

VAGYONKEZELŐI BESZÁMOLÓ

ALLIANZ ÖNKÉNTES NYUGDÍJPÉNZTÁR

2018. III. NEGYEDÉV

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

2018.10.12.

Allianz 

TARTALOM

1

BENCHMARK HOZAMOK ÉS TELJESÍTMÉNYEK

2

MAKROGAZDASÁGI ÖSSZEFOGLALÓ

3

RÉSZVÉNYPIACOK

4

**HITELVISZONYT MEGTESTESÍTŐ
ÉRTÉKPAPÍROK MINŐSÍTÉSE**



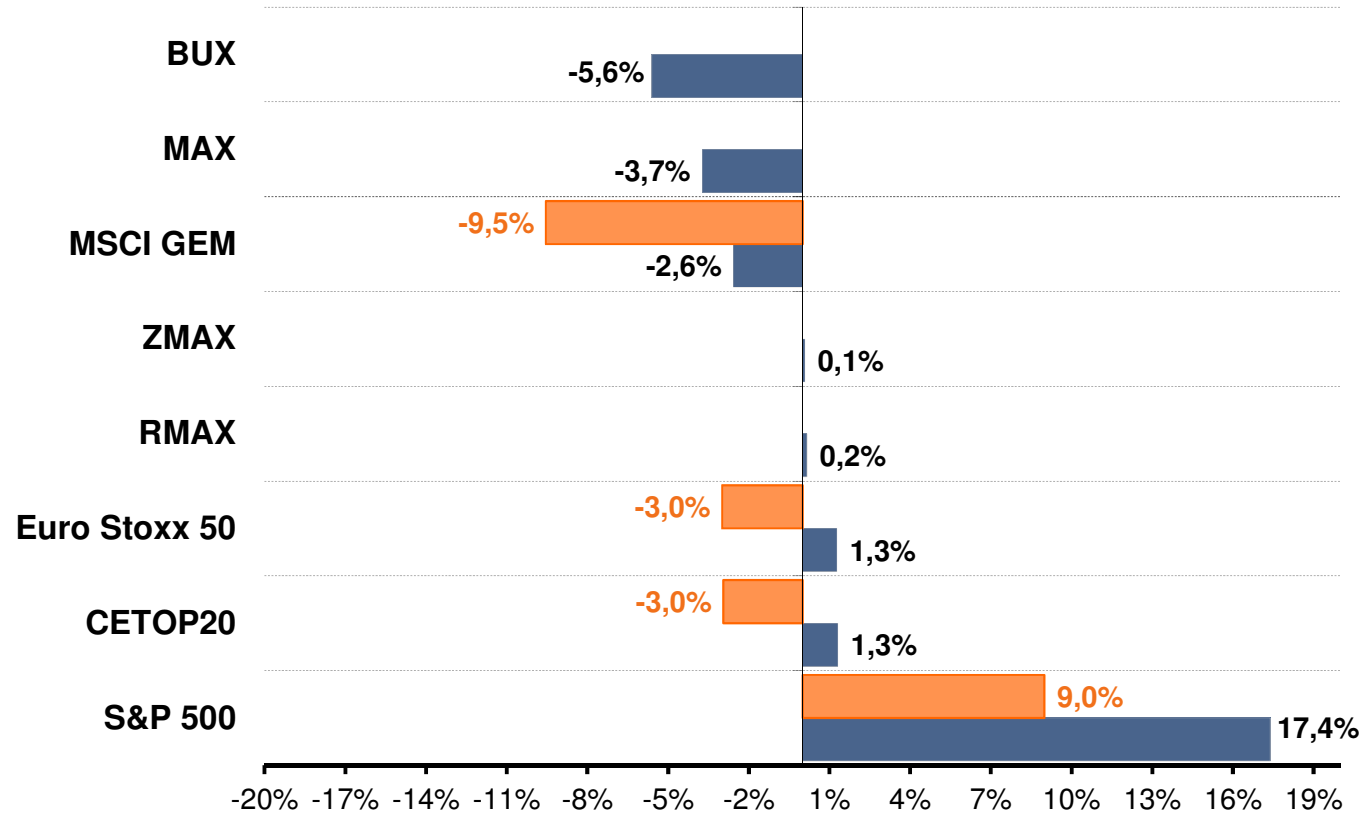
BENCHMARK HOZAMOK ÉS TELJESÍTMÉNYEK

1





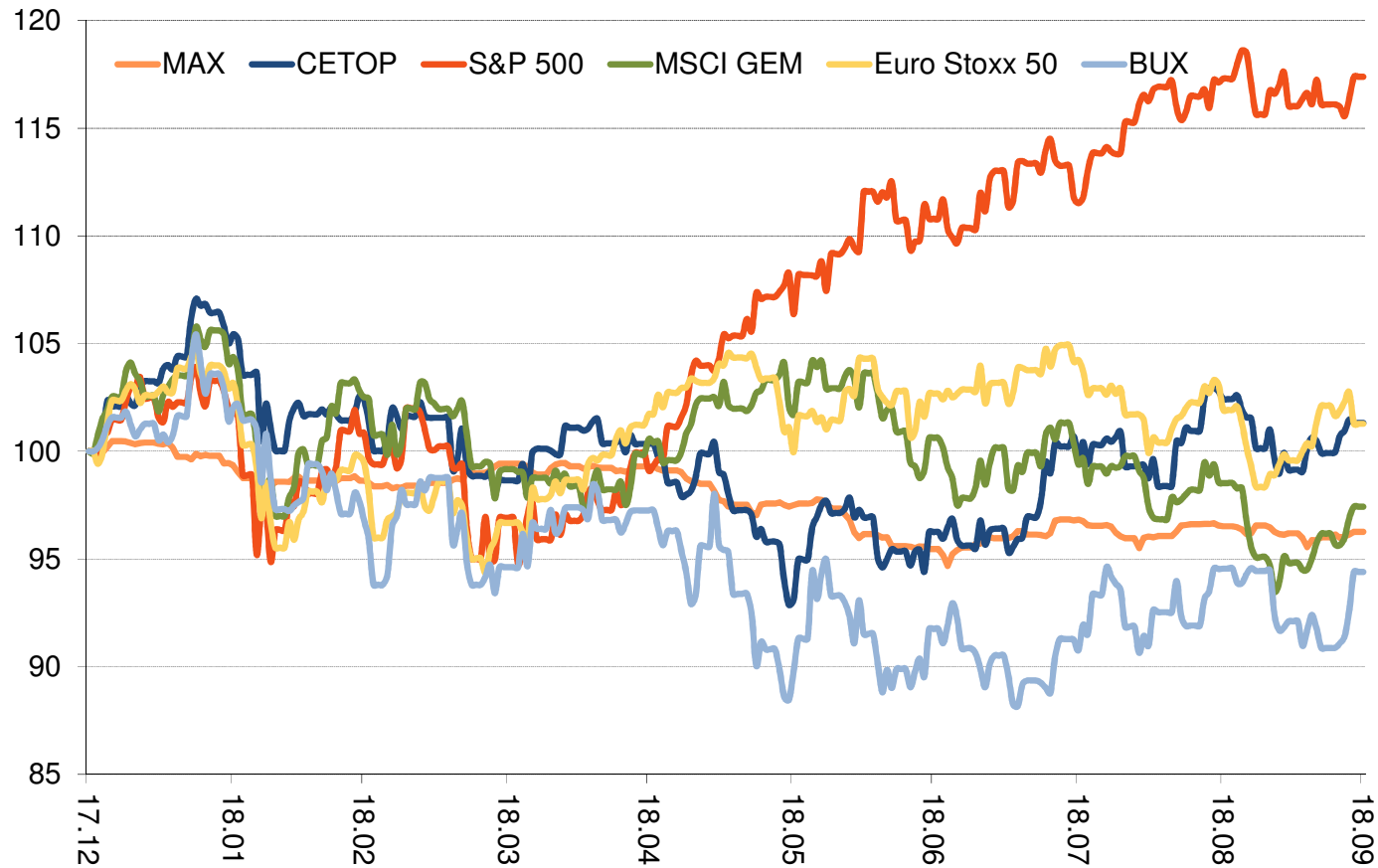
FŐBB INDEXEK TELJESÍTMÉNYE 2018 YTD (HUF ÉS SAJÁT DEVIZA)



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő



FŐBB INDEXEK ALAKULÁSA 2018 YTD



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

MAKROGAZDASÁGI
ÖSSZEFOGLALÓ

2

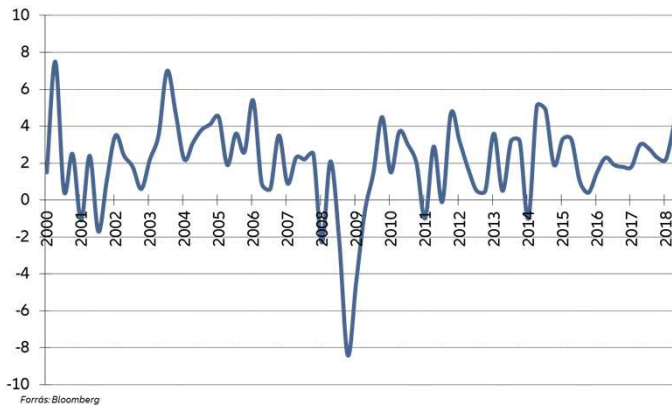




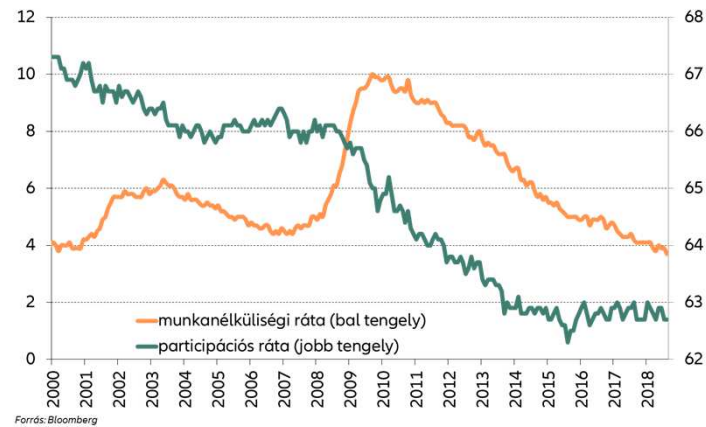
USA GAZDASÁGI ADATOK

- Az amerikai gazdaság a harmadik negyedévben is jól teljesített, az infláció sem mérséklődött vissza. Mindez támogatja a Fed további kamatemeléseit.
- Az Egyesült Államok gazdasága a második negyedévben erős növekedést mutatott, az éves növekedési ütem 4,2% lett. Láthatóak már az adócsökkentés és az infrastrukturális beruházások hatásai.
- A munkanélküliségi ráta ereszkedése folytatódott, és már stabilan 4% alatt jár, szeptemberre vonatkozólag 3,7%-os érték jelent meg. A participációs (foglalkoztatási) ráta érdemben nem változott már évek óta, ami nem rossz hír, mivel a demográfiai folyamatok az USA-ban is inkább a gazdaságilag aktív népesség csökkenése felé hatnak.
- Az infláció az előző negyedévhez képest érdemben nem mutatott elmozdulást, az augusztusi évesített érték 2,7% lett, a Fed által még nagyobb figyelemmel kísért magindex (core PCE) 2% maradt.

