

ÖSSZEFOGLALÓ A VAGYONKEZELÉSRŐL ALLIANZ FOGLALKOZTATÓI NYUGDÍJSZOLGÁLTATÓ

2019. III. NEGYEDÉV

2019.10.10.

Allianz 



TARTALOM

1

BENCHMARK HOZAMOK ÉS TELJESÍTMÉNYEK

2

MAKROGAZDASÁGI ÖSSZEFOGLALÓ

3

RÉSZVÉNYPIACOK

BENCHMARK HOZAMOK ÉS TELJESÍTMÉNYEK

1





PORTFÓLIÓK TELJESÍTMÉNYE 2018.12.31-TŐL 2019.09.30-IG

Portfóliókezelt állomány	Portfóliókezelői bruttó hozam	Benchmark hozam	Alul / Felül teljesítés	Kezdő dátum	Kezdő vagyon	Záró dátum	Záró vagyon
FNYSZ Dinamikus EUR	11,31%	9,67%	1,64%	2018.12.31	32 217	2019.09.30	35 510
FNYSZ Dinamikus HUF	11,59%	10,69%	0,90%	2018.12.31	22 174 290	2019.09.30	22 390 470
FNYSZ Egyenletes EUR	7,05%	5,88%	1,17%	2018.12.31	451 903	2019.09.30	480 619
FNYSZ Egyenletes HUF	8,10%	7,65%	0,45%	2018.12.31	61 406 844	2019.09.30	66 771 352
FNYSZ Klasszikus	0,31%	0,04%	0,28%	2018.12.31	9 253 569	2019.09.30	9 977 815

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



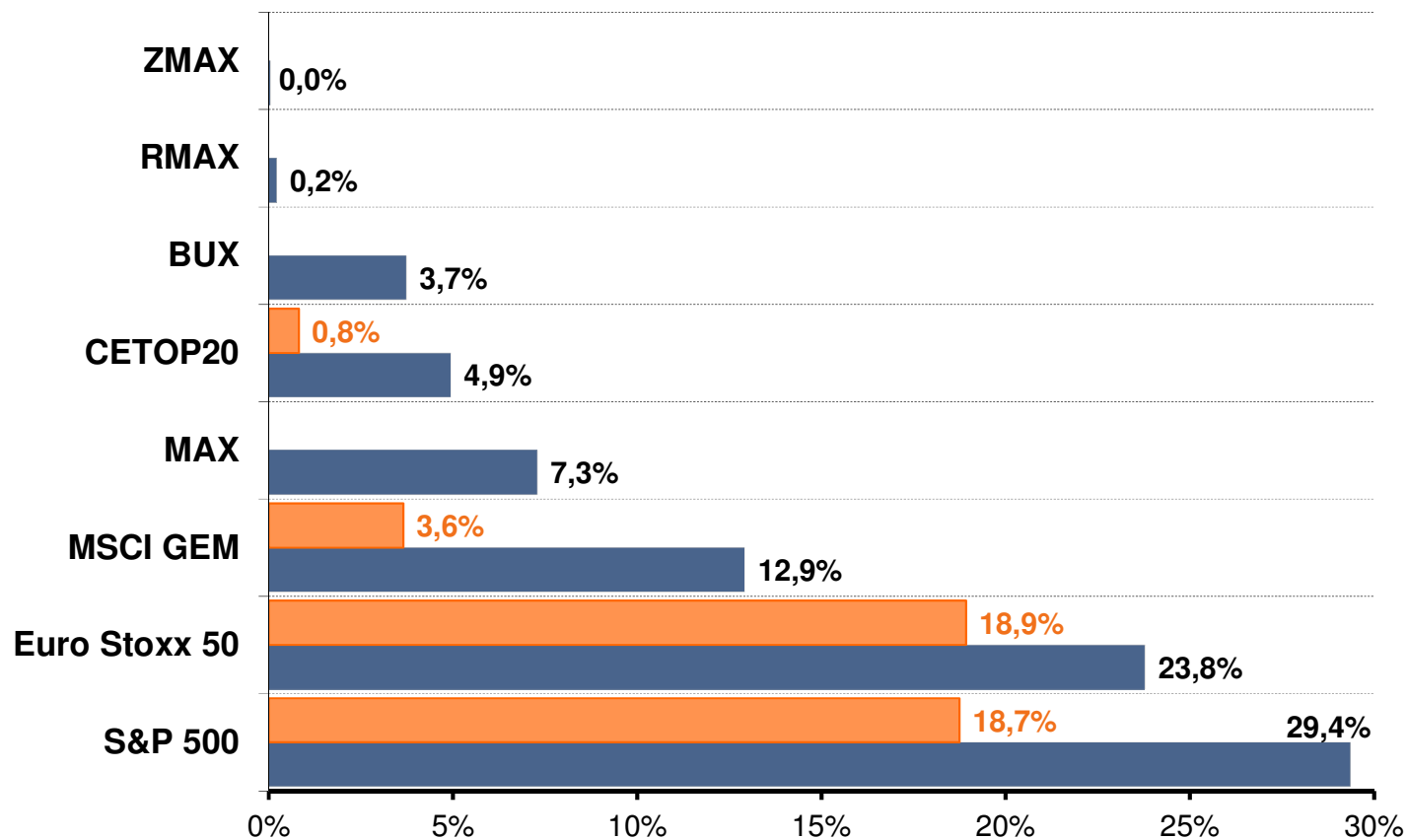
PORTFÓLIÓK TELJESÍTMÉNYE 2019.06.30-TÓL 2019.09.30-IG

Portfóliókezelt állomány	Portfóliókezelői bruttó hozam	Benchmark hozam	Alul / Felültejesítés	Kezdő dátum	Kezdő vagyon	Záró dátum	Záró vagyon
FNYSZ Dinamikus EUR	2,24%	1,89%	0,35%	2019.06.30	34 759	2019.09.30	35 510
FNYSZ Dinamikus HUF	3,76%	3,41%	0,35%	2019.06.30	25 357 134	2019.09.30	22 390 470
FNYSZ Egyenletes EUR	1,60%	1,44%	0,16%	2019.06.30	473 097	2019.09.30	480 619
FNYSZ Egyenletes HUF	3,12%	2,87%	0,25%	2019.06.30	65 006 320	2019.09.30	66 771 352
FNYSZ Klasszikus	0,19%	0,02%	0,16%	2019.06.30	9 659 980	2019.09.30	9 977 815

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



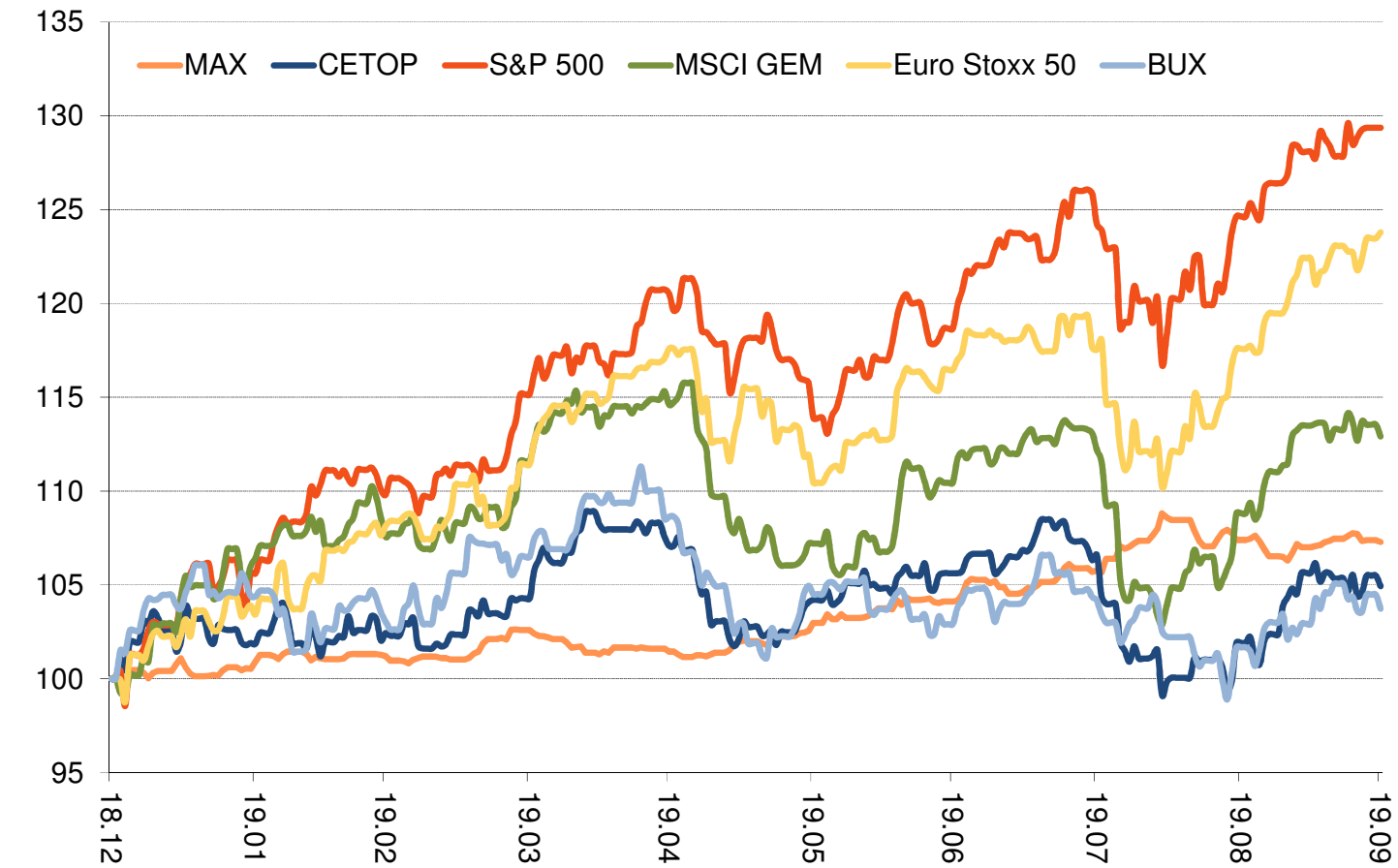
FŐBB INDEXEK TELJESÍTMÉNYE 2019 YTD (HUF ÉS SAJÁT DEVIZA)



