

# Vagyonkezelői beszámoló az Allianz Nyugdíjpénztár

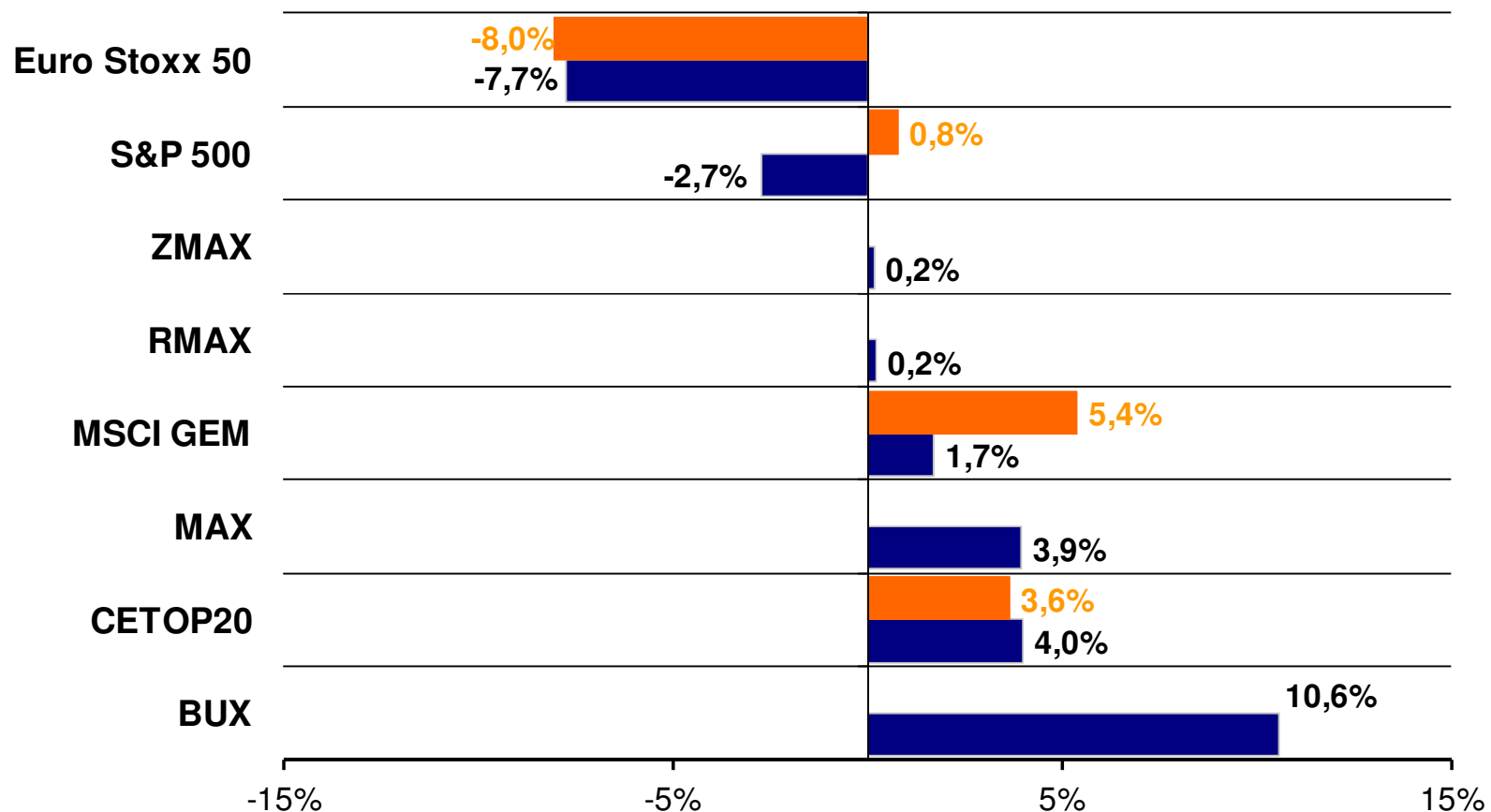
## 2016. I. negyedév

Budapest, 2016. április 14.

Allianz 

## Indexek teljesítménye

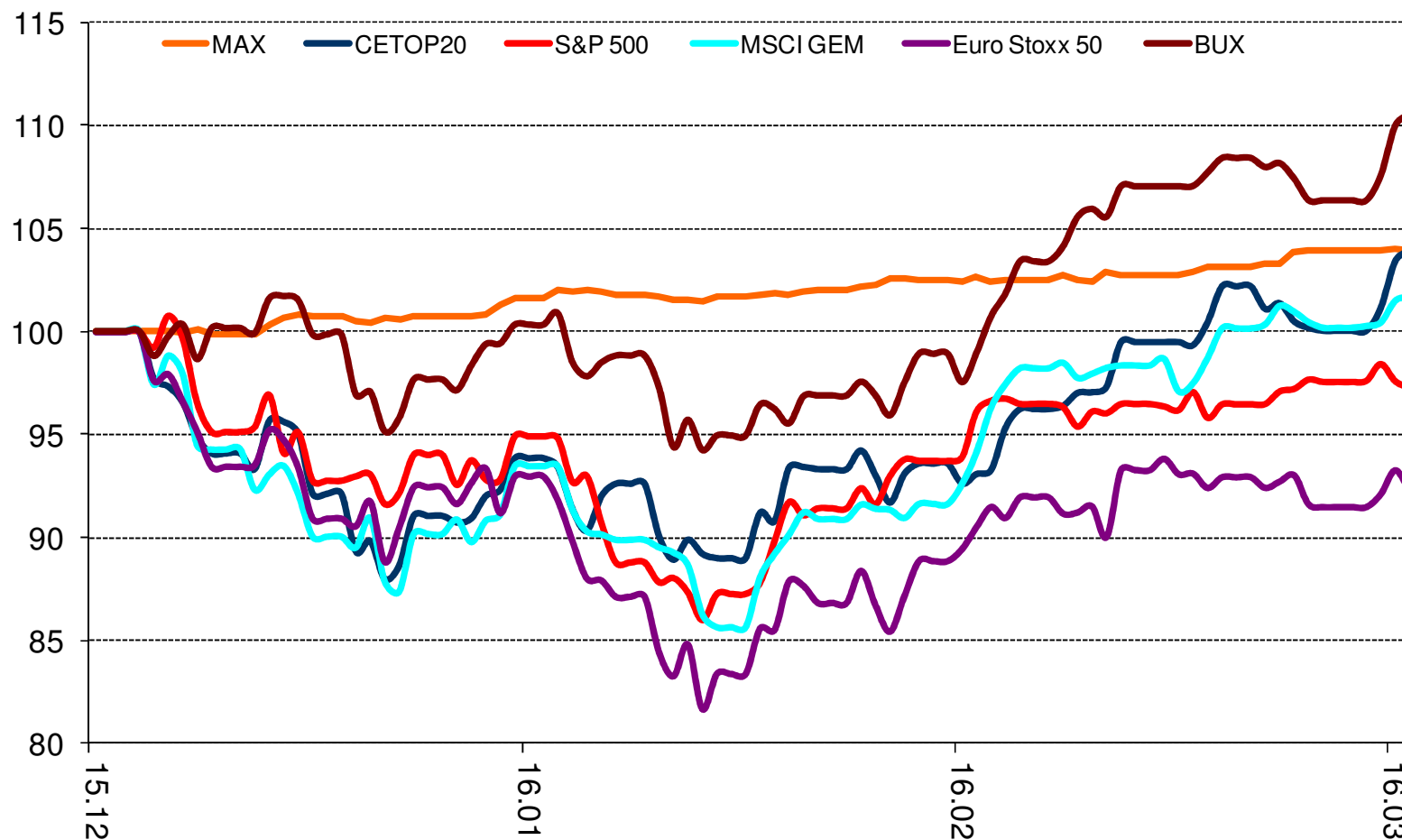
## Főbb indexek alakulása 2016 YTD (HUF-ban és saját devizában)