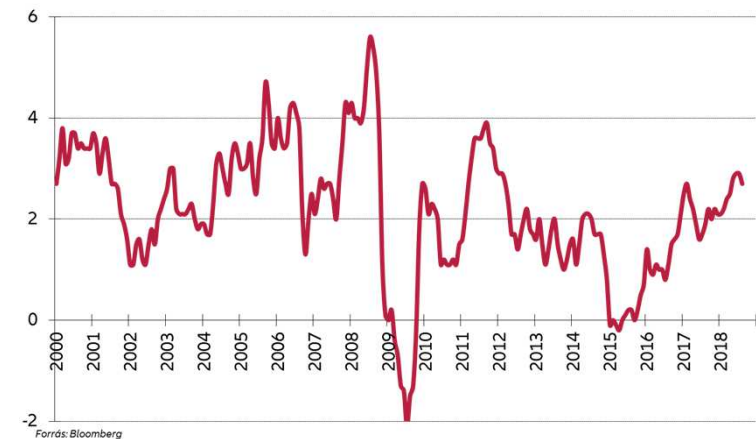
USA reál GDP növekedése



USA munkaerőpiac



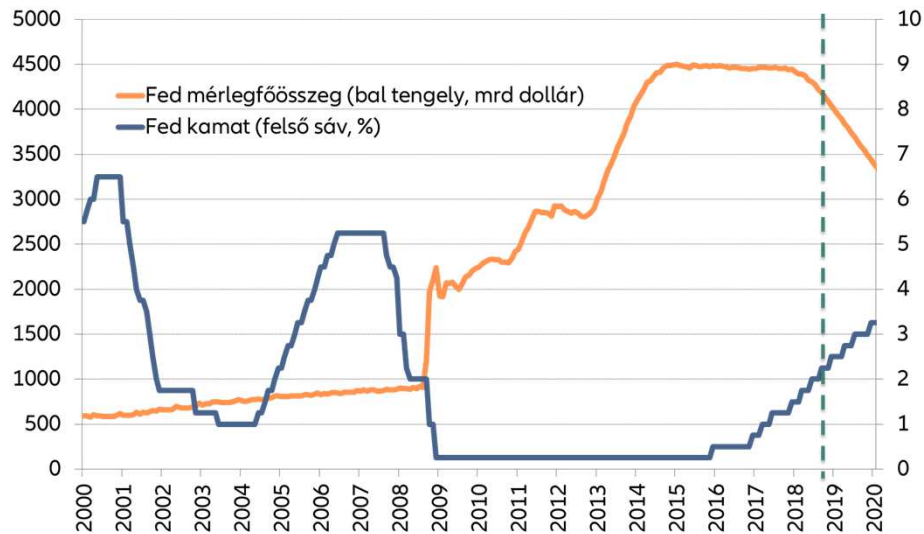
USA infláció





USA – MONETÁRIS POLITIKA

USA monetáris kondíciók



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

- A Fed Nyílt Piaci Bizottsága legutóbb 09.25-09.26-án tartotta ülését, ahol a piaci várakozásoknak megfelelően újabb 25 bázispontos kamatemelésről határoztak (a harmadik idén). A gazdasággal kapcsolatban továbbra is optimista volt a közlemény.
 - Ami talán meglephette a piaci szereplőket az az, hogy a szövegből kikerült az „alkalmazkodó” jelző. Ezt önmagában lehet úgy is érteni, hogy ha már nem laza a monetáris politika, akkor semleges, és ez jelentheti a kamatemelések közelgő végét. Ugyanakkor Jerome Powel a döntés utáni sajtótájékoztatóján tisztázta, hogy ez a változás csak az eddigiek lekötése, és a monetáris politika irányában egyelőre nincs változás. Továbbra is szeretnék elkerülni mindkét végletet, azaz ha túl keveset emelnek, akkor a túlfűtötté váló gazdaságban hirtelen nő meg az inflációs nyomás, ha a szigorítás túlzott, akkor a gazdaságban következik be szükségtelen lassulás, és az infláció is a cél alá eshet. Október legelején ugyanakkor egy, az infláció potenciális emelkedéséről szóló Powel-beszéd tovább lökte a kamatemelési várakozásokat.
 - A kamatdöntéssel kapcsolatban megjelent gazdasági előrejelzésekben a növekedésre vonatkozó várakozás 2018-ra 0,3, míg 2019-re 0,1 százalékponttal emelkedett.
- Mind a makrogazdasági előrejelzések, mind az FOMC tagok kamatvárakozásaiból készített pont-ábra is azt mutatja, hogy a további kamatemelések előtt nyitva az út.
 - Idén még decemberben várható egy 25 bázispontos emelés, míg jövőre 2-4 szigorítás látszik az ábrák alapján valószínűnek.
 - A Fed 2017 őszén határozott meg egy „menetrendet” a mérleg fokozatos leépítésére, negyedévenként növekvő intenzitással. Ettől nem volt eltérés: októbertől ismét 10 milliárd dollárral nő a havonta meg nem újított állampapír- és jelzálogkötvény-állomány (30+20, azaz 50 milliárd dollár havonta). Ez az összeg a következő negyedévben már nem fog változni. Korábban lehetett azt olvasni, hogy a Fed nem tervezi a mérleget a válságot megelőző szintre vagy az alá csökkenteni. Mivel azonban a válság előtti állományoktól még távol vagyunk, az eszközvásárlás ütemének csökkenésének bejelentése nem várható a közeljövőben.



USA – KERESKEDELEMPOLITIKA, IDŐKÖZI VÁLASZTÁSOK

- A kereskedelmi háború továbbra is fontos téma a tőkepiacokon, ugyanakkor a kereskedők talán már egy kissé kevésbé érzékenyen reagálnak a hírekre. A nagy jegybankok (Fed, EKB) is inkább kívánnak a hosszabb távú hatások megítélésével. Azért a félelmek eltűnéséről nem beszélhetünk, akár az európai, akár a kínai piacokra nézünk.
- Kína felé a korábbi 34 majd 16 milliárdos termékkör után egy újabb 200 milliárdos állományra vetett ki az USA megemelt vámot. Kína ezt már nem tudta egy az egyben lekövetni, mert nincs ekkora importja az USA felől, de azért ellenlépések így is voltak. A kétoldalú kereskedelmi tárgyalást egyelőre nem folytatta tovább Kína, feltehetően a novemberi időközi választások eredményét várják, egy esetleg gyengülő elnökkel szemben ugyanis erősebb lehet az alkupozíció egy újrakezdett tárgyalás során.
- Az USA közben megállapodott Kanadával és Mexikóval a vámmentességről.
- A november 6-i USA időközi választások eredménye kapcsán az elemzők egyelőre a demokraták súlyának növekedésére számítanak, sőt képviselőházi többségre is esélyt látnak. Ez esetben az elnöki rendeletek adnak majd még valami mozgásteret Trump részére, mert a képviselőházi szavazatok többségét nehéz lesz majd megszerezni. E mellett több kongresszusi bizottságban is többségbe kerülhetnek a demokraták, ezzel lassítva a döntési folyamatokat, és különböző vizsgálatokat kezdeményezhetnek az elnök ellen. Az úgynevezett „impeachment” eljárás megindítása is valószínű lenne ez esetben. Ez az elnök elmozdítását is eredményezheti elméletben, ugyanakkor ez nem valószínű kimenetel, hiszen a szenátusban kétharmados többség kell ennek véghezviteléhez. Az USA történelmében eddig két ilyen eljárásra volt eddig példa (legutóbb Bill Clinton ellen), de azok sem vezettek eredményre.

Az USA, kínai és német részvénypiacok relatív teljesítménye



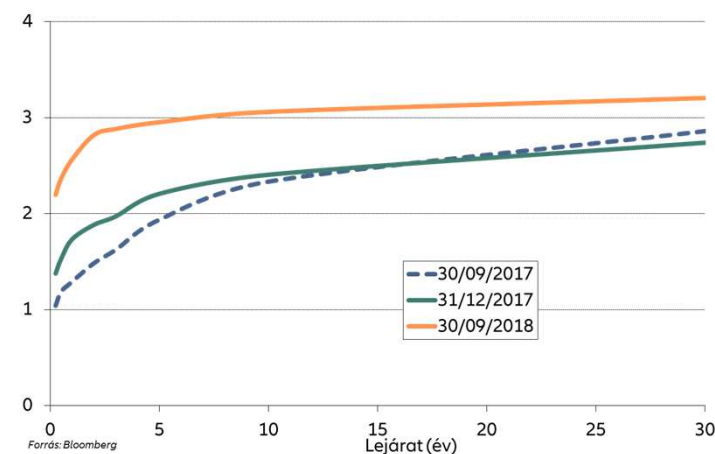
Forrás: Bloomberg



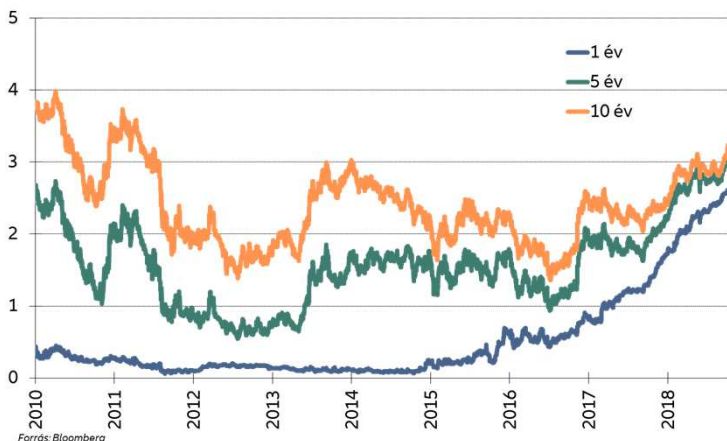
USA ÁLLAMPAPÍRPIAC

- A kamatemelés és a mérlegleépítés továbbra is a hosszú amerikai államkötvények hozamának emelkedése felé hat, ami minden mást változatlanul feltételezve kedvezőtlen a nemzetközi kötvény- és részvénypiacokra nézve.
- Az második negyedévben a tíz éves hozam inkább csak alulról közelítette a 3%-os szintet, azonban a Fed kamatdöntést megelőző hetekben a hozamemelkedés újabb lendületet vett. Ezt követően az október 2-i Powell-beszéd hatására volt egy jelentős megugrás az ártrendező kamatemelési várakozások következtében. A rövid hozamok esetében is folytatódott az emelkedés, de a hozamgörbe meredeksége nem csökkent tovább (az inverzbe forduló hozamgörbe recessziós várakozásokról árulkodhatna).

