer fővel több mint az előző év azonos időszakában. A bérnövekedés a feszült munkaerőpiacon továbbra is bőven 10% feletti éves viszonylatban (májusi adat 12,6%).

Az infláció júniusra 3,1%-ra ért, amiben az olajár hatása jelentős volt. Az MNB a friss 2018. júniusi inflációs jelentésében már időlegesen 3% feletti inflációs értékeket vár, de az inflációs cél fenntartható elérését továbbra is 2019 közepére várják. Az inflációs cél szempontjából ez még nem tekinthető túllövésnek (3% +/-1% a toleranciasáv), viszont az elmúlt két hónap árfolyamgyengülése még feltehetőleg csak kismértékben épült bele az inflációs várakozásokba, ezért az EURHUF árfolyamra feltehetőleg a kötvénypiaci szereplők esetében is kiemelt figyelmet kap.

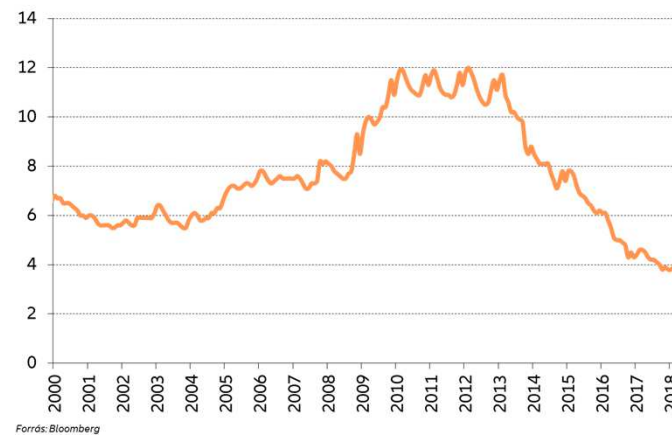
EURHUF árfolyam



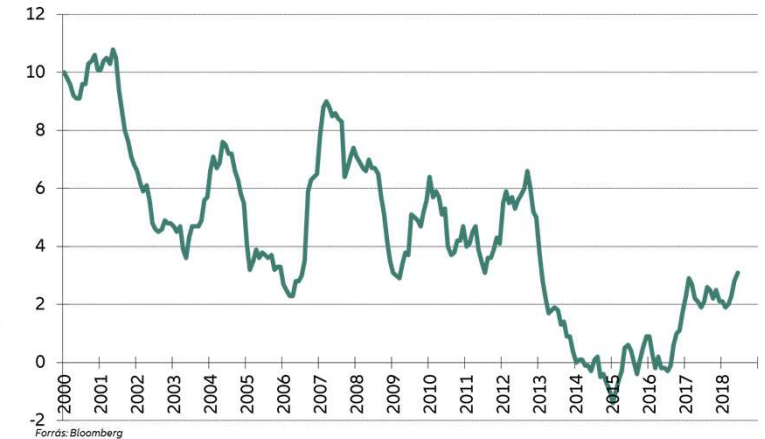
Magyar reál GDP növekedése



Hazai munkanélküliség



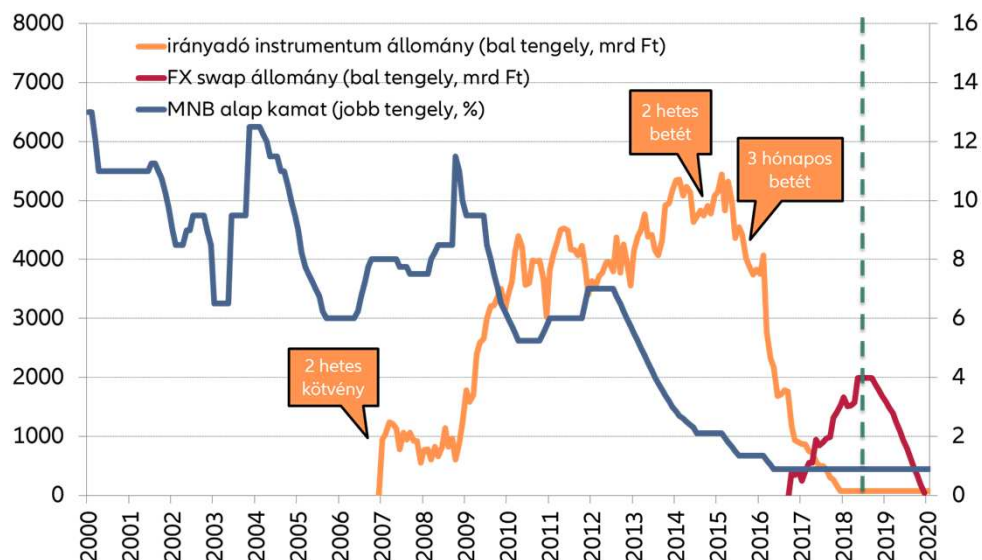
Infláció





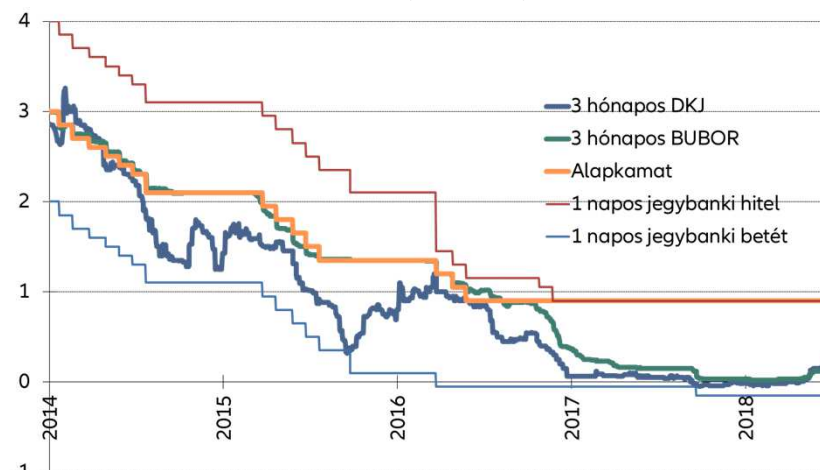
HAZAI MONETÁRIS POLITIKA

Hazai monetáris kondíciók (alapkamat, FX swap állomány)



