

ÖSSZEFOGLALÓ A VAGYONKEZELÉSRŐL

ALLIANZ FOGLALKOZTATÓI NYUGDÍJSZOLGÁLTATÓ

2019. II. NEGYEDÉV

2019.07.11.

Allianz 

TARTALOM

1

BENCHMARK HOZAMOK ÉS TELJESÍTMÉNYEK

2

MAKROGAZDASÁGI ÖSSZEFOGLALÓ

3

RÉSZVÉNYPIACOK



BENCHMARK HOZAMOK ÉS TELJESÍTMÉNYEK

1





PORTFÓLIÓK TELJESÍTMÉNYE 2018.12.31-TŐL 2019.06.30-IG

Portfóliókezelt állomány	Portfóliókezelői bruttó hozam	Benchmark hozam	Alul / Felül teljesítés	Kezdő dátum	Kezdő vagyon	Záró dátum	Záró vagyon
FNYSZ Dinamikus EUR	8,87%	7,64%	1,23%	2018.12.31	32 217	2019.06.30	34 759
FNYSZ Dinamikus HUF	7,55%	7,04%	0,51%	2018.12.31	22 174 290	2019.06.30	25 357 134
FNYSZ Egyenletes EUR	5,36%	4,38%	0,98%	2018.12.31	451 903	2019.06.30	473 097
FNYSZ Egyenletes HUF	4,83%	4,65%	0,18%	2018.12.31	61 406 844	2019.06.30	65 006 320
FNYSZ Klasszikus	0,12%	0,01%	0,11%	2018.12.31	9 253 569	2019.06.30	9 659 980

A portfóliókezelői bruttó hozam a portfóliókezelő teljesítményét hivatott mérni, mely nem feltétlenül egyezik meg a jogszabályban előírt bruttó és nettó hozammal metodikai különbség miatt.



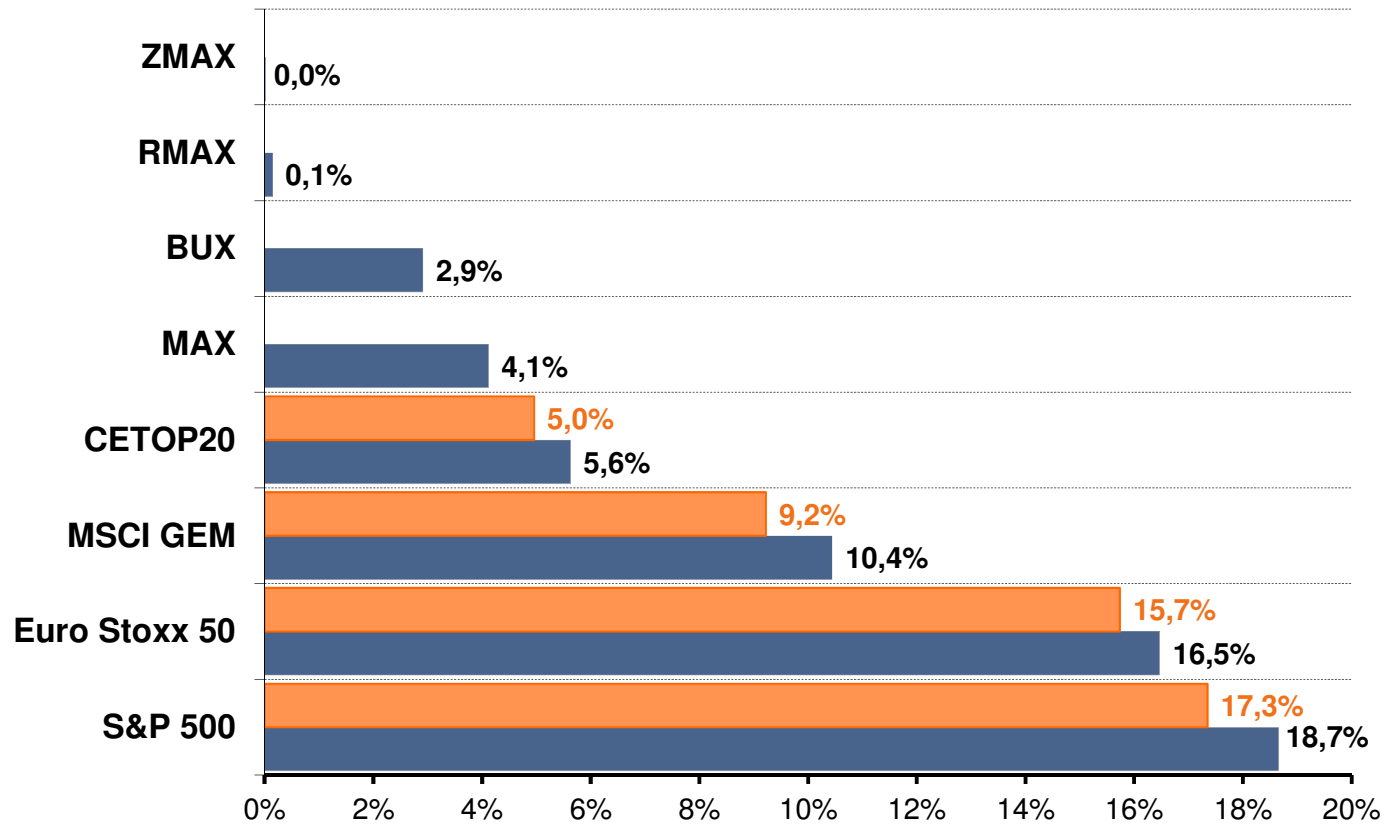
PORTFÓLIÓK TELJESÍTMÉNYE 2019.03.31-TŐL 2019.06.30-IG

Portfóliókezelt állomány	Portfóliókezelői bruttó hozam	Benchmark hozam	Alul / Felül teljesítés	Kezdő dátum	Kezdő vagyon	Záró dátum	Záró vagyon
FNYSZ Dinamikus EUR	2,00%	1,37%	0,63%	2019.03.31	34 104	2019.06.30	34 759
FNYSZ Dinamikus HUF	1,43%	1,06%	0,37%	2019.03.31	24 273 279	2019.06.30	25 357 134
FNYSZ Egyenletes EUR	1,73%	1,30%	0,43%	2019.03.31	465 101	2019.06.30	473 097
FNYSZ Egyenletes HUF	1,01%	0,90%	0,10%	2019.03.31	64 866 597	2019.06.30	65 006 320
FNYSZ Klasszikus	0,00%	-0,01%	0,01%	2019.03.31	9 552 597	2019.06.30	9 659 980

A portfóliókezelői bruttó hozam a portfóliókezelő teljesítményét hivatott mérni, mely nem feltétlenül egyezik meg a jogszabályban előírt bruttó és nettó hozammal metodikai különbség miatt.



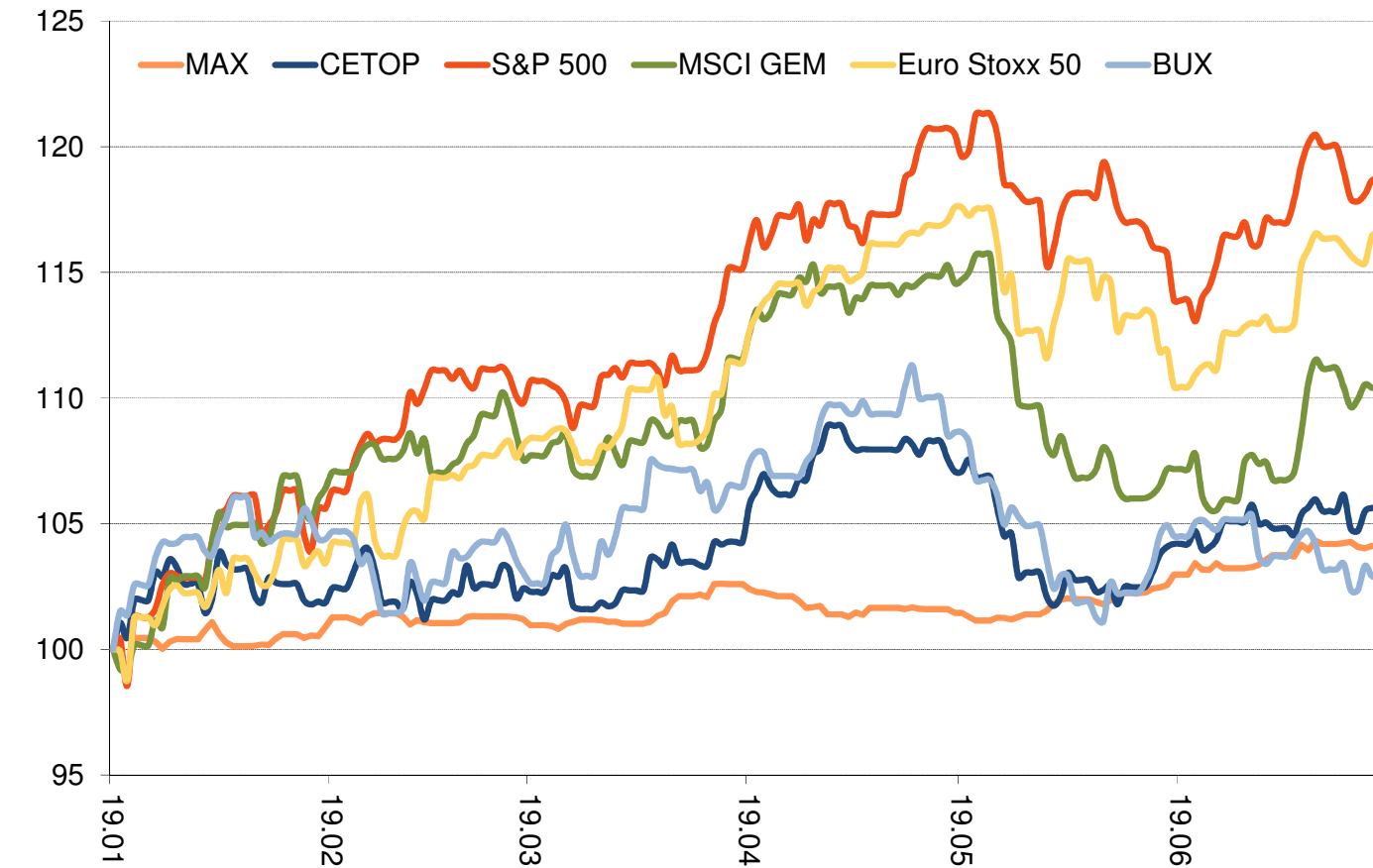
FŐBB INDEXEK TELJESÍTMÉNYE 2019 H1 (HUF ÉS SAJÁT DEVIZA)



