

ÖSSZEFOGLALÓ

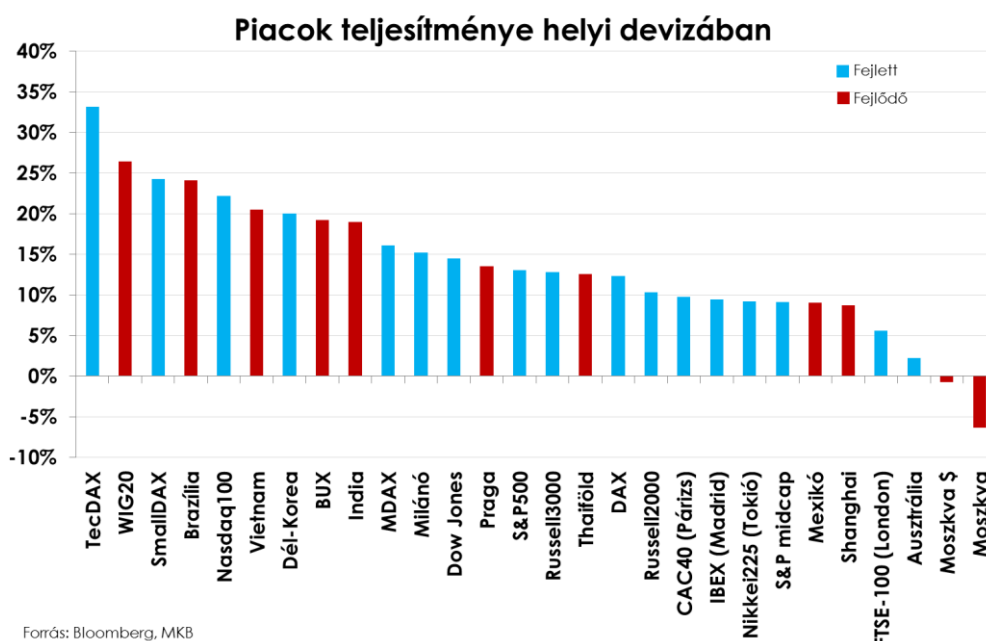
Az év első három negyedévét a **Trump adminisztráció** lépései (egészségügyi, adóreform, költségvetési költségek), a **távol-keleti helyzet** (Észak-Korea atomprogramja) és a **fejlett piaci jegybankok különböző politikája** határozta meg (a Fed szigorít, az ECB talán a szigorítás útjára lép, a BOJ továbbra is kitart az ultra laza monetáris politika mellett). Mindezekkel párhuzamosan a **piacok változékonysága** – legyen szó részvényről, kötvényről vagy devizáról – **szinte soha nem látott mélysége esett**, az **opciókba árazott belső volatilitás alacsonynak tűnik** (ld. VIX index). Érdekes, hogy a derivatívok piacán a nagyon mély kötési árú eladási opciók (erősen OTM put opciók) ára jelentősen emelkedett az utóbbi hónapokban.

A **volatilitás általában visszatér az átlaghoz**, így a jelenlegi rezsim nem sokáig tartható fenn, és úgy tűnik, hogy **a piaci szereplők egy része már fedezi magát**. Az ügyfeleknek is azt javasoljuk, hogy **nem lehet elkényelmesedni a jelenlegi helyzetben**, előtérbe kell helyezni a fedezést, a pozíciók stoppal való védelmét.

REMEKEL AZ S&P500 ÉS A TÖBBI RÉSZVÉNYINDEX

Jó éve van eddig a részvénybefektetőknek, szinte minden fontosabb részvényindex a pozitív tartományban van, annak ellenére, hogy úgy látjuk **a geopolitikai, gazdaságpolitikai kockázatok** továbbra is jelen vannak. Fontos kérdés, hogy merre tovább, mi történhet a közeljövőben a börzéken, nem túl feszített-e ez a tempó?

A piacok közül a **fejlődő tőzsdék**, úgymint Brazília, Lengyelország, Vietnám, India és a BUX vitte eddig a prímet, míg **a fejlett piacokon a befektetők inkább a kevésbé likvid európai részvényeket kedvelik**, mint a német technológiai szektor (TecDAX) vagy éppen a kis kapitalizációjú német társaságok (SmallDAX).



Összességében **a fontosabb technológiai cégek is jól teljesítenek**, az ezeket tömörítő Nasdaq 100 index értéke 22%-ot emelkedett az év első kilenc hónapjában. Az **amerikai**

technológiai cégek azonban nehézségekkel nézhetnek szembe a jövőben és a fenyegetés politikai oldalról jöhet.