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

## Indexek alakulása

## Főbb indexek alakulása (2015.12.31-2016.03.31. HUF-ban)



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

## Globális trendek I.

---

### 2016 Q1 – általános folyamatok

- A kőolaj árfolyama komoly lejtmenettel kezdte a negyedévet, a geopolitikai konfliktusok (Oroszország Szíriai jelenléte, Irán és Szaúd-Arábia konfliktusa) ellenére. A világgazdasági kilátások miatt – állandó kitermelési szintek mellett – túltermelési és raktározási problémák alakultak ki a kőolajpiacon, ami a szektorban érintett vállalatok papírjaira (részvény és kötvény egyaránt) negatívan hatott. Az eladói nyomás átgyűrűzött más szektorokra is és jelentősen csökkentette a globális inflációs és növekedési várakozásokat. Az öngerjesztő folyamatot csak erős központi banki jelenléttel lehetett megállítani.
- A jelenség azonban komoly nyomás alatt tartotta a globális kockázati étvágyat, ami a feltörekvő piaci régióban az eladói oldal erősödését hozta. Régióink ez alól kivételt képezett, az eszközárzásunkban érdemi romlás nem következett be az ECB QE program élénkítésével kapcsolatos várakozásoknak köszönhetően.
- Bár a tengerentúlon a gazdaság stabilizálódásának jelei mutatkoztak, a kamatemelési várakozások nagyon hamar moderálódtak és kiárazódtak a hozamgörbéből. A dollár index ennek köszönhetően az első negyedévben 4%-ot meghaladó mértékben gyengült.

## Globális trendek II.

### USA: pozitív, de rendkívül törékeny fordulat

- Az Egyesül Államok gazdasága az első negyedév során kiegyensúlyozott, stabil folyamatokat mutatott. A munkanélküliség 5% környékén mozgott. Az aktivitási ráta emelkedésével márciusban a mutató átmenetileg nőtt, de ez is arra utal, hogy egyre többen hajlandóak visszatérni a munkaerőpiacra. Az álláskereséssel töltött átlagos idő 2015 végére a korábbi 35 hét feletti szintekről 28 hétre esett, majd 2016-ban (az aktivitási ráta emelkedése miatt) 29 hétre nőtt.
- Az ipari termelési mutatók a szektor lassulásáról árulkodtak, a nagykereskedelmi forgalom pedig tovább esett. Ennek következményeképp a total inventory/sales ratio 1,41-ig emelkedett, amire utoljára a 2009-ben, a válság alatt volt példa.
- Az USA gazdaságában minimális jele van az inflációs nyomásnak (2% körüli GDP növekedés mellett 1.1%-os Q1 átlagos pénzromlási ütem), az átlag órabérek növekedési üteme 3% körül, vagy ez alatt alakult, ugyanis az új állások többsége vagy részmunkaidős, vagy minimálbéres (illetve ahhoz közeli bérezést ad).
- A negyedév során a FED nem változtatott alapkamatán, a jegybanki kommunikáció jóval óvatosabbá, enyhébbé vált, ennek köszönhetően a korábban a FED által is jelzett és a piaci várakozásokba beépült 4 emelés hamar kiárazódott. Feltételezzük, hogy a globális folyamatok miatt megjelent kockázatok jelentős mérséklődéséig a FED már nem nyúl az alapkamathoz. Amennyiben ez Q3 vége előtt nem valósul meg, akkor pedig már az elnökválasztás végéig változatlan marad az irányadó ráta.

## Globális trendek III.

### EU: ECB – monetáris csodafegyver?

- A negyedév során az EU egészére vonatkozó inflációs mutatók jelentősen alulmúlták a várakozásokat, és elmaradtak az ECB célzónájától. A deflációs veszély élénkülése komoly aggodalmakat okozott az egyes tagországok államadóságának finanszírozhatóságával kapcsolatban. A deflációs várakozások mellett a gyengülő ipari teljesítmény és a drasztikusan romló hangulatindexek miatt is igen komoly nyomás nehezedett az ECB-re, hogy monetáris politikai lépésekkel élénkítse a tagországok pénz és tőkepiacát és ezen keresztül pörgesse fel gazdaságukat.
- A január-februári időszakban a beszerzési menedzser indexek, a termelői árindexek szinte az összes tagországban csökkentek (tovább erősödtek az inflációs félelmek). A FED kamatemelési várakozások gyengülésével az EURUSD kurzus közel 4%-ot ugrott (azaz a legfőbb kereskedelmi partnerrel szemben a közös fizetőeszköz ennyit erősödött). Az importált defláció veszélyének elhárítása miatt gyakorlatilag egyértelművé vált, hogy az európai jegybank lépni fog.
- Az ECB legfrissebb hivatalos prognózisa mind 2016-ra mind 2017-re alacsonyabb inflációs és növekedési számokat tartalmazott. (infláció '16: 0,1% '17: 1,3%; növekedés '16: 1,4% '17: 1,7%)
- Márciusban az ECB lépett: 10 bázisponttal -0,4%-ra csökkentette betéti kamatát (ez az a hozamhatár ami alatt nem vásárolhat államkötvényeket a QE program keretein belül), a refinanszírozási kamat 0% lett (-5bp), az eszközvásárlási program havi keretösszege pedig 60 mrd EUR-ról 80 mrd-ra emelkedett. Igazi meglepetést okozott a piacon, hogy a jegybank a QE programot kiterjesztette minden befektetési kategóriába tartozó vállalati kötvényre, illetve egy új 4 éves refinanszírozási eszközt indít el (TLTRO II.)

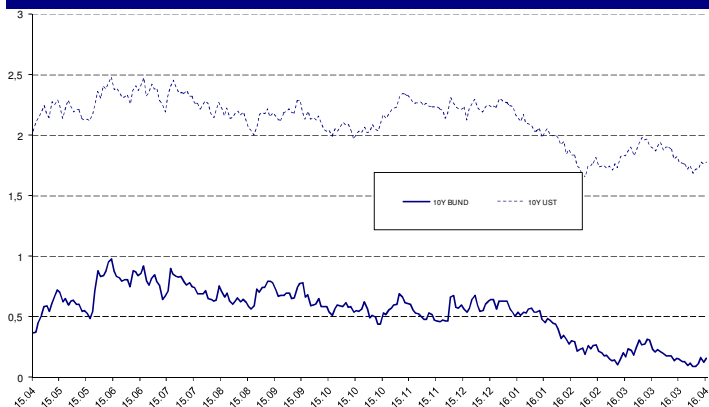
## Globális trendek IV.

