

# ÖSSZEFOGLALÓ A VAGYONKEZELÉSRŐL ALLIANZ FOGLALKOZTATÓI NYUGDÍJSZOLGÁLTATÓ

2020. III. NEGYEDÉV

2020.10.09.

**Allianz** 



# TARTALOM

**1**

**BENCHMARK HOZAMOK ÉS TELJESÍTMÉNYEK**

**2**

**MAKROGAZDASÁGI ÖSSZEFOGLALÓ**

**3**

**RÉSZVÉNYPIACOK**

# BENCHMARK HOZAMOK ÉS TELJESÍTMÉNYEK

# 1





# PORTFÓLIÓK TELJESÍTMÉNYE 2019.12.31-TŐL 2020.09.30-IG

Portfóliókezelte állomány	Portfóliókezelői bruttó hozam	Benchmark hozam	Alul / Felülteljesítés	Kezdő dátum	Kezdő vagyon	Záró dátum	Záró vagyon
FNYSZ Dinamikus EUR	-2,70%	-2,54%	-0,16%	2019.12.31	36 338	2020.09.30	35 030
FNYSZ Dinamikus HUF	-3,65%	-4,30%	0,65%	2019.12.31	23 863 497	2020.09.30	24 715 801
FNYSZ Egyenletes EUR	-1,80%	-1,15%	-0,65%	2019.12.31	483 486	2020.09.30	470 812
FNYSZ Egyenletes HUF	-2,91%	-3,52%	0,61%	2019.12.31	69 422 227	2020.09.30	65 760 947
FNYSZ Klasszikus	0,39%	0,28%	0,12%	2019.12.31	10 051 441	2020.09.30	15 405 750

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



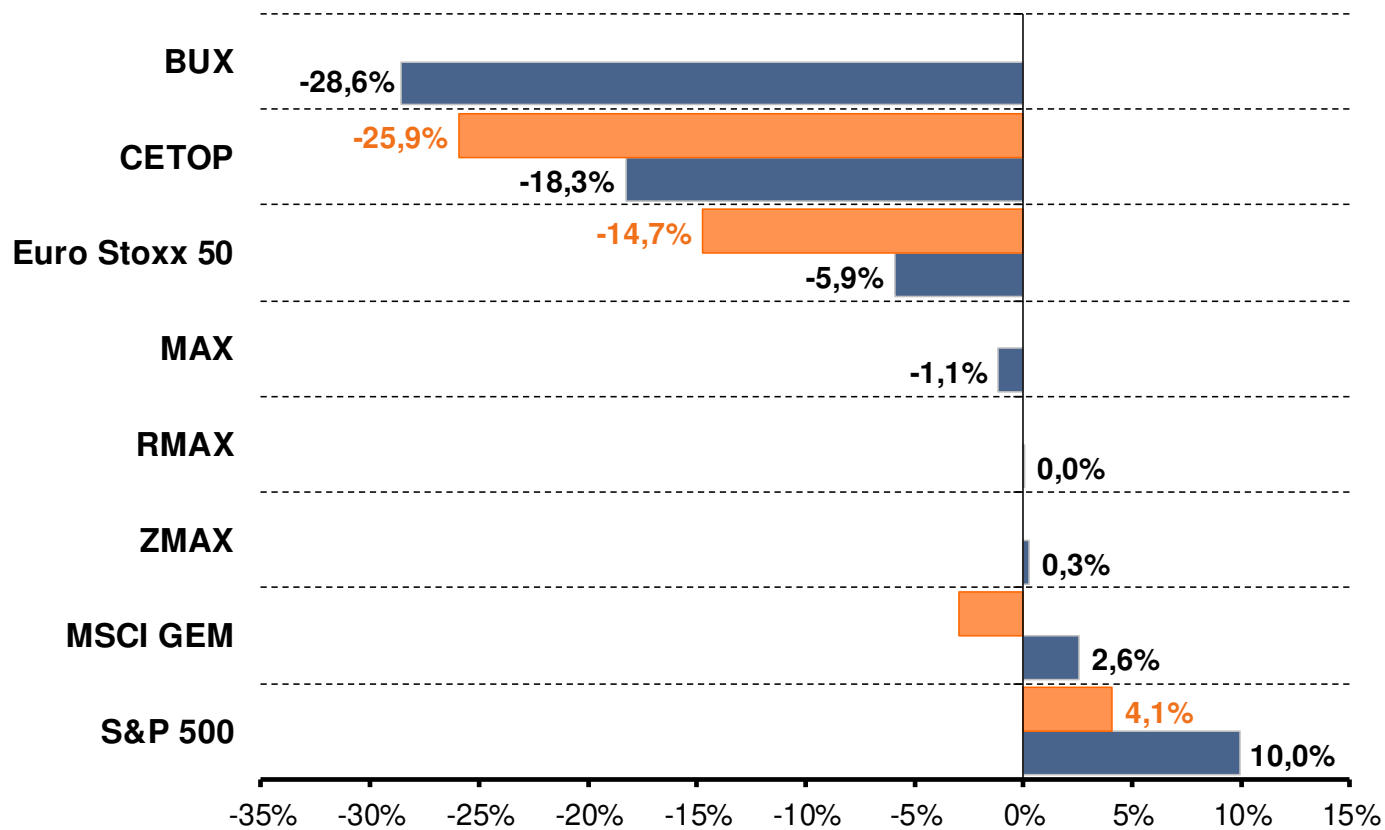
# PORTFÓLIÓK TELJESÍTMÉNYE 2020.06.30-TÓL 2020.09.30-IG

Portfóliókezelte állomány	Portfóliókezelői bruttó hozam	Benchmark hozam	Alul / Felülteljesítés	Kezdő dátum	Kezdő vagyon	Záró dátum	Záró vagyon
FNYSZ Dinamikus EUR	2,44%	1,12%	1,32%	2020.06.30	34 218	2020.09.30	35 030
FNYSZ Dinamikus HUF	0,18%	-0,30%	0,48%	2020.06.30	23 952 998	2020.09.30	24 715 801
FNYSZ Egyenletes EUR	2,14%	0,49%	1,64%	2020.06.30	461 977	2020.09.30	470 812
FNYSZ Egyenletes HUF	-0,70%	-0,97%	0,28%	2020.06.30	70 283 288	2020.09.30	65 760 947
FNYSZ Klasszikus	0,08%	0,00%	0,08%	2020.06.30	15 334 037	2020.09.30	15 405 750