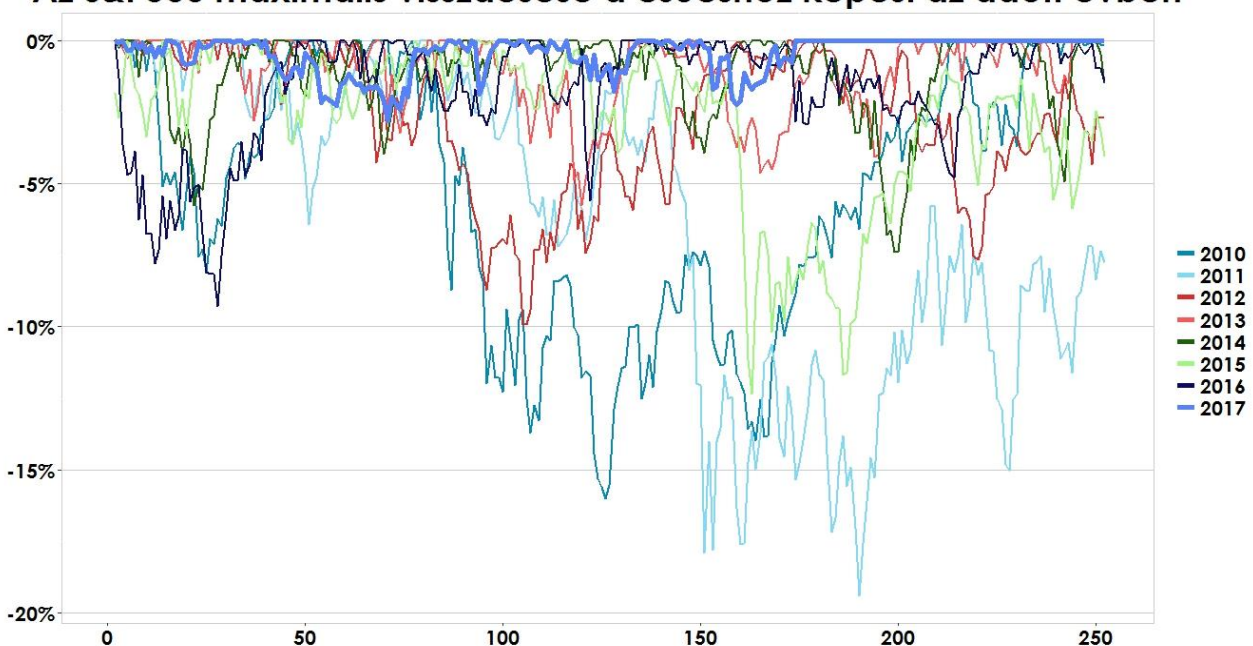
Egyrészt már a nyáron is megmutatkozott annak a jele, hogy az adóelkerülést komolyabban büntethetik a jövőben az államok, a Google közel három milliárd dolláros büntetést kapott az EU-tól.

Másrészt a fent említett Nasdaq 100 indexben jelentősen megnőtt a nagy cégek súlya. Az öt legfontosabb részvény (Apple, Microsoft, Facebook, Google, Amazon) a teljes index 42%-át adja, míg a maradék 95 társaságra esik a fennmaradó 58%.

Az S&P 500 index jelentős hozamot könyvelt el eddig 2017-ben annak ellenére, hogy a Fed lépett leghamarabb a monetáris szigorítás útjára a fejlett piaci jegybankok közül, és korábban szinte naponta azzal az állítással kellett szembesülni, hogy az indexek azért is emelkednek, mert **likviditásbőség van**. Tette mindezt úgy az S&P 500 index, hogy **nem volt olyan időszak az évben, amikor a legmagasabb pontjáról való visszaesése akárcsak az 5%-ot is megközelítette volna**. Ez utóbbi „maximum drawdown”-nak, vagyis maximális visszaesésnek hívjuk, és azt mutatja meg, hogy az adott index vagy részvény árfolyama az addig elért csúcshoz (például az adott évben) képest mennyit esett vissza – tehát aki az akkori csúcson vásárolt, mekkora potenciális veszteséget szenvedhetett el. Míg ennek mértéke a korábbi években 8% és 20% között mozgott az S&P 500 tekintetében, 2017-ben ez a mutató a töredékére esett.

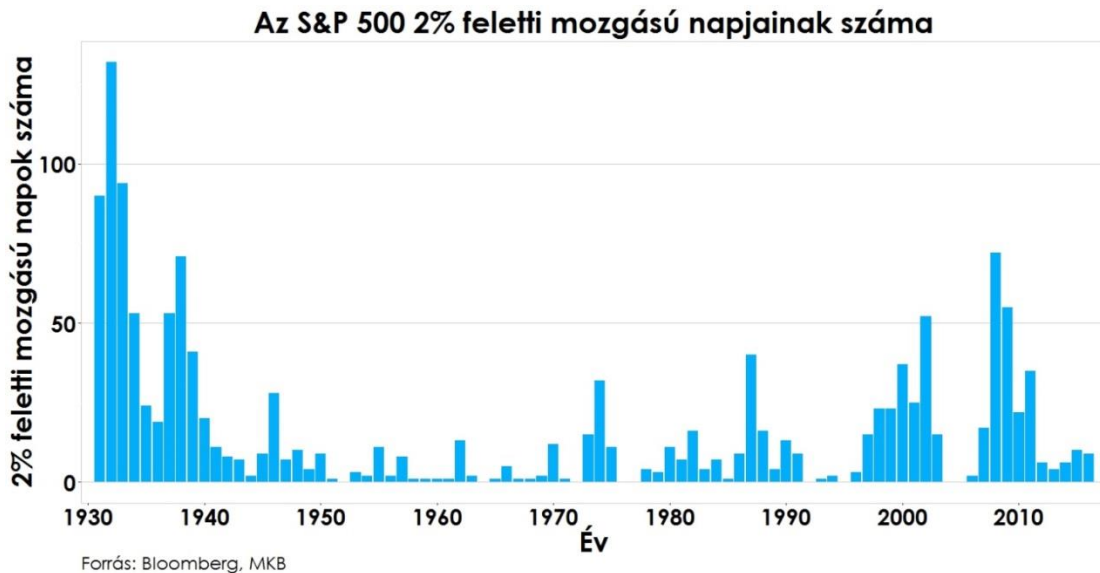
A következő ábrán látható, hogy a válság utáni évben (2010) még találkozhattunk 20%-os visszaeséssel, 2011-ben az európai adósságválság kapcsán is 15% alatt volt a legalacsonyabb pontja az indexnek. 2012-ben első negyedévének végén az olaj komolyabb esése borzolta a kedélyeket, és terjedt át a részvénytőzsválcokra. Innentől azonban csökkent a kilengés mértéke, komolyabbra csak 2015-ben került sor, amikor augusztus végén a kínai gazdasági lassulásra volt egy komolyabb korrekció.

