

Tájékoztató a 2016. I. félévi vagyonekezelési teljesítményről az

Piaci összefoglaló:

1. Nemzetközi és hazai makrogazdasági helyzet

Nemzetközi makrogazdasági helyzet

Gazdasági növekedés

Az **euro övezet** reál-GDP-je 2016 első negyedében jelentősen nőtt. A növekedést továbbra is támogatja a belföldi kereslet, és csillapítja a gyenge export. A legfrissebb adatok a növekedés második negyedévi folytatódását jelzik, azonban elképzelhető, hogy a növekedés üteme a jövőben elmarad az első negyedévitől. A kockázatos eszközök felértékelődését a vártnál jobb globális gazdasági teljesítmény, az olajárak újabb fellendülése és az euro övezet további monetáris ösztönzése támogatta. Így az euro övezeti részvényárfolyamok mérsékelten nőttek a vizsgált időszakban, miközben az euro rendszer vállalati szektort érintő eszközvásárlásainak bejelentése jelentősen hozzájárult a nem pénzügyi vállalatok által kibocsátott kötvények felárainak mérséklődéséhez. A globális hosszú távú hozamok mozgásait hűen tükrözve némileg csökkentek a hosszú távú euro övezeti szuverén hozamok.

Az **USA** gazdasága az első negyedévben a várakozásokat felülmúlva bővült. Az éves reál GDP értéke az első negyedéves adat alapján 1,1%, szemben a korábbi 0,8%-os becsléssel. A háztartások fogyasztása, amely a teljes fogyasztás 70%-át teszi ki, a várakozásokhoz képest 4% ponttal lassabban (1,5%-al) növekedett. Azonban az export növekedést, az import csökkenést, a gazdasági befektetések pedig növekedést mutatott; így összességében kompenzálva a háztartások gyenge költségeit. Ez utóbbi egyébként nincs összhangban a munkanélküliségi rátával, amely 2016 májusában 4,7% volt az USA-ban. 2007 novembere óta nem volt ilyen alacsony a munkanélküliek aránya. Az első negyedévben 1,8%-os növekedést tudtak felmutatni a vállalati profitok is, a kutatás-fejlesztésre elköltött összeg pedig éves szinten 4,4%-kal emelkedett (a korábbi 0,1%-os csökkenéssel szemben). Az idei évre az amerikai gazdaság 1,9%-os bővülését várják.

A **japán** gazdaság átlagos növekedési üteme 0,5% lesz 2016-ban. A szezonálisan kiigazított, éves reál GDP növekedési ütem az első negyedév adatai alapján 1,9%-nak ígérkezik. Azonban a japán ipari szektor gyenge teljesítménye miatt nem valószínű, hogy az előre jelzett éves növekedési ütem beteljesül 2016-ban. A laza monetáris politika hozzájárul a vállalati beruházások növekedéséhez, viszont a japán gazdaságnak meg kell birkóznia az erős jen és az alacsony kínai kereslet hatásaival. A japán jegybank a monetáris lazítás eszközeivel kívánja elérni 2%-os inflációs célját; ugyanakkor a jelenlegi inflációs várakozások 0%-os japán áremelkedést vizionálnak. 2015-ben az infláció értéke 0,5% volt, de egyelőre a monetáris politikai törekvések hatását ellensúlyozza a jen erősödése valamint a globálisan alacsony nyersanyagárak.

A **kínai** gazdaság reál GDP-je várhatóan 6,7%-kal fog növekedni 2016-ban. Ehhez a növekedéshez nagyban hozzájárul az erősödő kínai ingatlanpiac. A privát fogyasztás növekedése előreláthatóan lassulni fog, de robosztus marad. Az átlagos éves árinflációt 2,2%-

ra becslik a 2016-2020 közötti időszakra, amely felülmúlja a 2015-ös 1,5%-os értéket. Az infláció növekedésének fő okai a júan várt leértékelődése és a globálisan emelkedő nyersanyagárak.

Hazai makrogazdasági helyzet

Gazdasági növekedés

Az MNB Inflációs Jelentése alapján az idei évi első negyedéves átmeneti megtorpanását követően a gazdasági aktivitás jelentős élénkülése várható. A belső kereslet járul hozzá leginkább a növekedéshez, főként a lakossági fogyasztás érdemi élénkülésén keresztül, amit a kedvező jövedelmi és munkapiaci folyamatok mellett a fogyasztási hajlandóság fokozatos emelkedése is segít. Emellett 2016 második felétől a beruházások bővülése is támogatja a konjunktúra javulását.