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



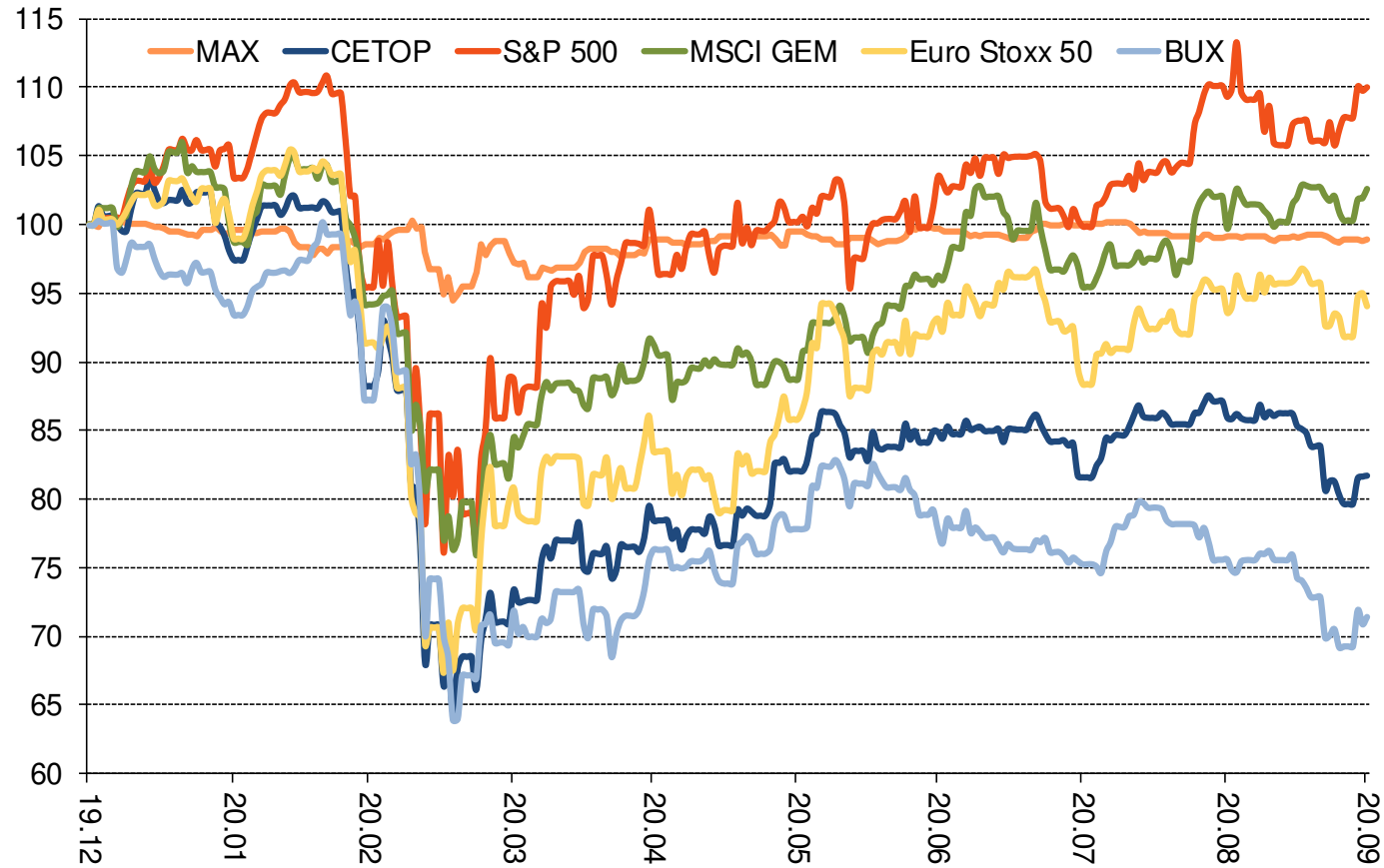
# FŐBB INDEXEK TELJESÍTMÉNYE 2020 YTD (HUF ÉS SAJÁT DEVIZA)



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő



# FŐBB INDEXEK ALAKULÁSA 2020 YTD (HUF)



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

MAKROGAZDASÁGI  
ÖSSZEFOGLALÓ

2



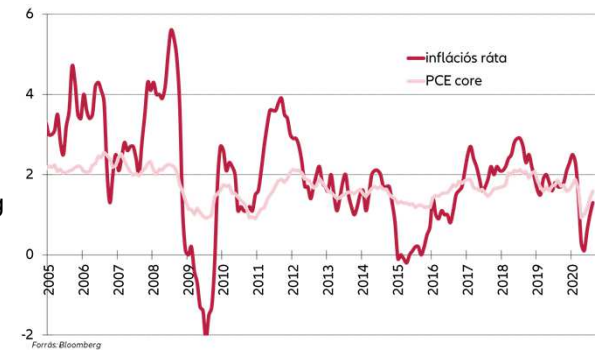




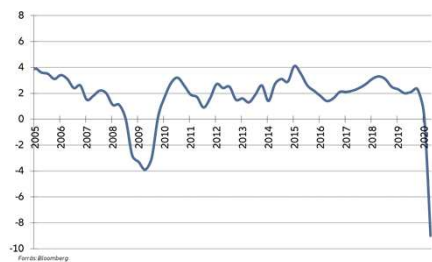
# USA GAZDASÁGI ADATOK

- Az USA GDP a második negyedévben évesítve 31,4%-os csökkenést mutatott. Ekkora negatív szám esetében ugyanakkor inkább az előző év azonos negyedévéhez hasonlítunk: így is 9%-os elmaradást látunk. A kiskereskedelmi forgalom már visszakapaszkodott az előző évben látott szint fölé (augusztus +2,6%), az ipari termelés ugyanakkor még érzékelhető elmaradásban van (-7,7%). A Bloomberg által megkérdezett elemzők 10.07-én 4,5% körüli reál GDP csökkenést jósolnak 2020-ra. Ez kicsi javulás az előző negyedévhez képest, de az látszik, hogy a V-alakú kilábalást elfelejthetjük.
- A munkanélküliségi ráta áprilisban 14,7%-ra ugrott, ez azonban a legfrissebb adatok szerint 7,9%-ra mérséklődött. Az újonnan munkanélküli segélyekért jelentkezők száma az április eleji közel 7 millió főről (heti adat!) csak lassan csökkent, még alig 1 millió alá. Jelentős lehet a munkaerő áramlása cégek illetve szektorok között, amit mutat, hogy a tartósan munkanélküliek száma ilyen adatok mellett is csökkenni, vagy most legalábbis stagnálni tudott. Ezek azonban még mindig nagyon magas értékek a korábbi válságokkal is összemérve, és lassú kilábalás felé mutatnak.
- Az infláció, mint ahogy válságok során megszokhattuk, beszakadt. A májusi évesített adat 0,1% lett, de innen emelkedést láttunk, augusztusban 1,3%-ra ért. A PCE magindex 1% alatt is volt, de mostanra 1,6%-ra korrigált. Az olajáresés hatása mostanra már kezd kiárazódni, viszont a járvány miatti kereslet-csökkenés még hat, igaz a termelés is szűkült. Érdekes kérdés az agresszív monetáris politika hatása, ez hosszabb időtávon emelheti az indexeket.

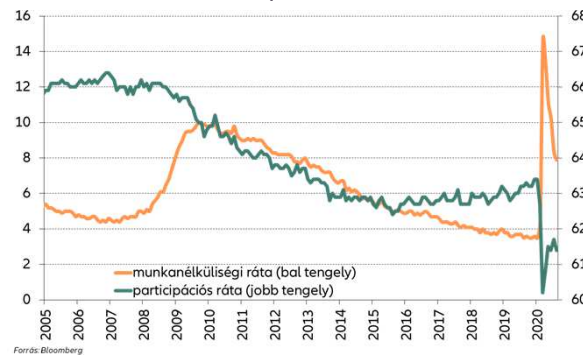
USA infláció



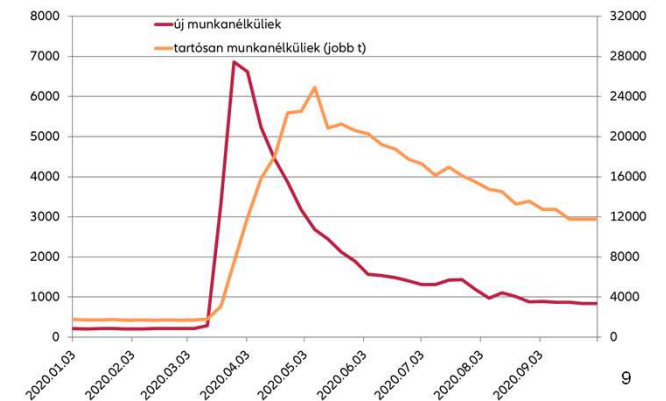
USA reál GDP növekedése (év/év)