Hozamgörbe



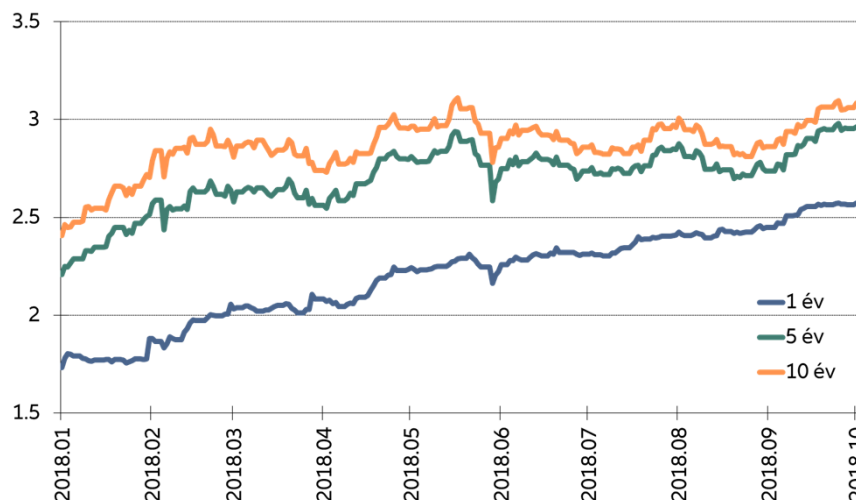
Állampapír hozammozgások



Forrás: Bloomberg

Vagyonkezelői beszámoló | Allianz Alapkezelő Zrt. |
© Copyright Allianz 2018. október 12.

Állampapírpiac 2018-ban



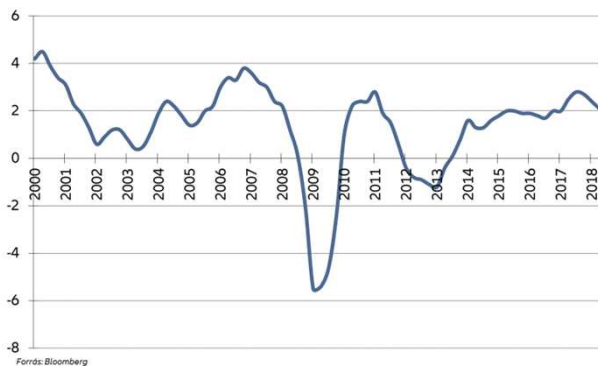
Forrás: Bloomberg



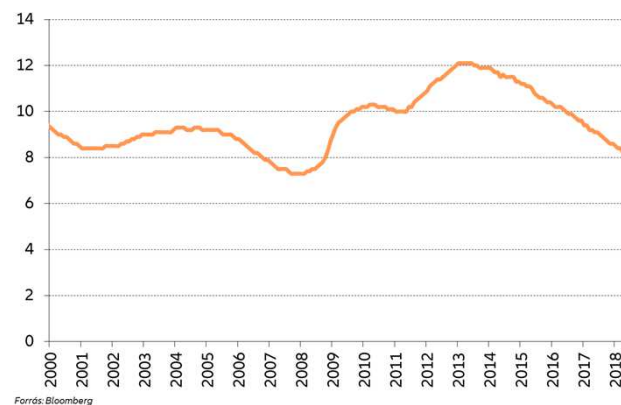
EURÓZÓNÁS GAZDASÁGI ADATOK

- Az Eurózána esetén összességében kevésbé impozánsak a gazdasági növekedésre vonatkozó adatok, mint amit az USA esetében láttunk. A GDP növekedése a 2. negyedévre 2,1% lett éves szinten, ami ugye egy korrekció az előző negyedév 2,5%-os adatához képest. Az ipari termelési és a kiskereskedelmi adatok is azért jellemzően inkább a várakozások alatt maradtak kissé.
- A munkanélküliségi ráta lassú mérséklődése folytatódott. A legutóbbi, augusztus hónapra vonatkozó érték 8,1% lett, ami még mindig a 2008-as szint felett van. A német adat is picit javulni tudott 5,1% lett. Az olasz szám pedig most nézett be 2002 óta először 10% alá (augusztus 9,7%).
- Ahogy azt negyedéve is írtuk, az infláció 2016-ban rugaszkodott el a nulla közeli szintekről, és bár 2017 folyamán és 2018 elején lassan visszafelé csorgott, most már hónapok óta évi 2% körül alakul (Eurózána-ra vonatkozó szeptemberi becslés 2,1%).
- Tehát a gazdaság alapvetően növekszik, bár egy relatíve szerény mértékben az infláció pedig az EKB céljánál alakul. Ez alapján nagyon valószínű, hogy az EKB nem lát majd okot, hogy az eszközvásárlás kivezetését az eredeti december végi dátumhoz képest eltolja. Viszont ha ez a tendencia marad, akkor az a későbbi kamatemelést támogatja inkább.

Eurózána reál GDP növekedés



Eurózána munkanélküliségi ráta



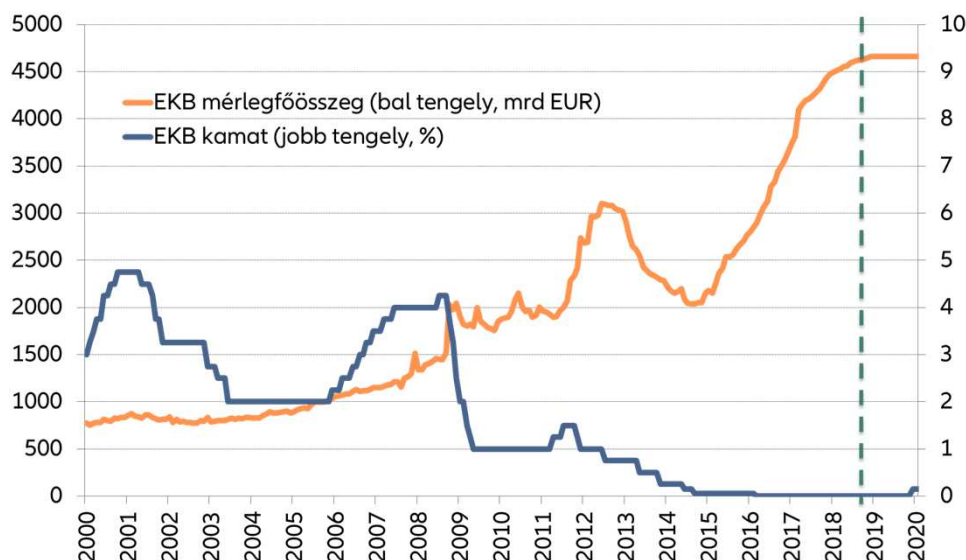
Eurózána infláció





EKB – MONETÁRIS POLITIKA

EKB monetáris kondíciók



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

- Lehetett olyan piaci értesülésekről olvasni, hogy az EKB tervezi, hogy amikor már nem növeli a mérlegét, akkor a Fed-nél látott „operation twist” nevű programhoz hasonlóan az idő előrehaladtával rövidülő kötvényeket hosszabbra cseréli. Ennek tényleges bejelentése egyfajta lazítást jelentene, így ezzel valószínűbb, hogy vár még az EKB, azaz még figyelni a reálgazdasági és inflációs folyamatokat.
- Az MNB többször kijelentette, hogy a monetáris politikájának fő irányát az EKB határozza meg, tehát az EKB döntéseit a továbbiakban is kiemelten kell figyelni.

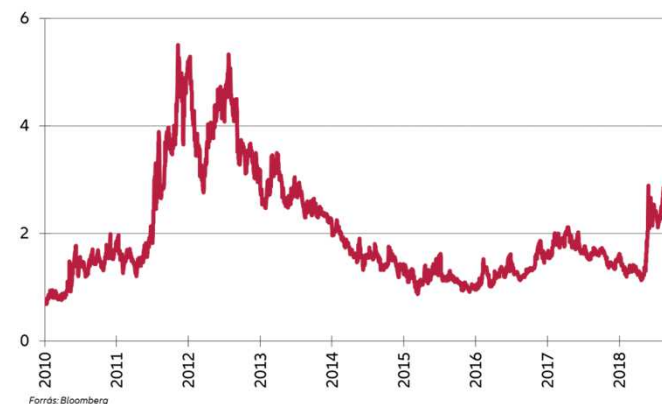
- Az Európai Központi Bank Kormányzótanácsa legutóbb szeptember 13-án tartott kamatdöntő ülést. Mivel júniusban született meg az eszközvásárlás kivezetésével kapcsolatos döntés, ahol a kamatokról is új irányutatást hallhattunk, ezért most még nem volt várható jelentős döntés. Végül a közlemény nem is tartalmazott érdemi újdonságot. A sajtótájékoztatón elhangzott, hogy a gazdasági növekedéssel kapcsolatos várakozásokat enyhén visszavette az EKB, az inflációra vonatkozóan ugyanakkor nem volt változás. Az EKB egyébként egyelőre nem aggódik az olasz fejlemények miatt, és a török/argentín válságot sem tartja jelenleg az Eurózónás inflációra és gazdasági növekedésre veszélyesnek.
- Ami tehát az eddigi közlemények alapján látható:
 - 2018. utolsó negyedében már csak 15 milliárd eurós a havi eszközvásárlási összeg (azaz lefeleződött az év utolsó három hónapjára),
 - 2018 decemberével pedig be is fejeződik a program.
 - Kamatemelés legkorábban 2019 nyarát követően várható.



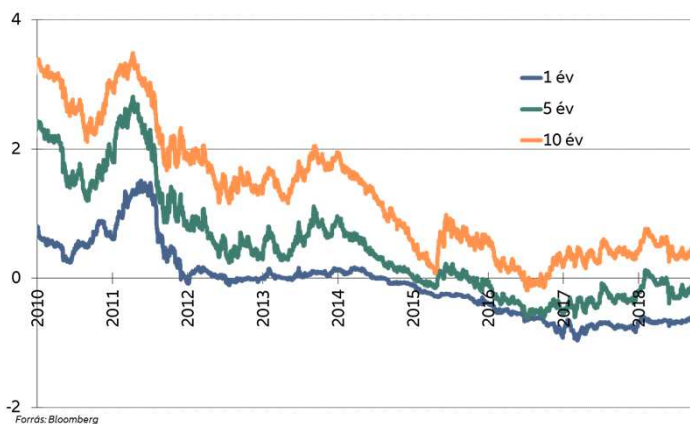
EURÓZÓNÁS ÁLLAMPAPÍRPIAC

- A német állampapírok erősödése ebben a negyedévben megtorpanni látszott, ugyanakkor még az ezévi legmagasabb hozamszinteket nem értük el. A német hozamok emelkedését még mindig hátráltatja a konzervatív költségvetés és az EKB még mindig tartó eszközvásárlása. E mellett az USA hozamemelkedés és a kereskedelmi háborús félelmek kapcsán látható feltörekvő piaci bizonytalanságok erősítik a német kötvénypiacot (menekülőeszközként funkcionál).
- A negyedév végén az olasz kormány a költségvetési hiány növelését jelentette be, ami az USA és német hozamemelkedés hatását megnövelte, és az európai hozamok emelkedését vonta maga után. A tíz éves olasz államkötvény hozama bőven 3% fölé ugrott, a német állampapírokhoz viszonyított spread pedig átlépte az idei lokális maximum értékét.

