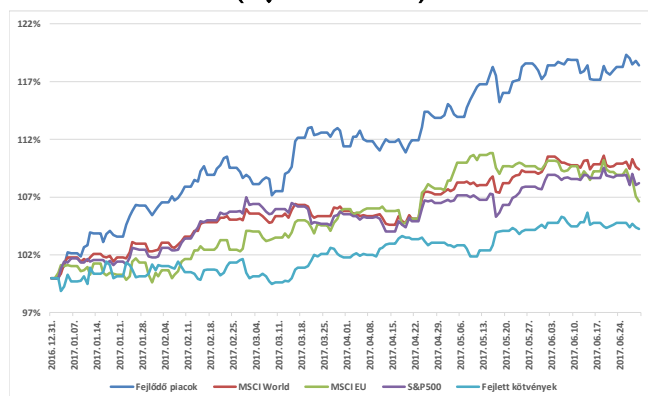


## Világpiaci kitekintő

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



A második negyedévben folytatódott a részvénytőzsdék emelkedése, melynek következtében felülteljesítették a kötvénytőzsdéi eszközöket. Ezzel szemben a nyersanyagpiaci befektetések az első negyedévhez hasonlóan negatív hozamot produkáltak. A fejlődő piacok jelentősen felülteljesítették a fejlett országok tőzsdéit, ahol a japán piac teljesített a leggyengébben. A negyedév végén bekövetkező korrekciót követően az európai részvények kissé alulteljesítők voltak amerikai társaikhoz képest. (1. ábra). **Az Egyesült Államok kül- és belpolitikai szintén egyaránt gyengébb teljesítményt nyújt Donald Trump beiktatása óta.** Az elnök választási kampánya során elhangzott ígéretei közül tulajdonképpen egy sem valósult meg a választás óta eltelt majdnem fél év alatt.

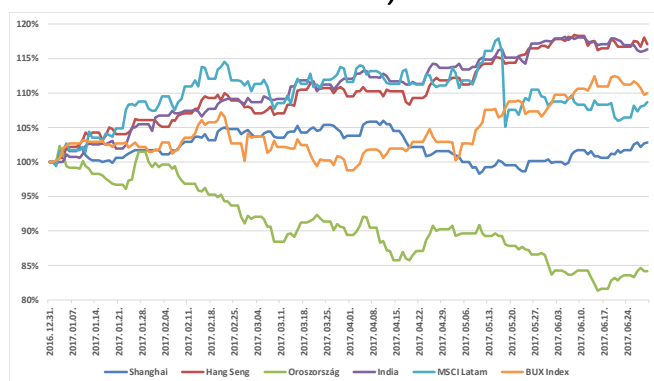
A beígért adóreform és költségvetési stimulus tovább csúszik, a régóta várt egészségügyi reformot pedig nem hagyta még jóvá a Szenátus. Az elnök eddig sem túl magas népszerűsége egyre csökken az amerikai választók körében, amivel immár elnyerte a valaha volt legerősebb elnök címet. Ezzel egy időben Trump külpolitikai szintén is folyamatos kudarcokkal szembesül, az Egyesült Államoknak európai szövetségeseivel egyre rosszabb a kapcsolata, Kínával sem sikerült külkereskedelmi fronton előrelépést elérnie, valamint az elhibázott geopolitikai lépéseinek következtében az Észak-Koreai fenyegetés is tovább erősödött. A „me first” hozzáállás, ami az elnök politikáját vezényli, teljes mértékben nélkülözi a kooperációt, amelynek eddig sokkal inkább voltak negatív következményei országa számára, mint előnyei. A FED ezzel egy időben folytatta a megkezdett monetáris szigorítást és kamatot emelt a júniusi FOMC alkalmával, valamint bejelentette az idei évben tervezett mérlegszűkítést. A mérleg szűkítését a lejáró kötvények meg nem újításával hajtja végre a jegybank, ami minden bizonnyal hozamemelkedést fog okozni a másodpiaci kötvénykereskedésben. A piaci árazások alapján jelenleg még egy idei kamatemelés várható a FED részéről, azonban a legutóbbi FOMC jegyzőkönyv alapján a döntéshozók egyre nyugtalanabbak a nem kellően magas infláció és bérnövekedés miatt, ami kérdésessé teszi az idei kamatemelést. A jegybanki mérleg szűkítése e nélkül is a másodpiaci (hosszabb) hozamok emelkedését vonja maga után, ami szigorúbb pénz- és hitelpiaci kondíciókkal jár együtt. A fiskális lazítás esélyének csökkenése és a monetáris kondíciók szigorodása miatt az amerikai növekedési előrejelzések folyamatosan csökkennek, az üzleti bizalmi indexek egyre rosszabb képet festenek, és az Atlantai FED a várható harmadik negyedéves GDP növekedést egy százalékponttal lefelé módosította. A munkaerőpiaci helyzet a második negyedév során romlott valamelyest, az új álláshelyek száma lassabb ütemben nőtt, míg a munkanélküli kérelmek száma emelkedett, és ezzel egy időben a bérnövekedés is lelassult. Így tehát a FED nehéz helyzetben van, a kamatemelés ugyanis a gazdasági növekedés további lassulását eredményezheti, ami ellentmond a monetáris politika hármastriangulumának.

