



HAVI JELENTÉS 2014. December  
ÉVES JELENTÉS 2014

EQUILOR ALAPKEZELŐ Zrt.

## A Honvéd Közzolgálati Önkéntes Nyugdíjpénztár részére

2015. január 15.



Tőkepiaci környezet

### 1.1 Nemzetközi Részvénypiacok

A globális részvénypiacokat vegyes kép jellemezte 2014-ben. Az év februárban egy kisebb korrekcióval indult, mely során a legtöbb fejlődő és fejlett piac is esésnek indult. Ebben a környezetben azonban meglepő módon a magas kockázatú, nem befektetésre ajánlott vállalati kötvények emelkedni tudtak, amely azt mutatta, hogy a piac talán erős tud maradni, lévén, hogy a magas kockázatú kötvények a részvénypiac apró rezdüléseit is megérik, így kissé ellentmondó volt a két eszközosztály nem egyező mozgása.

Az év egészét tekintve továbbra is a technológiai szektor vezette a részvénypiaci emelkedést az USA-ban, viszont óvatosságra intett, hogy a kisebb kapitalizációjú papírokat tömörítő indexek jelentősen lemaradtak az emelkedésben. Sőt, bizonyos szektorok, amelyek alapvetően egy recessziós hangulatot megelőzően szoktak növekedni, jelentős árfolyam emelkedést tudtak elkönyvelni.

Az év további részében jelentős elmozdulás egészen őszig nem történt, még annak ellenére sem, hogy az egyik legfontosabb makró adat, azaz az első negyedéves USA gazdasági növekedését jelző érték elképesztően rossz lett, ugyanis negyedéves alapon 2,1%-al csökkent a GDP. Már akkor megindultak a találgatások, hogy mindez azért történt, mert extrém hidegre sikerült a tél, így a legtöbben visszavonulót fújtak mind fogyasztás, mind befektetések területén. Ez később igaznak is bizonyult, hiszen az amerikai gazdaság ezt követően 4,6%-al valamint 5%-al tudott bővülni június és szeptember végére. Mindez azt is megmutatja, hogy 6 évvel a 2008-as recesszió után talán az USA tudott a leginkább alkalmazkodni a megváltozott gazdasági helyzethez, hiszen a fejlett piacok esetében sem az Eurozóna, sem Japán nem tud értékelhető gazdasági növekedést felmutatni.

A Japán vezetés azonban lépett, és a korábban megalkotott költségvetési költségek és monetáris lazítást magasabb szintre kapcsolta, így az év utolsó negyedévében az ország jegybankja az eszközvásárlási programját kiterjesztette, jelentősen megnövelte, így jelenleg évente körülbelül 700-800 milliárd USD-al növelik a jegybank mérlegét. Ez a hatalmas pénztömeg azonban még nem látszik meg a gazdasági teljesítményen, hiszen sem érdemi GDP növekedés, sem inflációt nem generál, igaz a Nikkei index megugrott és az utolsó negyedévben hozott intézkedésnek köszönhetően pozitív tartományban tudta befejezni a 2014-es évet.

A jegybanki eseményeknél maradva, az amerikai monetáris hatóság szerepét betöltő FED 2013-as, a harmadik mennyiségi lazítást befejező ígérete valóra vált, így az USA jegybankja leállt 2014 októberében a havi kötvényvásárlásokkal. Igaz ennek nagy hatását nem láttuk, sőt a 2013 májusi bejelentése sokkal komolyabb vihart kavart a kötvények piacán, hiszen akkor a 10 éves amerikai hozam 1,6%-ról közel 3%-ra ugrott, majd folyamatosan csökkent, jelenleg 1,9%-ra. A folyamat azonban talán nem is alakulhatott volna jobban, hiszen ahogy a FED kiszállt a kötvényvásárlók köréből, belépett a japán és a kínai jegybank, az európai pedig éppen tervezi a banki mérleg duzzasztását.