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő



FŐBB INDEXEK ALAKULÁSA 2019 YTD



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

MAKROGAZDASÁGI
ÖSSZEFOGLALÓ

2

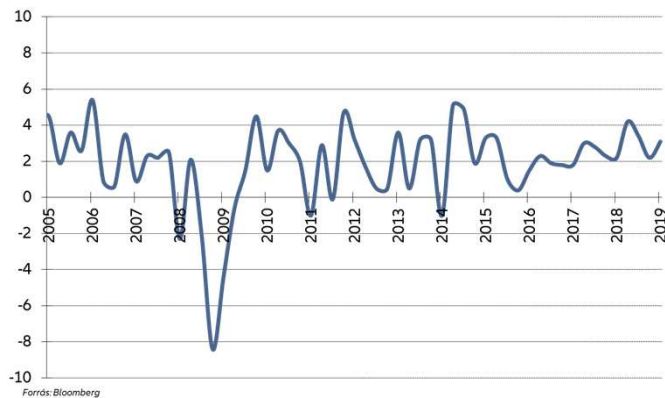




USA GAZDASÁGI ADATOK

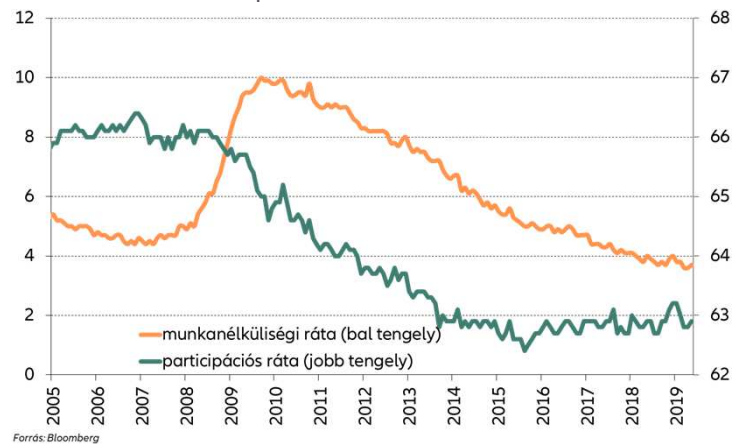
- Az USA első negyedéves gazdasági növekedése 3,1% lett, ami a kereskedelmi háborús feszültségeket figyelembe véve igen szép érték, hiszen a 2018-as éves növekedési ütem 2,2% volt. A kiskereskedelem is inkább bővülést mutat, a májusi előzetes adat például havi 0,5% növekedés, az április pedig a revízió után lett pozitív, 0,3%. Az ipari termelési adatok kevésbé meggyőzőek, de például a jelenleg elérhető legfrissebb, májusi érték 0,4% havi növekedést mutatott az előző hónap hasonló mértékű csökkenése után.
- A munkanélküliségi ráta már 2018-ban 4% körüli szinten mozgott. 2019-ben eddig enyhe további javulást figyelhettünk meg, a júniusi érték 3,7% lett. A participációs (foglalkoztatási) ráta idén kicsit gyengébb, újra 63% alá csökkent. A mezőgazdaságon kívüli foglalkoztatás bővülése (NFP) februárban és májusban is alulmúlta a várakozásokat, de ezek is pozitív értékek voltak, és a júniusi adat ismét 200 ezer feletti lett. A munkaerőpiac összességében továbbra is erősnek, sőt enyhén javulónak mondható. Az átlagos órabérek növekedési üteme a feszes munkaerőpiac ellenére nem szállt el, bár az infláció emelkedése irányába hat; júniusban évi 3,1%-ot regisztráltak.
- Az infláció 2018 első felében látott gyorsulása tavaly év vége felé megfordult és inflációs nyomásról továbbra sem beszélhetünk. Az idén májusi áremelkedési ütem évi 1,8% volt. A Fed által még inkább figyelemmel kísért magindex az év elején csökkenést mutatott, az elmúlt hónapokban 1,6% körül látszik stabilizálódni.

USA reál GDP növekedése

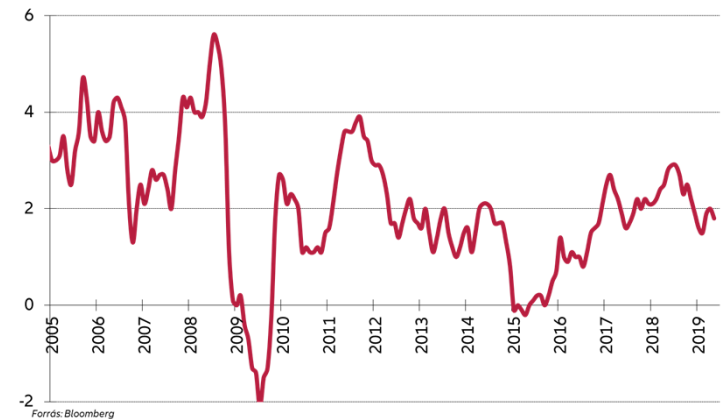


© Copyright Allianz 2019. július 11.

USA munkaerőpiac



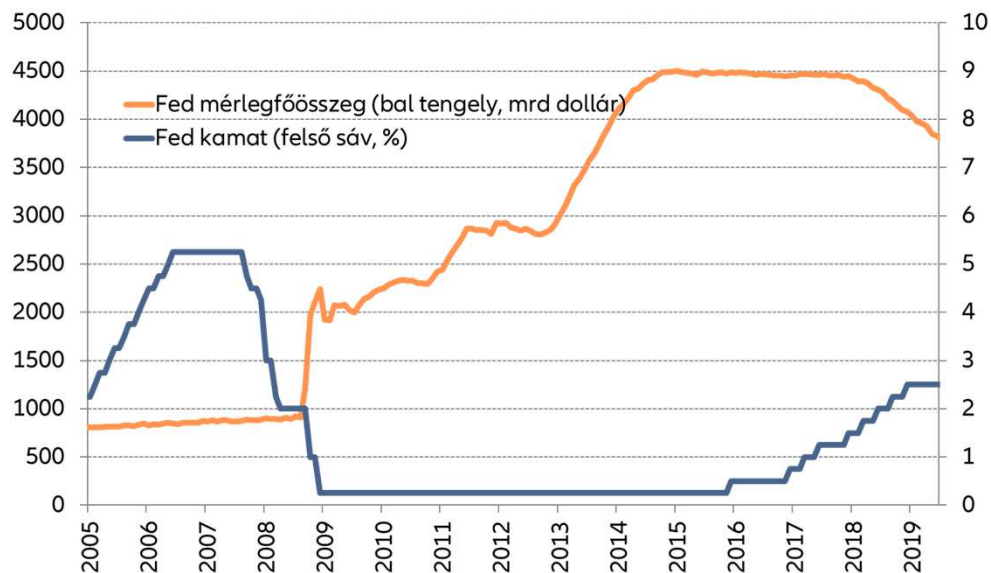
USA infláció





USA – MONETÁRIS POLITIKA

USA monetáris kondíciók



Forrás: Bloomberg

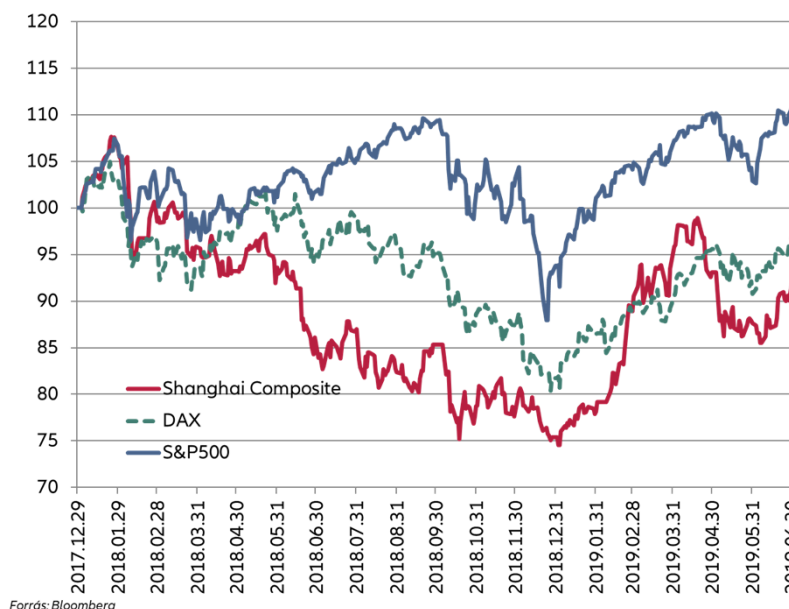
- A Fed Nyílt Piaci Bizottsága 2019 második negyedévében sem változtatott az irányadó kamatszinteken. Az elmúlt évek fokozatos és folyamatos szigorítása után ugyanakkor most úgy látszik, hogy a kereskedelmi feszültségek és a láthatóan lassuló globális gazdaság hatására, ha lesz következő lépés, akkor az kamatvágás lesz. A pénzügyi termékekből számolt valószínűségekből most már a júliusi ülésre gyakorlatilag egyértelműen kamatcsökkentés olvasható ki.
- Az előző negyedéves beszámolóban még azt írtuk, hogy a nyilatkozatok szerint a Fed „türelmes lesz” a következő kamatemeléseket illetően. A júniusi üléshez kapcsolódó közlemény ugyanakkor ezt a szövegrészt „szoroson figyel”-re cserélte, és a szövegkörnyezetből világosan kitűnik, hogy itt már nem a további kamatemelésekről, hanem vágásról van szó. Beszédese továbbá, hogy egy döntéshozó már kamatcsökkentés mellett szavazott.
- A júniusi üléshez kapcsolódó anyagban látható, hogy a tagok kamatpályára vonatkozó előrejelzései ismét lefelé módosultak, ez is nagyobb valószínűségű lazítást jelez.
- A Fed 2017 őszén határozott meg egy ütemezést a mérleg fokozatos leépítésére, negyedévenként növekvő intenzitással. A havi csökkenés 2018 októbertől érte el legnagyobb értékét: összesen 50 milliárd dollárt (30 milliárd állampapír és 20 milliárd jelzálogkötvény). Decemberben még Jerome Powell elnök hangsúlyozta, hogy a mérlegleépítés az előre kijelölt pályán halad, és még nem időszerű ennek felülvizsgálata. Az év végi tőzsdei esés, a rosszabb piaci várakozások és az alacsony inflációs nyomás hatására januárban már finomítottak ezen az állásponton, és márciusban bejelentették, hogy májustól az állampapír „nemvásárlás” 30-ról 15 milliárd dollárra csökken, míg októbertől már nem várható további mérlegszűkítés (csak átrendezés a két eszköztípuson belül, az állampapírok javára). A második negyedévben ebben a tekintetben nem történt változás a kommunikációban, tehát októbertől szinte biztosan lezárul a mérlegszűkítés.



USA BEL- ÉS KERESKEDELEMPOLITIKA

- Az USA belpolitikában a bevándorlás-politika és a mexikói fal építése/kibővítése továbbra is központi téma, mivel ez Trump elnök egyik fontos választási ígérete volt.
- Az elnök népszerűsége láthatólag inkább emelkedő pályán van, a 2020-as újraválasztási esélyei nem elhanyagolhatóak.
- A márciusban kiadott Mueller-riport nem tárt fel bizonyítékot összejátszásra a Trump-kampánystáb és az orosz kormányzat között az elnökválasztás során. A demokraták így nem is nyújtottak be bizalmatlansági eljárást (impeachment) az Elnök ellen, hiszen ennek keresztülvitelének esélye ezzel tovább csökkent. A Mueller riport ugyanakkor továbbra is beszédtema, a demokrata politikusok próbálják továbbvinni a Trump elnök által csak „boszorkányüldözésnek” nevezett vizsgálatokat.
- A kereskedelmi háború már másfél éve kiemelten fontos téma a tőkepiacokon. A tőzsdeindexek 2018-as esésének egy jelentős részét feltehetőleg a kereskedelmi háborús félelmek számlájára írhatjuk, illetve megfigyelhető divergencia az USA és a többi piac közt. Ez év elején a piaci szereplők optimistábbak voltak, és a tárgyalásokról is inkább biztató kormányzati nyilatkozatokat olvastunk. Májusban ugyanakkor újra negatív fordulatot vettek az események. Az amerikai fél állítása szerint Kína több korábban már egyeztetettnek hitt pontból kihátrált (szellemi tulajdon védelme, technológiatranszfer). Az USA elnök gyakorlatilag minden kínai importra emelt vámtétel kiszabásával fenyegetőzött, valamint újabb offenzíva indult a Huawei ellen. Enyhülést a június végi G20 csúcstalálkozó hozott, ahol az amerikai és a kínai elnök találkozott, és a további vámemelések felfüggesztésében, valamint a tárgyalások folytatásában állapodott meg.
- Mexikóval szemben volt egy komolyabb USA kirohanás, majd győzelem: Mexikó vállalatokat tett az USA felé irányuló bevándorlás elleni komolyabb fellépésre, így a nagy vámemeléseket elkerülte.
- Európa sem lélegezhet fel: most az Airbus támogatása került ismét terítékre, és az USA újra szélesebb termékkörű vámokkal fenyegetőzik. A hazánkat is érzékenyen érintő autóvámok tekintetében sem lehetünk teljesen nyugodtak.