A beruházásokat 2016 elején visszafogja az EU-források jelentős mérséklődése. Ugyanakkor előrettekintve az állami beruházások felfutásával is számolni kell az év második felében.

A Magyar Nemzeti Bank 2016-ra vonatkozó 2,8%-os éves reál-GDP növekedési előrejelzését nem erősíti meg sem a Nemzetközi Valutaalap (2,3%), sem pedig az Európai Bizottság előrejelzése.

Fogyasztói árindex

Az MNB aktuális előrejelzése szerint az infláció idén és jövőre is a 3 százalékos inflációs cél alatt alakul, és csak 2018 első felében kerül a középtávú inflációs cél közelébe. Az inflációs folyamatok emelkedésének irányába hat, hogy világgpiaci olajárak az év eleje óta emelkedő tendenciát mutatnak, ugyanakkor továbbra is visszafogottan alakulnak az inflációs várakozások és mérsékelt az euro zónából importált infláció, ami tartósan alacsony árdinamika irányába mutat. Júniusban a fogyasztói árindex 0,2%-kal állt alacsonyabban, mint egy évvel korábban. 2016. január-júniusban az előző év azonos időszakához képest a fogyasztói árak átlagosan 0,1%-kal emelkedtek. Az MNB tágabb horizonton 2016-ra 0,3%-os, 2017-re 2,4%-os, míg 2018-ra kb. 3,0%-os inflációt jelez előre.

Jegybanki alapkamat

2016 májusában az MNB 15 bázisponttal 0,9%-ra csökkentette a jegybanki alapkamatot, amelyet a legutóbbi júniusi ülésen egyhangúlag változatlanul hagytak bejelentve, hogy ezután a nem konvencionális monetáris politikai eszköztár alkalmazására fogják helyezni a hangsúlyt.

2016 júniusában a Monetáris Tanács a júniusi Inflációs jelentés előrejelzésének ismeretében úgy ítélte meg, hogy az év eleji átmeneti lassulást követően ismét élénkül a magyar gazdaság, azonban az infláció tartósan alacsony marad. A nemzetközi folyamatok, mint például az alacsony nemzetközi inflációs és kamatkörnyezet, a Fed várható kamatpályája körüli, illetve az Egyesült Királyság EU tagságával kapcsolatos népszavazás okozta bizonytalanság óvatos monetáris politikai megközelítést indokolnak. A Monetáris Tanács egyetért abban, hogy a magas külső finanszírozási képesség és az emiatt csökkenő külső adósságállomány tartósan mérsékli a magyar gazdaság sérülékenységét.

A jegybanki előrejelzések feltételeinek teljesülése mellett az alapkamat aktuális szintje és a laza monetáris kondíciók tartós fenntartása összhangban van az inflációs cél középtávú elérésével

és a reálgazdaság ennek megfelelő mértékű ösztönzésével. Amennyiben a Monetáris Tanács a jövőben szükségesnek ítéli, nem hagyományos eszközök alkalmazása mellett is dönthet.

2. Értékpapírpiacok

Nemzetközi részvénypiacok

2016 elejétől vizsgálva a részvénypiacokat látszik, hogy a kezdeti esést követően emelkedésnek indultak az indexek, összességében az amerikai S&P 500, és a brit FTSE 100 index tudott a pozitív tartományba kerülni a vizsgált időszakban, az európai részvénypiacok veszteséget mutatnak, a német DAX 9,89%-os, a francia CAC 40 9,40%-os csökkenést szenvedett el. A régiós (cseh, lengyel, magyar) részvényindexek vizsgálatakor egyértelműen látszik a hazai részvénypiac felülteljesítése. A cseh részvényindex 14,58%-os, a lengyel részvényindex 5,83%-os veszteséget könyvelhetett el, míg a magyar BUX index 10,05%-kal került feljebb a vizsgált időszakban. Ezzel a magyar index ledolgozta a korábbi években felhalmozódott lemaradását, mind a régiós, mind a fejlett piaci részvényindexekkel szemben.