Az S&P500 maximális visszaesése a csúcshoz képest az adott évben



Forrás: Bloomberg, MKB

Még egy érdekes adalék a fenti indexhez: **2017-ben eddig nem volt egyetlen olyan nap sem, amikor az S&P500 abszolút értékben 2%-nál nagyobb mértékben mozdult volna el.** Ilyenre volt már példa a történelem folyamán, hiszen 2004/2005, vagy a 90-es évek közepe és a 70-es évek végén is volt ilyen periódus, majd ezeket az éveket komolyabb mozgás követte. 1981-82-ben közel 30%-kal, a 2000-es évek elején 50%-kal, 2008-ban pedig 57%-kal került lejjebb az index. Ilyen mértékű esésre most nem kell számolni, de 100% a valószínűsége, hogy a volatilitás növekedni fog, már csak azért is, mert a változékonyság tipikusan egy, az átlagához visszatérő tulajdonság.



A fenti adatok azt mutatják be (kicsit más módon, mint a szórás), hogy a piacokon a volatilitás rendkívül alacsony, és ez rendszeresen rezsimekben jelentkezik, azaz bizonyos időszakban magas, aztán elcsendesedik.

TÖRTÉNELMI MÉLYSÉGBEN A VOLATILITÁS, DE NŐ A BIZONYTALANSÁG

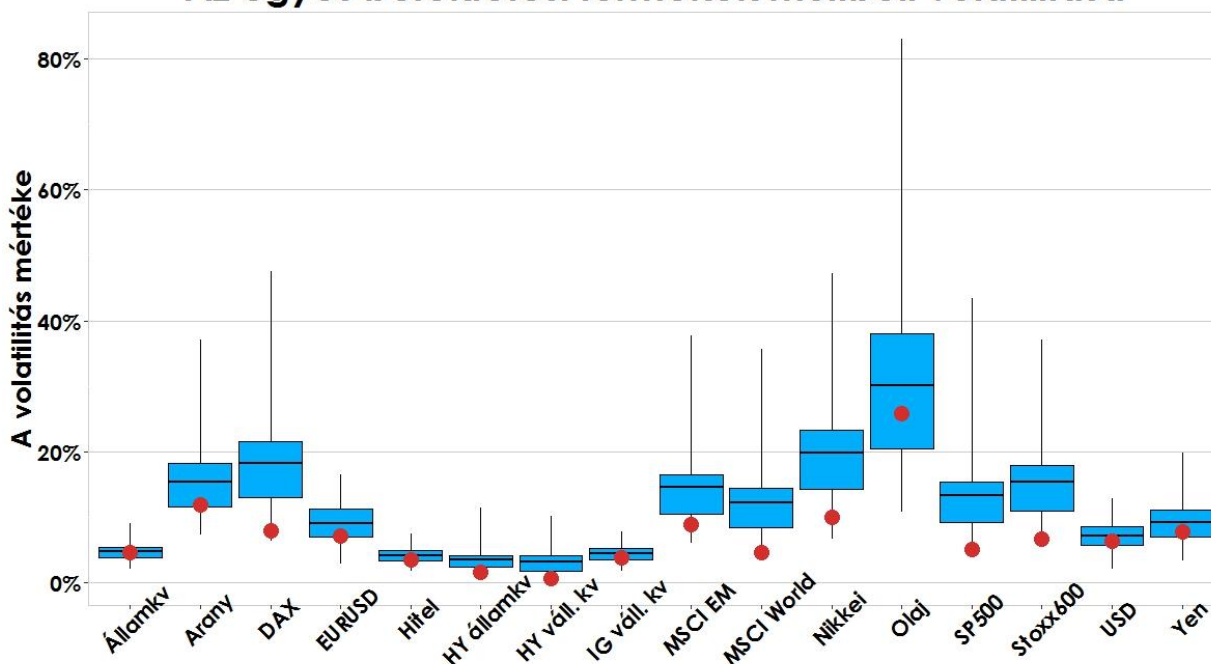
Ha megnézzük a tőzsdeindexek változékonyságát, akkor az látszik, hogy nem csak a részvénypiacok, de a **legtöbb befektetési termék változékonysága a történelmi minimumok közelében van.**