**Európában eközben a gazdasági és politikai kilátások egyaránt javultak.** Úgy tűnik, Donald Trump külpolitikája az európai országok önállósodását erősíti, melynek bizonyítékeként szolgálnak Angela Merkel szavai: „Európának a saját lábára kell állnia a következő években”. Az európai integráció erősítése mellett közös európai hadsereg és összehangolt külpolitika is szerepel az elhatározások között. Míg az Egyesült Államok kereskedelmi egyezmények felrúgásával fenyegetőzik, addig az EU egyre szorosabb külkereskedelmi kapcsolatokat épít ki Kínával és Japánnal, ami meghatározó tényező az erősen exportorientált gazdaság szempontjából. Belpolitikai szintén ugyancsak kedvező események következtek be: Az osztrák-, holland-, és francia választásokon egyaránt alulmaradtak az EU-szkeptikus pártok, valamint a német pollok alapján is az Angela Merkel vezette jelenleg hatalmon lévő CDU/CDS koalíció lehet befutó az őszi választások alkalmával. Emmanuel Macron győzelmével

új irányt vett az európai politika, az így kialakult Merkel-Macron tengely egy eddiginél erősebb érdekérvényesítő szereppel ruhazza fel az EU vezető gazdaságait, mind belpolitikai, mind külpolitikai szinten. Az EKB továbbra is kis lemaradással követi a FED politikáját, mivel jelenleg a gazdasági ciklus még nem tart olyan érett szakaszban, mint az USA-ban.

A növekedés kissé alacsonyabb és a munkaerőpiacon is van még bőven tartalék, így a bárinfláció mértéke is elmarad az Egyesült Államokban tapasztalttól. A negyedév során a munkanélküliségi ráta jelentősen csökkent ugyan, azonban a periféria országokban továbbra is igen magas a fiatalok körében megfigyelt munkanélküliség. Az inflációs ráta az év eleji 2% körüli szintjéről 1,3%-ra csökkent júniusra, így eltávolodott a jegybanki céltól, ami a laza monetáris politika további fenntartását igényli. A GDP növekedési üteme egyre gyorsul, valamint az előrejelző indikátorok is javuló gazdasági környezetről adtak számot az elmúlt időszakban. A hosszú távú gazdasági növekedést azonban kérdések övezik a régióban, mivel a negatív demográfiai folyamatok miatt igen alacsony potenciális növekedés jellemzi az EU országait. A legsúlyosabb helyzet a perifériális országokat jellemzi, ahol jelentős elszívó hatást gyakorol a munkaerőpiacra a központi országokban elérhető magasabb munkabér és jobb életkörülmények. A javuló politikai helyzet és az egyre jobb gazdasági környezet az Euró árfolyamán is észrevehető volt, a negyedév során 7,3%-kal értékelődött fel a dollárral szemben. Rövidtávon a legfontosabb kérdés a jövő évi olasz választások kimenetele, a Brexit tárgyalások alakulása, valamint az EU belső kohéziójának erősítése és az EU-szkeptikus pártok népszerűségének alakulása lesznek.

