

Vagyonkezelői beszámoló az Allianz Nyugdíjpénztár

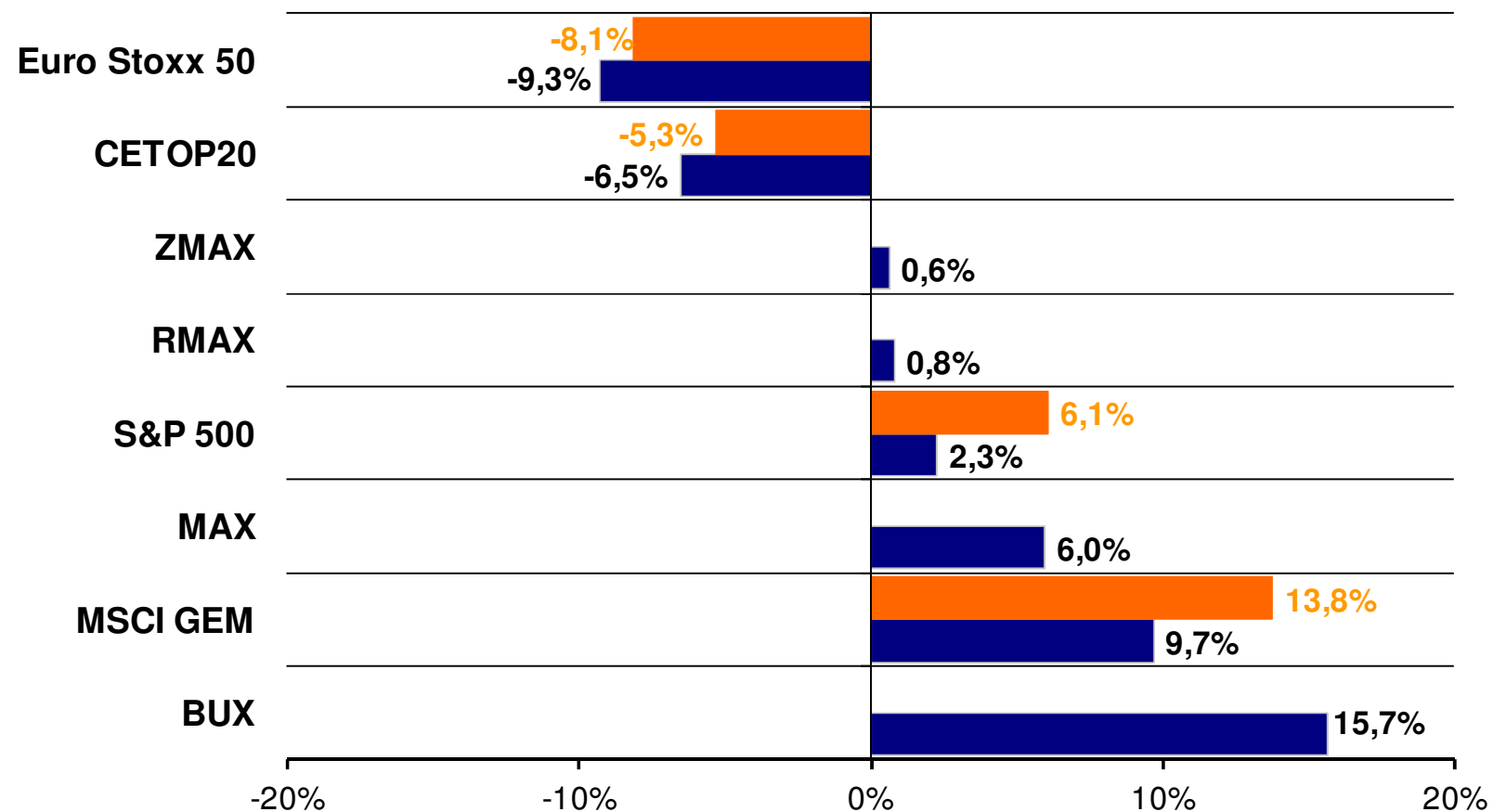
2016. III. negyedév

Budapest, 2016. október 14.

Allianz 

Indexek teljesítménye

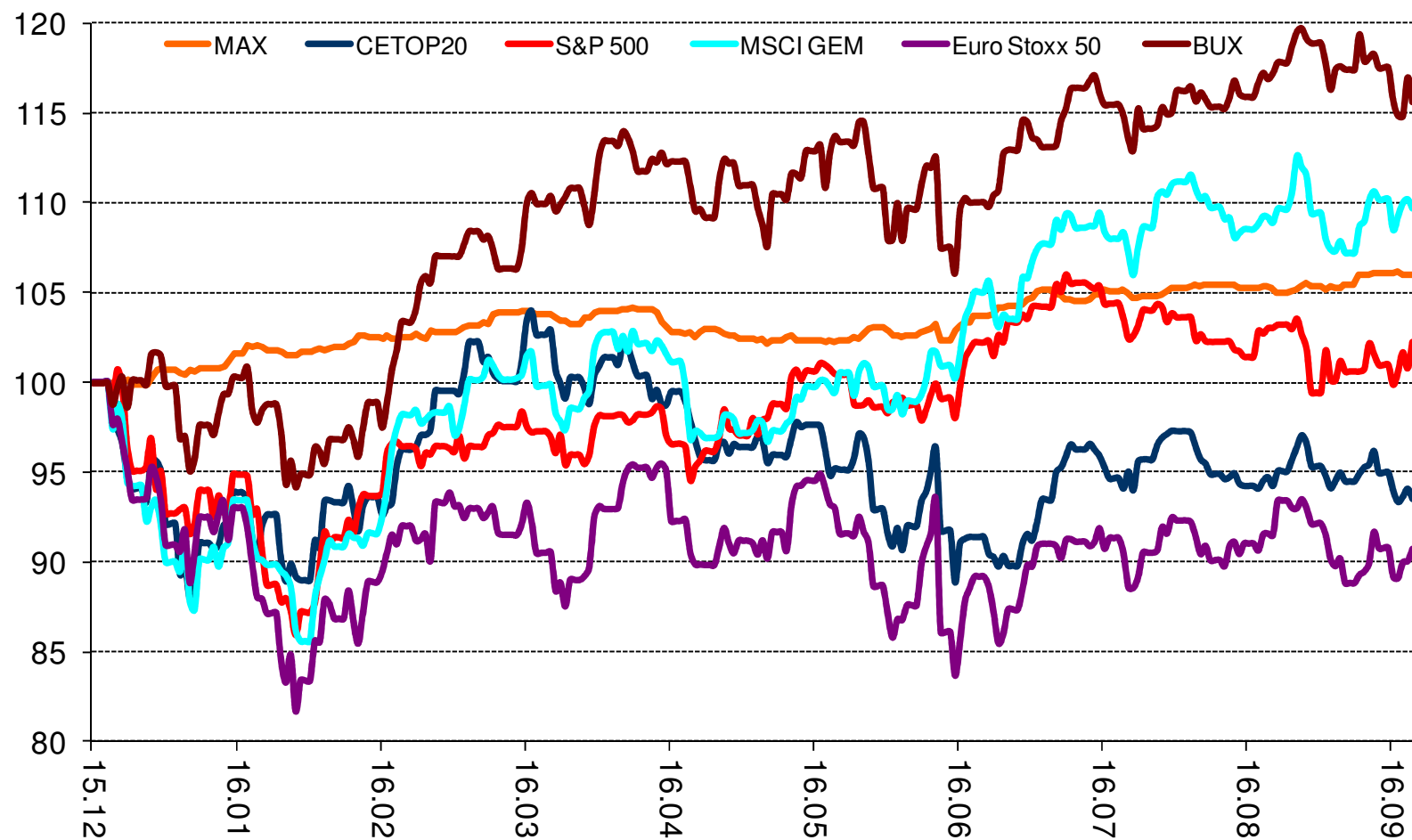
Főbb indexek alakulása 2016 YTD (HUF-ban és saját devizában)



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

Indexek alakulása

Főbb indexek alakulása (2015.12.31-2016.09.30. HUF-ban)



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

Globális trendek I.

