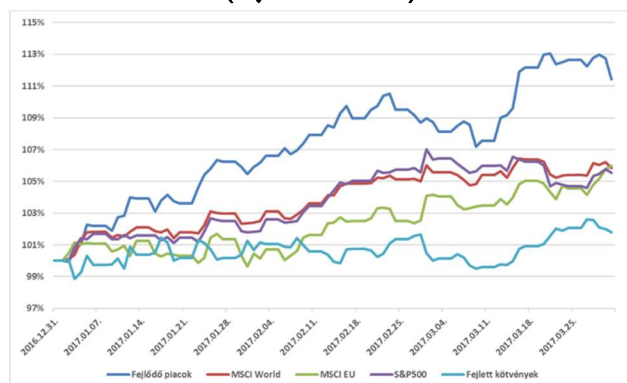


## Világpiaci kitekintő

### A globális részvénytőzsdék teljesítménye 2017-ben (saját devizában)



Az idei első negyedévben a globális részvénytőzsdék felülteljesítették a kötvénytőzsdéi eszközöket, míg a nyersanyagpiaci befektetések negatív hozamot könyvelhettek el. A fejlett részvénytőzsdéket tekintve az időszak során Európa és az USA holtversenyben tudott emelkedni, míg a japán részvények minimális csökkenést szenvedtek el. A fejlődő piacokon belül jelentős széthúzás volt megfigyelhető, az indiai-, latin-amerikai- és kelet-európai részvények 10% körüli emelkedést mutattak fel, míg az orosz piac 10%-os leértékelődésen esett át az időszakban. Kínában az ún. nemzetközi részvényeket tömörítő index 13%-os emelkedésével szemben állt a belföldi piaci szereplők számára elérhető részvények 3%-os teljesítménye. A hazai részvénytőzsdéi a régiós piacok emelkedését jelentősen alulmúlva 1,15%-os csökkenéssel zárta a negyedévet (1. ábra).

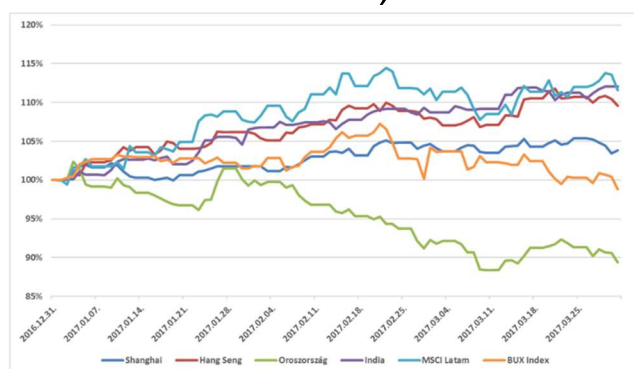
**Az Egyesült Államokban az új elnök, Donald Trump beiktatását követően átmeneti oldalazás után ismét felfelé vették az irányt a részvénytőzsdék.** A Trump adminisztráció első száz napja után egy fontos következtetést levonhatunk, mégpedig, hogy a kampány során elhangzott ígérek nem kellően átgondolt kijelentések voltak az elnök részéről. Az új elnök egyre több téren kényszerül 180 fokos fordulatot venni és korábbi állásaival ellentétes álláspontra helyezkedni. A beígért fiskális lazítást úgy tűnik sokkal nehezebb lesz átütni a törvényhozáson, mint azt Trump gondolta, az amerikai költségvetésben ugyanis nincs túl nagy mozgástér jelenleg a laza fiskális politikára. Az elnök egy másik kedvelt kampánytémája a nemzetközi kereskedelmi egyezményekből való kilépés, illetve azok átalakítása szintén nagy falatnak tűnik, hiszen az intézkedés minden bizonnyal ellentétes lenne Trump egy másik gazdaságpolitikai céljával, az amerikai export felfuttatásával. Mindez oda vezetett, hogy az ún. „Trump-trade”-ek erős korrekciót mutattak az idei első negyedévben inkább negatívan járultak hozzá a piaci teljesítményekhez. Jellemezően ilyen szegmens a bankszektor, az energiaszektor és az ipari vállalatok részvényei. Ezzel egy időben a 10 éves amerikai állampapír hozama a fiskális lazítás kiárazódásával a 2,6% körüli csúcstól 2,3% közelébe esett vissza. Az amerikai hozamgörbe kissé laposabbá volt az időszak során, az alapkamat emelkedését árazó rövidebb hozamok emelkedtek, míg a görbe hosszabb vége kissé lejjebb került. Az USA gazdasága a tavalyi utolsó negyedévben is a potenciális növekedés felett bővült, így tovább csökkent a kibocsátási rés. A gazdaság valamennyi szegmense bővülést mutatott az időszakban, azonban az előrejelző PMI-ok kissé romlottak. A munkaerőpiaci kondíciók is tovább javultak, a munkanélküliségi ráta kissé csökkent, míg a foglalkoztatottak száma emelkedett decemberhez képest. A FED által kiemelten figyelt gazdasági indikátor az inflációs mutatók közelebb kerültek a jegybank céljához, a legfrissebb havi adat 2,7%-os pénzromlásról adott számot és az előretekintő várakozások kissé mérséklődtek. A beérkező gazdasági adatok továbbra sem gördítenek akadályt a jegybank kamatemelési ciklusa elé, így egyelőre kommentárok szintjén tartják az év elején előre jelzett három idejű emelést. Az amerikai dollár az idei év során gyengült a fontosabb globális devizákkal szemben (dollár index - EUR, JPY, GBP, CHF, CAD, SEK), melynek megfelelően 1,82%-kal került lejjebb az év végi záró árfolyamához képest.

