

# Vagyongkezelői beszámoló az Allianz Nyugdíjpénztár részére 2017. I. negyedév

Budapest, 2017. április13.

# Portfólió teljesítmény

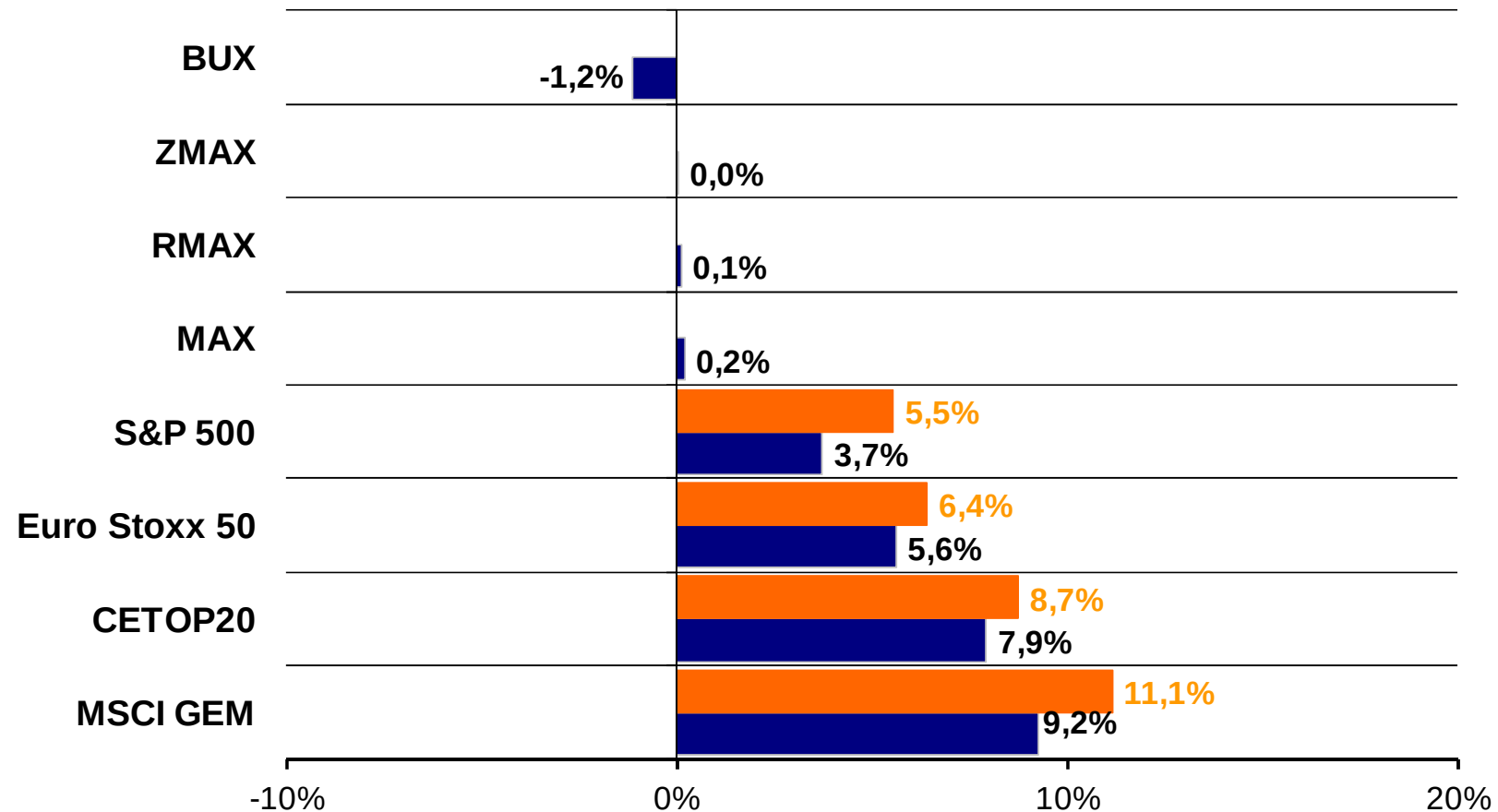
## Portfóliók teljesítménye 2016.12.31-től 2017.03.31-ig

| Portfóliókezelte alapok | Portfóliókezelői<br>bruttó hozam | Benchmark<br>hozam | Alul /<br>Felülteljesítés | Kezdő<br>dátum | Kezdő vagyon    | Záró dátum | Záró vagyon     |
|-------------------------|----------------------------------|--------------------|---------------------------|----------------|-----------------|------------|-----------------|
| Allianz Önk. Klassz.    | 0,01%                            | 0,05%              | -0,03%                    | 2016.12.31     | 8 377 367 065   | 2017.03.31 | 7 985 424 868   |
| Allianz Önk. Kiegyen    | 1,26%                            | 1,24%              | 0,01%                     | 2016.12.31     | 146 733 623 269 | 2017.03.31 | 147 426 848 033 |
| Allianz Önk. Növek.     | 2,66%                            | 2,48%              | 0,18%                     | 2016.12.31     | 12 196 426 770  | 2017.03.31 | 13 780 921 908  |
| Allianz Önk. Kockáz.    | 6,52%                            | 6,12%              | 0,40%                     | 2016.12.31     | 3 314 493 723   | 2017.03.31 | 3 394 219 133   |
| Allianz Önk. Függő      | 0,00%                            | 0,01%              | -0,01%                    | 2016.12.31     | 53 516 977      | 2017.03.01 | 0               |
| Allianz Önk.Fed.Szol    | 0,06%                            | 0,01%              | 0,05%                     | 2016.12.31     | 229 353 124     | 2017.03.31 | 258 137 690     |
| Allianz Önk. Életjár    | 0,02%                            | 0,03%              | -0,01%                    | 2016.12.31     | 93 278 343      | 2017.03.31 | 89 766 290      |
| Allianz Önk. Likvid     | 0,04%                            | 0,06%              | -0,02%                    | 2016.12.31     | 251 970 471     | 2017.03.31 | 253 777 937     |
| Allianz Önk. Működ.     | 0,06%                            | 0,06%              | 0,00%                     | 2016.12.31     | 1 831 461 119   | 2017.03.31 | 1 832 071 528   |

A portfóliókezelői bruttó hozam a portfóliókezelő teljesítményét hivatott mérni, mely nem feltétlenül egyezik meg a jogszabályban előírt bruttó és nettó hozammal metodikai különbség miatt.