### Kína: jelentős külpiaci aktivitás csökkenés, vállalati csődök, hatalmas pénzügyi stimulus

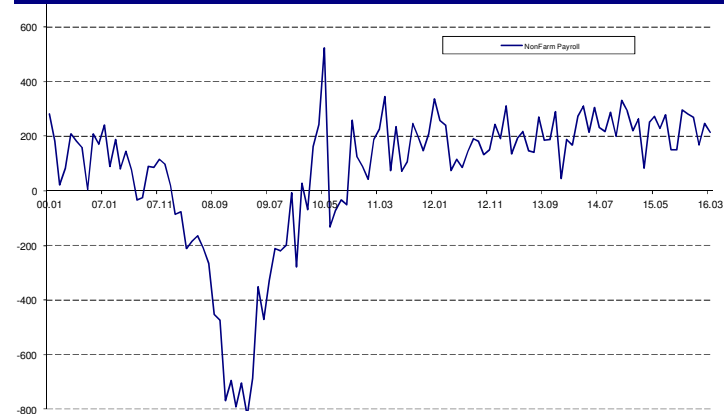
- Kína gazdasága gyakorlatilag mélyrepüléssel kezdte a 2016-os évet, a feldolgozó és a szolgáltatóipari bizalmi indexek mélyrepülése alaposan rácsáfolt a jegybanki lépések hatásának tartósságára. Ráadásul a renminbi árfolyam „menedzselése” kimondottan erős eladási hullámot és tőkekimenekítést indított el a piacokon (melyre válaszul a hatóságoknak átmeneti tőkekorlátozó intézkedéseket kellett bevezetniük).
- Kína ipari termelése jelentősen lassult, a külpiaci aktivitása drasztikusan alulmúlta a várakozásokat. Emelkedett a fizetéképtelenné vált vállalatok száma, ami újabb eladói nyomást indított el a kötvénypiacon.
- A júni infláció 2-3% között mozgott a negyedév során. Az adat megbízhatóságát alapjaiban kérdőjelezheti meg a várt alatti gazdasági aktivitás, a sorozatos elbocsátások, gyárbezárások, a belföldi kereslet gyengülése és a termelői árindex immár 4 éve tartó csökkenése. Feltételezhetjük, hogy a 2016-ra tervezett 7% körüli gazdasági teljesítmény elérése csak adminisztratív segítséggel lehetséges.
- A rendkívül kedvezőtlen év eleji folyamatok lassítása, illetve megállítása céljából a kínai jegybank komoly hitelezési ösztönzőket vezetett be, ezzel a negyedév során olyan nemzetgazdasági méretű hitelbővülést sikerült elérnie, ami már összehasonlítható a FED QE programok nagyságával. Ennek ellenére úgy véljük, hogy 2016 egyik legnagyobb kockázata a kínai gazdaság jelentős lassulása és a deflációs hatás továbbgyűrűzése.

# Globális trendek V.

10Y UST és 10Y Bund



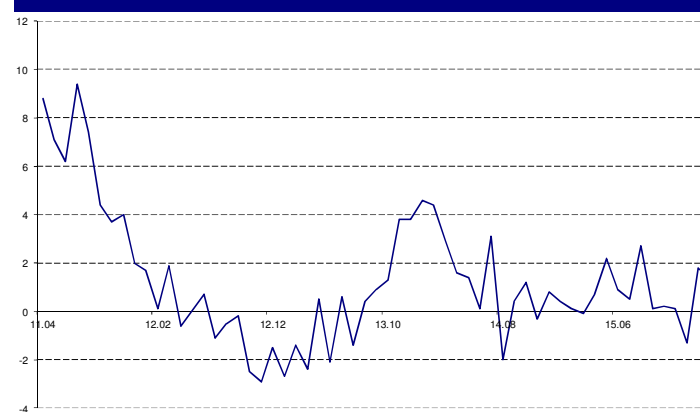
Non-farm payroll



Olaj (USD/hordó)



Német ipari termelés év/év





## Hazai makro folyamatok I.

### Magas bérnövekedés a közszférában

- A hazai munkanélküliség 2015 végére 6,1% közelébe csökkent, és 2016 első negyedévében is e körül mozgott (a foglalkoztatottak száma 4,2 millió fő fölé emelkedett a legfrissebb adatok szerint– elsősorban a közmunkaprogram hatásai miatt). A közszféra bérnövekedési üteme továbbra is magasan meghaladta a versenyszektorért (átlag 8,6% illetve 4,46%) ám ez sem okozott érdemi bérinflációs nyomást a gazdaságban. A munkaerő kiáramlás, az alacsony mobilitás és az átképzési nehézségek miatt feltételezhetjük, hogy 2016-ban ez a helyzet gyökeresen megváltozik majd.
- Ipari termelésünk – a német megrendelés-állomány és termelési mutatókkal összhangban – 2016 első negyedévében tovább csökkent, tehát az 5% alatti bővülés már egy új trend elejét jelezheti, ami már éreztetheti hatását a 2016 Q1 GDP mutatóban is. (A Q4 né/né adat 3,2% volt, ezt az építőipar és a mezőgazdaság lanyhuló teljesítménye mellett a feldolgozóipari lassulással a gazdaság nem tudja várhatóan megismételni).
- A belső kereslet valamelyest élénkült (a beruházásoknak köszönhetően – bár ebből a termelő beruházások hátrébb szorultak), ám a növekedést még mindig az export húzta. Ennek megfelelően az első negyedévben is kiemelkedően jó volt a külkereskedelmi mérlegünk (január-február időszakban már átlépte az 1,5 mrd eurót, összehasonlításként a devizatartalékunk 26,7 mrd euró)
- A headline infláció tovább csökkent (negyedév végére ismét negatív tartományba került), a maginfláció nem mozdult el érdemben a 1,5% értékről.
- Hazánk hitelminősítői besorolása a negyedév során (a várakozások ellenére) nem változott

## Hazai makro folyamatok II.

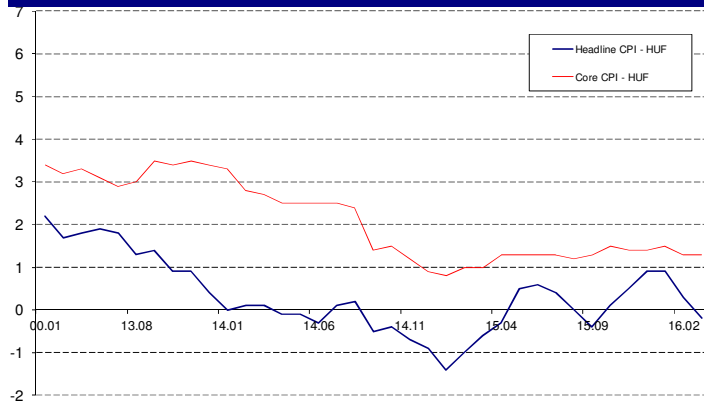
---

### Újabb kamatcsökkentési ciklusba kezdett az MNB

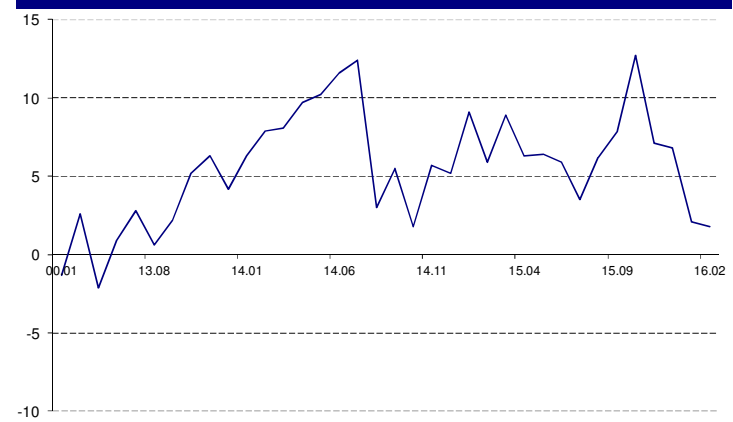
- Az inflációs folyamatok, a növekedési kilátások, az EURHUF árfolyam mozgása illetve az ECB lépése elegendő teret és lehetőséget adott az MNB-nek, hogy tovább enyhítse monetáris kondícióit márciusban.
- Az alapkamat (3 hónapos betét) 1,35%-ról 1,2%-ra csökkent, az egynapos betét kamata ezzel összhangban -0,05 bp-ra csökkent (ezt a kamatot kapják a kereskedelmi bankok a kötelező tartalék szintjén felül az MNB-nél tartott egynapos betétekre és a HIRS-hez kapcsolt preferenciális betétekre). Az egy hetes repo kamat innentől csak 15 bp-al lesz magasabb az alapkamatnál (így most 1,35%), azaz a hazai kereskedelmi bankok alacsonyabb szinten kapnak állampapír fedezet mellett hitelt a jegybanktól.
- Bár egyes intézkedések a deviza-swap ügyletek kifutása miatt csökkenő likviditás könnyebb menedzselését és a rövid kamatok stabilizálását szolgálják (az átalakuló jegybanki eszköztár velejárói), a korábbi MNB kommunikációból és a döntés után megjelent kommentárokból is egyértelműen látszik, hogy a jegybank a lépéssel meg akarta előzni az inflációs várakozások további csökkenését. A lépések célja a hitelkínálat bővítése mellett a forint árfolyamának karbantartása is. Feltételezzük, hogy sem az inflációs kilátások szempontjából, sem pedig a tartalékon realizált nyereség / veszteség szempontjából nem engedni majd a jegybank az EURHUF árfolyamot tartósan a 310-es szint alá idén.
- Amennyiben az MNB az inflációs pályát nem tartja fenntarthatónak, nem tartjuk kizártnak, hogy további lépésekre, újabb kamatcsökkentésekre szánja el magát.