USA: erősödő kamatemelési várakozások, strukturális problémák a munkaerőpiacon

- A legfrissebb (Q2) adatok alapján az Egyesült Államok gazdasága év/év 1,3%-kal bővült, ami némi lassulást jelent az előző 1,6%-os értékhez képest. A visszafogottabb növekedés a drámai mértékben csökkenő beruházási aktivitásnak köszönhető (privát szektor -7,9%, kp költségvetés -1,7%), amit a valamelyest magára találó fogyasztás sem tudott érdemben kompenzálni.
- A havi adatok szintjén vizsgálva sem túl szívderítő a kép: az ipari termelés csökkenőben van, a termelékenységi mutatók romlanak, a tartós fogyasztási cikkek megrendelés állománya két kellemetlen negatív hónap után tudott csak emelkedni. Bár a feldolgozóipari és szolgáltatói bizalmi indexek emelkedtek (mindkettő a bővülést jelző 50-es szint fölé), ez tényleges gazdasági teljesítményben nem öltött testet.
- A munkanélküliség 5% körül stabilizálódott az USA-ban, de strukturális problémák miatt valószínűleg érdemben már nem tud tovább csökkenni. Az új munkahelyek száma havi 150 ezer körül stabilizálódott, de ennek jelentős része továbbra is részmunkaidős állás, alacsony termelékenységű munkaerő (pincérek, irodai kisegítő alkalmazottak). A strukturális problémák miatt az USA-ban rövidesen számíthatunk a bérinfláció megjelenésére, emiatt a jelenleg 1% körül mozgó headline infláció jelentősen emelkedhet.
- A piaci árazásokban megjelenő várakozások szerint a FED decemberben emelni fogja irányadó kamatát. A fent vázolt bérinflációs folyamatok miatt ezt további emelések is követhetik. Az alacsony beruházás, a kamatemelések miatt erősödő dollár és az így csökkenő export versenyképesség miatt viszont a lépésnek komoly növekedési kockázata van.

Globális trendek II.

EU: hard Brexit, visszatérő adósságproblémák, DB

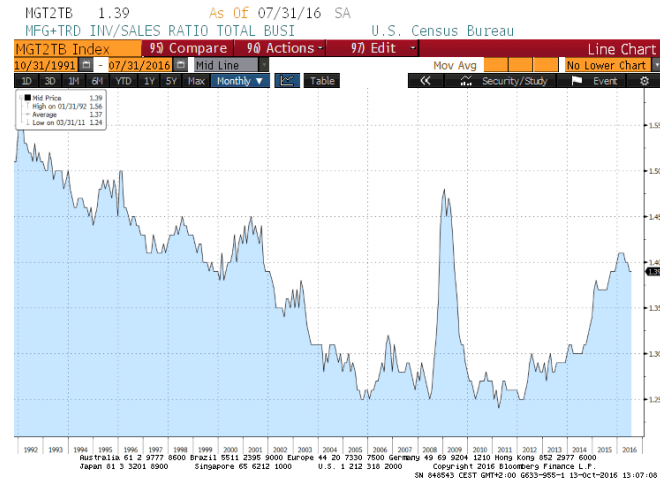
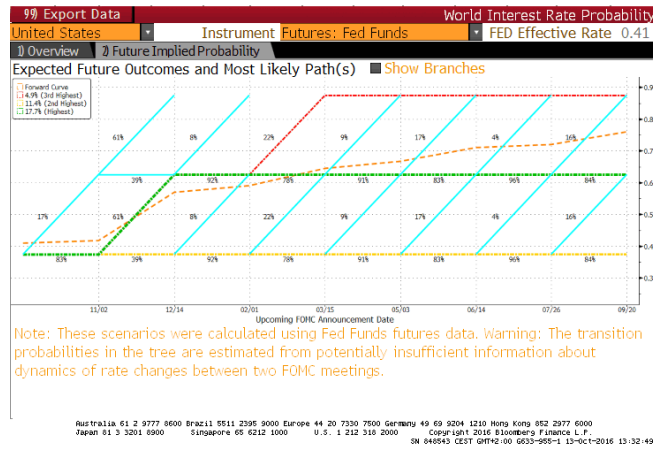
- Az elmúlt negyedévben a teljes Eurózóna növekedése 0,5%-ról 0,3%-ra lassult. Az összesített adatok szerint a lassulás főbb okai a gyengülő beruházási aktivitás és az alacsonyabb lakossági fogyasztás voltak.
- A pénzromlási ütem valamelyest emelkedett a zónában: év/év alapon a headline infláció +0,4% lett, a volatilis komponensektől (élelmiszer, energia) megtisztított mutató pedig +0,8%. Ez még mindig messze elmarad az ECB által meghatározott 2%-os szinttől.
- Valamelyest biztató jel lehet, hogy az unió legnagyobb gazdaságának számító Németországban a negyedév végére újra emelkedni tudott az ipari megrendelések állománya. Ezzel párhuzamosan az Ifo és a ZEW indexek is pozitív változásról tanúskodtak. Összességében elmondható, hogy az Eurozóna gazdasága bár lassan, de bővül. A növekedés viszont törékeny alapokon nyugszik, emiatt az ECB korábban a laza monetáris kondíciók fenntartása felőli elkötelezettségét hangoztatta.
- Európa növekedésével kapcsolatban négy kiemelkedő fontosságú kockázati faktort kell megemlítenünk: a brexit tárgyalások bizonytalanságot hoznak a rendszerbe, a belső piac egy nagy fogyasztótól esik el (Anglia komoly külker deficitet vitt). A Deutsche Bank csődközeli állapota a teljes pénzügyi szolgáltató szektort magával ránthatja, ami a Lehman csődhöz hasonlóan beláthatatlan következményekkel járhat. Az olasz bankrendszer csődközeli állapota (és áttételesen a birtokolt állampapír-állomány miatt az olasz államcsőd) kézzelfogható közelségbe került. Kína lassulásával az EU egyik legnagyobb külkereskedelmi partnerét vesztheti el.

Globális trendek III.

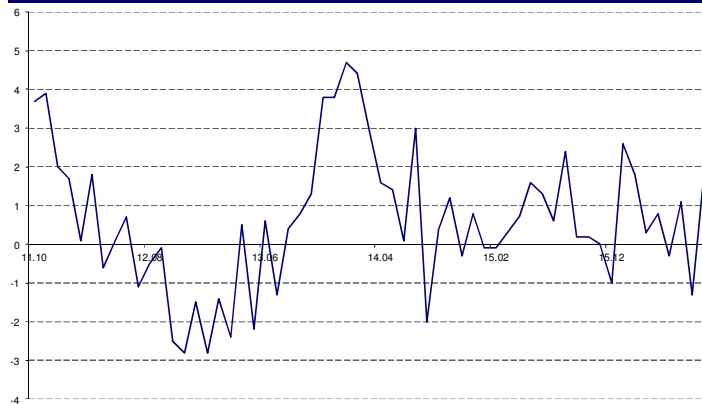
Ázsia: finanszírozási problémák, csökkenő külpiazi aktivitás

- A kínai gazdaság a legfrissebb adatok szerint 6,7%-kal bővült az elmúlt negyedévben. Az ipari termelés 6-6,3%-os tartományban mozgott, a kiskereskedelmi fogyasztás 10% körüli ütemben bővült. Összességében azt mondhatjuk, hogy bár a tervezettnél alacsonyabb lesz az ázsiai gazdaság növekedése, a hard landing-et sikerült elkerülnie a vezetésnek.
- A részletes adatok viszont már távolról sem ilyen kedvező képről árulkodnak: a nemfizető hitelek aránya exponenciálisan emelkedik, a vállalati profitok tovább szűkülnek, a termelési kapacitások kihasználtsága csökken, az export év/év alapon 10%-ot meghaladó mértékben csökkent, az import ennél valamivel kisebb mértékben redukálódott. Csökkenő külpiazi aktivitás mellett is romló külkereskedelmi mérleggel kell szembenéznie Kínának, ami tovább erodálja tartalékait. 2016-ban a devizatartalék a hivatalos adatok szerint 200 milliárd dollárral csökkent (az elmúlt 24 hónapban 1900 milliárdos volt a csökkenés).
- A kínai külpiazi aktivitás drámai csökkenésével egy időben a Hanjin dél-koreai szállítványozási cég csődje is hozzájárult a globális kereskedelem alapvető visszaszorulásához. A WTO legfrissebb statisztikái szerint a globális áruforgalomban az idei év lesz a legalacsonyabb a 2008-as válság kitörése óta.