**A nyugat-európai részvénytőzsdék esetében megtört a fejlett piacokon belül régóta fennálló alulteljesítés, és az első negyedévben az amerikai részvényekkel párhuzamosan emelkedtek.** Regionális megközelítésben a spanyol tőzsde mutatta a legjelentősebb felértékelődést, míg az időszak elején alulteljesítő olasz piac március végére felzárkózott a német DAX Index mellé. Ezt követte a francia részvénytőzsdéi teljesítménye, míg a brit tőzsde jelentősen lemaradó volt. A régióban a kockázatok továbbra is jelentősek, az idei évben esedékes választások folyamatos nyomást helyeznek az árfolyamokra, a márciusi holland választásokat követően legelőször Franciaországban, majd később Németországban is véleményt mondhatnak a szavazók a

jelenlegi politikai vezetéről. Hollandiában végül a piacok szempontjából kedvezően alakult a választások kimenetele, és jelenleg a francia közvélemény kutatások is a szélsőséges Marine Le-Pen bukását mutatják, az elsőkörös választást illetően Emanuel Macron immár megelőzte Le-Pent, amit kifejezetten kedvező hírként értékelték a befektetők. Piaci vélemények szerint Le-Pen bukása esetén nem várható komoly fellendülés a részvénypiacon, mivel a pozícionáltság egyre kevésbé negatív az országgal kapcsolatban. Ezt követően a német választásokra figyelhetünk majd, ahol a jelenlegi állás szerint a Martin Schulz vezette SPD igen komolyan megközelítette az eddig vezető kereszténydemokrata CDU-t, ezzel komolyan veszélyeztetve Angela Merkel pozícióját. Jelenleg talán a legnagyobb kockázati tényező a régióban az olasz előrehozott választások kimenetele, itt ugyanis a centrum országokhoz képest lényegesen nagyobb valószínűséggel nyerhet a szélsőjobboldali, EU ellenes párt. Ezt valamelyest árazza is az olasz kötvénypiac, az első negyedév végére 1,8% fölé emelkedett a német és olasz tízéves kötvényhozam különbsége. Mindezek mellett március végén a brit kormány életbe léptette a Nagy-Britannia Eurózából való kilépését előkészítő cikkelyt. A pontos forgatókönyv részleteiben továbbra sem ismert, azonban az eddigi nyilatkozatok alapján az EU vezetői igen kemény álláspontra helyezkedtek a Brexit kérdését illetően, így valószínűleg hosszan elhúzódó nehéz tárgyalásokra kell készülnie a briteknek.