Hazai részvénypiac

A hazai blue chippek közül a legjobb teljesítményt az MOL nyújtotta, fél év alatt 15,36%-os nyereséget könyvelhettek el a befektetők, nem sokkal mögötte következik a Magyar Telekom 9,85%-os emelkedéssel. Az OTP árfolyama 5,83%-kal került feljebb, a sor végén pedig a Richter áll 2,76%-os nyereséggel.

A BUX index a mögöttünk álló 6 hónapban magasan felülteljesítette a versenytársakat, és továbbra is tapasztalható hogy bizonytalan nemzetközi befektetői hangulatban a hazai részvényeket kevésbé helyezik eladói nyomás alá, így a kedvező folyamat továbbra is fennmaradhat.

Nemzetközi kötvénypiacok

Az elmúlt években a rövid és hosszú lejáratú államkötvényhozamok jelentős mértékben csökkentek, 2015 azonban fordulatot hozott a brit és az amerikai kötvényhozamokban, miután lezárult a Fed kötvényvásárlási programja.

Hazai kötvénypiac

Az elmúlt fél évben a rövid és hosszú lejáratú államkötvényhozamok az elmúlt 5 év tendenciáját követve, de már csak kisebb mértékben csökkentek. A 3 hónapos kincstárjegy átlaghozama az év eleji 1%-ról a félév végére 0,5% közelébe csökkent, miközben a 10 éves hozamok 3,6%-ról 3,1%-ra estek.

A csökkenés több tényezőre vezethető vissza. A rövid távú kötvények hozamai az alapkamattal párhuzamosan mérséklődtek, az MNB a 2015. januári 2,1%-ról idén májusra 0,90%-ra módosította az irányadó kamatrátát, majd bejelentette, hogy egyelőre felhagy a kamatvágással. A kötvénypiaci hozamokat az amerikai kamatemeléssel kapcsolatos bizonytalanság és az MNB azóta lezárult Önfelfinanszírozási programja is erősen befolyásolta.

A hazai vállalati kötvénypiac továbbra is fejlődési szakaszának kezdetén jár. A banki kibocsátók mellett elenyésző a vállalati kibocsátások aránya, mind számban, mind kibocsátási

értékben. Jellemező, hogy a kibocsátott kötvények likviditása rendkívül alacsony, piaci hozamuk így nehezen becsülhető.

Összefoglalva elmondható, hogy a következő időszakban a gazdasági növekedés kismértékben emelkedhet mind az euro zónában, mind Magyarországon, miközben a fogyasztói árindex is az inflációs cél közelébe kerülhet 2017 végére. Az alacsony kamatkörnyezet rövid távon továbbra is fennmaradhat, így elsősorban a nem konvencionális eszköztár elemei lehetnek népszerűek a jegybankok körében a következő évben.

3. Kockázatok

BREXIT

Június 23-án az európai uniós tagságról tartott brit népszavazáson a választásra jogosultak 72,1 százaléka adta le szavazatát, és a várakozásokkal szemben a szavazók az unióból való távozásra voksoltak. A brit kilépés természetesen meglepte a befektetőket, azonban a Brexit mindössze pár napig tartó sokkhatás volt, amit a piac eddig inkább múltó hóbortként kezelte, mint pénzügyi összeomlásként. Az általános pozitív hangulat pár nap alatt visszatért a piacokra a jegybankok összehangolt válságkezelő kommunikációjának, valamint a Bank of England kamatvágási szándékának következtében. A hosszabbtávú kép már nem ennyire megnyugtató. A Fitch Ratings elemzése szerint a Brexit hatására a brit beruházások jövőre 5%-kal, 2018-ban pedig 15%-kal csökkenhetnek. A brit GDP 1%-kal eshet vissza, és a lakossági fogyasztásban is csökkenést várnak. Az euro zóna országai is megszenvedhetik a Brexit hatásait, itt ki kell emelni a gyengülő fontot, de értelemszerűen a negatív hatások kisebbek lehetnek, mint Nagy-Britanniában.

Amerikai kamatemelési félelmek

Az amerikai jegybank szerepét betöltő Fed volt az első a fejlett országok központi bankjai közül, amely a válság után 2015 decemberében ismét kamatemelési ciklust kezdett, az irányadó ráta 0,25%-ról 0,50%-ra emelkedett. A jegybank számára továbbra is problémát jelent azonban a fogyasztói árszint emelése, és ezzel a középtávú 2%-os ráta elérése. A nemzetközi piaci kockázatok, így többek között a kínai gazdaság lassulása és a Brexit szavazás eredménye, valamint a várakozásoktól elmaradó amerikai első negyedéves GDP növekedés azonban hátráltatják a további monetáris szigorítást. A piaci várakozások több mint 90%-os valószínűséggel árazzák azt, hogy 2016-ban már változatlan marad az alapkamat az Egyesült Államokban, azonban a téma folyamatosan napirenden van.