## Indexek teljesítménye

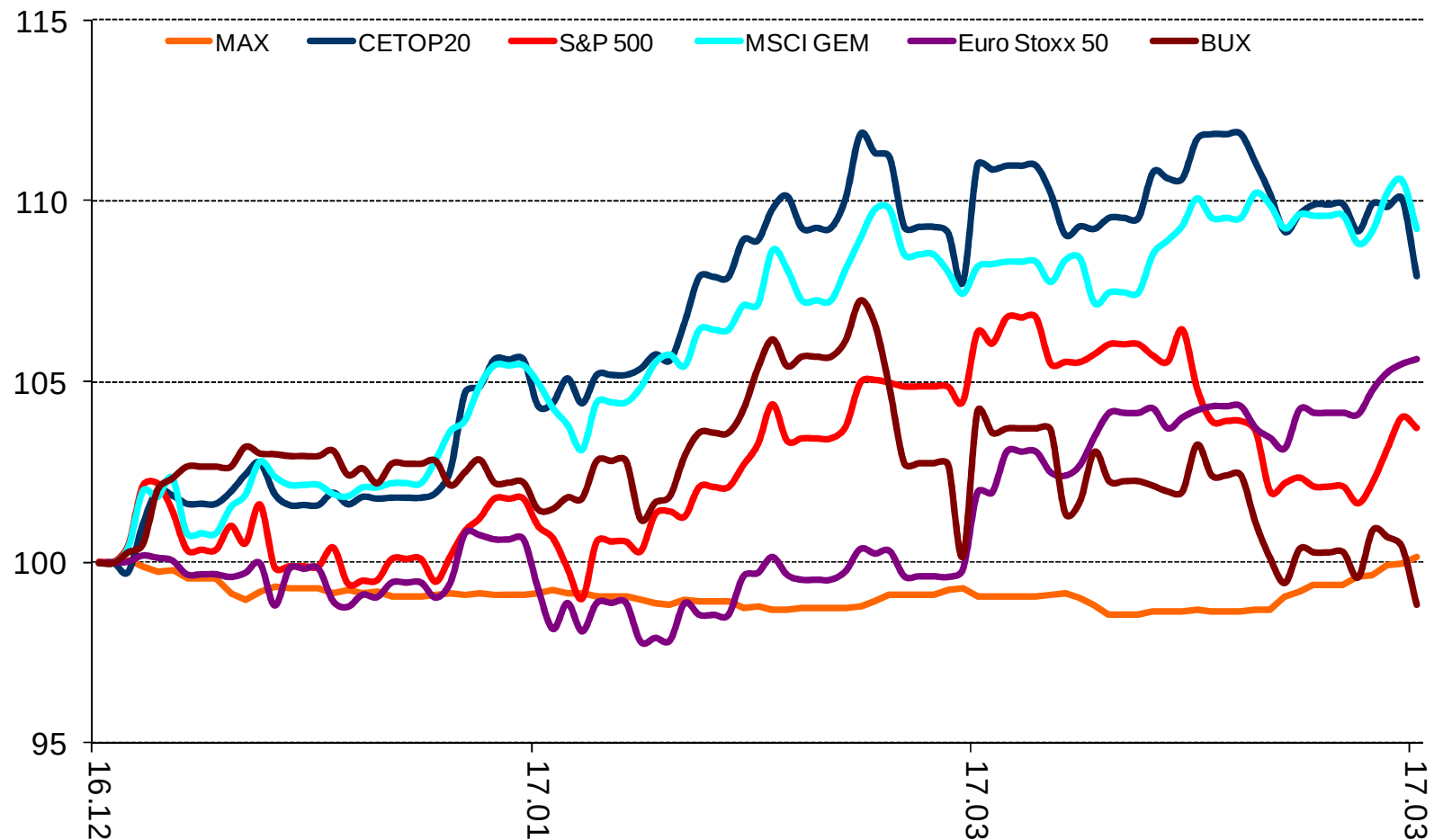
Főbb indexek alakulása 2017 Q1 (HUF-ban és saját devizában)



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

## Indexek alakulása

### Főbb indexek alakulása (2016.12.31-2017.03.31. HUF-ban)



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

## Globális trendek I.

### USA: Trumpflation várakozások kifulladások, FED kamatemelés, lassú növekedés

- Az összefoglaló készítésének időpontjában rendelkezésre álló legfrissebb (2016Q4 év/év) végleges növekedési adatok szerint az USA gazdasága 2%-kal nőtt (szemben az előző negyedéves 1,7%-os emelkedéssel). A bővülést elsősorban a privátszektor beruházásai és a fogyasztás húzták (nem meglepő módon a központi kiadások az új kormányzat elindulása előtti időkben negatív hozzáadott értéket képviseltek). A készletállományok csökkenése jelentős pozitívumként jelent meg a GDP-ben (az inventory/sales ráta 1,35-re csökkent), ennek számbavétele a következő negyedévben komolyabb korrekciót eredményezhet.
- Az USA munkanélküliségi rátája a negyedév alatt folyamatosan csökkent, az időszak végére elérte a 4,5%-ot. Ha a beszerzési menedzserindexek „prices paid” alindexének határozott emelkedését és a strukturális problémák miatt már de facto feszített munkaerőpiacot vesszük alapul, nem meglepő, hogy az infláció átlépte a 2%-os küszöbszintet és a negyedév végére 2,7%-ig emelkedett (az energiaárak hatásától megtisztított maginflációs mutató is 2,2%-os pénzromlási ütemet jelez).
- A FED az erős munkaerőpiaci adatok és a kiegyensúlyozott gazdasági növekedés biztosította térben márciusban 25 bázisponttal 1%-ra emelte az alapkamatot. A Nyíltpiaci Bizottság jegyzőkönyvéből kiderül, hogy a jegybank még 2017-ben nekilát a FED mérlegfőösszegének csökkentéséhez (a lejáró állományokat nem újítja meg) ami gyakorlatilag pénzmennyiség szűkítést jelent.
- A „Trumpflation rally” a negyedév végére lendületét veszítette a megbukott egészségügyi reformcsomag és a várhatóan hasonló sorsra jutó adóprogram miatt. A befektetők kamatemelési várakozásai finomodtak; idénre már csak egyetlen kamatemelés van teljesen beárazva. Emellett a dollár-index is veszített erejéből, ami határozott fordulat az új elnök beiktatása óta.

## Globális trendek II.

### EU: visszafogott, de stabil növekedés, erősödő politikai kockázatok

- Az Eurozóna gazdasági összesítve 1,8%-kal növekedtek 2016 utolsó negyedében (év/év munkanapokkal kiigazított adat). A bővülés hajtóereje a bővülő fogyasztás és a beruházások voltak, melyet a beszerzési menedzserindexek tartós emelkedése kísért. A gyorsuló növekedés mellett az év első hónapjaiban az infláció is emelkedett (a harmonizált árindex a 2%-ot is elérte) de ez elsősorban bázishatásoknak volt köszönhető. A maginfláció még mindig alacsony, de a termelői árindexek esetében tartós emelkedést láthatunk, így az EKB kényelmes mozgástere fogyóban van.
- A EKB a negyedév során nem változtatott monetáris kondícióin, csak a tavaly meghatározott alacsonyabb havi eszközvásárlási keretösszeg lépett életbe március végén. A negyedév elején még a tagországok oldaláról érkezett némi nyomás a jegybankra hogy növekedést segítő lépéseket tegyen (természetesen Németország kivételével), most az időszak végén arról esik szó, hogy mikor kezdődhet el a FED politikához hasonló folyamat. Ezeket a várakozásokat az EKB egy kamatdöntés utáni szerencsétlen szóhasználatú bejelentéssel erősítette is.
- Az EU következő negyedévet a politikai kockázatok erősödése jellemzi majd. Bár Hollandiában az eurószkeptikus, jobboldali erők háttérbe szorultak, Franciaországban, ahol április végén lesz a választások első fordulója, még komoly kockázatokat látunk. Áprilistól az EKB havi eszközvásárlási keretösszege 20 milliárd euróval csökken, és a periféria-spreadek már így is a 2014-es szintek körül mozognak. Feltételezhetjük, hogy az olasz és görög adósságproblémák visszatértével ez a hozameltérés csak nőni fog.

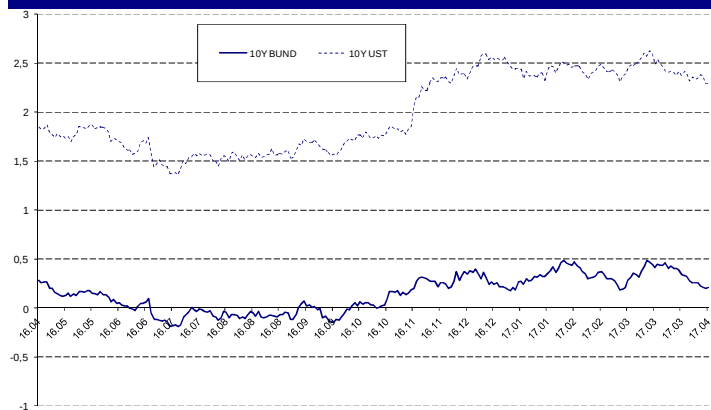
## Globális trendek III.