Az alábbi ábra boxploton mutatja be **az egyes termékek egy éves volatilitását** 2010-től számítva, ahol a felső kanóc a maximum, az alsó a minimum, a téglalap felső és alsó része az adatok 75 és 25%-os percentiliséit mutatja. A téglalapban lévő vízszintes vonal az átlag, míg a vörös pont az aktuális érték. A kép egyértelmű, **a likviditásbőség, az alacsony kamatok, és a szentiment miatt nem igazán van olyan termék, amely érdemben reagálna a világ történéseire.**

Az általános képből csak az olaj emelkedik ki, de annak változékonysága amúgy is kiemelkedik a mezőnyből, így a fekete arany jelenlegi volatilitását ennek megfelelően kell kezelni. A nyersanyagok változékonysága általában magasabb, mint az egyedi, magas kapitalizációjú (blue-chip) részvényeké. Nehezebb őket értékelni, ki vannak téve az időjárás viszontagságainak (mely amúgy is nehezen jelezhető előre). Egyes szervezetek/államok politikai döntései is növelik a bizonytalanságot (olaj esetében például az OPEC). Továbbá látszik, hogy a DAX vagy a Nikkei index is jóval változékonyságosabb, mint

az S&P500, amely leginkább a likviditással magyarázható, valamint az index összetételével is, hiszen míg a DAX-ot 30 német papír alkotja, addig az S&P500-at 500, mondhatjuk globális cég.

Az egyes befektetési termékek múltbeli volatilitása



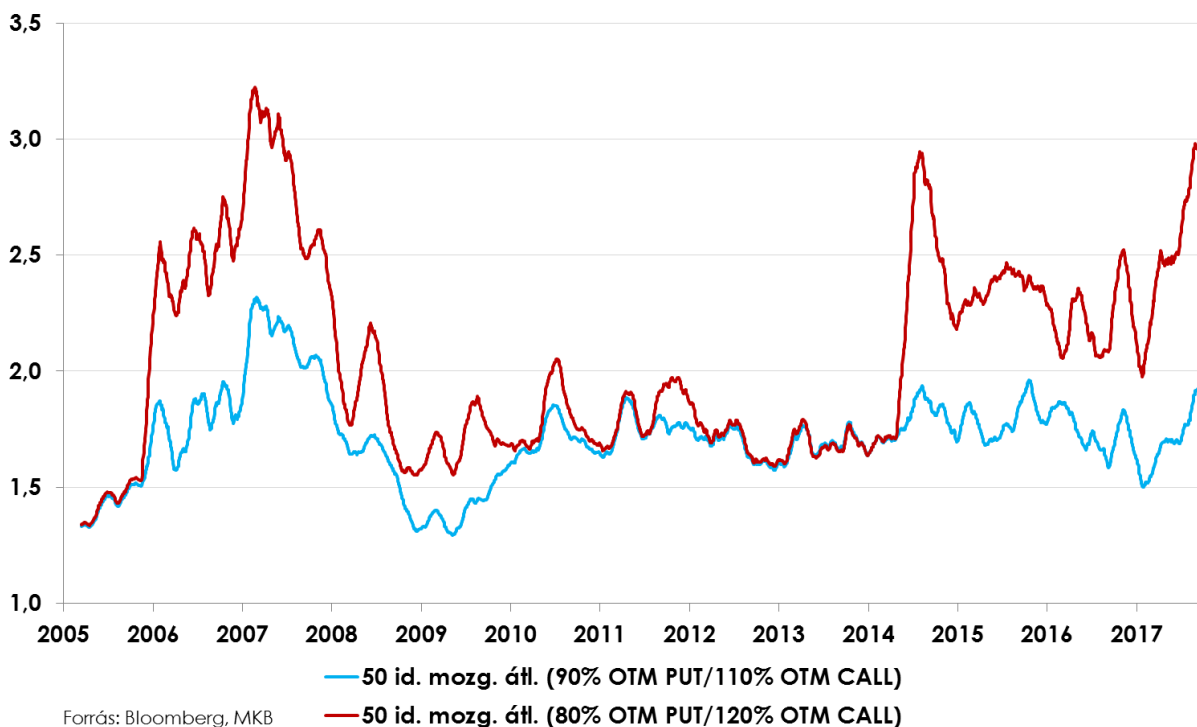
Forrás: Bloomberg, MKB

A volatilitás és a bizonytalanság azonban nem ugyan az a fogalom. Míg előbbi azt méri, hogy a hozamok az átlaghozam körül milyen mértékben szóródtak, addig a bizonytalanság teljesen mást jelent. **Bizonytalanság ma a piacon minden olyan gazdaságpolitikai, geopolitikai esemény,** amelyek fenyegetettséget jelentenek, de a befektetők nem reagálnak rá.