A növekvő politikai kockázatok mellett az Eurózába gazdasága egyre szebb képet mutat. A negyedik negyedéves GDP növekedés 1,7% körül alakult és az infláció is emelkedett a tavalyi év végi szintjéhez képest. Az inflációban bekövetkező változások az EKB szerint átmenetiek, ugyanis lényegében az alacsony bázisról emelkedő olajár okozta azt, ami a következő hónapokban már lényegesen kisebb tényező lesz a kompozit mutatóban. A munkaerő piaci folyamatok kedvezőek, azonban a munkanélküliségi ráta továbbra is igen szerény ütemben csökken, és főleg a periférián messze van még a feszes munkaerő piaci kondíciókat jelző szintektől. Összességében a régió gazdasági kilátásai pozitívak, a költségvetések helyzete relatíve stabil és az EKB folytatja a laza monetáris kondíciók fenntartását, azonban a politikai kockázatok még nem mérséklődtek kellően, ami továbbra is gátja a részvénypiacok emelkedésének. A piac egyre nagyobb eséllyel árazta a 2018. januárjában esedékes kamatemelést a negyedév során, márciusban már 50-60% körüli valószínűséget adva annak, azonban ez a lépés a negyedév végével gyakorlatilag kiárazódott a várakozásokból, ami az végül az euró szignifikáns gyengülését okozta március utolsó napjaiban.

**Fejlődő piacok teljesítménye 2017-ben (saját devizában)**



A feltörekvő országok részvénypiacai közül kiemelkedő teljesítményt nyújtottak a latin-amerikai és indiai tőzsdék, míg az orosz és kínai piac lemaradó volt az időszakban. A BUX Index a februári irányváltást követően végül negatív teljesítménnyel zárta a negyedévet (2. ábra). A feltörekvő piaci gazdaságok szempontjából kiemelt jelentőséggel bír az amerikai dollár árfolyama, hiszen magas dollár adóssággal rendelkeznek, melynek kamatterhei az emelkedő dollár kamatok és az erősödő árfolyam következtében jelentősen növekednének. A deviza az első negyedév során folyamatos leértékelődést mutatott, aminek a magyarázata, hogy az USA elnöke egyre többször hangsúlyozta,

hogy véleménye szerint a jelenlegi szinteken már túl erős a dollár árfolyama, ami nem kedvez az amerikai export szektornak, valamint ezzel párhuzamosan egyre inkább kiárazódott a várt fiskális lazítás az árfolyamokból, hiszen az elnök egyre több ígéretét illetően kénytelen meghátrálni.

A gyengülő amerikai deviza tehát pozitívan hatott a régió országai számára. Egy másik kiemelten fontos tényező az olaj árfolyama is stabilizálódott az elmúlt időszakban, ami pozitív a nyersanyag kitermelő országok költségvetési bevételének szempontjából. Ezzel egy időben a kelet-közép-európai országok tőzsdéi is jelentős pozitív teljesítményt értek el.

Mindezek eredőjeként a negyedév során jelentős tőkebeáramlást láthattunk a feltörekvő részvénytőzsdákra, melynek értékeltsége továbbra is alacsony szinteken van globális összevetésben.

Továbbá a régió számára kiemelt jelentőséggel bír a globális kereskedelmi volumen alakulása, ami az elmúlt hónapokban (Trump globalizációellenes megnyilvánulásai ellenére) jelentősen emelkedett, javítva ezáltal az exportőr országok makrogazdasági kilátásait. A politikai kockázat azonban továbbra is kiemelten magas leginkább a latin-amerikai régióban, az elmúlt hetekben több országában is kormányellenes tüntetések indultak.