### Kína: hatékony állami beavatkozás, tőkeexport

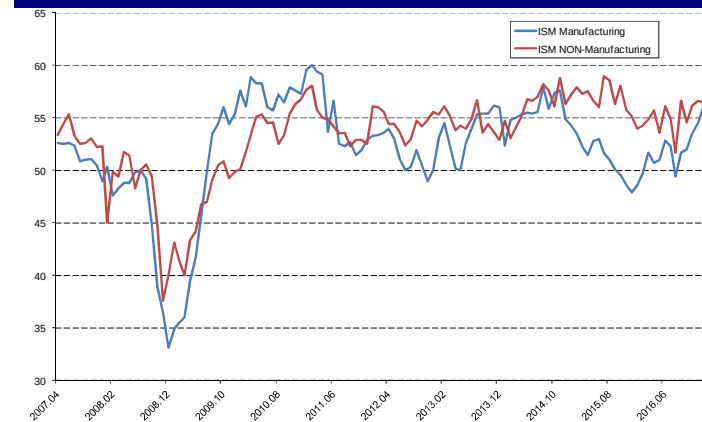
- A kínai gazdaság talpra állt, az állami beavatkozás sikeres volt. A bizalmi indexek minden fronton emelkedtek az elmúlt hónapokban, az ipari termelés 6% körüli értéken stabilizálódott. A termelési igényeket kielégítő energia és nyersanyagimport kiugró ütemben nőtt, így 3 év után az ország árumérlege deficitessé lett.
- A helyzet azonban nem egyértelműen pozitív: a kínai jegybank repo üzletekkel igyekezett simítani a Holdújév környéki egyensúlytalanságokat a pénzpiacon, ám a SHIBOR jegyzések így is közel 20 bázispontot emelkedtek a 2017Q1 időszakban, ami nem tudható be az ünnepnek. A vállalati kötvények default rátája soha nem volt olyan magas, mint 2017 első három hónapjában, látszik, hogy a szektor finanszírozási problémáival hamarosan kezdenie kell valamit a gazdasági vezetésnek, különben a csődfolyamat begyorsul.
- Japánban javultak a vállalati eredmények az első negyedévben, a kiskereskedelmi forgalom és az ipar teljesítménye már 4 hónapja bővül. A rég nem látott pozitív hatások ellenére a BOJ nem változtatott az eszközvásárlási programján és a nominális hozamcéljaihoz sem nyúlt.
- Dél-Koreában a kormány elbukott a korrupciós botrányban. A politikai bizonytalanság mellett az észak-koreai rezsim atomfenyegetése is rombolta a befektetői kockázatvállalási hajlandóságot, így megindult a régiót elhagyó tőkeáramlás Kína hatalmas tőkeexportja ellenére. Az USA katonai jelenléte a térségben szintén komoly kérdéseket vet fel, főleg, hogy Trump megválasztása óta nem felhőtlen Kína és az Egyesült Államok viszonya.

## Globális trendek IV.

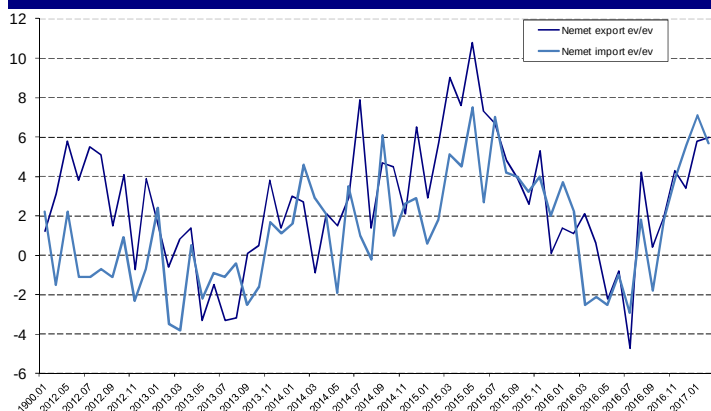
10Y UST és 10Y Bund hozamok



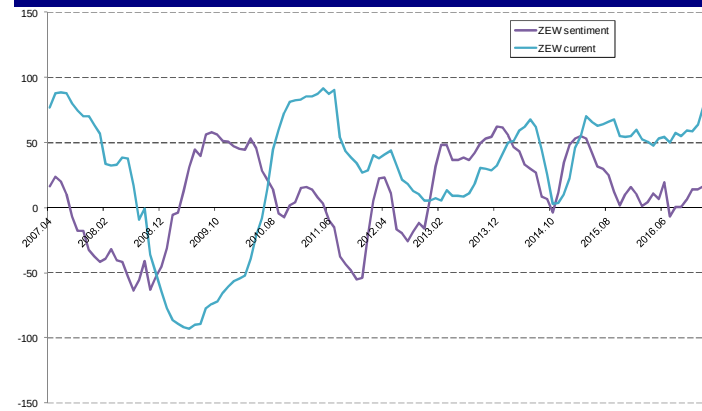
USA ISM index



Német export / import (év/év)



német ZEW index





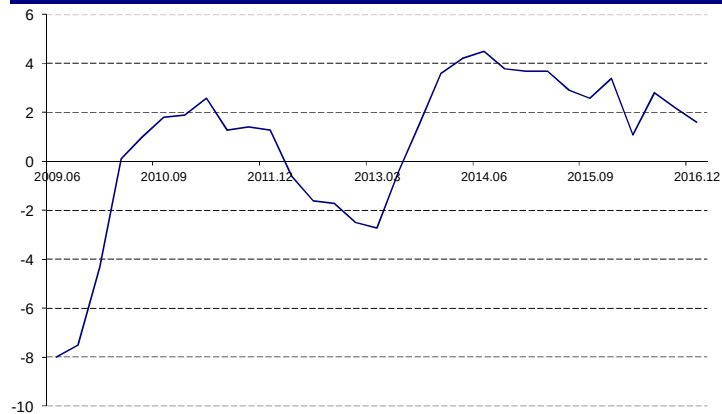
## Hazai makrofolyamatok I.

### EU pénzek nélkül lassuló növekedés, emelkedő infláció

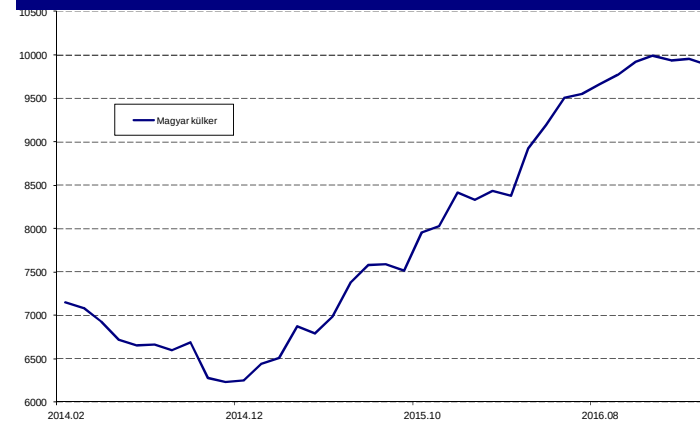
- Hazánk gazdasága a legfrissebb 2016Q4-re vonatkozó adatok szerint év/év alapon 1,6%-kal bővült, ami jelentős lassulás az előző negyedéves 2,2% értékhez képest. Az EU források kimaradásával az építőipar mélyrepülésbe kezdett, de a beruházások is jelentősen elmaradtak a korábbi szintektől. Ez utóbbi komolyabb kockázatokat hordoz középtávon, mert erodálja a potenciális GDP szintet.
- 2016-ot így is 10.000 milliárd EUR feletti külkereskedelmi aktívummal zárta az ország, ami rekordnak számít. 2017 első hónapjainak trendjéből a belső fogyasztás miatt élénkülő import rajzolódik ki, ami ezt a kimagaslóan jó teljesítményt valamelyest rontani fogja (az idei adatok 633 ill 911 millió EUR).
- Kiábrándítóan gyenge teljesítménnyel zárta az előző évet és indította 2017-et az ipari termelés. Az év/év adatra az autóipari beruházások aktiválásának bázishatása és az építőipar mélyrepülése nyomta rá bélyegét, ám a negyedév végére a megrendelés-állományok felfutásával a kibocsátás is korrigálni tudott, követve az exportunk legnagyobb felvevőjének számító Németország folyamatait.
- A hazai munkanélküliségi ráta 4,4%-ra esett, a foglalkoztatottak száma már 4,300,000 felett van. A munkanélküliség egyértelműen csökkenő – már a közmunkásokkal korrigált számsorban is tartós csökkenés látható. A bérek növekedési üteme 2017 elején jelentősen megugrott, a közszférában 12% feletti, a versenyszférában közel 10%.
- Az első negyedévben 2% fölé ugrott a headline infláció. A befolyásoló faktorok között az alacsony bázis, az energiaárak és az idényáras élelmiszerek voltak a legjelentősebbek. Bár a munkaerőpiacunk feszített, másodkörös hatásokat nem valószínűsítünk a bázis kifutásával (illetve a viszonylag stabil EURHUF árfolyam miatt a kereskedett termékek árcsökkenése miatt).