USA munkaerőpiac



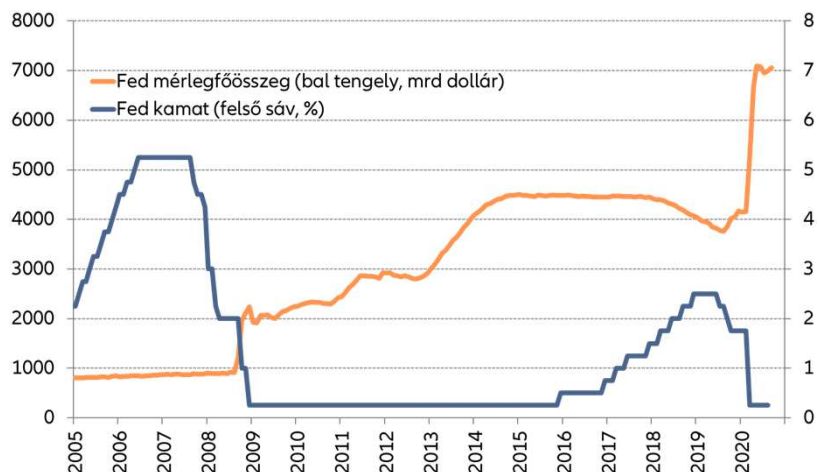
Munkanélküliségi segélyért jelentkezők száma





# USA – MONETÁRIS POLITIKA

USA monetáris kondíciók



Forrás: Bloomberg

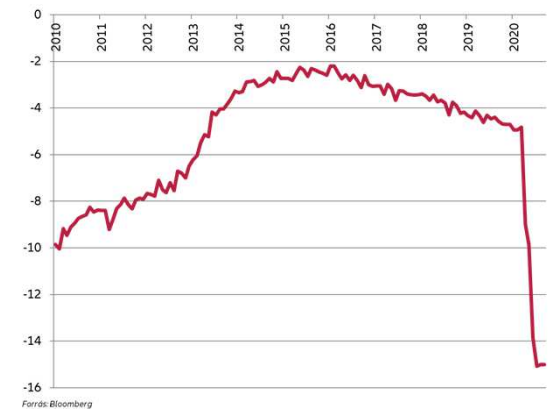
- A gyorsan terjedő világjárvány drasztikusan rontotta a kilátásokat. Mivel a döntéshozók felismerték, hogy hirtelen egy mély gazdasági válság következhet be, így nem is várták meg a következő tervezett FOMC ülést, már 03.03-án 50 bázispontos kamatváltásról határoztak, melyet hamarosan újabb 100 bázispont követett. Ezzel gyakorlatilag 0-ba vágta a Fed a rövid kamatok. Ezt követően már nem volt további kamatcsökkentés, mivel a Fed láthatólag tart a negatív kamatok káros mellékhatásaitól.
  - A járvány hatására még március közepén döntött a Fed az eszközvásárlás (QE) újraindításáról, magas keretösszegek meghatározásával, egy hétre rá ugyanakkor már gyakorlatilag korlátlanra vált a program. A vásárolható eszközök körét is kiterjesztették, így többek közt önkormányzati, kereskedelmi ingatlan fedezetű és vállalati kötvényekre. Nyár óta a kamatdöntések közleményében benne van az elköteleződés, hogy a következő hónapokban az eszközvásárlási ütemet fenntartják.
- Augusztus végén megtörtént a monetáris politikai keretrendszer felülvizsgálata, ami fontos következményeket hoz az elkövetkező évekre. Egyrészt kiolvasható belőle, hogy a negatív kamatok továbbra sem preferáltak, így a rövid kamatlábak hosszú ideig 0 szinten tartása mellett tartósan velünk maradhat a QE. Kamatemelést a munkaerőpiac ismét feszessé válása önmagában nem vált ki, csak az infláció emelkedése. Itt a 2%-os cél marad, de értelmezése lazul, egyfajta átlagot néznek majd a döntéshozók (módját jobban nem konkretizálták). Ezt a keretrendszert évente finomíthatják, a következő átfogó felülvizsgálat a tervek szerint öt év múlva esedékes.
  - A szeptemberi kamatdöntő ülésen már nyomot hagytak a fentiek, a rövid kamatokra vonatkozó iránymutatás kissé változott: a jelenlegi 0-0,25% szint megfelelő, amíg az USA nem éri el ismét a teljes foglalkoztatottságot, az infláció 2%-ra ér, és várhatóan kicsivel 2% fölé fog kerülni. Frissítették a döntéshozók várakozásairól készített táblázatot is. A GDP ez alapján idén 3,7%-kal csökkenhet, míg jövőre 4%-os emelkedés jöhet (negyedévvél ezelőtt még -6,5% illetve +5% szerepelt az anyagban). A munkanélküliség 7,6% lehet 2020-ra, míg 2021-re 5,5% (ezek tekintetében is kicsit optimistább a szeptemberi előrejelzés). Az inflációs magindexet a döntéshozók év végére 1,5%-ra becslik, ami jövőre 1,7%-ra emelkedhet (emelték mindkettőt). A kamatok a 0-0,25% sávban várhatók 2023 végéig (itt annyi változott, hogy 2023 is megjelent).



# USA ÁLLAMPAPÍRPIAC

- A monetáris mellett a fiskális politika is válságkezelő üzemmódba kapcsol, és az amerikai szövetségi kormányzat is jelentős költségekbe kezdett márciusban. A hatalmas kiadási intézkedések hihetetlen mértékű deficitet okoztak, ugyanakkor az ennek finanszírozására megugró állampapír-kibocsátás sem hozta a piaci hozamok felfelé tolódását, hiszen a Fed monetáris lazítása jelentősen növelte a keresleti oldalt.
- A 10 éves USA államkötvény hozama így rekord szintre 0,5% közelébe esett márciusban, a rövid lejáratok (pl. 3 hónap) negatív tartományban is jártak. Ezt követően már nagy mozgásokat nem láttunk eddig idén: a március, a június és a szeptember végi hozamgörbe szinte megegyezik, a meredekség pozitív, tehát jelentős további kamatvágások ebből nem olvashatók ki.
- A Fed egyelőre hivatalosan nem vezette be a hozamgörbe megcélzását (yield curve targeting) a japán jegybank mintájára, de ha az utóbbi fél év hozammozgásaira ránézünk, akkor a gyakorlatban valami hasonlót látunk (annál is inkább, mert közben az eszközvásárlások üteme időben változott).

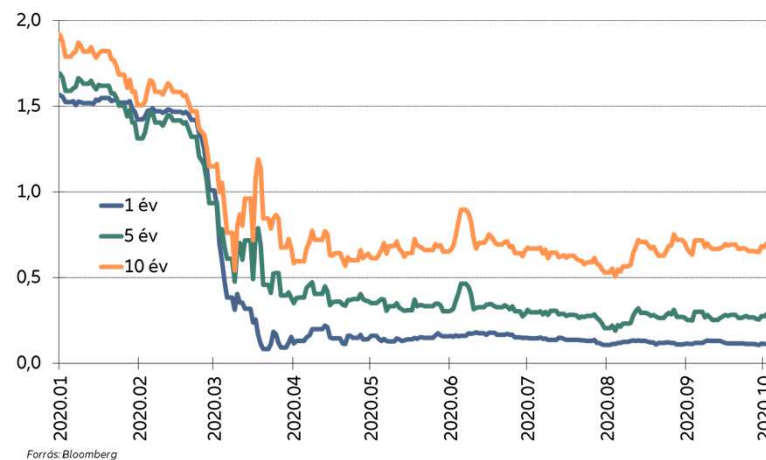
USA szövetségi deficit/GDP (gördülő, %)