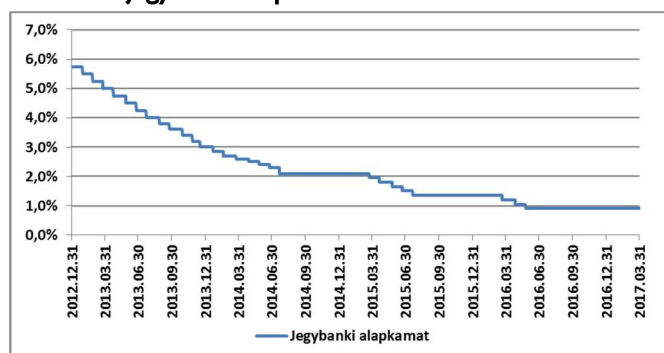
**A negyedév során a globális nyersanyagpiacokon eltérő tendenciákat figyelhettünk meg.** Az olaj árfolyama 5,8%-os leértékelődést mutatott az időszak során, mivel az OPEC termelés csökkentési megállapodásának betartása elmaradt egyes tagországok részéről. Ennek következtében a kitermelés kevésbé csökkent, mint azt a piac előzetesen várta, ami lefelé nyomta a világszintű árat. Az energiaszármazékok mellett a mezőgazdasági termékeket összefogó világszintű index is csökkenést mutatott a negyedév során. Ezzel szemben az ipari- és nemesfémek 6-9% körül emelkedtek, előbbieket a javuló gazdasági konjunktúrát előrejelző indikátorok nyomán, míg az utóbbiakat az arany árfolyamának 8,9%-os emelkedése húzta magával. A hagyományosan menedékeszköznek számító arany árfolyamára az előretekintő inflációs várakozások jelentős felértékelődési nyomást gyakoroltak, emellett a dollár árfolyamának gyengülése is pozitív tényező volt.

## Hazai kitekintő

**A magyar részvénytőzsde jelentősen alulteljesítette a régiós versenytársait az első negyedévben,** ami tulajdonképpen a 2015 márciusában megindult felülteljesítés korrekciójának tekinthető. Az elmúlt két évben a javuló fundamentumok és a sorban érkező felminősítések következtében jelentős mértékű tőke áramlott a hazai részvényekbe. A BUX Index 1,15%-kal értékelődött le a negyedév során, míg a hozamgörbe meredekebbé vált az éven túli lejáratok emelkedésének következtében.

**Magyarországon a tavalyi utolsó negyedévben tovább lassult a GDP növekedésének üteme, így 1,6%-os bővülést láthattunk az egy évvel korábbi időszakhoz viszonyítva,** amivel a 2016-os éves GDP növekedés 2%-os szintet ért el. A növekedés összetevői közül a fogyasztás emelkedik a legnagyobb mértékben, valamint az export is pozitív teljesítményt mutatott az utolsó negyedévben. A bruttó állóeszköz-felhalmozás jelentősen esett vissza, amit tulajdonképpen a kormányzati szektor beruházásainak jelentős csökkenése okozott, valamint a nemzetgazdasági ágak többségében igen alacsony volt a beruházási kedv. A külkereskedelmi termékforgalom január-február időszakban 1,5 milliárd eurót ért el, ami kissé alacsonyabb az egy évvel korábbi értékénél, ennek hátterében a lakossági fogyasztás felpörgésével bekövetkező, import exportot meghaladó ütemű növekedése állt. Az infláció a januári 2,3%-os szintjét követően februárban tovább emelkedett 2,9%-kal. A legtöbb főcsoportban áremelkedést tapasztalhattunk az idei első két hónapban, azonban legjelentősebben az üzemanyagárak emelkedtek, melynek mértéke 19,9% volt éves összevetésben. A munkaerőpiacon szintén kedvező tendenciák zajlottak, a foglalkoztatottság 130 ezer fővel emelkedett egy év alatt, mellyel párhuzamosan a munkanélküliségi ráta 4,4%-ra csökkent. A gazdasági adatok tehát erős növekedésről tanúskodnak, a munkaerőpiac folyamatos javulást mutat, valamint az infláció is kedvező szinteken alakult, amely tendencia valószínűleg 2017-ben is folytatódhat.