# Hazai makrofolyamatok II.

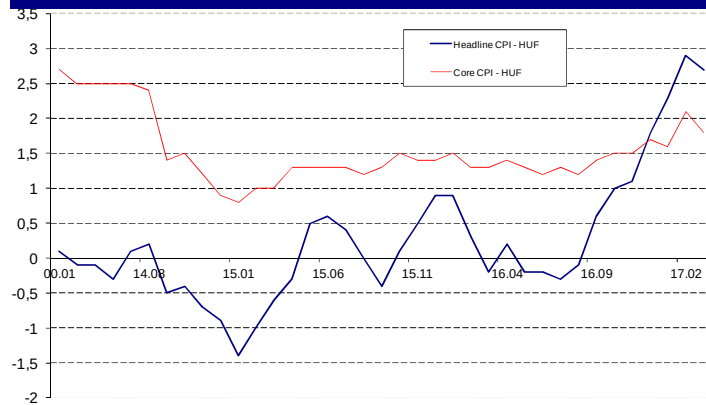
Hazai GDP (% , év/év)



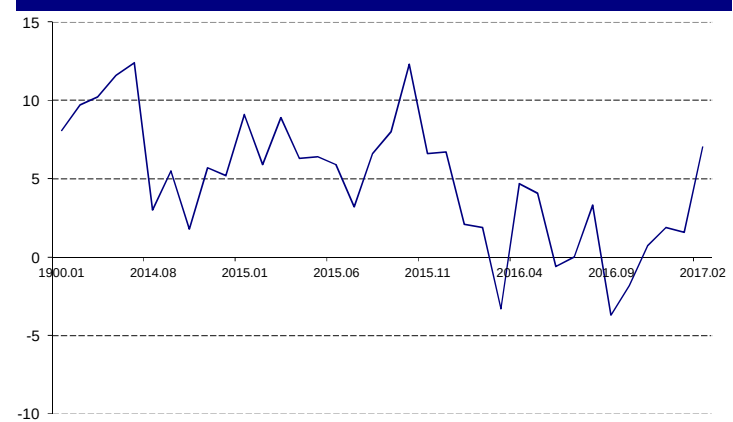
Hazai külkereskedelmi mérleg 12 hónapos kummulált egyenlege



Forint headline és maginfláció alakulása



Ipari termelés év/év



## Hazai állampapír-piaci folyamatok I.

### 6 és 12 hónapos swap tenderek, meredekebb görbe

- Az MNB a negyedév során nem változtatott alapkamatán (0,9%), de csökkentette a 3 hónapos jegybanki betétbe elhelyezhető összeget (750 mrd-ról 500 mrd-ra), illetve 6 és 12 hónapos deviza swap tendereket is bevezetett eszköztárába.
- A core market piacok hozamgörbéinek meredeksége emelkedett az év első három hónapjában, ezt a folyamatot a hazai jegyzések is követték. A jegybank nem hagyományos eszköztárának bővítése után megtorpant a trend, az MNB hatása a 3 éves lejáratig szinte teljesen eltüntette a korábbi hozamemelkedést, míg a hosszabb termineken részleges korrekciót okozott.
- A negyedév során a külföldiek kezében lévő állampapír állomány közel 100 milliárd forinttal csökkent, így most a külföld 3340 milliárddal finanszírozza a központi költségvetést. A lakossági papírok értékesítése továbbra is stabil növekedést mutat.
- Az ÁKK által meghirdetett, és az aukciók során értékesített mennyiségek alakulásán látszik, hogy az Adósságkezelő nagyon kényelmes mozgástérrel rendelkezik 2017-ben. Szinte minimális a kibocsátási kényszere, és a jó egyenleget mutató költségvetés miatt ez az állapot belátható időn belül nem is fog változni.

## Hazai állampapír-piaci folyamatok II.

### Pozíciók a negyedév során

- 2016-ot duration long pozícióban zárták a MAX portfoliók, 2017-ben január közepére sikerült ezt normalizálni
- 2017 Q1 jelentős részében duration neutral pozíciót tartottunk összportfólió szinten az alábbiak szerint:
  - ZMAX, RMAX portfoliók benchmark duration felett (likviditásbőség és erősen horgonyzott alapkamat- várakozások miatt)
  - MAX portfoliók: duration semleges, vagy annál rövidebb átlagidejű pozíciók (irányadó piaci felfelé mutató kockázatok miatt)
- a görbén kialakult elárazódások kiaknázására értékpapír-cseréket hajtottunk végre
  - január: 2022a/2023a @45-47bp
  - február: 2022a/2023a @38-40bp
  - március: 2018c/2024b @ 176bp, 2018a/2022a @205bp, 2019c/2020b @ 40bp
  - D170316/2019b csere (megújítási kockázat kiküszöbölésére is)

## Hazai állampapír-piaci folyamatok III.

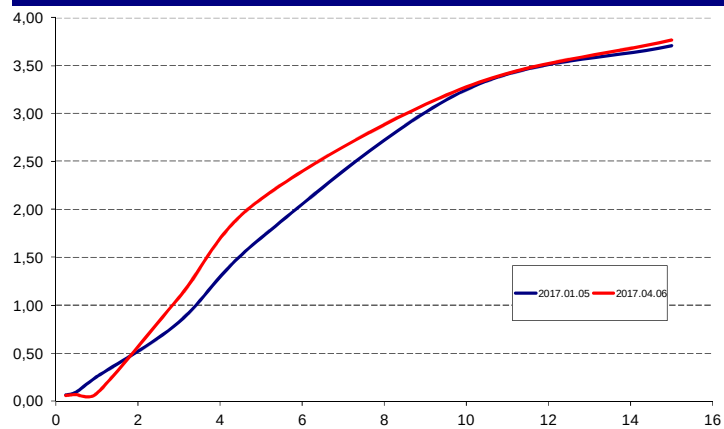
---

### Pozíciók a negyedév során II

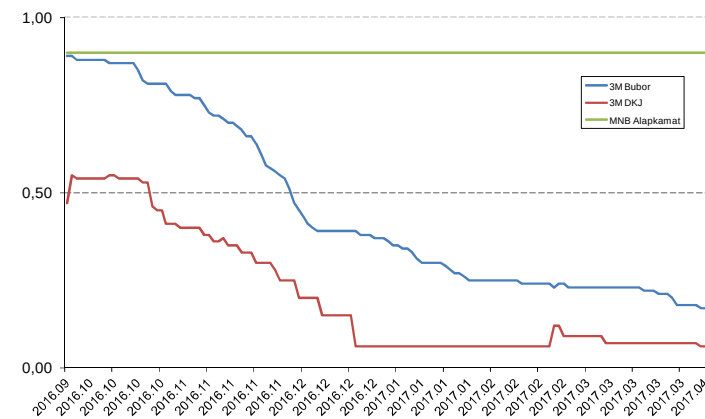
- illetve outright eladásokkal alakítottunk ki rövidtávú pozíciókat a piaci anomáliák kihasználására:
  - február: 2025/b eladás, aukció után visszavétel
- 2017Q1-et duration long pozíciókkal zártuk az enyhébb FED kamatemelési várakozások beárazódása miatt (a pozíciót 2017Q2 elején zártuk)