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő



FŐBB INDEXEK ALAKULÁSA 2019 YTD



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

MAKROGAZDASÁGI
ÖSSZEFOGLALÓ

2

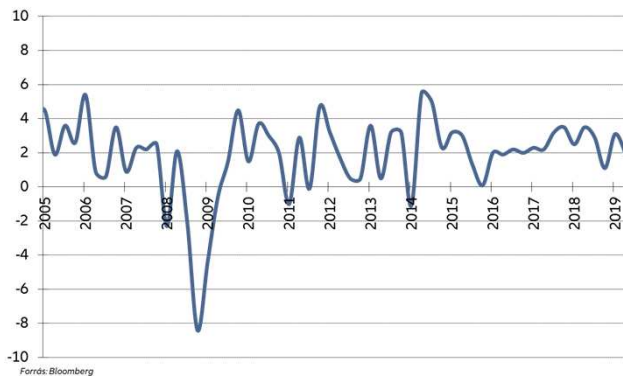




USA GAZDASÁGI ADATOK

- Az USA második negyedéves gazdasági növekedése az előző negyedév 3,1%-os értéke után 2% lett, ami a kereskedelmi háborús feszültségeket és a többi nagy gazdaság hasonló adatát figyelembe véve még mindig szép érték (a 2018-as éves növekedési ütem 2,2% volt). A kiskereskedelem is inkább bővülést mutat, az elmúlt hónapok havi 0,5% körüli növekedést hoztak. Az ipari termelési adatok gyengébbek, de például a jelenleg elérhető legfrissebb (augusztusi) érték 0,6% havi növekedést mutatott az előző hónapok stagnálása után.
- A munkanélküliségi ráta már 2018-ban 4% körüli szinten mozgott. 2019-ben eddig enyhe további javulást figyelhettünk meg, a szeptemberi érték 3,5% lett, amihez hasonló adatért az 1960-as évek végéig kell visszanyúlni. A participációs (foglalkoztatási) ráta az előző időszak jelentős romlása után 2014-től lényegében stagnáló, utóbbi bő egy évben talán inkább enyhén javuló tendenciát mutat. A mezőgazdaságon kívüli foglalkoztatás bővülése (NFP) most csak 150 ezer körül alakult az elmúlt hónapokban, de ilyen feszes munkaerőpiacon sokkal magasabb értékeket tartósan nehezen lehet várni. Tehát a munkaerőpiac továbbra is erős, sőt még mindig enyhén erősödő. Az órabérek növekedési üteme továbbra sem szállt el, 3% körüli.
- Az infláció 2018 első felében látott gyorsulása tavaly év vége felé megfordult és inflációs nyomásról azóta sem beszélhetünk. Az augusztusi áremelkedési ütem évi 1,7% volt. A Fed által még inkább figyelemmel kísért magindex (PCE core) az év elején csökkenést mutatott, augusztusra enyhén, évi 1,8%-os ütemre emelkedett.

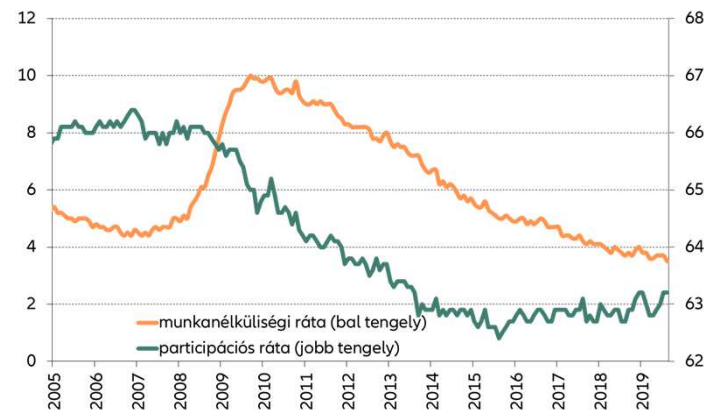
USA reál GDP növekedése



Forrás: Bloomberg

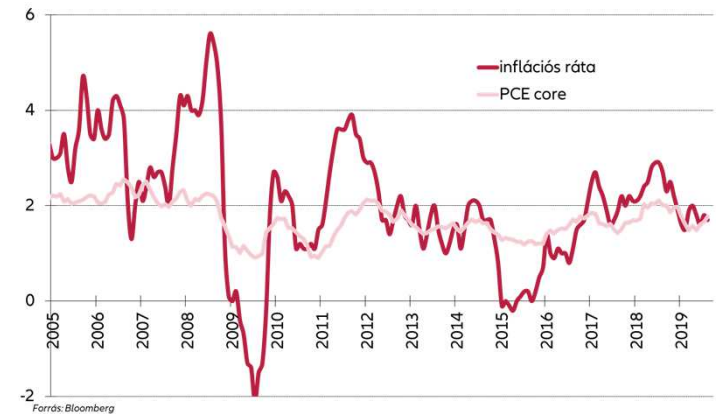
© Copyright Allianz 2019. október 10.

USA munkaerőpiac



Forrás: Bloomberg

USA infláció

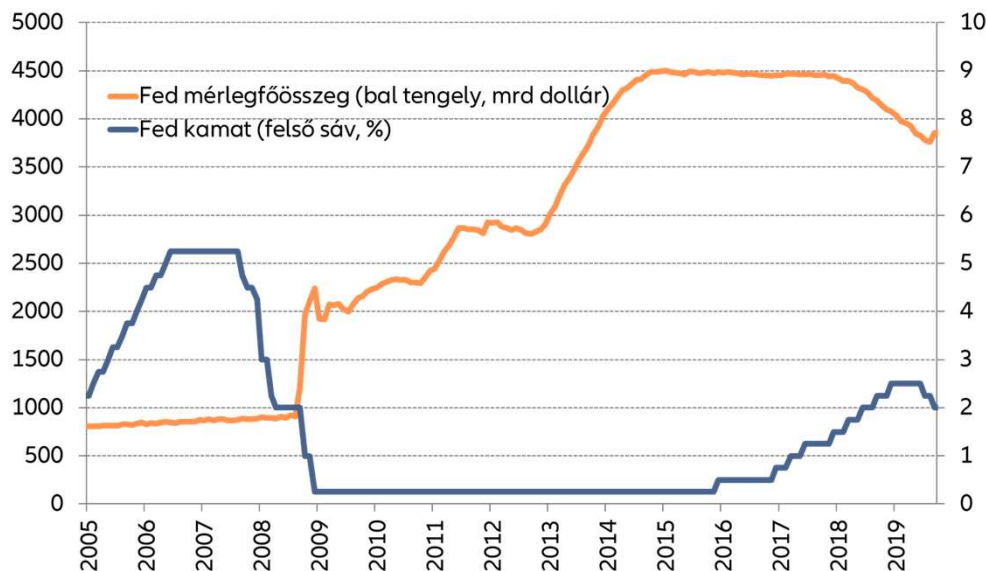


Forrás: Bloomberg



USA – MONETÁRIS POLITIKA

USA monetáris kondíciók



Forrás: Bloomberg

- Az elmúlt évek fokozatos és folyamatos szigorítása után az év első felében egyre nyilvánvalóbbá vált, hogy a kereskedelmi feszültségek és a lassuló globális gazdaság hatására lazítás jöhet. Az első negyedéves beszámolóban még azt írtuk, hogy a nyilatkozatok szerint a Fed „türelmes lesz” a következő kamatemeléseket illetően. A júniusi üléshez kapcsolódó közlemény ezt a szófordulatot már „szoroson figyel”-re cserélte. Ezek után egyáltalán nem volt meglepő a júliusi 25bp-os kamatvágás, melyet szeptemberben egy újabb hasonló lépés követett, ezzel 1,75-2,00% lett a megcélzott rövid kamatszint.
- A Fed döntéshozóinak szeptemberi makrogazdasági elképzelései nem módosultak jelentősen, 2020-ra továbbra is 2% gazdasági növekedéssel és 1,9% PCE core maginflációval számolnak. Egyik sem utal hatalmas sokkra. A Fed kamatpályára vonatkozóan lejjebb tolódtak a várakozások júniushoz képest, bár a két kamatvágás után ez már újabb lépést nem vetít előre 2019-re és 2020-ra. A piaci szereplők ezzel szemben, különösen a rossz ISM adat után még várnak kamatcsökkentést idén is, sőt a határidős árak alapján már akár októberben.
- A Fed 2017 őszén határozott meg egy ütemtervet 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, romló gazdasági kilátások 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 júliusi ülésen a kamatvágás mellett döntés született arról is, hogy a mérlegleépítés két hónappal hamarabb, augusztus végével befejeződik.



USA BEL- ÉS KERESKEDELEMPOLITIKA

- A márciusban kiadott Mueller riport nem tárt fel bizonyítékot összejárásra a Trump kampánystáb és az orosz kormányzat között az elnökválasztás során. A demokraták így nem is nyújtottak be felelősségrevonási eljárást (impeachment) az elnök ellen, hiszen ennek keresztülvitelének esélye ezzel tovább csökkent. A Mueller riport azonban még hónapokig beszéd tárgya volt, a demokrata politikusok próbálják továbbvinni a Trump elnök által csak „boszorkányüldözésnek” nevezett vizsgálatokat. Az ellenzék ugyanakkor azóta új témával igyekszik a 2020-as választásokhoz közeledve aláásni a hivatalban lévő elnök támogatottságát: egy amerikai-ukrán elnöki telefonbeszélgetés miatt kezdték meg végül a felelősségrevonási eljárást. A folyamat, jelenlegi állása szerint valószínűleg nem végződik Trump elnök elmozdításával, mivel az azóta nyilvánosságra került telefonbeszélgetés-átirat nem alapozza meg egyértelműen azt a vádat, hogy zsarolta volna ukrán kollégáját saját belpolitikai érdekei miatt, így az elmozdítása tárgyában a szenátusi kétharmados többségnek kicsi a valószínűsége. Természetesen további bizonyítékok ezen változtathatnak.
- A kereskedelmi háború már közel két 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. Az amerikai elnök gyakorlatilag minden kínai importra bevezetett adót, majd emelt a vámtételeken, valamint a Huawei is egyre nehezebb helyzetbe kerül. Időleges enyhülést a júniusi G20 csúcstalálkozó hozott, ahol a két elnök a tárgyalások folytatásában állapodott meg. Most újra romlik a helyzet, újabb cégek kerülnek feketelistára, és amerikai állami nyugdíjalapok sem vehetnek kínai részvényeket.