Az USA, kínai és német részvénytőzsdék relatív teljesítménye



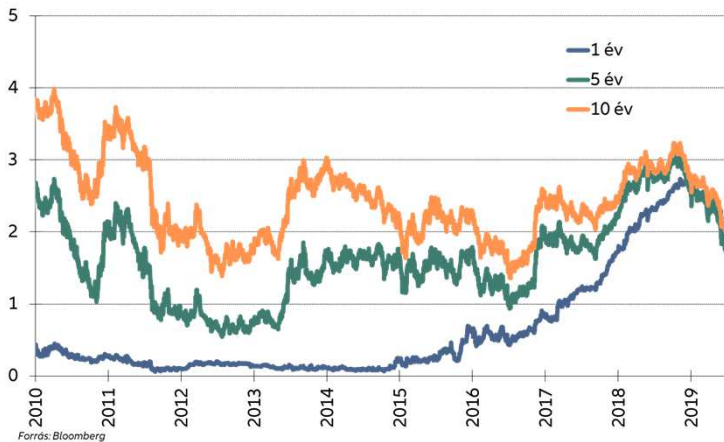
Forrás: Bloomberg



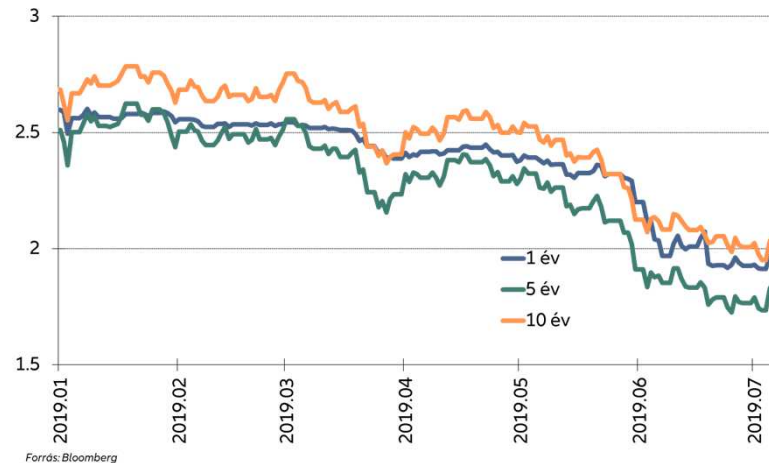
USA ÁLLAMPAPÍRPIAC

- A kereskedelmi háborús félelmek, valamint a Fed hangvételének fokozatos elmozdulása a szigorítástól az enyhítés felé a kötvénypiaci hozamok csökkenése irányába hatottak. A 10 éves USA államkötvény hozama a második negyedév végén már 2% alatt is volt, ami a 2018 második felében látott csúcshoz képest egy igen jelentős, 100 bázispontot meghaladó hozamesést jelent. A Fed várakozásokat még jobban tükröző 2 éves hozam is az alapkamat sáv (2,25-2,50) alá került tartósan, a júniust kicsivel 1,8% alatt zárta.
- A gazdasági recesszió jó előrejelzőjének tekintett inverz hozamgörbe még nem alakult ki, de továbbra is meglehetősen lapos.

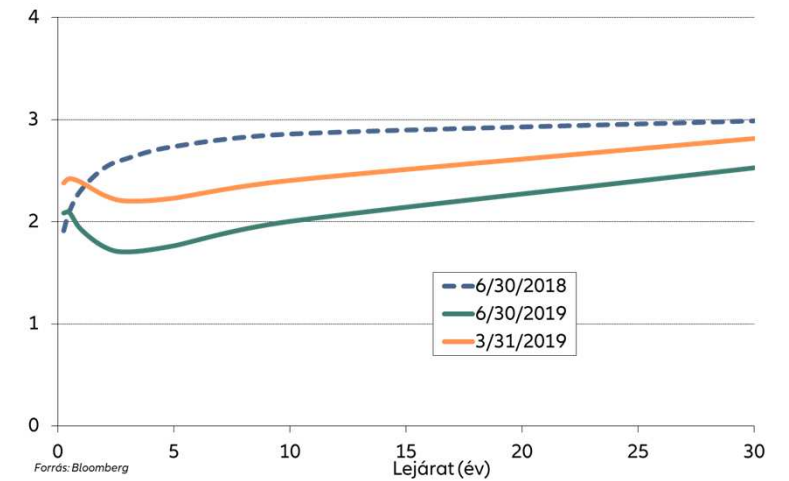
Állampapír hozammozgások



Állampapírpiac 2019-ben



Hozamgörbe

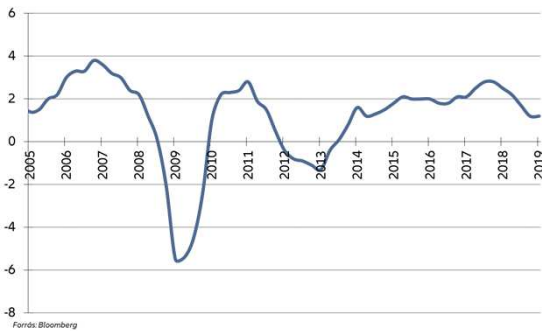




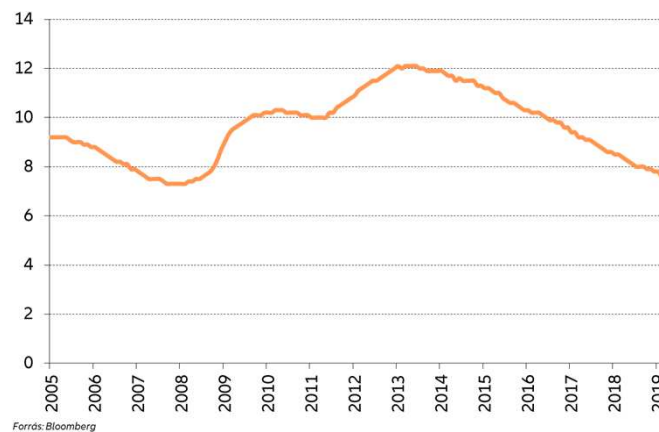
EURÓZÓNÁS GAZDASÁGI ADATOK

- Az USA gazdaságán látszanak lassulásra utaló jelek, azonban az első negyedéves GDP még jól érzékelhető növekedést mutatott, a munkarérő-piac továbbra is erős, és a az infláció sem mozdult el lényegesen a céltől. Az eurózónára tekintve sajnos kevésbé kedvező képet látunk, az öreg kontinensen egy érezhetően alacsonyabb növekedési ütemmel szembesülünk. A GDP bővülése az első negyedéves adatok alapján 1,2% (2018-ra is ezt az értéket láttuk), a zóna motorjának tartott Németország növekedési száma mindössze 0,6% volt. Az euró zóna ipari termelése az áprilisi adat szerint is az előző éves érték alatt van kicsivel (előzetesen -0,4%), de a májusi kiskereskedelem bővülése is csupán 1,3%-kal haladta meg 2018-as volument.
- A munkanélküliségi ráta lassú mérséklődése ugyanakkor folytatódott (május: 7,5%). A régiós különbségek persze továbbra is nagyok, Németországban 4,9-5,0% körül ingadozik, míg Olaszországban 2012 eleje után csak most májusra csökkent 10% alá ez a mutató.
- Az inflációt nézve 2018-ban ugyan többször is közöltek valamivel 2% feletti értéket, év végére – jórészt a meredeken csökkenő olajárak hatására – már csak évi 1,6%, idén márciusra 1,4% lett ez az adat, majd egy minimális felpattanás után májusra és júniusra 1,2%-ra olvadt az áremelkedés, ami már az EKB céljától (kicsivel 2% alatt) érezhetően eltávolodott. A maginfláció már 2018-ban is 1% körül ingadozott, és idén sem látunk emelkedést.
- Tehát az euró zóna gazdasági növekedése még pozitív ugyan, de továbbra is inkább gyengének nevezhető, és lefelé mutatnak a kockázatok, az infláció 2018 végétől az EKB céljától lefelé mozdult. Ezek hozzájárultak ahhoz, hogy nem csak hogy az EKB első kamatemelésére vonatkozó piaci várakozások tolódtak kifelé, hanem most már a lazítást várják a befektetők.