Az év vége azonban további nehézségeket tartogatott a piaci befektetők számára. A szeptemberi-októberi korrekciót a piac hamar elfelejtette, és talán már azt hittük, az év mindenféle kicsapongás nélkül fog befejeződni, a helyzet nem így alakult. Egyes piacok, mint például az S&P500, Nasdaq, nem estek az őszi mélypont alá, de a volatilitás egyértelműen növekedett. Az európai indexek már korábban sem tudtak az amerikai társaikkal tartani, mind a DAX, mind a CAC40 inkább csak sávozásra volt képes 2014-ben, igaz az itteni gyenge gazdasági növekedés miatt nem is tudnak a vállalatok profitjai bővülni, és ha ez nem történik meg, akkor tényleg nincs indok arra, hogy jóval magasabb indexeket lássunk. Feltűnő módon az egyre inkább előtérbe kerülő jegybanki mennyiségi lazítás sem hozta meg azt az eredményt, hogy a pletykára emelkedjenek a részvénypiacok.

Szeptember, október fordulóján kezdett kibontakozni egy komolyabb eső trend az olaj piacán, és miután a fekete arany árfolyama fontos, gyakorlatilag évek óta támaszként funkcionáló szinteket tört, elkezdődött a régóta nem látott esés. Az őszi 80-90 dolláros hordónkénti szintről 50 dollár alá esett az energiahordozó kurzusa, mellyel a piaci szereplők a 2008-as válság óta nem találkoztak. Az olaj áresése azonban azért is fontos esemény, mert rendkívül sokféle hatása van. Az olajexportáló országok hirtelen nehézségekkel találták magukat szemben, ugyanis legtöbbjük költségvetése (melynek fő bevételi forrása éppen az olaj) 70-80 dollár feletti szintre van tervezve. Igaz itt vannak különbségek, hiszen az arab országok pár dollárért hozzák felszínre az energiát, Oroszország már kicsit drágábban, és a mélytengeri fúrások, illetve az amerikai palaolaj pedig jóval drágább. Ennek megfelelően, és mivel az OPEC nem volt hajlandó kitermelést csökkenteni legutóbbi ülésén, az oroszok, akik amúgy is bajban voltak az ukrán-orosz konfliktus miatt bevezetett szankciók miatt, még nagyobb problémával szembesültek. Másfél hónap alatt a fizetőeszközük több mint 60%-al gyengült a dollárral szemben, apadni kezdett a jegybankjuk tartaléka, és így a tőzsde is komoly esésbe fordult.

A csökkenő olajár azonban számos nyersanyag árát is a mélybe repítette, így a gáz, a szén, a vasérc hogy csak néhányat említsünk. Ennek eredőjeként, mivel olcsóbb az olaj, a megújuló energiával foglalkozó vállalatok is további nehézségekbe ütköztek. Az alacsony olajár azonban az inflációt is erodálja, így az infláció terén amúgy sem jó kilátással rendelkező USA és Eurózóna további megoldandó problémával szembesült. Hosszú távon természetesen a csökkenő költségeknek lehet pozitív eredménye, de ez még várat magára.

Az olaj áreséséről több pletyka, hír és elemzés is megjelent, de azt lehet mondani, hogy nincs egyértelmű konszenzus arról, hogy ténylegesen a kitermelt mennyiség-e a sok, avagy a lassuló világgazdaság miatti alacsonyabb kereslet miatt esik az ár, avagy tényleg valamilyen konspiráció van a háttérben, mely során az erősebb olajtermelő tagok ki akarják szorítani a drágábban termelő versenytársakat a piacról. A hatás azonban egyértelmű, mind a gazdaságra, mind pedig a részvénypiacokra vonatkozóan.

			2014. december	2014-ben	2013-ban	2010.12.31
				12 31	1 év	óta
főbb fejlett részvénypiacok	USA irányadó blue chip	S&P 500	-0,42%	11,39%	29,60%	63,71%
	USA kis kapitalizáció	Russell 2000	2,68%	3,53%	37,00%	53,73%
	Németország	DAX	-1,76%	2,65%	25,48%	41,82%
	Egyesült-Királyság	FTSE 100	-2,33%	-2,71%	14,43%	11,29%
	Franciaország	CAC40	-2,67%	-0,54%	17,99%	12,30%
	Japán	Nikkei 225	-0,05%	7,12%	56,72%	70,60%

