

Vagyonkezelői beszámoló a Szövetség Nyugdíjpénztár Igazgatósága részére 2016. IV. negyedév

Budapest, 2017. január 13.

Portfólió teljesítmény

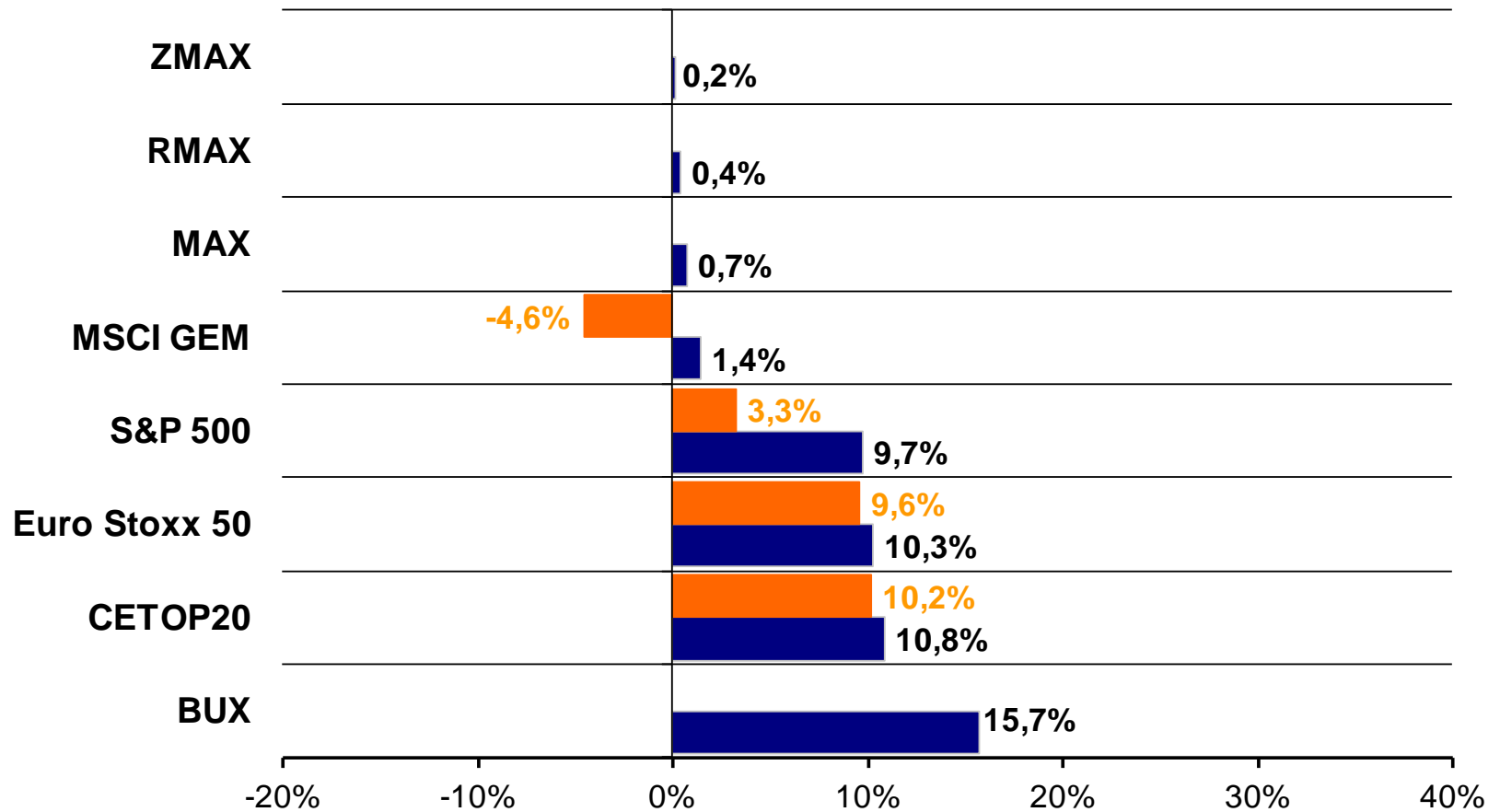
Portfóliók teljesítménye 2016.09.30-tól 2016.12.31-ig

Portfóliókezelte alapok	Portfóliókezelői bruttó hozam	Benchmark hozam	Alul / Felül teljesítés	Kezdő dátum	Kezdő vagyon	Záró dátum	Záró vagyon
Szöv. Mag.Klassz.	0,24%	0,17%	0,06%	2016.09.30	1 669 508 390	2016.12.31	1 654 483 147
Szöv. Mag.Kiegyen.	2,08%	2,35%	-0,27%	2016.09.30	8 111 285 501	2016.12.31	8 236 015 142
Szöv. Mag.Növek.	5,03%	4,98%	0,05%	2016.09.30	24 523 809 741	2016.12.31	25 713 439 436
Szöv. Mag. Függő.	0,09%	0,17%	-0,08%	2016.09.30	9 878 907	2016.12.31	5 664 891
Szöv. Mag. Likvid	0,07%	0,17%	-0,10%	2016.09.30	53 132	2016.12.31	33 893
Szöv. Mag. Működ.	0,31%	0,17%	0,14%	2016.09.30	55 190 277	2016.12.31	41 041 907

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

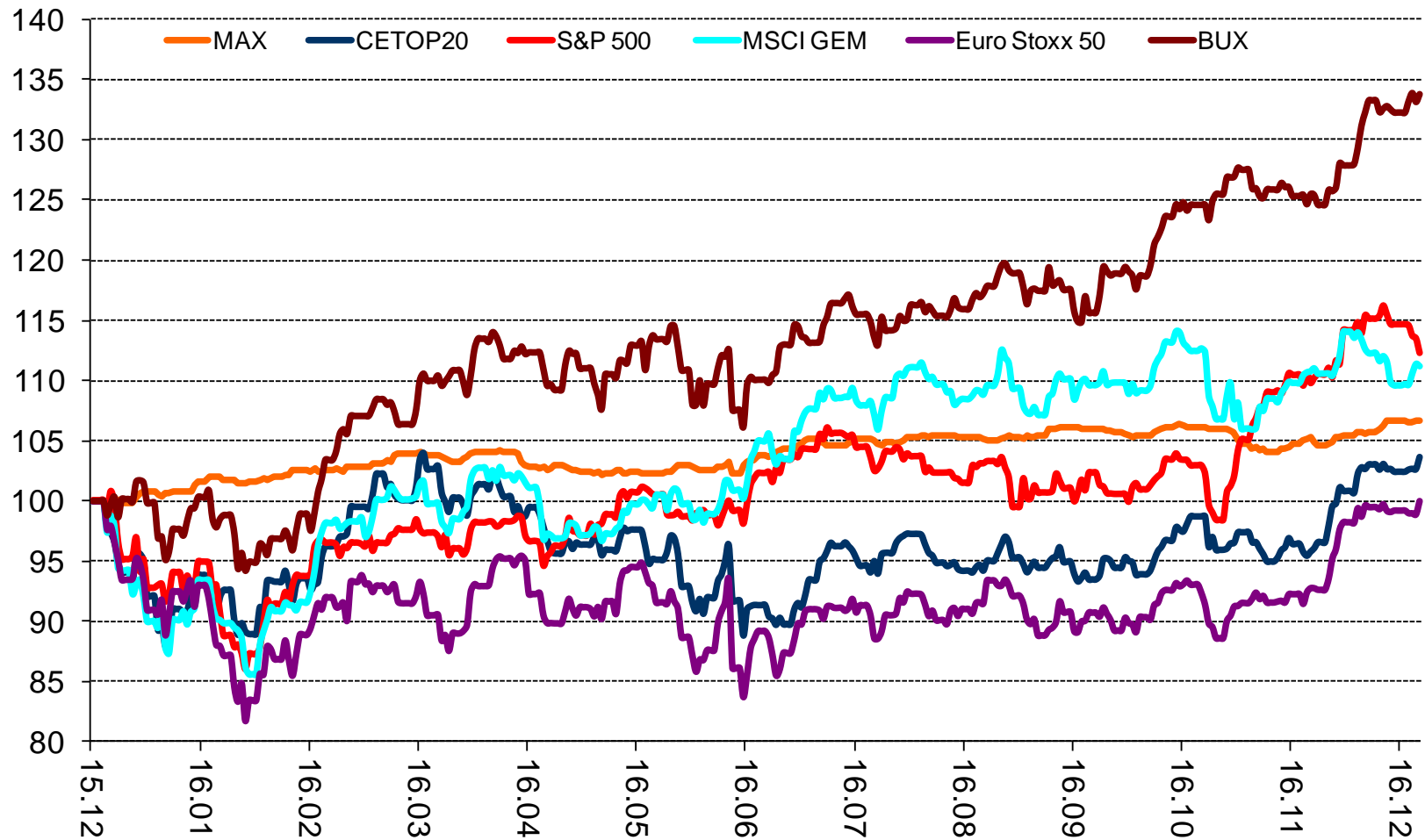
Főbb indexek alakulása 2016 Q4 (HUF-ban és saját devizában)



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

Indexek alakulása

Főbb indexek alakulása (2015.12.31-2016.12.30. HUF-ban)



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

Globális trendek I.