Ilyen volt 2016 és ilyen a 2017-es év is, hiszen **a volatilitás alacsony** (ahogy azt a fenti ábra is mutatja), **a bizonytalanság viszont magas.** [\(Azt, hogy mennyi kockázat van a mindennapokban itt foglaltuk össze\).](#) A komolyabb esések ellen a befektetők azonban fedezik magukat, így bár **az előretekintő volatilitás (a VIX index) is történelmi minimumok közelében van hónapok óta,** viszont mély kötési árú **put (eladási) opciók értéke jelentősen magasabb (drágábbak), mint a magas kötési árú call (vételi) opcióké.**

Míg a put opciók révén az adott termék árának eséséből profitálhatunk, addig a call opciók az árak emelkedése esetén termelnek nyereséget. Amennyiben megvizsgáljuk a jelenlegi ártól 20%-ra távolabb lévő call és put opciókat (azaz ha egy index értéke 100, akkor megnézzük, hogy milyen az aránya a 80-as put és a 120-as call opciónak), akkor **az látszik, hogy az eladási opciók háromszor föbbe kerülnek.**

Az OTM call és put opciók árának aránya



Kis kitérő: a put, azaz eladási opciók ára részvényindexek esetében mindig magasabb, mint a call, azaz vételi opciók ára. Ennek oka, hogy mivel a részvény árak „gyorsan” esnek, azaz a csökkenés szinte mindig pánikszerűen megy végbe, és „lassan” emelkednek, így sokan vesznek put opciót portfólió biztosításként, melyek ára így a nagyobb kereslet miatt is megrágul. A call opciókat ezzel szemben inkább eladják (kiírják) a befektetők, így a nagyobb eladói nyomás miatt is alacsonyabb az árak. Ez utóbbi a covered call (vagy buy-write) stratégia. Azaz, ha veszünk 100 darab XYZ részvényt 100\$-on, akkor kiírhatunk ezzel szemben 1 call opciót, amelynek lehívási ára 120\$. Amennyiben az opció lejáratá előtt a részvényünk 120 dollár alatt marad, nyerünk a részvényen is és megtarthatjuk a call opció eladásából származó bevételt is. Ha a részvény 120 dollár fölé emelkedik, akkor 120 dolláron el kell adnunk a részvényünket a kiírt call opció miatt, így nyereségünk 20 dollár lesz. Ebből is látható, hogy itt a legjobban akkor járunk, ha a részvény óvatosan emelkedik, de lejáratig nem éri el a 120 dollárt.

Az ábrán látszik, hogy történelmi viszonylatban is az S&P500 jelenlegi ára alatt 20%-kal lévő, kötési árú eladási (put) opciók ára háromszorosa a jelenlegi ár fölött 20%-kal lévő kötési árú vételi (call) opcióknál. **Ilyen magas a 2007-es években, majd 2014 májusától volt** az arány, de a 2009-2014-es időszakhoz képest **az utóbbi 3-4 év is magasnak számít.** Ezzel szemben a jelenlegi ártól mindössze 10%-ra eltérő kötési árú opciók aránya nem kiemelkedő, de az a történelem során is sokkal egyenletesebben alakult.

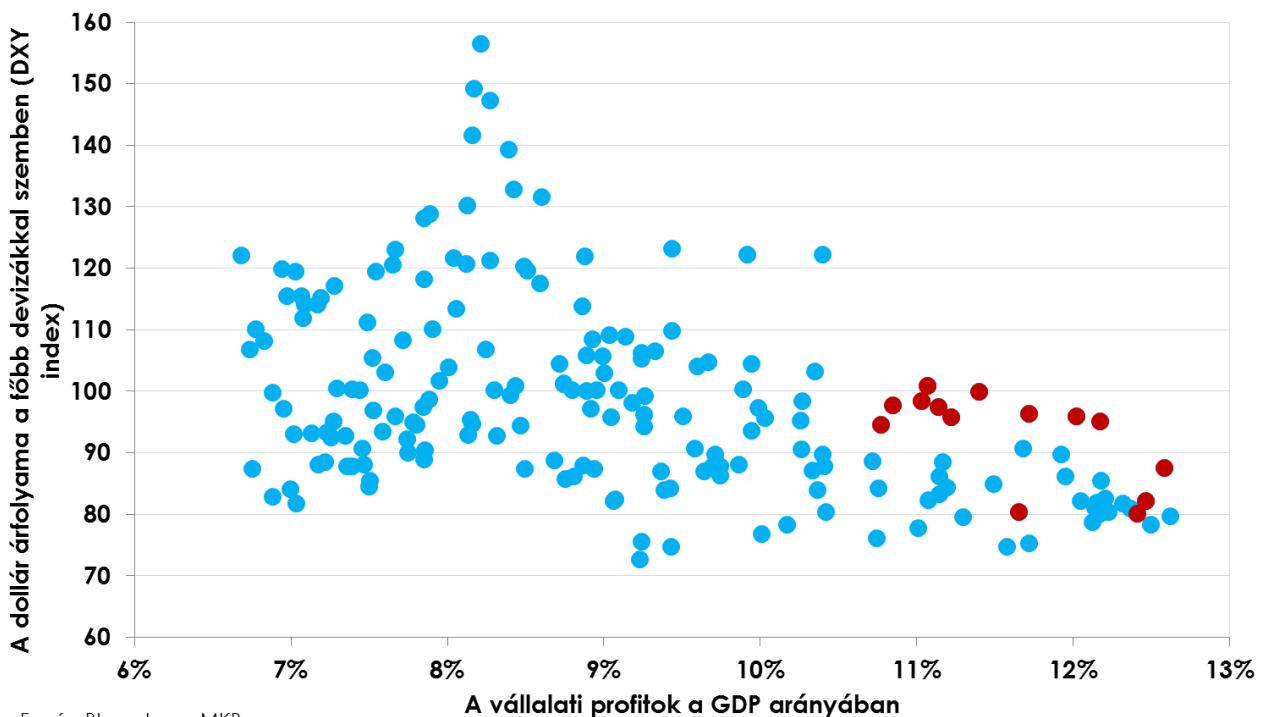
A fenti okfejtés arra mutat rá, **hogy a volatilitás alacsony, ami az óvatosan emelkedő piacok következménye is.** Bár **a volatilitás általában visszatér az átlaghoz,** így a jelenlegi rezsim nem sokáig tartható fenn, **a piaci szereplők egy része már fedezi magát** egy ilyen átlaghoz való visszatérés ellen, hiszen az eladási opciók bizonyos szinteken, a történelmi átlagot tekintve drágábbak, mint a call opciók.