A fejlődő piacok esetében az év egyik mozgatórugója a kínai belső piac, azaz a Shanghai tőzsde volt. Korábban külföldi szereplők ezen a piacon nem kereskedhettek, így a fontosabb kínai részvények jelentős részét bevezették a Hong Kong-i tőzsdére, és így ott voltak elérhetők. 2014 novemberében azonban bejelentették, hogy a belső piacot szélesebb körben teszik elérhetővé a külföldiek előtt, így ez a tőzsde jelentősen felértékelődött, a korábbi folyamatos sávozás után több mint 50%-ot emelkedett a Shanghai-i piac. A tőzsdei szárnyalás mellett azonban fontos esemény, hogy a kínai piac is szembesült a lassuló gazdasággal így az év utolsó negyedében a kínai központi bank is bevetette a „csodafegyvert” és hozzálátott a piac likviditással történő elárasztásához. Való igaz, a távolkeleti gazdaság pár éve még bőven 10% felett bővült, majd a recesszió után ez szépen lassan erodálódott, és most már azért küzdenek, hogy a 7%-os határt ne törje meg a bővülés.

A főbb fejlődő piacokat tömörítő MSCI Emerging Market Index az évet enyhe mínuszban fejezte be (-4,63%). Egészen őszig úgy tűnt végre megfelelő teljesítményt tud majd nyújtani, de az szeptembertől kezdődő, és az utolsó negyedévben kicsúcsosodó piaci események miatt szinte az addig elért egész éves hozamát elveszítette az index. Ha átnézzük a fejlődő piacokat, akkor az tűnik fel, hogy voltak olyanok, akik remekül teljesítettek, például a fent említett Shanghai tőzsde mellett, Törökország, India, Indonézia, de ezek mind olyan piacok, amelyek magas külső finanszírozásra szorulnak, így egy esetleges tőke kivonásnak jelentős hatása lenne az adott ország pénzpiacára, azaz jóval magasabb kockázatot hordoznak.

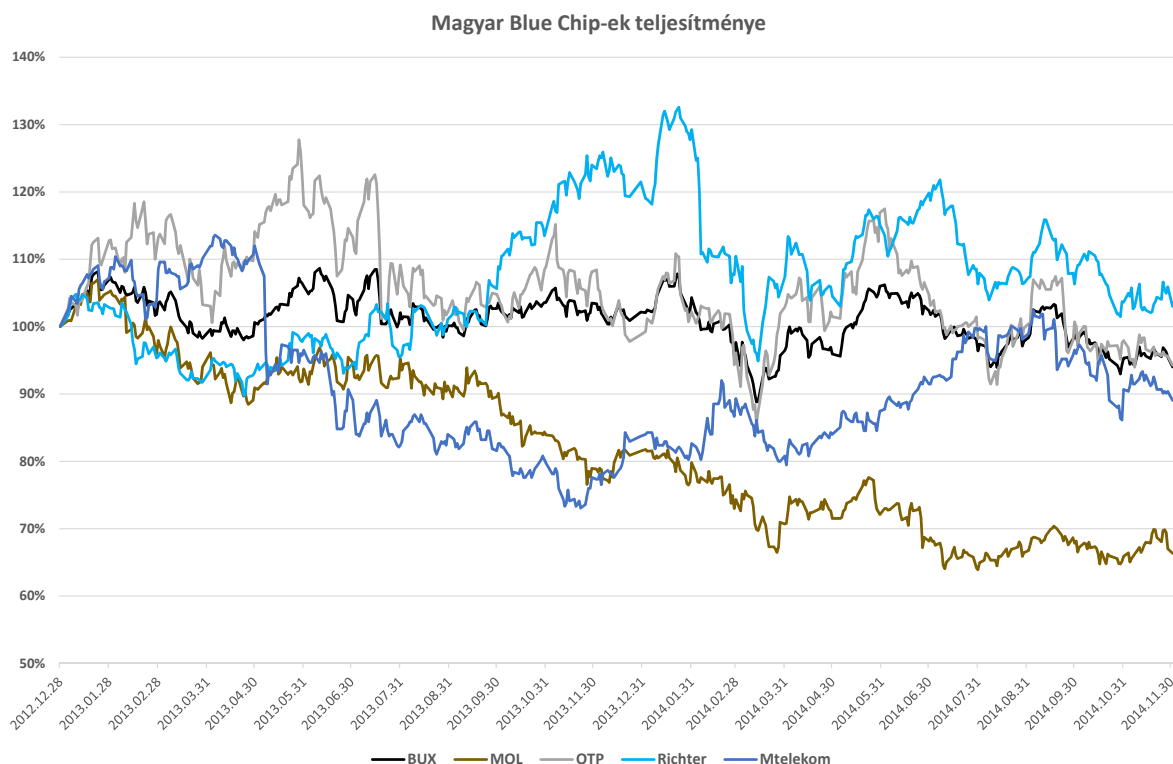
			2014. december	2014-ben	2013-ban	2010.12.31
				12 31	1 év	óta
főbb fejlődő részvénypiacok	MSCI EM Index	MXEF	-4,82%	-4,63%	-4,98%	-16,94%
	Kína	HSCEI	7,53%	10,80%	-5,42%	-5,58%
	India	Nifty	-3,56%	31,39%	6,76%	35,02%
	Mexikó	MEXBOL	-2,36%	0,98%	-2,24%	11,92%
	Brazília	IBOV	-8,62%	-2,91%	-15,50%	-27,84%
	Korea	Kospi	-3,80%	-7,64%	0,12%	-10,01%