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



A feltörekvő országok részvénypiacai közül a kínai és indiai piac vezette az emelkedést, míg az orosz részvénypiac tovább folytatta a lejtmenetet. A BUX index 11% körüli emelkedéssel zárta ezt az időszakot (2. ábra). A javuló globális konjunktúra és a laza monetáris kondíciók a feltörekvő országok gazdasági kondícióira is serkentőleg hatnak. A korábban sokak által várt további dollár erősödés egyelőre elmaradt. A FED által tavalyi év végén beharangozott három ideai kamatemelésből kettő már megtörtént, valamint a várakozások alapján idén elkezdődhet a „tapering”, azaz a jegybanki mérleg szűkítése. Ezek együttesen a dollár erősödésének irányába hatnak, azonban úgy tűnik a piaci árazás kissé előreszaladt és eddig az idei év egészében egy gyengülő pályán mozgó amerikai devizát láthatunk.

A dollár erősödésének ellenében hat az amerikai bel- és külpolitikai viszonyok romlása is. A többségében javuló gazdasági mutatók a deviza és kötvénypiacokon is éreztették hatásukat, a főbb feltörekvő devizák egyaránt erősödtek az amerikai dollárral szemben, kivéve a latin-amerikai országok fizetőeszköze, ahol a brazil belpolitikai események hatást gyakoroltak a régió többi országának megítélésére is. Emellett több feltörekvő piaci ország saját devizás kötvényei is további erősödést tudtak felmutatni a negyedév során az általános fejlett piaci hozamemelkedés ellenére. Ebből a szempontból a legjobban teljesítő értékpapírok a mexikói, indiai és KKE régiós országok eszközei voltak, ahol 10-40 bázispont közötti hozamcsökkenés is megfigyelhető volt.

A részvénytőzsdéken is hasonló folyamatokat figyelhettünk meg, a KKE régiós részvények mellett a hongkongi és az indiai piacok vezették az emelkedést, míg az orosz- és a kínai belső piac lemaradó volt. Az orosz részvényeket a csökkenő olajár mellett a nyugati országok által meghosszabbított gazdasági szankciók is nyomás alatt tartották, míg a szintén olajkapcsolt latin-amerikai részvénytőzsdék tekintetében fontos nap volt május 17-e, amikor a brazil sajtó arról számolt be, hogy Michel Temer államfő is érintett lehet a Petrobras brazil olajvállalat korrupciós botrányában. A korábban kirobbant korrupciós ügy vezetett az előző elnök Dilma Rousseff bukásához is, emiatt jelentős kockázati tényező és akár a jelenlegi vezetés lemondatásához is vezethet. Az államfő egyelőre tagadja a vádakot, azonban több parlamenti képviselő is lemondásra szólította fel, valamint a brazil városokban több tízezer vonult utcára, szintén az elnök lemondását követelve. A tőzsdén nyitás után szinte azonnal felfüggesztették a kereskedést, mert az irányadó index, a Bovespa értéke több mint 10 százalékos esést. Utoljára 2008 októberében, a pénzügyi világválság idején fordult elő, hogy Latin-Amerika legnagyobb forgalmú börzén, Sao Paulóban fel kellett függeszteni a kereskedést. Az ország fizetőeszköze, a reál szintén megsínylette az újabb politikai botrányt, melynek következtében az amerikai dollárral szemben hirtelen mintegy 8%-ot zuhant. A brazil 5 éves CDS felár 75 ponttal emelkedett, és az állampapír hozamok is jelentősen megugrottak. Azóta kiderült, hogy a brazil ügyvédi kamara Michel Temer államfő lemondatására szólította fel a képviselőházat, kérvényezve az alkotmányos vádeljárás, az „impeachment” megindítását. Az eset minden bizonnyal nyomás alatt fogja tartani a brazil pénzpiacokat a következő időszakban.