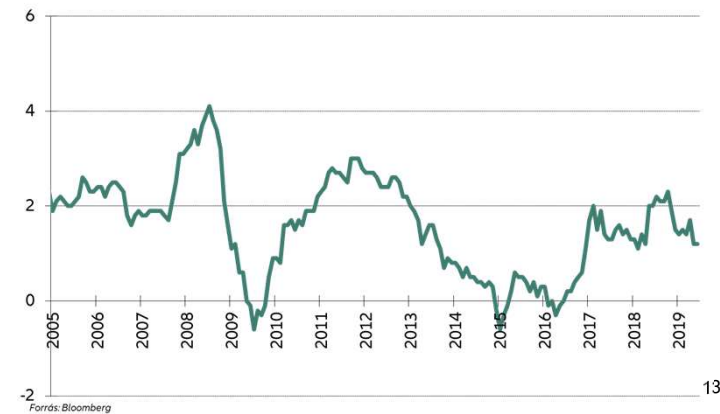
Euró zóna reál GDP növekedés



Euró zóna munkanélküliségi ráta



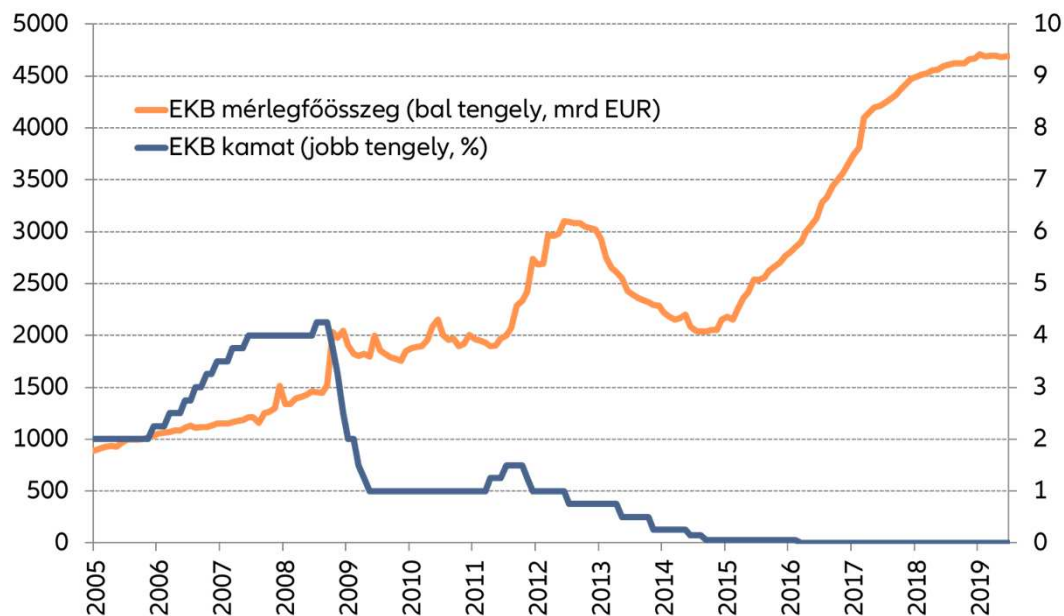
Euró zóna infláció





EKB – MONETÁRIS POLITIKA

EKB monetáris kondíciók



Forrás: Bloomberg

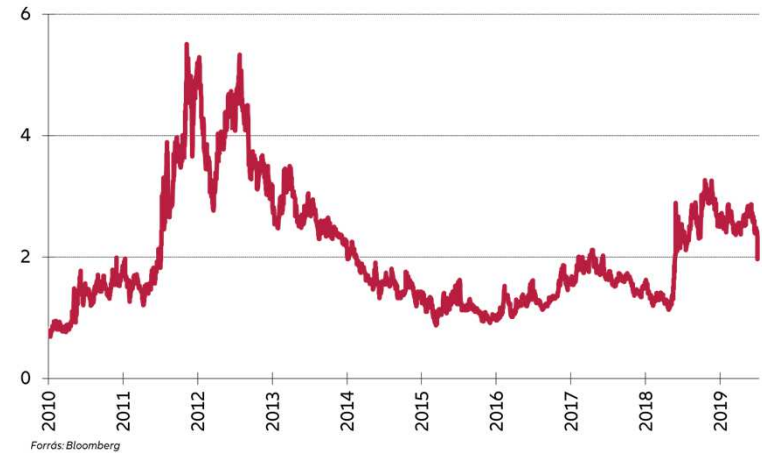
- Az Európai Központi Bank Kormányzótanácsa a negyedév során az előzetes várakozásoknak megfelelően továbbra is változatlanul hagyta a kamatkondíciókat, az eszközvásárlás a korábbi döntéseknek megfelelően idén már csak a lejáró értékpapírok újrabefektetését jelentette.
 - Idén a márciusi kamatdöntő ülés hozott először jelentősebb változásokat. Az EKB ekkor érzékelte a gyengébb gazdasági növekedésre utaló adatokat és a visszacsorgó inflációt, ezért csökkentette a GDP-re és az inflációra vonatkozó előrejelzéseit. Reakcióként kitolta az első kamatemelés időpontjára vonatkozó iránymutatást és bejelentette a bankok részére a hosszú távú refinanszírozási hiteleshetőség újraindítását (TLTRO 3).
 - Júniusban is a lazítás fele tolódot a hangvétel: az alacsony kamatokra vonatkozó iránymutatás 2020 közepéig került kitolásra, hangsúlyozták a gazdasági bizonytalanságokat (különösen a termelés gyengeségét), továbbá elhangzott a sajtótájékoztatón, hogy több tag felvetette a kamatvágás lehetőségét is.
- Mario Draghi, EKB elnök a legutóbbi kamatdöntés után többször is nyilatkozott, melyekben utalt rá, hogy vannak eszközeik az inflációs cél elérésére, amik kombinálva különösen hatékonyak. Tehát a kamatvágás mellett az eszközvásárlások újraindítása is lehetséges. Ezt az üzenetet Olli Rehn, a Kormányzótanács egy tagja is megerősítette.
 - Pozitívan hatott még a kötvénypiacokra, hogy az EU tagállamok több kulcspozícióban is megegyeztek. Az EKB élére például idén ősztől Mario Draghi hivatali idejének lejártát követően, a korábbi esélyes, a monetáris lazítást sokszor élesen ellenző német jegybankár, Jens Weidmann helyett a nem konvencionális jegybanki lazító lépésekről pozitívan nyilatkozó IMF vezér, Christine Lagarde kerülhet.



EURÓZÓNÁS ÁLLAMPAPÍRPIAC

- A gazdaság lassulása, az ismét mérséklődő infláció, a szigorítás után már kifejezetten lazítás felé hajló Fed és így a kamatemelést időben még távolabbra toló, majd lazító lépéseket belengető EKB mind erősítették az európai állampapírpiacot. A német állampapírok esetében a 10 éves lejáraton 2016 után ismét negatív szinteket láttunk március végén. Áprilisban lezajlott egy enyhe korrekció, de májusban ismét megindult a hozamcsökkenés, ami rekordszintre, sőt az EKB -0,4%-os betéti szintje alá is betaszította ezt az instrumentumot.
- A perifériaként emlegetett olasz, portugál és spanyol kötvénypiacokon jelentősebb lokális félelmek nem voltak tapasztalhatók, sőt az olasz költségvetéssel kapcsolatban jó hírek érkeztek (szigorúbb lesz a vártnál, így az EU-val a konfliktus is elkerülhetőnek látszik), így ezekben az országokban is jelentős erősödés bontakozott ki.

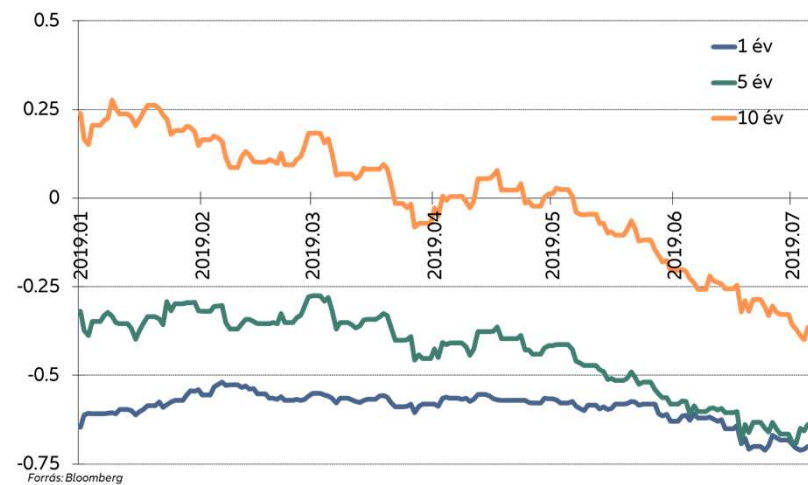
A 10 éves olasz és német államkötvények hozamkülönbsége



Állampapír hozammozgások (német)



Állampapír hozammozgások 2019-ben (német)





OLAJÁR

- Az olajár a kötvénypiacokat is erősen befolyásolja az inflációs várakozásokon keresztül. Tavaly év végén hatalmas volt az esés, azonban 2019 első negyedévében ismét emelkedő tendencia látszott, amit a részvénypiaci optimizmus mellett az OPEC kitermelés-csökkentése is támogatott. Az árak április elejétől május végéig inkább csak oldalaztak, majd a kereskedelmi háború ismételt kiéleződése egy gyors esést indított, mivel a piaci szereplők ilyenkor globális gazdasági visszaesésre, és így az olajkereslet csökkenésére számítanak. Júniusban az USA-Irán konfliktus kiéleződése, illetve egy újabb közelgő OPEC ülésről szóló hír stabilizálta, majd emelte az árakat. A 2019 július legelején tartott OPEC konferencián végül ténylegesen döntés született a kitermelés-csökkentés 2020 márciusáig történő meghosszabbításáról.
- Fontos megjegyezni, hogy az OPEC árakra gyakorolt szerepe egyre csökken, itt Oroszország mellett az Egyesült Államokat kell különösen figyelemmel kísérni, ahol az olajtermelés csúcsokat dönt és ezzel az USA egyre nagyobb szereplő a világpiacon is.

Néhány fontosabb olajár emelkedése felé ható konfliktus:

- Miután az USA 2018-ban kilépett az iráni atomalkuból, szankciót vezetett be **Irán** olajkivitelére, valamint nyomást gyakorolt a többi országra is, hogy hasonló lépéseket tegyen. 2018 második felében látszott egy enyhülés, ami segítette az olaj év végi esését, az elmúlt hónapokban ugyanakkor ismét kiéleződött a konfliktus a két ország között, ami ismét az olajár emelkedése irányába hat. Irán az USA Energiaügynökség (EIA) adatai alapján 2018-ban a világon a 4. legnagyobb olajkészlettel rendelkezik, kitermelésben a 7. helyen áll.
- **Venezuelában** (az EIA adatai szerint a legmagasabb olajkészlettel rendelkező ország 2018-ban) elhúzódó gazdasági és politikai válság van. Az infláció szárnyal, számos fogyasztási cikkből hiány van. Az elnök (Nicolás Maduro) élvezi Oroszország támogatását, míg az ellenzék vezére (Juan Guaidó) aki januárban Venezuela ideiglenes elnökének kiáltotta ki magát az Egyesült Államokhoz áll közel. Mivel Maduro továbbra is élvezi a hadsereg támogatását, és Oroszország is elég keményen lépett fel, jelenleg az USA inkább elengedni látszik a helyzetet. A kitermelés most kissé emelkedik, de közel sem érte még el a tavalyi szintet.

Olajár (WTI, dollár/hordó)





EGYÉB PIACOK, KOCKÁZATOK

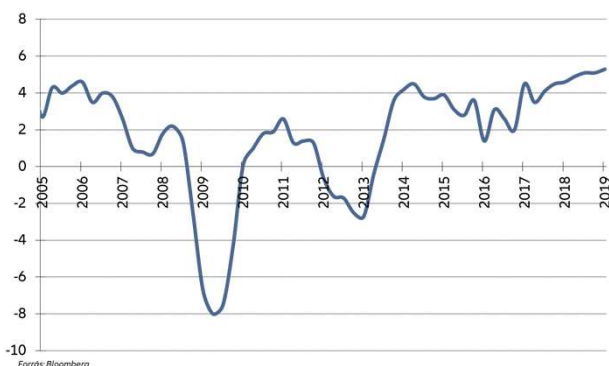
- **Japánban** az első negyedévben 0,6%-os (negyedéves) növekedést regisztráltak, ami nagyon hasonló a 2018 utolsó negyedéves értékhez. A májusi kiskereskedelmi forgalom évi 1,2%-os növekedést mutatott, a január havi közel 2%-os zsugorodás után a havi adatok 0 környékén voltak. Az ipari termelés is erősebben visszaesett januárban (-2,5%), utána itt is láttunk jobb havi értékeket (májusi előzetes +2,3%), de a májusi éves statisztika így is 1,8%-os szűkülést mutat. A 2018-ban már kézzelfogható, 1% körül ingadozó infláció ismét mérséklődni látszik: januárban és februárban mindössze 0,2%-os éves értéket közöltek, ami azért valamelyest visszaemelkedett májusra (0,7%-ra). A friss élelmiszer- és energiaárakat kiszűrő magindex egyelőre viszonylag stabil, évi 0,5% lett a májusi érték. A monetáris politika 2019 első félévében nagy meglepetést nem tartogatott: az alapkamat maradt, a 10 éves japán államkötvény hozamához a megcélzott 0%-os szinthez képest továbbra is +/-0,2 százalékpont toleranciasáv tartozik. A Jegybank irányultsága ugyanakkor itt is inkább a lazítás felé fordult. A piaci hozamszint a globális kötvénypiaci erősödésben a 10 éves lejáratra -0,1% alá esett.
- A **kínai piacok** alakulását a kereskedelmi konfliktusok nagyban befolyásolják. A kínai hatóságok a globális lassulási félelmekre válaszul több monetáris és fiskális lazító intézkedést hoztak, ami támogathatja a jövőbeli gazdasági növekedést. A 2019 első negyedéves GDP adat az előzővel megegyező, 6,4% lett, a májusi éves kiskereskedelmi adat 8,6%-os növekedést, az ipari termelés évi 5%-os bővülést mutatott. Lassulást inkább az utóbbi adatban látunk.
- A **török** gazdasági kilátások továbbra sem túl biztatóak, a 2018-as -3%-os GDP adat után az első negyedéves statisztika is évi -2,6%-ot mutatott, a januári ipari termelési adat éves szinten 7%-os szűkülést mutat, aminél a jelenleg legfrissebb áprilisi szám (-4%) azért szebb. Az infláció a 2019 első negyedév folyamán látott 20% körüli értékről mérséklődött kissé, júniusra 16% alá került. A jegybank 24%-on hagyta az egy hetes repó kamatlábat. A 10 éves kötvényhozamok kissé mérséklődtek az elmúlt hónapokban, jelenleg 16% közelében vannak.
- A **brexit** kapcsán ideiglenes megnyugvást láttunk a második negyedévben. Miután az EU és Nagy-Britannia tárgyalásai ugyan lezárultak, de a brit parlament többszöri nekifutásra sem tudta elfogadni a megállapodást és így a megállapodás nélküli kilépés azonnali veszély lett, a 03.29-i eredeti brexit határidőt Nagy-Britannia és az EU kitolta, előbb 04.12-re, majd októberre. Itt az volt a feltétel, hogy Nagy-Britannia részt vegyen az EP választásokon, ami meg is valósult, és a brexit pártiak elöretörését hozta. Végül a sorozatos kudarcok után lemondott Theresa May miniszterelnök. A jelenlegi ismeretek szerint Boris Johnson a legesélyesebb a tisztségre, aki szeretné a megállapodást újratárgyalni és a „hard brexitet” komoly alternatívaként emlegeti beszédeiben. Az EU egyelőre nem hajlik egy érdemi újratárgyalásra, így az elkövetkező hónapokban ismét az újságok címlapjára kerülhet a brexit, és ismét befolyásolhatja a piaci mozgásokat.