Az USA, kínai és német részvénytőzsdék relatív teljesítménye



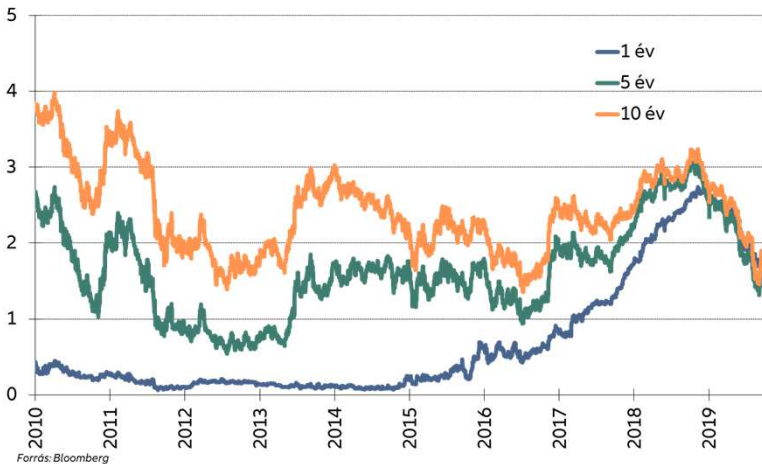
Forrás: Bloomberg



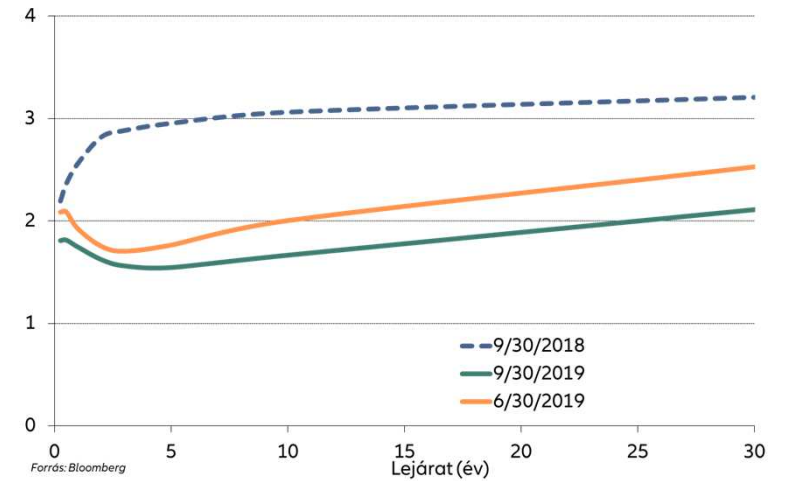
USA ÁLLAMPAPÍRPIAC

- A kereskedelmi háborús félelmek, valamint a Fed fokozatos elmozdulása a szigorítástól a lazítás felé a kötvénypiaci hozamok csökkenésének irányába hatottak idén. A 10 éves USA államkötvény hozama a harmadik negyedévben már 1,5% alá is benézett, ami a 2018 második felében látott csúcshoz képest már 150 bázispontot meghaladó hozamesést jelent. A Fed várakozásokat még jobban tükröző 2 éves hozam is a Fed kamatsáv alatt maradt. A két kamatvágás ellenére a szeptembert 1,6% körüli értékkel zárta.
- A gazdasági recesszió jó előrejelzőjének tekintett inverz hozamgörbe még tartósan nem alakult ki, de továbbra is meglehetősen lapos hozamgörbét figyelhetünk meg.

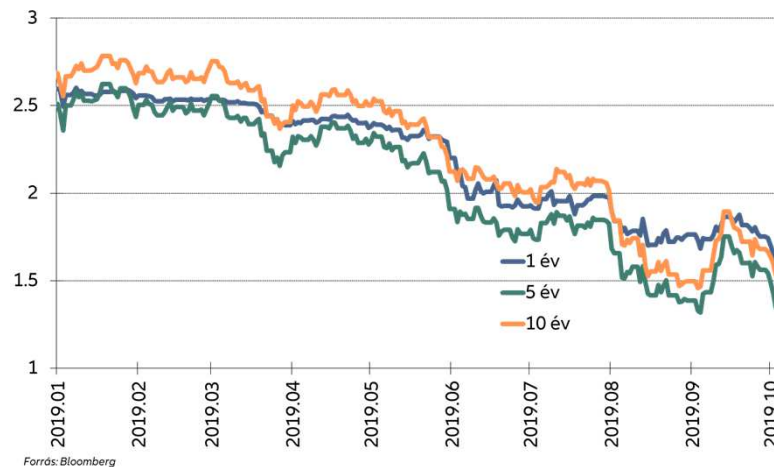
Állampapír hozammozgások



Hozamgörbe



Állampapírpiac 2019-ben

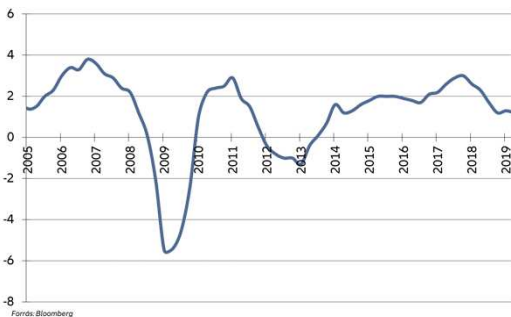




EURÓZÓNÁS GAZDASÁGI ADATOK

- Az USA gazdaságán is látszanak lassulásra utaló jelek, azonban a második negyedéves GDP-t sem tekinthetjük katasztrofálisnak, a munkaerőpiaci adatok rekordszinteken, a fogyasztás is bővül, inkább csak az iparon érződik egyfajta megtorpanás. Az eurózónára tekintve közel sem ilyen kedvező a kép. A GDP bővülése a második negyedéves adatok alapján 1,2% volt (2018-ra is ezt az értéket láttuk), a zóna motorjának tartott Németország különösen gyengélkedik, növekedési száma mindössze 0,4% (a legfrissebb negyedéves adat pedig -0,1% lett). Az eurózóna ipari termelése a júliusi adat szerint is csökkent (előzetesen -2% egy év alatt), a kiskereskedelem bővülése ugyanakkor jobb képet mutat, augusztusban 2,1%-kal haladta meg az egy évvel korábbi volument.
- A munkanélküliségi ráta lassú mérséklődése is folytatódott (augusztus: 7,4%). A régiós különbségek persze továbbra is nagyok, Németországban 5,0% körül ingadozik, míg Olaszországban 2012 eleje után csak idén májusra csökkent 10% alá ez a mutató, augusztusban 9,5%-on állt.
- Az inflációt nézve 2018-ban ugyan többször is közöltek valamivel 2% feletti értéket, de év végére – jórészt a meredeken csökkenő olajárak hatására – már csak évi 1,5% lett az adat, majd egy minimális felpattanás után idén szeptemberre 1% alá olvadt az áremelkedés (az előzetes adat 0,9%), ami már az EKB kicsivel 2% alatti céljától jelentősen eltávolodott. A maginfláció az előző évhez hasonlóan idén is 1% körül ingadozott.
- Tehát az eurózóna gazdasági növekedése még pozitív ugyan, de továbbra is inkább gyengének nevezhető, és lefelé mutatnak a kockázatok. Az infláció 2018 végétől az EKB céljától távolodik. Ezek következtében a piac az EKB-tól tartósan laza monetáris politikát vár.

Eurózóna reál GDP növekedés



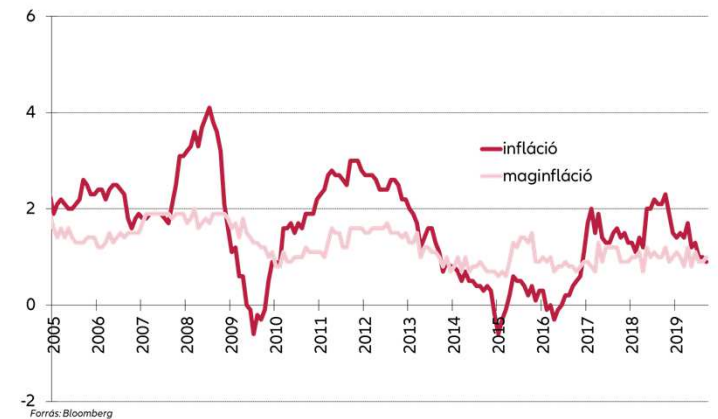
© Copyright Allianz 2019. október 10.

Eurózóna munkanélküliségi ráta



Forrás: Bloomberg

Eurózóna infláció

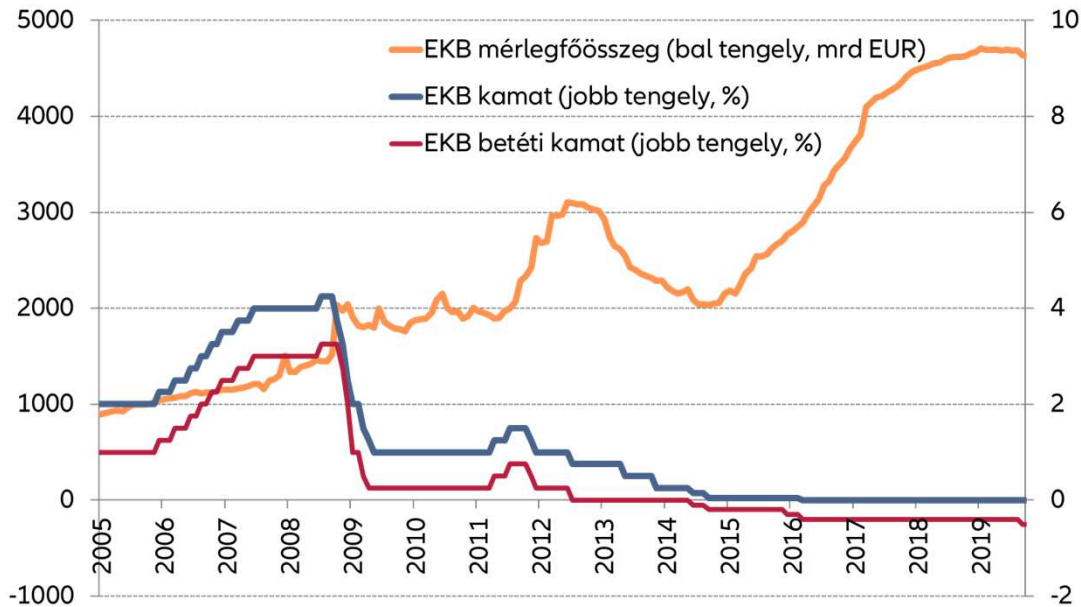


Forrás: Bloomberg



EKB – MONETÁRIS POLITIKA

EKB monetáris kondíciók



Forrás: Bloomberg

- Idén a márciusi kamatdöntő ülés hozott először jelentősebb változásokat. Az EKB érzékelve a gyengébb gazdasági növekedésre utaló adatokat és a visszacsorgó inflációt, csökkentette a GDP-re és az inflációra vonatkozó előrejelzéseit, kitolta az első kamatemelés időpontjára vonatkozó iránymutatást, bejelentette a bankok részére a hosszú távú refinanszírozási hitellehetőség újraindítását (TLTRO 3).
- Júniusban is a lazítás fele tolódott a hangvétel: az alacsony kamatokra vonatkozó iránymutatás 2020 közepéig került kitolásra.
- Az EKB 09.12-én végül jelentős lazítási „csomagot” jelentett be. Az alapkamat ugyan nem változott, a betéti kamatlábat ugyanakkor 10bp-tal, -0,5%-ra csökkentették. Bizonyos banki tartalékok az intézkedés mellékhatásainak csökkentése végett mentesülhetnek a negatív kamatoktól. E mellett a TLTRO III kamata is kedvezőbb lehet az aktívan hitelező bankok számára.
- A kamatok jövőbeli alakulására vonatkozó előrejelzés (forward guidance) is jelentősen átalakult szeptemberben, konkrét dátumot nem tartalmaz már: addig lesznek a jelenlegi vagy alacsonyabb szinteken az EKB kamatszintek, amíg az inflációs kilátások nem közelítenek jelentősen az EKB kicsivel 2% alatti inflációs céljához, és ezt az inflációs mutatók alakulása is igazolja.
- Ezen felül az eszközvásárlási program (APP) is újraindul, havi 20 milliárd euró értékben, természetesen a jelenlegi állomány folyamatos újra befektetése mellett.
- Az EKB prognózisait mind az infláció, mind a gazdasági növekedés tekintetében lejjebb húzta a vizsgált időszak legnagyobb részén.