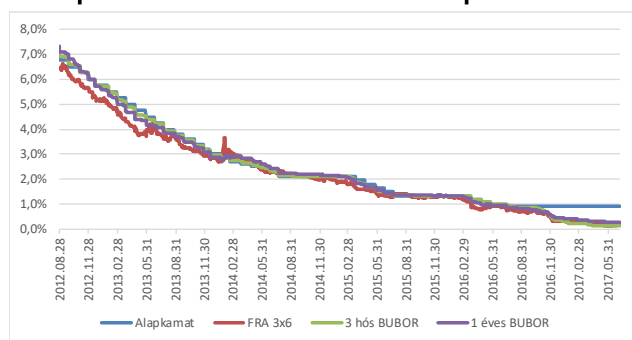
**A negyedév során a globális nyersanyagpiacokra jelentős nyomást gyakorolt az olaj árfolyamának 7%-os leértékelődése.** Az OPEC a kitermelési kvóták ellenére növelte kitermelését, valamint az észak-amerikai olajfúró tornyok száma is jelentősen növekedett a negyedév során, így a kínálati oldal továbbra sem alkalmazkodott olyan mértékben, hogy annak tartós árfelhajtó hatása legyen. Emellett a másik legfontosabb nyersanyag az arany árfolyama 2,3%-kal csökkent az időszak során, a javuló konjunktúra és a fejlett piaci hozamemelkedés következtében javuló reálkamatok miatt.

## Hazai kitekintő

**A BUX index felülteljesített régiós versenytársait a második negyedévben,** melynek eredményeképp 11% feletti hozammal jutalmazta a befektetőket. A részvénytőzsdén mellett a kötvénytőzsdén is emelkedő árfolyamokat láthattunk, az éven belüli hozamok és a hosszabb államkötvények hozamai egyaránt csökkentek, ezzel a hozamgörbe laposodott. A pénzpiaci hozamok továbbra is jelentősen az alapkamat szintje alatt helyezkednek el, ami laza hitelezési kondíciókat von maga után. A hitelintézetek hitelállományának éves növekedése 9%-ot ért el, valamint a nem teljesítő hitelállomány új historikus mélypontra, 5,4%-ra csökkent.

**Magyarországon az idei első negyedévben 4,2%-kal haladta meg a GDP növekedési üteme a tavalyi év azonos időszakában mértet.** Elsősorban a szolgáltatások és az ipar jó teljesítménye húzta a növekedést. Termelési oldalról vizsgálva az ipar és a szolgáltatások 1,6%, valamint 1,7%-kal növekedtek, és az elmúlt négy negyedév után, immár az építőipar is pozitívan járult hozzá a GDP növekedéséhez. A külkereskedelmi egyenleg 170 millió eurós bővülést ért el a legfrissebb májusi adat szerint, az export és az import euróban számolt értéke egyaránt növekedett. Folytatódott a munkaerőpiac szűkülése, a munkanélküliségi ráta tovább csökkent 4,4%-ra, mellyel párhuzamosan a foglalkoztatottság 67,6%-ra emelkedett. A hazai gazdaságban mért inflációs ráta a februári 2,9%-os csúcsponttól tovább mérséklődött, és májusban 2,1%-os áremelkedésről adott számot. A maginflációs mutató ezzel szemben emelkedett kissé, elérte a 2%-os szintet. A tartós fogyasztási cikkek kivételével minden főcsoportban áremelkedés volt tapasztalható, legjelentősebben a szeszes italok, dohányárak drágultak, de az üzemanyagokért és az élelmiszerekért is lényegesen többet kellett fizetni, mint egy évvel korábban.

### A piaci kamatok alakulása 2012 szeptembertől



Az inflációs folyamatokat látva a Magyar Nemzeti Bank nem változtatta meg az alapkamat szintjét a júniusi kamatdöntő ülés alkalmával sem. A jegybanki közlemény szerint a magyar gazdaságban vannak még kihasználatlan kapacitások, amelyek megszűnésével 2019 elejétől várható az inflációs cél elérése, azonban rövidtávon a külső környezet megváltozásával nőtték a felfelé mutató inflációs kockázatok. Ezzel együtt 300 milliárd forintra vágta le a három hónap múlva esedékes betéti korlátot a jegybank. Ez az intézkedés egyes számítások szerint további 200 milliárd forint likviditás bankrendszerbe való pumpálásával ér fel.

A közlemény továbbra is tartalmazza a laza monetáris környezet tartós fenntartásának inflációs célkitűzéssel való összhangját.