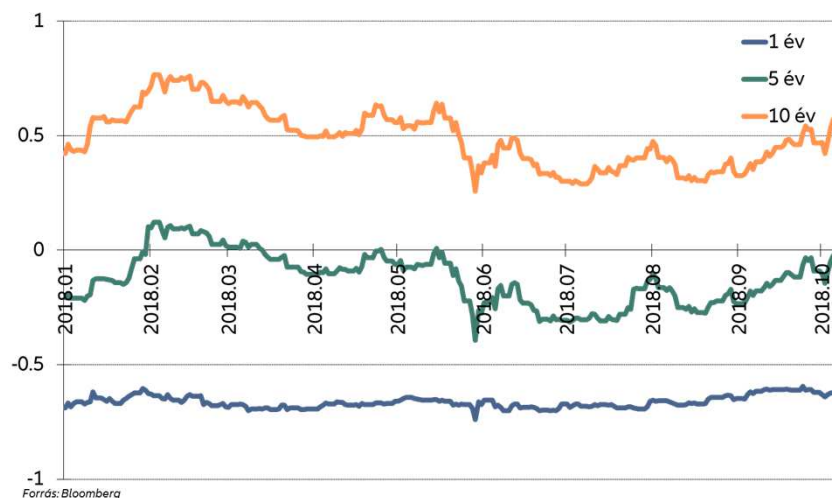
A 10 éves olasz és német államkötvények hozamkülönbsége



Állampapír hozammozgások (német)



Állampapír hozammozgások 2018-ban (német)





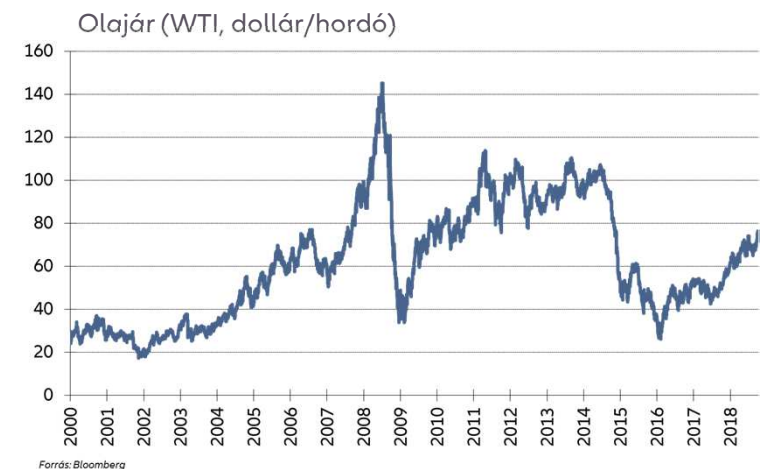
EGYÉB PIACOK, KOCKÁZATOK

Kamatdöntések

- Japánban is kezd kimutathatóvá válni az infláció. Az augusztusi évesített adat 1,3% lett (előző hónapban 0,9%), és a maginfláció is nőtt egytized százalékponttal (0,9%-ra). A GDP növekedés is meghaladta a várakozásokat. A második negyedévre vonatkozó évesített növekedési adat 3% volt. A monetáris politika is változott kissé, a 10 éves japán államkötvény hozamára a megcélzott 0%-os szinthez képest immár +/-0,2 százalékpont a toleranciasáv, azaz 0,2%-os szintig enged fel a Bank of Japan a hozamot, ami egy enyhe szigorításnak felel meg. A piaci hozamszint is ennek megfelelően enyhén felfelé mozdult el.
- A cseh jegybank szeptemberben meglépte a negyedik 25 bázispontos kamatemelését, így már 1,5% az alapkamat. A 2012 végén 0,05%-ig visszavágott kamatot először 2017 nyarán emelték meg.
- Augusztusban a Bank of England is 25 bázisponttal, 0,75%-ra emelte az alapkamatát.
- A török jegybank szeptemberben 17,75%-ról 24%-ra emelte az egy hónapos repo kamatlábat, ami év elején még 8%-os szinten volt. A legutolsó, szeptemberi inflációs adat közel 25%-os éves pénzromlást mutatott. A munkanélküliség is emelkedett kissé, ismét 10% fölélt jár, a gazdasági növekedés mérséklődése is látszik.
- Argentína is elszálló inflációval küzd, a jegybank itt is drasztikus lépésre kényszerült, szeptember végén már 60% volt az alapkamat, ami október elején már napi szinten emelkedett.

Kockázatok

- Az olajár ismét emelkedő pályán van. Miután az USA kilépett az iráni atomalkuból szankciót vezetett be többek között Irán olajkivitelére és nyomást gyakorolt a többi országra is, hogy hasonló lépéseket tegyen. Az olaj az inflációs folyamatok esetében fontos tényező, mind a hazai termékek esetében, mind az importált áruk esetében van hatása.
- A Brexit kapcsán még mindig nem láttunk áttörést. Továbbra is van esély a megállapodás nélküli kilépésre. Ez jelentős gazdasági visszaesést okozhat, elsősorban Nagy Britanniában, és jogi kockázatokat is jelent (például londoni bankokkal kötött szerződések újraserződése vagy lezárása) és mindezek egész Európában negatívan hathatnak a pénzügyi piacokra.

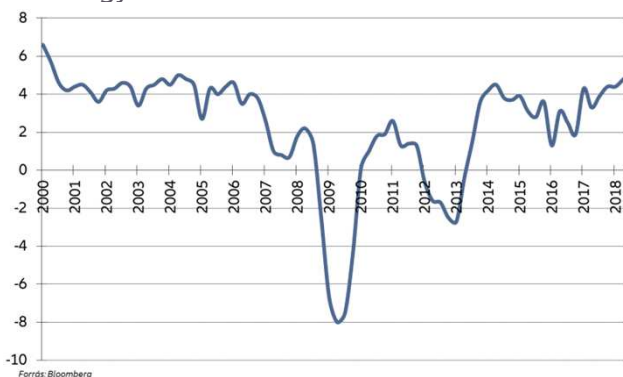




HAZAI GAZDASÁGI ADATOK

- A 2018. első negyedéves GDP növekedési adat (4,4%) is már igen szép volt, és ezt a második negyedéves szám (4,8%) még meg is haladta. Ez az elemzői várakozásokat is meghaladta, és régiós összehasonlításban is dobogós helyezés.
- A munkanélküliségi ráta alapvetően nem változott a harmadik negyedév során, 3,7% lett az augusztusi érték. A június-augusztus időszakban a foglalkoztatottak átlagos száma 4,484 millió volt, ami 39 ezer fős bővülés az előző év azonos időszakához képest. A 15-64 évesek foglalkoztatási rátája is tovább növekedett, 69,4%-on állt (a decemberi adat 68,7% volt). A bérnövekedés a feszült munkaerőpiacon továbbra is bőven 10% feletti éves szinten (júliusi adat 12,8%).
- Az infláció tovább nőtt, szeptemberre az éves adat 3,6%-ra ért, ahol az olajár (járműüzemanyagok) és a dohányárak (adóemelés) hatását lehet kiemelni. Az MNB a friss 2018. szeptemberi inflációs jelentésében az inflációs cél fenntartható elérését továbbra is 2019 közepére várja. Az inflációs cél szempontjából ez még mindig nem tekinthető túllövésnek (3% +/- 1% a toleranciasáv), viszont a laza monetáris politika fenntartásához fontos lenne, hogy a következő kettő adat már a mérséklődés jeleit mutassa. Ehhez érdemes figyelni az olajárat (üzemanyagok), Eurózónás inflációt, forint árfolyamát (importált termékek) és a bérnövekedési adatokat (jövő évi minimálbért is).

Magyar reál GDP növekedése

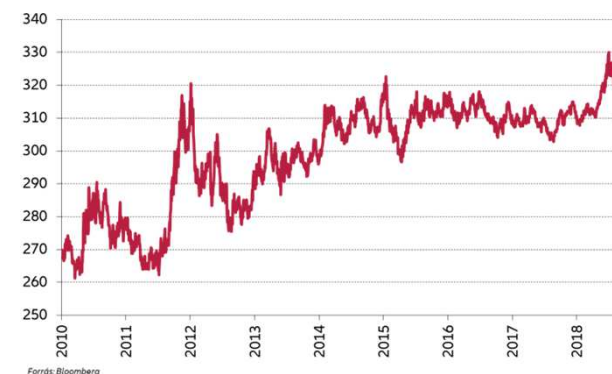


Vagyonkezelői beszámoló | Allianz Alapkezelő Zrt. |
© Copyright Allianz 2018. október 12.

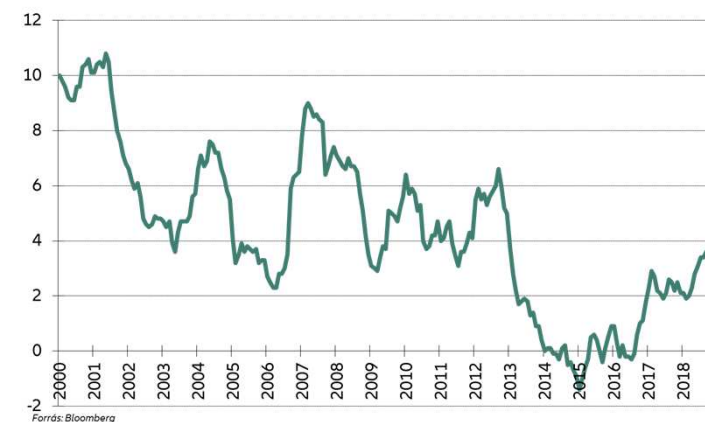
Hazai munkanélküliségi ráta



EURHUF árfolyam



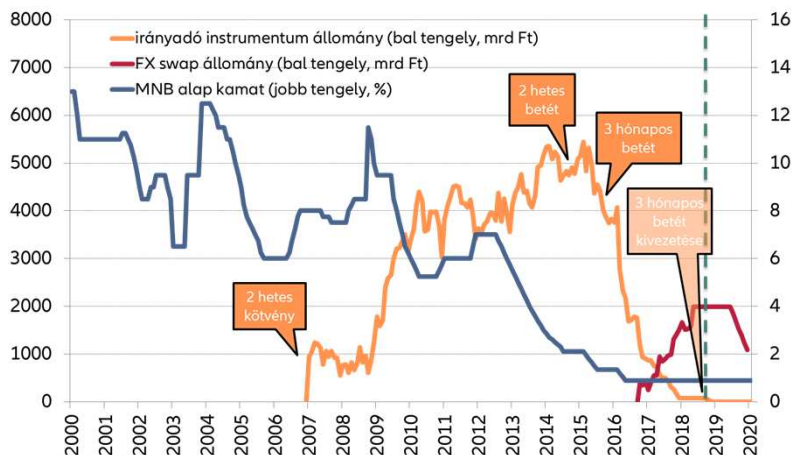
Infláció





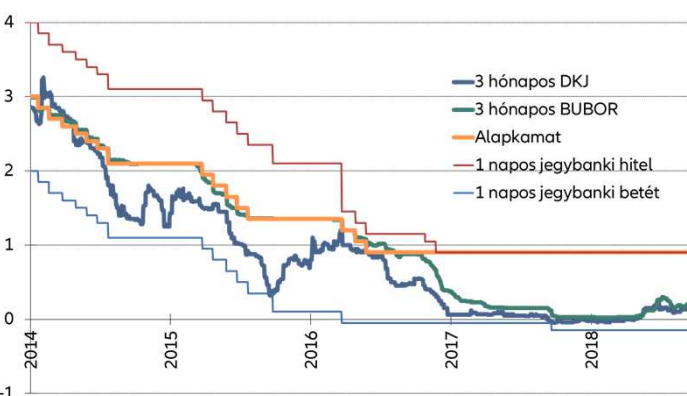
HAZAI MONETÁRIS POLITIKA

Hazai monetáris kondíciók (alapkamat, FX swap állomány)