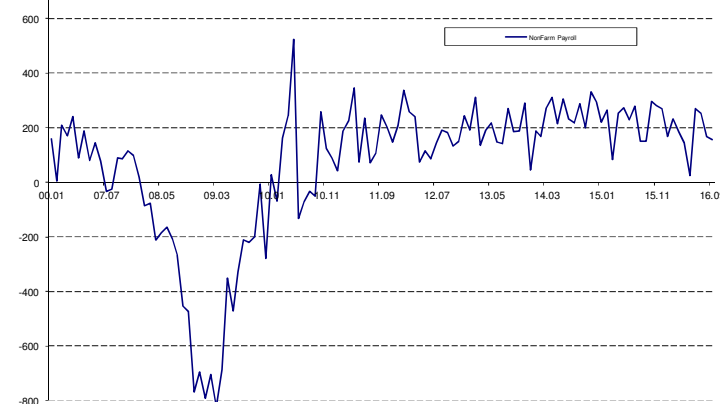
Globális trendek IV.



Német ipari termelés év/év



Non-farm payroll



Hazai makrofolyamatok I.

Vártnál jobb GDP, rekord külkereskedelmi aktívum

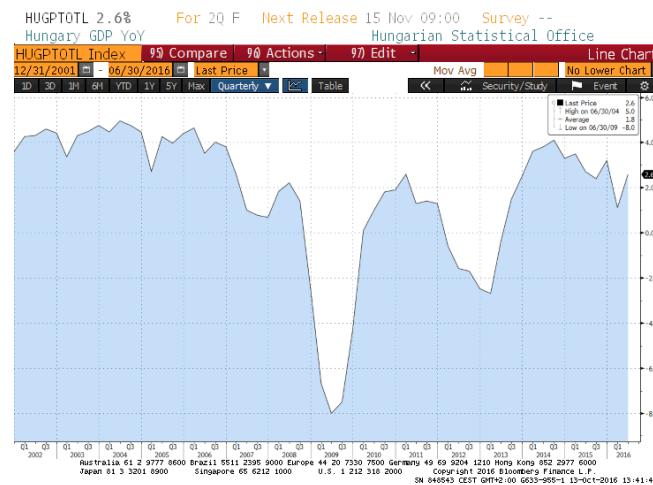
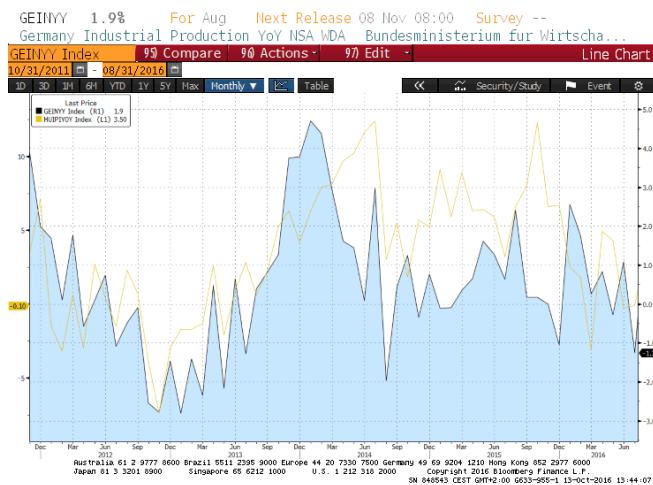
- Az első negyedév felfelé módosított GDP adata (1,1%) és a németországi ipar lassulása miatt kissé gyengélkedő hazai termelés mellett a beruházási aktivitás visszafogottsága sem adott túl sok okot a bizalomra a gazdaság növekedését illetően. A második negyedéves adat (2,6%) felülmúlta a várakozásokat. Termelési oldalon a szolgáltatások és az ipar adta a legnagyobb hozzájárulást a bővüléshez, felhasználási oldalon viszont egyértelműen látszott a csökkenő beruházások jelentősen negatív hatása. Összességében megállapíthatjuk, hogy további kormányzati beavatkozás nélkül a korábban célul kitűzött éves 3% körüli szint elérhetetlennek tűnik.
- Külkereskedelmi mérlegünk a harmadik negyedévben is tekintélyes pozitívumot mutatott: a megjelent adatok szerint az elmúlt 3 hónap teljes aktívuma meghaladta a 2,3 milliárd EUR-t, ezzel az éves aktívum 6,6 mrd EUR felett jár.
- A munkanélküliség drasztikusan csökkent: az álláskeresők aránya a negyedév végén már csak 5% volt az aktívak körében, ám az adatot a közmunkaprogram jelentősen torzítja. A valós munkanélküliség 9 és 10% körül lenne a közmunkások nélkül, de a trend még ezzel a korrekcióval is csökkenést mutat. A 228 ezer regisztrált munkakereső majdnem fele már több mint 12 hónapja a rendszerben van – azaz a több szektorból is jelentett egyre nagyobb munkaerőhiány ellenére sem talál megfelelő állást. Ez arra utal, hogy a jelenlegi szintről érdemben nem tud már tovább csökkenni a munkanélküliségi ráta, a munkaerőpiac kereslete és kínálata (képzettség, tapasztalat, lokalizáció miatt) nem találkozik. Tekintve, hogy a közmunkaprogramban szereplők foglalkoztatása nem piaci alapú, számuk hiába összemérhető a teljes munkakereső állománnyal, a munkaerőhiánnyal küszködő szektorok gondján már nem segít. Ebből az következik, hogy a bérek oldaláról rövid időn belül érezhető inflációs hatás jelentkezhethet.

Hazai makrofolyamatok II.

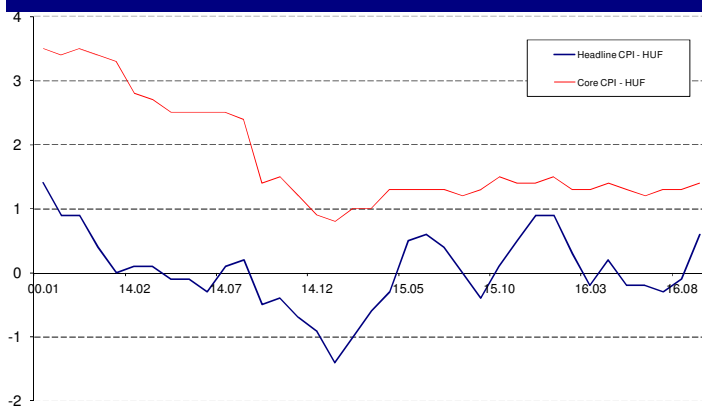
Gyenge GDP adat, erős külkereskedelmi aktívum, felminősítés

- A költségvetés konszolidált egyenlege gyakorlatilag nullszaldós szeptemberrel zárta a 3. negyedét. A rekordgyanús őszi egyenleg annak köszönhető, hogy az EU most kezdte folyósítani a költségvetés által már előfinanszírozott projekteket. A 2,4 milliárdos hiány és az idei, páratlan folyamatok arra engednek következtetni, hogy a korábban előirányzott GDP arányos 2,6%-nál lényegesen alacsonyabb, 1,7%-os deficittel zárja az évet az állam. A jövőre nézve ez mindenképpen komolyabb lehetőséget ad a kormány kezébe, hogy a központi kiadásokat növelve magasabb növekedési számokat próbáljon elérni.
- A fogyasztói árindex a negyedév elején még negatív tartományban mozgott, majd szeptemberben megugrott (év/év alapon 0,6%-ra) az üzemanyagárban megjelenő bázishatások miatt. A volatilis komponensektől megtisztított maginflációs mutató 1,3 – 1,4% között mozgott. Érdeemes megjegyezni, hogy a termelői árindex az év folyamán végig negatív volt, ami 2013 óta csökkenő trendet jelent. Mindezek ellenére a kiskereskedelmi fogyasztás ugyanebben az időszakban – a növekvő foglalkoztatottság mellett – jelentősen csökkent. Már a 4% körüli érték is jónak számít, amit növekvő lakossági adósságállomány mellett sikerült elérni (ezt támasztja alá tartósan negatív GKI fogyasztói bizalmi index is).
- Hazánk hitelminősítési besorolását a negyedév során az S&P „BBB-”-ra emelte, így ennél a minősítőnél is visszakerültünk a befektetési kategóriába. Amennyiben a Moody's novemberben hasonlóan tesz, a hazai értékpapírok kockázati felára tovább csökkenhet.