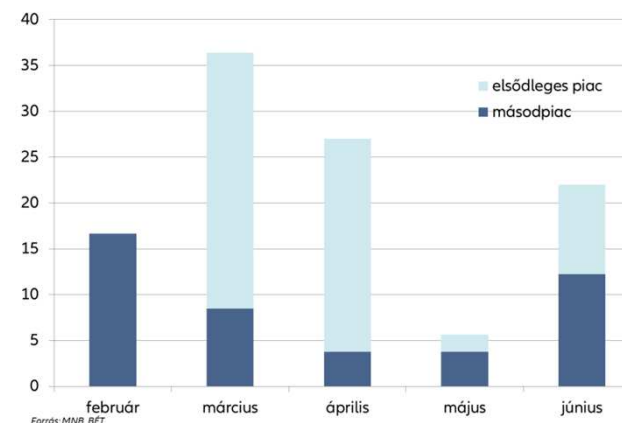
Forrás: Bloomberg, MNB, a jövőre vonatkozó adatok saját becslések, egy lehetséges forgatókönyvet mutatnak

Hazai monetáris kondíciók (kamatok) és rövid hozamok



Forrás: Bloomberg

Jelzálogpiaci vásárlások (milliárd forint névérték)



Forrás: MNB, BET

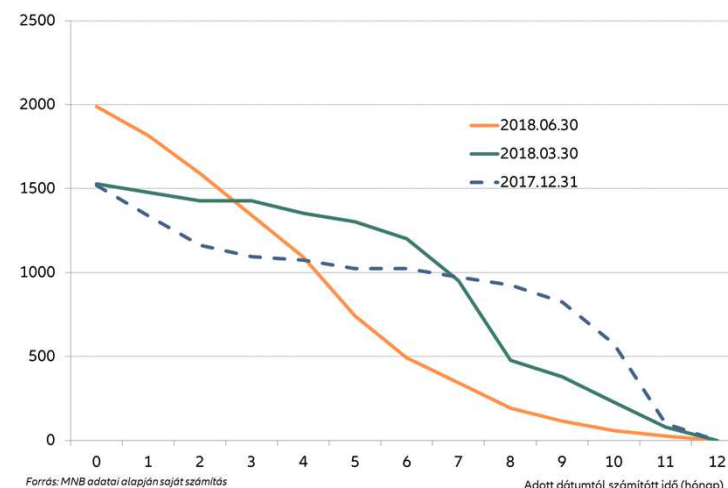
- A negyedév folyamán az MNB nem változtatott a kamatkondíciókon (alapkamat, kamatfolyosó) és az irányadó eszközben elhelyezhető összegben.
- A forint likviditást nyújtó FX swap állomány újabb lendületet vett, kicsivel 2000 milliárd forint alatt állapotodott meg.
- A 2018-ban indított nem konvencionális eszközök (kamatcsere más néven MIRS tenderek és jelzáloglevél-vásárlások) tovább folytak, a jelzáloglevél vásárlások növekedtek is júniusban.



HAZAI MONETÁRIS POLITIKA ÉS PIACI REAKCIÓK

- A globális kamatkörnyezet minden jel szerint már egy ideje fordulóban van, bár a nagy jegybankok a gazdasági és kamatciklus eltérő részével szembesülnek. A Fed már emel, az EKB az olasz félelmek ellenére meglépte az eszközvásárlás befejezését, igaz, továbbra is kedvező monetáris környezetet teremt. A régióban is voltak már kamatemelések (cseh, román).
- Ebben a helyzetben a pénzügyi piacokon a volatilitás megnövekedett, és a piaci szereplők elkezdtek „megtalálni” azokat az országokat, ahol vagy a fundamentumok gyengék, vagy a monetáris politika túl laza. Hatalmas gyengülések voltak Törökországban, Argentínában, de még a fejlett piacokhoz sorolt Olaszországban is.
- A magyar fundamentumok nem nevezhetők összességében gyengének, például a külső (deviza)adósság az elmúlt években látványosan csökkent, az államadósság/GDP arány csökkenő pályán, a folyó fizetési mérleg többlete továbbra is pozitív. A piac azt kezdte megkérdőjelezni, hogy az MNB laza monetáris politikája tartós tud-e maradni. Mivel a rövid hozamokat az MNB nyilatkozata erősen horgonyozta (előrejelzések, FX swap tenderek), ezért a gyengülés májusban még különösen a hosszabb lejáratokra volt hatással, illetve a forintot gyengítette el. Mivel a hazai deviza gyengülésének inflációt emelő hatása van (a mértéken lehet vitatkozni), ezért a piac az MNB rövid oldali elkötelezettségét is láthatólag megkérdőjelezte, így május közepétől (erőteljesebben június közepétől) a rövid hozamok is jelentősen emelkedtek és még a BUBOR kamatok is felfelé kúsztak.
- Az MNB Monetáris Tanácsa legutóbb 06.19-én ült össze. Az alapkamat és a kamatfolyosó a várakozásnak megfelelően nem változott. Az MNB kiemelte az inflációs cél iránti elköteleződését, és annak ellenére, hogy a 3%-os érték meghaladására számítanak a következő negyedévben, a cél tartós elérését továbbra is 2019 második felére teszik. A nem konvencionális eszközök kivezetéséről egyelőre nem volt szó. Az MNB tehát csak kismértékben engedett a piaci nyomásnak. Ez is okozhatta, hogy az EURHUF árfolyam csak időlegesen tudott erősödni és a hozamok emelkedése is folytatódott.
- A július elején megjelent júniusi ülésről készült jegyzőkönyvből annyit érdemes kiemelni, hogy az MNB sem számol már azzal, hogy az 5-8 negyedévet lefedő előrejelzési horizonton a jelenlegi laza monetáris kondíciók fenn tudnak maradni. Ennek egy része nem feltétlen újdonság, hiszen a MIRS tender idei befejezéséről már lehetett hallani nyilatkozatot korábban, vélhetően az FX swap tendert is elkezdte majd leépíteni az MNB, a futamidő rövidítése már látszik az állományok lefutásán.

