

ÖSSZEFOGLALÓ A VAGYONKEZELÉSRŐL ALLIANZ FOGLALKOZTATÓI NYUGDÍJSZOLGÁLTATÓ

2020. I. NEGYEDÉV

2020.04.13.

Allianz 

TARTALOM

1

BENCHMARK HOZAMOK ÉS TELJESÍTMÉNYEK

2

MAKROGAZDASÁGI ÖSSZEFOGLALÓ

3

RÉSZVÉNYPIACOK



BENCHMARK HOZAMOK ÉS TELJESÍTMÉNYEK

1





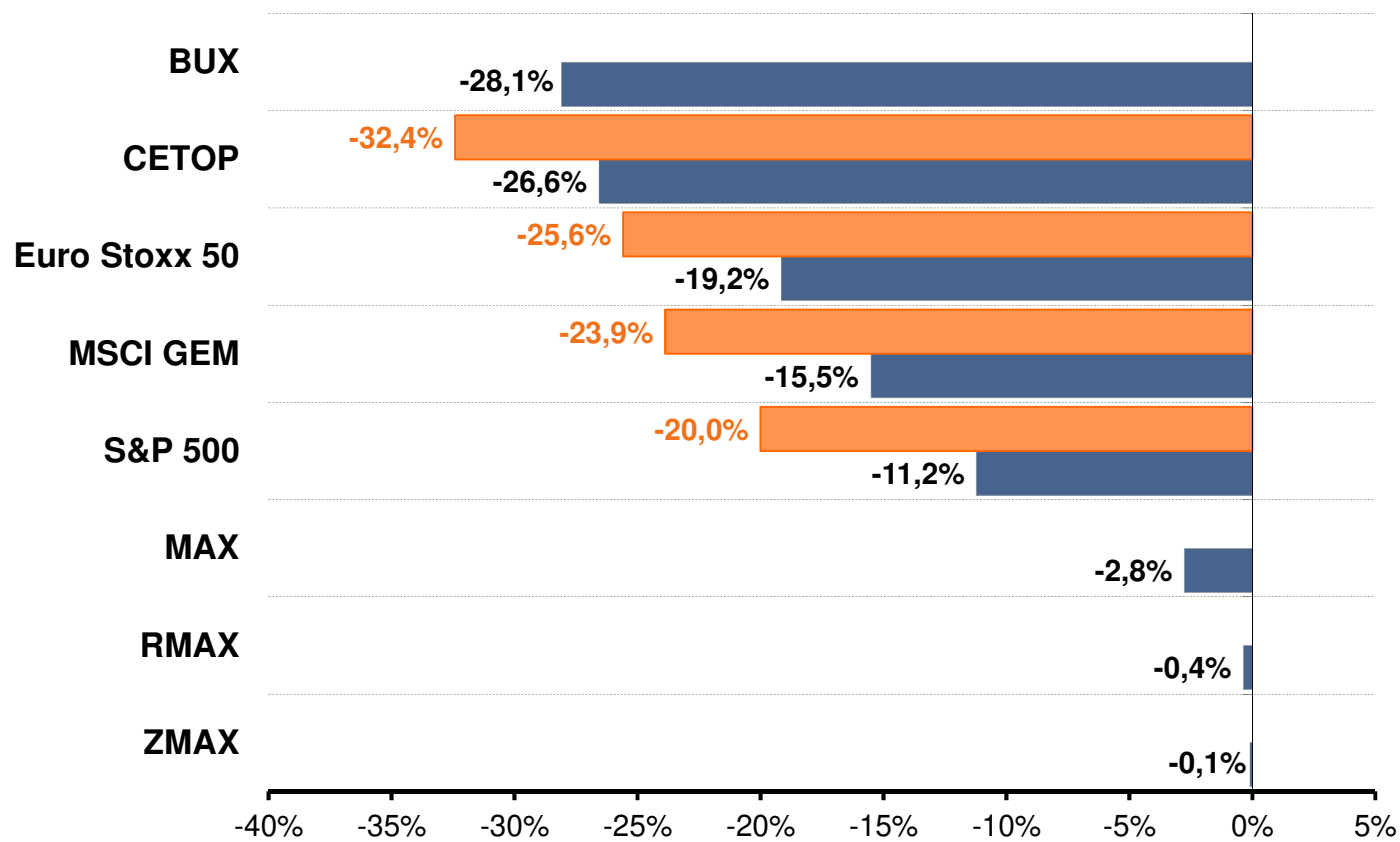
PORTFÓLIÓK TELJESÍTMÉNYE 2019.12.31-TŐL 2020.03.31-IG

Portfóliókezelte állomány	Portfóliókezelői bruttó hozam	Benchmark hozam	Alul / Felülteljesítés	Kezdő dátum	Kezdő vagyon	Záró dátum	Záró vagyon
FNYSZ Dinamikus EUR	-11,47%	-10,33%	-1,14%	2019.12.31	36 338	2020.03.31	31 918
FNYSZ Dinamikus HUF	-9,81%	-10,27%	0,46%	2019.12.31	23 863 497	2020.03.31	21 335 675
FNYSZ Egyenletes EUR	-7,64%	-5,09%	-2,55%	2019.12.31	483 486	2020.03.31	443 833
FNYSZ Egyenletes HUF	-6,10%	-6,35%	0,25%	2019.12.31	69 422 227	2020.03.31	65 603 300
FNYSZ Klasszikus	-0,24%	-0,10%	-0,14%	2019.12.31	10 051 441	2020.03.31	14 756 310

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



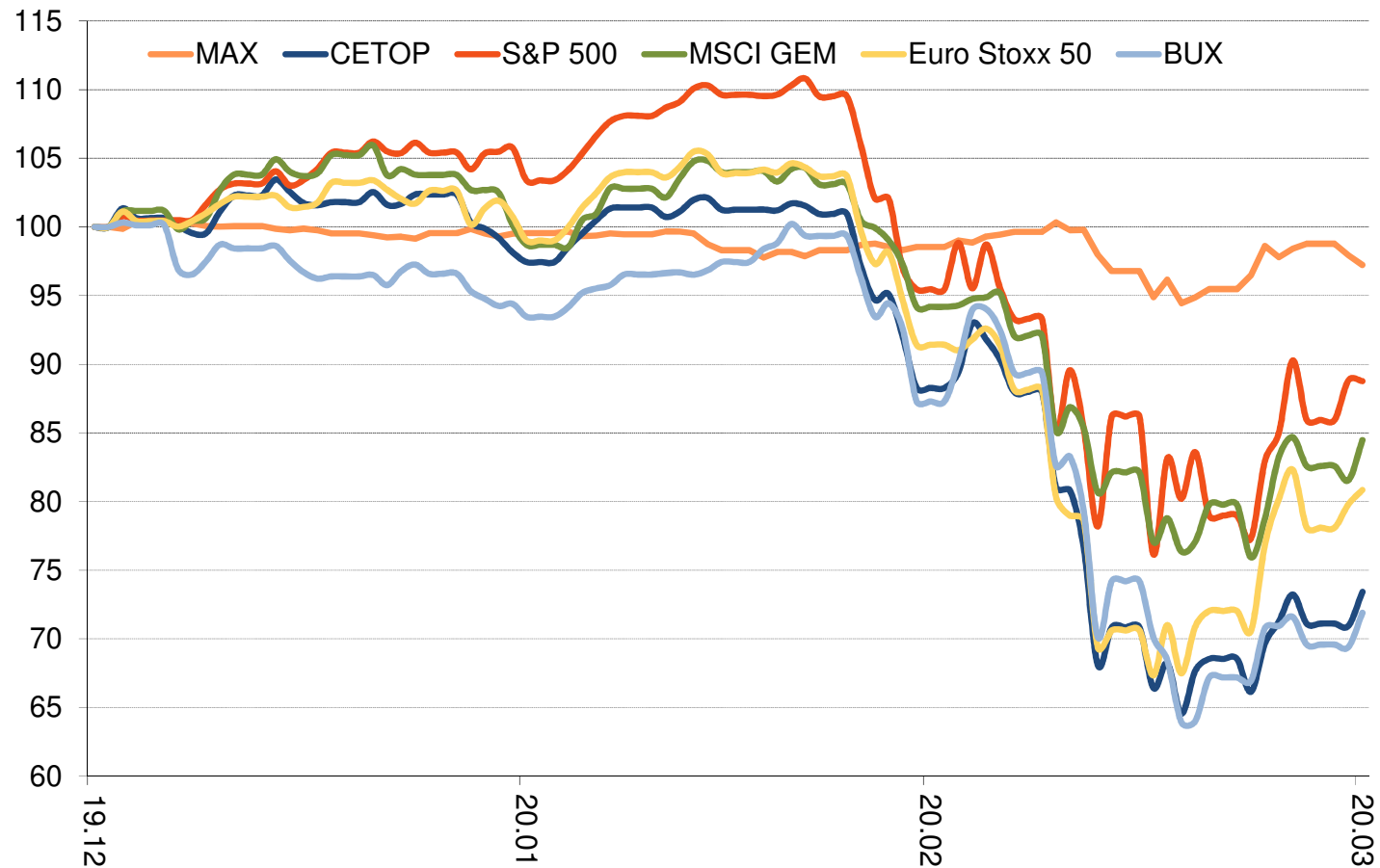
FŐBB INDEXEK TELJESÍTMÉNYE 2020 YTD (HUF ÉS SAJÁT DEVIZA)



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő



FŐBB INDEXEK ALAKULÁSA 2020 YTD (HUF)



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

MAKROGAZDASÁGI
ÖSSZEFOGLALÓ

2

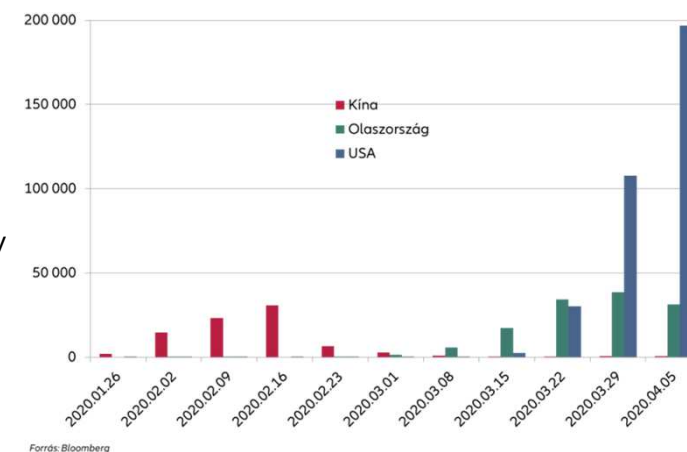




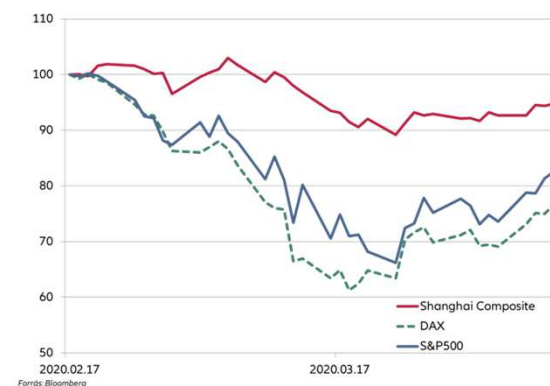
AZ ÚJ TÍPUSÚ KORONAVÍRUS GAZDASÁGI HATÁSAI

- A gazdasági károkat nem elsősorban a halálesetek okozzák, hanem a vírus terjedésének lassítására, a halandóság csökkentésére hozott erőfeszítések, mint a személyek mozgásának korlátozása, részleges termelésleállítás.
- Alapvetően keresleti és kínálati oldalról is érződnek negatív gazdasági hatások. Keresleti sokkot okoz, hogy az emberek lényegesen kevesebbet utaznak, nem vesznek igénybe szolgáltatásokat, nagyobb kiadást igénylő termékek vásárlását elhalasztják, ingatlan tranzakciókat sem nagyon bonyolítanak. Kínálati oldalról is sokkról beszélhetünk. A termelő üzemek egy része leáll, mert nem lehet távolról működtetni, az otthonról végzett munka pedig, főleg hirtelen elrendelve okozhat hatékonyságcsökkenést. Mivel sok termék előállítása nemzetközi, alacsony készletekkel működtetett ellátási láncokra épül, így még egy lokális kiesés is okozhat globális fennakadást. A járvány ezen ugyanakkor hamar túlment, a WHO március elején világjárvánnyá minősítette a megbetegedést.
- Tehát keresleti és kínálati okok is az eddigi (jellemzően) GDP növekedés helyett GDP csökkenést vetítenek előre, azaz gazdasági recessziót okozhatnak. Ezen felül lehetnek másodkörös hatások is, amennyiben rendelések hiányában vállalkozások mennek csődbe, vagy munkavállalóik egy részétől megválni kényszerülnek. Ez tovább csökkenti a keresletet és szűkíti a gazdaságot. A válság felhívja a figyelmet a globális és a just-in-time ellátási rendszerek sérülékenységére, így visszaszorulhat a globalizáció, tartósan csökkenhet a világkereskedelem, a termelés biztonságosabbá tétele pedig emelheti hosszú távon a fogyasztói árakat.
- A vírus terjedését Kína meglehetősen hatásosan korlátozta, azonban Európában és az USA-ban ez láthatólag nehezebb volt. A kínai gazdaság azóta újból beindult, azonban Európa árpilis elején még csak a tetőzéshez közelít, míg az USA megbetegedései egyelőre exponenciális növekedést mutatnak.
- A piaci mozgásokat nagyban befolyásolják a terápiával kapcsolatos hírek (gyógyszerek, oltások), az egyes országokban a járványgörbe alakja (ellaposodása, így a várható korlátozások feloldása), valamint a járvány következő hullámával kapcsolatos várakozások.