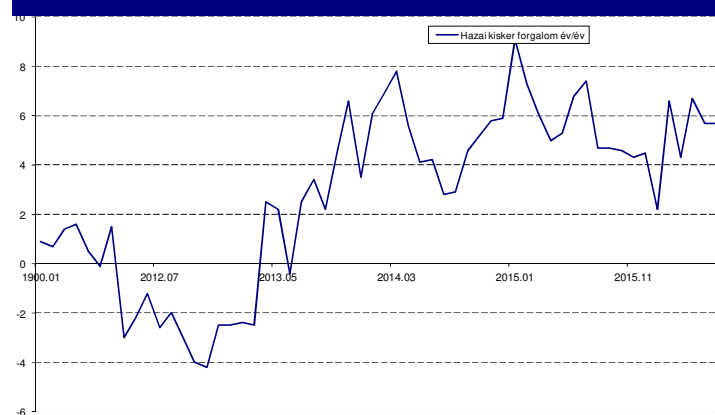
Hazai makrofolyamatok III.



Forint headline és maginfláció alakulása



Hazai kiskereskedelem évi/év



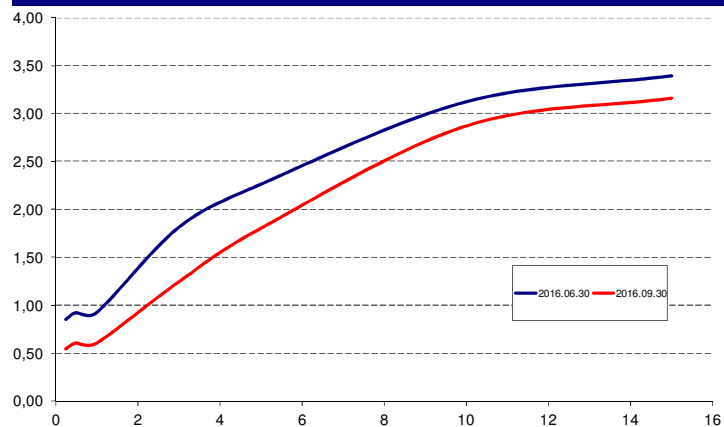
Hazai állampapír-piaci folyamatok I.

Felminősítés, módosuló eszköztár, növekvő külföldi állomány

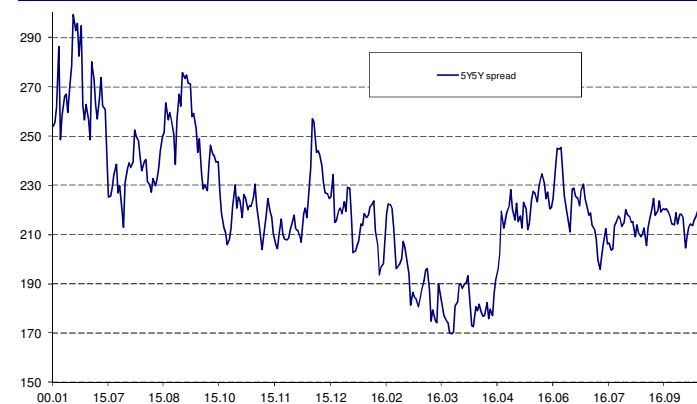
- Az MNB tovább változtatta eszköztárát: ritkította és mennyiségében is korlátozta az irányadó, 3 hónapos betéthez való hozzáférést (a jelenlegi kb 2000 milliárdos állományt 900 milliárdra szeretné csökkenteni). Az így kiáramló pénzmennyiséget a kereskedelmi bankok államkötvényekbe fektetik vagy hitelezésre fordítják majd legalábbis az MNB tervezete szerint. Amennyiben a kereskedelmi banki hitelezés felélénkül, a teljes bankrendszer áttérhet a likviditáshiányos (normális) állapotba, ahol a jegybank a végső hitelező szerepében sokkal hatékonyabban tudja szabályozni a piaci folyamatokat.
- A felminősítés és az eszköztár változása mellett a kedvező költségvetési folyamatok és a visszatérő befektetői kedv is segítette a hazai állampapír-piaci folyamatokat: a másodpiacon 30-50 bázisponttal kerültek lejjebb a hozamjegyzések. Érdemes megjegyezni, hogy a görbe közepén a 3-5 éves szegmensben volt a legnagyobb a csökkenés, zömében ezek után a papírok után érdeklődtek a felminősítésünk után, míg a hosszabb lejáratok „lemaradtak”, elsősorban az irányadó piaci folyamatoknak köszönhetően.
- A 10 éves lejáraton az amerikai és magyar kötvények hozamai közötti eltérés a negyedév eleji 160 bp körüli szintekről jelentősen csökkent, október elejére a 120 bp-ot is elérte. A 10 éves német bund és a hazai papírok között a hozameltérés viszont a vizsgált periódusban stagnált. Amennyiben a német hozamok nem pattannak fel és az ECB nem változtat érdemben az eszközvásárlási programján, további hozamcsökkenésre is látunk lehetőséget.
- A vizsgált negyedév végére a külföldi befektetők kezében lévő állampapír-állomány 3700 milliárd forintra emelkedett, ez 2014 Q4 óta az első negyedév, mikor ez a mutató emelkedni tudott.

Hazai állampapír-piaci folyamatok II.

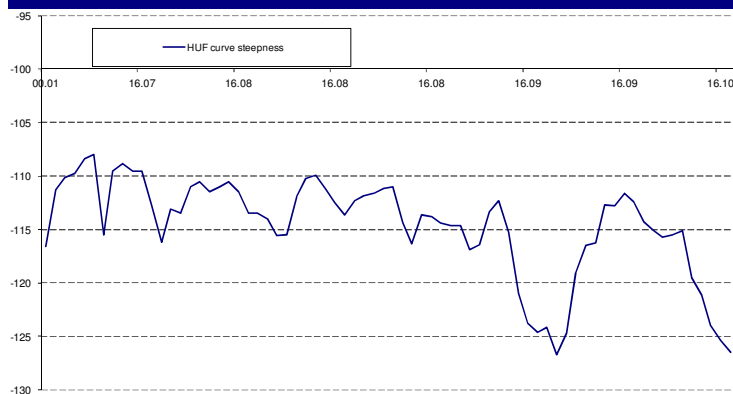
HGB görbe változása



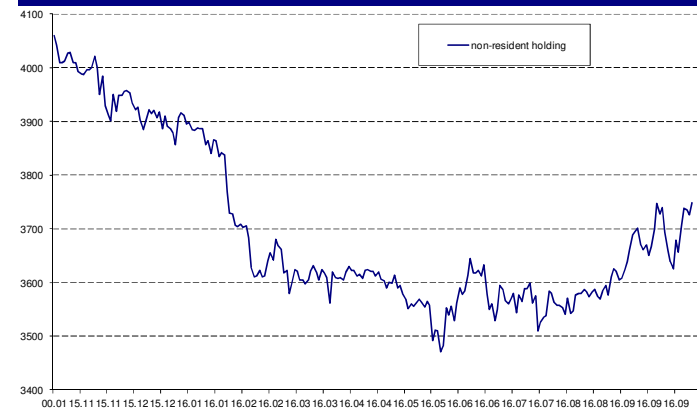
5Y5Y spread EUR jegyzések felett (bázispontban)



2-10 spread (HUF swap görbe)

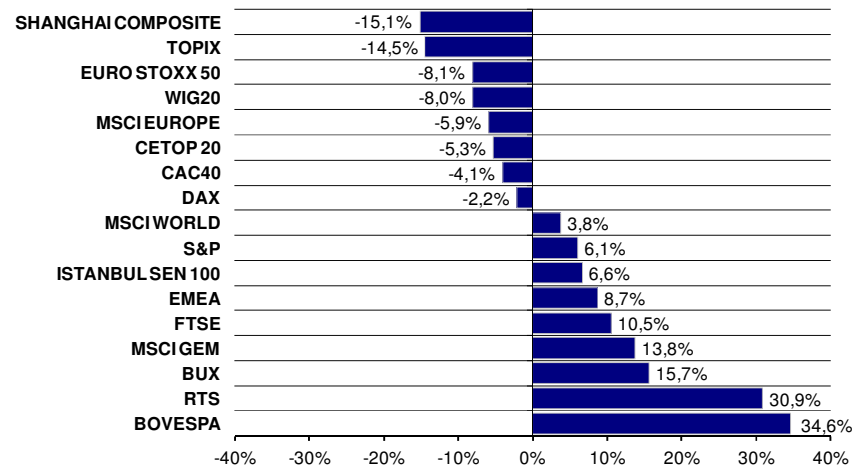


Külföldi befektetők állampapír-állománya



Törékeny béke a tőkepiacokon

A releváns részvényindexek teljesítménye 2016 (saját devizában)