FX swap állomány lefutása (amennyiben nem lenne új ügylet)

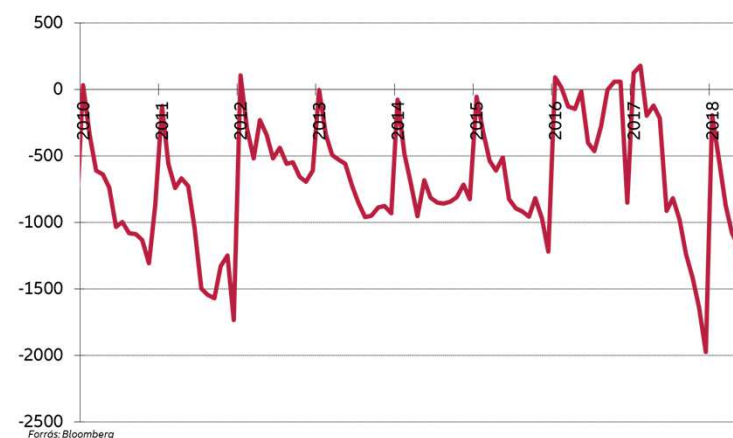




HAZAI ÁLLAMPAPÍR KIBOCSÁTÁSOK

- A magyar állampapír-piac nemzetközi viszonylatban is érzékelhető második negyedéves alulteljesítését az államháztartás magas pénzforgalmi hiánya is rontotta, ami elsősorban a felpörgetett EU-s pályázati pénzek megelőlegezéséből adódik. Emiatt a kedvező piaci helyzetben az ÁKK kénytelen volt az előző évhez képest jelentősen megemelni a kibocsátási összegeket (előző évben 20 milliárd körüli DKJ aukciók után idén sokszor 50 milliárdosak a meghirdetések, fix államkötvényekben 100 milliárd feletti aukciókat is láttunk). Az ÁKK 06.20-ra viszont visszavásárlási aukciót hirdetett, és a következő hétre már likviditási aukciót sem ütemeztek be (azóta volt, bár már nem heti rendszerességgel), amiből a piaci szereplők arra következtetnek, hogy érkeztek be nagyobb EU-utalások. A júniusi egyenleg (1420 milliárd volt a kumulált hiány) közzétételéhez kapcsolódó sajtóközleményből látszik, hogy még mindig jelentős a megelőlegezett összeg (1118 milliárd uniós kifizetéssel szemben 162 milliárd forint folyt be). A negyedév végére a finanszírozási igény ennek ellenére láthatólag csökkent, az év végi hiánycélt a Kormány nem látja veszélyben, a jövő évre benyújtott költségvetés óvatos (pl. megnövelt tartalékok) és az elkövetkező évekre folyamatosan csökkenő hiányt céloz meg a Kormány.
- Az államkötvény aukciók egyébként a félév végét kivéve jellemzően jó kereslet mellett zajlottak, az ÁKK a meghirdetett összeget meg is emelte, így mostanra az időarányos finanszírozási tervvel jól áll.
- A lakossági papírok esetében látszik az ÁKK törekvése hogy a vásárlói kör ténylegesen a lakosság köréből kerüljön ki. A második negyedévben az állomány növekedése lelassult, főleg az első negyedévhez képest, amikor a nem-lakossági befektetők kiszorításáról megszületett a döntés (első negyedévben nagyságrendileg 300milliárd, míg a másodikban 100milliárd nettó növekedés). Az ÁKK másik célja, a futamidő hosszítása felé is elmozdultunk, hiszen a féléves kötvény utáni értékesítési jutalék csökkentése után ennek állománya lecsökkent.

Államháztartási hiány (pénzforgalmi, kumulált, milliárd forint)