# Hazai makrofolyamatok II.

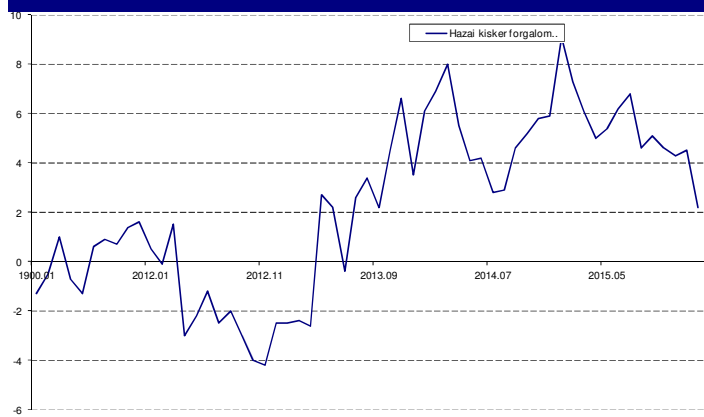
Forint headline és maginfláció alakulása



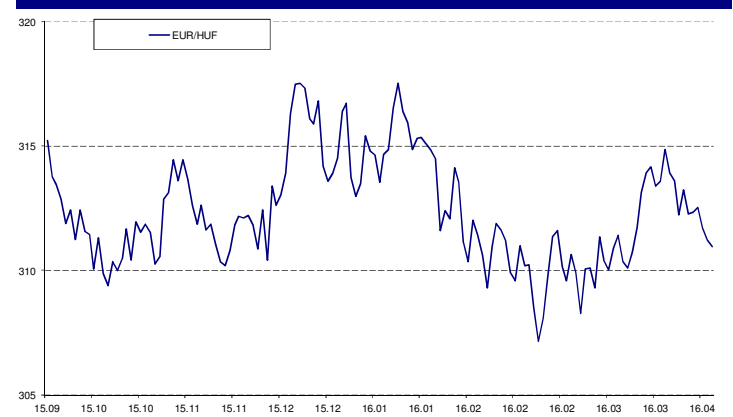
Ipari termelés év/év



Hazai kisker forgalom év/év



EUR/HUF árfolyam

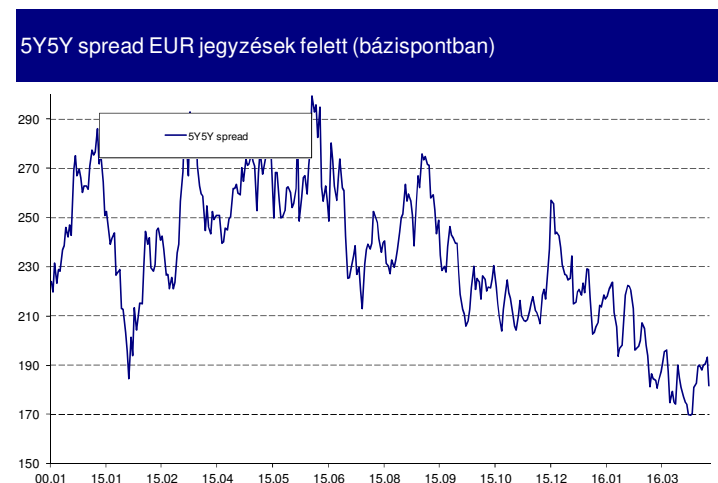
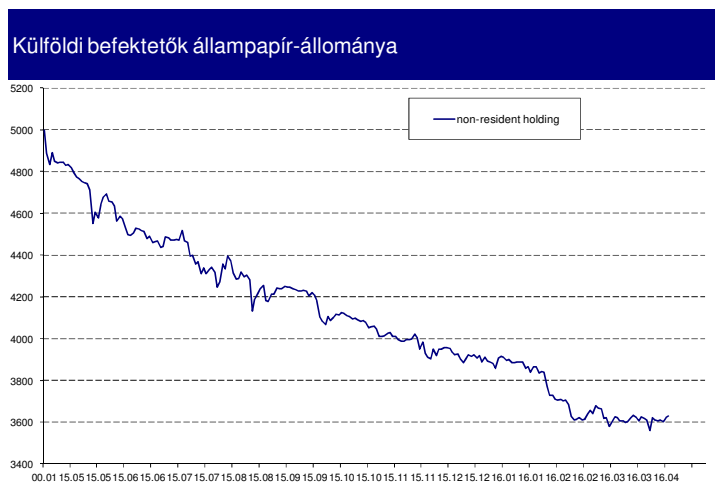
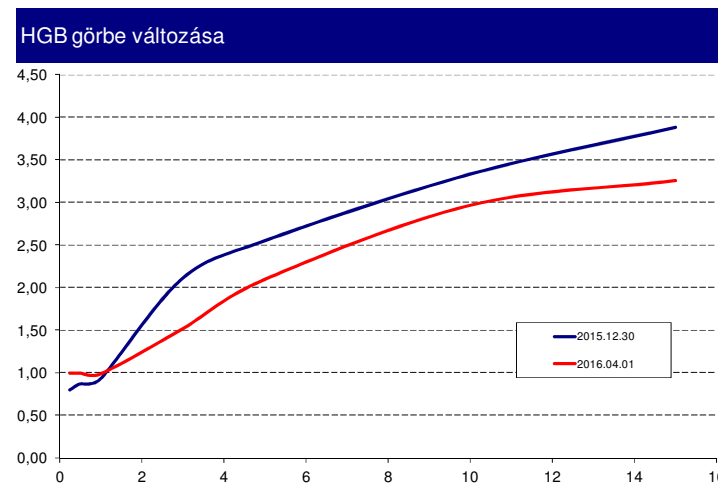
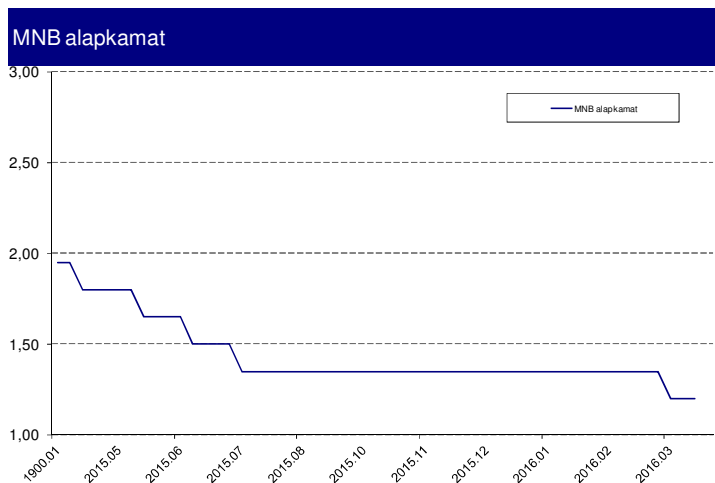