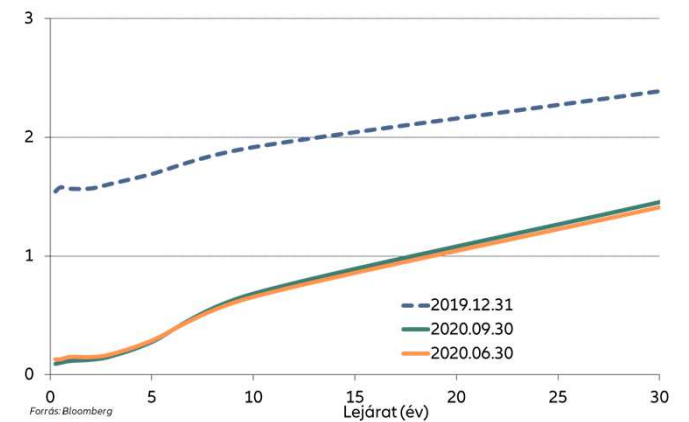
Állampapír hozammozgások



Állampapírpiac 2020-ban



Hozamgörbe

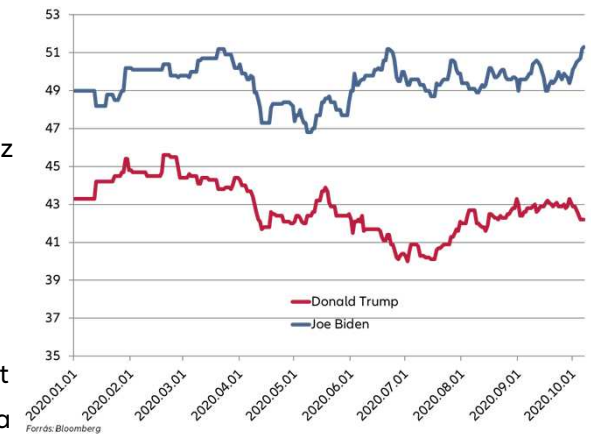


# USA ELNÖKVÁLASZTÁS

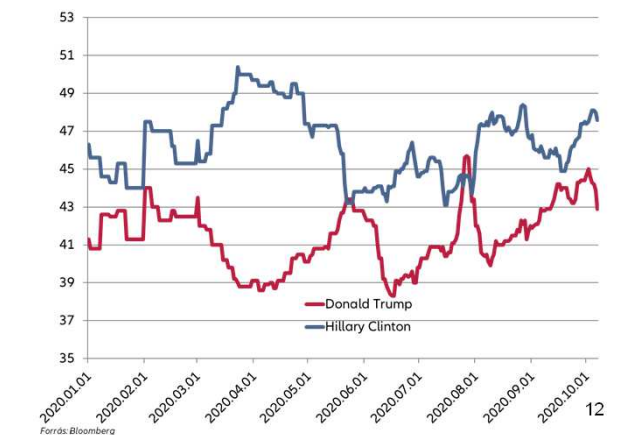


- Az elnökválasztás november elején lesz, azonban a belpolitikai csatározások már jó ideje fellángoltak. Politikai vita lett a gazdasági korlátozásokból, és az USA-szerte látható tüntetésekből is próbáltak tőkét kovácsolni mindkét oldalon.
- Joe Biden sok szempontból előnyös pozícióban van: egy gazdasági válság, magas munkanélküliség sosem kedvez a hivatalban lévő erők újraválasztásának, és első ránézésre a rasszizmus-ellenes tüntetések is ellene szólnak. E mellett Trump elnöknek nehéz egyelőre a koronavírus-járvány kezelését is győzelemnek eladni, lakosságárányosan is rosszak az USA adatok. Az Elnök koronavírus-fertőzöttsége a „célegyeneseben” szintén nem jött jól, mert így kiesett néhány fontos rendezvény, másrészt az ellenoldal felhasználhatja a kampányban („lám felelőtlen volt”). E mellett október elején leállította az újabb költségvetési csomagról szóló tárgyalásokat, amit szintén ellene fordíthatnak.
- Viszont kár lenne Trump elnököt még leírni, hiszen a gazdaságot laza monetáris és expanzív költségvetési politika támogatja, és a kilábalás, bár nem V alakú, de elindult és tart. A választók egy része meggyőződhet, hogy a most leállított költségvetési csomag tárgyalások a megválasztása után egy még jobb formában valósulhatnak meg. A tüntetések mára lecsitultak, ugyanakkor a kapcsolódó zavargások sokakban ellenérzést kelthettek. Ha a jobb oldalon látható grafikonokat nézzük, akkor pedig látjuk, hogy most nagyjából ott van az Elnök népszerűsége, mint amivel 2016-ban nyert, bár ellenfele népszerűsége magasabb, mint akkor volt.
- Piacok szempontjából Biden diadala lehet a kevésbé kedvező, hiszen számos adókönyvités visszaemelése várható középtávon, ami csökkenti a vállalati nyereségességet és így a potenciális osztalékot. A költségvetés ugyanakkor feltehetőleg bármely esetben költséges lesz, főleg az első időszakban, és nehéz monetáris politikai fordulatot beelátni akár egy kormányváltás esetén. A Kínával való kapcsolat első ránézésre javulhat Biden-győzelem esetén, de azt ne felejtsük el, hogy érte már Trumpot bíráló demokrata oldalról, hogy túl engedékeny Kínával. A többi szövetséggel (pl. Európa) való kapcsolat javulhat, de például hazánk számára nem feltétlen, ismerve a jelenlegi vezetés jó viszonyát a Trump-kormányzattal.

Elnökjelöltek népszerűsége 2020



Elnökjelöltek népszerűsége 2016

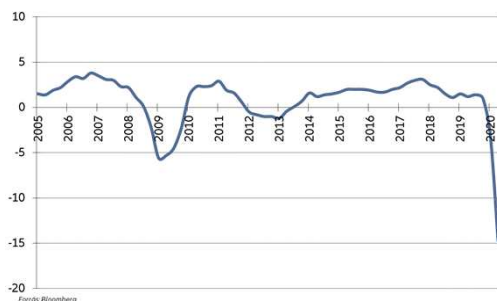




# EURÓZÓNÁS GAZDASÁGI ADATOK

- Az eurózána gazdasága 2020 második negyedében az előző év azonos időszakához képest 14,7%-os esést mutatott (az első negyedévben még csak -3,2% lett ez a statisztika). Az előző negyedévhez képest közel 12%-os a csökkenés (nem évesítve). Látszik, hogy az eurózána az USA-hoz képest jobban megviselte a válság. Németország 11% körüli éves csökkenéssel a jobbák közé sorolható, az olasz gazdaság egy év alatt 18%-ot zuhant. A Bloombergnek közölt előrejelzések az egy negyedévvel ezelőtti látotthoz hasonlóan 8% körüli gazdasági visszaesést várnak 2020-ra az eurózána vonatkozóan, míg Olaszországban jó eséllyel kétszámjegyű lesz ez az érték. Az eurózána kiskereskedelem augusztusban év/év alapon az áprilisi 20% körüli esése után magára talált, és az USA-hoz hasonlóan már pozitív tartományban van (3,7%). Az ipari termelésre még csak júliusi az adat, de ott még -7,7%-nál tartott az eurózána.
- Az eurózána munkanélküliségi ráta lassú mérséklődése márciusig még kitartott, akkor 7,2%-ra ért. Minden bizonnyal ez sokáig egy lokális minimum lesz, és könnyen 10% közelébe érhet megint, mint az előző válságban. Az augusztusi adat 8,1% volt. Spanyolországban a munkanélküliség változása márciusban meghaladta a 300 ezer főt, aminél az április csak egy hajszállal volt jobb, miközben a 2008-2009-es csúcsértékek havi 200 ezer körül megálltak. Mostanra ott látjuk a javulást, azonban a Q2-es munkanélküliségi ráta még 15% feletti volt.
- Az infláció a válság hatására az eurózána is beszakadt, és májusra évi 0,1%-ra ért, majd kis emelkedés után negatív tartományba esett. A magindex 0% közelébe csökkent. Az első ránézésre kicsit ijesztő értékek ellenére ugyanakkor az EKB megítélése szerint nem jelentős a deflációs kockázat. Az inflációs dinamikában egyébként szerepe volt az euró felértékelődésének is például a dollárral szemben, ez azonban nyár közepétől már nem volt jellemző.