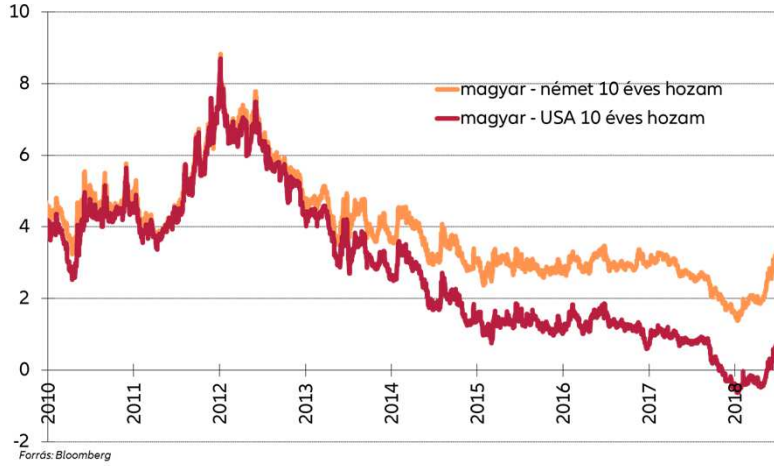
Külföldi állampapír-állomány



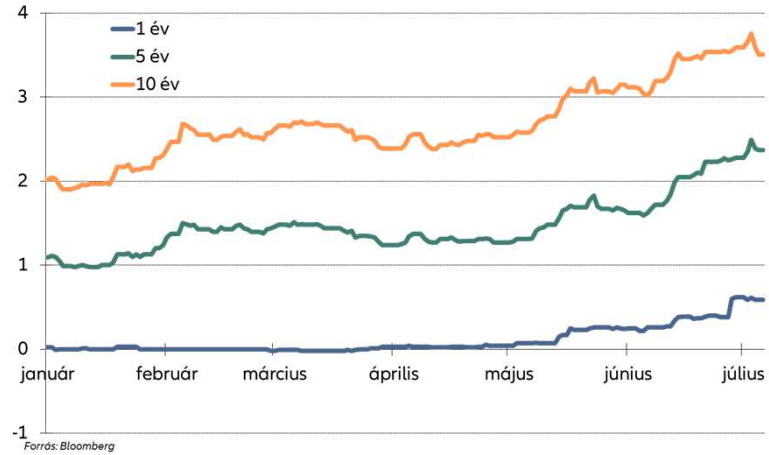


HAZAI ÁLLAMPAPÍR-PIAC - GRAFIKONOK

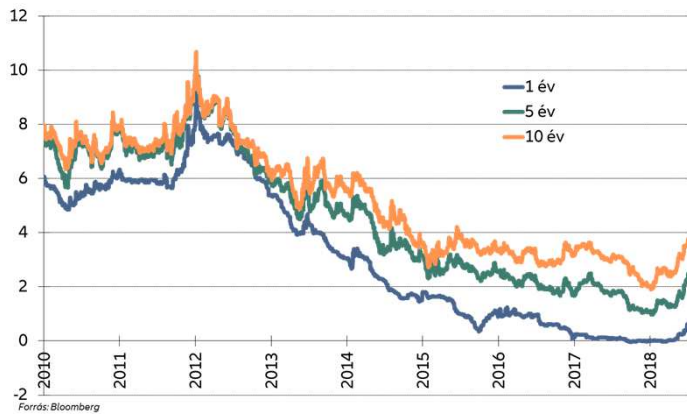
Nemzetközi összehasonlítás



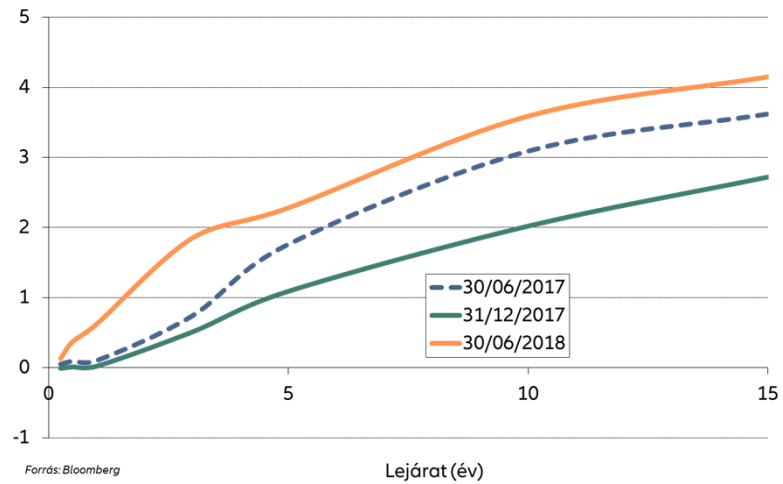
Állampapír hozamok 2018-ban



Állampapír hozammozgások



Hozamgörbe





POZÍCIÓK A NEGYEDÉV SORÁN

Duration súlyok

- A 2019-es lejáratú államkötvényeket jórészt eladtuk, és a DKJ-k közül a hosszabb lejáratokból is adtunk el.
- Az állampapírpiazi hozamemelkedés során csak óvatosan vettünk kötvényeket, jórészt csak a benchmarkok hosszabbodásának lekövetésére.
- A második negyedév során a hosszú (5 év feletti) kötvények jelentős hozamemelkedését követően azok duration alulsúlyát semleges közeli szintre növeltük, de az éven túli lejáratokra összességében jelenleg még mindig csak benchmark közeli súlyokat tartunk, jelentős long pozíciókat még nem terveztünk.

„Feláras” kötvények

- Állampapír feletti hozamszinteken indultunk számos jelzáloglevél aukción, azonban csak kis tételt sikerült venni végül, viszont igen kedvező szinteken, állampapír hozamszint alatt sikerült eladni is hasonló mennyiségben.
- Államilag garantált kibocsátásból MFB kötvényből vettünk az áprilisi és májusi aukciókon.

Részvények

- A második negyedévben jellemzően enyhe alulsúly vagy neutrális pozícióban tartottuk a részvényeket. Nagyobb alulsúly pozíciók csak a Növekedési és a Kockázatvállaló portfólióban kerültek kialakításra. Számos esetben a beadott vagyon időben akár jelentősen eltolt befektetésével sikerült számottevő hasznot realizálni. Jelenleg az eddig a kockázatoknak rendkívül ellenálló USA részvényekből tartunk a benchmarknál kevesebbet a portfóliókban, míg Európát semlegesen ítéljük meg.
- A régióban több apróbb értékpapír kiválasztást hajtottunk végre. Például román részvényekből építettünk ki alulsúlyt, melyet 1-2 esetben már zárunk is, de még mindig van alulsúlyozott román részvényünk. Kevesebbet tartunk a lengyel CDR Projektből mely már extrém árazással forog. Több ízben vállaltunk taktikai pozíciókat MOL és OTP részvényekben is.