## Hazai állampapír-piaci folyamatok I.

### Változó finanszírozói kör, jelentősen csökkenő külső kitettség

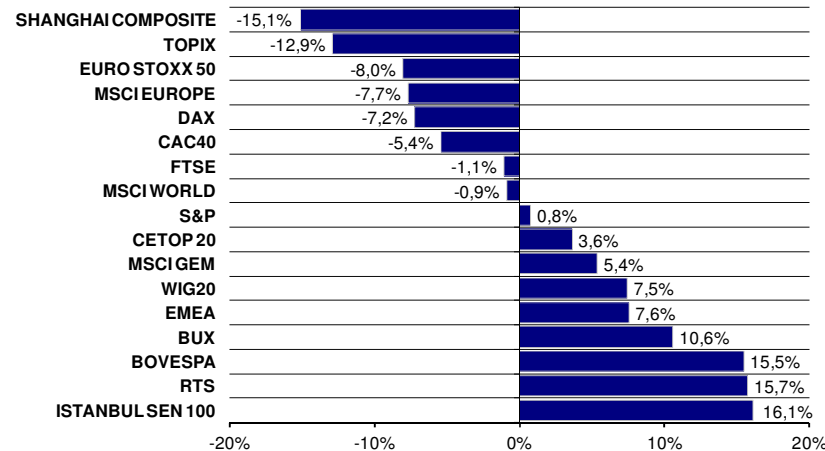
- Ahogy arra számítani lehetett, az ÁKK a KESZ számla feltöltése miatt nagyobb mennyiségekkel jelentkezett az első negyedév során a DKJ aukciókon. Az MNB eszköztár átalakításával összhangban a kereslet tovább élénkült a rövid eszközök iránt, így a tervezett mennyiség kihelyezése nem okozott problémát
- Hasonlóan gördülékenyek voltak az Öntfinanszírozási program keretén belül kínált kamatswapokkal alaposan megtámogatott kötvényaukciók is. A külföld eladásait a hazai banki könyvek és a lakossági forgalmazás bőségesen tudta kompenzálni.
- A külföldi befektetők állampapír-állománya 2016 Q1 végére 3600 milliárd közelébe csökkent (ez több, mint 200 mrd-os változás a január-márciusi időszakban), míg a másodpiaci hozamgörbe közel 30 bázispontnyit laposodott.
- Bár az ÁKK idénre nem tervezett jelentős devizakötvény-kibocsátást, az összefoglaló készítésekor már ismert tény, hogy hazánk 1 mrd jüan értékben bocsátott ki 6,5% hozamon 3 éves magyar államkötvényt. Ezzel a külföldi forrásbevonás jelentős része megtörtént, további számottevő deviza forrásbevonásra csak a lakossági papírok esetében számítunk.

# Hazai állampapír-piaci folyamatok II.



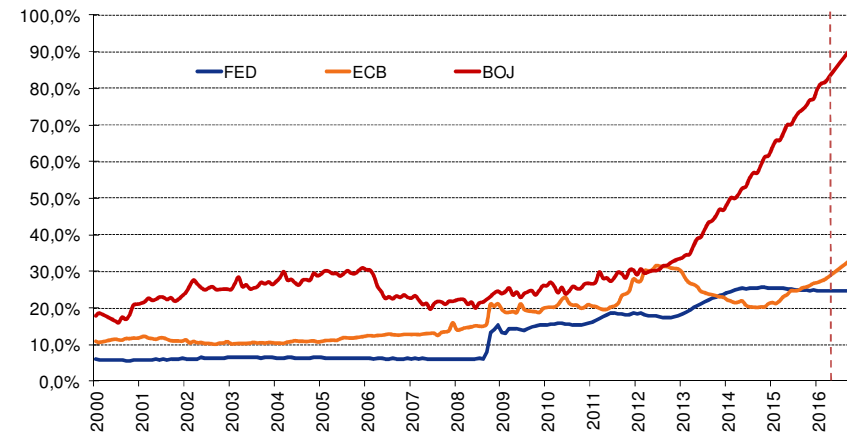
# Gyenge évkezdés után magukra találtak a piacok

A releváns részvényindexek teljesítménye 2016 Q1 (saját devizában)



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

FED, ECB, BoJ mérlegfőösszeg alakulása GDP %-ában

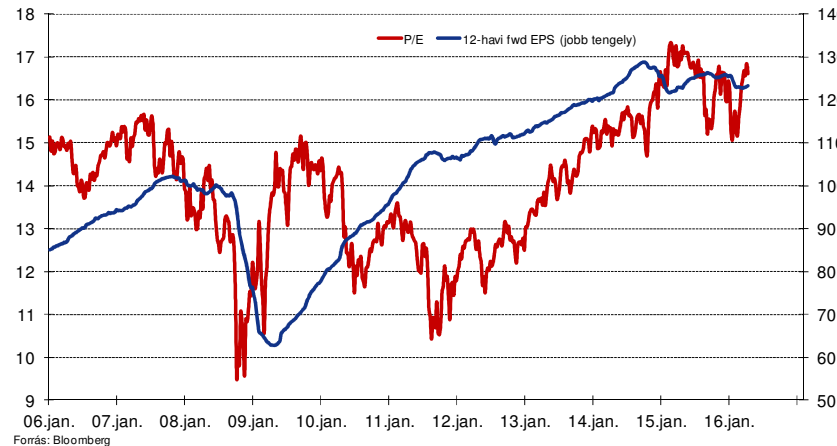


Forrás: Bloomberg

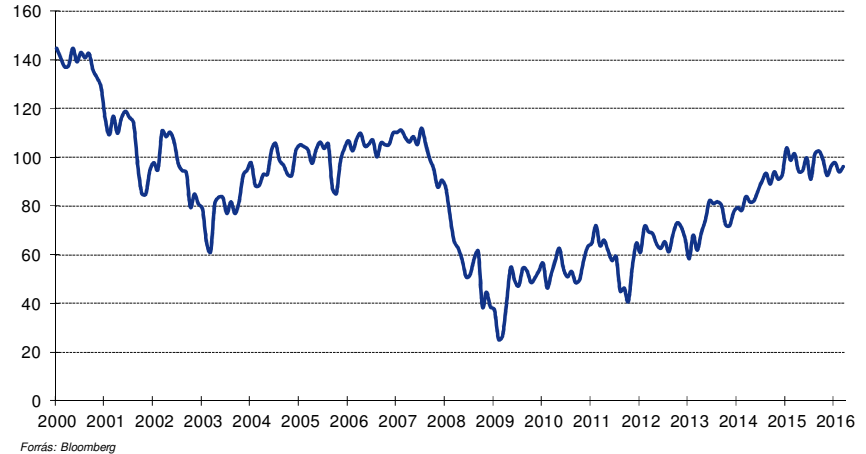
- Az év eleje kimondott pánikhangulatban telt a világ tőzsdéin. Szakadó olajár, zuhanó energia és bankrészvények jellemezték az első hónapot. A kínai lassulástól való félelem, az iráni többletkínálat megjelenése 30 dollár alá nyomta le az olaj árfolyamát, míg az európai bankok a további marzs szűkülés negatív hatásaitól és a bail-in élesedésétől való félelemtől övezve zuhantak. Ezt tetőzte a FED akkor még várt kamatemelési sorozata. A nagy eladások mögött vélhetően a jelentős olajkitermelő országok állami alapjai is szerepet játszottak, hiszen hosszú idő óta először most az alapoknak kell majd kipótolni a költségvetési lyukakat. A zuhanás mértéke megijesztette a FED-et, amely rendkívül gyorsan felülvizsgálva korábbi iránymutatását, szinte hetek alatt hűtötte a kamatemelési várakozásokat. Ehhez adódott még az ECB márciusi, várakozásokat meghaladó monetáris lazítás fokozása, ami fordulópontnak is bizonyult, s komoly korrekciót indított el a piacokon. A feltörekvő piacok jó része és az S&P500 így végül pozitív tartományban zárta a negyedévet. A jegybanki lépéseknek köszönhetően ismét jól teljesítettek a fejlett piaci kötvények is, igaz a német hozamgörbe már 0-8 év között negatív...