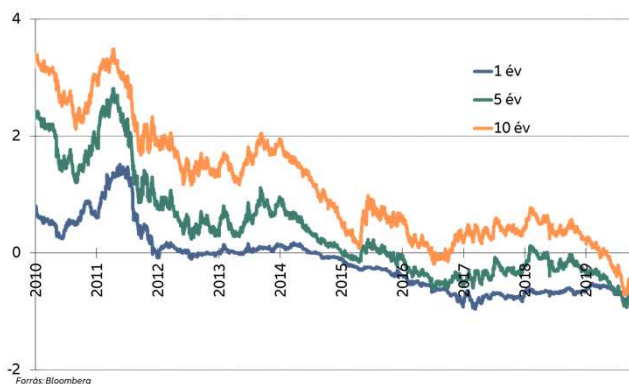
EURÓZÓNÁS ÁLLAMPAPÍRPIAC

- A gazdaság lassulása, a mérséklődő infláció, a Fed kamatvágása és persze az EKB lazítás mind erősítették az európai állampapírpiacot, a hozamok csökkenése irányába hatottak. A német állampapírok 10 éves lejáraton 2016 után idén márciusban ismét negatívba fordultak. Az esés itt nem állt meg, augusztus végén -0,7% körüli értékeket láttunk. Itt a szeptemberi ülés körül láttunk egy korrekciót, de azóta inkább lefelé látszik az irány ismét.
- A perifériaként emlegetett olasz, portugál és spanyol kötvénypiacokon jelentősebb lokális félelmek nem voltak tapasztalhatók, az olasz költségvetéssel kapcsolatos aggodalmak is enyhültek, így ezen országok piacain is jelentős erősödést láthattunk.

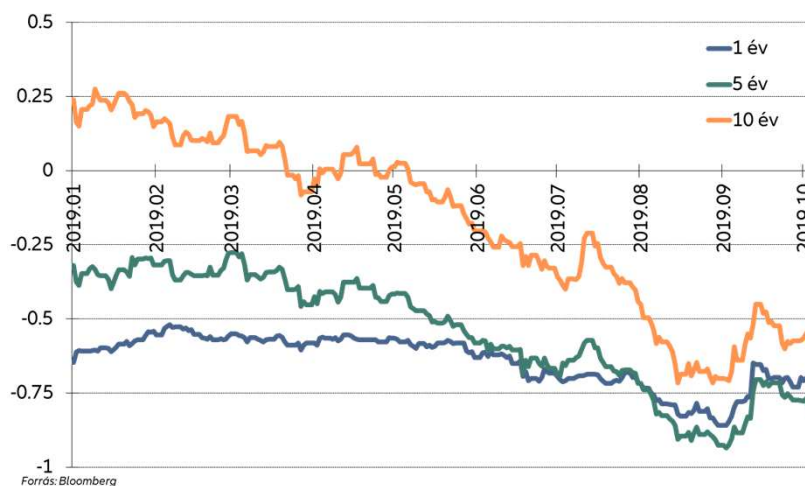
A 10 éves olasz és német államkötvények hozamkülönbözete



Állampapír hozammozgások (német)



Állampapír hozammozgások 2019-ben (német)

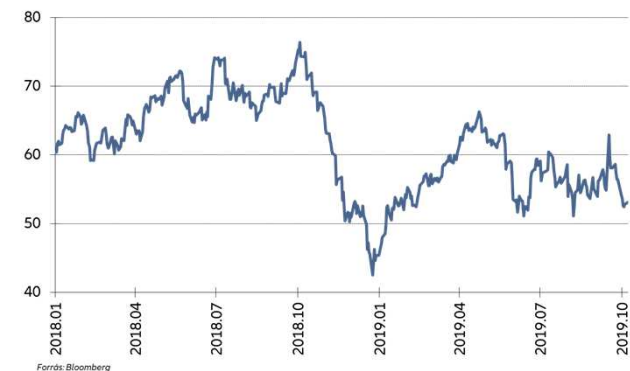




EGYÉB PIACOK, KOCKÁZATOK

- **Japánban** a második negyedévben 0,3%-os gazdasági növekedést regisztráltak, 2018-ban nagyságrendileg hasonló értékeket láttunk. Az augusztusi adat szerint a kiskereskedelmi forgalom évi 2%-kal nőtt, amit a kiugróan magas (4,8%) augusztusi havi adat húzott fel. Az ipar japánban is szenved, az augusztusi előzetes érték évi 4,7%-os szűkülést mutatott. A 2018-ban már kézzelfogható 1% körül ingadozó áremelkedési ütem fokozatosan lassul: a legfrissebb adat már csak évi 0,3% lett. A friss élelmiszer- és energiaárat kiszűrő magindex továbbra is viszonylag stabil, évi 0,6% lett augusztusra vonatkozóan. A monetáris politikát nézve, idén eddig jelentős döntést nem láttunk, a hangvétel ugyanakkor lazább irányba mozdult, követve a nemzetközi trendeket és a hazai gazdasági folyamatokat. A piaci hozamszint a globális kötvénypiaci erősödésben a 10 éves lejáratra már -0,2% 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 hoznak, ami támogathatja a jövőbeli gazdasági növekedést. A 2019 második negyedéves GDP adat 6,2% lett, az éves kiskereskedelmi adat 7,5%-os növekedést, az ipari termelés már „csak” évi 4,4%-os bővülést mutatott augusztusban. Összességében az adatok enyhe lassulásról árulkodnak.
- A **török** infláció a 2018. októberi évi 25% körüli csúcstról szeptemberre 10% alá mérséklődött. Annak ellenére, hogy az új jegybankelnök az egyhetes repo rátát júliustól 24%-os szintről két lépésben 16,5%-ra csökkentette, a deviza összességében stabilnak mondható maradt. A gazdasági növekedés (csökkenés) sem olyan elkésztő már, a 2018-as -3%-os GDP adat után a második negyedéves statisztika -1,5%-ot mutatott. A decemberi ipari termelési adat éves szinten közel 10%-os szűkülésről számolt be, míg a legutolsó érték -1,2% lett. A 10 éves kötvényhozamok a negyedévben 16% közelében voltak, ez lényegesen nem tér el a 2018 év végi szintektől.
- Az **olaj** ára inkább az év első felében mutatott jelentősebb mozgásokat, a harmadik negyedévben inkább stagnálásról beszélhetünk. Ennek oka, hogy az árat felfelé hajtó tényezők (például az iráni szankciók, Szaudi Arabia egyik jelentős olajfeldolgozó üzemét ért drón támadás) és a lefelé ható erők (USA növekvő energiaexportja, kereskedelmi háborús félelmek) nagyjából kioltották egymást. Az egy évvel ezelőtti szinteknél olcsóbb az olaj, így ez az infláció mérséklődése irányába hat.

Olajár (WTI, dollár/hordó)





BREXIT

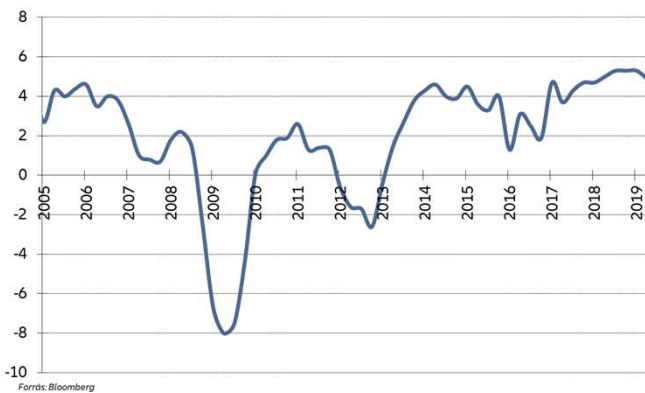
- A kilépési megállapodás tervezete az EU és az Egyesült Királyság jövőbeli kereskedelmi viszonyát jórészt csak egy szándéknyilatkozatban érinti. Lenne egy átmeneti idő a tárgyalásra, ez alatt az Egyesült Királyság a vámunió része lenne, alkalmazni kell az EU-s jogot, viszont a döntéshozatalban már nem vehet részt. A legkritikusabb pont itt ugyanakkor az úgynevezett tartalék megállapodás. Erre azért van szükség, mert a kilépéssel az ír-északír lenne az egyedüli szárazföldi határ az EU és az Egyesült Királyság közt. Ez azt jelentené, hogy határellenőrzést kellene bevezetni itt, ami technikai nehézségek mellett a béke szempontjából is problémás, ugyanis a sok zavargást lezáró nagypénteki egyezmény fontos pontja a szabadon átjárható határ. A tartalék megállapodás ezt megelőzendő ugyanakkor gyakorlatilag korlátlan ideig benntarthatná az Egyesült Királyságot az EU vámuniójában.
- Theresa May a kialakított brexit megállapodást többször is a parlament elé vitte, de nem sikerült a jóváhagyáshoz szükséges többséget megszerezni. A parlament számos verzióról szavazott, azonban egyedül a megállapodás nélküli kilépés elvetéséhez volt meg a többség. May végül a brexit határidejének kitolását kezdeményezte, 2019. október 31-re. May pozíciója folyamatosan gyengült, így végül június végével lemondott. Utóda, Boris Johnson a kilépési megállapodás újratárgyalását tűzte ki célul, és folyton hangoztatja: a kilépés nem halasztható. A hard brexit ugyanakkor a brit képviselők többségének nem elfogadható, így a miniszterelnök kezdeményezte a királynőnél a két parlamenti ülés közötti szünet meghosszabbítását. Ez eléggé beszűkítette volna a parlament mozgásterét, így még szeptember elején elfogadásra került a megállapodás nélküli kilépés elvetéséről szóló törvény (no-deal bill): ha október 19-ig nem sikerül megszavaztatni a kilépési megállapodást vagy a no-deal brexitet a parlamenttel, akkor a miniszterelnöknek kötelessége az EU-tól a brexit határidejének 2020. január 31-re történő kitolását kérni.
- Johnson előrehozott választás kiírását is szeretne volna elérni, október 15-re, az ellenzék szerint ugyanakkor ezzel könnyen kikényszeríthető lenne a hard brexit, így nem támogatták. A bíróság közben helyt adott annak a kezdeményezésnek, hogy a parlamenti szünet kitolását tekintsék hatálytalannak.
- Az EU részéről az ősszel benyújtott brit módosító javaslat nem volt elfogadható, mivel az EU-s döntéshozók szerint kidolgozatlan és nem oldja meg a tartalék megállapodás problémáját. A javaslat lényege az volt, hogy az ír-északír határ ellenőrzése jórészt elektronikus lenne, és Észak-Írország a brit helyett a kilépés ellenére az EU belső piacára vonatkozó szabályokat követné, így Észak-Írország és az Egyesült Királyság többi része közt lenne fizikai határellenőrzés. Boris Johnson új kezdeményezést már úgy néz ki, nem hajlandó benyújtani.
- Mindezek után nagy az esélye, hogy október 31-én az Egyesült Királyság megállapodás nélkül hagyja el az EU-t, és ezzel turbulenciát okozzon mind az áru- mind a pénzpiacokon. Ez nagy valószínűséggel az EKB-t további lazításra ösztönözné, ugyanakkor a kockázatkerülés erősödése lenne várható.