RÉSZVÉNYPIACOK

3





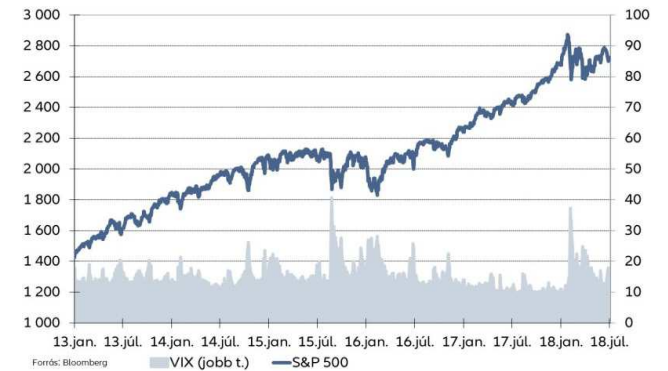
NEMZETKÖZI RÉSZVÉNYPIACOK: „AMERICA FIRST”

Míg az első negyedévben a fejlett piaci hozamemelkedés és a kereskedelmi konfliktus kirobbanásának következtében globálisan a legtöbb piacon megnövekedett a volatilitás, a második negyedévben beindult a szelekció és inkább a feltörekvő piacokat büntették a befektetők. A tengerentúli kereskedésben némileg megnyugodtak a kedélyek, igaz az S&P csúcsdöntése elmaradt. A FED monetáris politikájának szigorodásában (kamatemelés, mérlegleépítés) és az ezáltal kiváltott dollár és a hozamemelkedésben már nem a likviditás szűkülését látják a szereplők, inkább a mindezek okaként szereplő erős gazdasági fundamentumokra fókuszálnak. Ezt a Trump kormányzat által folytatott pro-ciklikus fiskális politika támogatja, miközben a kereskedelmi háború fejleményei kevésbé érintik kedvezőtlenül a hatalmas belföldi piaccal rendelkező amerikai vállalatokat.

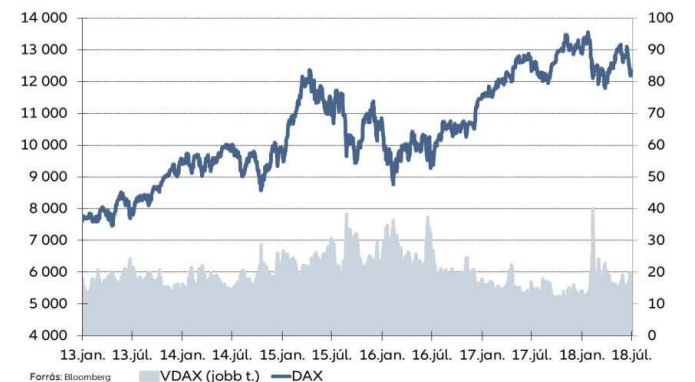
Trump igyekszik beváltani választási ígéreteit, az utóbbi időszak főként a protekcionista védővámok jegyében telt. Ezek főként kínai vállalatok ellen irányultak, de hatásai a világ legtöbb piacán érezhetőek. Az 50 Mrd-os csomagot már a kínaiak sem hagyták szó nélkül, válaszlépésként ők is hasonló intézkedést helyeztek kilátásba. A német autógyártókat ez halmozottan hátrányosan érintené, mivel az Amerikába exportált termékeken kívül az USA-ban előállított és onnan Kínába exportált gépjárművekre is extra vámot kellene fizetni. A helyzet súlyosságát jelzi, hogy a Daimler emiatt profit warning-ot adott ki. Trump azóta már egy 200 Mrd-os csomaggal rémisztget és ki tudja hol áll meg a licit, ezzel pedig folyamatosan növekednek a kockázatok a globális növekedésre nézve.

Az európai piacokat emellett az olasz kormányalakítás körüli „mini válság” is kedvezőtlenül érintette, azonban a lehetőségekhez képest sikerült megnyugtatóan rendezni a szélsőbal és a szélsőjobb kormányalapítása körül kialakult helyzetet. Ezzel a befektetőket legjobban aggasztó 350 Mrd eurónyi EKB által megvásárolt adósság elengedése és az unióból való kilépés gondolata is lekerült a napirendről. Eközben az EKB decembertől lezárja az eszközvásárlási programot, kamatemelés 2019 nyara előtt továbbra sem várható.