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

Fejlett piaci kötvényhozamok

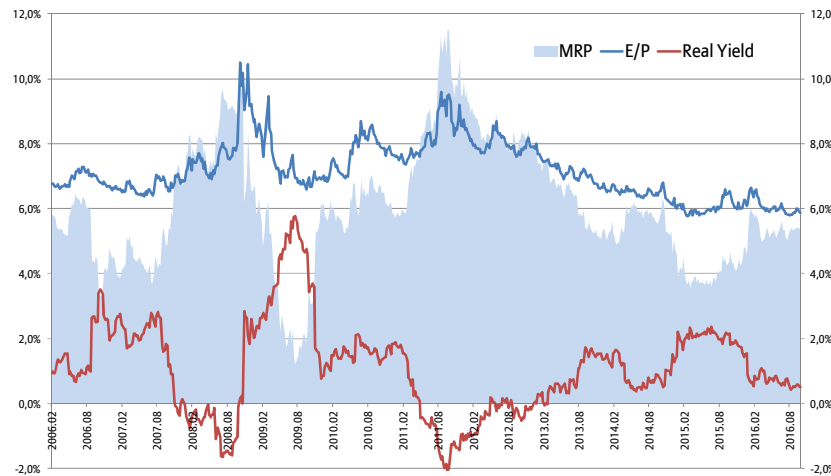
	Switzerland	Germany	Japan	Austria	France	Spain	Italy	UK	US
1M	--	-0,73	--	--	-0,72	--	--	0,22	0,12
3M	-0,75	-0,74	-0,34	--	-0,65	-0,47	-0,47	0,25	0,26
6M	-0,65	-0,69	-0,32	--	-0,63	-0,29	-0,24	0,23	0,42
9M	--	--	--	--	-0,64	-0,28	--	--	--
1Y	-1,06	-0,67	-0,30	-0,63	-0,60	-0,24	-0,22	0,09	0,57
2Y	-1,05	-0,71	-0,27	-0,65	-0,65	-0,14	-0,11	0,08	0,74
3Y	-1,00	-0,72	-0,26	-0,61	-0,62	-0,03	-0,00	0,08	0,85
4Y	-0,94	-0,69	-0,25	-0,56	-0,56	0,10	0,06	0,13	1,02
5Y	-0,88	-0,60	-0,24	-0,52	-0,46	0,17	0,27	0,17	1,11
6Y	-0,81	-0,57	-0,23	-0,46	-0,38	0,33	0,44	0,27	1,28
7Y	-0,76	-0,51	-0,23	-0,43	-0,31	0,53	0,62	0,34	1,38
8Y	-0,68	-0,41	-0,19	-0,36	-0,13	0,75	0,83	0,45	1,45
9Y	-0,62	-0,29	-0,15	-0,09	0,01	0,94	1,05	0,56	1,53
10Y	-0,57	-0,15	-0,08	0,07	0,16	1,14	1,23	0,66	1,57
12Y	-0,45	--	--	--	--	--	--	0,76	--
15Y	-0,33	-0,01	0,11	0,01	0,45	1,56	1,57	1,04	1,71
20Y	-0,23	0,21	0,38	0,49	0,74	1,89	1,87	1,22	1,99
25Y	-0,14	0,35	--	0,66	0,82	2,20	2,11	1,33	2,21
30Y	-0,08	0,42	0,51	0,74	0,95	2,29	2,28	1,36	2,29

Forrás: Bloomberg

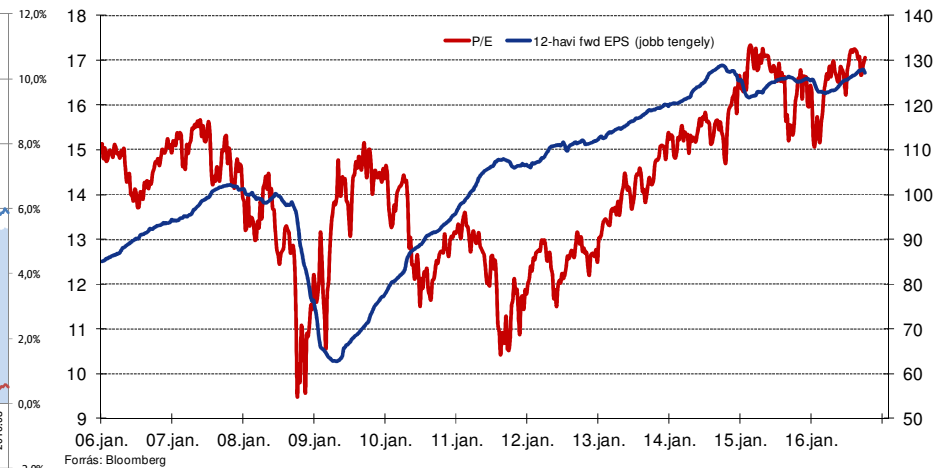
- A január-márciusi periódusban még a szakadó olajár, zuhanó energia- és bankrészvények okozták a legnagyobb kihívást, amit csak fokozott a FED akkor még várt kamatemelési sorozata. A zuhanás mértéke megijesztette a FED-et, amely rendkívül gyorsan felülvizsgálva korábbi iránymutatását, szinte hetek alatt hűtötte a kamatemelési várakozásokat. (Jelenleg decemberre várjuk a következő kamatemelést.) Ehhez adódott még az ECB márciusi, várakozásokat meghaladó monetáris lazítás fokozása, ami fordulópontnak is bizonyult, s komoly pozitív korrekciót indított el a piacokon. Az április-május viszonylag optimista hangulatban telt, hiszen az adatok azt mutatták, hogy a közvetlen, gyors kínai összeomlás egyelőre elmarad és a jegybankok továbbra is támogatólag jelennek meg a piacokon. Júniusban a brexit szavazás kevésbé várt kimenetele hatalmas, 10% körüli mélyrepülést idézett elő az európai részvénytőzsdéken és a font is jelentősen gyengült a hír hallatán. Az árfolyamok ingadozását ösztönözte az olasz bankszektor körüli híráram is. Lesz-e bankmentés, vagy nem, ha igen ki, és milyen kondíciókkal teszi majd meg? Ősszel aztán, miután a jegybankok hozták a kötelezőt, (vagyis továbbra is biztosítják a támogató monetáris politikát) az amerikai igazságügyi minisztérium ijesztett rá a piacokra 14Mrd dollárt követelve a Deutsche Banktól. Az OPEC egy kisebb mértékű termelés visszavágásról hozott elvi döntést, melynek részleteit (ki és mekkora mértékben csökkentse a termelését) majd novemberben tárgyalják meg.

Amerika: decemberre halasztották a döntést

S&P500 kockázati prémium alakulása



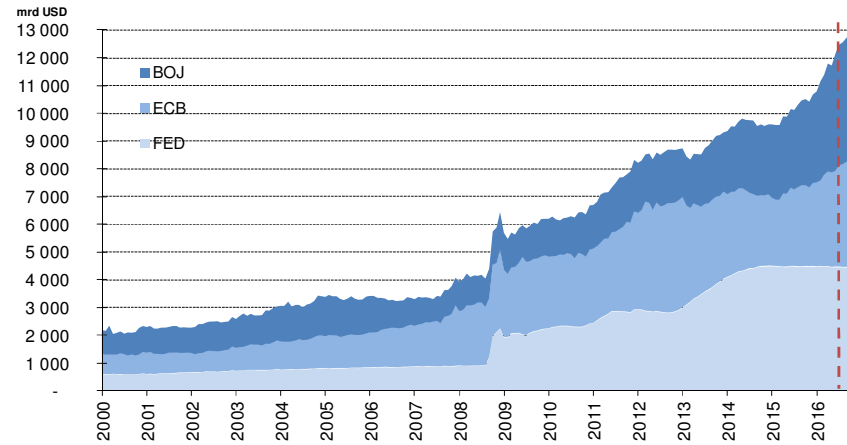
S&P500 index EPS várakozás és P/E



- Az amerikai piac szinte rezzenéstelenül konstátálta az európai turbulenciát. Az S&P500 egy szűk 100 pontos sávban mozgott a negyedév folyamán, amiből úgy tűnik, hogy esetleg az elnökválasztás vagy majd a potenciális decemberi FED kamatemelés fogja csak kimozdítani.
- A helyzet nagyvonalakban változatlan. A viszonylagosan jól teljesítő gazdaság mellett magasan értékelt kötvénypiachoz mért relatív árazás adja a részvények támaszát. A hosszú kötvények nulla közeli reálhozama mellett érthető, ha a részvények 6%-os eredményhozammal (17x-es P/E) kereskednek. A részvények prémiuma (MRP) nem magasabb a hosszú távú átlagnál, így túlárzásról, lufiról nem beszélhetünk. Ugyanakkor egy potenciális FED kamatemelés, illetve annak sorozata kijózanító folyamatokat indíthat el. Egy megközelítőleg 1%-os hozamemelkedés a hozamgörbe hosszú végén – a vállalati eredmények változatlansága mellett – mintegy 350 pontos (kb.15%) S&P500 visszaesést indokolna. Részben ezért ilyen óvatos a FED a kamatemelésekkel. Ráadásul egy 4500 milliárd dollárra hizlalt mérleggel, az olcsó pénzhez hozzászokott, a tovább erősödő dollártól rettegő gazdasággal kellene patikamérlegesen grammonként emelni a kamatokat oly módon, hogy az egyensúly ne billenjen el semelyik irányba.