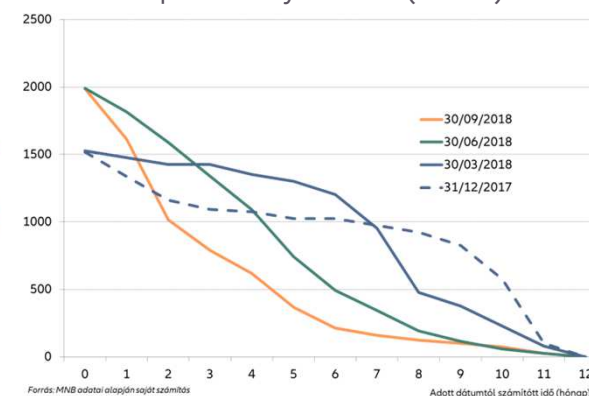
Forrás: Bloomberg, MNB, a jövőre vonatkozó adatok saját becslések, egy lehetséges forgatókönyvet mutatnak

Hazai monetáris kondíciók (kamatok) és rövid hozamok



Forrás: Bloomberg

FX swap állomány lefutása (mrd Ft)

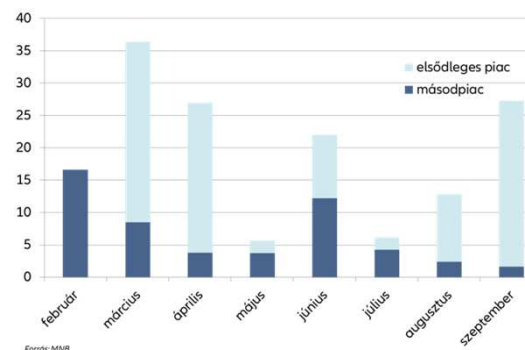


Forrás: MNB adatai alapján saját számítás

- A negyedév folyamán az MNB nem változtatott a kamatkondíciókon (alapkamat, kamatfolyosó).
- Az forint likviditást nyújtó FX swap állomány stagnált, kicsivel 2000 milliárd forint alatti szinten maradt. A lejárat szerkezet kicsit ismét a rövidebb irányba tolódott.
- A 2018-ban indított nem konvencionális eszközök (kamatcsere más néven MIRS tenderek és jelzáloglevél-vásárlások) még tovább folytak, ugyanakkor a másodpiaci jelzáloglevél-vásárlások a kibocsátáshoz illetve fennálló állományhoz képest nem voltak jelentősnek mondhatók, a negyedév utolsó MIRS tendere pedig az eddigi 20+30 milliárd helyett 15+15 milliárd forint lett (5+10 éves futamidő).

Vagyonkezelői beszámoló | Allianz Alapkezelő Zrt. |
© Copyright Allianz 2018. október 12.

Jelzálogpiaci vásárlások (milliárd forint névérték)



Forrás: MNB



HAZAI MONETÁRIS POLITIKA – AZ ESZKÖZTÁR ÁTALAKUL

- A negyedév során az igazán jelentős döntések a Monetáris Tanács szeptemberi ülésén születtek. Az ülés súlyát emelte, hogy a szokásos közleményhez két dokumentumot is csatoltak, illetve a döntést követően háttérbeszélgetést (praktikusan sajtótájékoztatót) is tartott az MNB. A fő üzenet az volt, hogy az MNB felkészült a monetáris kondíciók szigorítására, ami most még egyelőre nem időszerű, de az valószínű, hogy a következő 5-8 negyedévben a jelenlegi laza monetáris kondíciók már nem fenntarthatók. A további lépések az inflációs folyamatoktól függenek elsősorban, amivel kapcsolatban az ülést követően nyilvánosságra hozott Inflációs jelentés nem hozott új üzenetet, azaz 2019 nyarára érheti el a pénzromlás üteme tartósan az inflációs célt.
- Döntés született a hozamgörbe hosszú végén ható nem konvencionális eszközök kivezetéséről. A monetáris politikai célú IRS (MIRS) ügyletek meghirdetése év végével áll le. Ez feltehetőleg a piaci szereplők nagyobb részét nem érte váratlanul, de egyidejűleg az éves keretösszeg 100 milliárd forinttal lecsökkentésre került. A jelzáloglevél-vásárlási program a másodpiacon szintén meglepően hamar, szeptember végén befejeződött. Az elsődleges piacon (azaz a jelzáloglevél-aukciókon) még év végéig aktív lesz az MNB. A döntések ezen része szigorításnak mondható.
- A másik aktívan használt, hozamgörbe éven belüli részére ható nem konvencionális eszköz a forint likviditást nyújtó FX swap tender. Itt a piaci szereplők feltehetőleg inkább az állomány fokozatos leépítésére számíthattak, ennek ellenére az MNB az elkövetkező időszakban is aktív szerepet szán az eszköznek: a most látható időhorizonton az állománya várhatóan nem lesz nulla, és az MNB minden eddigi lejáraton aktív maradhat. Ez kis lazításnak értékelhető a várakozásokhoz képest. A gyakorlatban az látszik, hogy az MNB a lejárat szerkezetet kissé a rövidebb irányba tolta el, ezzel is növelve a saját mozgásterét.
- Az eddigi irányadó 3 hónapos betéti eszköz kivezetésre került. Ennek állománya már hónapok óta 50 milliárd forintban volt korlátozva, azaz nagy hatása a pénzpiaci kondíciókra amúgy sem volt. Az 50 milliárd piacra kerülése egy jelképes egyszeri (valójában 3 hónapra elnyúló) lazításnak is mondható, de valójában inkább az eszköztár egyszerűsítéséről van szó. Az irányadó kamatláb ezután a banki kötelező tartalékokra fizetett kamat lesz, ami ugyanúgy 0,9%, mint a 3 hónapos betét kamata.
- Az MNB a piaci kamatokra mostantól elsősorban a kamatfolyosón (egynapos betéti és hitelkamat) és az FX swap állományon keresztül kíván hatni. Az FX swappal kiszorítandó likviditást negyedévente, az inflációs jelentéshez kapcsolódó ülésen határozza meg a Monetáris Tanács. A következő ilyen alkalom decemberben lesz.
- Új eszköz a KKV hitelezésen belül a fix kamatú hitelek arányát célzó új NHP (NHP fix), aminek pénzpiacra gyakorolt hatását az MNB szándéka szerint a hozzá kapcsolódó preferenciális betéttel semlegesíti.

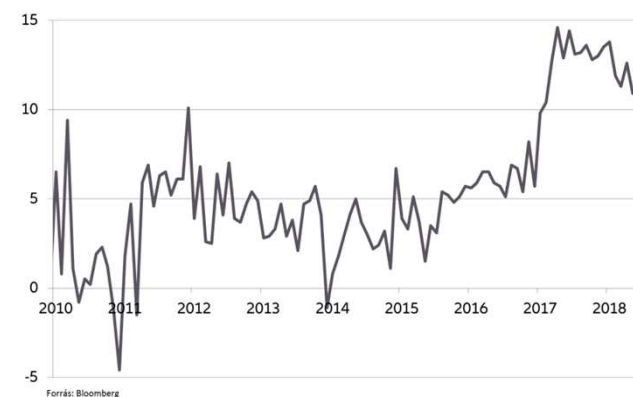


MAGYAR INFLÁCIÓS FOLYAMATOK

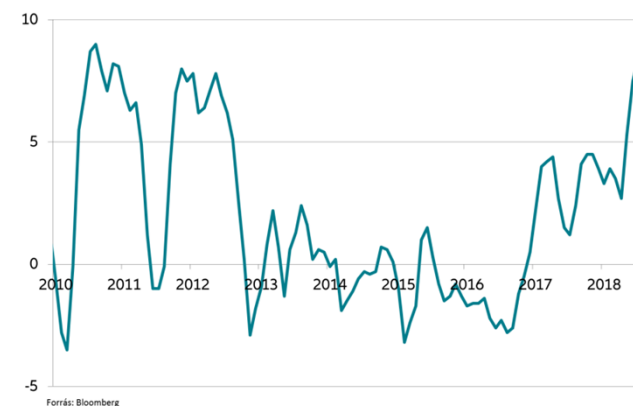
A kamatok alakulását tehát az inflációs folyamatok nagyban befolyásolják. Az MNB ezeket a negyedévente rendszeresen megjelenő inflációs jelentésekben részletesen elemzi. Érdekes ugyanakkor néhány olyan adatot végigvenni, ami a fogyasztói árakra jelentős hatást gyakorolhat, és a jelenlegi folyamatok alapján felfelé mutató kockázatot jelentenek:

- Ahogy korábban láttuk az **olajár** a 2016 év eleji mélyponttól emelkedő trendet mutat. Az idei évben az USA iráni atomalkuból való kilépése, illetve az ezzel kapcsolatos szankciók voltak a fő felhajtóerők, de az OPEC legfrissebb keresleti előrejelzése is ez irányba hat. Az olajár növekedése részben közvetlenül bekerül a fogyasztói árakba (személygépjárművek üzemanyaga), másik része a termelési költségek emelkedése révén jelenik meg az inflációban.
- A bruttó **bérnövekedés** a termelési költségek növekedésében egy meghatározó rész. A legutóbbi (júliusra vonatkozó) adat is jelentős meglepetést okozott felfelé, évi 12,8% lett. A társasági adó csökkentése és a munkát terhelő adók mérséklődése ezt eddig ellensúlyozta, viszont ez a hatás kifut, mérséklődik. A gyors bérnövekedés ugyanakkor nem biztos, hogy megáll, hiszen a mostani minimálbér-tárgyalások kapcsán igen szép, bőven 10% feletti számokról olvashatunk. Másik csatornán is hat a béremelkedés: növekszik a fogyasztás, ami a termékek keresletnövekedésén keresztül hajthatja fel a fogyasztói árakat.
- A korábbi alacsony infláció egyik oka az **importált** fogyasztási cikkek esetében megfigyelhető mérsékelt áremelkedés volt. Ez részben az alacsony külső inflációs környezet, részben a stabil forintárfolyam miatt lehetett így. Most mindkettőnél kedvezőtlen tendenciát látunk (korábban ezekre kitértünk).
- Az hogy, a termeléshez használt importcikkek áremelkedése (euróban/dollárban illetve forintgyengülés hatására), a növekvő olajár, illetve a béremelkedés beépül a **termelői árakba**, az is szépen látszik (augusztusban évi 8,1% volt az ipari termelői árak emelkedése).