Az S&P 500 és a VIX index alakulása



A DAX és a VDAX index alakulása

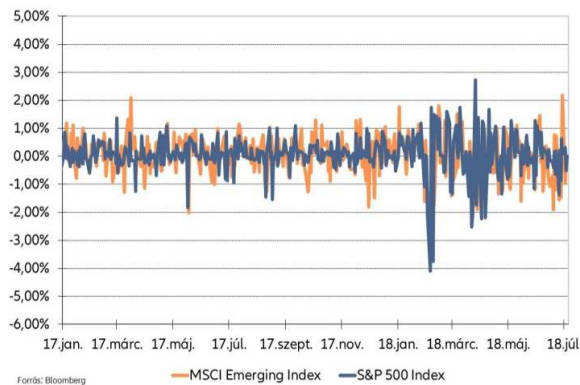




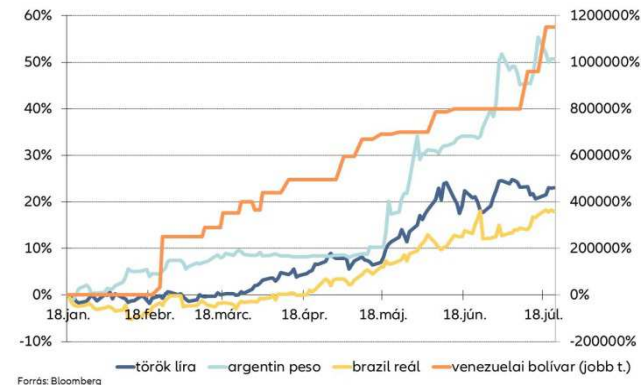
NEMZETKÖZI RÉSZVÉNYPIACOK: ÖSSZTÚZBEN A FELTÖREKVŐK

Az elmúlt hónapokban jelentős mennyiségű tőke áramlott a feltörekvő piacokról az USA irányába. Ez a nagy jegybankok szigorodó politikájának, az emelkedő USA hozamok, az erősödő dollár és a kereskedelmi konfliktus hatása. Ezt tetézték a lokális problémák nyomán kialakult kockázati prémium-sokkok, amik különböző mértékben érintették a szereplőket. A megváltozott nemzetközi környezet első áldozata Argentína lett, ahol a gyenge fundamentumok és a gazdaságpolitikai hibák miatt a többszöri durva kamatemelés ellenére az IMF segítségét kérték. Hasonló történet zajlott Törökországban, ahol a túlzott hitelezés, a magas infláció, a folyó fizetési mérleg hiány és az autokrata vezető miatt büntették a befektetők a piacot. Venezuelában gyakorlatilag összeomlott a bolívar, amennyiben egyáltalán dollárhoz lehet jutni. Brazíliában is romolhat a helyzet a gyenge gazdasági teljesítmény és a korrupciós ügyek miatt kialakult kormányzati bizonytalanság következtében. Kína pedig a kereskedelmi adok-kapok hatásaitól szenved.

Indexek napi volatilitása



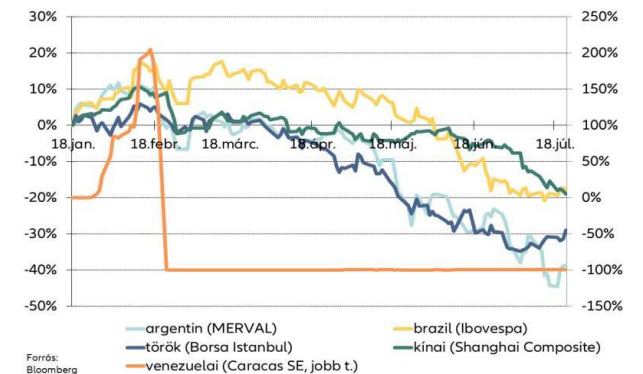
Dollárhoz mért devizaárfolyamok változása



MSCI Emerging és S&P 500 Indexek napi árfolyamváltozása



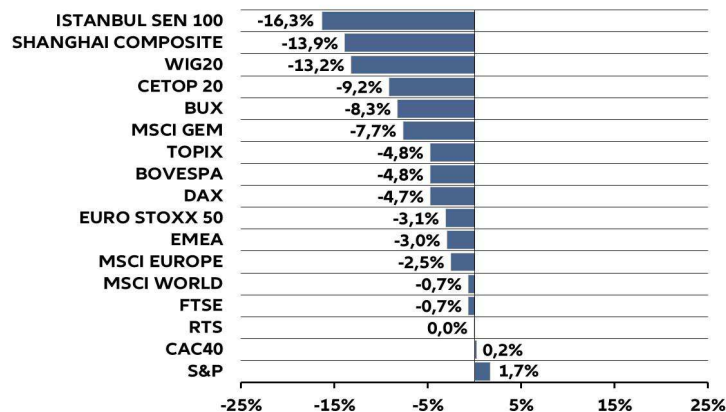
Részvényindexek árfolyamértékének változása (USD-ban)





NEMZETKÖZI RÉSZVÉNYPIACOK: GYENGE FÉLÉVES TELJESÍTMÉNY

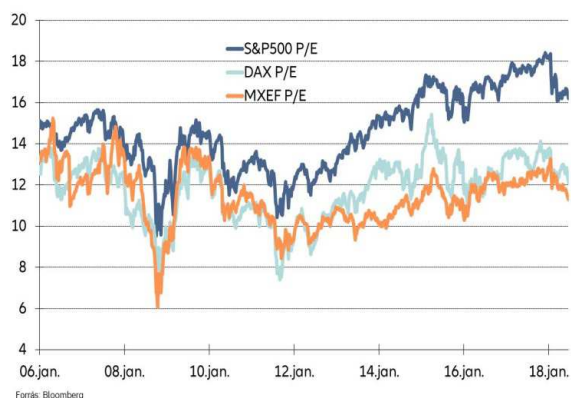
Részvényindexek alakulása (saját devizában) 2018H1



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

Az első félévben összességében gyengén teljesítettek ebben a környezetben a világ tőzsdéi. Az S&P 1,7%-os emelkedésével felül, míg a DAX 4,7%-os visszaesésével alulteljesítő volt. Az amerikai index teljesítményét a FANG (Facebook, Amazon, Netflix, Alphabet) részvények jelentősen támogatták, mivel ezek a cégek kisebb kitétséggel rendelkeznek a kínai piac felé. Ennek ellenkezője mondható el a német autógyártókról, akik emellett a dízelbotrány következményeitől továbbra is szenvednek. Az alacsony kamatkörnyezettel és strukturális problémákkal küzdő német bankok is joggal okolhatóak az alulteljesítésért. A fejlődő piacokon a korábban említett amerikai hozamemelkedés és a kereskedelmi háború miatti tőkekivonás következtében jelentősek voltak a mínuszok. Ennek legnagyobb vesztesei a Shanghai Composite és a lokális problémákkal is küzdő argentin és török indexek voltak, de a lengyel és a magyar indexek sem szerepeltek túl fényesen.