A heti új megbetegedések száma az egyes országokban



Az USA, kínai és német részvények relatív teljesítménye

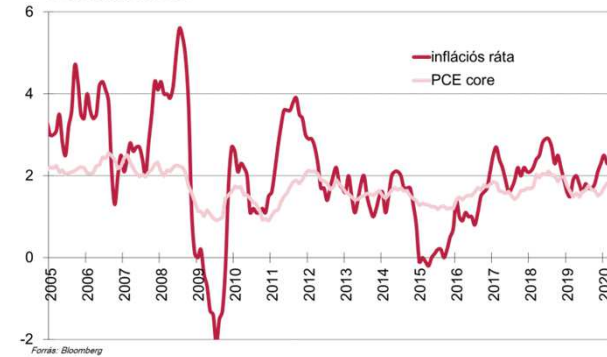




USA GAZDASÁGI ADATOK

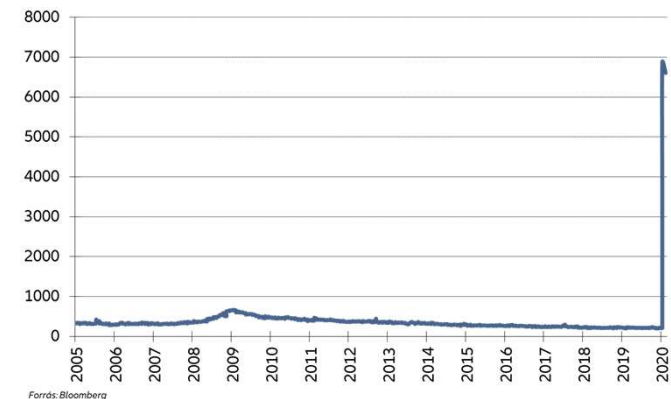
- Az USA 2019. negyedik negyedéves évesített gazdasági növekedése az előző időszak hasonló értéke után 2,1% lett, egész évre vonatkozóan 2,3%-ot közöltek. Az idei első negyedéves adat becslésére 04.29-ig várni kell. A kiskereskedelemről és az ipari termelésről is még csak a járvány felfutása előtti (februári) adatok állnak rendelkezésre. A Bloomberg elemzői 03.20-a után egy kivétellel negatív reál GDP növekedést jeleznek 2020-ra, jellemzően -3% körülit, de a leginkább pesszimista adat -10,8% volt!
- A munkanélküliségi ráta márciusra 4,4%-ra ugrott, ami nominálisan alacsony érték, de egyrészt az előző 3,5%-hoz képest nagy ugrás, másrészt utoljára 2017-ben láttunk ehhez hasonló szintet. Előremenően különböző becsléseket olvastunk, és azok közül sok 10% feletti értéket vár, ami meghaladná az előző két válság legrosszabb értékeit. A helyzet komolyságát és a kilátásokat jól jelzi a munkanélküli segélyért jelentkezők száma: március utolsó két hetének adata 3,3 illetve 6,9 millió volt, április első értéke pedig 6,6 millió. Ez példátlan gyors munkahelyvesztést jelent! Romlást mutat a participációs (foglalkoztatási) ráta is, észrevehetően esett márciusban, azaz nem csak a munkanélküliek száma nő, hanem az inaktívaké is.
- Az infláció februárban 2,3%-on állt, tehát a Fed inflációs célja közelében volt. Az olajáresés és a járvány miatt a kereslet visszaesése az infláció mérséklődése irányába hat, így nem korlátozza a Fed-et az extrém laza monetáris politikában. A Bloomberg frissebb elemzői becslései 1% körüli értékeket prognosztizálnak 2020 egészére.

USA infláció



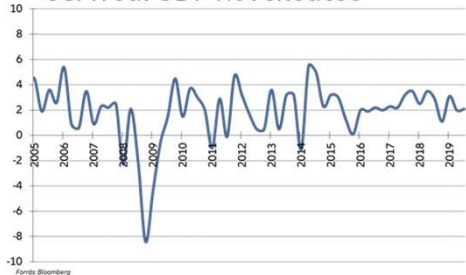
Forrás: Bloomberg

Munkanélküliségi segélyért jelentkezők száma



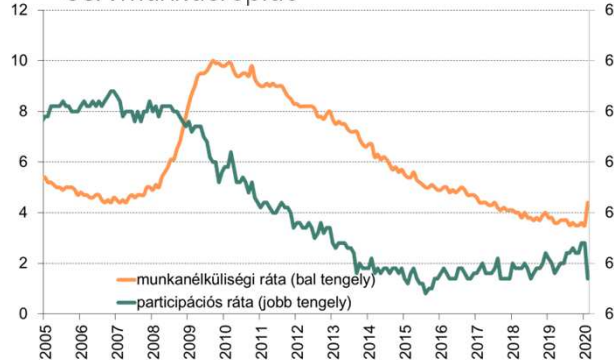
Forrás: Bloomberg

USA reál GDP növekedése



Forrás: Bloomberg

USA munkaerőpiac

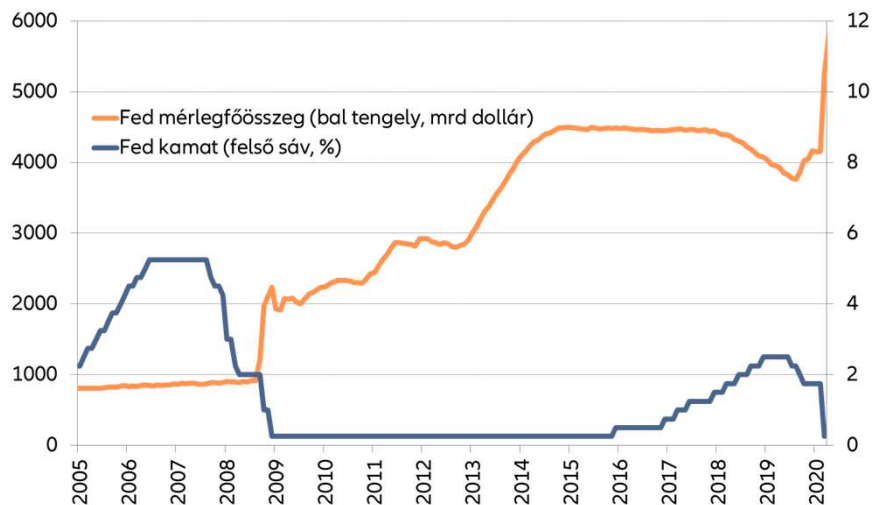


Forrás: Bloomberg



USA – MONETÁRIS POLITIKA

USA monetáris kondíciók



Forrás: Bloomberg

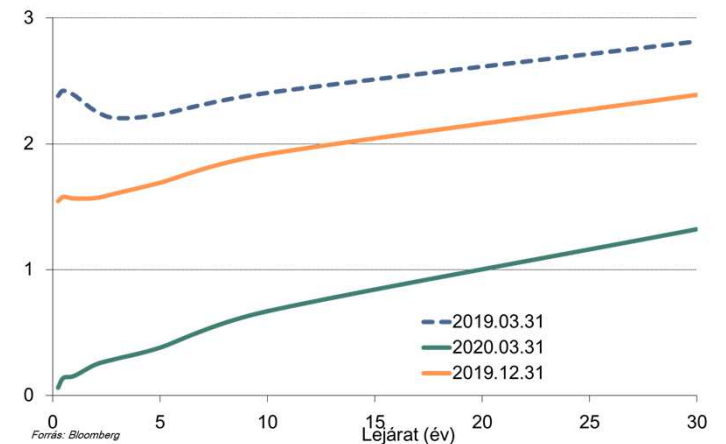
- 2019-ben már megállt, majd a kereskedelmi háborús feszültségek és a globális gazdasági lassulás hatására megfordult a Fed szigorítási ciklusa. A járvány ugyanakkor drasztikusan rontotta a kilátásokat, itt már nem a növekedés mérséklődése jelentette a problémát, hanem egy mély gazdasági és pénzügyi válság réme is megjelenhetett a döntéshozók szeme előtt. Nem is várt a Fed a döntéssel a következő FOMC ülésig, hanem már 03.03-án 50 bázispontos kamatvásárról határozott, melyet 03.15-én újabb 100 bázispont követett. Ezzel gyakorlatilag 0-ba vágta a Fed a rövid kamatokat.
- A nemzetközi dollár likviditás biztosítása érdekében számos nagy jegybankkal kötöttek megállapodást dollár swap ügyletekkel kapcsolatban, és a hazai likviditás növelésére is számos intézkedést hoztak (pl. kötelező tartalékok 0%-ra vágása).
- A Fed 2017 őszén határozott mérlege fokozatos leépítéséről, majd a 2018. év végi tőzsdei esés, a romló gazdasági kilátások és az alacsony inflációs nyomás hatására 2019 augusztus végével befejeződött ez a folyamat, sőt október elején a Fed már kincstárjegyek vásárlásáról határozott.
- A járvány hatására 03.15-én a komplett eszközvásárlás újraindításáról (QE) is döntöttek. Államkötvényre 500 milliárdos, jelzálog fedezetű kötvényekre 200 milliárdos keretösszeget határoztak meg. Március 23-án ugyanakkor már ezt a keretet is tágították, gyakorlatilag korlátlan programról beszéltek, és a vásárolható eszközök körét is kiterjesztették. A Fed részvény ETF-eket egyelőre nem vesz (a japán jegybank már jó ideje), de többek közt önkormányzati kötvényekre, kereskedelmi ingatlan fedezetű kötvényekre, vállalati kötvényekre kiterjed már a mandátuma. Az eszközvásárlás pedig talán minden képzeletet felülmúl, 100 milliárd dollár/napot meghaladó volt az indulás, ami meghaladta a korábbi QE-k havi (!) legmagasabb mennyiségét.
- A Fed az újabb borzalmas munkanélküliségi heti adat után 04.09-én 2300mrd USD hitelprogram beindításáról tett bejelentést.



USA ÁLLAMPAPÍRPIAC

- Az amerikai kormányzat jelentős költsékezésbe kezdett. Március végén írta alá Trump elnök azt a csomagot, amely 2000 milliárd dollárt mobilizál. Ez részben direkt „pénzosztás” az állampolgárok részére, másfelől kiterjesztik a munkanélküli segélyt, valamint nagyvállalati és KKV programokat tartalmaz az egészségügyi kiadások mellett. A hírek azóta már újabb program előkészítéséről szólnak.
- A hatalmas kiadási intézkedések ugyanakkor a várható kínálatmegugrás ellenére nem okozták az állampapír-hozamok felfelé tolódását, hiszen a Fed monetáris lazítása jelentősen növelte a keresleti oldalt.
- A 10 éves USA államkötvény hozama így rekord szintre esett, a 0,5%-ot is megközelítette márciusban, a rövid lejáratok (pl. 3 hónap) negatív tartományban is jártak.
- A gazdasági recesszió jó előrejelzőjének tekintett inverz hozamgörbe tartósan nem alakult ki, de ha a munkanélküliség gyors növekedésére tekintünk, ne gondoljuk, hogy a pozitív meredekségű hozamgörbe ellenére az USA biztosan elkerülné a recessziót (a nagyobb valószínűség a gazdaság szűkülése mellett szól).