### A jegybanki alapkamat alakulása 2013-tól



A Magyar Nemzeti Bank nem nyúlt az irányadó kamathoz a negyedév során. A Jegybank szerint inflációs és reálgazdasági folyamatok még nem indokolják a kamatszint változtatását. Azonban a monetáris politikai eszköztár egyéb elemeinek segítségével a pénzpiaci likviditást folyamatosan menedzseli a Jegybank. A bankok hozzáféréseinek korlátozása miatt a három hónapos betéti állomány a 2016. szeptember végi 1700 milliárd forint körüli szintjéről idén március végére 750 milliárd forintra szűkült, miközben az ezzel felszabaduló többlet likviditás jelentős része egynapos betétben jelent meg.

A növekvő likviditás hozamleszorító hatása miatt a bankközi kamatok és a rövid állampapírhozamok is jelentősen csökkentek, utóbbiak a tavaly októberi 60 bázispont körüli szintről márciusra 0 és 10 pont közé kerültek.

### Részvénypiacok

2017 első negyedévében a részvénypiacok többsége pozitív tartományban zártak. A FED az első negyedévben tovább szigorított és további szigorításokat tervez 2017-ben. Egyelőre a piac évvégére alacsonyabb szintre várja az alapkamatot, mint a Jegybank. Összességében a várható amerikai fiskális stimulus a gazdaság jelenlegi ciklusában többlet gazdasági növekedést nem fog eredményezni, viszont segíti az infláció gyorsulását. Trump által belengetett infrastrukturális beruházásoknak az ipari vállalatok lesznek a nyertesek. Az amerikai piacnak a védelmében különadókat terveznek kivetni azokra a vállalatokra, amelyek az USA-n kívül termelnek, és a hazai piacon értékesítik termékeiket, valamint támogatásban részesítik azokat a cégeket, amelyek USA-ban termelnek, és exportálnak. Ez a fajta protekcionizmus a dollárnak az erősödését fogja kiváltani, amely negatív hatással lehet a dollárban eladódott fejlődő országok gazdaságára. USA szeretné újratárgyalni kereskedelmi megállapodásait Kínával. Az új amerikai Elnök egy nullás kereskedelmi egyenleggel lenne elégedett Kínával a mostani hiány helyett. A BREXIT-tel kapcsolatos érdemi tárgyalások nagy valószínűséggel a német választások után fognak elkezdődni. A legfontosabb kérdés, hogy mi lesz az olasz választások eredménye, mivel Olaszországban egyes felmérések szerint többségben vannak az EU-t elhagyni akaró szavazók. Az indexek többsége -1% és +9% között mozgott, amelyek közül a globális fejlődő részvénypiac kiemelkedett a +11%-os teljesítményével. Most az a kép kezd kirajzolódni, hogy a részvénypiacok irányát Trump várható fiskális és külpolitikája fogja megmutatni.