## 1.2 Hazai részvénypiac

A régiós részvénypiacokról nem sok jót lehet elmondani 2014 után. Folytatódott a már évek óta megszokott nihil, és továbbra sem tudnak trendet felmutatni. Mind a varsói, mind a prágai, mind pedig a budapesti értéktőzsde sávzással töltötte 2014-et, majd az év végi orosz konfliktus és az energia hordozók árfolyamesése következtében -3,5% és -10,4% között fejezték be az évet, ráadásul a legrosszabb eredményt éppen a BUX érte el. A régióban mindössze a bukaresti tőzsde tud trendet felmutatni, 2012 óta folyamatosan növekedni tudott.

A BUX esetében a kiugróan rossz teljesítmény (-10,4%) annak is köszönhető, hogy az indexet alkotó 4 fő papír közül kettő erősen orosz kötődésű (Richter és OTP), míg az olaj áresése nem tett jót a MOL-nak, továbbá a belföldi különadók, illetve bankokat érintő egyéb terhek az OTP kurzusát érintik rendkívül érzékenyen. Ezek fényében talán nem meglepő, hogy nem igazán tudott kiugró eredményeket produkálni az index, még akkor sem, ha a hazai GDP szépen alakult az évben, illetve az év első kilenc hónapja jól alakult a piacokon.

Az olaj áresése azonban nem tarthat örökké, így felpattanásra mindenképpen számítani lehet, amely a MOL kurzusára hathat pozitívan, valamint az orosz helyzet rendeződése is hozhat érdekes lehetőségeket, mind a Richter, mind az OTP esetében.



### 1.3 Magyar állampapírpiac és hozamkörnyezet

2014-ben igazodva a nemzetközi trendekhez a hazai piacon további hozamesés volt megfigyelhető minden időtávon. Ez számokban kifejezve azt jelentette, hogy a magyar 10 éves kötvény 2014 év eleji 5,5% körüli hozama az év végére 3,5% közelébe süllyedt. Ez természetesen nem meglepő folyamat, az már annál inkább, hogy ez még akkor is tartott, amikor a forint jelentős gyengülésbe kezdett az euróval és a dollárral szemben.