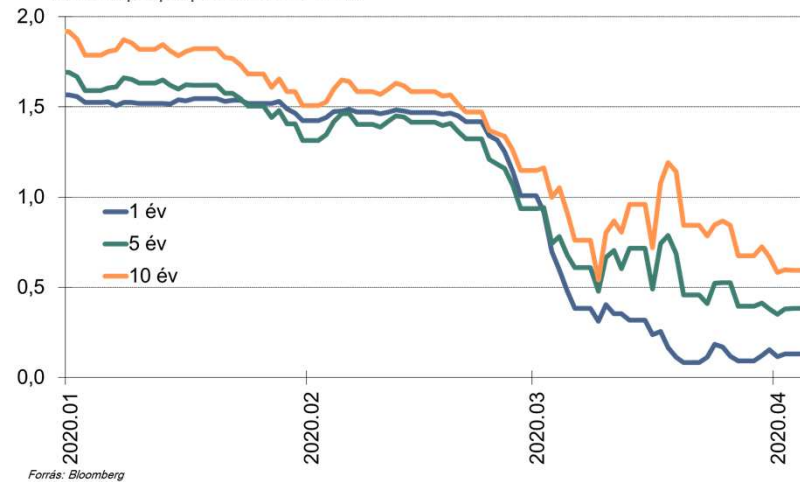
Hozamgörbe



Állampapír hozammozgások



Állampapírpiac 2020-ban

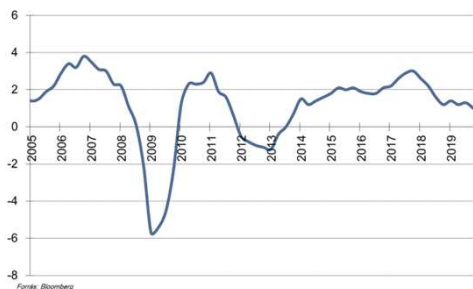




EURÓZÓNÁS GAZDASÁGI ADATOK

- Az eurózána 4. negyedéves GDP adata sem mutat lényeges eltérést az előző negyedévekhez képest, 1% lett a megelőző év azonos negyedévéhez képest. Kis csökkenő tendencia így is látszott, még a koronavírus-járványt megelőzően is (a Q1 becslés 04.30-án jön ki). Németország továbbra is gyengélkedett, az év/év bővülés épphogy pozitív lett: 0,4% munkanapokkal kiigazítva. Előretekintve a frissebb előrejelzések jelentős, 5% körüli gazdasági visszaesést várnak 2020-ra az eurózána vonatkozóan, a Bloomberg által begyűjtött elemzői prognózisok közül a legpesszimistább -13% volt 04.10-én.
- Az eurózána munkanélküliségi ráta lassú mérséklődése februárig még kitartott, akkor 7,3%-ra ért. Minden bizonnyal ez egy lokális minimum lesz, és könnyen 10% fölé érhet megint, mint az előző válságban. Spanyolországban már látjuk a munkanélküliség változásának márciusi számát, ami meghaladta a 300 ezer főt, miközben a 2008-2009-es csúcsértékek havi 200 ezer körül megálltak.
- Az inflációt nézve 2018-ban ugyan többször is közöltek valamivel 2% feletti értéket, aztán egy jelentős csökkenésnek lehettünk tanúi: októberre 0,7%-ra olvadt az áremelkedés, ami már az EKB kicsivel 2% alatti céljától jelentősen eltávolodott. A decemberi adat ugyan kis emelkedést mutatva 1,3%, de a márciusi becslés ismét csak 0,7%. A maginfláció is 1%-ra mérséklődött. A válság feltételezések szerint tovább nyomja lefelé az inflációt, így a jelentős monetáris lazításnak megvan a lehetősége, és inflációs szempontból a szükségessége is.

Eurózána reál GDP növekedés

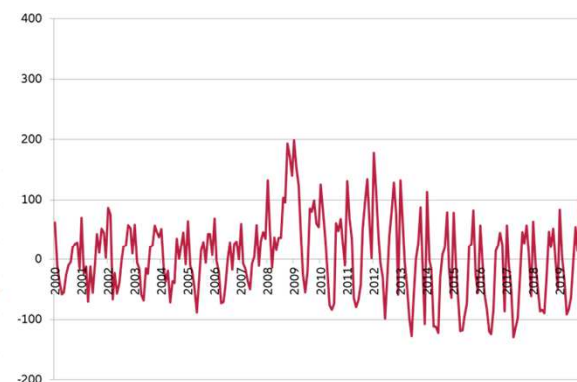


© Copyright Allianz 2020. április 13.

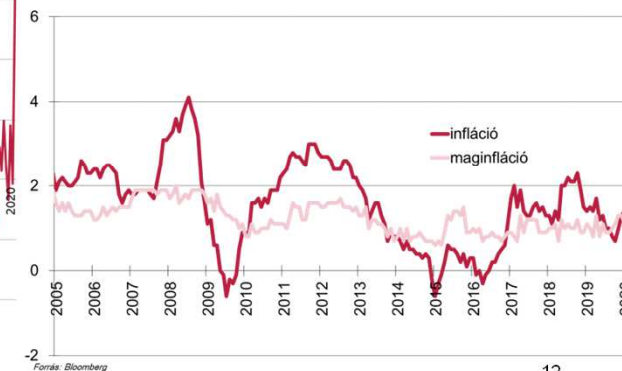
Eurózána munkanélküliségi ráta



Spanyol munkanélküliség változása



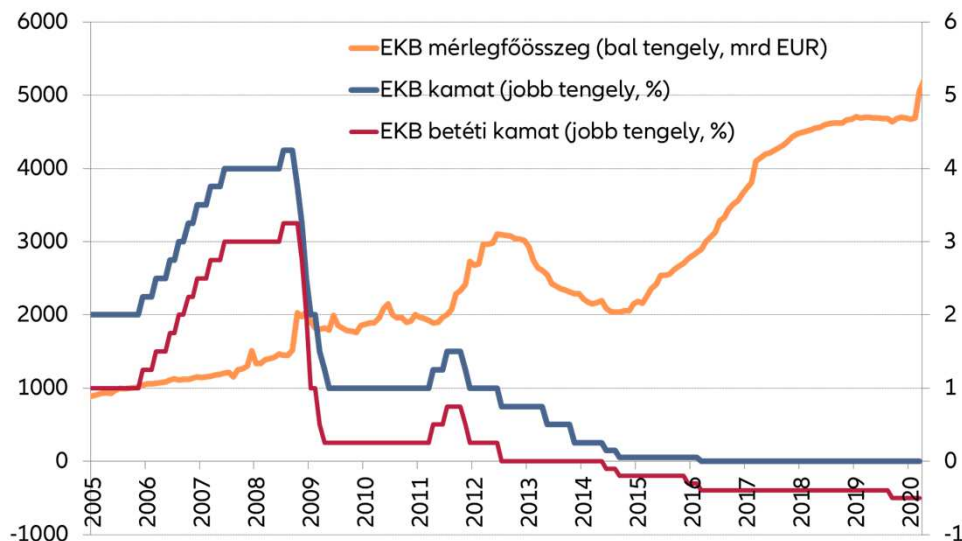
Eurózána infláció





EKB – MONETÁRIS POLITIKA

EKB monetáris kondíciók



Forrás: Bloomberg

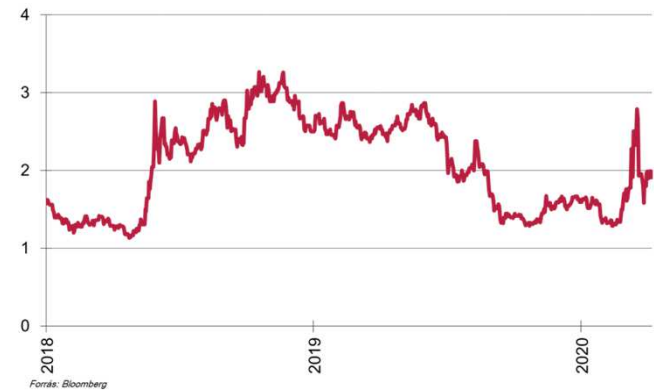
- Március 12-én az EKB is lazítást jelentett be, de a betéti rátát nem vágták tovább. Ezt még 2019-ben csökkentette -0,5%-ra az EKB és feltehetőleg a bankrendszerre gyakorolt negatív hatás miatt nem akarták tovább vágni. Módosították ugyanakkor a hosszú lejáratú, kedvezményes kamatozású hitel (TLTRO) feltételeit. Az eszköz kamata itt az EKB alapkamat (jelenleg 0%) alatt 25 bázisponttal lesz megállapítva. A meghatározott benchmarkot meghaladó mértékben hitelező bankok feltételei még kedvezőbbek, azok ezt a hitelt az EKB betéti kamatláb (-0,5%) alatt 25bp-tal kapják. A technikai feltételek is kedvezőbbé váltak.
 - Ezen felül a novembertől újraindított 20 milliárd eurós havi keretösszegű eszközvásárlási program felett, további egyszeri 120 milliárd QE összegről döntöttek.
 - A lépések láthatólag nem győzték meg a piacokat, az európai állampapír-hozamok jelentősen emelkedtek.
- A március 12-i intézkedéseket továbbiak követték. Egy héttel később újabb 750 milliárd eurós kötvényvásárlást (államkötvény, vállalati kötvény) hirdettek. A vásárlások legalább év végéig tartanak majd, és szükség esetén még tovább növelhető az összeg. A feltételek is lazultak, elfogadják ismét a görög államkötvényeket, és nem figyelik már az úgynevezett egyharmados szabályt, azaz hogy mennyit vehet meg az EKB egy adott kibocsátótól.
 - Április elején lazították a bankok műveleteinél az elfogadható fedezetekre vonatkozó követelményeket is. Egyrészt könnyítenek a lakossági és vállalati hitelek befogadási feltételein, növelik egy adott eszköznél a beszámítható összeget, azaz csökkentik a haircutot. Az EKB elnök Christine Lagarde, az előző elnök (Mario Draghi) hitelválsághoz kapcsolódó „bármilyen áron” kijelentéséhez hasonló üzenetet fogalmazott meg az euró megmentése kapcsán: „mindent megteszünk ami szükséges”.



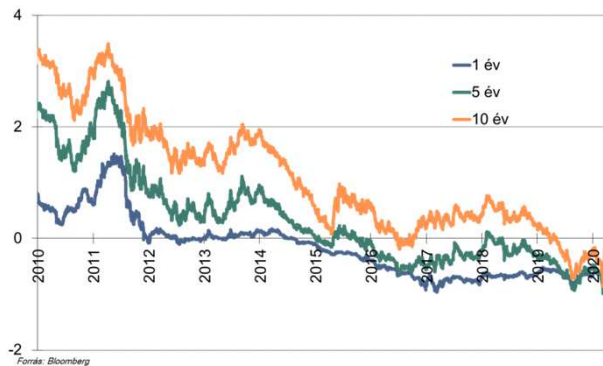
EURÓZÓNÁS ÁLLAMPAPÍRPIAC

- A gazdaság lassulása nyomán már 2019-ben jelentős hozamcsökkenést láttunk. Ez gyorsult be miután egyre rosszabb hírek jöttek a járvánnyal kapcsolatban. Igazi zuhanást március elején láttunk, amikor a világ jegybankjai egymásra lícitáltak a lazítási lépésekben. A 10 éves német államkötvény hozama 03.09-én -0,9%-re ért napon belül. Ezt követően, ahogy a költségvetési tervek miatti magasabb kibocsátásokat is belekalkulálták a befektetők, az EKB kezdeti lépéseivel kapcsolatban pedig csalódottak voltak, így visszaemelkedett a hozam.
- A perifériaként emlegetett olasz és spanyol kötvénypiacokon más volt a helyzet. Elmaradt a március eleji rali, majd március közepén jelentős hozamemelkedést láttunk. Ezen államok eladósodása a némethez képest lényegesen kedvezőtlenebb és a vírus is jobban leterhelte ezen országok egészségügyi ellátórendszerét. Így nem csak a német hozamokkal együtt emelkedtek, hanem a némethez képest a spread is tágult. A befektetők nem látták úgy, hogy az EKB kezdeti lépései kellően segítenék ezeket az országokat. Később az EKB újabb kötvényvásárlási programjának meghirdetése és feltételeinek lazítása hírére megfordult a folyamat.