HAZAI GAZDASÁGI ADATOK

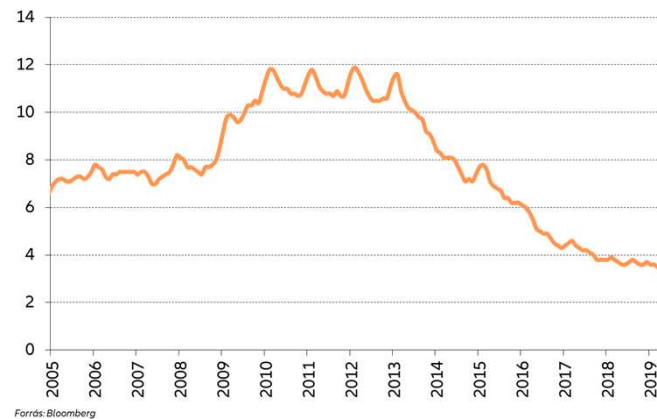
- A magyar gazdaság 2019 második negyedéves GDP adata évi 4,9%-os reálnövekedést mutatott, nagyjából az elemzői várakozásokkal összhangban (2018-ban is hasonlóan kimagasló, kicsivel 5% feletti éves növekedést láttunk). Előremutatóan sem rosszak a kilátások, a kiskereskedelemben augusztusban 5,8%-os bővülést regisztráltak az előző év azonos időszakához képest. Az ipari termelési adatok már vegyesebb képet mutatnak, mintha a globális gazdasági lassulás átgyűrűzése jelentkezne már: augusztusra csupán 2,7%-os éves növekedést láthattunk, bár azt érdemes figyelembe venni, hogy július például jelentősen túlszárnyalta a várakozásokat a 8,7%-os értékkel.
- A munkaerőpiac további lassú javulását figyelhetjük meg 2019-ben. Az augusztusi munkanélküliségi ráta ugyan megegyezett a 3,4%-os májusi adattal, a június-augusztus időszakban a foglalkoztatottak átlagos száma ugyanakkor már 4 millió 517 ezer főre nőtt, ami 34 ezer fővel haladja meg az előző év azonos időszakát. A 15-64 évesek foglalkoztatási rátája is tovább növekedett árnyalatnyival, 70,2% lett a friss adat (egy évvel korábban 69,4% volt). A bérnövekedés a feszült munkaerőpiacon továbbra is 10% körüli éves szinten alakul: júliusra 10,7%-ot közölt a KSH.
- Az infláció az év első három negyedévében inkább a toleranciasáv felső értékéhez közelített, a szeptemberi adat ugyan 2,8% lett, de az inflációs alapfolyamatokat jelző indikátorok egyelőre nem mutatnak az áremelkedés tartós mérséklődésének irányába, a maginfláció 3,9% lett, az MNB által kiemelten figyelt adószűrt maginfláció pedig 3,4%.

Magyar reál GDP növekedése

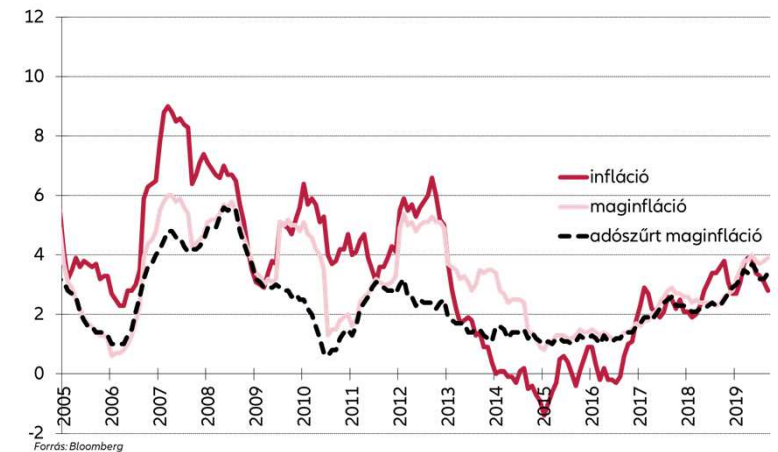


© Copyright Allianz 2019. október 10.

Hazai munkanélküliségi ráta



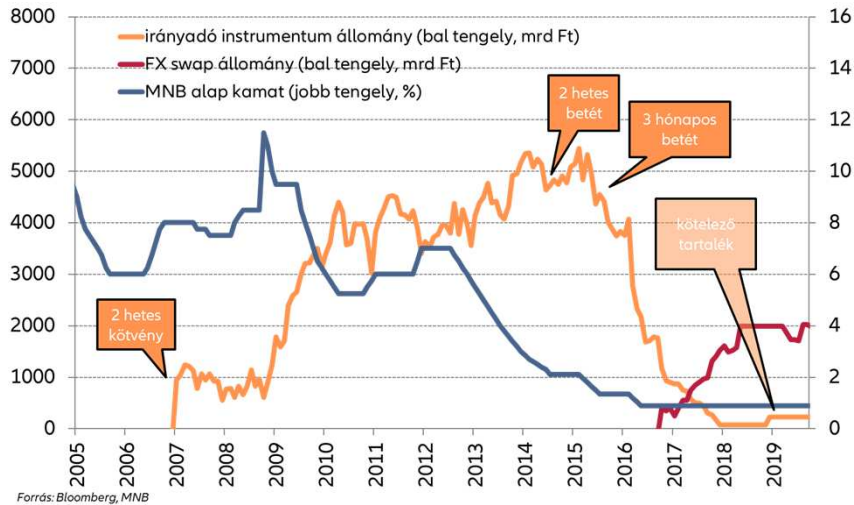
Infláció



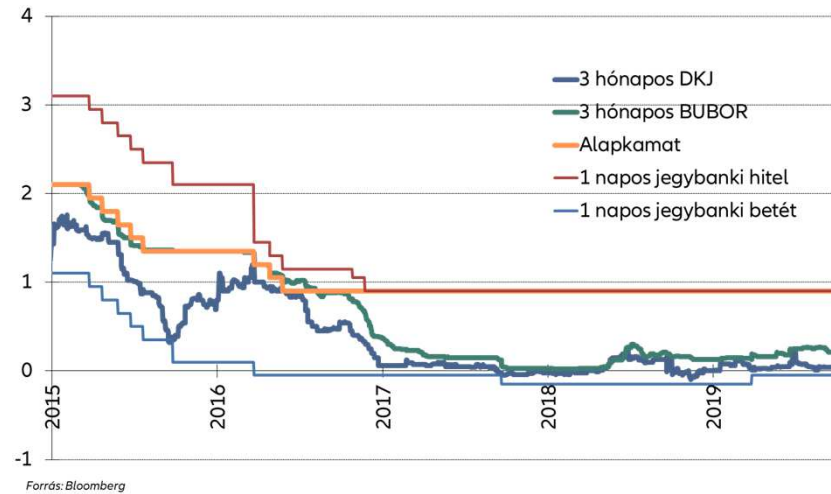


HAZAI MONETÁRIS POLITIKA

Hazai monetáris kondíciók (alapkamat, FX swap állomány)

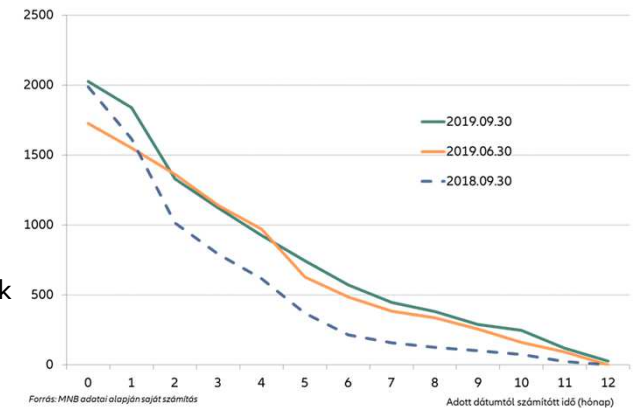


Hazai monetáris kondíciók (kamatok) és rövid hozamok



- Márciusban született döntés a betéti kamatláb jelképesnek tekinthető, 10 bázispontos emeléséről, a második és harmadik negyedévben a kamatkondíciók nem változtak. A kiszorítandó bankközi likviditás a márciusi és a júniusi kamatdöntő ülésen is csökkentésre került. Az FX swap állomány így apadni is kezdett, azonban ez a folyamat a bankközi likviditás szűkülése miatt megállt majd visszafordult.
- Szeptemberben ugyanakkor a nagy jegybankok intézkedései és az ismét mérséklődő infláció lehetővé tette, hogy a kiszorított likviditás megcélzott állománya ismét növekedjen. Ez egy enyhe lazító lépésnek fogható fel. Az MNB – mint korábban a kis szigorítások esetében – a mostani lazítást sem kívánja egy ciklus kezdetének beállítani, a további lépések is adatvezéreltek lesznek. A korábbi szimmetrikus inflációs kockázatokkal szemben ugyanakkor most a döntéshozók szerint a lefelé mutató hatások erősödtek.