USA: kamatemelés, telített munkaerőpiac, erősödő inflációs várakozások

- A harmadik negyedéves GDP év/év 1,7%-ra bővült a korábbi 1,3%-ról, és a negyedév során közreadott headline adatok többsége stabil gazdasági növekedésre utalt az USA-ban. A munkanélküliségi ráta 4,5-4,7%-ra esett, ami a strukturális egyensúlytalanságokkal együtt gyakorlatilag teljes foglalkoztatottságnak mondható, az munkaórabérek emelkedése a munkaerőpiac feszítettségét jelezte.
- Donald Trump megválasztása után a piacok magasabb növekedést és inflációs pályát kezdtek árazni. A friss, határozott ígéreteket gyorsan beárazták úgy, hogy a nyertes republikánus politikus még a kabinetjét sem hirdette meg.
- Ilyen környezetben emelte meg a FED a várakozásoknak megfelelően decemberben 25 bázisponttal az alapkamatként szolgáló overnight target range-ét 0,5%-0,75%-re, míg a diszkont ráta 1,25%-ra emelkedett. A FED az év végi döntés mellett egy meglehetősen szigorú hangvételű kommentárt tett közzé, mely a beiktatandó elnök fiskális politikájának vázlatszerű ismeretében is meglepte a piacokat. A FED kommentárokra a dollár jelentős erősődéssel, a hozamok emelkedéssel válaszoltak.
- A tényleges gazdasági programok ismertetéséig csak óvatos előrejelzésekkel élhetünk, de annyi bizonyos, hogy a feldolgozóipar a protekcionista politikát és a dollár erősödését jelentősen megszenvedi, a hozamemelkedés a jelzáloghitelek drágulásához, ingatlanpiaci lassuláshoz vezet, és az eddig vázolt intézkedés-tervek nem javítanak a munkaerőpiac strukturális problémáin, sem pedig a versenyképességi gondokon, ezért feltételezhetjük, hogy a FED által 2017-re előrejelzett kamatpálya (3 emelés) valamelyest finomodik év közben.

Globális trendek II.

EU: olasz népszavazás, EKB QE program módosítás

- Az elmúlt negyedévben az Eurozóna egészére vonatkozó növekedés 1,7% volt, ez gyakorlatilag minimális változást mutat az előző negyedévhez képest. A monetáris unió mindezt április óta folyamatosan gyorsuló, már 1% felett járó headline infláció mellett abszolválta.
- A Brexit és az olasz alkotmánymódosítás / népszavazás körüli kockázatok alaposan lenyomták a bizalmi indexeket, ám a hatás nem bizonyult tartósnak, mi több a gazdasági kilátásokra vonatkozó várakozások a rendszerszintű kockázatok kikerülésével hamar új csúcsokra emelkedtek. Az Ifo index 3 éves csúcsra ugrott Németországban, az ipari termelés az utolsó 3 hónapban már stabilan tudott növekedni, a gyáripari megrendelés állomány azonban még mindig jelentősen ingadozik az EU legerősebb gazdaságában.
- Az EKB nem változtatott alapkamatán a negyedév során, de eszközvásárlási programját 2017 évéig meghosszabbította. A havi vásárlási mennyiséget 60mrd EUR-ra szállították le, a betéti kamat szabályt közben eltörölték (tehát -0,4%-nál alacsonyabb hozamú papírt is vehet az EKB), illetve csökkentette a minimális lejáratot 2 év helyett 1 évre. Összességében ezzel a módosított eszköztárral a jegybank sokkal hatékonyabban tud beavatkozni a piaci folyamatokba akár alacsonyabb vételi keretösszegek esetén is. A lépésekből az látszik, hogy a jegybanki „lélegeztetőgépre” a döntéshozók szerint is szükség van még (a piacok többsége nem tudná fenntartani a jelenlegi eszközárzási szinteket), ám az EKB már nyitott arra, hogy a támogató monetáris politikát fokozatosan kivezesse, ha erre a növekedési és inflációs mutatók lehetőséget adnak, illetve amennyiben a tagországok hajlandóak lesznek rugalmasabb költségvetési stratégiát folytatni.

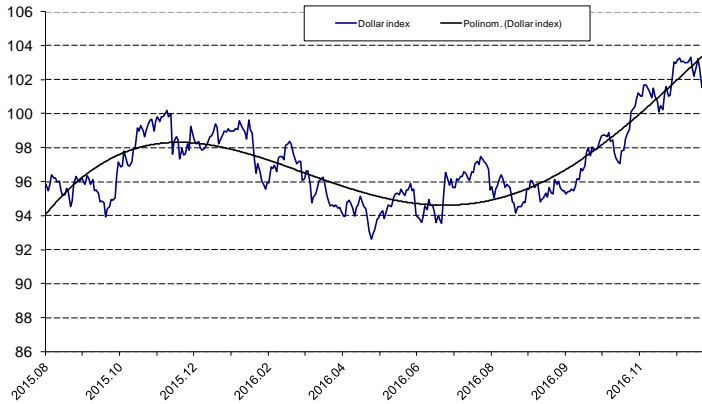
Globális trendek III.

Kína: terv szerinti GDP, rossz gazdasági szerkezet, hatalmas tőkeexport

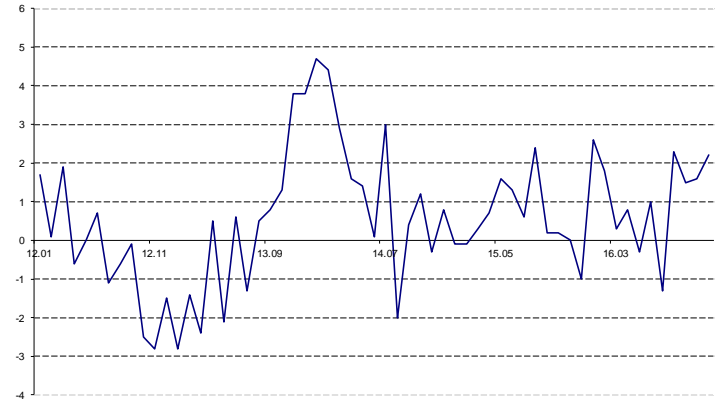
- Kína harmadik negyedéves GDP-je 1,8% lett, ez év/év 6,7%-ot jelent, teljesen igazodva az éves tervben előre rögzített szinthez. A növekedés stabilizálódott, de a strukturális reformok elmaradtak. A növekedés legnagyobb része továbbra is hitelezésből származik.
- A TSF (total social financing) mutató az év utolsó negyedévében több mint 1700 mrd jüannal (255 mrd USD) emelkedett, ennyivel bővült a teljes kínai hitelpiac, ami már a GDP 275%-át teszi ki. A hatalmas expanzióval lehet csak finanszírozni azokat az állami és önkormányzati beruházásokat, melyek felszínen tartják a kínai gazdaságot. A beruházások megtérülési rátája sok esetben igen alacsony, tehát piaci alapon történő finanszírozása eleve veszteséges lenne. Az expanzió tartósnak látszik, így a növekedés strukturális problémái egyre mélyülnek.
- Ebből jelenthet kiutat az Új Selyemút program, ami a délkelet-ázsiai térségbe irányuló hatalmas tőkeexportot jelent. Kína ezzel belső iparát is pörgeti és hatalmas beszállítói kapacitást teremt maga körül (ezek profitábilis beruházások) ezzel fizetőképes keresletet is saját termékeire. A program finanszírozását részben az amerikai államkötvények finanszírozásából oldja meg az ország.
- Kína jelentős tőkekorlátozásokat vezetett be a negyedév során, elejét véve a devizatartalék további apadásának.