Mindebből az következik, hogy nem lehet elkényelmesedni a jelenlegi helyzetben, előtérbe kell helyezni a fedezést, a pozíciók stoppal való védelmét.

ERŐS HARMADIK NEGYEDÉVES EREDMÉNSZEZONT LÁTHATUNK

A legtöbb szakértő egyetért abban, hogy **az éppen elindult gyorsjelentési szezon ismét a profitok emelkedését tükrözi majd**. Míg 2015/2016-ban alig láttunk egy részvényre jutó (EPS) növekedést év/év alapon, addig ez ebben az évben megváltozott és **újból tudták profitjukat növelni a cégek**. Mindezt persze segíti a 2017-ben jelentősen, több mint 10%-kal gyengülő dollár is. A zöldhasú ilyen mozgásának jelentős szerepe van a jobb eredményekben, ahogy azt az alábbi ábra is mutatja.

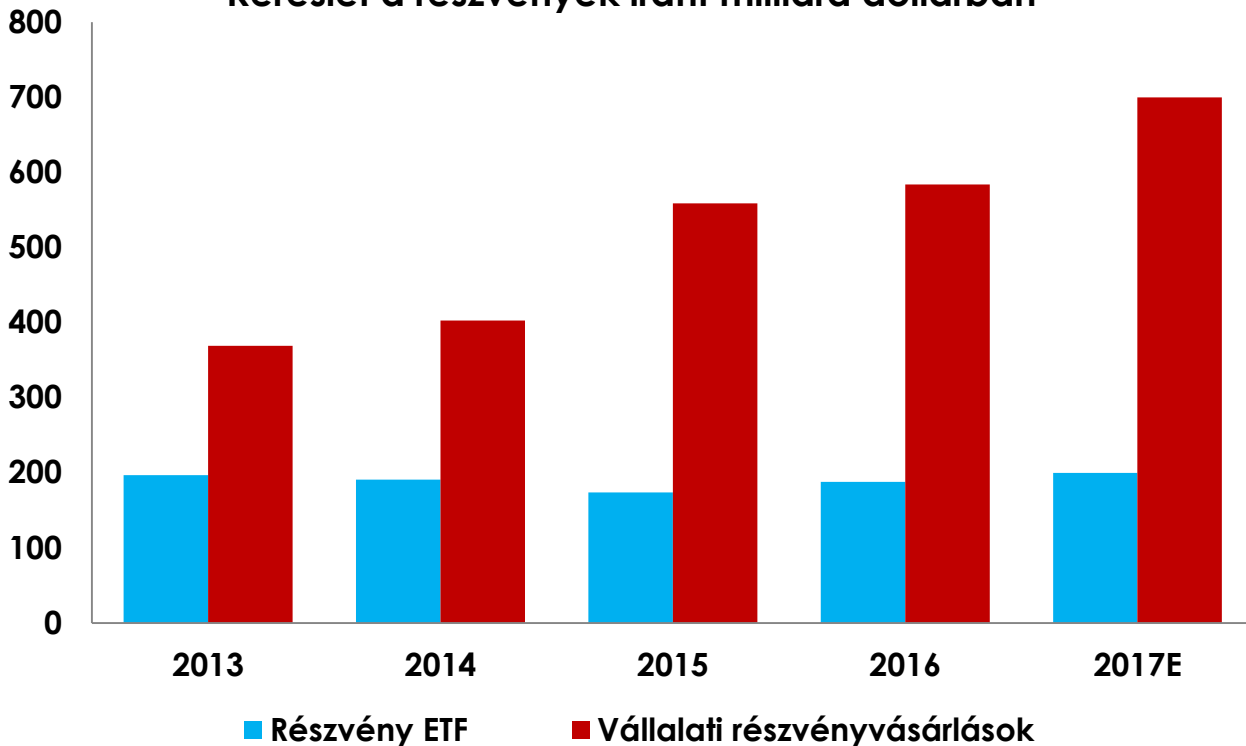
A dollár árfolyamának alakulása a főbb kereskedelmi devizákkal szemben és a vállalati profitok alakulása



A piros jelölők a 2014-2017 közötti időszakot mutatják, látszik, hogy **a rekord gyenge dollár ebben az időszakban egybeesett a magas vállalati profitokkal**. Az utóbbit persze nem csak ez, hanem a költségcsökkentések, a gazdaság általános jó helyzete is meghatározza, de **a deviza mozgása, illetve annak hatása nem kérdőjelezhető meg**.

A gyorsjelentési szezonból továbbá arra is lehet majd következtetést levonni, hogy **mennyire segíti a részvényárfolyamok emelkedését a vállalatok saját részvényeinek visszavásárlása**. Az elmúlt években ez a tényező jelentős forgalmat generált a piacokon. Az ETF-ek forgalma és a saját-részvény visszavásárlások **éves szinten 500-700 milliárd dollárnyi kereslettel támogatta az S&P 500 indextagok árfolyamait**. A viszonyítás végett ez az összeg az S&P500, azaz az USA 500 legnagyobb cégének piaci értékének a 3-5%-a.