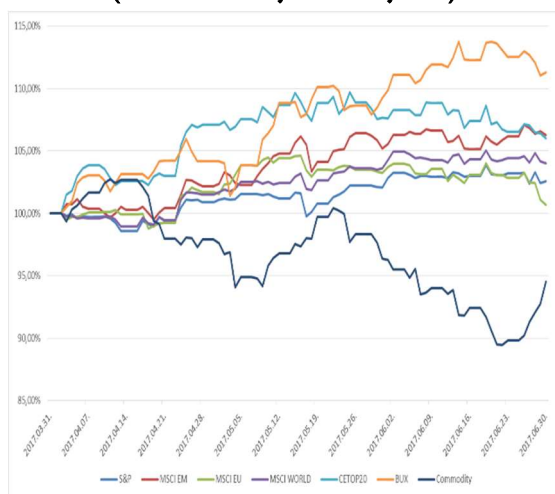
### Részvénypiacok

2017 második negyedévében a részvénypiacok pozitív tartományban zártak. A FED a második negyedévben tovább szigorított és további szigorításokat tervez az év második felében. Várakozások szerint az Amerikai Jegybank 1,75%-ra emelheti az alapkamatot évvégére. 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 támogatja, amely negatív hatással lehet a dollárban eladósodott 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 tárgyalások júniusban végre elkezdődtek, hosszú tárgyalás sorozatra kell felkészülnünk. Fontos kérdés, hogy mi lesz az olasz választások eredménye, mivel Olaszországban egyes felmérések szerint többségben vannak az EU-t elhagyni akaró szavazók. Az indexek többsége +2% és +11% között mozgott, amelyek közül a magyar részvénypiac kiemelkedett a +11,3%-os teljesítményével. Most az a kép kezd kirajzolódni, hogy a részvénypiacok irányát Trump várható fiskális és külpolitikája fogja megmutatni.

A globális fejlődő piacok 2,2%-kal felülteljesítették a globális fejlett piacokat, amely a kínai piac jó teljesítményének volt köszönhető. A kínai piacot segítette, hogy az MSCI beemelte kínai belső piacon forgó, A-osztályú részvényeket a világ feltörekvő részvénypiacainak árfolyam-alakulását mérő indexébe. A fejlett piacokon belül az amerikai részvénypiac 1,9%-kal felülteljesítő volt az európai piaccal szemben. A régiókat reprezentáló CETOP Index 0,2%-kal alulteljesítette a globális fejlődő piacokat. A közép-európai régió belül kimagasló volt a magyar piac teljesítménye, a cseh és a román piac alulteljesítő volt CETOP indexhez képest. A magyar tőzsdét segítette az OTP (+11,8%), a MOL (+7,2%), és a Richter (+7,6%). A cseh és a román piacon az elmúlt hetekben a politikai kockázat emelkedett. A cseh miniszterelnök májusban bejelentette, hogy lemond posztjáról és új választást akar tartani, miután összeveszett koalíciós partnerével. Majd később bejelentette, hogy még sem mond le. A jelenlegi kormány nem támogatja a banki különadó bevezetését Csehországban. A román piac is megérezte a második negyedévben a belpolitikai válságát, miután a román miniszterelnök korrupcióba keveredett és távoznia kellett. A bizonytalanságot tovább fokozta, hogy az új pénzügyminiszter a nyugdíjpénztári rendszer 2. pillérének megszüntetésével szeretné elkerülni az uniós túlzott deficit eljárását. Később természetesen cáfolták ezeket a híreket.



### A részvénytörzsek alakulása 2017 II. negyedévben (az indexek saját devizájában)



A nemzetközi részvénytörzsek teljesítményét segítette a jó vállalati gyorsjelentések. A befektetők továbbra is a részvénytörzseket preferálják a kötvénytörzsekkel szemben a megugró infláció félelme miatt, mivel a részvények jó védelmet nyújthatnak az emelkedő infláció ellen. A következő negyedévekben a nemzetközi részvény piacok teljesítményét az fogja meghatározni, hogy Trump ígéreti közül, mit fog tudni megvalósítani, valamint a BREXIT-tel kapcsolatos tárgyalások egy keményebb vagy egy enyhébb elszakadás irányába indulnak. Ha az EU túlságosan kemény feltételeket szab a britieknek a közös piacainak hozzáférésehez, az negatív hatással lehet a részvényekre.