Globális trendek IV.

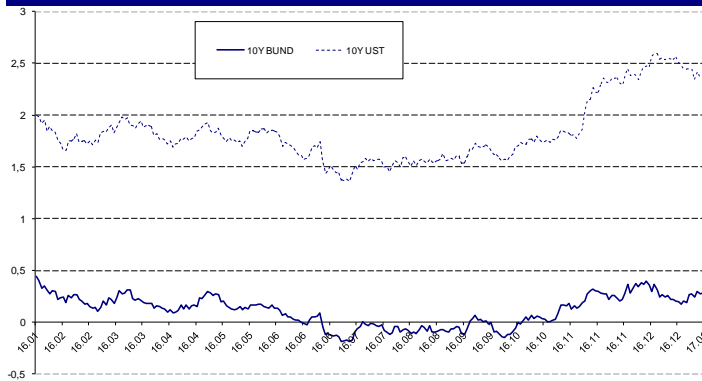
Dollár index (USD vs 6 major world currencies)



Német ipari termelés év/év



10Y UST és 10Y Bund



USD/JPY



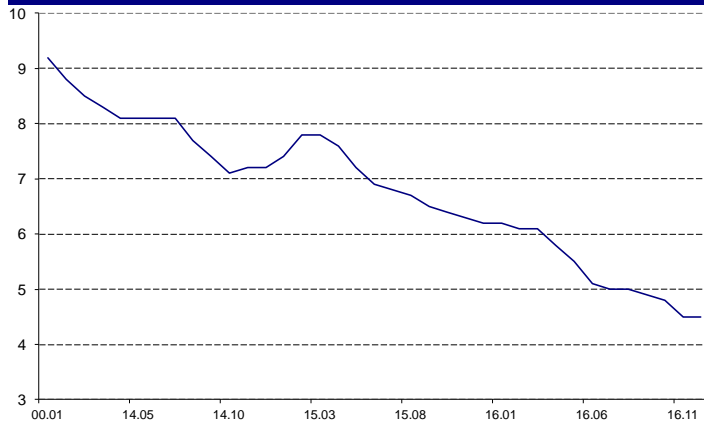
Hazai makrofolyamatok I.

Feszített munkaerőpiac, emelkedő infláció, rekord költségvetés

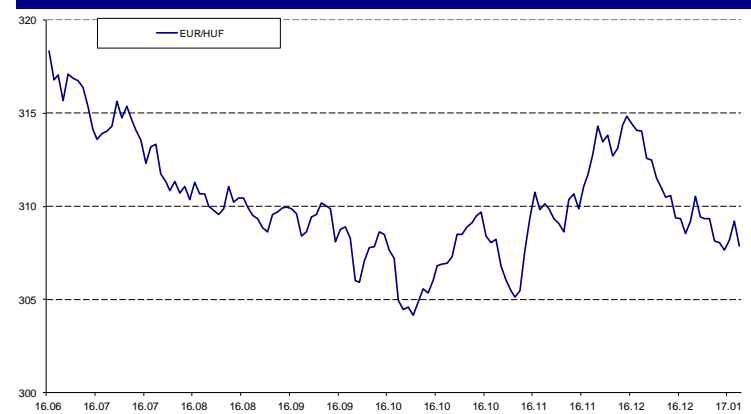
- Történelmi mélypontra csúszott a magyar munkanélküliség (közalkalmazottakkal korrigálva is csökkenő trendben van az adat, de talán nem ennyire szembeötlő mértékben). Bár valamennyi rugalmasság még van a rendszerben, az már látható, hogy a közmunkások mobilitása visszafogott, csak korlátozottan alkalmazhatóak más munkáknál, így strukturális problémákkal kell szembenéznie a gazdaságnak, ami előrébb hozza a bérinfláció megjelenésének időpontját.
- A külkereskedelmi aktívum a szeptemberi abszolút csúcstól jelentő 1 milliárd euróhoz képest valamelyest csökkent (mind az import, mind az export esetében láthattunk kontrakciót) de az utolsó 3 hónap összesített többlete így is 500 millió euróval meghaladt az előző év hasonló időszakának adatait.
- Rekord alacsony deficittel zárta az évet a költségvetés: pénzforgalmi szemléletben a hiány a GDP 1,6%-ra rúgott, ami 848,30 milliárdos kiadási többletet jelent. A hagyományosan deficitesebb hónapok többsége null szaldó közelében zárt, sőt november végére a teljes éves büdzsé 59 milliárdos többletet mutatott. A tervezetthez közeli hiányt egy 900 milliárdos kiadási csomaggal sikerült végül elérnie a kormánynak. A kormányzati kommunikáció szerint egyszeri tételek mellett a javuló foglalkoztatottság, és a várt felett bővülő gazdaság eredményezte a tervezettnél kedvezőbb szaldót.
- Az egyensúlyihoz közelítő növekedési ütem, a munkaerőpiac feszítettebbé válása, a kormányzati bérintézkedések, a magasabb nyersanyagárak (és a gyenge szinten tartott forint) miatt lassan megjelenő inflációs nyomás miatt arra számítunk, hogy a tervezett 2018 közepi/végi időszakhoz képest is hamarabb érheti el a pénzromlási ütem az MNB által célként tekintett 3%-os szintet.

Hazai makrofolyamatok II.

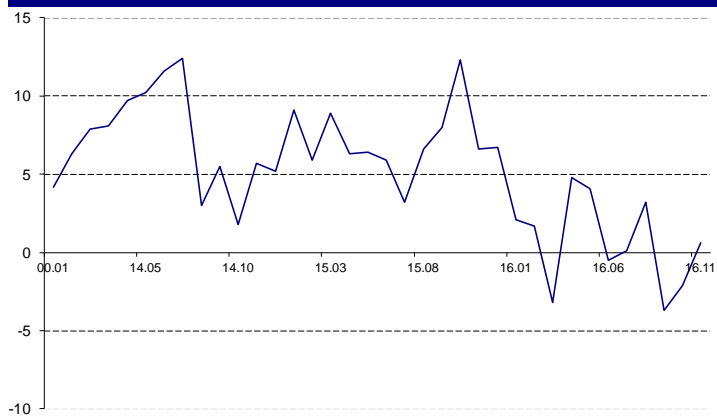
Munkanélküliség (%)



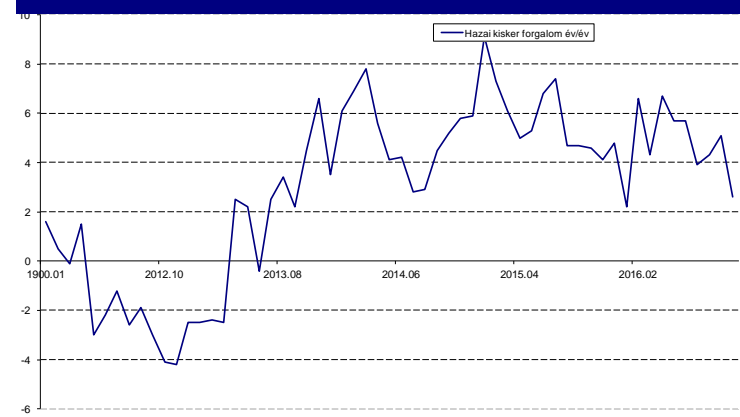
EUR/HUF árfolyam



Ipari termelés év/év



Hazai kiskereskedelem év/év



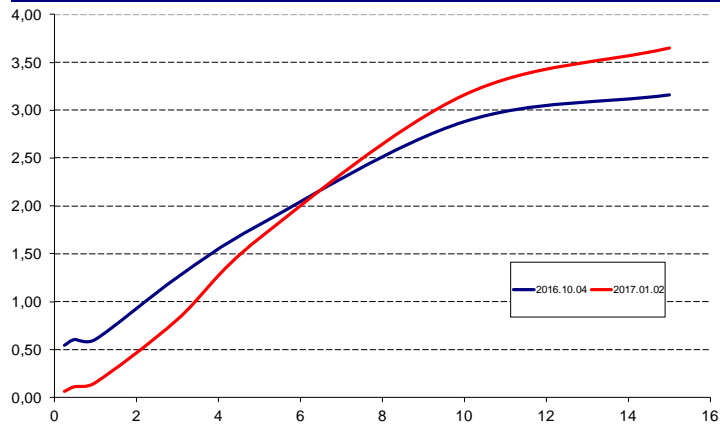
Hazai állampapír-piaci folyamatok I.