## Amerika: visszakozott a FED, emelkedtek a részvények

### S&P500 index EPS várakozás és P/E



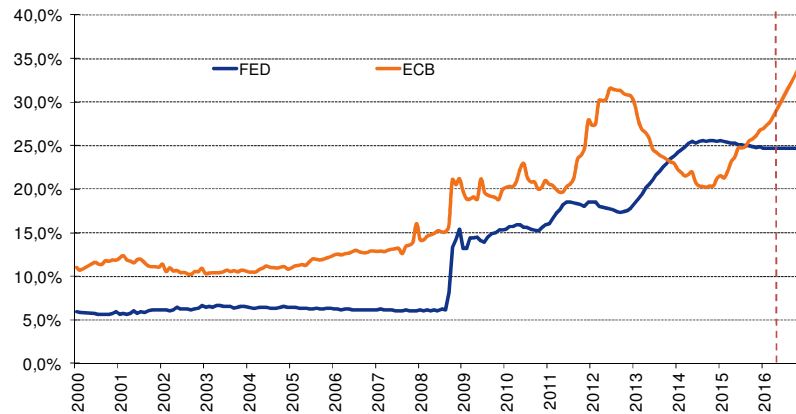
### Amerikai fogyasztói bizalom



- Az év eleji pánikhangulat az amerikai piacot is megrázta, hiszen a Kína jelentette szisztematikus kockázat alól a világ egyetlen sarka sem vonhatja ki magát. Az S&P500 1800 pont közelébe süllyedt, amire már régen volt példa. Az index P/E rátája csaknem 15x-ig esett, amit viszont sokan vételi lehetőségként értékelték, így néhány hét alatt visszatértünk a 2000-2100 pont közötti szintre. A FED szinte azonnal letett decemberben beharangozott kamatemelési sorozatról és ismét visszaállt „adatvezérelt” üzemmódba. A részvénypiacok kitörő örömmel fogadták az eseményeket, hiszen az továbbra is alacsonyabb kötvényhozamok, valamint a gyengébb dollár is jó hatással van az amerikai részvények értékére.
- Az index P/E rátája ismét 16,5x, ami a historikus átlag feletti, így a Fed-modell kivételével – ami csak a kötvénypiachoz képesti risk prémiumot veszi figyelembe a részvények fair érték meghatározásánál – nem tudunk vaskos érveket felsorakoztatni az amerikai részvénypiac jelentős emelkedése mellett. 2016-ban a volatilitás további növekedésére számítunk.

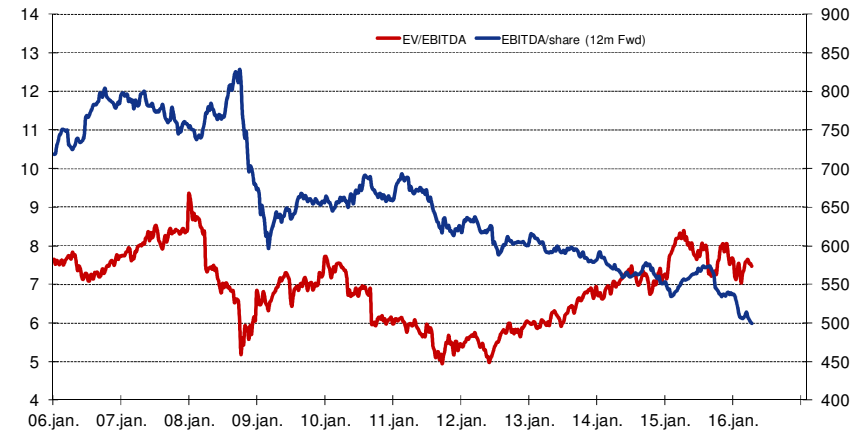
## Európa: segített az ECB a részvénypiacoknak

FED, ECB mérlegfőösszeg alakulása GDP %-ában



Forrás: Bloomberg

DJ EuroStoxx50 index EV/EBITDA



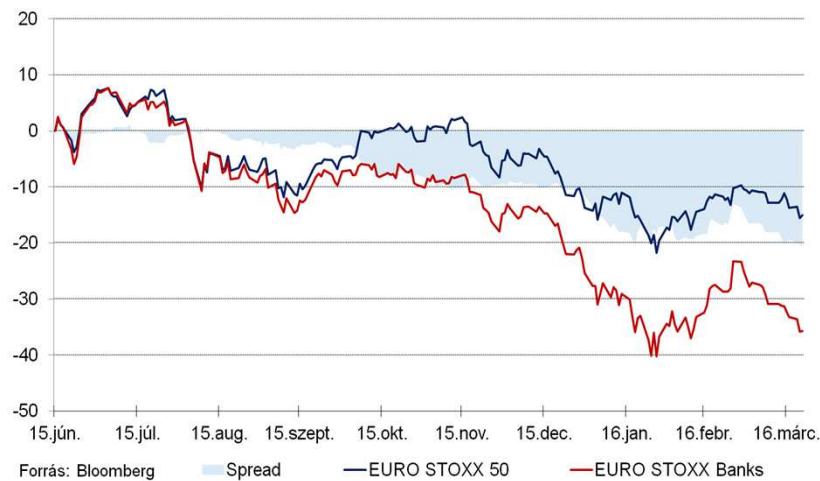
Forrás: Bloomberg

- Az ECB igen vaskost részt vállal az európai részvények árfolyamának alakulásában. A tavalyi év elején elindított QE program időhorizontját decemberben kibővítették, majd idén márciusban a havi mennyiséget és a vásárolható papírok körét is szélesítették, valamint bevezették a TLTRO 2-t és tovább vágták a már eddig is negatív depo rate-et. Év végére az ECB eszközállománya eléri majd a GDP 35%-át, szemben a válság előtti kb. 10%-os és a jelenlegi amerikai 25%-os mértékkel. Ezzel az európai vállaltoknak és államoknak folyamatosan olcsó forrást biztosítanak, igyekeznek támogatni a reál szférát. Bízunk benne, hogy a TLTRO és a nem banki kötvények vásárlása valóban segít majd lökést adni a hitelfelvételi kedvnek és lehetőségeknek, ami talán végső soron érezteti hatását a vállalati eredményeken is.
- Egyelőre azonban nem ez a helyzet. Az 50 legnagyobb eurózónás tőzsdei vállalat EBITDA-ja folyamatosan és egyenletesen zsugorodik, amit értelemszerűen alacsony értékeltségi szinttel honorálnak a befektetők. A EuroStoxx50 P/E rátája 13x alatt, míg EV/EBITDA-ja 7,5x-en áll. Az S&P500 azonos mutatói 16,5x és 10,5x. Ha az új QE működik, akkor év végére ennek már látnunk kell az első nyomait.