## Hazai állampapír-piaci folyamatok II.

HGB görbe változása



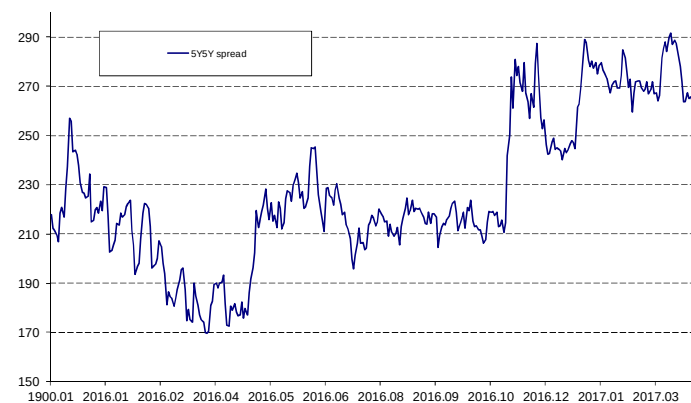
MNB alapkamat, 3M Bubor, 3M DKJ



HUF 3x6 FRA

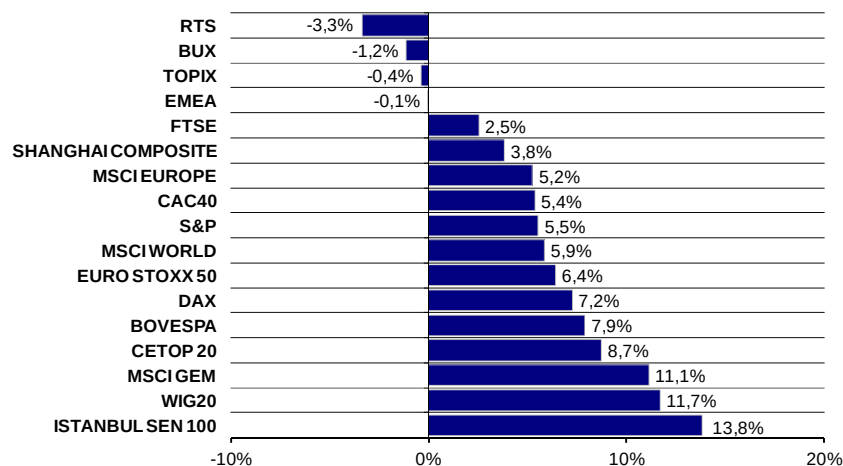


5Y5Y spread EUR jegyzések felett (bázispontban)



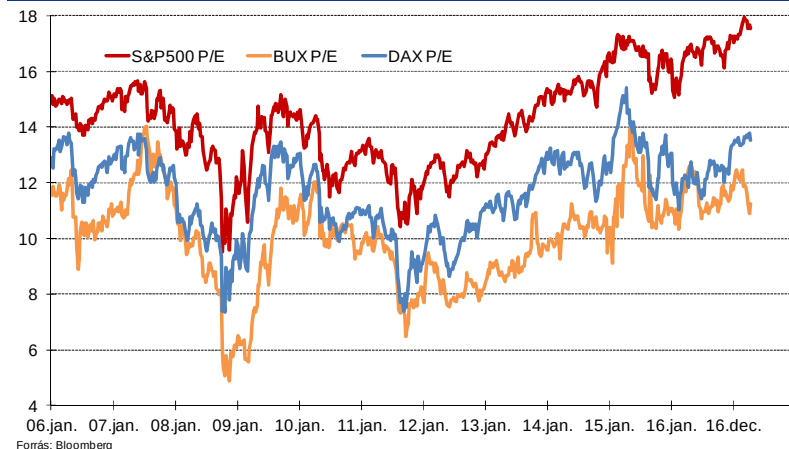
# Ismét a politika a részvénytőkepiacok fókuszában

A releváns részvényindexek teljesítménye 2017 Q1(saját devizában)



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

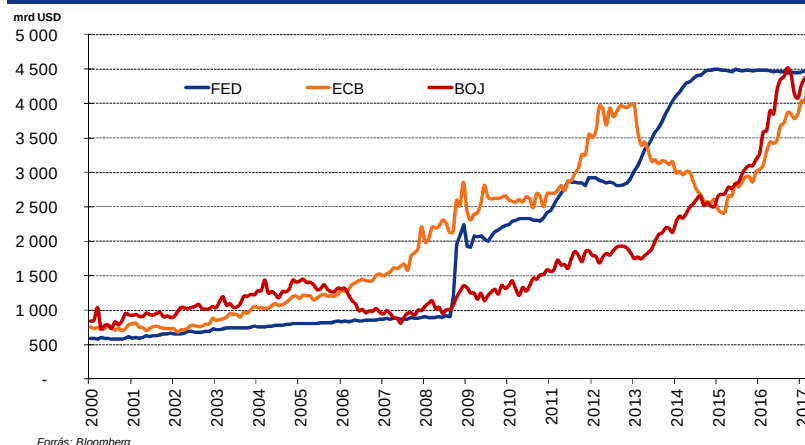
Indexek P/E rátájának alakulása



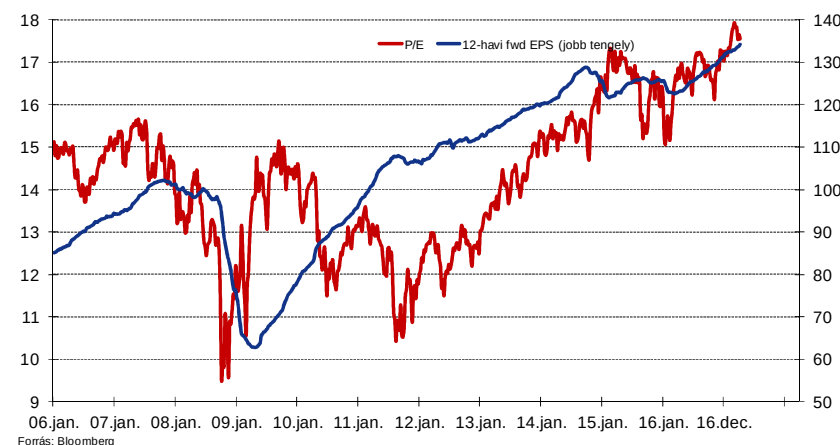
- Az negyedév első felében még megkérdőjelezhetetlenül tartott a Trump-rally az USA-ban, de a negyedév második felében már egyre több jel mutatott arra, hogy a beígért intézkedésekből rövid távon keveset tud teljesíteni az elnök. Az egészségügyi reform bukását követően vált egyértelművé, hogy a republikánus többség mennyire heterogén, és mennyire nem képes egy egységként szerepelni/kormányozni. Az elnök és csapata ezt követően az adóreformra fog koncentrálni, mely nem ígérkezik sokkal könnyebb falatnak, főleg, hogy most már a reformhoz kapcsolódó fedezet előteremtése is jóval nehezebb lesz. Jelenleg inkább úgy tűnik a kampányban belengetett gigászi intézkedéscsomag mögül szépen lassan kénytelen lesz kihátrálni valahogy az elnök, de legalábbis jelentősen visszavágott formában megvalósítani.
- Európába újra elkezdett némi friss tőke áramlani, mivel a holland választások eredménye után a befektetők egyre inkább bíznak a franciák józan értékítéletében is. Valószínű hogy az első fordulót Marine Le Pen nyeri, de a második fordulóban minden ésszerű számítás és közvélemény-kutatás csak a második helyre sorolja a szélsőjobboldali politikust. Így a gazdasági mutatókra és vállalati eredményekre helyeződhetett újra a fókusz, amiket viszont továbbra is támogat a viszonylag gyenge euró, az infláció pislákoló jelei valamint a fogyasztás lassú növekedése is.