Hatalmas likviditásbőség, nem hagyományos jegybanki eszközök

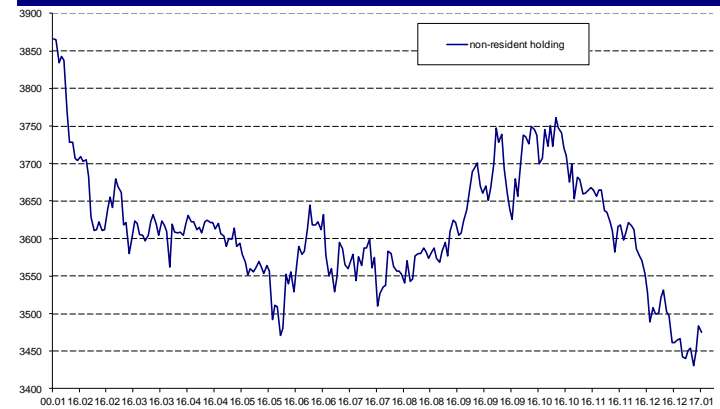
- Az MNB a negyedév során nem változtatott alapkamatán, de nem hagyományos eszközökkel bőven élt a piac finomhangolása érdekében. A 3 hónapos betétben elhelyezhető összeget 900 milliárd forintra korlátozta a jegybank, a kamatfolyosót teljesen aszimmetrikussá téve 0,9%-ra csökkentette az egynapos hitelkamatot, és rövid lejáratú deviza swap tendrékkel simította ki az év végi likviditási anomáliákat a piacon. A kötelező tartalékráta közben 1%-ra csökkent.
- A korlátozott jegybanki betéti hozzáférés, az év végén esedékes nagy DKJ lejáratok, kuponfizetések, az év végi páratlan költségvetési expanzió másodkörös hatása (a kifizetett összegek megjelenése a piacon) mellett az ÁKK szokásos év végi visszafogott kibocsátási politikája miatt a hozamgörbe eleje, a 3 éves lejáratig 1% alá került – azaz egészen az 5 éves benchmarkig minden a headline inflációt alulmúló hozam alatt forgott. A távolabbi lejáratok esetében a csökkenés nem volt ilyen látványos, elsősorban az irányadó piacokon kialakult hozammozgásoknak köszönhetően. Ennek következtében a másodpiaci hozamgörbe meredekebbé vált a negyedév során.
- A külföldiek kezében lévő állampapír állomány 3440 milliárdon zárta a negyedévet, ez közel 200 milliárdos csökkenés a vizsgált időszakban. Tekintve, hogy az MNB politikájának köszönhetően a reálhozam eltűnt a görbe nagyobb részéről, feltételezhetjük, hogy ez az állomány továbbra is csökkenni fog (ami érdekes kihívások elé állíthatja az Adósságkezelőt 2017-ben).

Hazai állampapír-piaci folyamatok II.

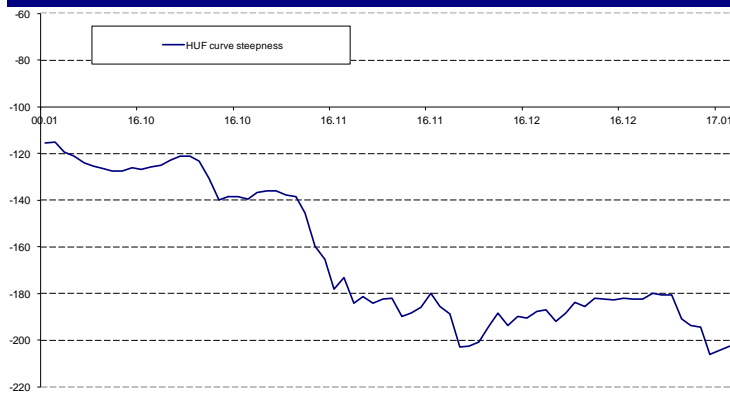
HGB görbe változása



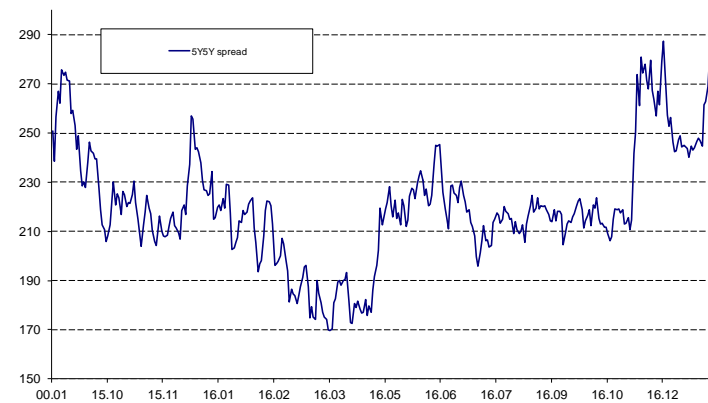
Külföldi befektetők állampapír-állománya



2-10 spread (HUF swap görbe)

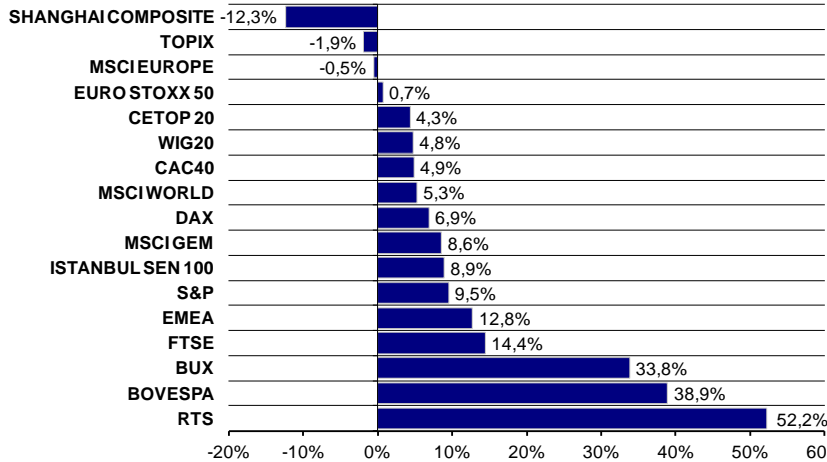


5Y5Y spread EUR jegyzések felett (bázispontban)



Törékeny béke a tőkepiacokon I.