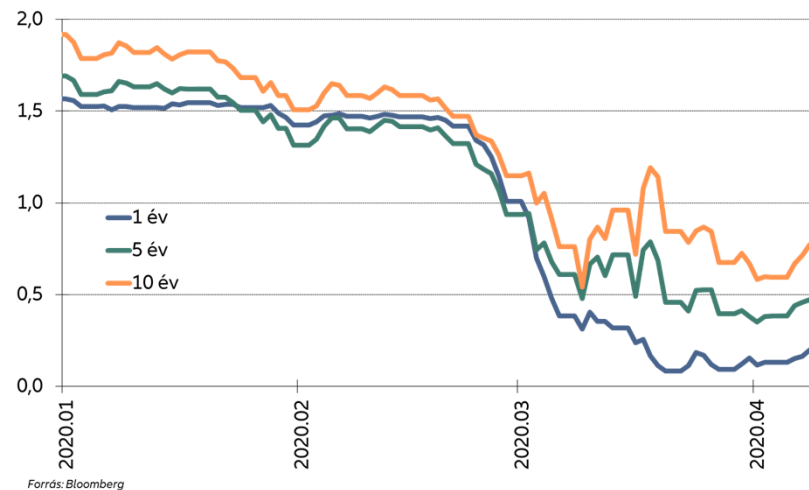
A 10 éves olasz és német államkötvények hozamkülönbsége



Állampapír hozammozgások (német)



Állampapír hozammozgások 2020-ban (német)

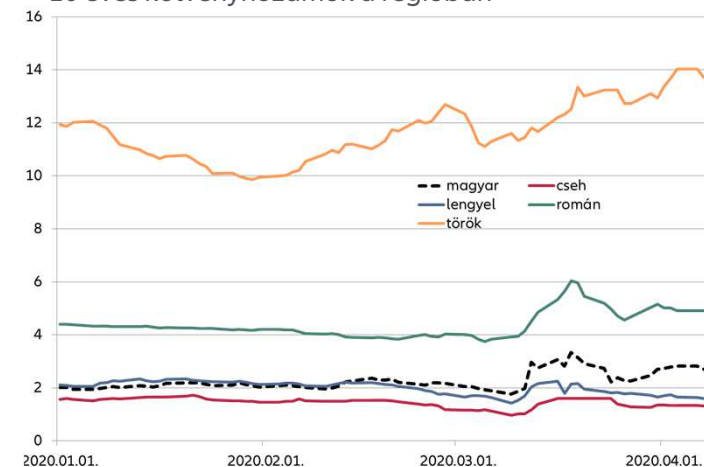




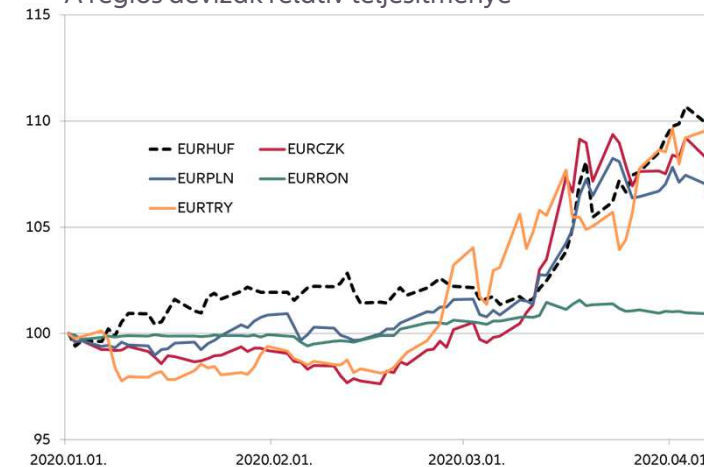
RÉGIÓS PIACOK

- A **lengyel** jegybank 03.17-én 50 bázisponttal, 1%-ra csökkentette az alapkamatot és állampapír-vásárlást is hirdetett. Azóta eltelt durván egy hónap alatt 19mrd PLN (kb. 1500mrd forint) összegben vásároltak állampapírt, amely magasabb, mint az első negyedéves lengyel állampapír-kibocsátás volt. Április elején újabb 50bp-os lépésben csökkentették a kamatot, amellyel Lengyelország lett a világ legnagyobb negatív reálkamatot fizető országa. Ez, a jelentős QE programmal együtt a PLN gyengüléséhez vezethet, amely később szükségessé teheti az MNB-hez hasonló kiigazító lépést (rövid oldali szigorítás, a hosszú lazítás fenntartása mellett). A kormányzat márciusban a GDP 10%-ára, majd április elején további 4%-ára rúgó csomagot jelentett be (hitelgaranciák, kormányzati beruházások, bértámogatás, szociális kiadások).
- A **cseh** jegybank 03.16-án 50bp-tal, majd 03.25-én újabb 75bp-tal, 1%-ra csökkentette az irányadó kamatot. Megteremtették a lehetőségét az állampapír-vásárlásoknak is. A cseh kormányzati program a GDP közel 20%-ára rúg, nagyobb részben garancianyújtást tartalmaz, kisebb részben jövedelem kiegészítést és egyéb direkt juttatásokat.
- A **román** nemzeti bank 50bp-os vágást hajtott végre, 2%-ra került az alapkamat. Államkötvény-vásárlásról is született döntés. A költségvetési csomag egyelőre itt lényegesen kisebb, a GDP nagyjából 2%-ára teszik az elemzők, de hamarosan újabb bejelentések jöhetnek. Románia 04.02-én 400 millió eurós hitelt kért és kapott a Világbanktól.
- **Törökország** januárban 75bp, februárban 50bp, márciusban 100bp mértékben, 9,75%-ra vágta kamatot. A devizatartalékok csökkennek, a deviza gyengül, így nehéz lehet tovább lazítani a monetáris kondíciókon.
- Általánosságban azt látjuk, hogy a régiós devizák jelentősen gyengültek (itt Románia kivétel a magas alapkamat és kötvényhozamok miatt), a finanszírozási költségek ugyanakkor a március közepi megugrást követően mérsékeltek maradtak.

10 éves kötvényhozamok a régióban



A régiós devizák relatív teljesítménye

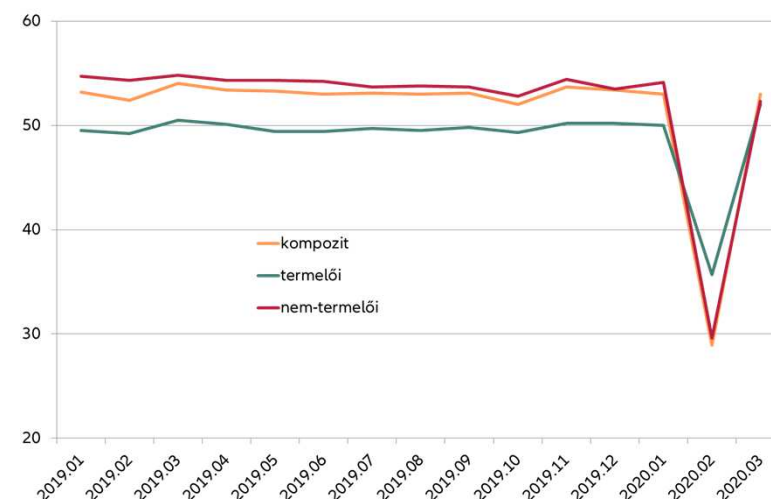




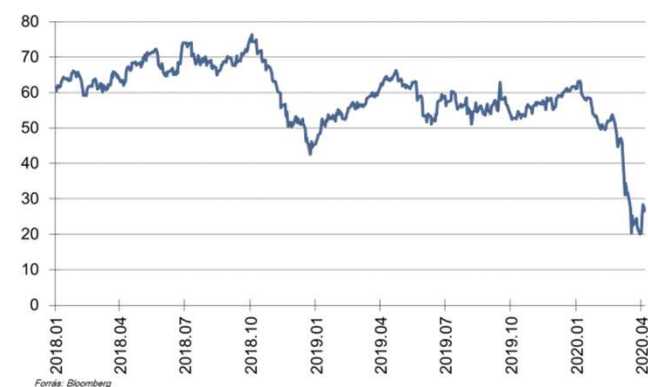
EGYÉB PIACOK, KOCKÁZATOK

- **Japánban** a járvány terjedése – részben köszönhetően annak, hogy a japán kultúrának a távolságtartás eleve jobban része – viszonylag lassú volt, azonban a vészhelyzet bejelentését ők sem tudták elkerülni. A fiskális csomag 108 trillió jenre rúg, amit a GDP 20%-ára tesznek. A Bank of Japan nem csökkentette tovább a -0,1%-os alapkamatot és a 10 éves kötvény 0%-os célhozamát, de természetesen lazító intézkedéseket itt is hoztak, jócskán megemelték az eszközvásárlásokat és új hitelprogramot is indítottak.
- A **kínai** hatóságok mostanra már folyamatosan oldják fel a vírus terjedésének lassítására hozott rendelkezéseket, ugyanakkor fiskális és monetáris stimulusokban itt sem volt hiány. Így a termelés fokozatosan újraindul, amit látunk a felpattanó beszerzési menedzser indexeken is. Remélhetőleg ez már valamennyire megjelenik majd a márciusi termelési és fogyasztási adatokban. A januári-februári kiskereskedelmi forgalom az előző évhez képest 20,5%-os, míg az ipari termelés 13,5%-os visszaesést mutatott. Amennyiben jó adatok érkeznének, az reményt adhat a világ más pontjain is, igaz, mivel máshol nem voltak annyira szigorúak a korlátozások, így ott jobban elhúzódhat a leállás.
- Az **olaj** ára már a kínai leállások idején elkezdett esni, ami a világjárvánnyá minősítés után a fejlett piaci tőzsdéi esésekkel párhuzamosan begyorsult. A magyarázat kellően egyszerű: ha részben megáll a világgazdaság, akkor energiára is sokkal kevésbé van szükség. Ezen anyag készítésének befejeztéig kínálati oldalon sem sikerült az olajhatalmaknak megállapodniuk, ami további mélységbe taszította a fekete arany árát.

Kínai beszerzési menedzser indexek



Olajár (WTI, dollár/hordó)

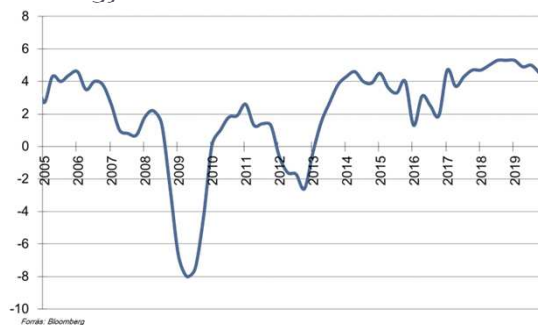




HAZAI GAZDASÁGI ADATOK

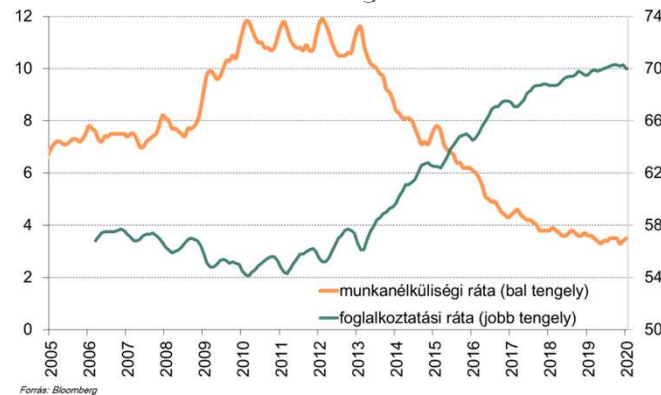
- A magyar gazdaság 2019 negyedik negyedéves GDP adata évi 4,5%-os reálnövekedés mutatott, az előzetes Q1 adat csak 05.15-én érkezik. Sajnos a magyar gazdaságot sem kerülik el a járvány gazdasági hatásai. Varga Mihály április elején 3%-os GDP visszaesést prognosztizált, az utóbbi hetek alapján a Bloomberg elemzői is hasonló nagyságrendű csökkenéssel számolnak 2020-ra. A rendelkezésünkre álló ipari termelési adat még csak februári, így azt kár részleteiben elemezni, a 29-re csökkenő márciusi termelői beszerzési menedzser index azonban jelentős szűkülést vetít előre.
- A februári munkanélküliségi adat 3,5%-on állt. A koronavírus hatásait természetesen ez még nem tartalmazza, főleg, hogy a foglalkoztatási statisztika mindig három hónap átlagos értéke, tehát most december-februáré. Ez azt jelenti, hogy igazából csak a júliusban megjelenő adat alapján mérhetjük fel majd igazán a járvány munkaerőpiaci hatását. A 04.04-i Kormányinfón annyit megtudtunk, hogy addig közel 30 ezren veszítették el állásukat, és ez a szám napi kb. 4000 fővel növekszik. A januári bérnövekedési adat 10% alatti volt, és mivel a válság kibontakozásával ismét a munkaadók kerülnek erőfölénybe, a kétszámjegyű éves növekedés most egy ideig nem lesz valószínű.
- Az infláció az év első két hónapjában a toleranciasáv felső értékét meghaladta, márciusra csökkent ismét az alá, 3,9% lett. A visszacsökkenést segítette az extrém olajáresés, ugyanakkor a járvánnyal kapcsolatos pánikvásárlások az élelmiszerárakat emelték, míg a gyengülő forint az importtermékeket drágította. Az MNB által kiemelten figyelt adószűrt maginfláció szintén 3,9% lett. Előre tekintve az alacsony olajárak további begyűrűzésére, az élelmiszer-vásárlások, és úgy általában a kereslet csökkenésére számíthatunk a kibontakozó válság miatt, mindez az infláció további mérséklődése irányába hat.