# Tart a likviditásbőség, tart az optimizmus

## FED, ECB, BoJ mérlegfőösszeg alakulása



## S&P500 index EPS várakozás és P/E

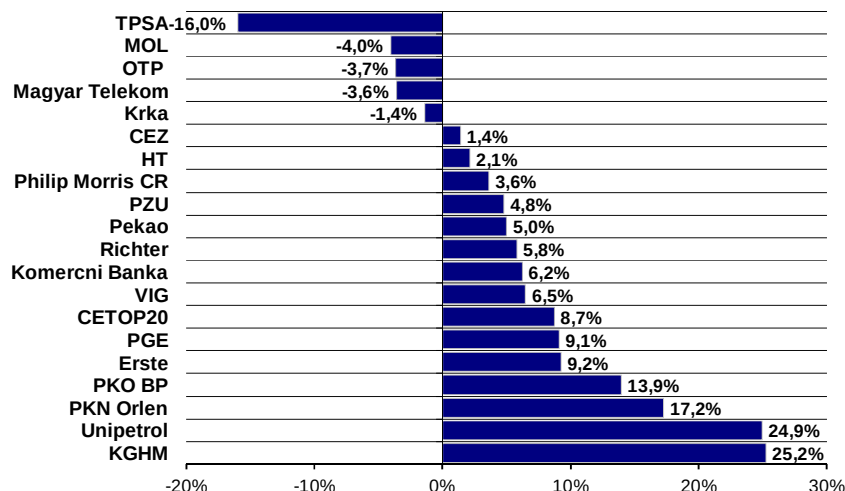


- A politikusok mellett a jegybankárok is adtak gondolkodni valót az elemzők számára. Miközben az ECB és a BoJ töretlenül veszi az állampapírokat (immár mindhárom nagy jegybanknak egyenként közel 4.500 mrd dollár értékű állampapír állománya van), addig a FED határozottan kommunikált kamatemelési ciklusba kezdett. A részvénytőkepiacok kicsit el is bizonytalanodtak utóbbi hallatán és némi visszaesés következett. Mindazonáltal az értékeltségi szintek rendkívül magasan stabilizálódtak. Az S&P500 index 12 hónapra előre tekintő P/E rátája 17,6x, az egy évvel korábbi 16,6x-al és az elmúlt 10 év átlagát jelentő 14,3x-al szemben. Ami az egyes szektorokat illeti, a technológiai (+15%) és az egészségügyi (+10%) szektorban tevékenykedő társaságok voltak képesek a legjobban felülteljesíteni az index átlagát, miközben a legnagyobb vesztes messze az olajszektor volt, melynek társaságai átlagosan 8,1%-ot értékelődtek le az első negyedév során. Európában is hasonló trendeket figyelhettünk meg, annyi eltéréssel, hogy a lassan éledező lakossági kereslet képes volt a fogyasztási cikkek előállító vállalatok megítélésében is némi pozitív változást előidézni, így a szektor 10% feletti mértékben értékelődött fel.
- Egyelőre nem világos mi fogja kibillenteni a piacokat ebből a tökéletes világból. A várt események az értékeltségek és az árfolyamok nagy mértékű elmozdulását az idei évben nem indokolják, így „fekete hattyú” nélkül nyugalmas évre és az értékpapír kiválasztási döntések súlyának felértékelődésére számíthatunk.



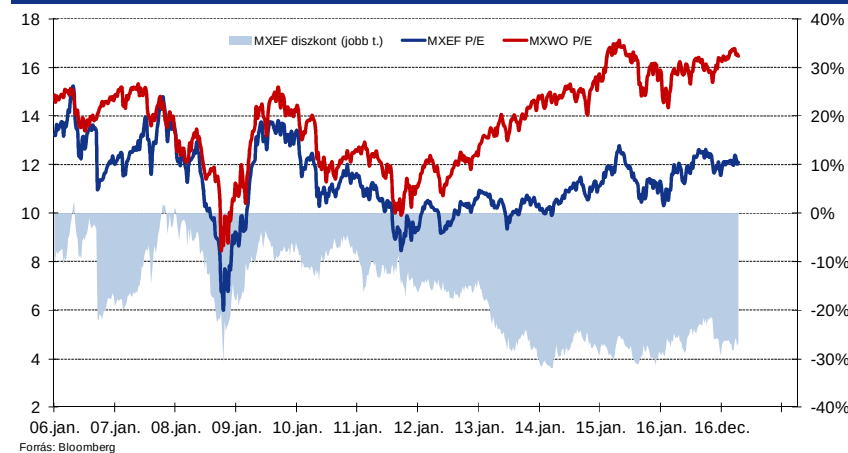
## A CEE régió kimagasló hozamot ért el

### CETOP tagok teljesítménye 2017 Q1



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

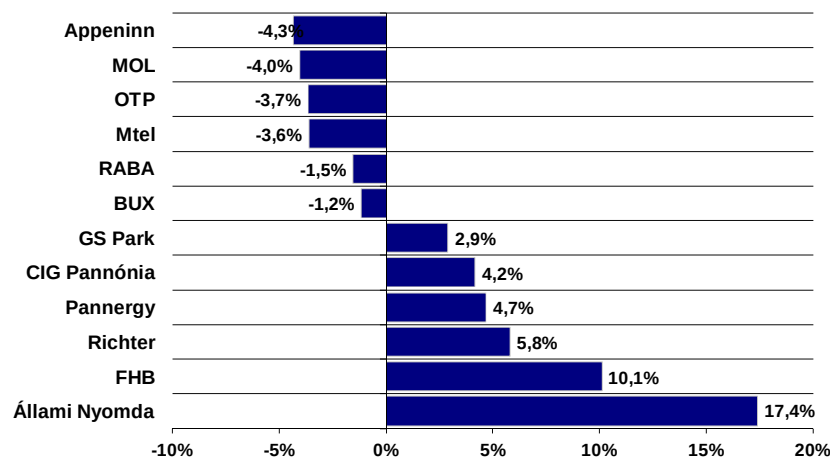
### MSCI EM diszkont alakulása



- Globális viszonylatban ezúttal a feltörekvő régió nyújtotta a legjobb teljesítményt. Az MSCI GEM index 11%-ot erősödött dollárban, de forintban is 9,2%-ot termelt. Tőle nem sokkal maradt le a CEE régió, amit ezúttal visszahúztak a magyar papírok. A BUX index kis mértékű visszaesése mellett a lengyel WIG20 index hozzávetőleg 14%-ot, míg a cseh PX index 6,5% emelkedett. A lengyel papírok szárnyalása mögött a korábbi negyedévek gyengébb számai állnak. A kormány intézkedései nyomán korábban az alapkezelők jellemzően jelentősen alulsúlyozták a lengyel részvényeket a portfóliókban. Miután úgy tűnik, hogy a legrosszabb elkerülhető, most mindenki egyszerre igyekszik lóhalálában zárni a short pozícióját, ami gyors és jelentős felértékelődésekhez vezetett. Egyes papíroknak (főleg kis és közepes cégek esetében) már jelentős túlárazásról is beszélhetünk. A befektetők attitűdjének változása mellett persze egyes cégek fundamentumai is jelentősen javultak. A KGHM estében a magasabb rézár, míg a PKN esetében a vártnál alacsonyabb olajár nyújtotta magasabb finomítói árrés okozott extra pozitív meglepetést. De jól teljesítenek a bankok is, melyek a javuló portfólió minőség miatt rendkívül alacsony kockázati költségek hatására képesek várakozások feletti profitok kimutatására. A piacok felfutása után az egyes szektorok közötti korreláció véleményünk szerint itt is csökken majd és nagyobb lehetőségeket rejt majd magában az értékpapír kiválasztás által elérhető többlethozam.