A releváns részvényindexek teljesítménye 2016 (saját devizában)



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

Fejlett piaci kötvényhozamok

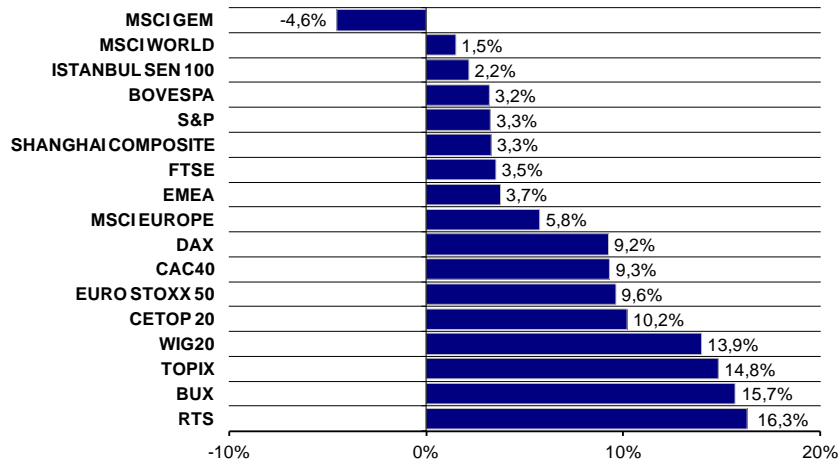
	Switzerland	Japan	Germany	Austria	France	Spain	Italy	UK	US
1M	-	-	-0,72	-	-0,70	-	-	0,21	0,51
3M	-0,73	-0,36	-1,01	-	-0,66	-0,36	-0,39	0,14	0,51
6M	-0,66	-0,38	-0,94	-	-0,64	-0,44	-0,32	0,14	0,60
9M	-	-	-	-	-0,65	-0,28	-	-	-
1Y	-1,01	-0,33	-0,73	-0,73	-0,62	-0,30	-0,27	0,11	0,80
2Y	-0,98	-0,26	-0,74	-0,67	-0,63	-0,22	-0,09	0,19	1,19
3Y	-0,84	-0,19	-0,73	-0,60	-0,45	-0,01	0,12	0,24	1,45
4Y	-0,75	-0,15	-0,60	-0,47	-0,24	0,14	0,31	0,45	1,72
5Y	-0,63	-0,13	-0,48	-0,32	-0,02	0,41	0,64	0,59	1,87
6Y	-0,54	-0,09	-0,35	-0,13	0,01	0,66	0,91	0,79	2,07
7Y	-0,42	-0,04	-0,21	-0,03	0,14	0,93	1,23	0,92	2,17
8Y	-0,32	-0,01	-0,04	0,17	0,39	1,21	1,49	1,07	2,27
9Y	-0,26	0,02	0,10	0,34	0,62	1,43	1,65	1,22	2,35
10Y	-0,17	0,06	0,28	0,53	0,80	1,67	1,91	1,35	2,37
12Y	-0,07	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1,44	0,00
15Y	0,01	0,28	0,52	1,00	1,20	2,23	2,27	1,73	2,47
20Y	0,15	0,60	0,80	1,11	1,50	2,63	2,58	1,89	2,69
25Y	0,22	0,00	0,98	1,34	1,63	2,84	2,92	1,97	2,93
30Y	0,30	0,75	1,05	1,46	1,76	3,24	3,06	2,00	2,97

Forrás: Bloomberg

- Az év első részében 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. 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 részvénypiacokon és a font is jelentősen gyengült a hír hallatán. A piac erejét mutatja, hogy az első pánikreakciókat követően a nyár folyamán folyamatosan visszaemelkedtek az európai részvényindexek. 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, ami az olasz bankszektorról érkező kedvezőtlen hírekkel párosulva komoly aggodalmat okozott.

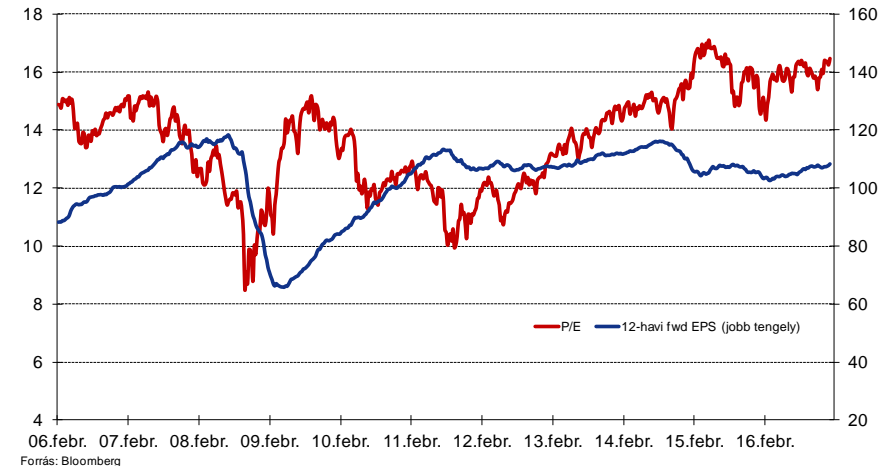
Törékeny béke a tőkepiacokon II.

A releváns részvényindexek teljesítménye 2016 Q4 (saját devizában)



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

MSCI World index EPS várakozás és P/E



- A negyedik negyedévben aztán az OPEC először hozott egy elvi döntést a termelés visszafogásáról, amit november végén egy valódi megegyezés is követett. Erre az olajár jelentősen emelkedett is (részletesebben lásd későbbi slide-ok az OPEC megállapodásról), ami tovább repítette például az orosz tőzsdét és a rubelt is.
- A negyedik negyedév mindenesetre kétségtelenül a választásokról, népszavazásokról szólt. Az amerikai elnökválasztás, az olasz ügydöntő népszavazás az alkotmánymódosításról, valamint a megismételt osztrák elnökválasztás mind ott szerepeltek a befektetők látókörében. Ausztriában a zöld párt jelöltje győzni tudott a szélsőjobbos Norbert Hofer-rel szemben, de az olasz népszavazás a várakozásoknak megfelelően „sajnos” elbukott, ami ismét a politikai stabilitás ellen hat, bár Olaszországban ez már megszokott. Az USA elnökválasztása igazi izgalmakat, „vére menő” vitákat hozott, ahol végül a választási rendszernek köszönhetően az országosan kevesebb szavazatot begyűjtő Donald Trump győzedelmeskedett a demokrata Hillary Clinton-nal szemben. Ezt az első néhány órában jókora riadalommal, az árfolyamok jelentősebb esésével reagálta le a részvénypiac, de a győzelmi beszéd nyugodt tónusát érzékelve – és nem kis részben a megválasztott elnök gazdaságpolitikai programját jobban górcső alá véve – a piac gyorsan hurráoptimista üzemmódba váltott és a befektetők számottevő emelkedést könyvelhettek el az év hátralevő két hónapjában.

Trump gazdaságpolitikájának hatása az USA részvényekre

- I. 15%-ra csökken a társasági adó

Az S&P500 cégei mintegy 800 milliárd dollár nettó profitot generáltak tavaly, átlagosan 27,5%-os effektív társasági adó megfizetése után. Ha 28%-ról a Trump által ígért 15%-ra csökken az adókulcs, akkor 800 milliárd profittal számolva hozzávetőleg 19 dollárral nőhetne az index egy részvényre jutó átlagos eredménye. A kedvező adókulcs azonban értelemszerűen csak a cégek Amerikában megtermelt profitjára vonatkozik. Az az árbevétel 52%-a termelődik csak az USA-ban, így az végső soron "csak" 10 dollár EPS növekedést jelent minden más változatlansága mellett. Mindez 20-as P/E-vel önmagában 200 pont emelkedést indokolna az S&P500 indexben.

- II. A külföldi profitokat kedvező (10%) adókulccsal haza lehet hozni

Az S&P500 vállalatai hozzávetőleg 1000 milliárd dollár pénzt tartanak külföldön, amit az eddigi magas adókulcs (35%) miatt nem hoztak haza. A 10%-os kedvezményes kulcs mindenképpen arra ösztönzi őket, hogy amit lehet, azt inkább otthon parkoltassák. Az egyszerűség kedvéért tegyük fel, hogy az 1000 milliárd 20%-a kell a helyi beruházásokhoz és az operáció finanszírozáshoz, így marad 800 milliárd hazahozandó. Ha az elemzők eddig ezt 35%-os adóval vették figyelembe, most pedig 10%-kal kalkulálnak majd, akkor az 200 milliárd dollár értéknövekedést jelent az S&P 500 indexben. A teljes market cap kicsit kevesebb mint 20.000 milliárd, szóval fenti becslésekkel „mindössze” 1% (kb. 20 pont az indexben) értéknövekedést indokol a kedvezőbb adókulcs.