Részvényindexek P/E alapú értékeltésége

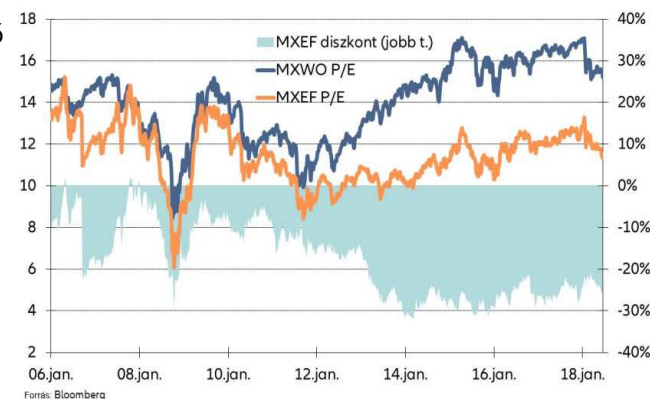


Forrás: Bloomberg

Az előretékintő P/E alapú árazások alapján idén jelentősen csökkentek az értékeltéségek, legnagyobb mértékben a feltörekvő piacok esetében. Utóbbiak árazási diszkontja a fejlett piacokhoz képest az év eleji 22% körüli értékről 26%-ra növekedett félév végére.

A 12 havi előretékintő eredményvárakozások a fejlett piacok esetén tovább tudtak emelkedni, azonban a fejlődők esetében április eleje óta csökkenés figyelhető meg. Ez a cash flow alapú értékelések esetében a diszkont faktor emelkedése után a pénzáramlás csökkenését is jelenti, ami veszélyes elegyet alkot.

MSCI Emerging diszkont alakulása



Forrás: Bloomberg

RÉGIÓS RÉSZVÉNYPIACOK

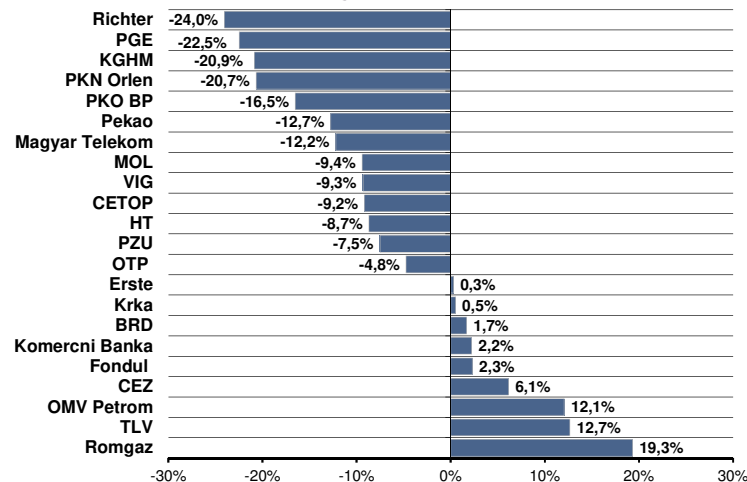
A második negyedév feltörekvő piaci eladási hulláma komolyan elérte a CEE régiót is. A CETOP indexben alig találunk az április-június időszakban pozitív hozamot felmutató papírt. A legjobban teljesítő CEZ is mindössze 2,5%-ot erősödött, ami viszont kétséget kizárólag a javuló fundamentumoknak köszönhető. A áram ára ugyanis további 20%-kal szárnyalt és immár 44 eurós szintre emelkedett, amire utoljára 2012 végén volt példa. A további emelkedésnek gátja ugyanakkor a cseh politika, melynek bizonyos szereplői a vállalat nyakába akarják varrni az új atomerőmű projektet, mely a jelenlegi árakkal masszívan negatív NPV-jű óriásprojekt.

Az első negyedév sztárja, a román tőzsde ezúttal gyengébben teljesített, ugyanis újra nagyon komolyan napirendre került a magánpénztári rendszer „reformja”. Az erősen deficités költségvetésnek szüksége lenne a pénztárakba utalt összegekre (kb. GDP 1%-1,5%-a) nem is beszélve a már ott lévő, 10 milliárd eurót közelítő eszközállományról. A téma napirendre emelése egy komoly kockázat, az amúgy remek fundamentumokkal és nem túl drága árazással forgó román részvénytársaság számára.

A lengyel társaságok régiós versenytársakkal szembeni prémiuma tovább olvad (számos esetben már nem is beszélhetünk prémiumról), ami a kormány egyre fokozottabb szerepvállalásának köszönhető, mely az energia társaságok mellett már egyre komolyabban érinti a teljes pénzügyi szektort is. A Pekao-Alior egyesülés fontolgatása egy ékes példája ennek.