A globális fejlődő piacok 5,1%-kal felülteljesítették a globális fejlett piacokat, amely a kínai és a latin piac jó teljesítményének volt köszönhető. A fejlett piacokon belül az amerikai részvénypiac 0,4%-kal alulteljesítő volt az európai piaccal szemben. A régiókat reprezentáló CETOP Index 2,7%-kal alulteljesítette a globális fejlődő piacokat. A közép-európai régióon belül kimagasló volt a lengyel piac teljesítménye, a magyar és a cseh piac alulteljesítő volt CETOP indexhez képest. A lengyel tőzsdét a közműcégek jó teljesítménye hajtotta fel. A korábbi években jelentősen befolyásolta a lengyel kormány a működési környezetüket, hogy fektessenek be tőkehiányban szenvedő, veszteséges, lengyel tulajdonban lévő szénbányákba. Ez a folyamat kezd a végéhez érni. A cseh tőzsde eredményességét nyomás alatt tartotta cseh árfolyamküzőb várható eltörlése. A magyar tőzsdeindex gyengesége a magas ározottságának volt köszönhető, valamint annak, hogy az egyik nagy tulajdonos kiszállt a MOL-ból az első negyedévben.



### A részvénytőcsiacok alakulása 2017 első negyedévében (az indexek saját devizájában)



A nemzetközi részvénytőcsiacok teljesítményét segítette Donald Trump várható fiskális stimulusa. A befektetők a megugró infláció félelmétől a kötvénytőcsiacoktól a részvénytőcsiacok felé fordultak, amely eszközosztály jó védelmet adhat az emelkedő infláció ellen. A következő negyedévekben a nemzetközi részvény tőcsiacok teljesítményét az fogja meghatározni, hogy Trump ígéreti közül, mit fog tudni megvalósítani, valamint a BREXIT-tel kapcsolatos tárgyalások is kockázatokat hordozhatnak a tőcsiacok számára. Ha az EU túlságosan kemény feltételeket szab a britieknek a közös tőcsiacainak hozzáféréséhez, az negatív hatással lehet a részvényekre. A nemzetközi részvénytőcsiacok teljesítményét nagyban befolyásolta az amerikai elnökválasztás eredménye. A választások előtt Donald Trumpgal kapcsolatban a részvénytőcsiacok idegenkedtek, majd a választások után a fejlett részvénytőcsiacok felfelé vették az irányt egy

esetleges fiskális stimulus reményében, amely mellett az új elnök továbbra is ki fog állni. A BREXIT-tel kapcsolatos tárgyalások is kockázatokat hordozhatnak a tőcsiacok számára. Ha az EU túlságosan kemény feltételeket szab a britieknek a közös tőcsiacainak hozzáféréséhez, az negatív hatással lehet a részvényekre.

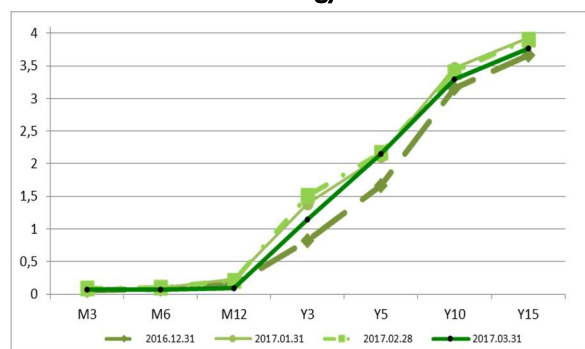
Az áruipiaci (commodity) termékek 5,1%-kal csökkentek az első negyedében az energia típusú termékek gyengélkedésének köszönhetően. Az értékelttség tekintetében továbbra is az USA részvénytőcsiac a legdrágább, míg a KKE régiós indexek nyújtják a legjobb potenciált.

### Kötvénytőcsiacok

Az idei év – csakúgy mint az előző – ugyanazzal a kérdéssel kezdődött: hány kamatemelést eszközöl a FED?