HAZAI GAZDASÁGI ADATOK

- A magyar gazdaság 2019 első negyedéves GDP adata 5,3%-os reálnövekedést mutatott (2018-ban is kimagasló, 5,1%-os éves növekedést láttunk), kicsivel ismét túlszárnyalva a várakozásokat. Előremutatóan is jók a kilátások, hiszen az ipari termelés májusban az előzetes adatok szerint 6,1%-kal haladta meg az előző év azonos hónapjának volumenét. A kiskereskedelemben ugyanebben a hónapban csak szerényebb növekedést láttunk (2,6%), de az új családtámogatási intézkedések közelgő elindulása okozhatott elhalasztott fogyasztást.
- A munkanélküliségi ráta lassú csökkenése nem állt meg, 3,4% lett a májusi adat. A március-május időszakban a foglalkoztatottak átlagos száma elérte a 4 millió 500 ezer főt, ami 43 ezer fővel haladja meg az előző év azonos időszakát. A 15-64 évesek foglalkoztatási rátája is tovább növekedett árnyalatnyival, 69,9%-on állt (egy évvel korábban 69,1% volt). A bérnövekedés a feszült munkaerőpiacon továbbra is 10% körüli éves szinten alakul: az áprilisi érték 9%, ami ugyan a várakozásoktól elmaradt, de egy igen jelentős növekedési ütemnek mondható.
- Az infláció az év első negyedévében ismét meredeken nőtt, a júniusi adat kis korrekciót hozott, de így is érezhető a drágulás: az inflációs mutató az előző és megelőző havi 3,9%-os érték után 3,4% lett, a KSH által közölt maginfláció is a májusi 4%-ról 3,8%-ra, míg az MNB Monetáris Tanácsa által kiemelten figyelt adószűrt maginfláció 3,7%-ról 3,5%-ra szelídült.

Magyar reál GDP növekedése



Forrás: Bloomberg

Hazai munkanélküliségi ráta



Forrás: Bloomberg

Infláció

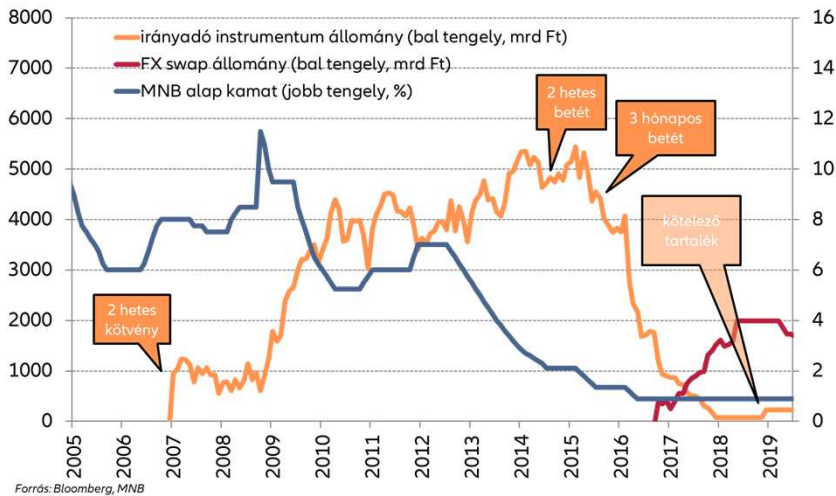


Forrás: Bloomberg



HAZAI MONETÁRIS POLITIKA

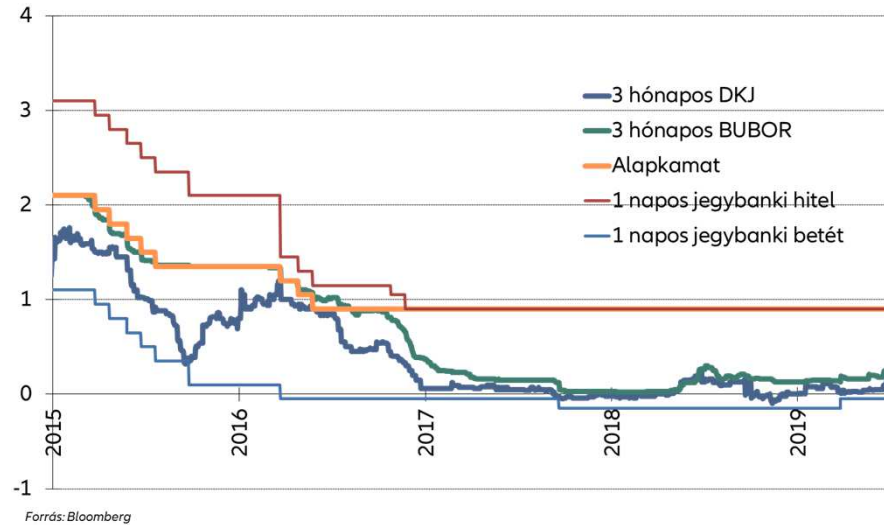
Hazai monetáris kondíciók (alapkamat, FX swap állomány)



Forrás: Bloomberg, MNB

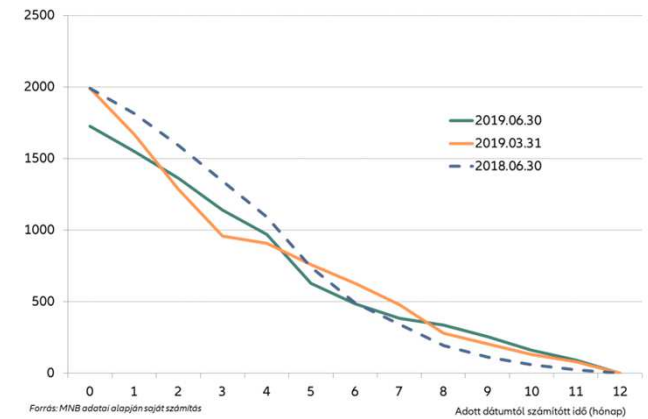
- Az előző negyedévben született még a döntés a betéti kamatláb jelképesnek tekinthető, 10 bázispontos emeléséről, a második negyedévben a kamatkondíciók nem változtak.
- Az forint likviditást nyújtó FX swap állomány az első negyedév végi kicsivel 2000 milliárd forint alatti szintről a márciusi kamatdöntő ülést követően csökkenni kezdett. Mivel az MNB-nek a bankközi kamatokra (BUBOR) vonatkozóan is voltak elvárásai, így végül az előzetesen vártnál nagyobb likviditásszűkítés volt szükséges. A swap állomány csökkenése egy időleges bankközi likviditási zavar miatt megtorpant, még egyhetes eszközt is hirdetett meg az MNB, de utóbbi kifizetését követően tovább folyt a swap állomány lemorzsolódása. A júniusi kamatdöntés kapcsán a kiszorítandó likviditás tovább csökkent, ami egy jelképes szigorításnak fogható fel, lényeges piaci hatást az MNB nem is vár.

Hazai monetáris kondíciók (kamatok) és rövid hozamok



Forrás: Bloomberg

FX swap állomány lefutása (mrd Ft)



Forrás: MNB adatai alapján saját számítás

Adott dátumtól számított idő (hónap)



HAZAI MONETÁRIS POLITIKA – FORDULAT SEM KIZÁRT

- Ha a monetáris politikával kapcsolatos üzeneteket nézzük, az előző év második fele lényegében egy szigorításra való felkészülésről szólt. Láttuk ugyanakkor, hogy a külső piacok és a nagy jegybankok milyen gyorsan fordultak. Így egyáltalán nem inkonzisztens a változás a magyar hozzáállásban, ami a márciusi ülésen mutatkozott meg leginkább először. Az egynapos betéti kamatlábat 10 bázisponttal, -0,05%-ra emelte a Monetáris Tanács, és döntött a kiszorítandó likviditás 100 milliárdos csökkentéséről. E mellett kommunikálták a szándékot, hogy a bankközi kamatlábak is lekövezzék a betéti kamat emelését. A sajtótájékoztató, illetve a következő nap a sajtóban olvasható MNB alelnöki interjú fő üzenete az volt, hogy az MNB elérte az inflációs célját, és ugyan a belső folyamatok (gazdasági növekedés, bériáramlás stb.) továbbra is az infláció emelkedése irányába hatnak, ugyanakkor a külső környezet romlása (különösen az eurózóna növekedési kilátásai) óvatosságra adnak okot. Ezért kamatemelési ciklus nem indult, határozott iránymutatást a kamatpályára az MNB nem ad, a Monetáris Tanács az üléseken – elsősorban negyedévente, az Inflációs jelentéshez kapcsolódóan – áttekinti a gazdasági és pénzügyi folyamatokat, és dönthet a monetáris kondíciók változtatásáról. Az MNB ezzel adatfüggő „üzemmódba” kapcsol.
- Az inflációs folyamatok ezen kettőssége az azóta lezajlott kamatdöntő ülések jegyzőkönyvének is hangsúlyos eleme.
- Júniusban a kiszorított likviditás újabb 100 milliárd forintos csökkentéséről született döntés, ezúttal ugyanakkor a BUBOR kamatokra elvárást nem fogalmaztak meg. A betéti kamatokhoz sem nyúltak, feltehetőleg azért, hogy a piac ne lásson bele ebbe az újabb jelképes szigorításba egy kamatemelési ciklust. Ami jól mutatja, hogy az EKB fordulatát a hazai tanácstagok nem hagyhatják figyelmen kívül az az, hogy előretekintve minden opció az asztalon van. Ez azt jelenti, hogy a beérkező adatok függvényében már egy újabb monetáris lazítás sem elképzelhetetlen. A Jegybank célja továbbra is az infláció, de mivel a „headline” indexet a volatilis olajárak erősen rángatják és a jövedéki adók fokozatos emelése is torzítja, az indirekt adóktól szűrt inflációs alapmutató egyelőre továbbra is jelentős szerepet kap az inflációs folyamatok megítélésben. Az elkövetkező hónapokban négy témakörre érdemes kiemelten figyelni: a világgazdaság lassulását igazoló adatokra (illetve ezek hazai begyűrűzésére), a nagy jegybankok irányultságára (ismét elindul-e a lazítás), a lakossági fogyasztásra (növekszik vagy legalábbis szinten marad-e a megtakarítási ráta), valamint a költségvetési politikára (az előzőleg bejelentetteknek megfelelően anticiklikus, azaz viszonylag szigorú lesz-e).
- A következő Inflációs jelentést szeptemberben publikálja a Jegybank, így a 09.24-i kamatdöntő ülésig a globális vagy hazai inflációs környezet nagymértékű és hirtelen megváltozásának esetét leszámítva, kevésbé valószínű fajsúlyos lépés. Mivel az MNB a beérkező adatokat a monetáris politika 5-8 negyedéves időhorizontjára tekintettel értékeli, néhány újabb ebbe vagy abba az irányba kiugró adat önmagában nem feltétlen változtatja meg a monetáris politika irányultságát.
- Márciusban már bejelentésre került egy 300 milliárd keretösszegű vállalati kötvényvásárlási program is, ennek keretében konkrét kibocsátás a harmadik negyedévtől várható.



MAGYAR INFLÁCIÓS FOLYAMATOK

Az infláció szempontjából kettősséget figyelhetünk meg. Ez a jelenlegi jegybanki kommunikációnak is az egyik lényeges pontja. Ezek hatásának nagysága és időbeli szinkronja nagyban befolyásolja, hogy az MNB folytatja-e a szigorítást (vagy még határozottabb szigorításba kezd) vagy ismét lazítás lesz a következő lépés. A belső folyamatok alapvetően az emelkedés irányába hatnak és jelenleg ezek a dominánsak, amennyiben ugyanakkor a külső hatások begyűrűznek, év vége felé az infláció, elsősorban az adószűrt maginfláció stabilan csökkenhet.