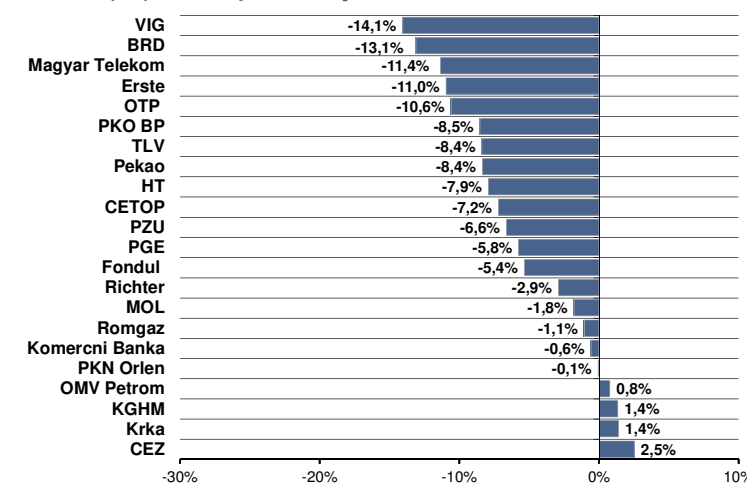


CETOP papírok teljesítménye 2018 H1



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

CETOP papírok teljesítménye 2018 Q2



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

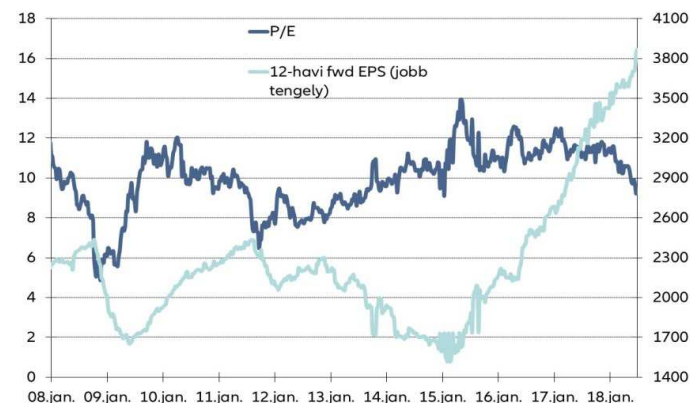


HAZAI RÉSZVÉNYPIAC: FOLYTATÓDÓ KIJÓZANODÁS

A BUX index a nemzetközi trendhez hasonlóan januárban még új csúcsra tudott menni, viszont 41.500 pont fölött megfordult a szélirány és azóta a többi feltörekvő piaccal egyetemben az eladóké a főszerep. Az első félévben összességében 8,3%-ot esett az index, amiben a nemzetközi környezet romlása mellett a Richter vesszőfutása is szerepet játszott. Az értékeltség így kedvezőbb szintekre került, miután a csökkenő árak mellett az eredményvárakozások is tovább emelkedtek. A 12 havi előretekintő P/E értéke 9,2-re csökkent, ami majdnem 10%-os diszkontot jelent az elmúlt 10 év átlagához képest és régiós összevetésben is csak a román piac tűnik olcsóbbnak. A magas EPS várakozások azonban már óvatosságra intenek.

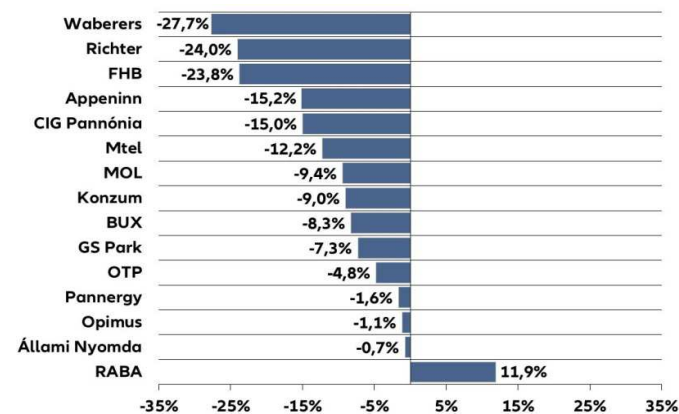
Az OTP masszív 65,1 Mrd forintos eredményt ért el Q1-ben. A jövőben a kockázati költségek csökkenése helyett inkább a kamatok és a hitelállomány emelkedése támogathatja az eredményt. Kérdés, hogy a törlesztő részletek emelkedésével a kockázati költségek hogyan alakulnak majd. A MOL esetében az olajár erősödése az upstream divízióknak kedvező, a finomítói marzsokat viszont gyengíti, miközben a retail divízió továbbra is kiválóan teljesít. A 625 m dolláros Q1-es EBITDA-val mindenesetre tarthatónak tűnik a menedzsment 2-2,2 Mrd dolláros éves célja. A Richter esetében az Esmya kálváriája mellett a román nagykereskedelmi partner működési engedélyének bevonása is nyomást jelentett az árfolyamra, miközben Q1-ben még a devizahatások is negatívak voltak. Az áprilisban indult forintgyengülés utóbbin segíthet. Az MTEL árfolyamát a benchmark 10 éves állampapír hozamának jelentős emelkedése nyomasztotta. A jövővel kapcsolatban továbbra is az erősödő piaci verseny és a frekvenciatenderek jelentenek kockázatot.

BUX index EPS várakozás és P/E



Forrás: Bloomberg

Főbb magyar részvények teljesítménye 2018 H1



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

HITELVISZONYT MEGTESTESÍTŐ
ÉRTÉKPAPÍROK MINŐSÍTÉSE

4





ALACSONY MINŐSÍTÉSŰ HITELVISZONYT MEGTESTESÍTŐ ÉRTÉKPAPÍROK PORTFÓLIÓNKÉNT 2018.06.30-ÁN

Alacsony minősítésű hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok 2018.06.30-án			
Portfólió	Értékpapír megnevezése	Névérték	Minősítés oka

Nincs ilyen papír jelenleg.