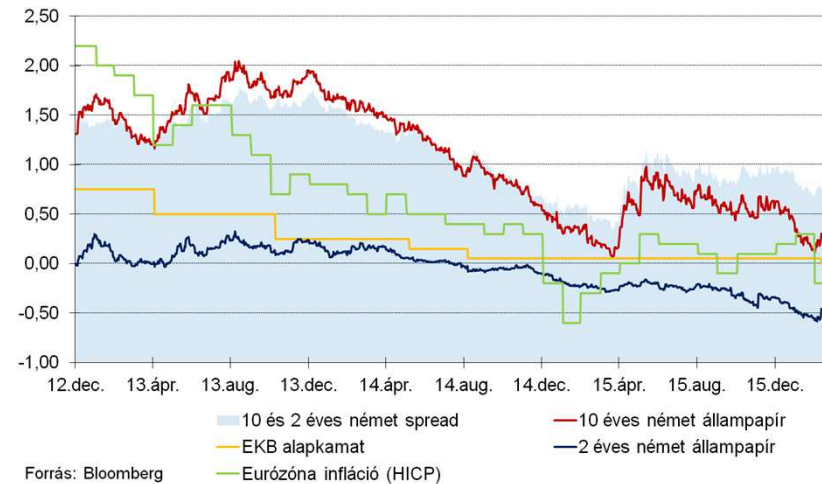


## Masszív alulteljesítésben az eurózónás bankok I.

Az eurózóna vezető részvényeinek és bankjainak teljesítménye (%)



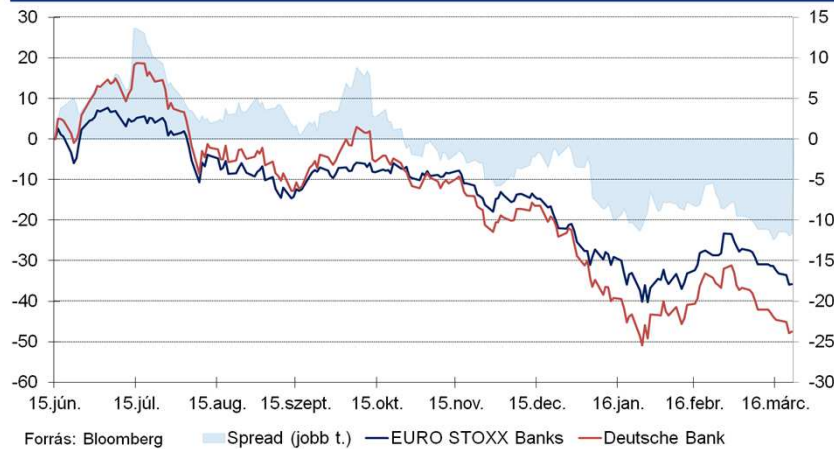
Mélyben az eurózónás infláció és a kamatkörnyezet (%)



- Rendkívül nehéz környezetben kell az eurózóna bankjainak helytállniuk az utóbbi időben. A világgazdasági növekedéssel kapcsolatos aggályok (Kína, olaj- és nyersanyag exportőrök, FED kamatemelés) lassítják a nettó hitelállomány növekedésének dinamikáját, ami az alacsony kamatkörnyezettel karöltve nyomás alatt tartja a bankok kamatbevételeit. A 10 és a 2 éves futamidejű német állampapír hozamok különbségére tekintve láthatjuk, hogy a piac hosszabb távon alacsony kamatkörnyezetet áraz jelenleg.
- A kockázati költségek terén a szektor szereplői a 2008-as válság óta magukkal cipelt nem teljesítő hitelállományon felül (ld. olasz bankrendszer, a maga 360 Mrd eurós rosszhitel-állományával) most az olaj és nyersanyag kitermelő cégek és a rájuk támaszkodó iparágak által felhalmozott adósság visszafizetési nehézségeivel is szembesülhetnek. Közben a válság óta szigorodó tőkekövetelmények és felügyeleti ellenőrzések, az ezek feltárt hiányosságok és visszaélések miatt kifizetett csillagászati összegű bírságok és végeláthatatlan perek (pl. LIBOR manipuláció, adóelkerülés, kereskedési szabálytalanságok, stb.), valamint a bankszanálási alapba (SRF) esedékes befizetések is tovább fájdtják a részvényesek fejét. Azt pedig már több helyen láthattuk, ha a költségvetési lyukak foltozásáról van szó a politikusok is előszeretettel fordulnak a pénzintézetekhez bankadó formájában.

## Masszív alulteljesítésben az eurózónás bankok II.

Az EURO STOXX Banks index és a Deutsche Bank részvény teljesítménye (%)



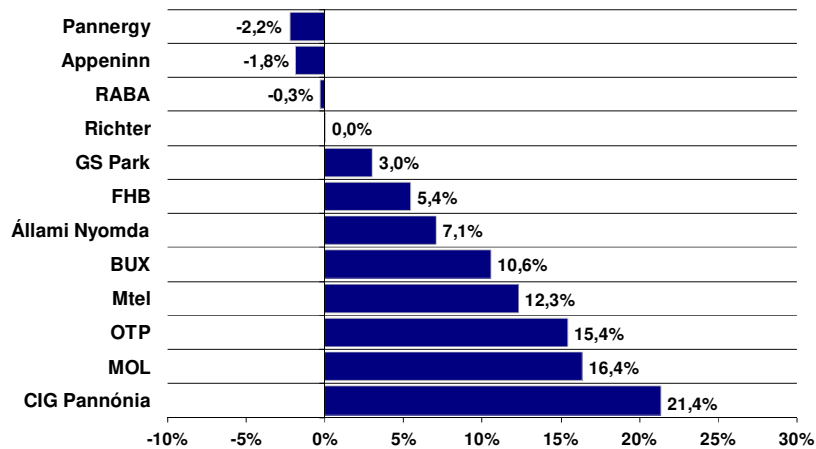
A Deutsche Bank árfolyam/könyv szerinti érték hányadosának és mérlegfőösszegének alakulása



- Mindezek ellentételezésére szigorú költségkontrollt léptettek életbe a szektor szereplői, melynek következtében sok tízezer banki dolgozó veszette el állását, azonban ez kevés a befektetők bizalmának visszanyeréséhez. A 2008-as válság előtti békeidőkben bőven 15% felett is járt az EURO STOXX Banks indexben szereplő cégek tőkearányos megtérülése (ROE), míg ez a 2015-ös évre vonatkozóan jócskán 5% alá csökkent. Ennek következtében a P/BV 0,75 alá csökkent, holott a befektetők a válság előtt a könyv szerinti érték akár 1,6-szorosát sem sajnálták kifizetni a bankrészvényekért. A 12 havi előretekintő P/E ráta értéke pedig 8,2, ami jócskán az elmúlt 10 év átlagát jelentő 9,6 alatt van.
- Németország legnagyobb bankja a Deutsche Bank még a bankindexnél is jóval gyengébben teljesített. A cég 6,8 milliárd eurós veszteséggel zárta a tavalyi évet és a tavaly nyáron a bank élére állított, átszervezéssel megbízott „válságmenedzser” szerint idén sem lesz nyereséges és osztalékot sem fizet. A botrányairól híres bank csak 2015-ben 5,2 milliárd eurót fizetett ki peres költségekre. Felmerült továbbá, hogy problémát jelenthet 2017-ben a kötvények kamatfizetése, ezt cáfolandó senior kötvényeket vásárolt vissza a cég több milliárd euró értékben. Talán valamelyest lendítene a bank megítélésén, ha sikerülne értékesítenie az alacsony jövedelmezőségű lakossági operációját (Postbank).