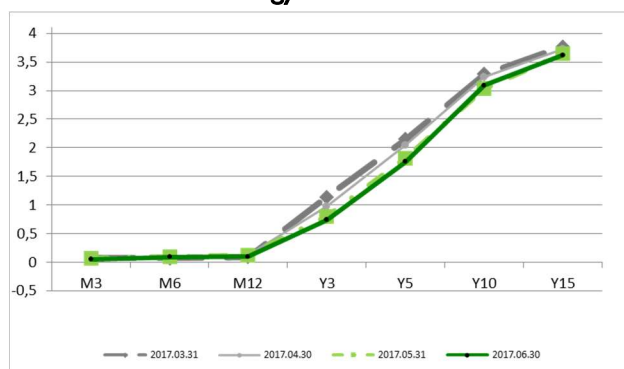
Az áruipari (commodity) termékek 5,5%-kal csökkentek a második negyedévben az energia típusú termékek gyengélkedésének köszönhetően.

Az értékeltetés tekintetében továbbra is az USA részvénytörzse a legdrágább, míg a KKE régiós indexek nyújtják a legjobb potenciált.

### Kötvénytörzsek

A második negyedév során folytatódott az USA hossz kötvénytörzseinek konszolidációja. Mint azt az előző beszámolómban is megemlítettük, március végén a referenciaként figyelt tízéves állampapírok hozama 2,40% volt, mely ebben a negyedévben – június közepéig – 2,15% alá csökkent. A június közepi jegybanki tanácskozás után a FED elnöke bejelentette, hogy a jegybank mérlegfőösszegét a jövőben, kis, apránként növelt lépésekkel csökkenteni fogják. A bejelentés meglehetősen óvatos az Alapkezelő véleménye szerint, a piac reakcióinak vizsgálatára lehetőséget ad – mivel tele van a jövőre vonatkozó feltételes ígértetekkel – a tízéves referenciapapír mégis meglehetősen vehemensen reagált a hírré, így június végére 2,30% fölé emelkedett.

### Benchmark-hozamgörbe alakulása 2017 II. negyedévben



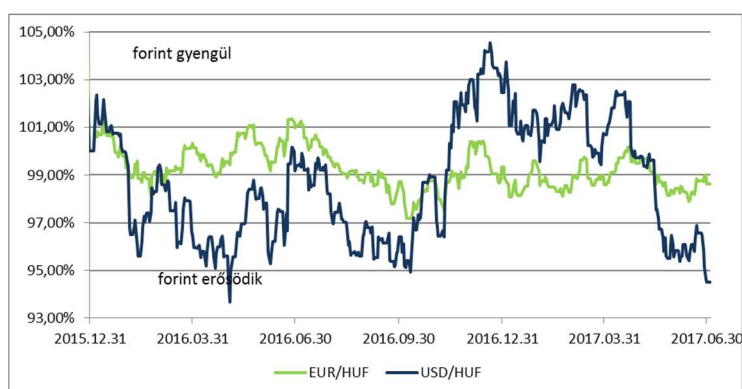
A magyar hosszú, három éves vagy annál hosszabb futamidővel rendelkező állampapírok az időszak során a fejlett piaci mozgásokat követték, a görbe ezen szakasza június közepéig folyamatosan, nem túl erős forgalom mellett csökkent. Az USA hozamemelkedés a negyedév végén a magyar hozamokra is hatással volt, némi korrekció bekövetkezett, de a teljes időszak során a hosszú papírok nominális, nem évesített hozama több, mint 1,80% volt.

A rövid, éven belüli hozamok mindegyike 0 és 0,12% között volt a negyedév során, ebben a szegmensben nem lehetett túl látványos eredményt elérni, amint az a hozamgörbén és a referenciaindex teljesítményén (0,02%) is látszik.

## 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:** A második negyedévben az USA dollár jelentősen leértékelődött az euróval szemben, amely elsősorban az Európai Központi Banknak volt köszönhető. Az EKB várhatóan 2017 végén befejezi az eszközvásárlási programját. Az US dollár nemcsak az euróval, hanem a forinttal szemben is leértékelődött. 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 II. negyedévben**

*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.*