Eurózána reál GDP növekedés (év/év)



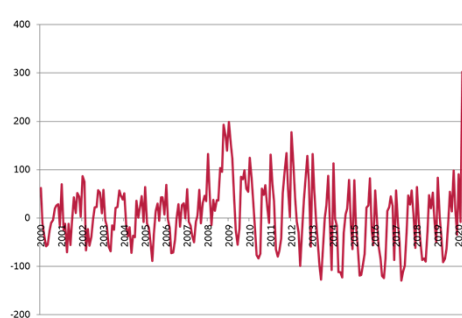
Forrás: Bloomberg

Eurózána munkanélküliségi ráta

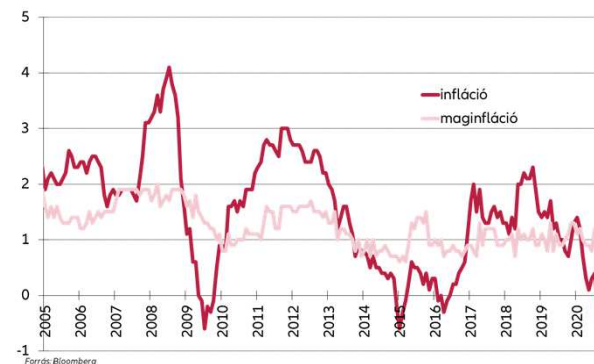


Forrás: Bloomberg

Spanyol munkanélküliség változása



Eurózána infláció

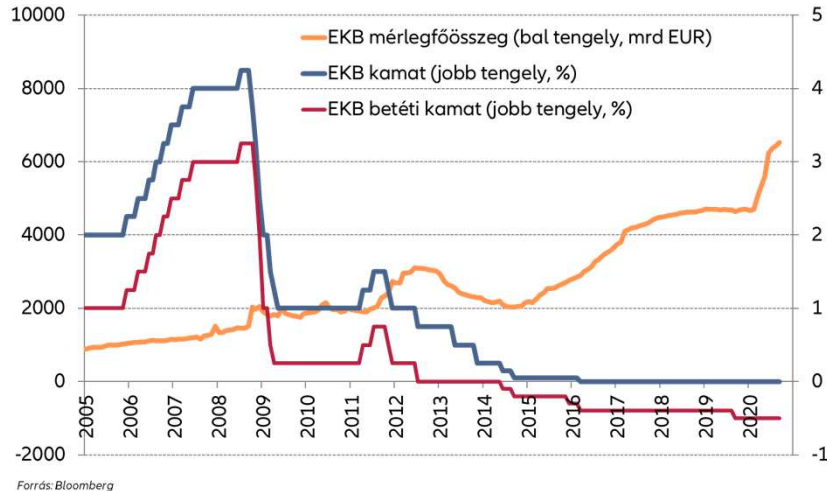


Forrás: Bloomberg



# EKB – MONETÁRIS POLITIKA

EKB monetáris kondíciók



- Március közepén az EKB is lazítást jelentett be, de ez nem a betéti ráta további vágásában nyilvánult meg, feltehetőleg a bankrendszerre gyakorolt negatív hatás miatt. Kedvezőbb irányba módosították ugyanakkor a kedvezményes kamatozású hosszú lejáratú hitel (TLTRO) kamatkondícióit. Ezt tovább „faragták” az áprilisi kamatdöntő ülésen, így akár -1% kamattal is elérhető lesz az aktívan hitelező bankok számára. Egy új, kifejezetten válságkezelésre indított hiteleszközt (PELTRO) is létrehozta.
- Ezen felül márciusban egyszeri 120 milliárd QE összegről döntöttek, majd mivel a lépések láthatólag nem győzték meg a piacokat (az európai állampapír-hozamok jelentősen emelkedtek), hamarosan újabb 750 milliárd eurós kötvényvásárlást hirdettek (PEPP), amely állampapírokra és vállalati kötvényekre is irányul, és az országok közötti allokáció is szabadabb mint az eddigi QE-k esetében volt. Az utóbbi eszköz keretösszegét júniusban 1350 milliárdra emelték. A PEPP vásárlásokat fél évvel, legalább 2021 nyaráig kitöltik.

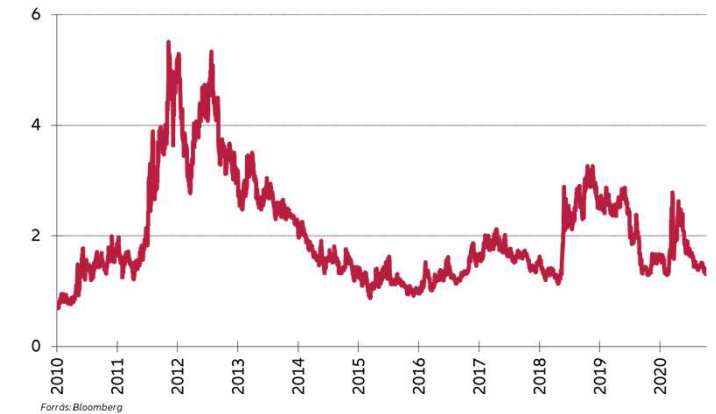
- Szeptemberben nem változtak a kamatszintek, és az eszközvásárlás összegén sem emelt a Kormányzótanács. Utóbbi esetében lehetett hallani emelésre vonatkozó piaci várakozásokat. A döntést követő sajtótájékoztató is kicsit „héjának” hangozhatott, mert a felértékelődő euróval kapcsolatban nem volt határozott reagálás, és a deflációs veszély csökkenéséről is esett szó. Ettől még természetesen az Európai Központi Bank folytatja a nagyon támogató monetáris politikát, és néhány nappal a sajtótájékoztató után az EKB vezető közgazdásza is lényegében finomított az elhangzottakon.
- A szokásos negyedéves menetrend szerint az EKB is frissítette a gazdasági előrejelzéseket szeptemberben. Az idei évre 8% GDP csökkenést várnak, amit jövőre 5% bővülés követhet (legutóbb ezek rendre -8,7% és 5,2% voltak). Az infláció 2020-ban 0,3%, míg 2021-ben 1% lehet (utóbbit emelték 0,8%-ról).
- A Német Alkotmánybíróság májusi kifogása (mely megkérdőjelezte az EKB eszközvásárlások jogosságát) az augusztusi határidő előtt megnyugtatóan rendeződött. Ha a kérdésekre az EKB, illetve a német Bundesbank nem tudott volna érdemi választ nyújtani, azzal a német központi bank kieshetett volna az eszközvásárlások egy részéből, ami az eurózóna egységes monetáris politikáját alapjaiban ásta volna alá.



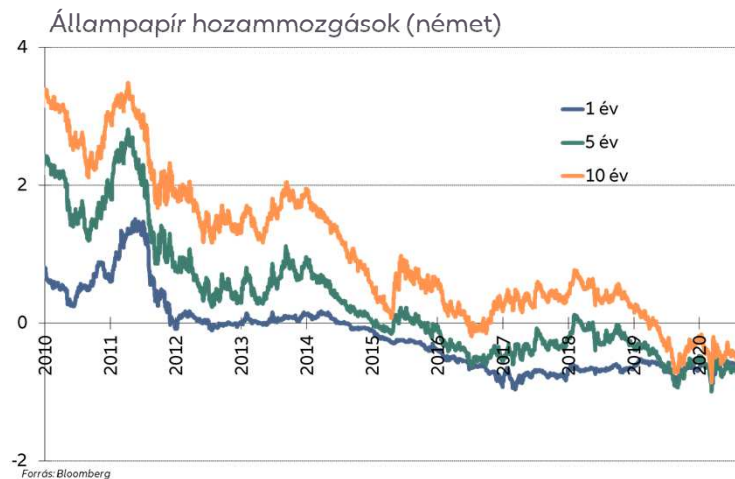
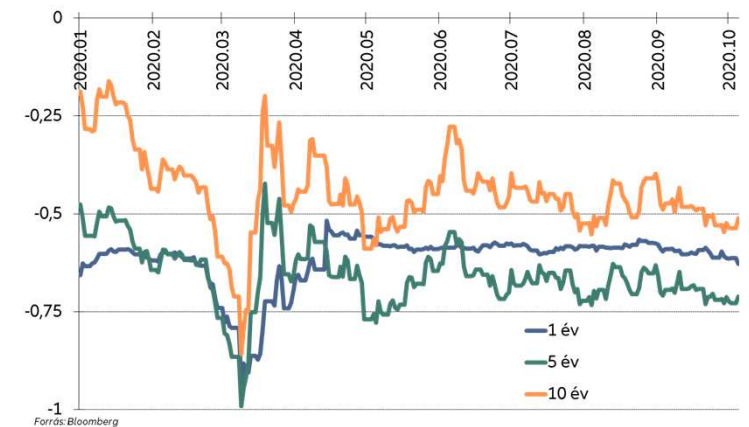
# EURÓZÓNÁS ÁLLAMPAPÍRPIAC