Bérnövekedés (éves)



Ipari termelői árak (éves növekedés)

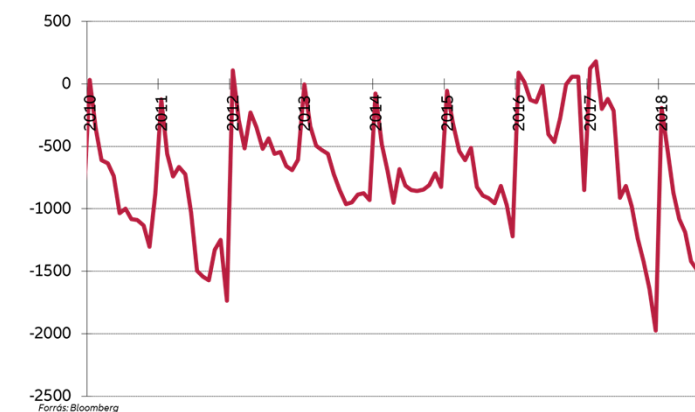




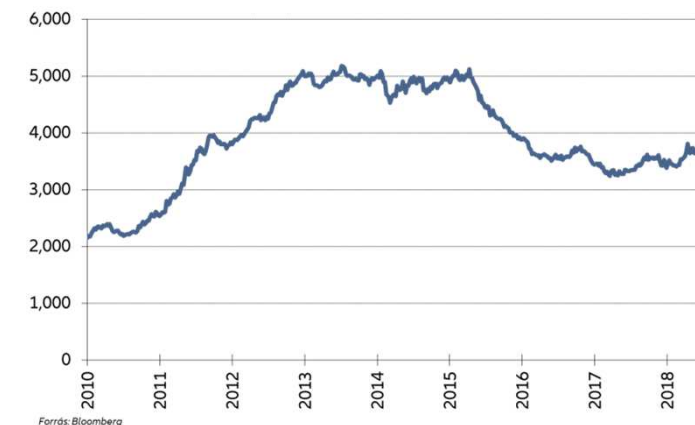
HAZAI ÁLLAMPAPÍR-PIAC

- Az forint állampapírok kínálati oldalát az államháztartás pénzforgalmi egyenlege nagyban meghatározza. Idén ez nem alakult túl jól, mivel a kormányzat jelentős összegeket fizetett ki EU-pályázatok megelőlegezésére, míg az EU ezen összegek csak töredékét utalta. A harmadik negyedév végére érkeztek jelentősebb utalások az Unióból, és még év végéig több száz milliárd forintnyi euró beérkezésével számol a Pénzügyminisztérium. E mellett több intézkedést is hatályba léptettek, ami a pénzforgalmi hiányt mérsékli: egyrészt csökkent az új pályázatokra kifizethető előleg teljes összegre vetített aránya, másrészt az önkormányzatokat kincstári számla nyitására kötelezték, ahol a fel nem használt EU-s pénzeket kell tartaniuk.
- Az év elején betervezett devizakötvény-kibocsátásra most került sor. Az 1 milliárd euró összegű kötvényt a vártnál alacsonyabb hozamon vették meg a befektetők. Mivel cél az alacsony hitel/GDP, illetve hitelen belüli devizaarány, ezért az EU-pénzek beérkezésének függvényében év végéig devizakötvény-visszavásárlás is lehetséges még.
- Az államkötvény-aukciók jellemzően jó kereslet mellett zajlottak, az ÁKK az előző negyedévhez képest kisebb összegeket hirdetett meg, és kevesebbszer is emelte a mennyiséget (bejövő EU-pénzek, devizakötvény-kibocsátás). Így a 3 hónapos DKJ hozama ismét 0% közelébe csökkent, sőt negatív aukciós átlaghozamot is láthattunk.
- Összességében ugyanakkor a kedvezőtlen nemzetközi környezet (szigorító jegybankok, emelkedő fejlett piaci hozamok hatására nyomás alá kerülő fejlődő régió, Olaszországgal kapcsolatos félelmek), a magas pénzforgalmi hiány miatti kibocsátási nyomás és az emelkedő infláció hatására a magyar hozamok emelkedése a harmadik negyedévben is folytatódott.

Államháztartási hiány (pénzforgalmi, kumulált, milliárd forint)



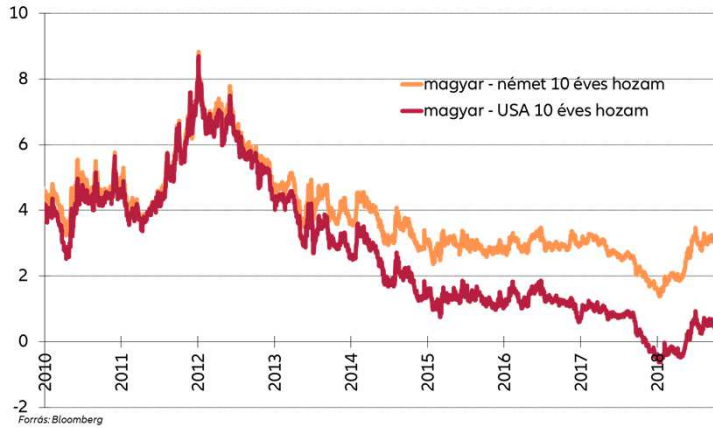
Külföldi állampapír-állomány



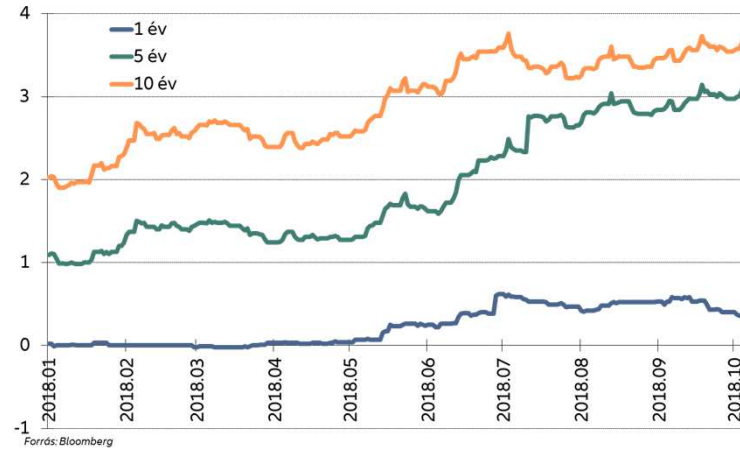


HAZAI ÁLLAMPAPÍRPIAC - GRAFIKONOK

Nemzetközi összehasonlítás



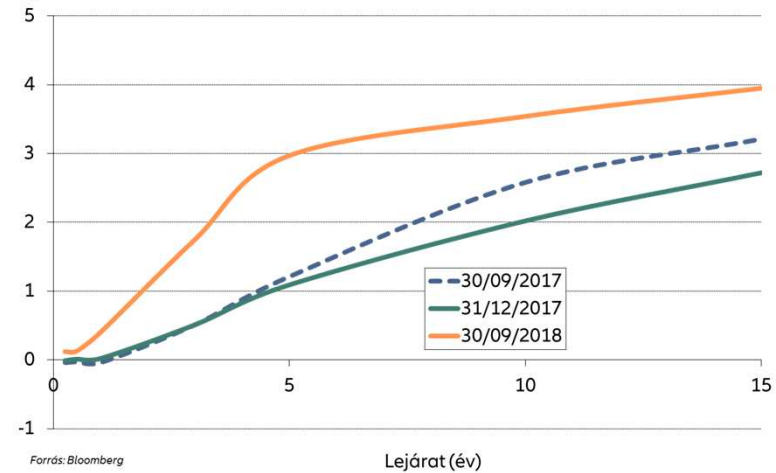
Állampapír hozamok 2018-ban



Állampapír hozammozgások



Hozamgörbe





POZÍCIÓK A NEGYEDÉV SORÁN

Duration súlyok

- Az éven belüli lejáratokon jelentősen növeltük a hosszabb futamidejű papírok súlyát
- Növeltük az éven túli, változó kamatozású államkötvények arányát
- Az 5 évnél hosszabb lejáratokon jellemzően a benchmarkhoz képest alacsonyabb súlyokat tartottunk
- Mivel a Kiegyensúlyozott portfólióban a benchmark jelentősen rövidült így ott a negyedév utolsó napján jelentős állampapír-eladásokat hajtottunk végre

„Feláras” kötvények

- A negyedév során indultunk több jelzáloglevél aukción is, de mivel rövidebb lejáraton eladók is voltunk, illetve állampapír alatti szinten kisebb tételt a hosszabb futamidőkön is sikerült eladni, így végül a nettó vétel a portfóliók méretéhez képest nem volt jelentős

Részvények

- A harmadik negyedévben a fejlett piaci eszközöket jellemzően enyhe alulsúly vagy neutrális pozícióban tartottuk. Ezen relációkban jellemzően a beadott vagyon időben akár jelentősen eltolt befektetésével, a jó időzítés megválasztásával igyekeztünk többelhozamot elérni.
- A régióban több apróbb értékpapír kiválasztást hajtottunk végre. A negyedév elején például 4850 forinton Richter részvényeket vásároltunk, melyeket 5350 forint körüli átlagárfolyamon értékesítettünk. A long pozíciót részben újraépítettük 5130 forint környékén, jelenleg is tartjuk. Hasonlóan tettünk az OTP-vel, melyből long pozíciót építettünk ki, amit kis nyereséggel zártunk, majd 10ezer forinton újra vásároltunk a papírokból.

RÉSZVÉNYPIACOK

3



NEMZETKÖZI RÉSZVÉNYPIACOK

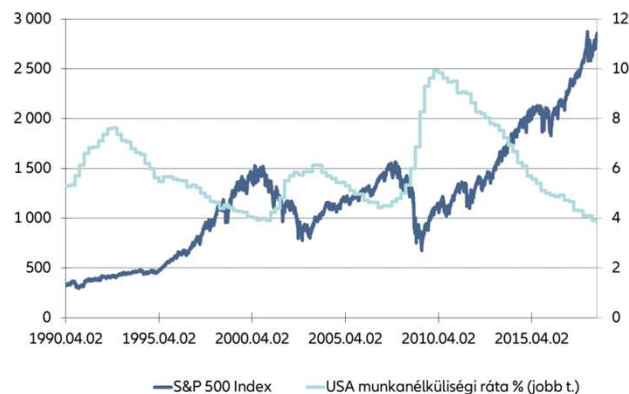


Továbbra is divergencia jellemzi az idei évet a nemzetközi részvénypiacokon az amerikai részvények jelentős felülteljesítésével. Az S&P 500 index 9%-kal tudott magasabbra kerülni idén, csak Q3-ban 7,2%-os volt az emelkedés. A 2870 pont környéki január végi csúcspontot maga után hagyva újabb historikus csúcson jár az árfolyam és többször ostrom alá vette a 2950-es szintet is. A második világháború óta a leghosszabb bika piacát élük ezzel a tengerentúlon, megdöntve a dotcom lufi előtti bikapiac 3452 napos rekordját.