Magyar reál GDP növekedése



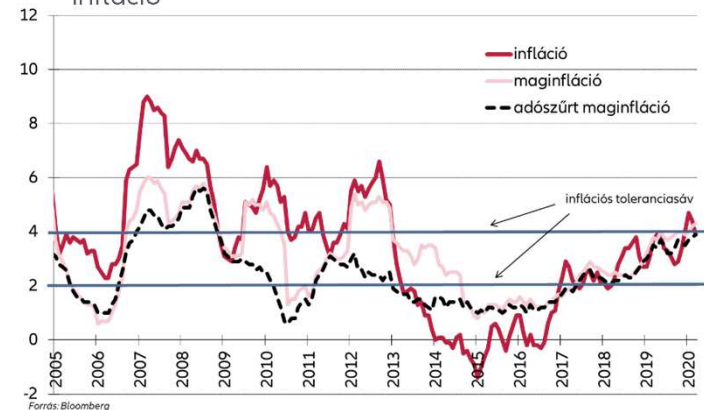
© Copyright Allianz 2020. április 13.

Hazai munkanélküliségi ráta



Forrás: Bloomberg

Infláció

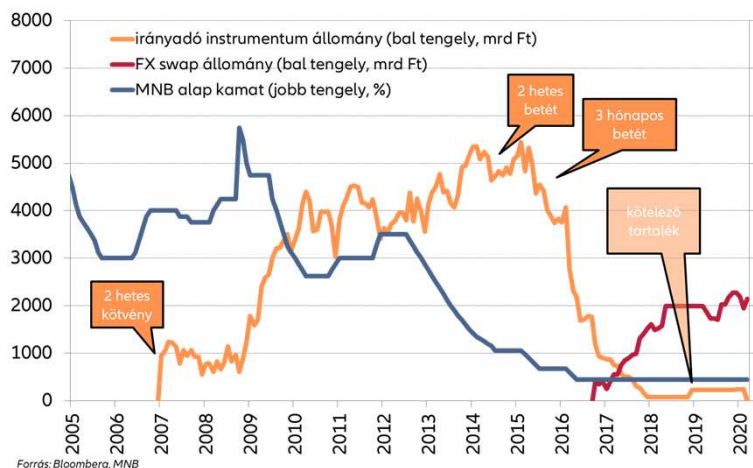


Forrás: Bloomberg

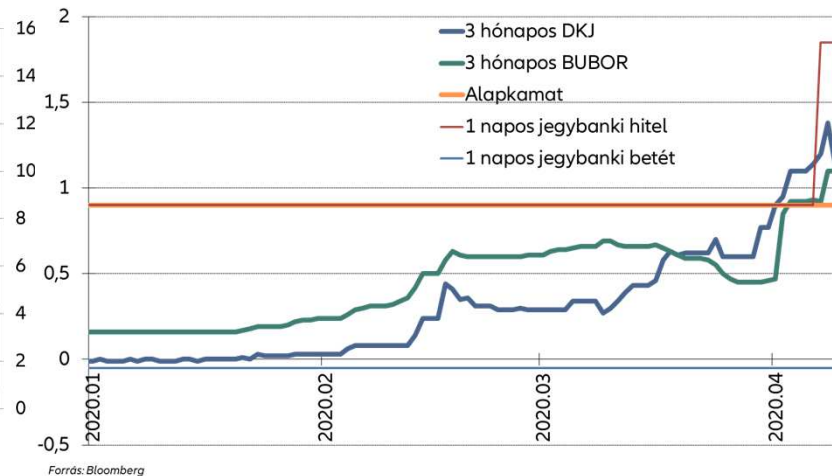


HAZAI MONETÁRIS POLITIKA

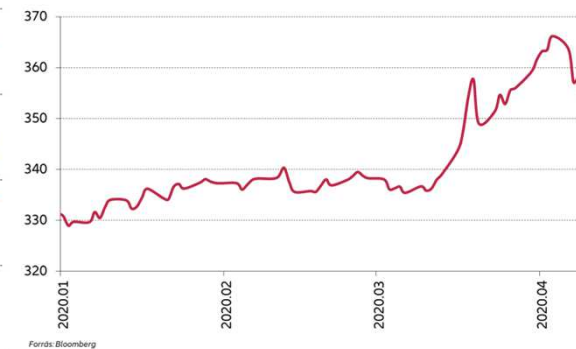
Hazai monetáris kondíciók (alapkamat, FX swap állomány)



Hazai monetáris kondíciók (kamatok) és rövid hozamok



EURHUF árfolyam



- A decemberi Monetáris Tanács ülés utáni közlemény az inflációs kockázatok tekintetében a korábbi lefelé mutató után ismét szimmetrikus kockázatokról beszélt. Ennek ellenére az MNB a forint likviditást nyújtó FX swap állományt magas szinten tartotta, így igen laza monetáris kondíciókat teremtett. A forint ebben a környezetben valamelyest tovább gyengült (régiós viszonylatban is), de januári kamatdöntő ülés ezzel még nem foglalkozott, s februárban is csak a szigorítás lehetősége került be a közleménybe.
- Március közepétől igen aktívvá vált a Jegybank. Számos intézkedést hoztak a bankok tőke- és likviditási helyzetének biztosítására (a törlesztési moratórium is ide sorolható). A márciusi kamatdöntő ülésen hosszú lejáratú fedezett hitelekkel vezettek be. A kedvezőtlen külső környezet és egy új spekulációs hullám azonban a forint hirtelen gyengüléséhez vezetett, amelyet az MNB egy új 1 hetes betéti eszközzel normalizált április elején, tovább emelve a rövid kamatokat. Ezt a későbbi kamatfolyosó-tágítás is erősítette.
- Most az látszik, hogy az MNB reagálva a külső környezet változásaira egyszerre próbálja a lazítás és szigorítás közt az egyensúlyt megtalálni. Mivel a devizára a rövid oldal hat erősebben, ugyanakkor a hazai piaci szereplők (háztartások, vállalatok, állam) a hosszabb lejáratokon segíthetők hatékonyan, így a mix jelenleg a rövid oldali szigorítás és a hosszú oldali lazítás.



ÁTALAKULT A MONETÁRIS POLITIKA

- **1 hetes betéti eszköz:** az MNB 04.01-én vezette be, célja, hogy a bankközi likviditást lekötve (az első két tenderen 0,9% volt a kamatláb szemben a -0,05%-os egynapos betéti kamattal) szigorítsa a rövid oldalon a monetáris kondíciókat, és így a BUBOR hozamokat és egyéb rövid pénzügyi kamatok/hozamokat felfelé tolja. Mivel a devizapiaci pozíciókat rövid lejáratú forrásokkal finanszírozzák, így ez megdrágítja a forint elleni spekulációt azzal, hogy még az árfolyam változatlanlansága esetén is egy veszteség keletkezik így a forint ellen spekuláló (eurót tartó, forint adósságban lévő) szereplőknek. Az egyhetes betét elhelyezésére hetente van lehetősége a bankoknak, a kamatlábbal és az elfogadott mennyiséggel a jegybank könnyen finomhangolhatja a kamatlábakat.
- **a kamatfolyosó kitágítása:** az MNB a korábbi -0,05%-0,9% kamatfolyosót az alapkamat elmozdítása nélkül szimmetrikusra -0,05%-1,85%-ra változtatta 04.07-én. Ez önmagában nem egy szokatlan felállás nemzetközi viszonylatban, és a magyar kamatfolyosó is többet volt szimmetrikus mint nem. Április elején az 1 hetes betéti eszköz alkalmazásával a -0,05%-os betéti szint már nem effektív, viszont az egynapos (és egyhetes) fedezett hitel 1,85%-ra emelése megnövelte az MNB mozgásterét, hogy a már bevezetett 1 hetes betétet esetleg magasabb kamaton meghirdetve 0,9% fölé vigye a kamatokat szükség esetén.
- **hosszú lejáratú fedezett hitel:** a 03.24-én bevezetett új eszköz révén az MNB a hosszú hozamokat is könnyebben tudja befolyásolni. A fő cél, hogy a bankok részére kedvező, lejáratig fix kamatozású, hosszú futamidejű hitelt biztosítson, amellyel támogathatja egyrészt az új hitelezést, a meglévő hitelek törlesztési moratórium alatti finanszírozását, valamint hosszú lejáratú eszközök, elsősorban állampapírok vásárlását. Ez utóbbi felhasználás esetén a többlet állampapír-kereslet a hozamok csökkenése irányába hat, ami segíti a kormányzatot, hogy a járvány miatt meghozott válságkezelő fiskális intézkedések finanszírozása ésszerű hozamok mellett valósulhasson meg. Az eszköz több lejáratra is elérhető: 3-6-12 hó, 3 és 5 év. Egy április elején történt bejelentés alapján tudjuk, hogy a 3-6-12 hónapos futamidők nyilvános, nyíltvégű befektetési alapok számára is elérhetőek lesznek (pénztárak, biztosítók részére egyelőre nem), de itt a cél kevésbé a hosszú állampapírok iránti kereslet fokozása lehetett, sokkal inkább a likviditáskezelés elősegítése.
- **FX swap állomány, kiszorított likviditás:** az 1 hetes betét bevezetésével a kamatfolyosó alján kiszorított likviditás és így az FX swap állomány kamatbeállító szerepe lényegesen csökkent. Az MNB az eszközt továbbra is fenntartja, hétfőnként meghirdeti, de megcélzott likviditást már nem közölnek a következő kamatdöntések során. A jövőben egyrészt devizalikviditásban bővelkedő bankoknak segít a forinthez jutásban, másrészt ez az állomány az MNB devizatartalékát növeli.



VÁLSÁGKEZELŐ MONETÁRIS ESZKÖZÖK

- **törlesztési moratórium:** az egyik első intézkedés volt a lakossági és vállalati hitelek törlesztési moratóriuma, mely kormányzati intézkedést igényelt. Ez egyrészt úgy támogatja a makrogazdaságot, hogy a munkanélküliség (vagy az attól való félelem) miatt kevésbé essen a fogyasztás és így a GDP, másrészt kisebb eséllyel menjenek csődbe vállalatok, harmadrészt kisebb legyen a nemfizető adósok száma, így támogatva a bankok tőkehelyzetét, hitelezőképességét, végül is a foglalkoztatást és a GDP-t.
- **banki fedezetek bővítése:** az MNB lehetővé tette, hogy a bankok az MNB-nél fedezetként az állampapírokon, jelzálogleveleken és vállalati kötvényeken túl a nagyvállalati hiteletet is felajánlhassák. Ezzel jelentősen nő a potenciális banki likviditás (fedezett hitelek, FX swapok igénybevételének lehetősége), illetve nő a hosszú lejáratú hitel igénybevételének lehetősége és így a potenciálisan bankok által megvásárolható állampapírok köre.
- **prudenciális könnyítések:** az MNB év végéig elengedte többek közt a kereskedelmi ingatlan projekthitelek többlet tőkekövetelményét, a rendszerszinten jelentős bankok többlet tőkekövetelményét, ugyanakkor elvárja az osztalékfizetés mellőzését. Ezek mind a hitelezési képesség fenntartása miatt tett lépések.
- **jegybanki osztalék:** az MNB elérte nyeresége lehetővé teszi, hogy 250 milliárd osztalékot fizessen a költségvetésbe.
- **NHP Hajrá:** a Növekedési Hitelprogram újabb pillérének keretében maximum 2,5%-os fix kamattal, akár 20 éves hiteletet nyújtanak a bankok a vállalkozások részére, amihez az MNB 4% kamattámogatást ad a bankok részére. Ezzel új, olcsó hitelek kerülnek a gazdaságba. A válság kezdeti fázisában forgóeszköz hitelek illetve akár bérfizetésre felvett hitelek is segíthetnek, később a gazdaság újraindítását, növekedését segítő beruházási hitelek kerülhetnek előtérbe.
- **NKP:** az MNB állampapírhoz közeli szinten hosszú lejáratú forrást biztosít azáltal, hogy a kibocsátáskor vagy másodpiacon vállalati kötvényt vásárol. A növekedési kötvényprogram már 2019-es eszköz, de az MNB most 20 évre növelte a maximális futamidőt a nagyvállalati kötvénykibocsátásokra és a vállalatcsoportonkénti MNB limit is nőtt 50 milliárdra a korábbi 20 milliárdról. Így az is újra igénybe veheti, aki már korábban kihasználta a lehetőséget.
- **jelzáloglevél-vásárlási program:** 2018-ban futott már egyszer egy ilyen program, amelynek keretében az MNB elsődleges és másodlagos piacon jelzáloglevelet vett, amivel a lakáshitelek forrásköltségét csökkentette és a bankok lejáratú összhangját javította. Az új program pontos feltételeit 04.28-án jelentik be.
- **állampapír-vásárlási program:** a hosszú jegybanki hitelek már ösztönzik a bankokat az állampapír-vásárlásokra, de az MNB az állampapír-vásárlási program elindításával közvetlenül is beléphet a piacra, így finomhangolhatja annak működését. A részletszabályok itt is 04.28-án lesznek ismertek.