- A gazdaság lassulása nyomán már 2019-ben jelentős német hozamcsökkenést láttunk. Ez gyorsult be miután egyre rosszabb hírek jöttek a járvánnyal kapcsolatban. Igazi zuhanás március elején volt, amikor a világ jegybankjai egymásra licitáltak a lazítási lépésekben. A 10 éves 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, visszaemelkedett a hozam. Az EKB vásárlásai ezután láthatólag stabilizálták a piacot, így az elmúlt fél évben már kisebb mozgásokat láttunk.
- A perifériaként emlegetett olasz és spanyol kötvénypiacokon kicsit más volt a helyzet, mint a menekülőeszközként tartott német Bund esetében. Elmaradt a március eleji rali, majd március közepén a globális kockázatkerülés és a lokális vírushelyzet miatt jelentős hozamemelkedést szenvedtek el, a német állampapírokhoz képest a hozamfelárak tágultak. Később az EKB újabb kötvényvásárlási programjának (PEPP) meghirdetése, majd emelése és a technikai feltételek lazítása megfordította a folyamatot, ereszkedtek a hozamok, visszaszűkültek a spreadek. Most ezeken a piacokon is viszonylag kis napi mozgásokat látunk.

A 10 éves olasz és német államkötvények hozamkülönbsége



Állampapír hozammozgások 2020-ban (német)





# AZ ÚJ TÍPUSÚ KORONAVÍRUS TERJEDÉSE

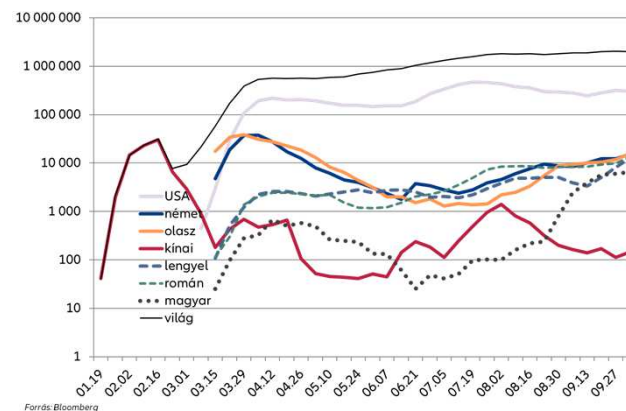
- A koronavírus gyors terjedése Kínában kezdődött. Itt igen drasztikus módon zárták le a fertőzött területeket, korlátozták az emberek szabad mozgását. Ezért február végére már jelentősen csökkentek az új megbetegedések, és népességarányosan a jelentett kumulált megbetegedésszám rendkívül alacsony maradt. A fokozatos újranyitást követően így a gazdaság is elkezdte a kilábalást. Kínából azóta sem érkezett hír jelentős mértékű megbetegedésről.
- Európa, majd az USA lett a következő gócpont. Az öreg kontinensen belül a déli államok, különösen Olaszország volt leginkább érintett, az egészségügyi rendszer túlterhelődött, és így ott voltak szükségesek a legszigorúbb korlátozó intézkedések. Németország kevésbé volt érintett, a régiókn pedig meglehetősen jól átvészelte a megbetegedés első hullámát.
- Nyár végével az esetszámok ismét emelkedni kezdtek világszinten. Ezúttal azonban a régiókn érintettsége is jelentősebbnek tűnik. A kormányok világszerte próbálják elkerülni az újabb jelentős korlátozásokat, de az látszik, hogy a kórházi ellátottak számának emelkedésével erre egyre több esetben rákényszerülnek. Látszik ugyanakkor a fokozatosság elve, tehát egyelőre az első hullámnál látott napi megbetegedéseket sok esetben meghaladó esetszámok nem okoznak akkora gazdasági kárt. Az viszont kétségtelen, hogy a második hullám az általában reméltnél korábban jött, és jelentős mértékű, így egyelőre nem nyugodhatunk meg gazdasági téren sem.
- A védőoltás terén már voltak pozitív hírek, de megbízható és széles körben elérhető vakcinára még negyedéveket kell várni. A kórházi terápia ugyanakkor fokozatosan fejlődik.

Az USA, kínai és német részvények relatív teljesítménye

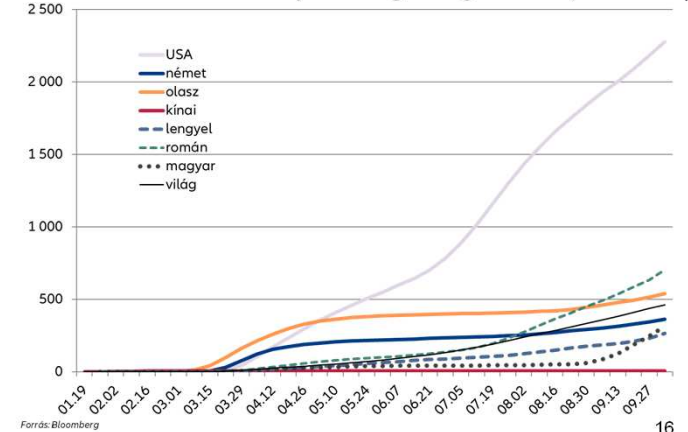


© Copyright Allianz 2020. október 9.

A heti új megbetegedések száma az egyes országokban



100 ezer lakosra jutó megbetegedések (kumulált)