Az emelkedést továbbra is a Trump adóprogramjával fűtött erős gazdasági fundamentumok támogatják; a monetáris élénkítés helyébe mostanra a fiskális ösztönzés lépett. A remek gazdasági helyzet a tőzsde emelkedése mellett a bizalmi indexek szárnyalásán és a vállalati eredmények év/év alapú 20% feletti erősödésén is nyomon követhető. Óvatosságra int azonban a magas kapacitáskihasználtság, az emelkedő hozamkörnyezet és az eredmény-előrejelzések növekedési ütemének csökkenése, ami mind az emelkedő gazdasági ciklus végét jelzi előre.

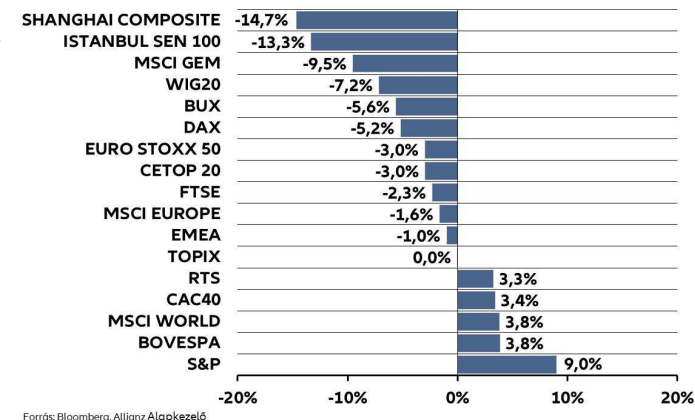
A növekedés lassulása borítékolható, azonban a következő recesszió vagy válság bekövetkezésének idejét csak találgatni lehet. Az minden esetre növeli a kockázatokat, hogy a világ nagy jegybankjai folyamatosan csökkentik a támogatást. Figyelmeztető jel továbbá, hogy a részvénypiaci rali már nem széles körű. A részvényeknek csak egy szűk csoportja felelős az emelkedésért, ami gyakran a bika piac végét jelzi előre. Ráadásul az utóbbi időben már az ebben a csoportban eddig remeklő FANG részvények is gyengélkednek.

S&P 500 index és a munkanélküliségi ráta



Forrás: Bloomberg

Részvényindexek teljesítménye 2018YTD



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

S&P 500 és Conference Board bizalmi index alakulása



Forrás: Bloomberg

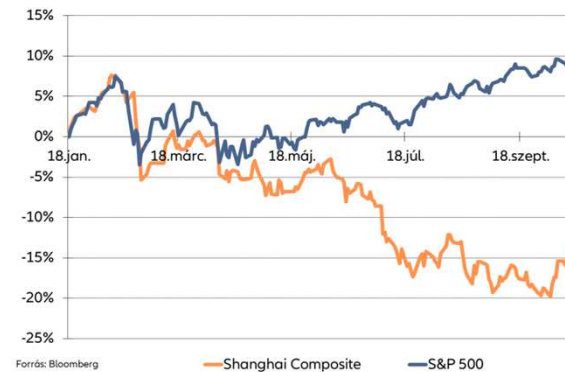
NEMZETKÖZI RÉSZVÉNYPIACOK



Politikai kockázatok tekintetében továbbra is a kereskedelmi háború a legjelentősebb. Trump újabb 200 milliárd dolláros vámcsomagjára a kínaiak részéről újabb 60 milliárd volt a válasz. Utóbbi már az USA-ból érkező teljes forgalom megsarcolását jelenti, ezáltal a kínaiak ilyen téren már kifogytak a munícióból. Pedig megegyezés nélkül szükségük lehet a további ötletekre, hiszen Trump további 267 milliárd dollárnyi áruforgalomra vonatkozó vámot helyezett kilátásba a kínai termékekre. Amennyiben nem történik megállapodás és folytatódik a csetepaté, mindez további károkat okozhat. Ezzel már az elemzők is kalkulálnak. Ennek ékes példája, hogy az IMF nagyrészt ezen okokra hivatkozva 0,2%-kal 3,7%-ra csökkentette világgazdasági növekedésre vonatkozó idej és jövő éves előrejelzéseit. Pozitívum, hogy Mexikóval és Kanadával sikerült az USA-nak a NAFTA kereskedelmi megállapodást új köntösbe bújtatni. Természetesen az USA számára kedvezőbb feltételekkel.

Az európai kereskedés a tavalyi remek évet követően továbbra is jóval kedvezőtlenebb hangulatban telik, amit a gazdasági hangulatindexek romlása is jól reprezentál. Igaz a DAX index értéke Q3-ban mindössze 0,48%-kal került lejjebb, idén ezzel is 5,2%-os az esés. A kereskedelmi háború eszkalálódása és a kínai gazdaság növekedésével kapcsolatos aggodalmak mellett lokális, Európai Unión belüli gondok jelentik most a fő kihívást. Brexit fronton továbbra sincsen megállapodás, lényegében még mindig „deal breaker”, hogy a britek továbbra sem támogatnák a munkaerő szabad áramlását. Pedig a határidő (2019. március 28.) vésszesen közeleg, ezzel nő a hard Brexit esélye. Emellett a populista olasz kormány is egyre több borsot tör az európai döntéshozók orra alá. Legutóbb a jövő évre tervezett költségvetési hiányszám 2,4%-ra emelése okozott riadalmat a piacokon. Ráadásul a jövő évi európai parlamenti választás közeledtével beinduló helyezkedés is paprikázza a hangulatot.

Amerikai és kínai indexek idej teljesítménye



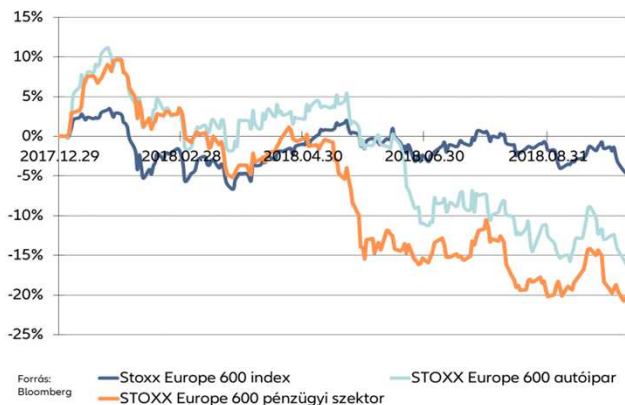
DAX index és a német feldolgozóipari BMI





NEMZETKÖZI RÉSZVÉNYPIACOK

STOXX 600 index és autóiipari illetve pénzügyi szektorindexei



Az európai autógyártókkal kapcsolatos problémák továbbra is jelentős nyomást gyakorolnak az indexekre. Az elhúzódó dízel botrány és a kereskedelmi háború következtében a Daimler után a BMW is kénytelen volt profit warning-ot kiadni. Emellett az alacsony hozamkörnyezettel és strukturális, valamint szabályozási problémákkal küszködő pénzügyi szektor is rontja a teljesítményt. A Deutsche Bank idén a DAX index leggyengébben teljesítő tagja 38,09%-os esésével, miközben a Commerzbank kiesett a DAX indexből. Mutatja a trendek változását, hogy helyére az online fizetési megoldásokkal foglalkozó Wirecard került, aminek az árfolyama idén duplázott. Nincs könnyű helyzetben a Lufthansa (-31,12%) sem, tevékenységét az erős piaci verseny mellett az üzemanyagárak emelkedése is nehezíti. A Bayer (-25,24%) eséséhez nagyban hozzájárult az, hogy a Monsanto rákkeltő gyomirtó szerére 287 millió dolláros büntetés vetettek ki az amerikai hatóságok.

USA hozamemelkedés és az MSCI Emerging index árfolyama



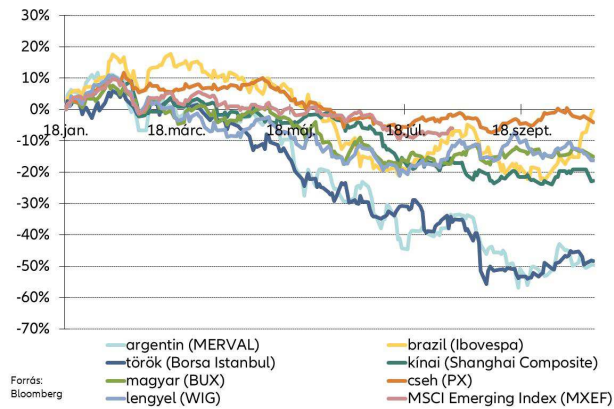
A legnagyobb nyomás alatt azonban továbbra is a feltörekvő ország állnak. Az MSCI Emerging index Q3-ban további 2,02%-ot esett, idei mínuszát ezzel 9,54%-ra hízalva. A FED kamatemelései, az erősödő dollár, az emelkedő USA állampapír hozamok, a kínai gazdaság lassulásától való félelem és a kereskedelmi háborúnak való jelentős kitettség mellett lokális problémák is fűszerezik a helyzetet. Ahogy ez ilyenkor lenni is szokott folyamatosan dőlnek a dominók a legsérülékenyebb országoktól indulva. Venezuela talán magától is összedőlt volna, Törökország és Argentína esetében azonban a külső feltételek romlása hozta a krízist. Előbbi a pénzügyminiszter fiskális reformokat ígérő beszédével és a jegybank 625 bázispontos kamatemelésével (24%-ra) kezelni tudta az akut helyzetet. Utóbbi esetében viszont a 60%-ra emelt alapkamat és a költségvetési helyreigazítás ígérete mellett az IMF 50 milliárd dolláros mentőcsomagjára is szükség volt ehhez.