FX swap állomány lefutása (mrd Ft)





HAZAI MONETÁRIS POLITIKA – ADATVEZÉRELT A JEGYBANK

- Az előző év második fele a hazai monetáris politikában lényegében egy szigorításra való felkészülésről szólt. Idén márciusban végül 10 bázisponttal meg is emelte az egynapos betéti kamatlábat a Monetáris Tanács, és döntött a kiszorítandó likviditás 100 milliárdos csökkentéséről. 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, az MNB adatfüggő „üzemmódba” kapcsolt.
- Júniusban a kiszorított likviditás újabb 100 milliárd forintos csökkentéséről született döntés. Az EKB fordulatát a hazai tanácstagok azonban nem hagyhatják figyelmen kívül, a kapcsolódó üzenet az volt, hogy minden opció az asztalon van. Ez azt jelenti, hogy a beérkező adatok függvényében már monetáris lazítás sem elképzelhetetlen következő lépésként. A Jegybank célja továbbra is az infláció, de mivel az úgynevezett „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. A háttérbeszélgetésen elhangzottak alapján az elkövetkező időszakban négy témakörre érdemes kiemelten figyelni: a világgazdaság lassulását igazoló adatokra, a nagy jegybankok irányultságára, a hazai lakossági fogyasztásra, valamint a költségvetési politikára.
- A szeptember végül kismértékű lazítást hozott: a kiszorított likviditás megcélzott szintje 100 milliárd forinttal növekszik, azaz lényegében a júniusi szigorítást „csinálta vissza” a Jegybank. Ez most sem értelmezhető ciklusnak. A döntés háttérében az állt, hogy a korábban szimmetrikusnak vélt inflációs kockázatok a Monetáris Tanács megítélése szerint aszimmetrikussá váltak, a lefelé mutató tényezők erősödtek az elmúlt negyedévben. A forint gyengülése láthatólag még nem érte el azt a mértéket, hogy a döntéshozók komolyan aggódnának miatta. A gazdaság feltehetőleg lassulni fog, mivel a romló európai konjunktúra hatása egyre inkább érezhetővé válik, a bérdinamika csökken, így a fogyasztás bővülése is mérséklődhet. Az inflációra vonatkozóan a várakozás az, hogy év végéig emelkedhet, majd ismét visszacsökken a 3%-os inflációs cél körüli szintre. Az adószűrt maginfláció a döntéshozók szerint szintén egy átmeneti emelkedés után csökkenni fog. A külső monetáris politikai környezet feltehetőleg laza marad. Mindezek alapján elmondhatjuk, a hazai monetáris politika is tartósan alkalmazkodó maradhat, kedvező inflációs folyamatok esetében további lazítás sem kizárt.
- A következő Inflációs jelentést decemberben publikálja a Jegybank, és mivel több megnyilatkozásban is kiemelték, hogy negyedévente, a jelentéshez köthetően várhatók a nagyobb horderejű lépések, így a december 15-i kamatdöntő ülésig a globális vagy hazai inflációs környezet nagymértékű és hirtelen megváltozásának esetét leszámítva, csak kommunikációs finomhangolás 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 legutóbbi lazítást vagy ismét szigorítás lesz a következő lépés. A belső folyamatok alapvetően az emelkedés irányába hatnak, és jelenleg ezek a dominánsok. Amennyiben ugyanakkor a külső hatások begyűrűznek (az MNB egyelőre ezt látja az elmúlt hónapokban beérkezett adatokban), év vége felé az infláció stabilan csökkenhet. Azt láthatjuk az alábbi ábrán is, hogy a legtöbb termékcsoportnál trendszerűen nő az áremelkedés üteme, kivéve a meglehetősen nagy súllyal szereplő iparcikkeknel.

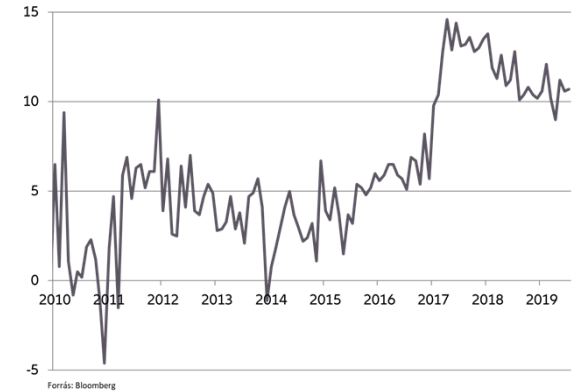
Belső hatások alakulása:

- Már két és fél éve 10% körüli vagy afeletti bruttó bérnövekedést látunk, a tendencia azonban valamelyest csökkenő. A kérdés, hogy az inflációs várakozások mennyire emelkednek és tartják a bérdinamikát stabilan magas szinten. Az Inflációs jelentésben lévő inflációs várakozásokról készült ábra folyamatos enyhe emelkedést mutat.
- A családvédelmi akcióterv (CSOK, hitel) is növeli az elkölthető jövedelmet. Fontos kérdés ugyanakkor, hogy a jövedelmek mekkora része kerül ténylegesen fogyasztásra és mennyiben nő a lakossági megtakarítás.

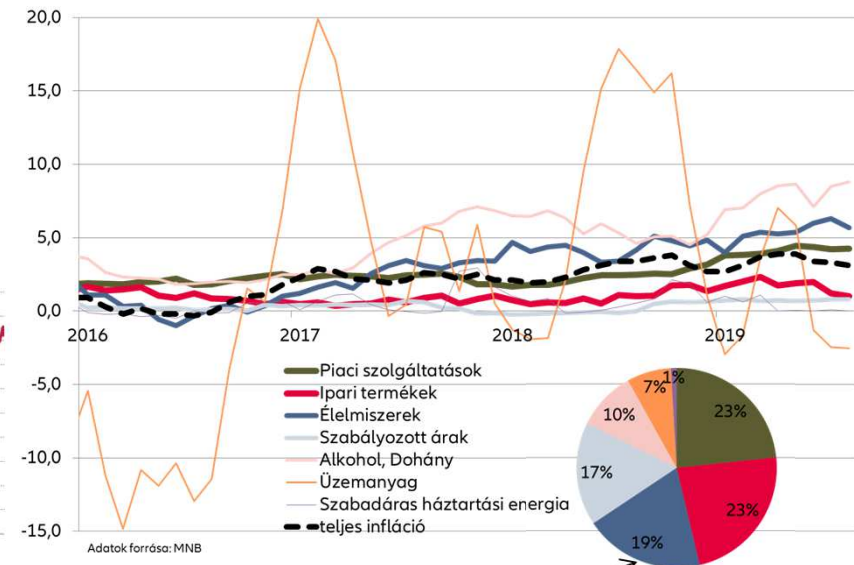
Külső tényezők:

- A kereskedelmi konfliktusok egyelőre nem látszanak csitulni.
- Az eurózóna még jobban érintett a globális lassulásban.
- Az olajár egyelőre szintén az infláció mérséklődése felé hat.
- Az EURHUF árfolyam sokat emelkedett idén, ez az előző külső tényezőkkel ellentétes hatású.

Bérnövekedés (éves)



Hazai infláció és felbontása termékcsoportokra



EURHUF árfolyam



2019-es súlyok



HAZAI KÖTVÉNYPIAC

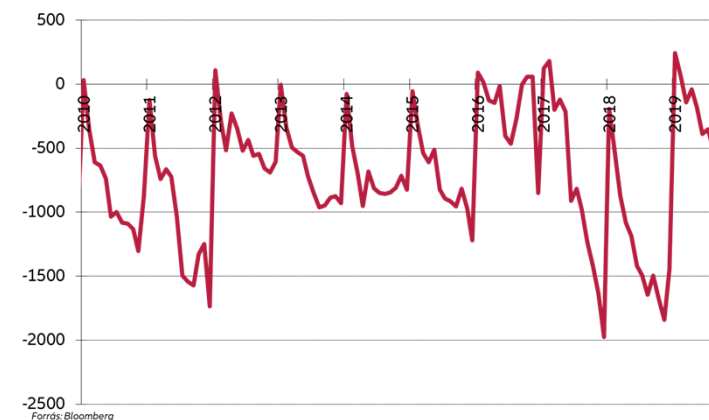
Állampapírok

- Az államháztartás pénzforgalmi egyenlege az előző évben nem alakult túl jól, mivel a kormányzat jelentős összegeket fizetett ki EU-pályázatok megelőlegezésére, míg az EU ezen összegek csak töredékét utalta az év legnagyobb részében. 2019 sokkal jobban alakult eddig ebből a szempontból, az EU-s kifizetések egyenlege is kedvezőbb, e mellett az adóbevételek is magasabbak a vártnál.
- Az államkötvény-aukciók jellemzően jó kereslet mellett zajlottak az idei első háromnegyed évben. Az ÁKK év elején általában növeli a kibocsátási aktivitást, idén azonban a kedvező költségvetési folyamatok miatt ez nem volt észrevehető, év vége felé haladva pedig további volumencsökkenést figyelhettünk meg. Különösen a kincstárjegyek esetében volt ez látványos: év elején 25-30 milliárd, míg mostanában csak 15 milliárd forint a meghirdetett összeg aukciónként. A 3 hónapos DKJ hozama így ismét 0% alá esett.
- A hosszabb lejáratokon is csökkent a felajánlás, év elején még 65-70 milliárd volt a jellemző a fix kötvényaukciós napokon, az elmúlt időszakban ez 50-55 milliárdra apadt. E mellett látszik, hogy az ÁKK a lejáratok hosszítására törekszik, korábban kéthavonta voltak jellemzően a 15 éves kötvényaukciók, míg augusztusban például háromszor lett felkínálva ez a papír. A hozamok csökkenése a harmadik negyedévben is folytatódott. A kötvényhozamok idén jellemzően 100-150bp-ot estek.
- Eddig 2019-ben – összhangban az ÁKK 2019-re megjelentetett kibocsátási tervével – nem volt devizakötvény-kibocsátás, és idén már nem is várható.

Jelzáloglevelek

- Októbertől 20%-ról 25%-ra emelkedik az MNB által elvárt JMM arányszám, ami azt mutatja meg, hogy a jelzáloghitelek mekkora hányadát finanszírozzák a bankok jelzáloglevéllel. Ez a piac növekedése felé hat. A jelzáloglevelek hitelminősítése az állampapírokhoz hasonló, ugyanakkor jellemzően magasabb hozamon vehetők meg. A leggyakrabban nyilvános kibocsátással megjelenő kibocsátó jelenleg a TakarékJelzálogbank.