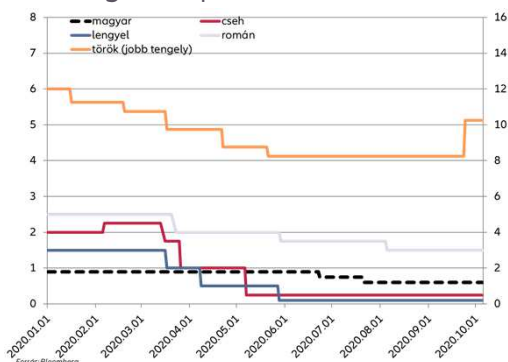




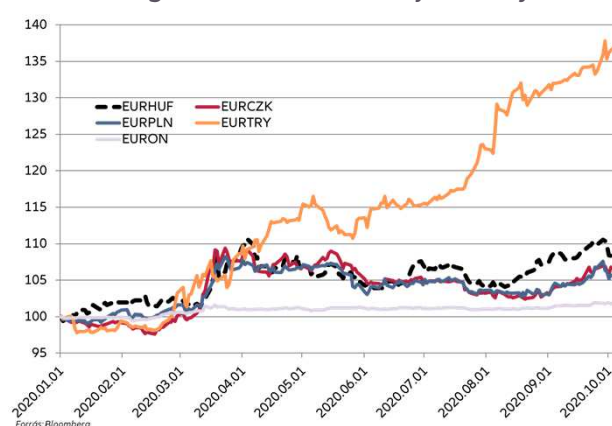
# RÉGIÓS PIACOK

- A **lengyel** jegybank március közepén 50 bázisponttal, 1%-ra csökkentette az alapkamatot és állampapír-vásárlást is hirdetett. Április elején újabb 50bp-os lépésben csökkentették a kamatot. Május végén pedig a piacokat meglepve 0,1%-ra vágta a kamatot, amit azóta is tartottak. A kormányzat márciusban a GDP 10%-ára rúgó átfogó csomagot jelentett be, amit később bővítettek.
- A **cseh** jegybank márciusban 50bp-tal, majd újabb 75bp-tal csökkentette az irányadó kamatát. Megteremtették a lehetőségét az állampapír-vásárlásoknak is. Május elején újabb 25bp-os lépéssel az alapkamat 0,25%-ra ért. A bejelentett cseh kormányzati program a GDP közel 20%-ára rúg, nagyobb részben garancianyújtást tartalmaz.
- A **román** nemzeti bank márciusban 50bp-os vágást hajtott végre, és államkötvény-vásárlásról is született döntés. Május és augusztusban újabb 25-25 bázispontos lépések után 1,5%-ra került az alapkamat. A román költségvetésnek kisebb volt a mozgástere, így költségvetési csomag sem éri el a régiós szintet.
- **Törökország** március-májusban összesen 250bp-tal mérsékelte a kamatát. A deviza gyors leértékelődése, a romló külső egyensúly és a kétszámjegyű infláció ugyanakkor szeptember végén 200 bázispont emelésre készítette a török jegybankot. A piacokat ez még láthatólag nem nyugtatta meg teljesen. Az ipari termelés mindenesetre júliusban már pozitív volt év/év alapon, az infláció nem nő és a folyó fizetési mérleg alakulása sem olyan ijesztő már. Az USA-Török viszony ugyanakkor sokat romlott.

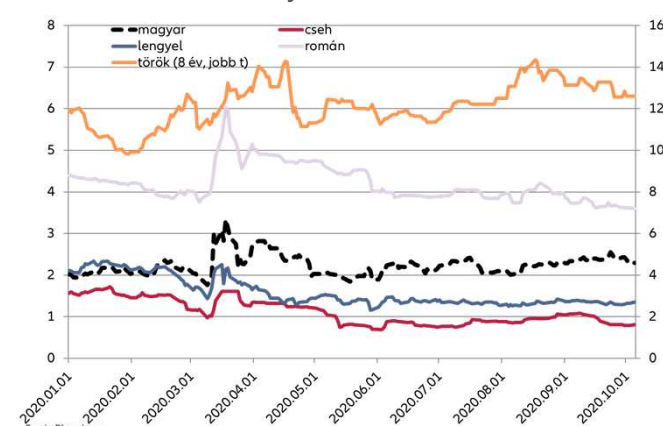
A régiós alapkamat szintek



A régiós devizák relatív teljesítménye



10 éves kötvényhozamok

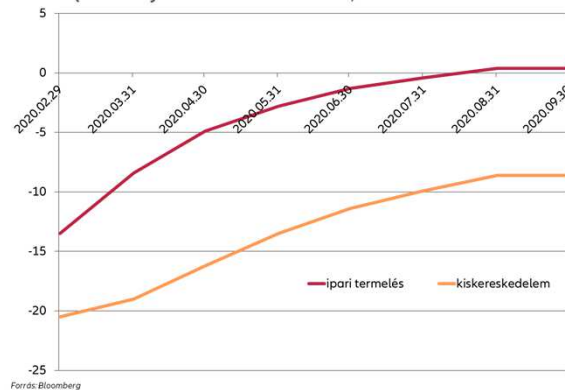


# ÁZSIA

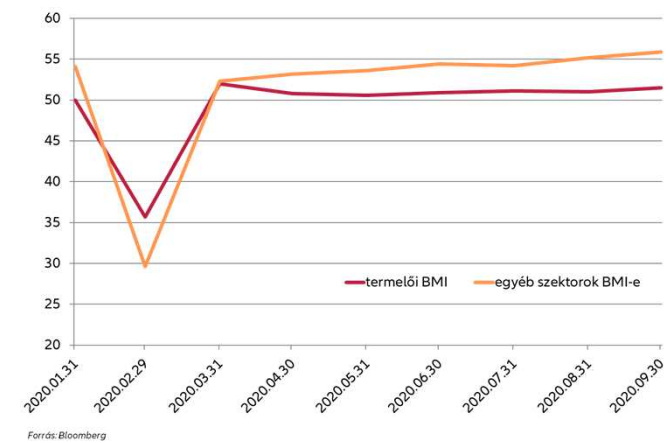


- **Japánban** a járvány terjedése – részben köszönhetően annak, hogy a japán kultúrának a távolságtartás eleve jobban része – viszonylag lassú volt, azonban a vészhelyzet bejelentését ők sem tudták elkerülni. A fiskális csomag a GDP 20%-ára volt tehető. A Bank of Japan nem csökkentette tovább a -0,1%-os 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 az első negyedév végén már folyamatosan oldották fel a vírus terjedésének lassítására hozott rendelkezéseket, és fiskális valamint monetáris stimulusokban sem volt hiány. Így a termelés fokozatosan újraindult, egyedül márciusban regisztráltak szűkülést év/év alapon, augusztusban már 5,6%-kal haladta meg a volumen az egy évvel korábbi értéket. Év elejétől kumuláltan már augusztustól magasabb volt a termelés 2019 hasonló időszakához képest. A fogyasztás azonban nagyobb ütemet kapott. Az augusztusi havi adat már legalább enyhén pozitív, de a január-augusztus még így is 8,6%-os elmaradásban van. Az első negyedéves GDP-változás még -6,8% volt év/év alapon, ami számos fejlett piaci országhoz képest nagy visszaesésnek tűnik, de ne felejtjük el, hogy Kínában korábban futott fel a járvány, hamarabb történt és drasztikus volt a lezárás. A második negyedévben viszont már sokkal kevesebb volt a korlátozás, így ez az időszak már jelentősnek nevezhető **növekedést** mutatott (3,2%). Az év egészére jelenleg gazdasági növekedést vár az elemzők többsége, ami a Bloomberg felmérésének mediánja szerint 2% körüli lehet majd. Kína egyébként a járvánnyal kapcsolatos védekezéssel összefüggésben diplomáciailag is mélyítette a kapcsolatát számos országgal. Egyedül talán az USA-val kapcsolatban láthattunk további romlást.

Kínai ipari termelés és kiskereskedelem  
(év elejétől kumuláltan, az előző év azonos időszakához)



Kínai BMI-k

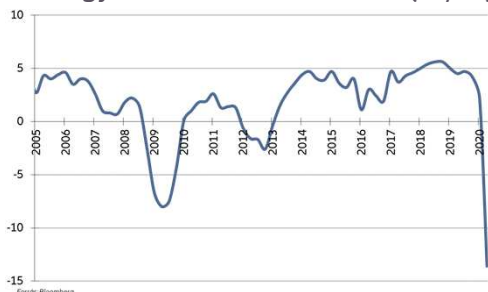




# HAZAI GAZDASÁGI ADATOK

- A magyar gazdaság az első negyedévben egy szépnek mondható évi 2,2%-os reálnövekedést ért el, viszont a második negyedév ennél lényegesen rosszabb lett, 13,6%-os csökkenésről számolt be a KSH. A két negyedév együtt nézve nem mondható se szépnek se katasztrofálisnak európai viszonylatban. A Bloombergnek beszámoló elemzők hazánk esetén az Eurózáznál jobb, de a negyed évvel ezelőttinél rosszabb előrejelzést közöltek, most -5,5% a medián prognózis (a szeptemberben frissült 2020-as MNB előrejelzés is e körül alakul, amit egy hasonló nagyságrendű növekedés követhet jövőre). A kiskereskedelem áprilisi bő 10%-os csökkenés után májustól 0% körül ingadozik (előző év azonos hónapjához viszonyítva), az augusztusi adat -0,7% lett. Az ipari termelés ennél összességében kedvezőtlenebbül alakult: a nagy leállások, valamint az autóipar globális gyengélkedése miatt az áprilisi közel -37%-os év/év augusztusra tudott csak közel 0-ra érn.
- A legutolsó munkanélküliségi ráta enyhe csökkenést mutatva 4,6% lett, a foglalkoztatottság is növekedni tudott kissé az elmúlt hónapokban, ismét 70% közelébe ért. A képet árnyalják a részmunkaidőbe bejelentettek illetve munkájuk alól felmentettek, igaz ez más országokban is korlátozhatja az adatok értelmezését. A júliusi éves bérnövekedés magas (10,8%), de tartalmaz egyszeri hatást (egészségügyi dolgozók jutalma), illetve összetétel-hatást (alacsony jövedelműek nagyobb számban veszítették el állásukat).
- Az infláció július-augusztusban a toleranciasáv felső értéke közelében volt, szeptemberre csökkent kissé vissza, 3,4%-ra. Közben a maginfláció 4%-ig tudott ereszkedni, de egész évben eddig nem voltak ennél alacsonyabb értékek. Az adószűrt maginfláció 4% feletti értékekről augusztusra szintén csökkent (3,5%-ra). Előre tekintve az MNB-hez hasonlóan volatilis inflációs adattal számolhatunk. A jegybank a korábbi hónapokhoz képest most óvatosabb az inflációval kapcsolatban. Középtávon a dezinflációs hatásokat erősnek érzi (emelkedő munkanélküliség és megtakarítási ráta), de a járvánnyal kapcsolatos lezárások keresleti-kínalati hatása növelheti az inflációt rövid távon.