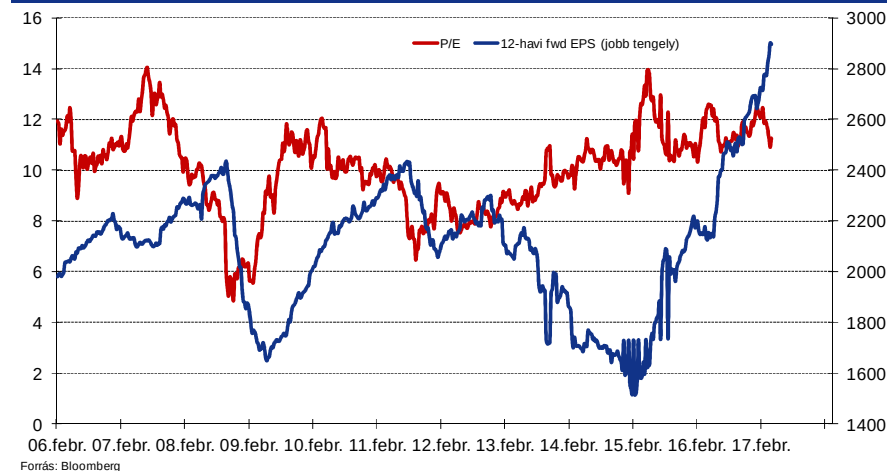
## BUX: lendületet veszített az index

Főbb magyar részvények teljesítménye 2017 Q1



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

BUX index EPS várakozás és P/E



- Hosszú idő után alulteljesítő volt tehát a hazai index. Mivel az előretekintő eredményvárakozás növekedett, így az értékeltségi szint csökkenéséről beszélhetünk. Az elmúlt két év rallyjában átlagosnak mondható 11,5-ről az index P/E mutatója február közepéig egészen 12,5-ig emelkedett, majd a vegyes gyorsjelentési adatok és a Trump-rally kifulladására miatt az átlagos érték alá bukkott. A lengyel részvénytőke magára találása is szerepet játszhatott ebben, a hozzánk befektetett tőke egy része oda vándorolhatott a politikai kockázatok enyhülésével.
- Bár az OTP (-3,7%) a válság előtti éveket idéző profitról és tőkearányos megtérülésről számolt be, a kamatmarzsok csökkenése és a jelzáloghitelek kamatfelárának esetleges maximalizálása továbbra is negatívum. A MOL (-4,0%) esetében működik az integrált modell, most éppen a kutatás-kitermelés divízió teljesít jobban az olajár stabilizálódásával. Mivel a CEZ megvált 7,5%-os részesedésétől komoly kockázat árazódhat ki a részvény piacán, valamint az INA értékesítése is újra képbe kerülhet. A Magyar Telekomtól (-3,6%) hidegzuhanyként hatott a hír, hogy nem növelnék az osztalékot jövőre. A cég eredménye és pénzügyi mutatói elvileg lehetővé tennék főként, hogy a versenytárs Digi márciusról szeptemberre halasztotta piacra lépését. A Richter (5,8%) kiváló teljesítményét a Cariprazine értékesítési számai, az Esmya közelgő európai bevezetése és a rubel erősödése egyaránt segítették. A K+F, valamint az értékesítési és marketing költségek alakulását továbbra is kiemelten figyelik a befektetők.

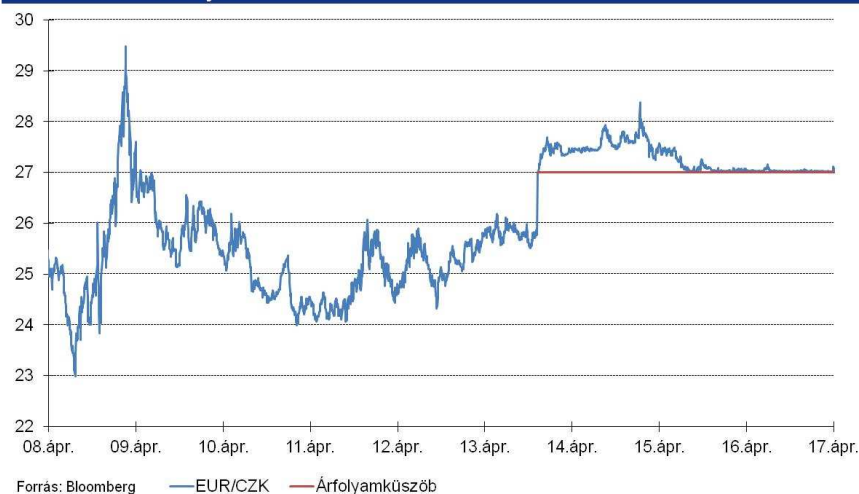
## Főbb részvény pozíciók a negyedévben

---

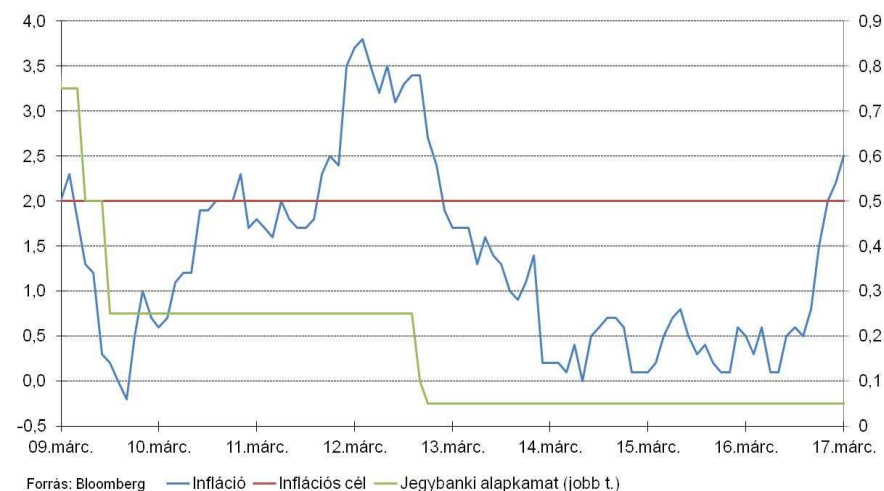
- Az évet magyar részvény felül súllyal kezdtük, aminek nagy részét január közepén nyereséggel leépítettünk. Csak a Magyar Telekom long pozíciót tartottuk meg, amit részben március elején teljes egészében pedig árpilis elején zártunk. A negyedév során még egyszer nyitottunk OTP long pozíciót, amit jelenleg is tartunk.
- A lengyel piacon a Pekao bank short és PKO, PZU, KGHM, PKN long pozícióink voltak. A long pozíciókat január közepén nyereséggel lezártuk, míg a Pekao short pozíciót némi veszteséggel zártuk le.
- A román részvények közül a BRD bankban alul súllyal indítottuk az évet, amit január közepén zártunk is a papír jelentős visszaesését követően.
- A cseh tőkepiacon január végén Moneta Bank long-ot nyitottunk, amit jelentős nyereséggel zártunk április elején.
- A fejlett piacokon amerikai részvény alul súllyal és európai részvény felül súllyal indítottuk az évet. Előbbi január végén kis veszteséggel lezártuk, míg az európai felül súlyt tartottuk egészen január végéig és végül nyereséggel neutralizáltuk a pozíciót. A feltörekvő piacokon nem vállaltunk pozíciót a negyedév során.

## Elengedi a cseh jegybank a korona árfolyamát I.

Az EUR/CZK devizapár árfolyamának alakulása és a jegybank által bevezetett árfolyamküszöb



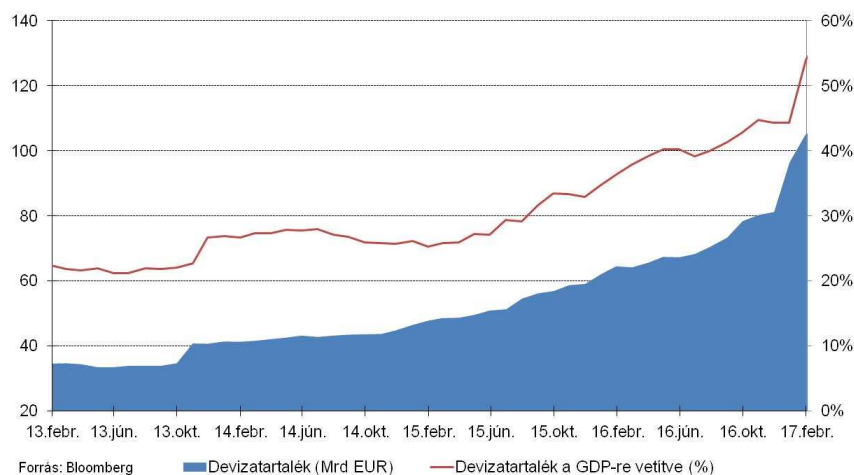
A cseh éves infláció és a jegybanki alapkamat alakulása (%)