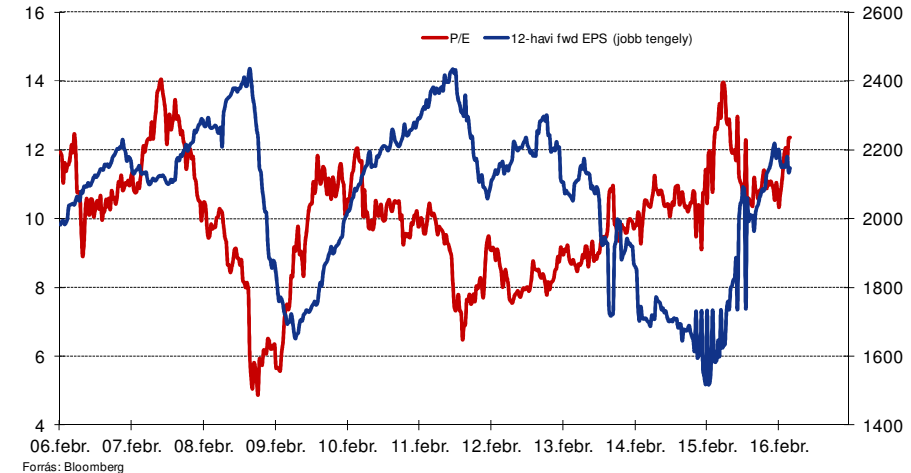
## BUX: továbbra is a világ élvonalában

Főbb magyar részvények teljesítménye 2016



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

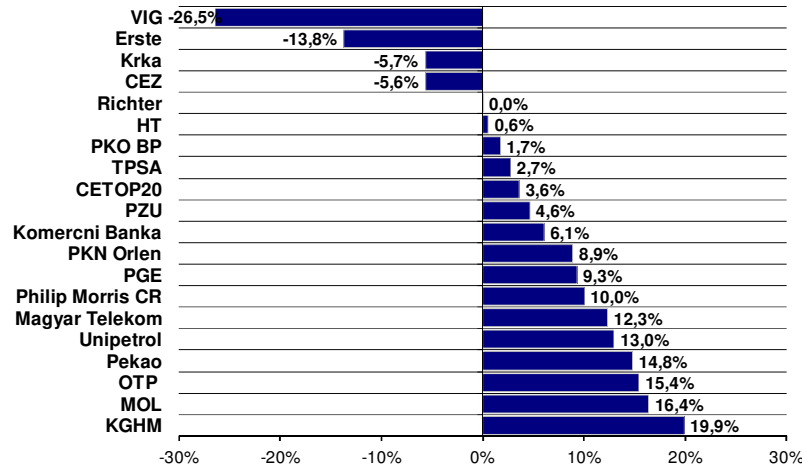
BUX index EPS várakozás és P/E



- A BUX a 2015-ös szárnyalást követően továbbra is a világ élvonalába tartozó hozamokkal örvendeztet meg bennünket. Az idei első három hónap alatt 10,6%-kal értékelődött fel az index, amiben a MOL, az OTP és az MTEL játszotta a főszerepet. Az emelkedés két eredője a magyar gazdaság relatív stabilabb helyzete miatt ide áramló jelentős portfólió flow, valamint a cégek eredményességének további javulása. A BUX cégeinek átlagos P/E rátája 3 hónap alatt 11x-ről 12,3-ra emelkedett, ami mutatja, hogy jelentősebb befektetők vételei is megjelentek a parketten. Mindeközben az átlagos eredmény várakozás is emelkedett kissé. A két hatás 26,000 pont feletti index értéket hozott március végére.
- A MOL 16,4%-ot erősödött, miután egyre több jel mutat arra, hogy a rendkívül erős finomítói marzsok a vártnál tovább fognak fennállni, így a 2016-os év is rendkívül erős lehet a társaság számára. Az OTP 15,4%-ot emelkedett, amit bennfentes vételek és short-osok pozíció zárásai is támogattak. Az MTEL 12,3%-os emelkedését a hivatalosan is bejelentett, folyamatosan növekvő osztalék fűtötte. Az idei 15 forint után jövőre 25 forint osztalék fizetését fogja javasolni a menedzsment.

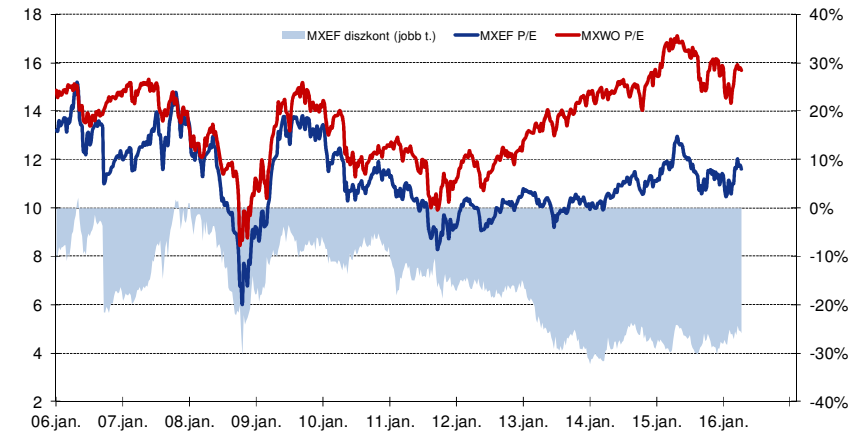
## CEE: lengyel korrekció, botladozó cseh tőzsde

### CETOP20 tagok teljesítménye 2016



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

### MSCI EM diszkont alakulása



Forrás: Bloomberg

- A régió tekintetében a magyar piac mellett még a lengyel mutatott számottevő felértékelődést. A WIG20 index 7,5%-ot emelkedett, amit kis mértékben a politikai helyzet normalizálódásának apró jelei, de talán sokkal inkább a tavalyi évi jelentős esést követő korrekció indukálhatott. A különadók sora, valamint a csődben lévő vállalatok felvásárlásának kötelezettségei mind jelentős kockázatot jelentenek a befektetők számára, így nem csoda, ha az eredményesség mellett az értékeltség is jelentősen visszaesett.
- A cseh piac ugyanakkor már nem volt képes pozitív hozamot generálni. A PX index 4%-ot veszített értékéből, miután a 4 legnagyobb index tagból 3 komoly veszteségeket szenvedett. A VIG 26%-ot esett, miután további leírásokat jelentett be és csökkentette jövőre vonatkozó eredményvárakozását is. Az Erste-t az európai bankszektorra övező pánik hangulat taszította rég nem látott mélységekbe. A negyedév végére, némi korrekciót követően közel 14%-os YTD veszteséget mutatott a bankrészvény. A CEZ tavalyi vesszőfutása tovább folytatódott (és várhatóan egész évben kitart a gyenge teljesítmény), miután az áram ára az év végi EUR 28/MWh-ról EUR 22/MWh-ra esett. A kontextus kedvéért 2008-ban a csúcs EUR 90/MWh volt, ami azóta folyamatosan csökken. A társaság ugyan folyamatosan köt fedezeti ügyleteket, de csak 2-3 évre előre, így a hosszan tartó alacsony ár negatív hatása alól ezzel sem tudja kivonni magát.

## Hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok minősítése

Alacsony minősítésű hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok portfóliónként 2016.03.31-én

Alacsony minősítésű hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok 2016.03.31-én			
Portfólió	Értékpapír megnevezése	Névérték	Minősítés oka
Allianz Önk. Kiegyen	FJ17NF01	1 965 180 000	A hitel/betét arány elfogadható szint feletti, illetve a nemteljesítő hitelek fedezettségének nem megfelelő értéke
Allianz Önk. Kiegyen	FJ20NF01	814 080 000	
Allianz Önk. Kiegyen	FJ20NV01	763 750 000	
Allianz Önk. Kiegyen	FJ21NF01	380 870 000	
Allianz Önk. Növek.	FJ20NF01	81 800 000	
Allianz Önk. Növek.	FJ20NV01	53 230 000	
Allianz Önk. Növek.	FJ21NF01	26 620 000	