VÁLSÁGKEZELŐ KORMÁNYZATI LÉPÉSEK

- A miniszterelnök március 18-i bejelentésén a már részletezett hiteltörlesztési moratórium mellett korlátozták a szabad felhasználású hitelek THM-jét, és számos kiemelten érintett ágazat (pl. turizmus, vendéglátás) kapott adó és járulékfizetési könnyítést. A célzott adókönyvitéseket 23-án tovább bővítették, valamint elrendelték a kilakoltatási moratóriumot és az adóvégrehajtások felfüggesztését, valamint a veszélyhelyzet idején lejáró egyes gyermekek utáni juttatások meghosszabbítását.
- A nagyobb bejelentések április elején jöttek. Így végül egy 9200 milliárd forintos, tehát a GDP 18-20%-ára rúgó csomag bontakozott ki, ami az MNB korábban részletezett lépéseit már magában foglalja. Számos átcsoportosítást, tartalék-felhasználást tartalmaz az eddigi 2020-as költségvetéshez képest, illetve a hiánycél is megemelkedett 2,7%-ra, ami ezúttal nem jelent egy szigorú felső plafont. Bővültek a bevételek is a hitelintézetek rendkívüli befizetésével és a multinacionális kereskedelmi láncok megadóztatásával. A kiadási oldalon az alábbi fő intézkedéseket ismerhettük meg:
 - A munkahelyek megőrzését segíti elő a rövidített munkarend, amely során a keresetek 70%-át egészítheti ki a költségvetés (a részletszabályok még nem jelentek meg). A mérnöki és a K+F területen lesz bértámogatás. A szociális hozzájárulási adó az eredeti tervek szerint az év második felétől 2 százalékponttal csökken. Kitolják az éves beszámolók és az adófizetések határidejét, miközben gyorsítják az ÁFA visszaigénylések kifizetését. Könnyítik a betegszabadság igénylését és a fizetés nélküli szabadság már munkaviszonynak számít.
 - A munkahely-teremtési intézkedések keretében egyszerűbb pályázati konstrukciókat ígértek, a munkavállalók digitális tovább/átképzése 95%-os állami támogatást kaphat, 0%-os kamatozású felnőttképzési diákhitelt lehet majd igénybe venni. Az egyetemi hallgatóknak egyszeri, 0%-os diákhitel lesz elérhető és nem lesz kötelező nyelvvizsga a diplomához.
 - Lesz számos program a kiemelten veszélyeztetett ágazatokban: beruházási és infrastrukturális támogatások, adókönyvitések, kedvező hitelek, garanciák, SZÉP kártya könnyítés.
 - A vállalkozások, munkaadók csődbemenetelének megelőzésére hitelgarancia és tőkeprogramok lesznek.
 - A család és nyugdíj témakörben a 13. havi nyugdíj fokozatos visszavezetése, a családi pótlék meghosszabbítása, valamint a nagycsaládosok autóvásárlási programjának kitolása emelhető ki.
- Az EU április elején elfogadta azt az 50 milliárd forintos kormányzati támogatási programot, amelyek elsősorban direkt támogatások formájában segítik a vállalatok túlélését. A program év végéig fog tartani (jelentkezni november végéig lehet), vállalatonként maximum 800 ezer euró összeg a támogatás felső határa.



VÁTOZÓ ÁLLAMPAPÍR-FINANSZÍROZÁS

- A korábbi prioritásokat a válság felülírta. Az államadósság/GDP mutató csökkentése idén nem lehet cél, mivel finanszírozni kell azokat a kormányzati válságkezelő programokat, amely a munkanélküliség emelkedését és a potenciális kibocsátás csökkenését ellensúlyozza. A jelenlegi 2,7%-os GDP-arányos deficitterv ezt még lényegesen nem veszélyezteti, azonban ne felejtsük el, hogy a csökkenő GDP a bevételek meredek zuhanását hozhatja, miközben a kiadásokat növelni kell, tehát (mint ahogy arra Varga Mihály is utalt), ez az arány növekedhet. Az biztos, hogy a decemberben kiadott 2020-ra vonatkozó állampapír-kibocsátási tervekben már nem szabad kiindulni, annál lényegesen nagyobb lesz a finanszírozási igény.
- A devizaarány csökkentését az MNB az elmúlt években nagyon fontosnak tartotta, és szerencsére a PM-et/ÁKK-t is sikerült meggyőzni. Idén év elején is sok devizakötvény járt le és visszavételek is voltak. Ugyan le lehetett volna valamivel csökkenteni a forrásköltséget a devizafinanszírozással, de gyengülő forint esetén a felértékelődő adósság igazán nagy fejfájást okozna most. Egyelőre továbbra is tartja magát a kormányzat, hogy nem támaszkodik majd külföldi forrásra (kis jüan kibocsátáson nem lepődnék meg), főleg nem IMF hitelre.
- A lakossági kötvények eladhatósága most igencsak kérdéses. Romló gazdasági körülmények közepette csökkenhet a befektetési kedv, tehát a kockázatkerülők inkább számlapénzen „ülnek” majd, aki pedig vállalkozó szellemű az állampapír helyett inkább a jelentősebb korrekció utáni, a hatalmas monetáris/fiskális csomagokkal megtámogatott részvénypiacot részesítheti előnyben.
- Ezeket összeadva azt látjuk, hogy a forint intézményi kibocsátásokra lényegesen nagyobb szerep hárul majd. Ez a 2019-ben már elkezdett és 2020-ra meghirdetett futamidő-hosszabbítási stratégiát is felülírja. Az legújabb tervek szerint az államkötvény aukciók gyakorisága kéthetiről hetire változik, és a 15-20 éves futamidőkre kevesebb kibocsátást terveznek. Az április-júniusra szóló kibocsátási terv módosulása jelentős: a korábbi 390 milliárdos államkötvény-kibocsátási terv 814 milliárdra emelkedett.

Változó kibocsátási naptár

régebben		3 év	5 év	10 év	15 év	20 év
hetek	1					
	2					
	3					
	4					
	5					
	6					
	7					
	8					
2020 terv		3 év	5 év	10 év	15 év	20 év
hetek	1					
	2					
	3					
	4					
	5					
	6					
	7					
	8					
2020 új terv		3 év	5 év	10 év	15 év	20 év
hetek	1					
	2					
	3					
	4					
	5					
	6					
	7					
	8					



HAZAI KÖTVÉNYPIAC

Állampapírok

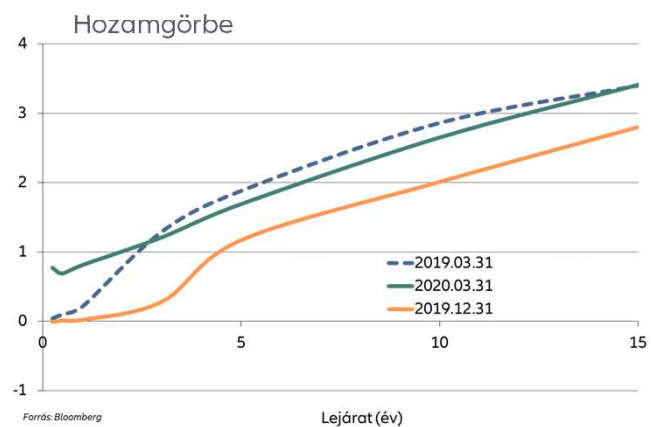
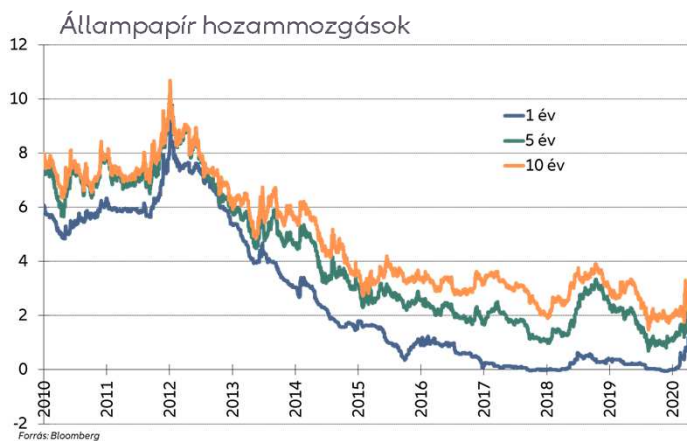
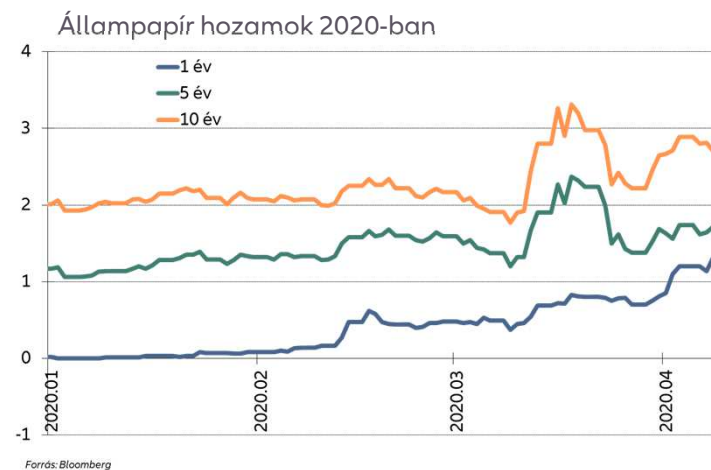
- Igen fordulatos volt az év eddigi része. A DKJ-aukciók az évet a magas bankközi likviditásnak köszönhetően nagy érdeklődés és alacsony, 0% körüli hozamok mellett kezdték, míg április elején a benyújtott ajánlatok 3 és 12 hónapra sem érték el a meghirdetett mennyiséget, a hozamok pedig 1% fölé kerültek. A fix államkötvények esetében is hasonló volt a tendencia. Március 12-én a 10 és 20 éves kibocsátást az alacsony érdeklődés miatt törölni kellett, és 5 évre is csak 18 milliárd ajánlat érkezett a 20 milliárdos meghirdetésre. A fordulatot az MNB új hosszú hiteleszköze hozta, így 26-án már az óvatosan meghirdetett aukción mindkét kötvényre egészséges volt a túljegyzés, és meg is tudta emelni a kibocsátott mennyiséget az ÁKK. Az április 09-es aukción pedig már három lejáratra, nem kompetitív tenderrel együtt bő 90 milliárdos kibocsátást bonyolítottak le, de az aukciós hozamok csökkenni így sem tudtak. A változó kamatozású kötvény esetében is aukcióról aukcióra csökkent a benyújtott ajánlatok száma, bár ehhez hozzájárult, hogy az ÁKK idén egy új sorozatot indított, és ott természetes is egyfajta telítődés, de a piaci körülmények is egyértelműen közrejátszottak.
- A másodpiaci hozamok emelkedtek a negyedév során. A 3 hónapos benchmark a december végi -0,01%-ról március végéig 0,77%-ra (04.09-ig 1,13%-ra) nőtt. Az első negyedévben az összes lejáraton emelkedett a hozam 50-90 bázisponttal, legjelentősebb mértékben a 3 éves szegmensben. Április elején a jegybanki intézkedések hatására a hozamgörbe eleje tovább emelkedett, azonban az 5 éves lejárat környéke nagyjából szinten maradt, míg a hosszabb futamidők esetében erősödést is megfigyelhettünk.
- Amit ezek az adatok nem mutatnak az a napon belüli volatilitás megugrása, és az árjegyzők óvatosabbá válása miatt a vételi és eladási hozamok közti különbség növekedése, azaz a kereskedés „drágulása”.