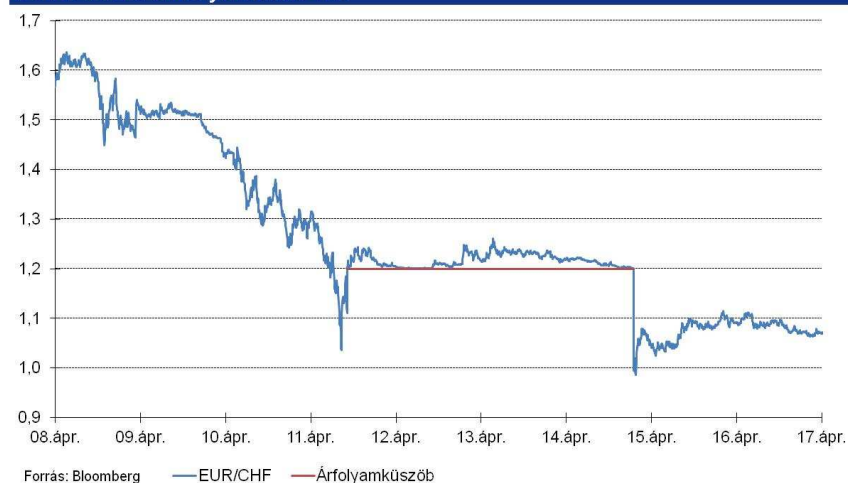
- 2013. novemberében a Cseh Nemzeti Bank árfolyamküszöböt vezetett be és innentől kezdve nem hagyta a cseh koronát a 27-es szint alá erősödni az euró ellenében. Az intézkedést azért vezették be, mert a döntéshozók úgy ítélték meg, hogy a túl erős deviza az importárak csökkenésén keresztül deflációs veszélyt jelent a cseh gazdaság számára. További kamatcsökkentést nem akartak végrehajtani, hiszen már korábban gyakorlatilag nullára (0,05%-ra) csökkentették az irányadó rátát. Az intervenció úgy történt, hogy amennyiben a devizapiacon az árfolyam a kijelölt szint alá erősödött beálltak a vételi oldalra. Az így megvásárolt euró a jegybanki devizatartalékot hízalta, ezáltal a svájci példához hasonlóan itt is hatalmasra nőtt a jegybank mérlegfőösszege az ország GDP-jéhez viszonyítva. Ez pedig árfolyamkockázatot jelent.
- Mivel a nemzetközi és a regionális trendeknek megfelelően a tavalyi év második felétől növekvő infláció januárra elérte a jegybank jelenlegi 2%-os célját, innentől kezdve nem áll érdekükben a beavatkozás. Azt nem közölte előre a jegybank, hogy pontosan mikor kerül sor az intézkedés feloldására, így is rengeteg spekuláns játszott már a korona erősödésére. Annyit azonban tudni lehetett, hogy hivatalosan az idei első negyedév végéig kötelezték el magukat, tehát március 31-ét követően várható volt az árfolyam elengedése.

## Elengedi a cseh jegybank a korona árfolyamát II.

### A cseh devizatartalék alakulása



### Az EUR/CHF devizapár árfolyamának alakulása és a jegybank által bevezetett árfolyamküszöb



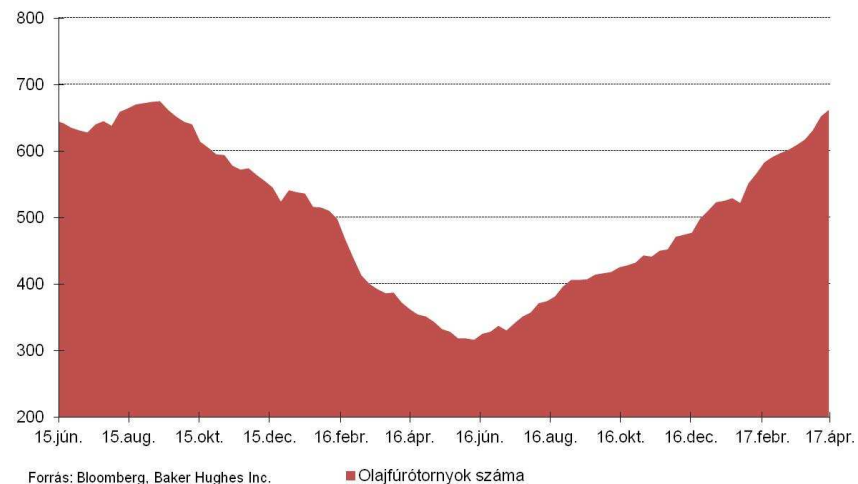
- Április 6-án meg is történt a sáv eltörlése, azonban nem lett akkora a felfordulás, mint a svájci frank esetében volt. A lépést követő napokban a korona 1-2%-ot erősödött csupán. A legfontosabb különbség, hogy akkor teljesen váratlanul érkezett a bejelentés, most viszont hosszas készülődés előzte meg. Illetve a spekuláció is pont ellentétes irányba történt, így a pozíciók zárása épp a gyengülés irányába hat majd. A volatilitás növekedésére azonban számíthatunk és az sem kizárt, hogy az árfolyam a korábbi küszöb fölé is felszúr. Ezen hatásokat azonban a jegybank további finomhangoló intézkedései tompíthatják.
- Hosszabb távon tisztábbnak tűnik a kép, a piaci szereplők egyértelműen a korona erősödésére, a spekulatív tőke távozásával pedig az állampapír hozamok emelkedésére számítanak. Az elemzők szerint a korona egyensúlyi árfolyama valahol 5-10%-kal van lejjebb a mostaninál és a küszöb bevezetése előtt is ebben a sávban kereskedtek vele.
- A vállalatokat nézve a pénzügyi intézmények jól járhatnak a hozamemelkedéssel (Komerční Bank, Moneta, Erste), az exportőrök bevétele viszont jelentősen csökkenhet a koronaerősödés következtében (CEZ, Unipetrol, Philip Morris).

## Olajpiac az OPEC megállapodás után

A főbb kőolajfajták (USD/hordó) és az USA Dollár Index árfolyamának alakulása



Az amerikai olajfúrótornyok számának alakulása



- 2016 végén az olajkitermelés visszafogásáról döntött az OPEC, később pedig nem-OPEC tagállamok is csatlakoztak az egyezséghez. Ez 1,8 millió hordóval csökkentette a teljes napi 98 millió hordós olajkínálatot. Ennek következtében mindkét olajtípus ára 50 dollár fölé emelkedett, ám ezt követően megszaporodtak az ezen a szinteken már rentábilisan termelő nem-konvencionális palaolaj projektek. Ezek alacsonyabb kezdeti és magasabb működési költségekkel rendelkeznek és sokkal rövidebb idő alatt (átlagosan 3-4 év) alatt kimerülnek, mint konvencionális társaik. Így sokkal rugalmasabban tudnak reagálni a piac változásaira. Ebben a technológiában jelenleg az amerikaiak járnak az élen.
- Ennek következtében az OPEC pont a fordítottját érte el annak, amit eredetileg az olajárak lenyomásával tervezett. Ahelyett, hogy ezzel ellehetetlenítette volna az akkor drágábban termelő amerikai versenytársakat, mostanra az OPEC kitermelés csökken, miközben az amerikai növekszik.
- Jelenleg legvalószínűbbnek az árak 45-55 dollár közötti sávozása tűnik. Felette több új projekt indulhat, alatta az OPEC léphet közbe. Kimozdíthatná ebből a piacot egy keresleti sok például Trump infrastrukturális beruházásainak beindulásával, de látva az egészségügyi törvény módosítása körüli vitát ettől mostanában kevésbé kell tartanunk. Ráadásul Trump nemrégiben felrúgott egy környezetvédelmi egyezményt is, amivel – többek között – lehetővé teszi a sokat vitatott hidraulikus törés (fracking) nevű kitermelési technika alkalmazását a jövőben.

## Hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok minősítése

Alacsony minősítésű hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok portfóliónként 2017.03.31-én

| Alacsony minősítésű hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok 2017.03.31-én |                        |          |                             |
|---------------------------------------------------------------------------|------------------------|----------|-----------------------------|
| Portfólió                                                                 | Értékpapír megnevezése | Névérték | Minősítés oka               |
|                                                                           |                        |          | Nincs ilyen papír jelenleg. |
|                                                                           |                        |          |                             |
|                                                                           |                        |          |                             |
|                                                                           |                        |          |                             |
|                                                                           |                        |          |                             |
|                                                                           |                        |          |                             |
|                                                                           |                        |          |                             |
|                                                                           |                        |          |                             |
|                                                                           |                        |          |                             |
|                                                                           |                        |          |                             |