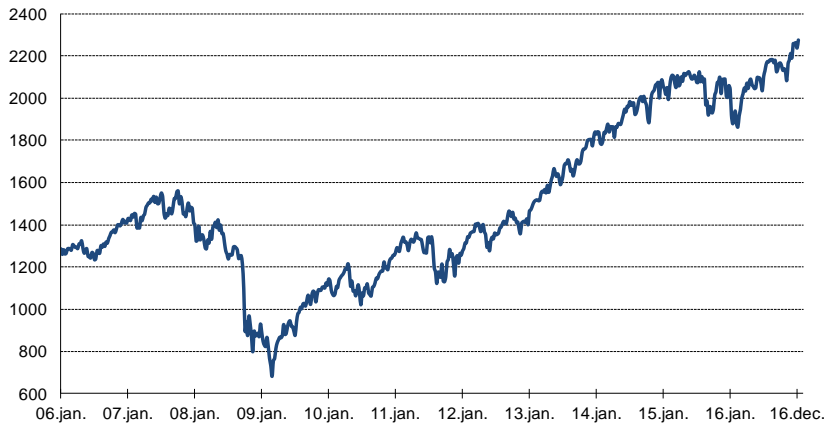
- III. A Trumponomics hatására emelkedő 10 éves állampapír hozam

A Trumponomics hatására az amerikai hozamgörbe vélhetően emelkedő trendbe kerül. Nyár óta már 90 bázisponttal nőtt a 10 éves állampapír hozama, jelenleg 2,4%. Megnéztem mennyivel csökkenhet az index fair értéke 100, 150 és 200 bázispont hozamemelkedés hatására. A FED model-ből valamint a P/E és a 10 éves hozam közötti gyenge korrelációból arra jutottam, hogy ceteris paribus 2% hozamemelkedés hozzávetőleg 325 pont (15%) visszaesést indokolna az indexben, 1,5% nagyjából 250 pontot (11%), míg 1% kb. 170 pontot (7,5%).

Összességében az első két pozitív hatás (200+20 pont) mintegy 1,3%-os hozamemelkedést képes kompenzálni, tehát 2,7-3,0%-os 10Y USA hozamig nagyjából rendben vagyunk az árazással. Ez persze csak 3 fő faktor, de az eredményekre még számos egyéb tényező lesz hatással: Már eleve a törvényalkotási folyamat során egyes részletek jelentősen felpuhulhatnak. Az erősödő dollár az exportbevételt jelentősen rontja majd, ráadásul a külső forrás költsége számottevően nőhet. Ugyanakkor az expanzív gazdaságpolitika, vagyis a növekvő infrastrukturális és hadászati költségek és a csökkenő személyi jövedelemadóval járó fogyasztástöbblet számottevő javulást hozhat. Egy biztos, a bull és a bear case között az olló rendkívüli módon kitágult, ami a volatilitás növekedésével jár majd.