Kereslet a részvények iránt milliárd dollárban



Forrás: Goldman Sachs, MKB

Az **amerikai tőzsdelügyelet szabálya alapján** azonban a gyorsjelentést megelőző öt hét alatt a társaságok nem vehetnek vissza saját részvényt. Az S&P500 esetében létezik olyan index, amely a legnagyobb részvény visszavásárlók papírjait tartalmazza (S&P Buyback), és azokat negyedévente felülvizsgálják. Ennek **az indexnek és az S&P500-nak az aránya alapján arra vonatkozóan lehet következtetést levonni, hogy jelentenek-e egyáltalán előnyt a részvény-visszavásárlások**. Amennyiben az S&P500 felülteljesíti a visszavásárlókból alkotott indexet, akkor az arra utalna, hogy a vállalati részvény-visszavásárlásoknak van hatása.

Az S&P Buyback és az S&P 500 index hányadosa

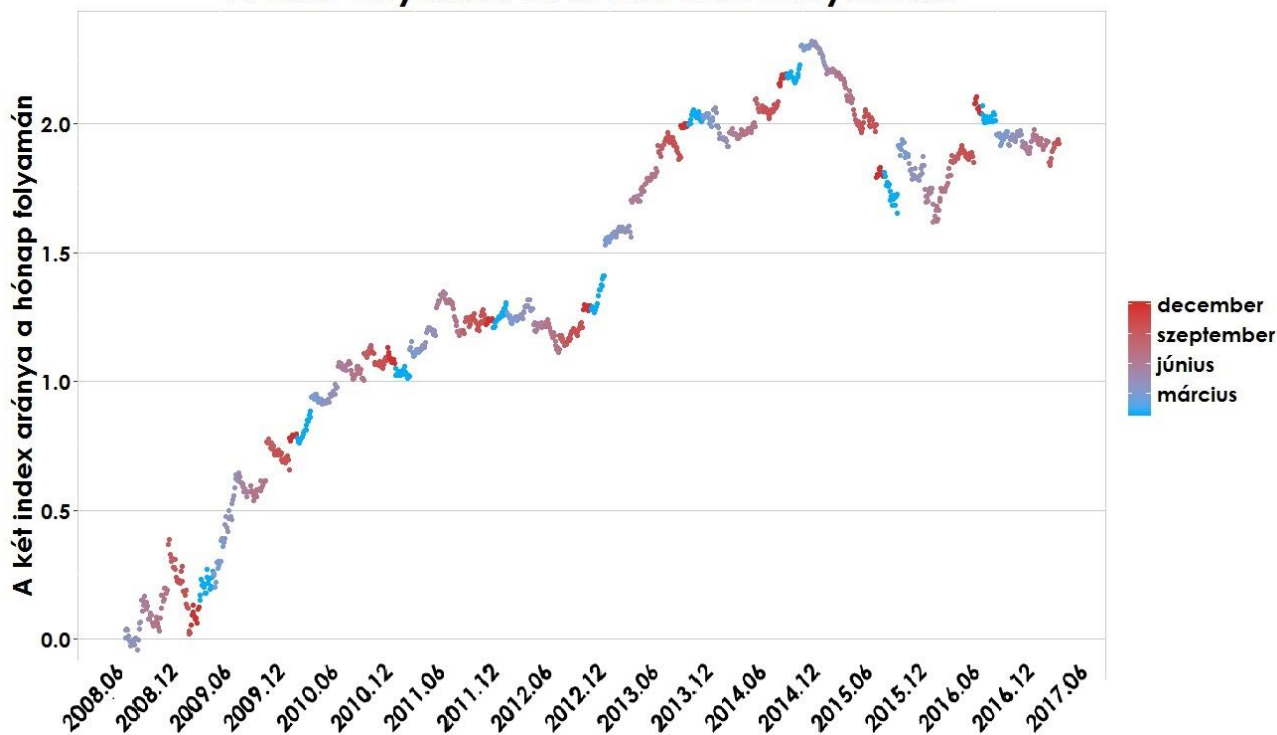
A két index hányadosa azt tükrözi, hogy **azok a cégek, amelyek folyamatosan visszavásárolják a saját részvényeiket, felülteljesítik a piac egészét**. Érdekes ezt megnézni azokban a hónapokban, amikor nem lehet visszavásárlást eszközölni. Ezek



Forrás: Bloomberg, MKB

tipikusan a negyedévek utolsó hónapjai, vagyis március, június, szeptember és december.