Január végén egy kisebb gyengésnek lehattünk tanúi a magyar államkötvény piacon, melyet leginkább a törökök belpolitikai válsága, és a FED mennyiségi lazításának közelgő vége idézett elő. Közben egyre erőteljesebben beépült a várakozásokba az, hogy ha az európai gazdaság nem tud értelmes gazdasági növekedést felmutatni, és ráadásul még deflációs veszély is fenyeget, akkor az Európai Központi Banknak nem lesz más választása, mint az, hogy növelje a mérlegét. Ez pedig úgy tud a legegyszerűbben megvalósulni, hogy kötvényvásárlásokba kezd. Ennek megfelelően ezek a várakozások erősödtek fel, így a magyar hozamok, karöltve az európai országokkal, meredek csökkenésbe kezdtek. Ennek megfelelően a jelentősebb európai országok 10 éves hozamai bőven 1% alatt találhatóak, például a német 10 éves hozam 0,5%, de az olyan országok, melyekkel pár éve még probléma volt (Portugália, Spanyolország, Olaszország) is 1,6% és 2,6% közötti hozamokkal büszkélkedhetnek.

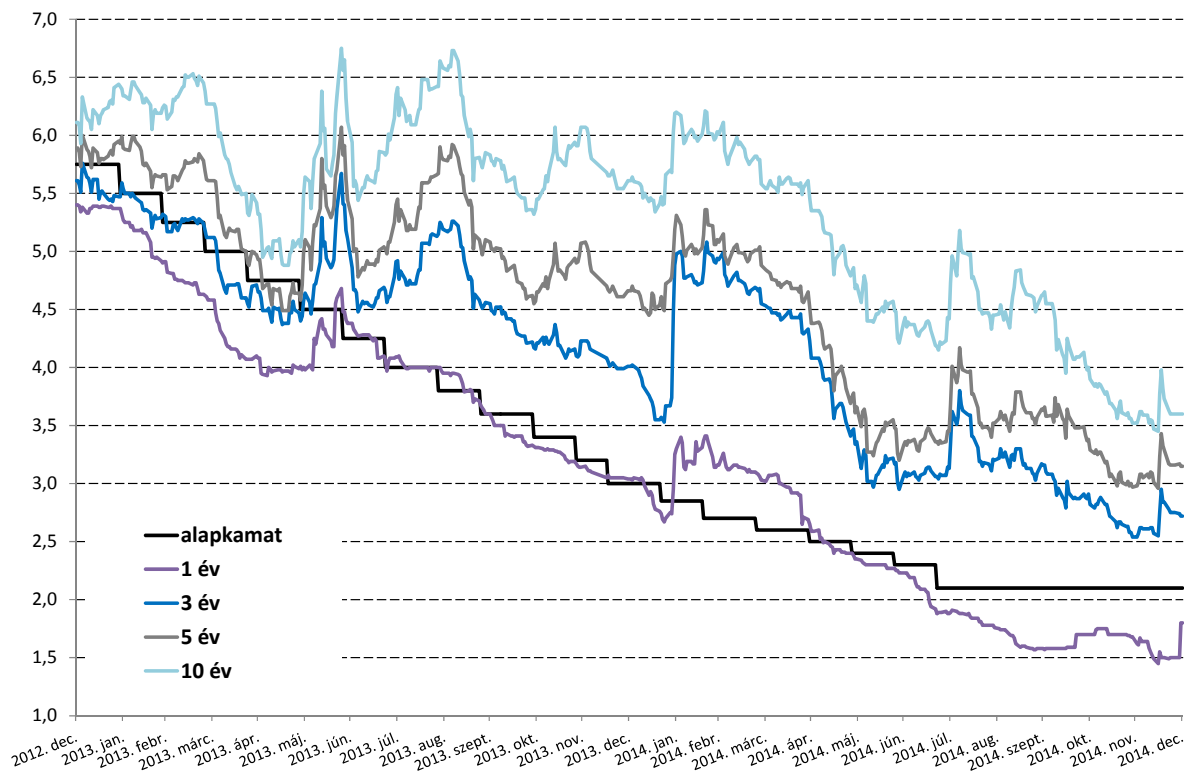
A Magyar Nemzeti Bank az év során tett reformjai következtében a hazai pénzpiaci szereplők rá lettek arra kényszerítve, hogy egyre inkább hosszabb magyar kötvényeket tartsanak portfóliójukban, illetve az európai helyzettel összefüggésben a hazai deflációs nyomás is kibontakozott. Továbbá az MNB folytatta a csökkenő alapkamatra épülő politikáját, így 2014 őszére itthon 2,1%-os rátával szembesülhettek a befektetők. Továbbá az egyre inkább küszbön álló deflációs félelmek még azt a helyzetet is előidézhetik, hogy további kamatcsökkentés történik, amiről itthon igaz még nincs hivatalos kommunikáció, de a régióban, így például a lengyeleknél már komolyabban felvetődött a jegybanki tanácskozásokon.