2016 november-decemberében a tőcsiac kissé előre szaladt, Trump megválasztásával párhuzamosan – lazább fiskális politikát vizionálva – akár négy kamatemelést is elképzelhetőnek tartottak egyes elemzők. Ebben az időszakban az amerikai tízéves állampapír hozama 65 bázispontot emelkedett 1,80%-ról 2,45%-re. Januárra Trump kinyilatkoztatásainak valóságtartalmát kezdte kiismerni a kötvénytőcsiac is, így a tízéves papír hozama nem változott nagymértékben, az év végi szint környékén konszolidálódott. A márciusi kamatdöntés előtt tapasztaltunk még jelentősebb gyengülést, a referenciapapír hozama 2,60%-ig emelkedett, mivel többen félszázalékos kamatemelést vártak. A jegybank nem igazolta vissza a várakozásokat, 25 bázisponttal emelte az alapkamatot, a jövőbeni kamatemelési várakozásokat is inkább hűtötte. Március második felében ennek hatására korrekció következett, a hozamok esni kezdtek.

### Benchmark-hozamgörbe alakulása 2017 első negyedévében

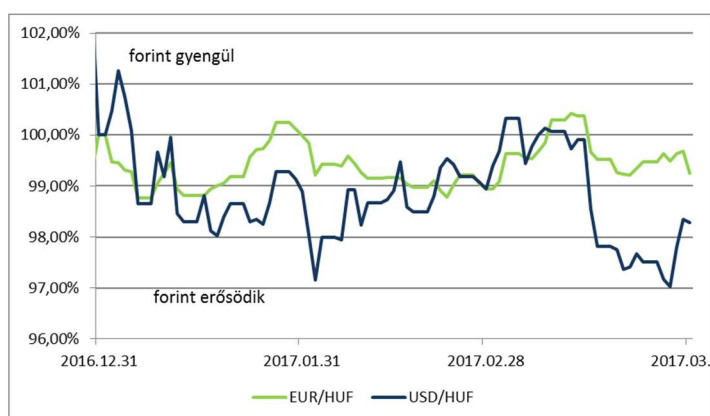


A magyar kötvénytőcsiacon az decemberi erősödés után a hozamgörbe hosszú végén jelentős korrekciót láttunk: az 5-15 éves papírok 50-80 bázispontot gyengültek március közepéig. A rövid állampapírok hozamát a jegybanki alapkamat stabilitása – az MNB nem akar kamatot emelni, egyelőre az inflációs célt sem látja veszélyben – és a piaci likviditási bőség is lefelé nyomja, ebben a szegmensben csak minimális mértékű volt a felpattanás. A március közepén kezdődő hozameséssel párhuzamosan a magyar hozamok is csökkeni kezdtek, így a teljes hozamgörbét reprezentáló MAX Composite index a negyedév végére 0,17%-ot tudott emelkedni az év végi szinthez képest.

## Devizapiacok

**EUR/HUF:** A Forint az Euróval szemben stabil volt. (A lenti ábrán a jegybanki fixinget mutatjuk be, a napon belüli mozgások minimuma-maximuma ezen értékeknél nagyobb volt).

**USD/HUF:** Az Euró és az USA dollár árfolyamában bizonytalanság volt tapasztalható az első negyedév során, amely felerősítette az USD/HUF devizapár hektikusságát. A devizaárfolyamokat középtávon befolyásolhatja a BREXIT-tel kapcsolatos tárgyalások, Donald Trump politikája, a FED kamatemelési pályája, és az Európai Központi Bank monetáris politikája.



**7. ábra: A forint árfolyamának alakulása 2017 első negyedévében**

*Jogi nyilatkozat: A fenti dokumentum kizárólag információs célokból készült, az abban foglaltak nem tekinthetőek ajánlattételnek vagy befektetési tanácsadásnak. A dokumentum összeállításakor a legkörülményesebben jártunk el, de annak tartalmáért, az információk esetleges hiányosságai, pontatlanságai miatt semmilyen jogcímen nem vállalunk felelősséget. A dokumentumban foglaltakat mindenki csak saját felelősségére használhatja fel, a Pannónia CIG Alapkezelő Zrt. nem vállal felelősséget a dokumentum alapján hozott befektetési döntésekért és azok következményeiért.*