Az S&P Buyback és az S&P500 hányadosa



Forrás: Bloomberg, MKB

Az ábra szerint az utóbbi két jelentési szezon előtt (a mögöttünk lévő szeptember és 2017 márciusa) a hónap elejéhez képest emelkedett a két index aránya, azaz a Buyback index felülteljesített. Azonban **2015 és 2016 több jelentés előtti hónapjában az S&P500 index teljesített felül és érdekes módon éppen ez volt az a két év, amikor az amerikai index csak oldalazásra volt képes.**

2014 novemberétől 2016 novemberéig az 1900 és 2200-as sávban kereskedett az S&P500, és így felülteljesítette az S&P Buyback indexet. Mivel több elemzőház szerint is 2017-ben rekord összeget fognak költeni a cégek a saját részvényeik visszavételére (majdnem 700 milliárd dollár), a **2015-2016-os eset megisméllésére 2018-ig várhatóan nem kell számítani.**

KONKLÚZIÓ

A piacok közel vannak ahhoz, hogy **2013 után ismét egy kiemelkedő évük legyen.** A főbb indexek volatilitása statisztikai értelemben alacsony, de **a bizonytalanság nem csökkent a piacokon,** így a geopolitikai veszélyek (pl. Észak-Korea, a katalán népszavazás, a jegybankok esetleges szigorítása, a Trump adminisztráció elmaradt reformjai) továbbra is fennállnak.

A harmadik és negyedik negyedéves gyorsjelentési szezon jobb lehet, mint a 2015 és 2016-os években, valamint a vállalati részvény-visszavásárlások is csúcstól dönthetnek, így ezek **táptalajt adhatnak a további emelkedésnek;** de fontos megjegyezni, hogy az **év említésre méltó korrekció nélkül telt el, így a kockázatkezelés továbbra is elsősorú szempontnak kell, hogy maradjon.**

ELEMZÉS:

Vezető elemző	Részvényelemző	Részvényelemző
Kuti Ákos, CFA	Debreczeni Csaba	Gyöngy-Kovács Nóra
+36-1-268-7940	+36-1-268-8323	+36-1-268-7388
kuti.akos@mkb.hu	debreczeni.csaba@mkb.hu	gyongy-kovacs.nora@mkb.hu

KERESKEDÉS:

<i>Dénes Szilárd</i>	<i>Gyürüs Péter</i>	<i>Kasza Tamás</i>
+36-1-268-8481	+36-1-268-7185	+36-1-268-7433
denes.szilard@mkb.hu	gyurus.peter@mkb.hu	kasza.tamas@mkb.hu
<i>Köber Péter</i>	<i>Lukács Miklós</i>	<i>Muraközy Zsolt</i>
+36-1-268-7655	+36-1-268-7814	+36-1-268-7587
kober.peter@mkb.hu	lukacs.miklos@mkb.hu	murakozy.zsolt@mkb.hu
<i>Takács Judit</i>	<i>Zölde Zsombor József</i>	
+36-1-268-7090	+36-1-268-6744	
takacs.judit@mkb.hu	zolde.ZsomborJozsef@mkb.hu	

JOGI NYILATKOZAT

- Jelen kiadványt az MKB Bank Zrt. (tev. eng. sz.: III/41.005-3/2001., a Budapesti Értéktőzsde tagja) készítette.
- A kiadványban szereplő információk hitelesnek tartott forrásokon alapulnak, de azok valódiságáért, pontosságáért és teljességéért az MKB Bank Zrt. felelősséget nem vállal. A megjelenő vélemények a kiadványt készítő szakemberek saját megítélését tükrözik, amelyek újabb információk megjelenése esetén külön értesítés nélkül megváltozhatnak.
- Az árfolyamok múltbeli alakulásából nem lehetséges azok jövőbeni alakulására vonatkozó egyértelmű és megbízható következtetéseket levonni. A befektetőknek önállóan (vagy független szakértő igénybe vételével) kell felmérniük és megérteniük az egyes pénzügyi eszközök és befektetési szolgáltatások lényegét, valamint kockázatait. Javasoljuk, hogy a befektetők az adott pénzügyi eszközre és a befektetési szolgáltatásra vonatkozó üzletszabályzatot, tájékoztatót, egyéb szerződéses feltételeket, hirdetményeket, kondíciós listát figyelmesen olvassák el, mert csak ezen dokumentumok és információk ismeretében dönthető el, hogy a befektetés összhangban áll-e a befektető kockázattűrő képességével! Javasoljuk továbbá, hogy tájékozódjon a termékkel, befektetéssel kapcsolatos adójogi és egyéb jogszabályokról!
- A kiadványban szereplő információk nem minősülnek vételi vagy eladási ajánlatnak, sem befektetési tanácsadásnak, sem befektetésre, szerződéskötésre vagy kötelezettségvállalásra történő ösztönzésnek. A kiadványban foglalt adatok tájékoztató jellegűek. Az MKB Bank Zrt. kizárja a felelősségét a kiadványban foglaltak esetleges befektetési döntésként való felhasználásáért, így nem vállal felelősséget a befektető ezen kiadványban foglaltak alapján hozott döntései következtében, vagy őt azzal bármilyen egyéb összefüggésben érő esetleges károkért.
- Az MKB Bank Zrt. jogosult a kiadványban szereplő eszközök vonatkozásában árjegyzési, egyéb befektetési szolgáltatási tevékenységet vagy kiegészítő szolgáltatást nyújtani.
- Jelen kiadvány a szerzői jogról szóló 1999. évi LXXVI. törvény szerinti védelem alatt áll, ezért kizárólag az MKB Bank Zrt. előzetes írásbeli engedélyével lehet azt többszörözni, terjeszteni, egyéb módon nyilvánosságra hozni, valamint felhasználni. Az MKB Bank Zrt. valamennyi szerzői jogon alapuló jogát fenntartja.