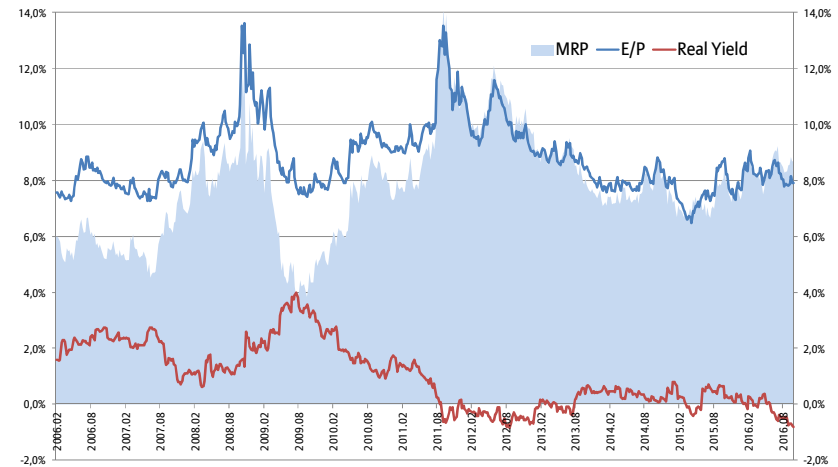
Európa: segített az ECB a részvénypiacoknak

FED, ECB, BoJ mérlegfőösszeg alakulása



Forrás: Bloomberg

DAX kockázati prémium alakulása



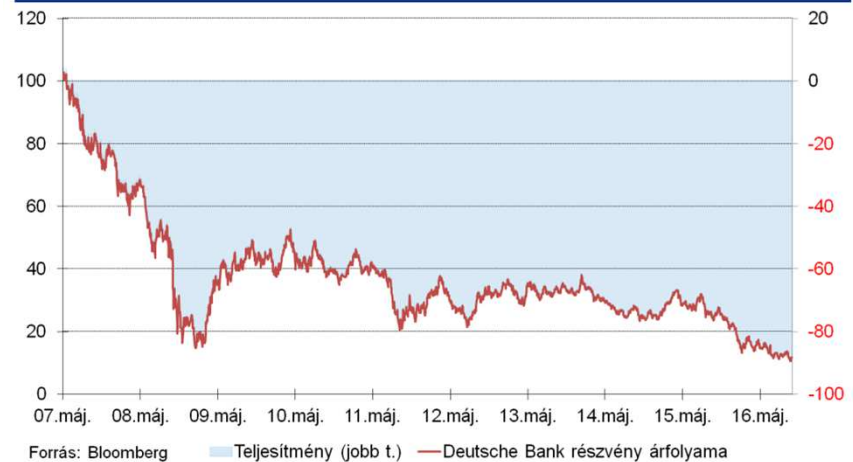
- Az ECB az idén jelentős részt vállalt az európai részvények (és kötvények) árfolyamának alakulásában. A 2015 elején elindított QE program időhorizontját decemberben kibővítették, majd idén márciusban a mennyiséget és a vásárolható papírok körét is szélesítették. 2016 végére az ECB eszközállománya eléri 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. A helyzet az amerikaihoz hasonló, sőt itt a jegybanki QE-k hatására az állampapírok egyre nagyobb állománya forog már negatív hozamon, ami természetesen jótékony hatással van a vállaltok értékeltségére is.
- A britek kilépése kulcsfontosságú lehet majd, de inkább csak középtávon. A tárgyalásokat várhatóan jövő tavasszal kezdik majd meg a felek, s hozzávetőleg két évig tartanak majd. A font leértékelődése mindenesetre jó hatással van a brit export cégekre, aminek köszönhetően október legelején a FTSE100 index egyetlen pont híján elérte 7122 pontos mindenkori maximum értékét.
- Az év hátralevő részében a bankszektor körüli bizonytalanságok oldódása/kiéleződése lehet majd némi turbulencia forrása, illetve az olasz alkotmánymódosításról kiírt népszavazás idején lehetnek idegesebbek a befektetők.

Komoly gondokkal küzd a legnagyobb német bank I.

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



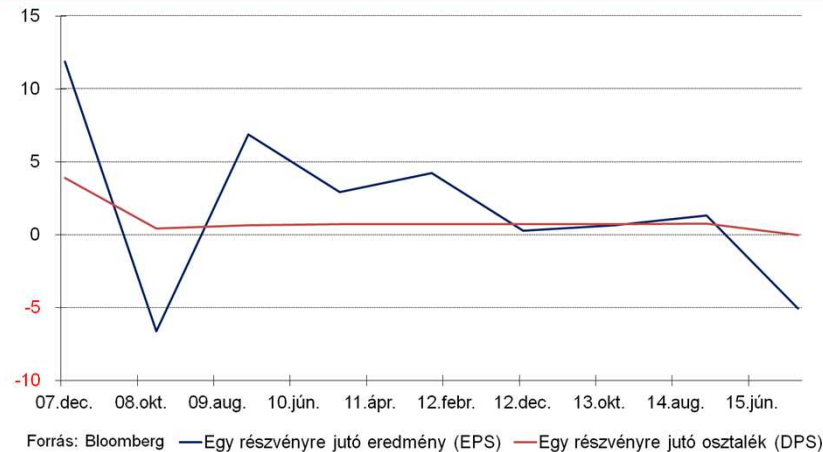
A Deutsche Bank részvény árfolyama (EUR) és teljesítménye (%) a 2007. nyári historikus csúcspont óta



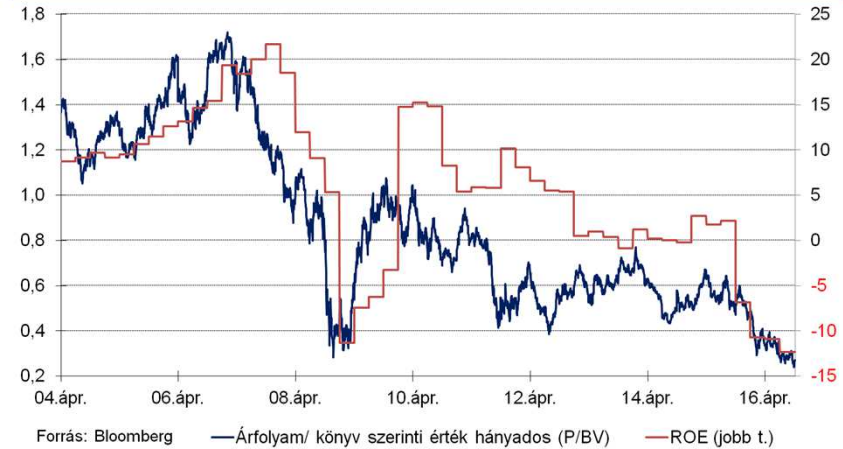
- Már jó ideje nincs jó bőrből az európai bankrendszer. A lassú növekedés, az alacsony hozamkörnyezet, a válság óta cipelt problémás eszközállomány és rengeteg peres ügy, valamint a szabályozók által szigorított tőkekövetelmények és a szektorális adók folyamatos nyomást helyeznek az iparágra. A költségracionalizáló lépések (fiókbezárások, létszámleépítések, digitalizáció) pedig csak részben tudják javítani a jövedelmezőséget.
- A Deutsche Bank már korábban is fekete báránynak számított, mivel a világ egyik vezető befektetési bankjaként nagy volumenű forgalmat bonyolított jelzálogpiaci termékekben és arra vonatkozó derivatívákban a jelzálogpiaci válság kirobbanásáig, azóta pedig kis túlzással szinte az összes komolyabb banki botrányban érintett (LIBOR manipuláció, pénzmosási ügyek, együttműködés embargóval sújtott országokkal). A problémák következtében több alkalommal kényszerült tőkeemelésre a tőkehelyzet megszilárdítása érdekében.
- Az igazán komoly problémák 2015-ben kezdődtek, az év 2008 után először brutális, 6,8 Mrd eurós veszteséggel zárult. Csak ebben az évben 5,2 Mrd eurót vittek el a peres költségek. A helyzet megoldása érdekében a teljes átszervezés ütemének és volumenének gyorsítása és a befektetési banki tevékenységen kívüli leányvállalatok értékesítése mellett döntöttek, eddig viszonylag kevés sikerrel. A lakossági fókuszú Postbank-ra például egyszerűen nem találnak komolyabb érdeklődőt. Végző megoldásként már az is felmerült, hogy összeolvadnának a rivális Commerzbankkal.