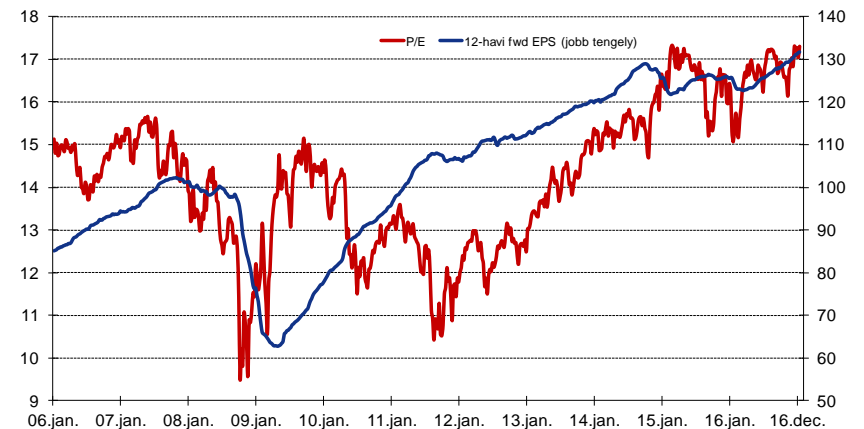
USA ábrák

S&P500 index



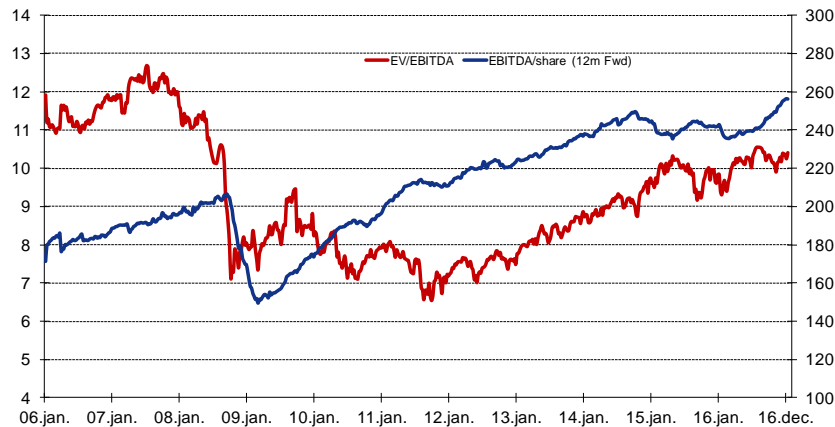
Forrás: Bloomberg

S&P500 index EPS várakozás és P/E



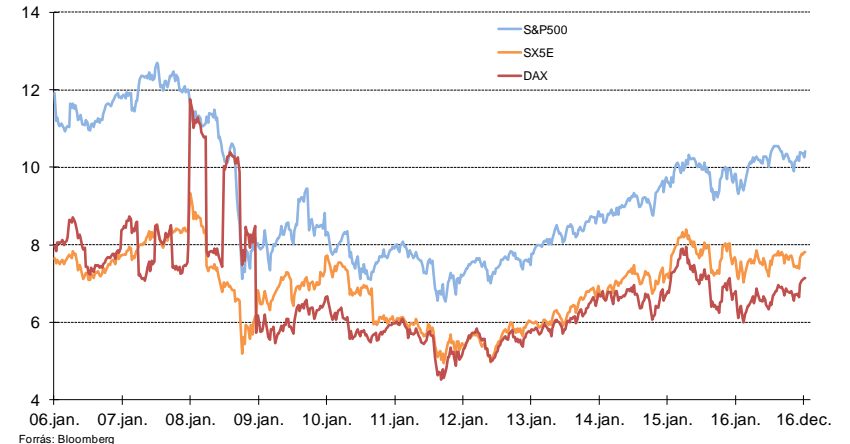
Forrás: Bloomberg

S&P500 index EV/EBITDA



Forrás: Bloomberg

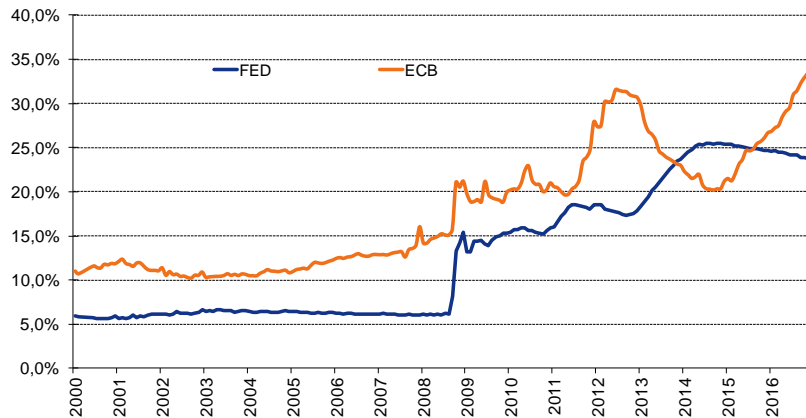
Indexek EV/EBITDA rátájának alakulása



Forrás: Bloomberg

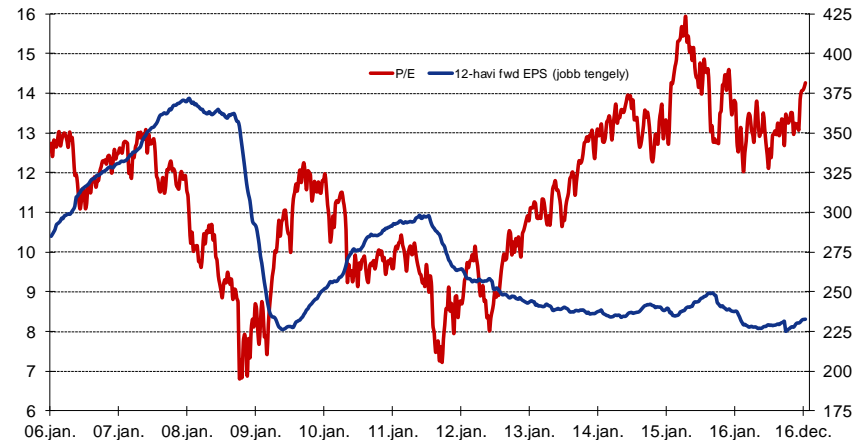
Az ECB támogatta a részvényt piacokat

FED, ECB mérlegfőösszeg alakulása GDP %-ában



Forrás: Bloomberg

DJ EuroStoxx50 index EPS várakozás és P/E

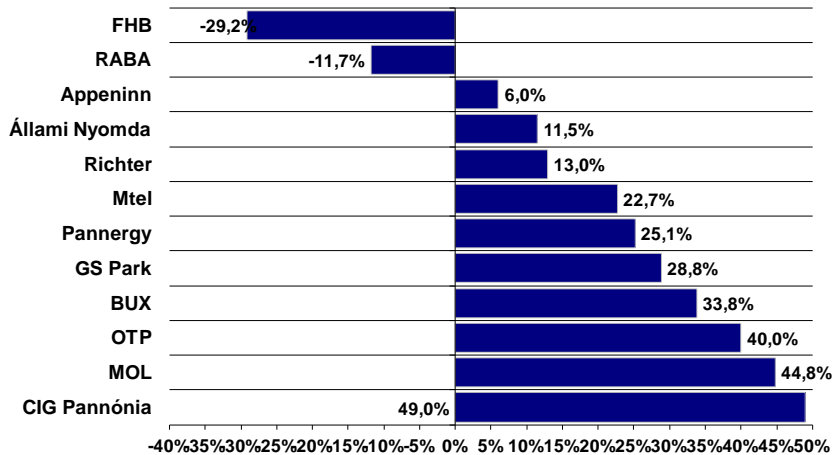


Forrás: Bloomberg

- Európában a 2016-os év az ECB mennyiségi lazításáról, a brexit szavazásról, valamint az olasz alkotmánymódosításról kiírt népszavazásról szólt. Az ECB ugyanis tavaly jelentős részt vállalt az európai részvények (és kötvények) árfolyamának alakulásában. A QE program időhorizontját még 2015 decemberben kibővítették, majd 2016 márciusban a mennyiséget és a vásárolható papírok körét is szélesítették. 2016 végére az ECB eszközállománya elérte a GDP 35%-át, szemben a válság előtti kb. 10%-os és a jelenlegi amerikai 24%-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.
- 2017-ben is hasonló témakörök lesznek meghatározóak. Az ECB ugyan 2017 végéig meghosszabbította QE programját, de a negyedik negyedévben nyilatkozniuk kell majd a folytatásról, ami kimagaslóan a legmeghatározóbb esemény lesz Európában. Ezen túlmenően a tavaszi francia és a szeptemberi német parlamenti választások lesznek majd a befektetők fókuszában.

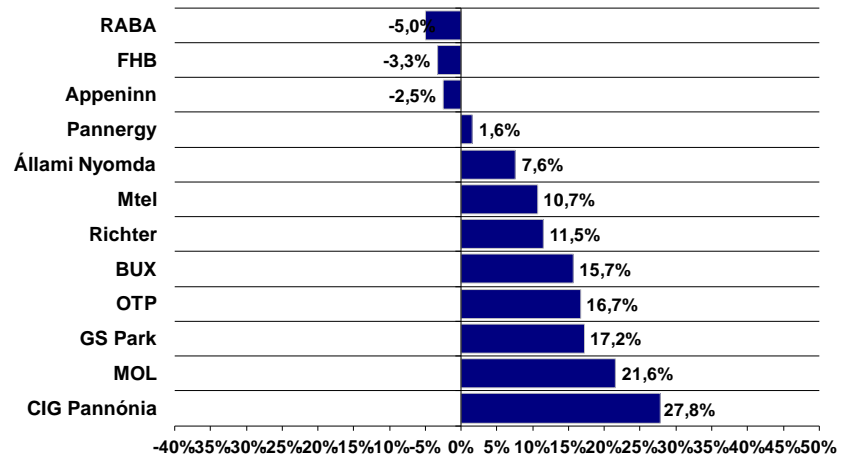
BUX: új csúcson az index

Főbb magyar részvények teljesítménye 2016



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

Főbb magyar részvények teljesítménye 2016 Q4

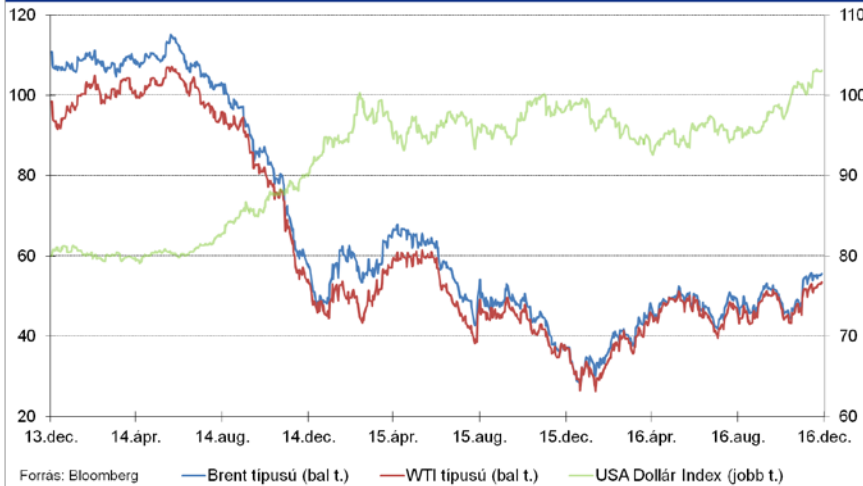


Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

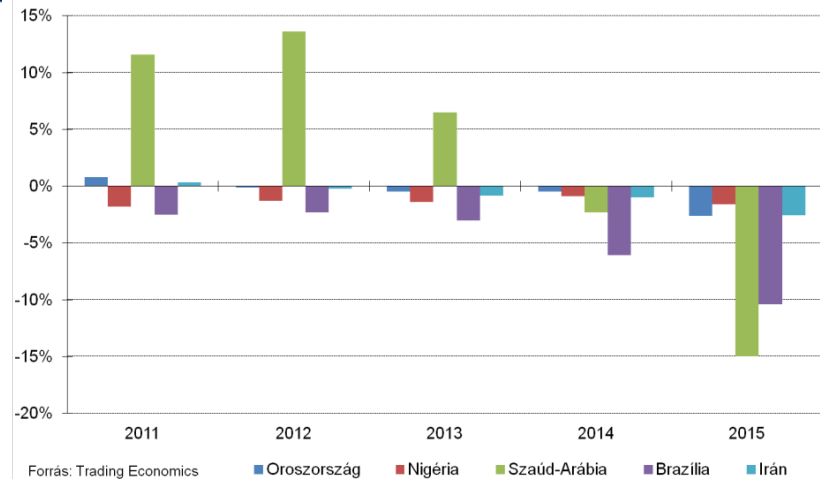
- A BUX 33,8%-ot erősödött az év folyamán és új csúcsra 33.000 pont fölé emelkedett, amivel a legjobbak közé tartozik a világ tőkepiacain. A szárnyalás két okra vezethető vissza. Egyrészt, a hazai társaságok fundamentumai folyamatosan javulnak; az egy részvényre jutó eredmény már 2700 forint körül van, ami szilárd alapot ad az elmúlt évek szárnyalásának. Másrészt hazánk megítélése folyamatosan javult az elmúlt 2 évben. Őszre már mindhárom hitelminősítőnél a befektetési kategóriába kerültünk, ami új befektetőket is vonzott a BÉT parkettjére.
- Ami az egyes cégeket illeti, az OTP 40%-os felértékelődése mögött is nagyrészt az eredmény dinamikus gyarapodása áll, bár ebben szerepe van az alacsony céltartalékolásnak és a csökkenő bankadónak, miközben a működési eredmény zsugorodik. A MOL még mindig élvezi 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. Ezt a folyamatot gyorsíthatja a montenegrói leánycég napokban bejelentett értékesítése is, amivel az eladósodottság a céltartományon belülré kerülhet. 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.