Mindezen piaci, és monetáris hatások eredményeképpen történelmi minimumra csökkentek a magyar hozamok, és bár az esetleges Európai Központi Bank általi mennyiségi lazítás eredőjeként további lehetőség is mutatkozik az árfolyam emelkedésére, fontos azt is szem előtt tartani, hogy a kockázat/hozam arány egyre kedvezőtlenebbé válik a kötvénypiacokon.

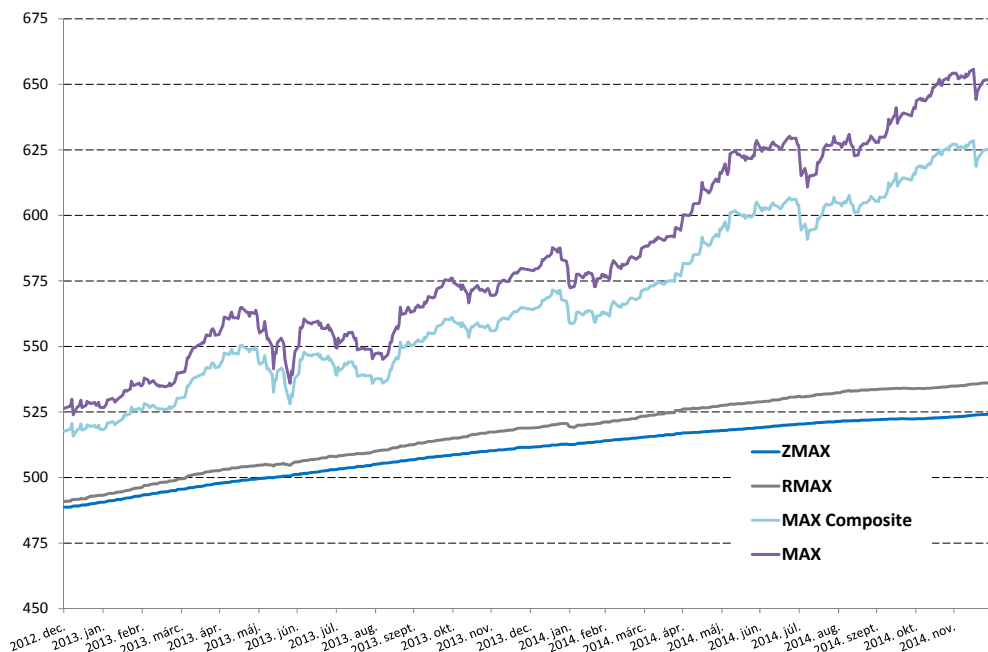
*A hazai kötvényidexek hozamai 2014-ben:*

	ZMAX	RMAX	MAXC	MAX
<b>2014 teljes</b>	2,25%	3,07%	10,99%	12,80%

A hazai hozamszintek alakulása 2013-tól:



A hazai kötvényindexek alakulása 2013-tól:



1.

Befektetési tevékenység

2014-ben a Pénzár két portfóliójában – habár az egyes befektetési politikáknak megfelelően eltérő súlyokkal, de – azonos befektetési stratégia mentén hoztuk meg tőkepiaci befektetési döntéseket. Kötvények esetében az időszak során a benchmarkhoz közeli átlagidőre állítottuk be a kötvényportfólió átlagidejét, ugyanis a magyar hozamok megszakításokkal ugyan, de folytatták menetelésüket lefelé. A benchmarknál jelentősen nagyobb átlagidő felvételét nem tartottuk célszerűnek, ugyanis a hozamcsökkenés tere kezd egyre jobban beszűkülni, míg egy esetleges tőkepiaci turbulencia esetén óriási hozamemelkedések következhetnek be. Ennek a valószínűsége pedig egyre nagyobb (emlékezzünk vissza az októberi vagy a decemberi részvénypiaci zuhanásra, ami kihatott a kötvényhozamokra is), ami a kockázat/hozam arányt jelentősen rontja.