Belső hatások alakulása:

- Már több mint két éve 10% körüli vagy afeletti bruttó bérnövekedést látunk, a tendencia azonban valamelyest csökkenő. A kérdés, hogy az inflációs várakozások mennyire emelkednek és tartják ezt stabilan magas szinten.
- A családvédelmi akcióterv (CSOK, hitel) is növeli az elkölthető jövedelmet.
- Fontos kérdés, hogy a jövedelmek mekkora része kerül ténylegesen fogyasztásra.

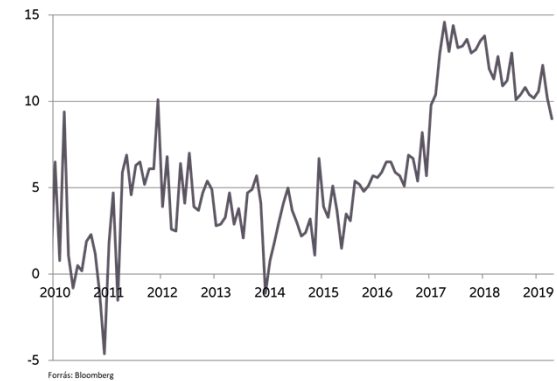
Külső tényezők:

- A kereskedelmi konfliktusok egyelőre nem látszanak csitulni, bár erre a 2020-as USA elnökválasztáshoz közeledve van esély.
- Az euróözone még jobban érintett a lassulásban.
- A nagy jegybankok fordulni látszanak, ismét lazíthatnak.
- Az EURHUF árfolyam és az olajár még a tavalyi csúcsok alatt van, de mindkettő sokat emelkedett idén.

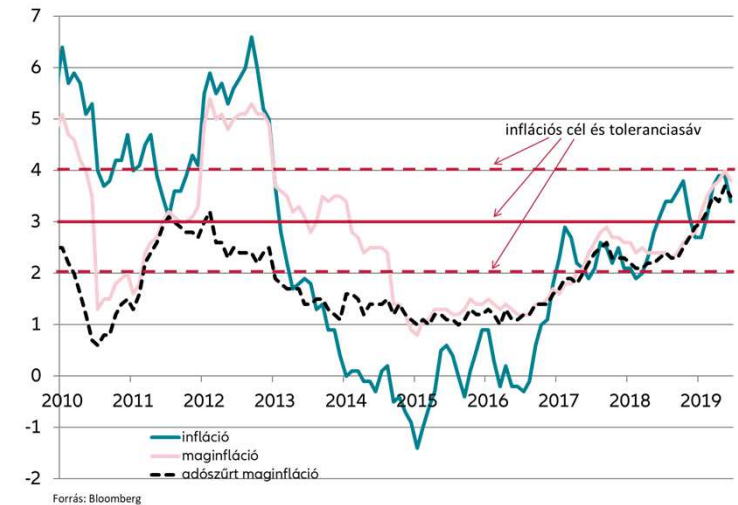
EURHUF árfolyam



Bérnövekedés (éves)



Hazai infláció és maginfláció

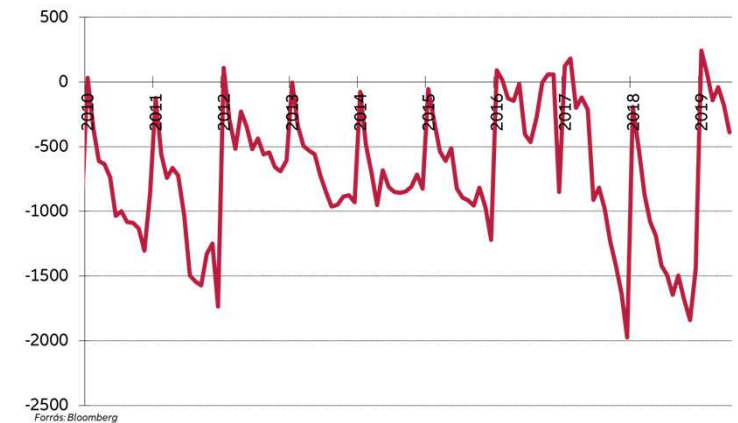




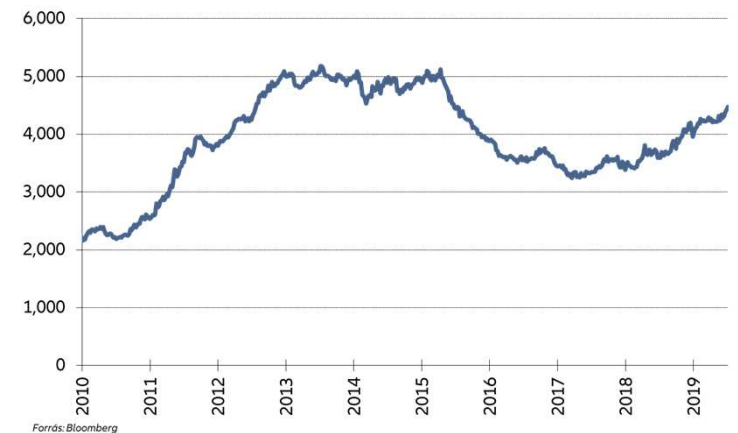
HAZAI ÁLLAMPAPÍR-PIAC

- Az forint állampapírok kínálati oldalát az államháztartás pénzforgalmi egyenlege jelentősen befolyásolja. Az előző év egészére elmondhatjuk, hogy ez nem alakult túl jól, mivel a kormányzat jelentős összegeket fizetett ki EU-pályázatok megelőlegezésére, míg az EU ezen összegek csak töredékét utalta. Az év végétől érkeztek jelentősebb utalások az Európai Uniótól. Az új év sokkal jobban indult ebből a szempontból, az EU-s kifizetések egyenlege is kedvezőbb, e mellett az adóbevételek is magasabbak a vártnál, köszönhetően a gazdasági növekedésnek és az online számlázás hatásának.
- Az államkötvény-aukciók jellemzően jó kereslet mellett zajlottak az idei első félévben is. Az ÁKK év elején jellemzően növeli a kibocsátási aktivitást, most viszont a kedvező költségvetési folyamatok miatt ez nem volt észrevehető. Különösen a kincstárjegyek esetében láthattunk visszafogott, év elején 25-30, utóbb már csak 20 milliárdos meghirdetéseket, és ráemelések sem voltak. A 3 hónapos DKJ hozama így ismét 0% közelébe csökkent.
- A hosszabb lejáratokon is hozamcsökkenést láttunk, különösen májusban és júniusban. Az ÁKK 3 és 10 éves futamidőkre év elején új benchmark papírokat bocsátott ki. Ha a régi kötvények hozamát nézzük, akkor a 3 és 10 éves futamidőre is nagyságrendileg 80 bázispontos hozamcsökkenést figyelhattunk meg. A 2027/A államkötvény 3% körüli értéken kezdte az évet, és március végén 2,15% közelében volt zárásban, a 2021/C nagyságrendileg 1,2%-ról 0,4%-ra esett.
- Érdeemes figyelni az EU egyenlegen túl a családvédelmi intézkedések hatását is, de összességében év végéig inkább mérséklődő finanszírozási igény várható az állampapír aukciókon.
- 2019-ben – összhangban az ÁKK kibocsátási tervével – eddig nem volt devizakötvény-kibocsátás. A lejáratok mellett elképzelhető, hogy visszavásárlások is lesznek, az MNB 0%-os devizaarányt tart kívánatosnak, és láthatólag a Kormányzat is ebbe az irányba hajlik.

Államháztartási hiány (pénzforgalmi, kumulált, milliárd forint)