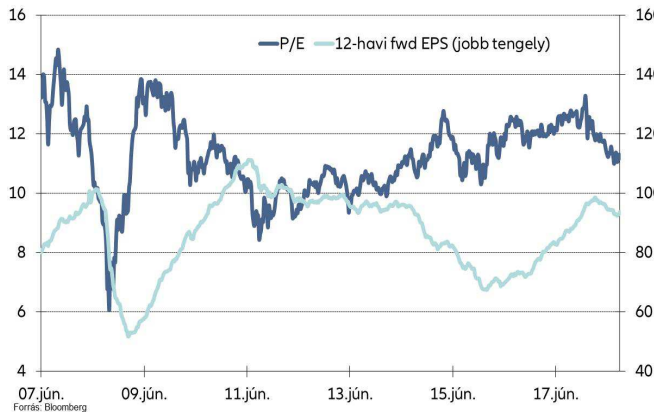
NEMZETKÖZI RÉSZVÉNYPIACOK

Az utolsó negyedévben mérsékelte a helyzetet, hogy a befektetők elkezdtek szelektívebbé válni. Nem adnak el válogatás nélkül mindent csak azért, mert a feltörekvő régióba tartozik. Ennek köszönhetően csökkenhet a korreláció és relatív felülteljesítés alakulhat ki azokon a piacokon ahol alacsonyabbnak mutatkozik a külső sérülékenység. Ez kedvezően érintheti azokat az országokat, ahol erősek a fundamentumok (pl. CEE régió). Ráadásul a BOFA Merrill Lynch globális felmérése¹ alapján jelenleg a vagyionkezelők az átlagosnál jelentősen nagyobb, 5,1%-os készpénz állományt tartanak a portfólióikban, ami a módszertanuk szerint már erős vételi jelnek számít a kockázatosabb eszközökre. Emellett azt is látni kell, hogy a részvény eszközosztályt összességében alulsúlyozzák, de ezen belül jelentősek a regionális eltérések. Az amerikai eszközökből jelentősebb felülsúlyt tartanak, az európai súlyozás semleges, a feltörekvők alulsúlyozottsága pedig jóval magasabb az átlagosnál. Így a hangulat javulása esetén a készpénz újra megindulhatna a kockázatosabb eszközök felé és most jó eséllyel a kedvező fundamentumokkal rendelkező feltörekvők is jelentősebben részesülhetnének ebből.

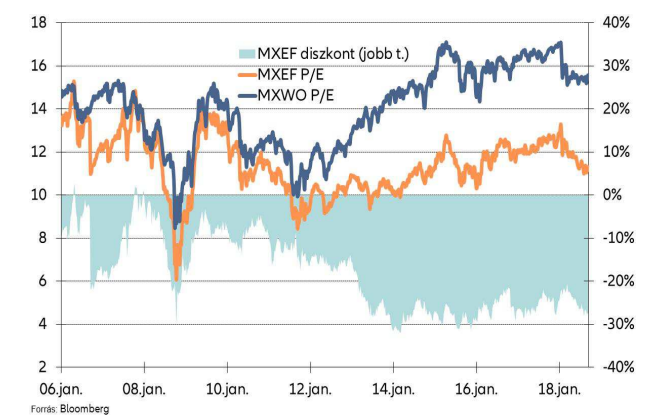
Néhány feltörekvő piaci index ideai teljesítménye



MSCI Emerging index EPS várakozás és P/E



MSCI Emerging P/E értékeltségi diszkont



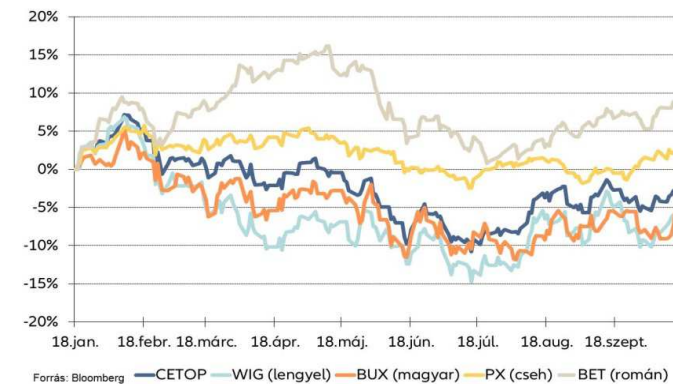
¹ Forrás: <http://fat-pitch.blogspot.com/2018/09/fund-managers-current-asset-allocation.html>



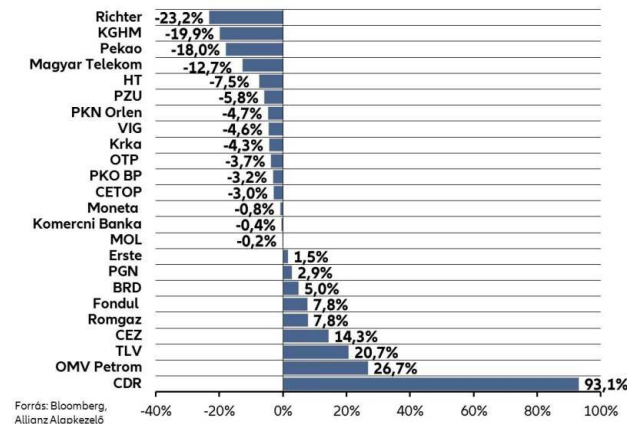
RÉGIÓS RÉSZVÉNYPIACOK

Az erősebb fundamentumokkal és kisebb külső sérülékenységgel rendelkező régiós részvénypiacok kedvezőbben tudtak teljesíteni a globális feltörekvő piacokhoz képest. Bár a feltörekvő piaci sokkok (főként a török krízis) itt sem múltak el nyomtalanul, a nyár közepére a – vélhetően többségében helyi – befektetők elkezdték felismerni, hogy a túladottság és a kedvező értékeltség már kedvező beszállópontokat jelenthet. Ennek köszönhetően a CETOP index Q3-ban már 6,83%-kal emelkedni tudott, idei mínuszát ezzel 2,95%-ra csökkentve. Azonban itt is számos kockázat leselkedik ránk a jövőben. A tengerentúlhoz hasonlóan a gazdasági ciklus éretté válásával már itt is beindultak a kamatemelések. A román és a cseh jegybank is már a szigorítás útján jár, miközben a magyar és a lengyel egyelőre még kitarthat lazább (EKB-t követő) álláspontja mellett.

Régiós indexek idei teljesítménye



CETOP részvények idei teljesítménye



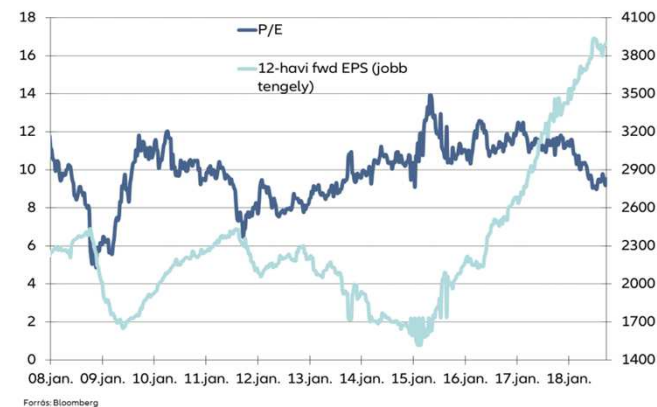
A ciklus végének közeledtére utal az is, hogy idén jórészt az olaj és energiaárak emelkedéséből profitáló cégek és a román bankok tudtak emelkedni. A Petrom árfolyamát mindenesetre a román kormány gázárak maximalizálásáról szóló döntésének elhalasztása is támogatta. A lengyel bankok gyengébb teljesítményéért részben a kamatemelésekkel kapcsolatos várakozások tehetőek felelőssé. Ezen még az sem tudott segíteni, hogy elmaradt a Pekao-Alior összeolvadás, amit első körben pozitívan fogadtak a befektetők. A lengyel részvényekkel szemben egyébként is elutasítóbb mostanában a piac, nagyrészt a kormány populista EU ellenes politikájának köszönhetően. Ezen talán segíthet a jövőben a munkáltatói és állami támogatással megvalósuló önkéntes nyugdíjprogram általi addicionális kereslet. Kiválóan debütált a CETOP-ban a számítógépes játékokat fejlesztő CDR Projekt, rajliját keresett szoftverei mellett a Nasdaq emelkedése is hajthatta.

HAZAI RÉSZVÉNYPIAC

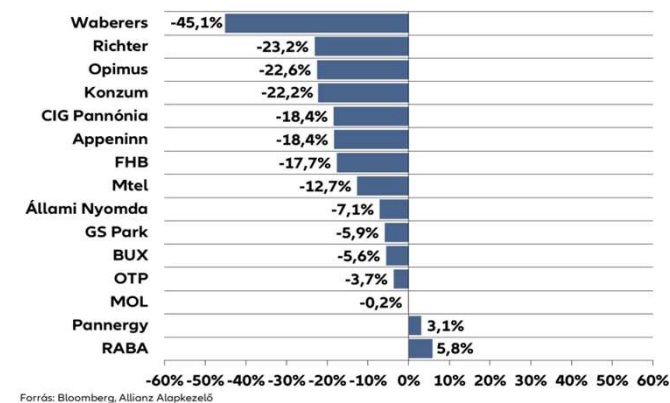
A régiós társakkal együtt a BUX indexnek is sikerült Q3-ban szépíteni. A 2,89%-os negyedéves emelkedést követően -5,6%-os az ideai teljesítmény. Az előretekintő 12 havi P/E alapú értékeltség továbbra is alacsonyabb a hosszú távú historikus átlagnál, jelentősebb alulértékeltség azonban inkább rövidebb időtávon mutatkozik. A három éves átlaghoz képest például már 15%-os diszkontról beszélhetünk.

Az OTP rekord profitot szállított Q2-ben (89,5 milliárd Ft). Csányi Sándor az idei évre 1 milliárd eurós profitot vár, ami jócskán meghaladja az elemzői előrejelzéseket (287 milliárd Ft). Kedvező, hogy az akvizícióknak köszönhetően Bulgáriában és akár még egy, általuk eddig konkrétan meg nem nevezett országban is piacvezetővé válhatnak a jövőben. A MOL Q2-es tisztított EBITDA-ja (178,5 milliárd Ft) 4%-kal meghaladta az elemzői várakozásokat. A menedzsment optimista és 2,2-ről 2,4 milliárd dollárra növelte idei évi várakozását. A Richter árfolyama járt 4500 Ft alatt is, ezt követően azonban fordult a hangulat. Mindezt főként a CEO pozitív hangvételű nyilatkozata és az Európai Bizottság újbóli Esmya engedélye (igaz korlátozásokkal) segítette. Az MTEL árfolyama barátokzik a 400 forint alatti szintekkel. Bár a negyedéves EBITDA a vártak megfelelően alakult (50,4 milliárd forint) és a menedzsment megemelte idei évre vonatkozó árbevétel várakozását (630 milliárd forint), az osztalék mértékén továbbra sem terveznek változtatni. Folytatódott a Waberer's vesszőfutása. A profit warning és a veszteséges negyedév mellett rontotta a hangulatot, hogy a lengyel leánycéget (Link) az akvizícióval kapcsolatos információk eltitkolásával vádolják.

BUX index EPS várakozás és P/E



Főbb magyar részvények teljesítménye 2018YTD



HITELVISZONYYT MEGTESTESÍTŐ
ÉRTÉKPAPÍROK MINŐSÍTÉSE

4





ALACSONY MINŐSÍTÉSŰ HITELVISZONYT MEGTESTESÍTŐ ÉRTÉKPAPÍROK PORTFÓLIÓNKÉNT 2018.09.30-ÁN

Alacsony minősítésű hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok 2018.09.30-án			
Portfólió	Értékpapír megnevezése	Névérték	Minősítés oka

Nincs ilyen papír jelenleg.