A részvénykitettségek kezelésében aktívabb politikát folytattunk, mint a kötvények esetében. Még október elején csökkentettük a hazai részvények súlyát átlagosan 10%-os mértékben, mivel a piacok mélyrepülésbe kezdtek. A hazai részvényindex októberi zuhanását tekintve ez a lépés jó döntésnek bizonyult. Októberben szintén csökkentettük a nemzetközi részvénypiaci kitettséget a két portfólióban, amivel sikerült mérsékelni az október közepén kicsúcsosodó részvénypiaci eladási hullám negatív hatásait. Látva az éles fordulatot, még októberben visszavettük a részvényeket, majd pedig benchmark fölé vittük a súlyukat, így részesedni tudtunk a részvények látványos emelkedéséből (S&P 500 új rekordot döntött). Ezt követően november elején a hazai részvénykitettségek alulsúlyát is megszüntettük, ugyanis jó esély volt arra, hogy a nemzetközi jó hangulathoz csatlakozva újból a 18000 pont feletti értéket vegye célba. Sajnos ez nem következett be, ráadásul a decemberi "mini-pánik" még lejjebb lökte a hazai részvényindex értékét, köszönhetően a jelentős orosz kitettségeknek.

Az év utolsó hónapjában nem számítottunk nagyobb mozgásokra, mivel az alapkezelők ekkor már igyekeznek megtartani az eddigi eredményeket, illetve a likviditás is sokkal kisebb az ünnepek miatt, így nem is változtattunk a portfóliók összetételén. Azonban az olajár mélyrepülése és a rubel decemberi összeomlása erre rácafoltt. Ugyanakkor ez kiváló vételi lehetőséget biztosított számunkra, így a Honvéd Kiegyensúlyozott Portfólió nettó eszközértékének 0,35 százalékaért OTP részvényeket vettünk.

Ingatlan befektetések terén a portfóliók átvételekor messze a benchmark alatti kitettséggel rendelkeztek a portfóliók, amit még októberben a benchmarknak megfelelő szintre hoztunk föl.

A fenti stratégia eredményeképp a Honvéd Növekedési Portfólió 0,27%-os felülteljesítést tudott felmutatni a benchmarkhoz képest, míg a Honvéd Kiegyensúlyozott Portfólió 0,33%-os felülsúlyt.

A következő időszakban a kötvények tekintetében elképzelhetőnek tartjuk a további hozamcsökkenést, azonban a már említett aszimmetrikus kockázat/hozam aránynak a romlása miatt nem tervezzük a közeljövőben az átlagidő jelentős növelését.

A részvényekkel kapcsolatban is egyre óvatosabb az álláspontunk, mivel egyértelműen látszik, hogy a piacok rendkívül idegesek, egyre gyakrabban esnek 5-10% százalékot a piacok, a nyersanyagárak tovább zuhannak (olajjal az élen), a dollár pedig erősödik – többek között a



FED közelgő kamatemelése miatt –, ami a feltörekvő piacokon okozhat kisebb pánikot, amely természetesen könnyen magával ránthatja a többi piacot is.

A kelet-európai gazdaságokkal kapcsolatban alapvetően pozitív a véleményünk, illetve a régiós részvényt piacot is alulértékeltnek tartjuk, azonban még nem érett meg arra, hogy jelentősen felülsúlyozzuk, ugyanis a befektetők már több éve elfordultak ezektől a piacoktól. Ezt jól mutatja az elmúlt 2-3 év közel 10%-os sávban történő semmittevése az indexeknek. Ráadásul a régiós tőzsdéket továbbra is az orosz helyzet tartja nyomás alatt, aminek javulása a közeljövőben sem várható.

Az ingatlanpiaccal kapcsolatban már sokkal optimistábbak vagyunk, 2014 már egyértelműen az élénkülés jeleit mutatja, ami kitarthat a következő időszakban is.

Budapest, 2015. január 15.

**Equilor Alapkezelő Zrt.**