Komoly gondokkal küzd a legnagyobb német bank II.

A Deutsche Bank egy részvényre jutó eredményének és osztalékfizetésének alakulása (EUR)



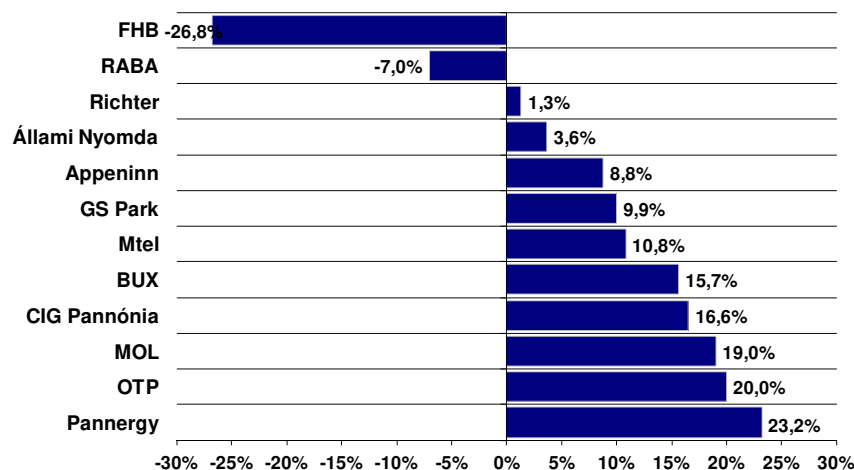
A Deutsche Bank árfolyam/könyv szerinti érték hányadosának és tőkearányos nyereségének (%) alakulása



- Mindezek ellenére idén februárban a német pénzügyminiszter még úgy nyilatkozott, hogy nem aggódik a bank helyzete miatt. Véleményét később alátámasztotta, hogy igaz hajszálnyival, de meghaladta az Európai Bankhatóság stressz tesztjén számított CET1 tőke mértéke a minimális követelményt. Igaz, az amerikai FED tesztje már jelzett problémákat az amerikai leánybank vonatkozásában, de ezek nem tőkeemegfeleléssel, hanem kockázatkezeléssel és pénzügyi tervezéssel voltak kapcsolatosak.
- Előre természetesen senki sem tudhatta, hogy szeptemberben az amerikai igazságügyi minisztérium 14 Mrd dollár büntetést akar a cég nyakába varrni jelzőlog-fedezetű értékpapírok szabálytalan forgalmazása miatt. Mivel a bank 5 Mrd euró körüli összeget céltartalékol peres ügyekre, saját tőkéje pedig 66,5 Mrd euró nem meglepő, hogy a befektetők keze remegni kezdett. A pánikot tetézte Angela Merkel nyilatkozata, miszerint semmilyen támogatást nem adna a banknak. Arról nem is beszélve, hogy ezt egyébként sem tehetné, miután Olaszország esetében is határozottan elutasították a bankok részére történő állami segítségnyújtást. Így fizetőképtelenség esetén a január 1-jén életbe lépett Egységes Szanálási Mechanizmus lépne életbe.
- Remélhetőleg a legrosszabb elkerülhető és megússzák a részvényesek egy újabb tőkeemeléssel. Ez nagyrészt a bírság összegének alkuképességétől függ, a legfrissebb piaci pletykák már „csak” 5,4 Mrd dollárról szólnak.

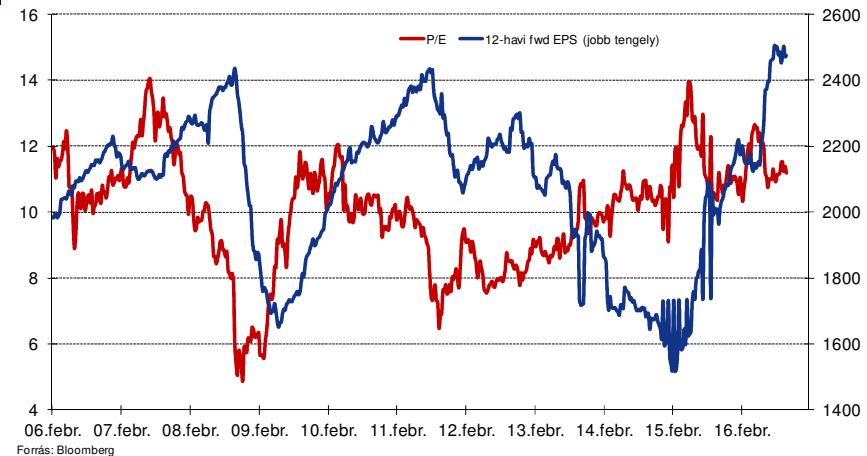
BUX: javuló eredményesség, emelkedő árfolyamok

Főbb magyar részvények teljesítménye 2016 YTD



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

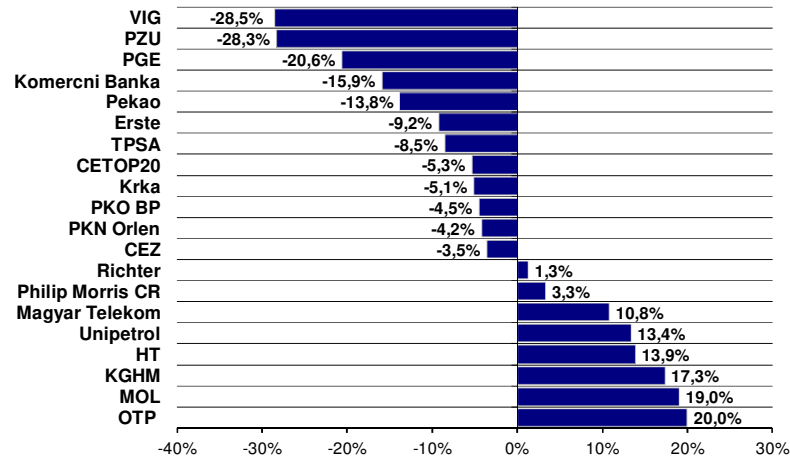
BUX index EPS várakozás és P/E



- A BUX 15,7%-ot erősödött eddig az év folyamán, amivel a legjobbak közé tartozik a világ tőkepiacain. A hazai blue-chipek fundamentumai folyamatosan javulnak; az egy részvényre jutó eredmény már 2500 forint körül van, ami szilárd alapot ad az elmúlt évek szárnyalásának. Az OTP 20%-os felértékelődése mögött is az eredmény dinamikus gyarapodása áll, bár ebben nagy szerepe van az alacsony céltartalékolásnak és a csökkenő bankadónak, miközben a működési eredmény zsugorodik. A MOL még mindig élvezzi a kedvező finomítói marzsok által nyújtott erős downstream cashflow-t, miközben a Magyar Telekom a lakossági fogyasztás élénkülésének hátszelében jut egyre jövedelmezőbb vizekre. Utóbbi esetében a javuló eredményesség folyamatosan növekvő osztalékkal párosulhat az elkövetkező években, ami megágyazhat a további felfelé irányuló trendnek. Egy kiadós kockázat ugyan még akad, ez pedig a Digi esetleges piacra lépése, melyről egyre többet lehet hallani. Egy negyedik szereplő felbolygathatja a mobilpiac állóvizét, amiből a domináns szereplők ritkán szoktak nyertesként távozni. A Richter hozta eddig a várt jó eredményeket, de újabb áttörést várhatóan majd csak az vrylar értékesítésének felfutása, vagy az egyéb terápiás területek pozitív klinikai tesztjei hozhatnak.
- Fentiekén túl az S&P szeptemberi felminősítése is segíthet a hazai részvénypiac stabilitásának további növekedésében.