Államháztartási hiány (pénzforgalmi, kumulált, mrd forint)

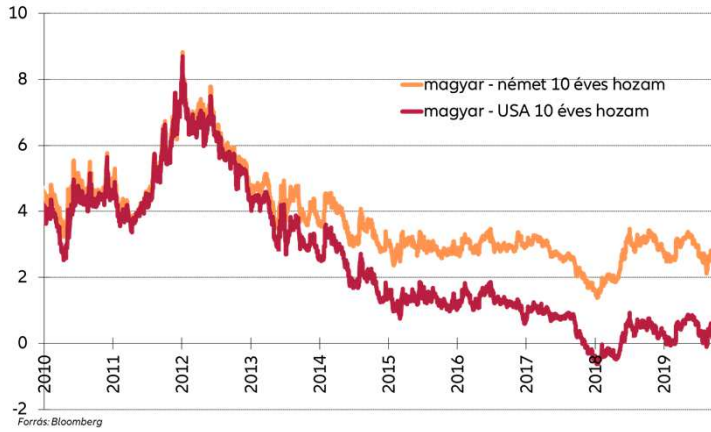


Forrás: Bloomberg



HAZAI ÁLLAMPAPÍRPIAC - GRAFIKONOK

Nemzetközi összehasonlítás



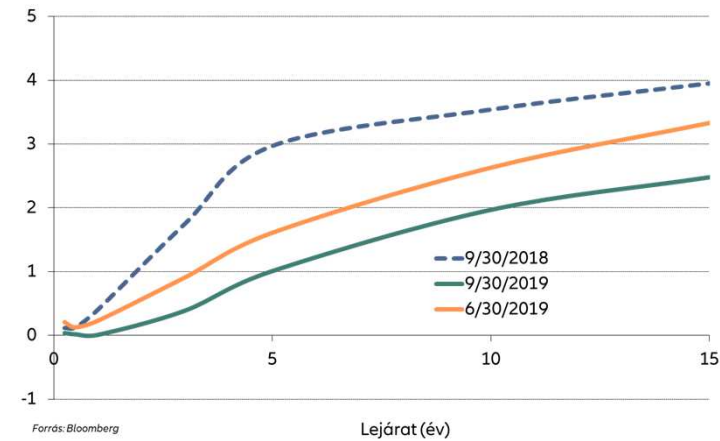
Állampapír hozamok 2019-ben



Állampapír hozammozgások



Hozamgörbe



RÉSZVÉNYPIACOK

3



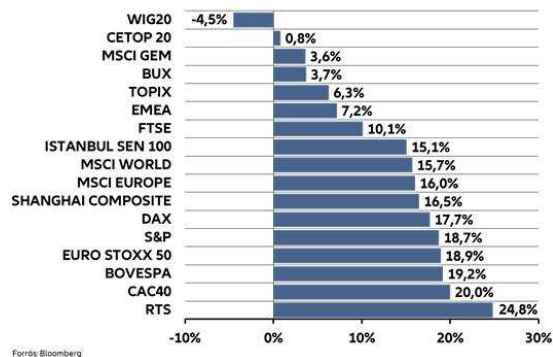


NEMZETKÖZI RÉSZVÉNYPIACOK

A tőkepiaci nagy kép változatlan. A több mint 10 éve tartó gazdasági prosperitást továbbra is kitart, ami nagyrészt a nagy jegybankok gazdaságösztönző intézkedéseinek köszönhető. Bár az elmúlt években már tettek kísérleteket a szigorításra, azonban látva az egyre gyülekező fellegetek idén ismét a lazítás irányába mozdultak. A pénznyomda hatékonysága azonban egyre inkább kérdésessé válik, ennek mellékhatásaként már 17 ezer Mrd dollárnyi kötvénnyel kereskednek negatív hozamszintek mellett. Igaz ez kedvezően hat a kockázatosabb eszközök (pl. részvények) keresletére, azonban jelentős kockázatok is megjelentek a horizonton. A ciklus végéhez közeledve lassul a gazdasági növekedés, amit a kereskedelmi háború hatásai is beárnyékolnak. Az elemzői várakozások alakulásában is tükröződik mindez, az IMF tovább csökkentette idei és jövő évre vonatkozó világgazdasági növekedésre vonatkozó várakozásait (3,2 és 3,5%-ra).

Ebben a környezetben fokozott óvatosság szükségeltetik hosszabb távú befektetési döntések esetén és előtérbe helyeződik a rövidebb időtáv. Ezt vizsgálva a már-már megszokott, kereskedelmi háború és jegybankok vezérelte sémát követik a piacok. Az előbbiekkal kapcsolatos negatív fejlemények által okozott hangulatromlást a jegybankok és helyenként a politikusok igyekeznek tompítani. Kérdés meddig lehet így ellavírozni, miközben a világkereskedelmi lassulással párhuzamosan egyre romlanak a feldolgozóipari kilátások. Mindezt a belső keresletnek köszönhető masszívabb szolgáltató- és építőipari teljesítmény egyelőre ellensúlyozza.

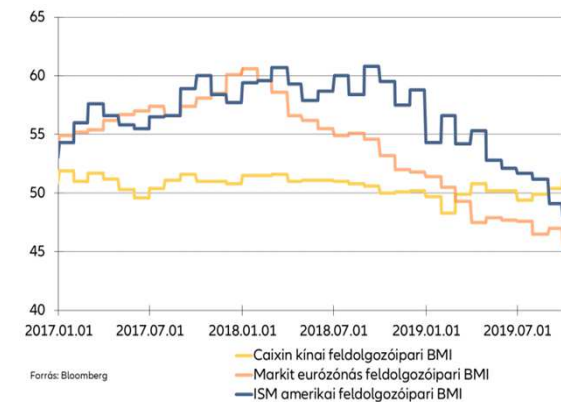
Részvényindexek teljesítménye 2019 YTD



A világexport volumenének alakulása



Feldolgozóipari BMI-k alakulása





NEMZETKÖZI RÉSZVÉNYPIACOK - USA

Az S&P 500 idei évi teljesítményére (18,7%) nem lehet panasz. Árnyalja azért a képet, hogy ez a tavalyi utolsó negyedév gyenge teljesítménye miatti alacsony bázisnak is köszönhető. Szignifikánsan új historikus csúcsra törnie továbbra sem sikerül a világon legnagyobb figyelemmel kísért t indexnek, 3.000 pont felett rendre megfogyatkozik a levegő. A 3.030 pontos szint markáns áttöréséhez vélhetően a FED támogatása mellett a kereskedelmi tárgyalásokban is jelentős előrelépésre lenne szükség. Mivel ez Trump kampányában kiemelt téma lehet – főleg, hogy az ellenzéki politikusok is támogatják – nem számíthatunk gyors megegyezésre. Abban viszont bízhatunk, hogy a részvénypiacok teljesítményét szoros figyelemmel követő Trump jelentősebb szakadások esetén továbbra is verbális és non-verbális eszközökkel (Twitter bejegyzések) igyekezhet a piacok „megmentésére”. Vélhetően azért sem hagyja elharapódzni a helyzetet, mert bár az USA GDP mintegy 70%-át továbbra is a belső fogyasztás adja, hozzávetőlegesen így is 1,1 millióra becsülik az exporthoz szorosan kapcsolódó munkahelyek számát.

A vámok inflatorikus hatása további gátat jelenthet, hiszen Trump továbbra is jelentős nyomást helyez a FED-re a további kamatcsökkentések érdekében. Nem elégszik meg azzal, hogy idén már kétszer vágta 25-25 bázisponttal. A 2009 óta nem látott szintre (47,8 pont) süllyedt ISM feldolgozóipari bmi-t látva a decemberi mellett már az októberi lazítás is egyre esélyesebb. A tengerentúlon még így is marad muníció, hiszen a fejlett világ többi részével ellentétben messze vannak még a zéró kamatok. A Q2-es vállalati eredményekre tekintve továbbra is az látszik, hogy az elemzői várakozásokat érdemben (5,03%-kal) sikerült meghaladni, azonban év/év alapon nézve igen szolid a bővülés (1,59%). 12 havi előretétekintésben optimistábbak az elemzők, 15% körüli emelkedést jelez a konszenzus.

Az S&P 500 és VIX index alakulása



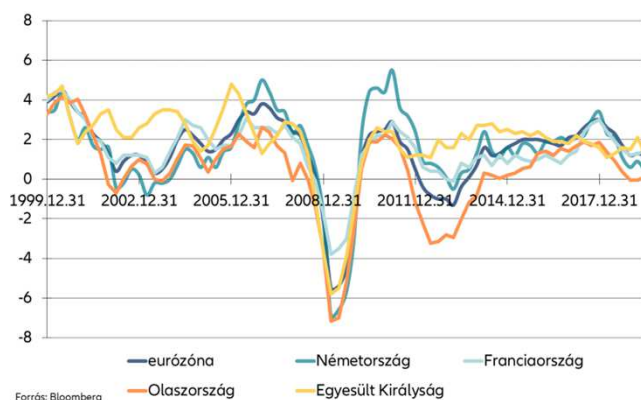
Hozamok, FED alapkamat és a dollár index alakulása



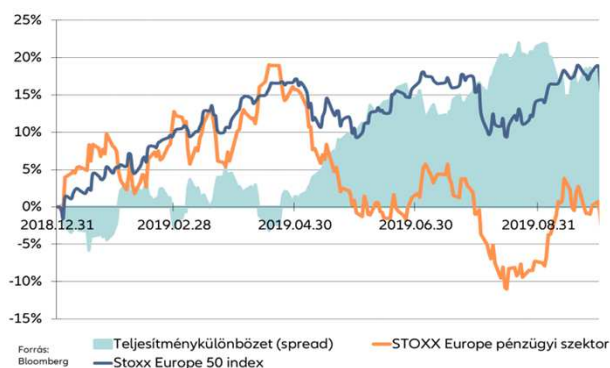


NEMZETKÖZI RÉSZVÉNYPIACOK - EURÓPA

Eurózónás GDP-k alakulása (% , év/év)



Stoxx 50 és a Stoxx Bank index teljesítménye idén



A jóval gyengébb gazdasági környezet ellenére az amerikai indexekkel hasonló mértékben tudtak emelkedni európai társaik. A DAX 17,7, a Stoxx50 index 18,9%-kal tudott erősödni idén. Kihívásokból továbbra sincs hiány. A jelentős exportkitettséggel a régió halmozottan érzékeli a világgazdasági lassulás és a vámháború hatásait, miközben belülről a brexit, az autógyártók és a pénzügyi szektor nehézségei emésztik. A legnagyobbakat számítva német, francia és olasz gazdaság növekedése is egyaránt lassul. Utóbbi megítélésében némi javulást hozhat, hogy az Öt Csillag Mozgalom és a Demokrata Párt koalíciójával kimarad Salvini és a Liga a kormányzásból. Brexit téren vészesen közeleg a határidő (október 31.), de továbbra is hatalmas a bizonytalanság. Bár a parlament felfüggesztését törvényellenesnek minősítették és a határidő kitolását is törvénybe foglalták amennyiben nem történne megállapodás, Boris Johnson igyekszik tovább keverni a lapokat. Érthető hát, hogy egyre többen érvelnek a fiskális stimulus beindítása mellett. Indoklásuk szerint a stabil költségvetéssel és alacsony adóssággal rendelkező országoknak (főként Németország) ideje lenne engedni a gyeplőn, segítve ezzel az EKB munkáját is.