Egyéb kötvények

- Sem az MFB sem az EXIM nem lépett a nyilvános kötvénypiacra a negyedévben. Remélhetőleg hamarosan, az állampapír-piac stabilizálódásával ismét lesznek aukcióik.
- A Takarékszövetkezet és az Unicredit jelzálogbankjai voltak az elsődleges piacon aktívak idén. A piaci feltételek romlását jól mutatja, hogy az Unicredit március közepén tartott aukcióján a hosszabb lejáratú (2028-as) jelzáloglevélre csak alig érkezett ajánlat, míg a rövidebb (2025-ös) kibocsátás sikeres volt. A jelzáloglevél-piacnak lendületet adhat az új jegybanki jelzáloglevél-program, aminek a részletei április végén válnak ismertté.
- Az MNB idén is folytatta az NKP programot. A kibocsátások zömmel előre meghatározott körben zajlanak, tehát nem klasszikus nyilvános kibocsátásokról van szó jellemzően. Az magyar jegybank a vállalati kötvények piacát továbbra is támogatja, a fejlesztésében elkötelezett.



HAZAI ÁLLAMPAPÍRPIAC - GRAFIKONOK



RÉSZVÉNYPIACOK

3

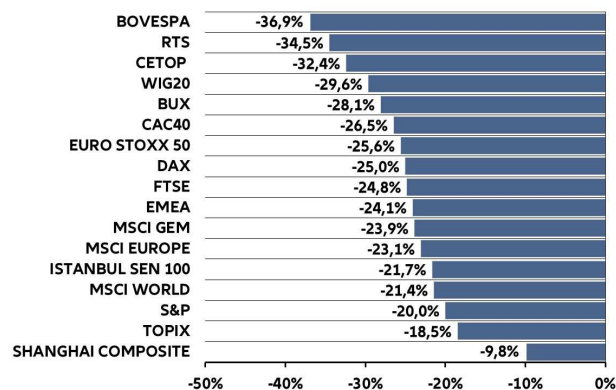




NEMZETKÖZI RÉSZVÉNYPIACOK

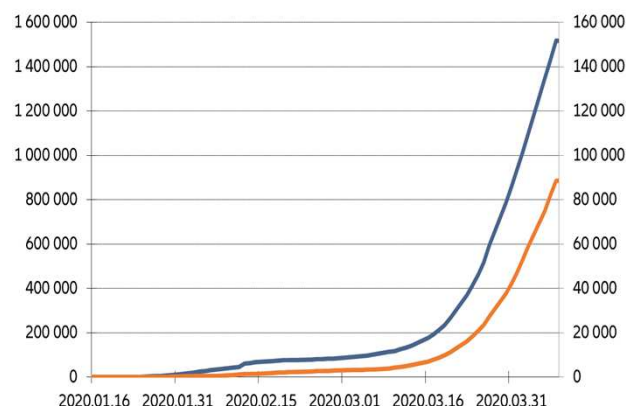
A 2020-as évet még emelkedéssel kezdték a részvénypiacok. Kitartott a pozitív szentiment, amit az USA-Kína kereskedelmi megállapodás „első fázisának” aláírása is támogatott. Voltak azért megingások, főként Szulejmáni iráni tábornok USA általi likvidálását követő geopolitikai feszültség és a koronavírus vuhani megjelenésének következtében. Miután utóbbit elsőre lokális, izoláltan kezelhető problémának ítélték, február közepén még újabb csúcsokra tudtak menni az indexek. Gyorsan kiderült azonban, hogy ez „téves diagnózis”. Kína után Európában és az USA-ban is megjelent a vírus és világossá vált, hogy a kínai szolgáltató szektor és ipari termelés összezuhanása mellett az egész világon korlátozó intézkedésekre (iskolabezárások, szociális kapcsolatok korlátozása, szigorúbb határellenőrzések, stb.) kell számítani az egészségügyi rendszer túlterhelésének elkerülése végett. Ez a kereslet és a kínálat oldalán egyszerre okoz globális sokkot, ami rengeteg fejtörést okoz a döntéshozóknak. Erre a részvényindexek a historikus csúcsokról lefordulva bő két hét alatt összehozták a technikai értelemben vett medve piac definíciójában szereplő 20%-os esést, ami ráadásul tovább folytatódott az egekbe lökve a volatilitást. A negyedév végén ugyan javult a hangulat a gigászi monetáris intézkedéseknek és fiskális mentőcsomagoknak, valamint a hó és negyedév végi „rebalance” hatásnak köszönhetően, a „V alakú” kilábaláshoz azonban a járvány elleni sikeres küzdelemre (védőoltás, terápia) és ellaposodó járványgörbére lenne szükség.

Részvényindexek teljesítménye 2020 Q1



Forrás: Bloomberg

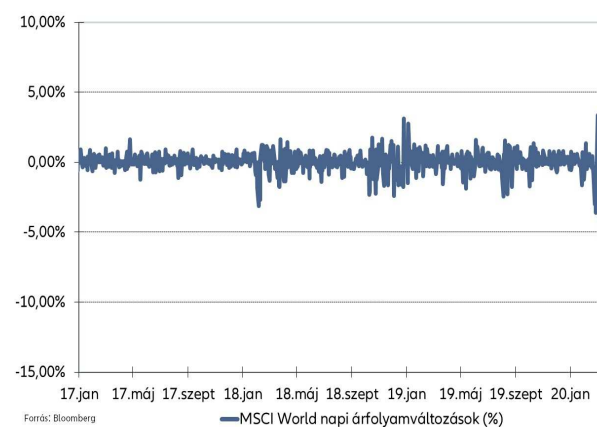
A koronavírus terjedése világszinten



Forrás: Bloomberg

— Megbetegedések száma (fő) — Halálesetek száma (fő)

MSCI World index napi árfolyamváltozások



Forrás: Bloomberg

— MSCI World napi árfolyamváltozások (%)



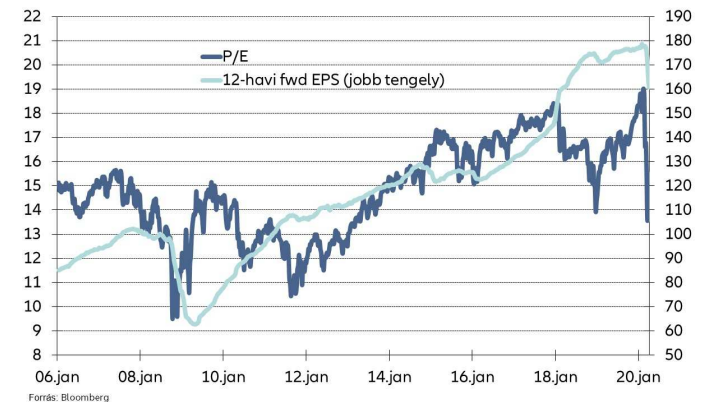
NEMZETKÖZI RÉSZVÉNYPIACOK - USA

Az S&P 500 (-20% YTD) is még meglehetősen erősen kezdte az évet. A geopolitikai feszültségek és a járvány kínai kirobbanásának híre első körben csak kisebb bukkánókat okoztak. Ezt bőven ellensúlyozni tudta a FED támogató politikája, a Trump elleni impeachment eljárás lezárása, a saját részvény vásárlási programok támogató hatása, a kereskedelmi részmegállapodás és hogy a demokrata táborban a piacbarátabb politikai Joe Biden növelni tudta előnyét Trump kihívójaként a keményvonalas baloldali nézeteket valló Bernie Sanders ellenében. Így február második felében még új historikus csúcsra (3.400 pont) emelkedett az index, meglehetősen erős optimizmusról árulkodó 19-es előretekintő 12 havi P/E értékeltség mellett.

Ekkor azonban megérkezett a „vihár”, a járvány terjedéséről szóló hírek (amit egy Apple profit warning is felerősített) rekord gyorsasággal lökték a csúcsponttól 34%-kal lejjebb a világ legjobban követett indexét, ezzel véget vetve a több mint 11 éve tartó bikapiacnak. Az árfolyamok mellett már a gazdasági adatok is visszaigazolják a helyzet drasztikus romlását, elég csak az 50-es szint alá bukó ISM feldolgozóipari PMI-ra, vagy a két hét alatti, több mint 10 millió új munkanélküli segélykérelemre gondolnunk. Az előrejelzésekbe is beépül a pesszimizmus; van olyan elemzőház, amely már 34%-os GDP visszaesést vizionál Q2-re. A teljes évre vonatkozóan is már jellemzően 3-4%-os összehúzódásról szólnak a várakozások.

A negyedév végéhez közeledve azonban a gazdasági döntéshozók intézkedéseinek köszönhetően korrekció indult. A FED gyakorlatilag nullára vitte a kamatot, miközben rövid likviditást is növel és dollár likviditást is nyújt külföldi jegybankoknak, de a legfontosabb, hogy gyakorlatilag bejelentették a korlátlan QE-t és a vásárolható eszközök körét is jelentősen bővítették. A politikusok eközben elfogadták a 2.000 Mrd dollár értékű célzott támogatásokat tartalmazó kormányzati segélycsomagot, melynek keretében először bevetik a „helikopterpenzt”. 1200 dollárt kapnak például fejenként az éves 75 ezer dollár alatt keresők.

S&P 500 EPS várakozás és P/E



S&P 500 leghosszabb bikapiacai a II. világháború óta:

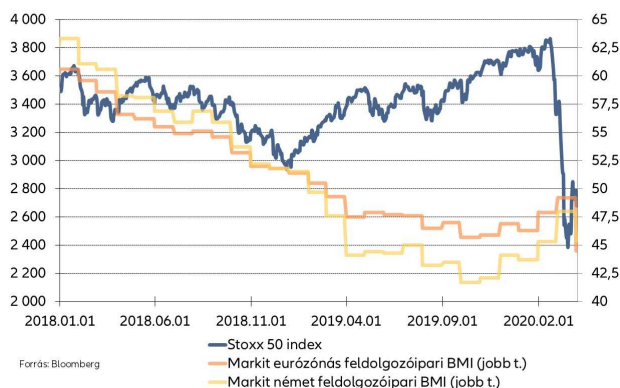
Bikapiac kezdő és vég dátuma	Hónapok száma	Árfolyam emelkedése (%)
2009.03.09. - 2020.03.11.	132	305
1990.10.11. - 2000.03.24.	113	417
1949.06.14. - 1956.08.02.	86	266
1974.10.03. - 1980.11.28.	74	126
1982.08.12. - 1987.08.25.	60	229
2002.10.09. - 2007.10.09.	60	102

forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő



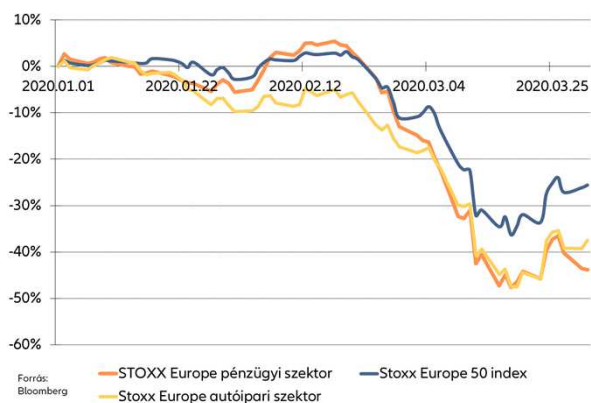
NEMZETKÖZI RÉSZVÉNYPIACOK - EURÓPA

Stoxx 50 index és feldolgozóipari PMI-k alakulása



Kína után Európa lett a járvány gócpontja, ami a legrosszabbkor érte az öreg kontinens gazdaságát. A feldolgozóipari PMI-k tanulsága szerint már éppen kezdett volna beindulni a gazdasági növekedés. Ráadásul ott csapott le, ahol a legjobban fáj; az olasz és spanyol egészségügyi rendszerek pillanatok alatt túlterhelté, ami az előregedő társadalommal karöltve jelentősen magasabb mortalitás okoz. A két ország gazdasága mintegy 19%-os súlyt képvisel az EU-n belül, miközben GDP arányos államadósságuk rendre 135% és 95,5%. A stabilabb gazdasággal rendelkező országok (német, francia, brit) helyzete sem rózsás. Szektoriális értelemben is érzékeny pontot ért a csapás, hiszen az autóipar és a bankszektor már ezt megelőzően is strukturális problémákkal küzdött. A helyzetet talán a legjobban az illusztrálja, hogy a növekedés motorját jelentő Kínában 79%-kal csökkentek az új autó eladások februárban. Meg is látszott mindez az európai részvényindexek teljesítményén (DAX -25%, Stoxx 50 -25,6%), persze az időszak végi felpattanás itt sem maradt el, a döntéshozók itt sem tétlenkedtek.