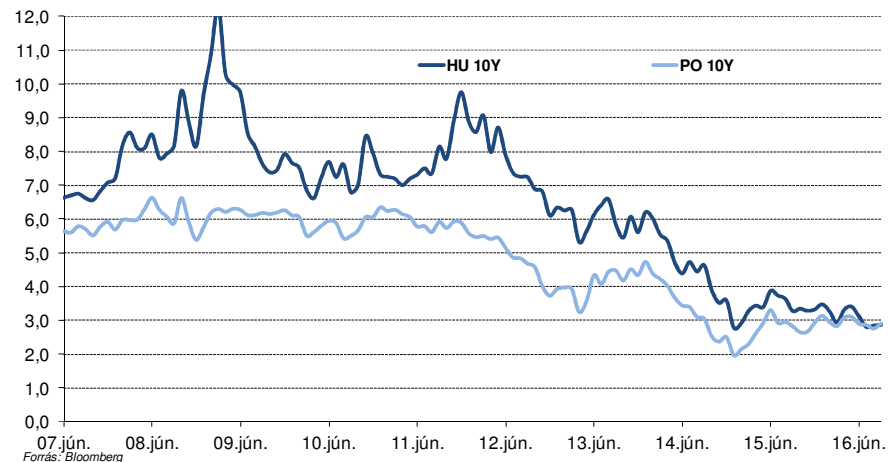
CEE: az osztrák és lengyel cégek húzták le a régiót

CETOP tagok teljesítménye 2016



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

Magyar és lengyel hozamok (%)

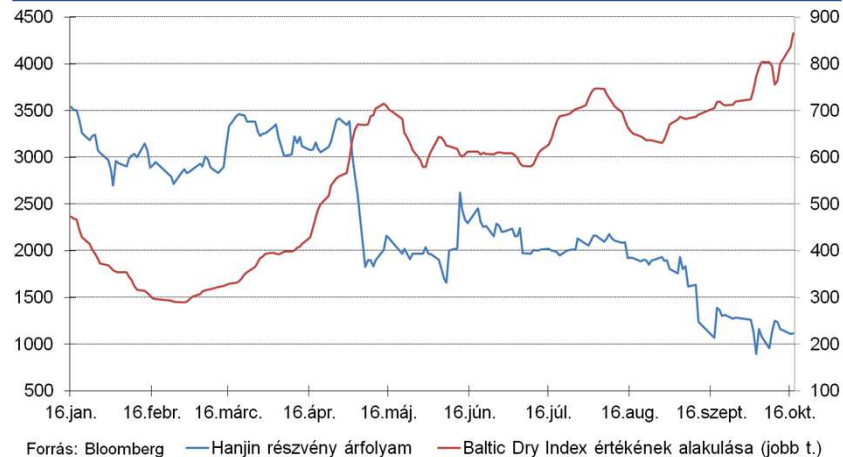


Forrás: Bloomberg

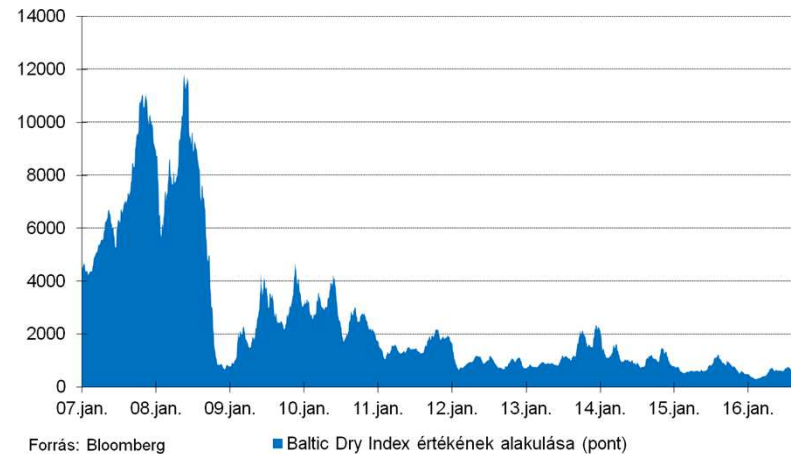
- A régióban még mindig kiemelkedünk a mezőnyből. A lengyel kormány újabb és újabb ötletekkel áll elő a költségvetés bevételeinek fokozására, ami nem engedi talpra állni a WIG indexet. Ezúttal az erős mérleggel rendelkező energiacégek kerültek fókuszba, melyek eredménytartalékából tőkeemelést hajtanak végre, aminek viszont mintegy 19%-os adóvonzata van. Így a kisebbségi tulajdonosok előtt az állam elhalássza a készpénzállomány egy részét. Ez a legkevésbé sem elegáns eljárás jelentős nyomot hagyott ezen papírok árfolyamában. A bankrendszer polonizálása is még gőzerővel folyik. A Pekao-t dobra verték és egyre inkább úgy tűnik, hogy a PZU lesz a befutó vevő. Egyik részvény sem reagált pozitívan a hírre. A vételár és a majdani stratégia kérdése lesz a végleges reakció iránya és mértéke.
- Általánosságban a biztosítók és a bankok is szenvednek az alacsony hozamkörnyezettől, ami folyamatos nyomást helyez a marzsokra és megtérülésekre. Így nem véletlen, hogy a VIG és a PZU a két leggyengébben teljesítő részvény a régióban.
- A CETOP indexbe szeptember végével bekerült négy román részvény. Két bank és két olaj/gáz kitermelő vállalat, melyek igen magas osztalékhozammal vásárolhatók meg. A román piac jellemzően alacsonyabb értékeltségen forog a régió többi országához képest, ám ezt a jóval alacsonyabb likviditása és a tőkepiac relatív fejletlensége indokolja is.

Egyenlőre megúsztuk a tengeri szállítványozás „Lehman-csődjét”

A Hanjin részvények árának (KRW) és a Baltic Dry Index értékének (pont) alakulása idén



A Baltic Dry Index értékének alakulása a 2007-es csúcspontok óta



- Kis híján csődbe ment a világ hetedik legnagyobb tengeri szállítványozó cége a Hanjin. A problémák 2008 óta eszkalálódnak, mivel a válságot megelőzően túlzott kapacitások épültek ki a szektorban. Mivel a kínálati oldal rugalmatlan (szinte lehetetlen a megépült hajókat szállításon kívül másra hasznosítani), a globális gazdasági növekedés lassulása következtében pedig jelentősen csökkent a kereslet, a szállítványozási díjak drasztikusan visszaestek. A száraz nyersanyagok tengeri szállításának tarifáját mérő Baltic Dry Index a válság előtt majdnem 12.000 pont volt, idei és egyben historikus minimuma 290 pont, jelenleg 860-on áll.
- A cég hitelezői látva a 2011-2014 közötti folyamatos veszteségeket és hogy a cég idén is veszteséges elvesztették a türelmüket az 5,5 Mrd dollárra duzzadt adósságállomány lejáró részének refinanszírozásában. Ennek következtében 14 Mrd dollárnyi áru vesztegelt teherhajókon, miután a kikötők (félvén, hogy nem tudják beszédni a kikötői díjakat) nem engedték kikötni őket. A helyzet sok más exportőr céget is negatívan érintett mivel árukészleteik a hajókon álltak, ahelyett, hogy a boltokban szolgálják ki a karácsony közeledtével élénkülő keresletet. A kieső szállítási kapacitások okozta sokban közel 50%-kal emelkedett a Baltic Dry Index értéke augusztus elejéhez képest. Szerencsére a probléma átmenetileg megoldódott miután a társaság fő részvényese a Korean Air 54 millió dolláros áthidaló hitelt nyújtott a kikötői díjak rendezésére. A helyzet azonban hosszú távon továbbra sem tűnik megnyugtatónak.

Hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok minősítése

Alacsony minősítésű hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok portfóliónként 2016.09.30-án

Alacsony minősítésű hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok 2016.09.30-án			
Portfólió	Értékpapír megnevezése	Névérték	Minősítés oka
Allianz Önk. Kiegyen	FJ17NF01	1 498 280 000	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	FJ21NF01	380 870 000	
Allianz Önk. Kiegyen	FJ26NF01	500 000 000	
Allianz Önk. Kiegyen	FJ20NV01	763 750 000	
Allianz Önk. Növek.	FJ20NF01	81 800 000	
Allianz Önk. Növek.	FJ21NF01	26 620 000	
Allianz Önk. Növek.	FJ20NV01	53 230 000	