Draghi sem pihen mielőtt átadja a kormányrudat Christine Lagarde-nak. Igaz júliusban még csak megágyazott a további élénkítésnek, a szeptemberi ülésen azonban további lazító lépéseket jelentett be az EKB. A betéti kamat 10 bázispontos (-0,5%-ra) vágása mellett a kötvénvásárlási programot is újraindítják havi 20 Mrd eurós keretösszeggel. Emellett beindul a TLTRO III program, ami magasabb hitelvolumen növekedés esetén alacsonyabb forrásköltséggel jutalmazza a résztvevő bankokat. A kétszintű kamatrendszer emellett a negatív kamatok eredményromboló hatását tompítja, ennek köszönhetően a bankok többletlikviditásának egy része mentesülhet a negatív kamat alól.



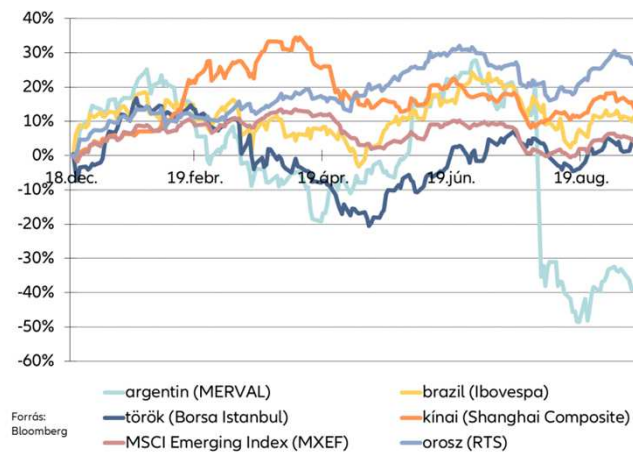
NEMZETKÖZI RÉSZVÉNYPIACOK - FELTÖREKVŐ

Az első félévben még tartani tudták az iramot a globális feltörekvő piacok a fejlettekkel, Q3-ban azonban elfogyott a lendület. Az MSCI Emerging index ideai teljesítménye így 3,6%-ra zsugorodott. Ennek legfőbb oka, hogy a június végi G20-as csúcstalálkozón kötött fegyverszünetet felrúgva augusztusban újra egymásnak feszültek a nagyhatalmak, ami a vámok további emelkedése mellett a dollár erősödését is eredményezte. Még nem tudni ki nyeri a háborút, a részvényindex teljesítményét tekintve azonban továbbra is az USA áll nyerésre. Hiába a 6,2%-os GDP növekedés Kínában, ha ez mérséklődést jelez a korábban mért értékekhez képest. Tisztában van ezzel a kínai vezetés is, de eddig a monetáris és fiskális lazításra vonatkozó intézkedések (tartalékráta csökkentés, gyengébb jüan fixing, infrastrukturális beruházások, adócsökkentések) mérsékelt hatnak, miközben a hongkongi zavargások is erősítik a kockázatkerülést. A globális lassulás az olaj iránti keresletet is visszaveti, ami a kitermelő országok esetében jelenthet gondot, főként az amerikai palaolaj kitermelés felfutása mellett. Hiába ugrott az Öbölháború óta nem látott mértékben az olajár a szaúdi létesítmények elleni dróntámadásokat követően, a hírek szerint gyorsan helyreállítható a naponta kieső mintegy 5,7 m hordónyi kapacitás. Az argentin tőzsde jelentős szakadásának oka „ismét” egy csődesemény volt. A kormány egyoldalúan eltolta egyes kötelezettségeinek esedékességét (IMF hitel, rövid távú kötvénylejáratok).

S&P 500 és a Shanghai Composite teljesítménye



Feltörekvő piaci indexek ideai teljesítménye dollárban



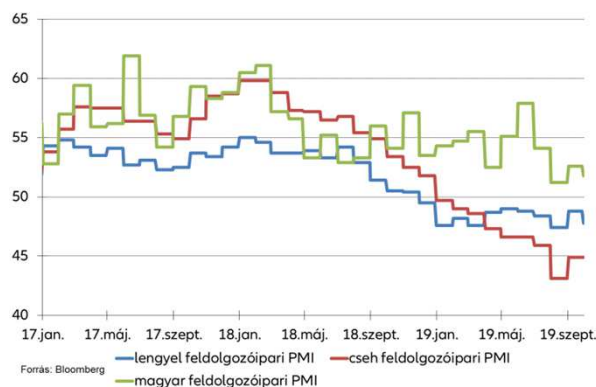
Az orosz index (RTS) és a Brent olaj árfolyamának alakulása



RÉGIÓS RÉSZVÉNYPIACOK

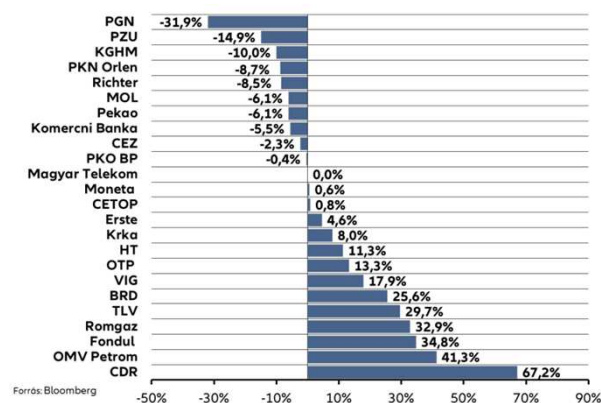


Régiós feldolgozóipari bmi-k



A régiós részvénypiacokat lefedő CETOP (+0,8%) index még a globális feltörekvő piacoknál is szerényebben teljesített idén. Ebben közrejátszott, hogy bár a régió gazdasági teljesítménye továbbra is kimagasló Európán belül, főként a gyengülő külső környezet hatására itt is lassul a növekedés. Igaz az EU támogatásokkal is hajtott erős belső keresletnek köszönhetően ez még messze nem okoz recessziós félelmeket, ellentétben a legnagyobb kereskedelmi partnernek számító Németországgal. A magyar GDP 4,9, a lengyel és a román 4,5, a cseh pedig 2,5% körüli mértékben tudott növekedni. Amennyiben nem történik további globális hangulatromlás a régiós indexek év végéig szépíthetnek, hiszen az árazások továbbra sem tekinthetőek feszítettnek. Bár a román piac nem olcsó, esetében a FTSE bejelentése az árazást részben indokolhatja. Eszerint indexeiben „frontier” után „emerging” piacra változhat a besorolás, ami passzív keresletnövekedést indukál.

CETOP részvények teljesítménye 2019 YTD



A PGNiG továbbra is a leggyengébb láncszem a CETOP indexben idén. A tavalyi enyhe tél, a növekvő LNG import és a növekedés lassulása miatti keresletcsökkenés egyaránt nyomott hagyott az európai gázárakon. A keresletcsökkenés az olajszektorban (PKN, MOL) is gondot okozhat a jövőben, amit egyre pesszimistábban áraznak a piacok. A lengyel bankszektor esetében továbbra is a 124 Mrd zloty értékű svájci frank alapú devizahitel állomány jelent nyomást. Bár a szektor négyévnyi profitját kitevő, 60 Mrd zlotys potenciális veszteséggel bíró legrosszabb scenáriót (eredeti CHF árfolyamon történő konverzió mellett továbbra is CHF Libor alapú kamatok) vélhetően elkerülik a bankok, az elhúzódó pereskedés következtében várhatóak még további veszteségek. A CDR raliját továbbra is a profitvárakozások növekedése kíséri, így a korábbi csillagászati mértékű előretekinő P/E mutató értéke 15 körülire süllyedt.

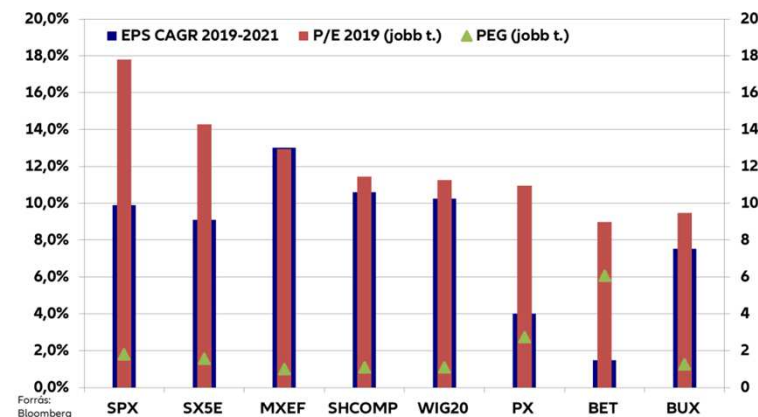
HAZAI RÉSZVÉNYPIAC

A globális feltörekvő piacokhoz hasonlóan a BUX index (3,7%) is lemaradónak számít idén a fejlett piacokhoz képest. Az éves és egyben historikus csúcst is jelölő áprilisi csúcsnál (43.700 pont) mintegy 7%-kal zárta lejjebb a negyedévet az index. A feltörekvő piacok általános gyengesége mellett vélhetően a laza monetáris politika következtében euróval szemben rekord szintre gyengülő forint is óvatosságra készíti a befektetőket. A hazai piac fundamentumaira összességében még nem lehet panasz. A P/E alapú értékeltetés nem tűnik túlzónak, főleg ha az EPS növekedési várakozásokat is figyelembe vesszük.

Az OTP továbbra is a 12.800 forintos ellenállással küzd, melynek áttörése esetén nyílna meg az út a csúcst jelentő 13.300-as szint irányába. Az akvizícióknak és az alacsony kockázati költségeknek köszönhetően szárnyaló Q2-es 105,4 Mrd forintos eredmény támogatná mindezt, azonban ellensúly a bizonytalan nemzetközi környezet. A MOL esetében a Barátság kőolajvezeték szennyezése pozitívan hatott a nagykereskedelmi árrésre, így kedvezően alakult a tisztított EBITDA Q2-ben (182,4 Mrd forint). Tartható a 2,3 Mrd dolláros tisztított EBITDA, jövőre azonban a világgazdasági lassulás, az USA kitermelésének növekedése és az újonnan üzembeállításra kerülő finomítói kapacitások gondokat okozhatnak. Az Mtel eladja a 4iG-nek a T-Systems nagyvállalati és közszféra üzletágát, kérdés mihez kezdenek a forrással. Főként, hogy a Digi 5G aukcióra történő regisztrációjának elutasítása miatt a frekvenciaköltségek is kedvezőbben alakulhatnak a vártnál. Egyelőre nincs hír a 27 forintos osztalék megemeléséről. A Richter továbbra is gyengélkedik. A szerializáció továbbra is nyomást jelent az egyébként is gyengélkedő marzsokra, a cariprazine új indikációban történő felfutása és a gyenge forint exportértékesítésre gyakorolt pozitív hatása viszont reménykedésre adhat okot.



Indexek P/E és PEG mutatói, valamint a becült EPS CAGR



Főbb magyar részvények teljesítménye 2019 YTD