Megszületett a várva-várt OPEC megállapodás I.

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



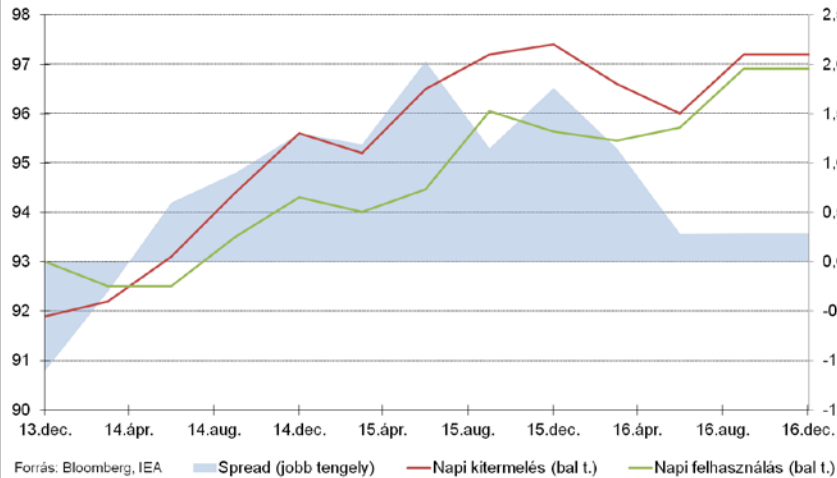
Olajexportőr országok GDP-re vetített államháztartási egyenlegei



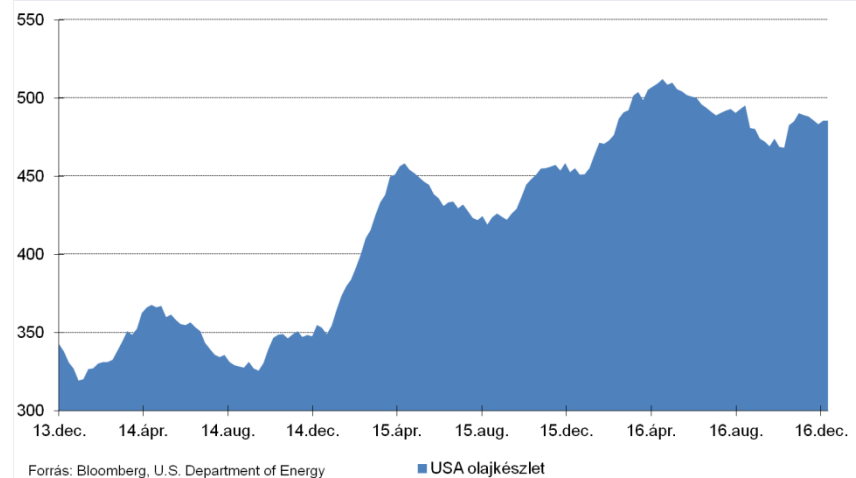
- 2016. november 30-án 2008 óta először az olajkitermelés visszafogásáról döntött az OPEC, kicsit később pedig nem-OPEC tagállamok is csatlakoztak az egyezséghez. Bár rövidtávon meglehetősen pozitív árfolyamhatást láthattunk, túlzás lenne azt állítani, hogy az esemény teljesen váratlan volt.
- Már régóta a túlkínálatról és az amerikai palaolaj forradalom árleszorító hatásáról szólnak az olajpiaci hírek, továbbá a „hawkish” FED miatt erősödő dollár is erős nyomást gyakorol a fekete arany árfolyamára. Kezdetben az alacsony kitermelési költséggel rendelkező OPEC tagok Szaúd-Arábia vezetésével azt tervezték, hogy először termelésük szinten tartásával (vagy éppen növelésével) tovább hagyják esni az árakat, ezzel kiszorítva a drágábban termelő (főként amerikai) versenytársakat és növelve saját piaci részesedésüket. A palaolaj termelők azonban a vártnál jóval szívósabb vetélytársnak bizonyultak a hatékonyságjavítás területén, egyre mélyebbre tornázva fajlagos költségüket.
- Ennek következtében egyre mélyebbre került az árfolyam, komoly gondokat okozva ezzel az olajbevételekre épülő gazdaságoknak. Oroszország, Venezuela, Nigéria, Irak, Irán mind érzi ennek költségvetési hatásait, Szaúd-Arábia pedig kénytelen volt történetében először államkötvényt kibocsátani. Várható volt hát valamiféle megállapodás, ami hosszú egyeztetést követően szeptemberben informálisan meg is született a fő keretszám tekintetében. A szakértők azonban mégis szkeptikusak voltak, hiszen a kvótacsökkentés tagországonkénti leosztása meglehetősen nehezen kivitelezhetőnek tűnt Irán és Irak ellenállása mellett (ők adják az OPEC kitermelésének 25%-át).

Megszületett a várva-várt OPEC megállapodás II.

Kereslet és kínálat alakulása a világon (millió hordó)



Az USA kitermelt olajkészlete (millió hordóban, stratégiai tartalékok nélkül)



- Végül az ígélet szerint 1,2 millióval 32,5 millió hordóra csökken a szervezet tagjainak napi kitermelése. Ebből Szaúd-Arábia 486 ezer, Irak 210 ezer, az Egyesült Arab Emírségek 139 ezer, Kuvait 131 ezer hordót vállalt, az év elején még embargóval sújtott Irán viszont 96 ezer hordóval növelheti kibocsátását. A szervezeten kívüli tagországok által vállalt csökkentés 558 ezer hordó, melyből Oroszország 300 ezer, Mexikó pedig 100 ezer hordóval veszi ki a részét.
- Amennyiben ezeket a vállalásokat be is tartják, összességében mintegy 1,8 millió hordóval csökkenhet a napi olajkínálat, ami a jelenlegi 97 millió hordós teljes napi kitermelés 1,8%-a. Az IEA legfrissebb adatai szerint jelenleg a napi kitermelés 300 ezer hordóval magasabb a felhasználásnál, így egy ilyen volumenű változás jelentősen hozzájárul a rendelkezésre álló olajkészletek csökkenéséhez és az árak stabilizálódásához rövidtávon. Közép- és hosszútávon viszont a javuló piaci környezet újabb (első körben további nem konvencionális) szereplőket vonz a piacra, így a kereslet megugrása nélkül nem számíthatunk az olajár tartós szárnyalására.
- Ezzel kapcsolatban iránymutatást az új amerikai elnök Donald Trump 2017. január 20-i beiktatását követően kaphatunk, amikor is remélhetőleg megismerhetjük részletes gazdaságpolitikai terveit. Az amerikai infrastruktúra fejlesztésére vonatkozóak kiemelt fontossággal bírnak és az amerikai-kínai kapcsolat alakulása is meghatározó, hiszen ez a két ország felel a napi kőolaj-felhasználás közel egyharmadáért.

Köszönöm a figyelmet!

Elérhetőség:

Allianz Alapkezelő Zrt.
1087 Budapest
Könyves Kálmán krt. 48-52.
Fax: +36-1-301-6384