Stoxx 50 index és egyes szektorainak teljesítménye:



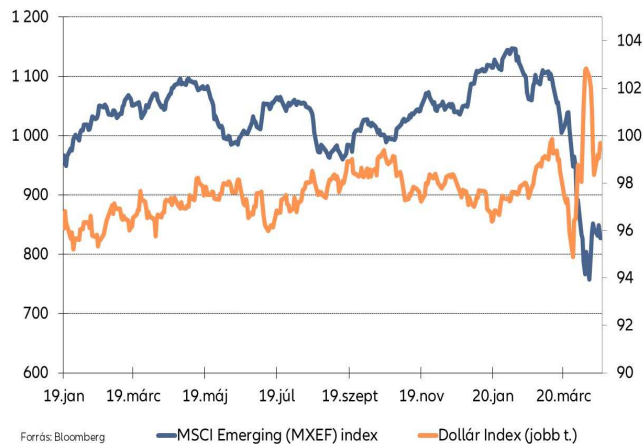
Az EKB mozgástere jóval szűkebb a FED-hez képest, ám itt is mindent elkövetnek a gazdaság életben tartása érdekében. Bár a kamatszinten itt már érdemben nem tudtak változtatni a bankok kkv hitelezésének támogatásával és az eszközvásárlások keretösszegének mintegy 120 majd 750 Mrd eurós emelésével igyekeznek segíteni. Európában szétagoltabb a fiskális rendszer, így nagyrészt a tagországok szintjén döntenek, azonban ehhez az EU a 2014-2020-as ciklusból le nem hívott 29 Mrd eurós összegével hozzájárul, a kkv-k támogatására is terveznek egy 35 Mrd eurós programot és a pénzügyminiszterek egyeztetésével egy 500 Mrd eurós csomag is körvonalazódik. A tagországok szintjén bár az USA-tól elmaradó mértékű, de a GDP-k arányában szintén jelentős mértékű csomagok érkeznek. Ezek közül a német 500, és a francia 345 Mrd eurós csomag, valamint a britek által elkülönített 350 Mrd font kiemelkedő. Utóbbi kapcsán megjegyzendő, hogy bár 2020. január 31-én megtörtént az EU-ból történő kilépés („Brexit”), a 2020. december 31-ig tartó átmeneti időszakban a korábbi szabályok maradnak érvényben.



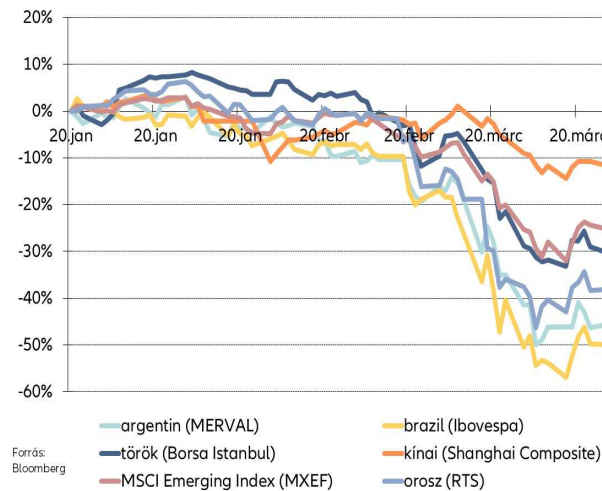
NEMZETKÖZI RÉSZVÉNYPIACOK - FELTÖREKVŐ

A kockázatkerülés természetesen a feltörekvő piacok teljesítményén is meglátszott, 23,9%-ot esett a MSCI Emerging index Q1-ben. Ezen belül a kínai index -11,34%-kal felülteljesítőnek számít. Vélhetően a kormányzati és jegybanki segítségnyújtás mellett a kereskedelmi részmegállapodást és a járvány hatékony kezelését díjazták ezzel a befektetők. A kiindulópontnak számító 11 millió lakosú Vuhan városát gyakorlatilag karantén alá vették és több más városban is korlátozásokat (szórakozóhelyek bezárása, gyülekezés megtiltása, tömegközlekedés leállítása) vezettek be. Ennek köszönhetően sikerült megállítani a járvány terjedését és elsőként lazíthattak az intézkedéseken. Ezt reprezentálja halvány reménysugárként a februári 37,5 után 52-re emelkedő kínai feldolgozóipari PMI adat is. Az olajkitermelő országok esetében jutottak még izgalmak. Az elemzőházak által február-májusi időszakra napi 12 millió hordóra becsült keresletkiesést tetézve, a március végi OPEC+ találkozóon kialakult szaúdi-orosz nézeteltérés következtében a tervezett 1,5 millió hordós napi termelés visszafogás is elmaradt. Ehelyett inkább még a korábbinál is több olaj került piacra. Megállapodás hiányában, egyes elemzők a véges tárolói kapacitások (7,6 Mrd hordó körüli a becslés) következtében már negatív olajárakat vizionálnak.

MSCI Emerging index és a dollárindex árfolyama



Feltörekvő piaci indexek teljesítménye dollárban 2020 Q1



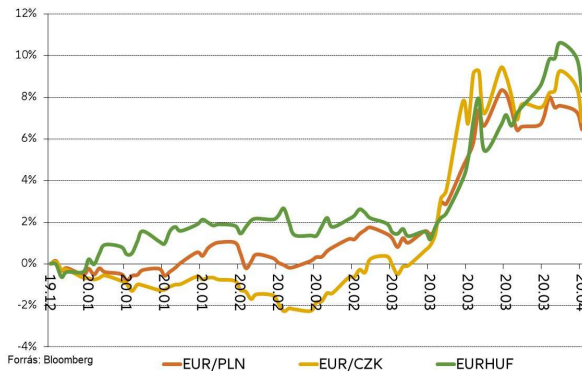
Orosz RTS index és a Brent olaj árának alakulása





RÉGIÓS RÉSZVÉNYPIACOK

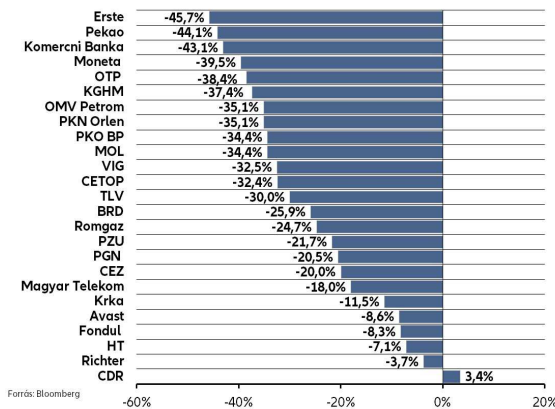
Régiós devizák gyengülése az euróval szemben



Forrás: Bloomberg

EUR/PLN EUR/CZK EUR/HUF

CETOP részvények teljesítménye 2020 Q1



Forrás: Bloomberg

A régiós részvénypiacok meglehetősen gyengén teljesítettek Q1-ben, a CETOP 32,4%-kal került lejjebb. Ebben több tényező is közrejátszott. Egyrészt a régiós országok is megszenvedik a belföldi korlátozásokat, a kis nyitott gazdaságaira mindig sokként hat az eurozónás és a német lassulás, az autógyárak leállása, vagy a turizmus visszaesése. Másrészt a kockázatkerülés felerősödésével a külföldi befektetők először a kockázatosabb eszközöket adják el, márpedig a CEE régiót is tartalmazó befektetések ilyenek számítanak. Ráadásul az utóbbi években népszerűvé váló passzív befektetési formák terjedésével, a befektetők már nem is szelektálnak a cégek fundamentumai alapján, az egyes szektorokat, régiókat, piacokat tulajdonképpen csomagban, ETF-ben adják. A Bloomberg adatai szerint a globális feltörekvő piacokat követő részvény ETF-ekből idén 8,7 Mrd dollárnyi volt a nettó tőke kivonás. Harmadrészt mivel a CETOP euróban számolt index, ezért a régiós devizák jelentős gyengülése is a csökkenés irányába hatott.

A leggyengébb teljesítményt a bankszektor nyújtotta. A kormányzati segélycsomagok finanszírozása érdekében kivetendő különadók, a likviditási problémákkal küzdő adósok védelmében hozott moratóriumok, a gazdasági visszaesés következtében csökkenő kamatszintek és bevételek, valamint a várhatóan növekvő kockázati költségek sújtják ezt a szektort. A szintén ciklikus olajszektor helyzete sem sokkal jobb, a kitermelés eredményét a beszakadó olajár, a finomítását pedig a visszaeső értékesítési volumenek veszélyeztetik. A régió legnagyobb gazdaságának számító Lengyelországban készített felmérések szerint hétköznapokon 25-35, hétvégéken 45-55%-al esett vissza a kereskedelmi és magáncélú közúti forgalom. Az erős mérleggel rendelkező egészségügyi és IT, valamint telekom cégek mérsékeltebb ütemben estek. Utóbbiak esetében akár még növekedhet is az árbevétel, hiszen a megugró home office és magáncélú internethasználathoz vélhetően gyakorta új eszközöket is beszereznek a felhasználók. Űde színfolt, hogy a játékszoftvereket készítő CD projekt 3,4%-kal emelkedni tudott a negyedév során.

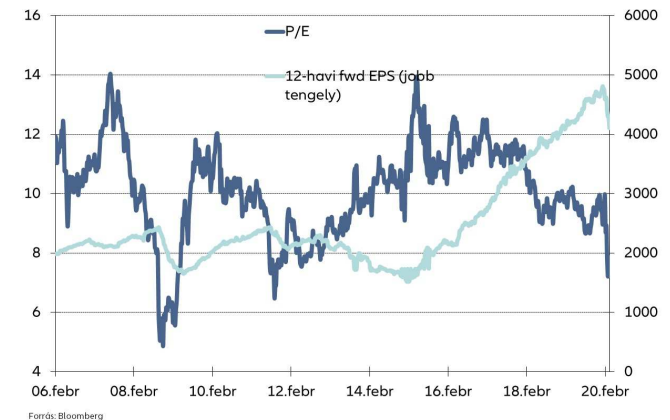
HAZAI RÉSZVÉNYPIAC

A nemzetközi hangulat romlásával párhuzamosan a hazai piacot is az eladók uralták. A BUX index 28,1%-os esése belesimul a régió átlagába, relatív értelemben nem beszélhetünk kiugró értékről. Ezzel a P/E alapú értékeltés 2012 óta nem látott mélységbe zuhant, ám ez megszokott jelenség gazdasági visszaesés idején. A kérdés csupán az, hogy meddig fognak még romlani az EPS várakozások. Ezt lehetetlen megjósolni, azonban ezekben vélhetően van még tér lefelé.

Az OTP (-38,4%) 418 Mrd forintos tavalyi rekord eredménye már a múlté, mindenki a romló gazdasági környezet, a törlesztési moratórium és a járvány elleni küzdelem érdekében kivetett különadó több 10 Mrd forintos negatív hatásaira fókuszál. A cég tartalékol is, a 248 forintos osztalékjavaslat lekerült a terítékről. A MOL (-34,4%) tavalyi EBITDA-ja is elérte a tervezett 2,4 Mrd dollárt. Idén azonban először a gyenge finomítói és vegyipari marzsok következtében, majd a visszaeső értékesítési volumenek és az olajár zuhanása miatt vált kihívásokkal telivé a környezet. Ezáltal ráadásul az új északi-tengeri találat és az azeri mező rentabilitása is kérdéses. Az MTEL tavalyi szabad pénzárama (65,1 Mrd forint) csak idénre halasztott tételek miatt maradt el a várttól. Az osztalékjavaslat ennek ellenére 20 forintra esett, a kiegészítésül felajánlott 5,2 Mrd forintos részvényvásárlási programmal is csalódást okozva. A cég ekkor még nem tudhatta, hogy a várt 60-70 Mrd forintnál kedvezőbben alakul az 5G tenderrel kapcsolatos költség (54,24 Mrd forint). Az Esmya miatti leírást kiszűrve a Richter (-3,7%) működési eredménye rekordot ért el tavaly (71,863 Mrd forint) főként a cariprazine szárnyalása és a gyenge forint következtében. Az Esmya-t időközben az EMA ismét felfüggesztené újabb májkárosodás következtében. Érdemi leírásra emiatt már nem kell számítani, EBIT szinten viszont 2%-os hozzájárulást vártak a terméktől idénre. A Takaréknél a Jelzálogbank részvénye távozott a BUX indexből.



BUX index EPS várakozás és P/E



Főbb magyar részvények teljesítménye 2020 Q1