A **referencia indexeket** vizsgálva kijelenthető, hogy az 1. negyedévben a „klasszikus” hazai nyugdíjpénztári befektetések (magyar részvény, kötvény) teljesítettek kimagaslóan. Ennek megfelelően a vagyionkezelők közül az Equilor Fed. 2. Klasszikus BK, valamint a Pannónia CIG Alapkezelő referencia indexének hozama a legmagasabb. Mivel a Concorde Alapkezelő referencia indexe – óvatosságból – túlnyomórészt rövidebb futamidejű magyar állampapírokat tartalmaz, valamivel alacsonyabb lett az elérendő hozamszint. Az Equilor Fed. 1. Dinamikus BK benchmarkja szintén rövid állampapírokat tartalmaz, valamint ebben a negyedévben kismértékben negatív hozamot elérő kockázatos eszközöket - így ennek az elérendő hozama kismértékben negatív a vizsgált időszakban. A Pénztár FEDEZETI tartalék összesített benchmarkja 1,75%, míg a TELJES Pénztáré 1,73% lett.

Az **elért hozamokat (vagyonkezelési teljesítményeket)** vizsgálva elmondható, hogy a magasabb elérendő referencia indexű vagyonkezelők (Equilor Fed. 2. Klasszikus BK, Pannónia CIG Alapkezelő) kismértékben 18-24 bp alulmúlták a saját benchmarkjukat, az alacsonyabb referencia indexű (Concorde Alapkezelő, Equilor Fed. 1. Dinamikus BK) pedig felülteljesítették azt 14-18 bp-tal. A Működési és a Likviditási portfólió vagyonkezelési teljesítménye pontosan megfelel a referencia szintnek.

Összességében elmondható, hogy a nagyon volatilis negyedév ellenére a vagyonkezelők nem vállaltak jelentős eltérést a referencia indexükhöz képest és így a hozamteljesítményük kisebb eltérésekkel, de megegyezett azzal.

A Pénztár fedezeti tartalékának nem évesített **első negyedéves** bruttó hozama 1,78%, míg nettó hozama 1,71%, amely nagyjából megfelel a benchmarknak és – figyelembe véve az alacsony kockázati szintet - a banki betétszintekhez/inflációhoz viszonyítva kiemelkedőnek tekinthető.

A **referencia indexeket** vizsgálva kijelenthető, hogy a 2. negyedévben túlnyomó részt csak a kockázatmentes befektetések teljesítettek pozitív tartományban. Ennek megfelelően a vagyonkezelők közül az Equilor Fed. 1. Dinamikus BK referencia indexének hozama lett a legmagasabb. A Concorde Alapkezelő referencia indexe kismértékben tartalmaz hosszú futamidejű magyar állampapírokat, valamint regionális (BUX, CETOP20) részvényeket - melyek teljesítménye negatívvá tette az elérendő hozamszintet. Az Equilor Fed. 1. Dinamikus BK és a Pannónia CIG Alapkezelő benchmarkja szintén emiatt lett negatív. A Pénztár FEDEZETI tartalék összesített benchmarkja -0,12% lett.

Az **elért hozamokat (vagyonkezelési teljesítményeket)** vizsgálva elmondható, hogy a Pénztár fedezeti tartaléka esetében minden vagyonkezelő felülteljesítette a saját benchmarkját - legnagyobb mértékben az Equilor Alapkezelő. A Működési és a Likviditási portfólió vagyonkezelési teljesítménye megfelel a referencia szintnek.

A Pénztár fedezeti tartalékának nem évesített **második negyedéves** bruttó hozama 0,14%, míg nettó hozama 0,07%, amely meghaladja a benchmark negatív értékét.

A Pénztár fedezeti tartalékának nem évesített **első féléves** bruttó hozama 1,91%, míg nettó hozama 1,78%, a benchmark értéke 1,62%.

Budapest, 2016. augusztus 29.

Fülep Zsolt

befektetési vezető