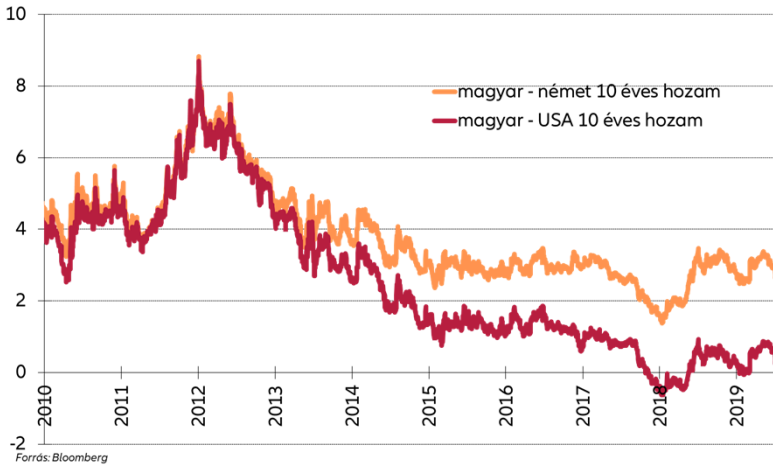
Külföldi állampapír-állomány



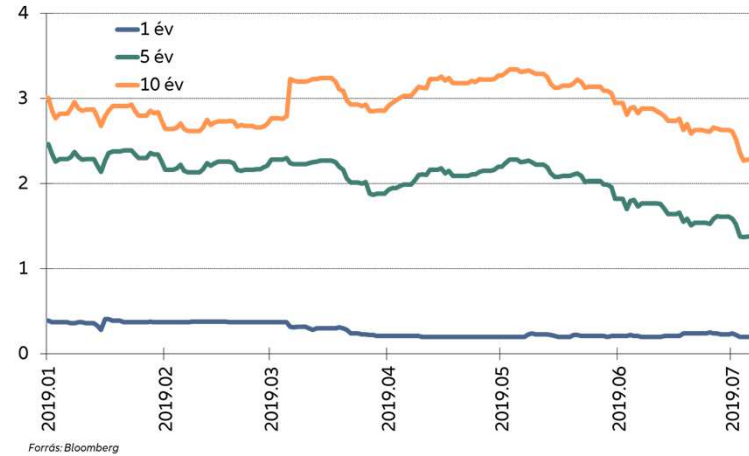


HAZAI ÁLLAMPAPÍRPIAC - GRAFIKONOK

Nemzetközi összehasonlítás



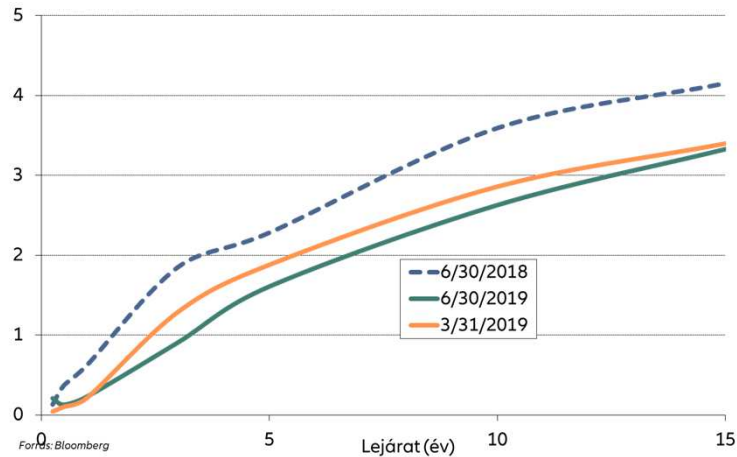
Állampapír hozamok 2019-ben



Állampapír hozammozgások



Hozamgörbe



RÉSZVÉNYPIACOK

3

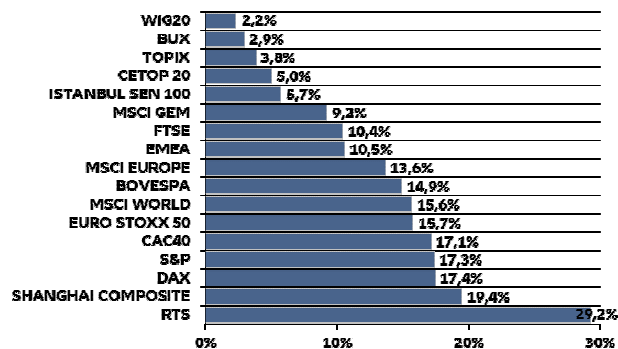




NEMZETKÖZI RÉSZVÉNYPIACOK

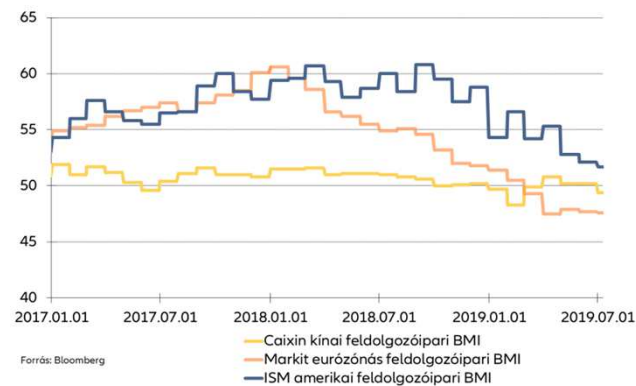
Az év elején kezdődött rali április végéig kitarzott, főként a dovish jegybankoknak és a vártnál erősebb Q1-es amerikai (3,1% év/év) és kínai (6,4% év/év) GDP adatoknak köszönhetően. Ezt követően azonban érkezett a korrekció. Az akkori hírekkel szemben – miszerint közeleg a kereskedelmi háborús megállapodás - felborították a felek a tárgyalóasztalt. Trump 200 Mrd dollárnyi import esetében 10-ről 25%-ra emelte a vámot és a maradék áruforgalom esetében is ezt helyezte kilátásba. Válaszul Kína hasonló lépést 60 Mrd dollárnyi árura. Közben nemzetbiztonsági okokra hivatkozva több amerikai technológia cég – köztük a Google – is bejelentette, hogy megszünteti az együttműködést a Huawei-jel. Erre a ritkaföldfémek kitermelésének 85%-a felett rendelkező ország az USA-ba történő export korlátozását helyezte kilátásba. Fokozódott az amerikai-iráni konfliktus is. A gyanú szerint egy tankertámadás és egy amerikai drón lelövése is a közel-keleti ország számlájára írható. A megtorló légitámadást végül lefújták, az ország vezetői ellen hozott szankciókkal próbálnak operálni. Mindezek ellenére júniusban ismét északnak vették az irányt az indexek, újra a jegybanki lazításokba vetett hitnek köszönhetően. A G20-as csúcstalálkozó is hozott pozitívumot, folytatódhatnak az USA és Kína közti kereskedelmi tárgyalások. A kockázatok azonban továbbra is nyomást gyakorolnak a hangulatindikátorokra. A külkereskedelem alakulásának jobban kitétt feldolgozóipari bmi-k a tengerentúlon a növekedés lassulására, Németországban és Kínában pedig összehúzódásra utalnak. Az inkább a belső piacoknak kitétt szolgáltatói indexek kedvezőbb képet festenek, így a kompozit mutatók a választóvonalat jelentő 50-es érték felett tudtak eddig maradni.

Részvényindexek teljesítménye 2019H1

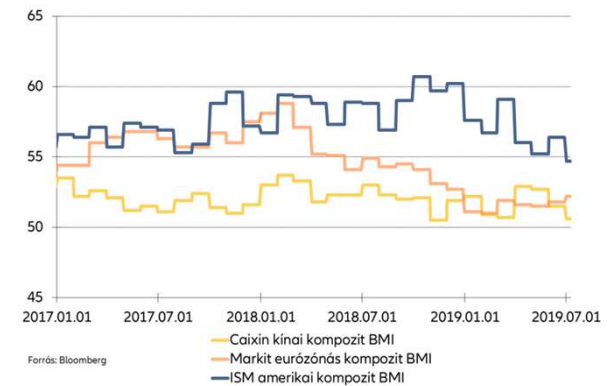


Forrás: Bloomberg

Feldolgozóipari BMI-k alakulása



Kompozit BMI-k alakulása



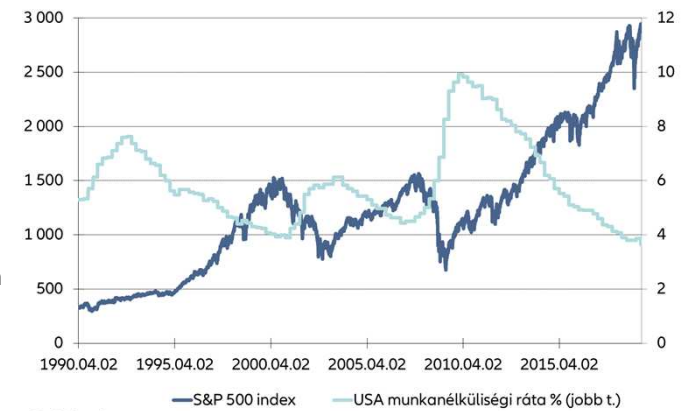


NEMZETKÖZI RÉSZVÉNYPIACOK - USA

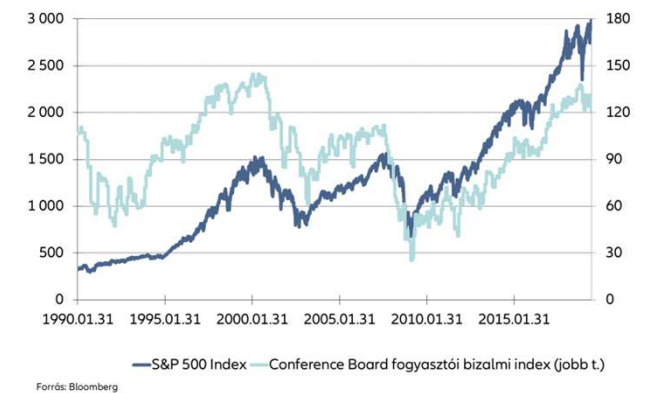
Az S&P 500 a félévet nemcsak idei, hanem historikus csúcsa közelében zárta. Mindezt annak ellenére, hogy felmérések szerint az intézményi befektetők 2009 óta nem voltak olyan pesszimisták mint jelenleg, ami az eszközallokációjukban is tükröződik. A főbb kockázatok között a kereskedelmi háborút, a recesszió növekvő esélyét és a jegybankok intézkedéseinek esetleges hatástalanságát emelik ki. Ha ezek bármelyikével kapcsolatban pozitív változás állna be, segíthetne az indexeknek új csúcsra törni. Az viszont továbbra is kétségtelen, hogy a gazdasági ciklus a végéhez közeledik, amit alátámasztanak az adatok (fesztes munkaerőpiaci helyzet, hozamgörbe invertálódása, fogyasztói bizalmi indexek tetőzése). A FED továbbra is mindent megtesz, hogy kitolja a ciklus végét, amire a legutóbbi mérsékelt inflációs adat (1,8% év/év) fényében meg is van a tere főleg, hogy az év végi várakozást 1,5%-ra csökkentették. Egyre növekszik a kamatsökkentés esélye, amit a Bloomberg adatai szerint a piac július végére már-már túlzott magabiztossággal, 100%-os valószínűséggel áraz. Ehhez hozzá tartozik, hogy Trump továbbra is a monetáris élénkítés egyik legnagyobb szószólója, a jövő évi választásokra a gazdaságot bomba formában szeretné látni.

A likviditás ezek szerint továbbra sem lesz szűk keresztmetszet, kérdés hogyan alakulnak a vállalati eredményvárakozások. Visszatekintve az első negyedévre azt láthatjuk, hogy 6,4%-kal tudták meghaladni a vállalati eredmények a prognózisokat, miközben év/év alapon mindössze 1,26%-os emelkedés látszott. A teljes évre vonatkozóan továbbra is 9% feletti EPS növekedést várnak az S&P 500 esetében az elemzők, amiben az olcsó források által megtámogatott sajtó részvény vásárlások szerepe továbbra is jelentős. Ez nem mondható kiugrónak és ha folytatódik a növekedés ütemének mérséklődése az inkább a defenzív szektoroknak kedvez.

S&P 500 index és a munkanélküliség alakulása



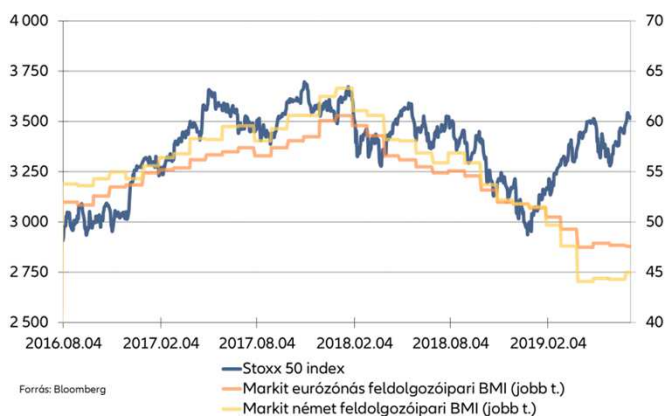
Az S&P 500 árfolyam és a fogyasztói bizalom alakulása



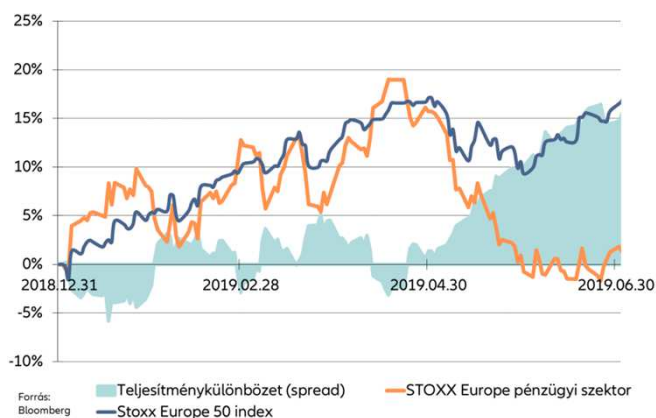


NEMZETKÖZI RÉSZVÉNYPIACOK - EURÓPA

Stoxx 50 index és feldolgozóipari BMI adatok



Stoxx 50 és a Stoxx Bank index teljesítménye idén



A tavalyi gyenge év után jól szerepelnek idén az európai részvénypiacok is. A Euro Stoxx 50 index 15,7%-kal, a DAX index 17,4%-kal tudott eddig emelkedni. Dicséretes teljesítmény tekintve, hogy a globális problémák mellett a brexitsága, az olasz gazdasági visszaesés, a német autógyártók nehézségei és a pénzügyi szektor problémái is fejtörést okoznak a döntéshozóknak. Ezt a gyenge eurózónás növekedési adatok (2019Q1 1,2% év/év) és a gyengélkedő BMI értékek is alátámasztják. Reményre adhat okot, hogy az elmúlt negyedévben nem süllyedtek tovább a külpiacnak jobban kitett feldolgozóipari indexek, azt azonban látni kell, hogy továbbra is a bővülést jelentő 50-es értékük alatt vannak. Szembe ötlő a részvénypiaci árfolyamok és az BMI adatok között év eleje óta kialakult és azóta is velünk maradt divergencia, ami a historikus tapasztalatok alapján nem szokott tudni tartósan fennmaradni.

Az EKB továbbra is adatvezérelt politikát folytat, még legalább 2020 közepéig nem terveznek szigorítást, sőt Mario Draghi egy nyilatkozatban még a további élénkítés (kamatcsökkentés, eszközvásárlás) gondolatát is felvetette. Szeptemberben elindul a harmadik TLTRO program, ami lényegében a nagyobb hitelvolumen bővülést alacsonyabb forrásköltségekkel jutalmazza a bankoknál. Ez kedvező a hitelfelvevőknek, a bankoknak azonban már kevésbé, hiszen a volumen bővülése nem feltétlenül ellensúlyozza a nyomott marzsokat. A Q1-es vállalati eredmények a DAX esetében 9,15%-os visszaesést mutattak év/év alapon, viszont 10% feletti mértékben meg tudták haladni a pesszimista várakozásokat. A teljes évre vonatkozóan jelenleg 19% körüli EPS növekedést prognosztizálnak az elemzők.

Májusban lezajlottak az európai parlamenti választások. Az euroszeptikusok vártánál alacsonyabb népszerűsége pozitívum, a Nigel Farage vezette Brexit Párt győzelme már kevésbé. Főként, hogy Theresa May lemondását követően Boris Johnson a legesélyesebb a brit miniszterelnöki székre.

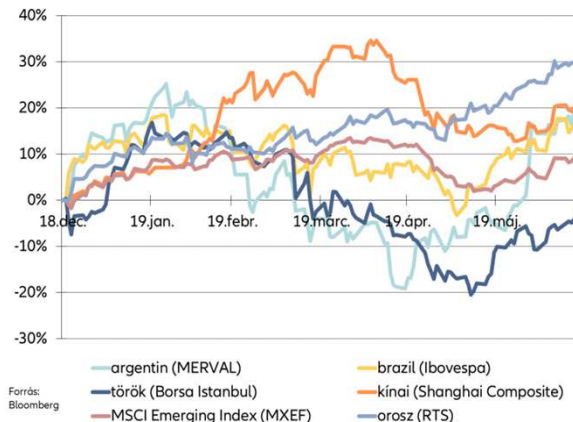


NEMZETKÖZI RÉSZVÉNYPIACOK - FELTÖREKVŐ

A tavaly ősztűz alatt lévő feltörekvő országok részvényei is talpra álltak idén, bár a fejlett piacoktól eltérően a májusi mélypontot követően az MSCI Emerging index nem tudott újra éves csúcspontja közelébe emelkedni. Összességében így is 9,2%-os az erősödés, amihez egyaránt hozzájárulhatott a 10 éves USA hozam 2% környékére történő süllyedése, valamint az, hogy a FED irányváltásának köszönhetően a dollár ereje kifogyni látszik. A meghatározó jelentőségű (MXEF index 31,11%-át kitevő) kínai piac felülteljesítő volt, a Shanghai Composite 19,4%-kal került idén eddig feljebb. A monetáris- és fiskális stimulus mellett azonban itt is bőven adódnak kockázatok, az amúgy is lassuló gazdaságnak további sebeket okozhat a kereskedelmi háború eskalálódása. Szemléletes példája ennek, hogy a szankciók következtében a Huawei nemzetközi készülék értékesítése 40%-kal esett vissza, miközben árbevételben 25 Mrd dollárral csökkentette idei várakozását a cég alapítója.

A tavaly lokális válságokkal sújtott országokban (Argentína, Brazília, Törökország) is stabilizálódni látszik a helyzet, de azért érdemes résen lenni, hiszen a magas politikai kockázat továbbra is ott van ezekben a térségekben. Törökországban például az AKP másodszor is elvesztette az isztambuli választásokat, kérdéses Erdogan mit lép erre. Az orosz piac kimagasló teljesítményt (29,2%) tudott eddig nyújtani idén, pedig az olaj erősödése csak április végéig támogatta a hangulatot.

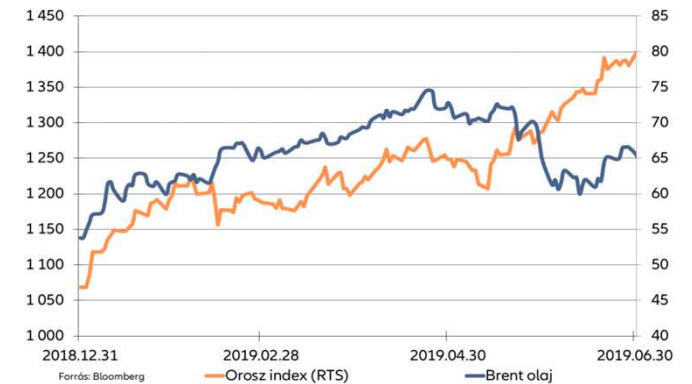
Feltörekvő piaci indexek teljesítménye dollárban



2 és 10 éves US hozamok és a dollár index alakulása



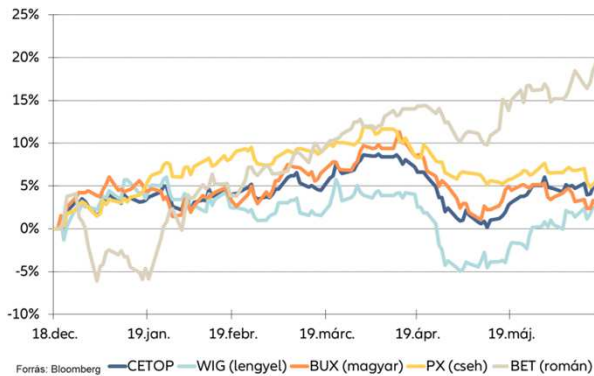
Az orosz index (RTS) és a brent olaj árfolyamának alakulása



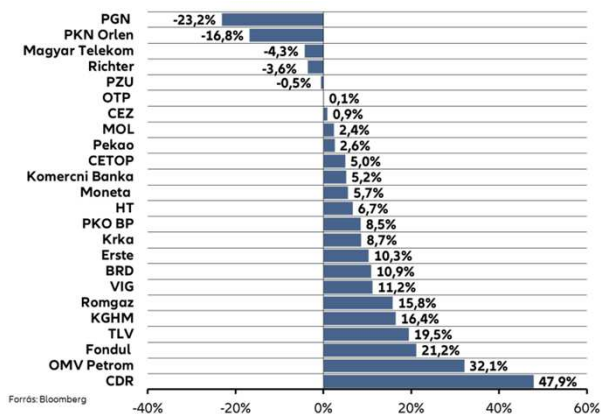
RÉGIÓS RÉSZVÉNYPIACOK



Régiós indexek idei teljesítménye



CETOP részvények teljesítménye 2019H1-ben



A régiós részvénypiacok csak szerényebb mértékben vették eddig ki a részüket az emelkedésből, 5%-ot tudott emelkedni a CETOP index. Ebben részben közrejátszhat, hogy bár a régió jelenlegi gazdasági teljesítménye kimagasló Európán belül, ám előbb-utóbb erre is jobban kihathatnak a fontos kereskedelmi partnernek számító euró-zóna nehézségei. Jelenleg azonban ezt még bőven ellensúlyozza az erős belső kereslet, amit a Q1-es GDP adatok is alátámasztanak. Magyarország, Lengyelország és Románia is 5% körüli mértékben tudott növekedni és a cseheknél is 2,8%-os volt a növekedés. Amennyiben nem romlik jelentősen az összkép a régiós indexek év végéig szépíthetnek, hiszen az árazások nem tekinthetőek feszítettnek.

A PGNiG továbbra is lefelé húzta az CETOP index teljesítményét. A cég fő problémáját továbbra is az olajáraktól elszakadó alacsony gázár jelenti. Ennek okai főként az enyhe télből, a növekvő LNG importból és a növekedés lassulása miatti keresletcsökkenésből adódnak. A PKN és az olajfinomítói szektor általános gyengeségéért a kedvezőtlen iparági környezet tehető felelőssé. A marzok összeomlásáért nagyrészt az ural-brent különbség lemorzsolódása volt felelős, ennek javulásával konszolidálódhat a helyzet. Azon cégeket, melyek upstream tevékenységgel is rendelkeznek kevésbé érintette ez negatívan. Csehországban megint előkerült a szektorális különadók ötlete, nagy esést okozva a Moneta és a Komercni Banka árfolyamában. Ezt követően azonban megnyugodott a helyzet, mivel ehelyett végül egy 6 Mrd koronás fejlesztési alap létrehozása valósul meg és ez jóval kisebb terhet jelent az érintetteknek. A CDR szárnyalásához immáron a profitvárakozások növekedése is társult, így a 35-ös Q1 végi értékéről 22 közelébe csökkent a 12 havi előretekinő P/E mutató, ami még mindig magas, ám egy fenntarthatóbb növekedési ütemet feltételez.

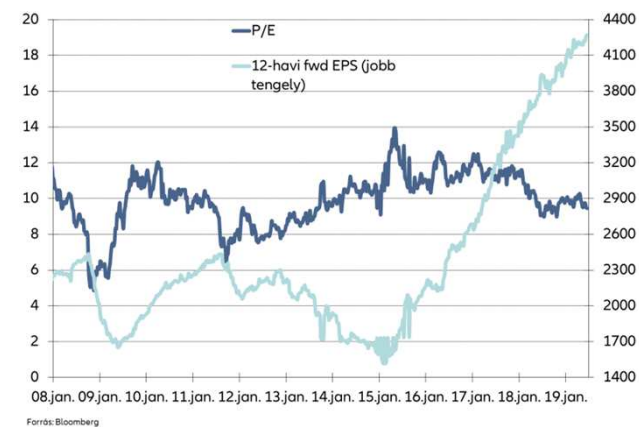
HAZAI RÉSZVÉNYPIAC



A BUX index április második felében a historikus csúcstól jelentő 43.600 pontos szintre lefordult és májusban a nemzetközi hangulat romlásával 40.000 pont alá csökkent. A régiós indexekkel együtt az innen indult emelkedésben alulteljesítő volt a globális fejlett- és feltörekvő piaci indexekhez képest. Az előretekintő 12 havi P/E alapú értékeltségre tekintve 14% körüli diszkont látható az 5 éves átlagához viszonyítva, ami csökkenhet a második félévben, de az eredményvárakozások növekedésének csökkenő üteme azért itt is óvatosságra adhat okot.

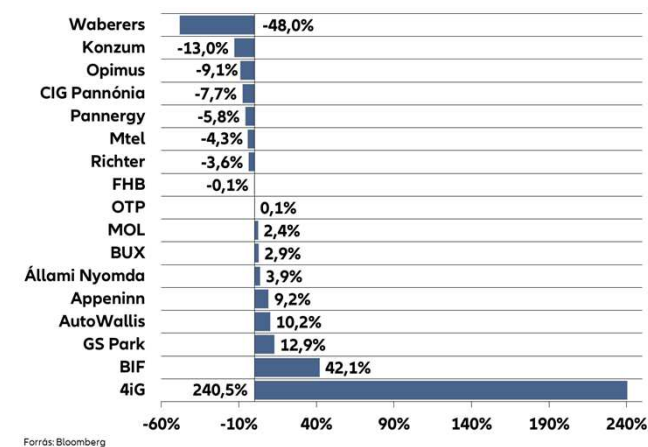
Az OTP járt idén 17% feletti pluszban is azonban innen délnek vette az irányt. Bár a Q1 kiválóan sikerült (72,6 Mrd forintos profit) és szlovén leánybankkal (SKB Banka) is bővül a csoport, a szerb devizahiteles konverzió és a TLTRO III kamatmarzsra gyakorolt negatív hatása rontotta a hangulatot. A MOL Q1-es számai elmaradtak a várakozásoktól (tisztított EBITDA 144 Mrd forint), főként gyenge downstream teljesítmény következtében. Az ural-brent különbség helyreállításának és az IMO 2020 indulásának köszönhetően év végéig javulhat a teljesítmény. Az MTEL Q1-es eredménye vegyesen alakult, az árbevétel év/év alapú 20%-os növekedése mellett még az egyszeri 11 Mrd forintos frekvenciahosszabbítási díjat kiszűrve is csak stagnálni tudott az üzemi eredmény a magasabb költségek következtében. Közben a Digi teszt jelleggel, agresszív árazás mellett elindította mobil szolgáltatását. A Richter Q1-es számai gyengére sikerültek, főként a szerializáció miatti költségnövekedés és termelés visszaesése következtében. Ezt eddig nem tudta ellensúlyozni az FDA cariprazine-ra vonatkozó újabb indikációban történő jóváhagyása. A márciusban bekerült új BUX index tagok (4iG, Autowallis, BIF) továbbra is felülteljesítőek.

BUX index EPS várakozás és P/E



Forrás: Bloomberg

Főbb magyar részvények teljesítménye 2019H1



Forrás: Bloomberg