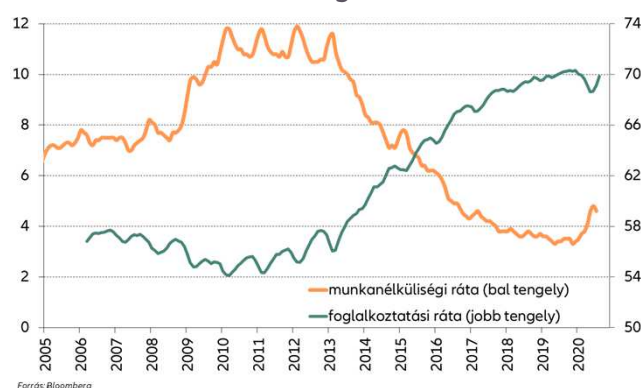
Magyar reál GDP növekedése (év/év)



Forrás: Bloomberg

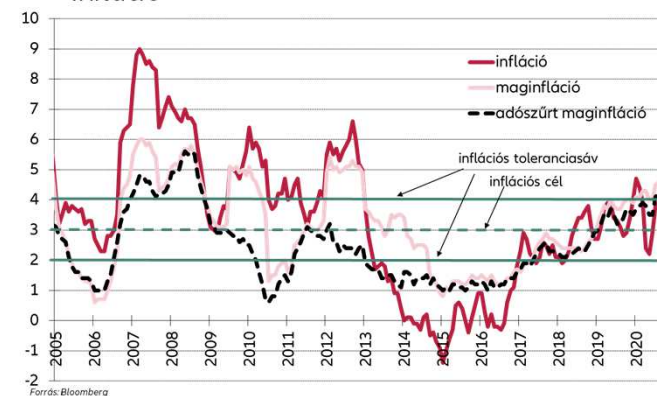
© Copyright Allianz 2020. október 9.

Hazai munkanélküliségi ráta



Forrás: Bloomberg

Infláció

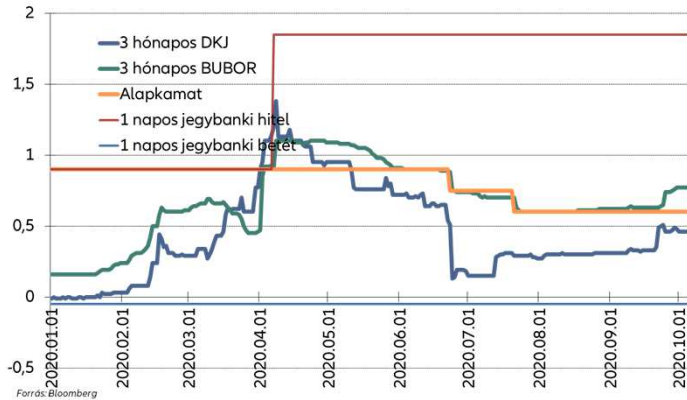


Forrás: Bloomberg

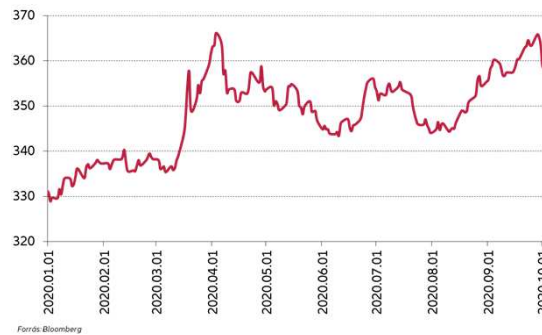


# HAZAI MONETÁRIS POLITIKA

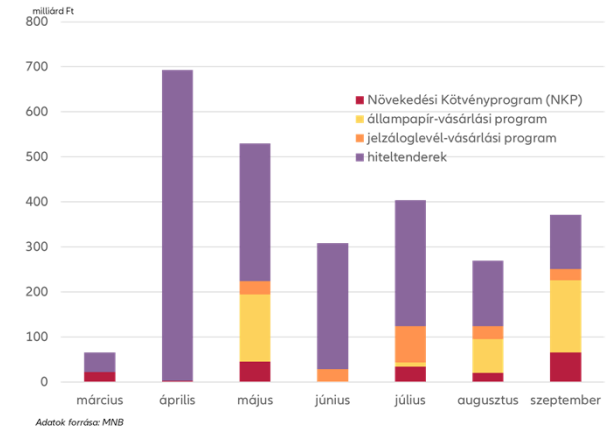
## Hazai monetáris kondíciók (kamatok) és rövid hozamok



## EURHUF árfolyam



## MNB hiteltenderek és eszközvásárlások



- Az MNB év elején a forint likviditást nyújtó FX swap állományt magas szinten tartotta, igen laza monetáris kondíciókat teremtett. A forint ebben a környezetben tovább gyengült. Márciusban a világjárvány hatása az MNB-t a monetáris politika átalakítására készítette. Számos intézkedéssel javították a bankok tőke- és likviditási helyzetét. A forint hirtelen gyengülését egy új 1 hetes betéti eszközzel (ezáltal a rövid kamatok emelésével) normalizálták áprilisban. Ezt a későbbi kamatfolyosó-tágítás is erősítette. A hazai gazdasági kilátások romlása, az inflációs folyamatok fékeződése, valamint a régiós jegybankok további lazító lépései hatására a nyáron a piaci szereplők jó részét meglepve két lépésben összesen 30 bázispontos alapkamat-csökkentésről határoztak, amit nem követett a kamatfolyosó változása. Az FX swap eszköz jelentősége ugyanakkor jelentősen csökkent.
- Nyár végétől globálisan is nőtt a bizonytalanság (ismét növekvő fertőzésszámok, lassuló gazdasági kilábalás), a hazai infláció magas volt, így a forint is újabb gyengülésnek indult. A kedvezőtlen inflációs hatások megelőzésére az MNB a kamatdöntést követő tenderen megemelte az egyhetes betéti kamatot 15 bázisponttal. Itt igazából nem a mérték volt a fontos, hanem, hogy mutassa a jegybank az inflációs cél fontosságát. E mellett az MNB új, euró likviditást nyújtó swap-ügyletekkel megakadályozta a rövid hozamok szokásos negyedév végi zuhanását. A forint viszonylag gyors leértékelődése így megtorpant.



# ÁTALAKULT A MONETÁRIS POLITIKA

## Új eszközök

- **1 hetes betéti eszköz:** célja, hogy a bankközi likviditást lekötve a jegybanki cél közelében tartsa a rövid hozamokat. A kamatláb különbözhet az alapkamattól, amivel az MNB nagy rugalmasságot kap: gyakorlatilag hetente dönthet a rövid kamatok szintjéről. A bevezetés a BUBOR hozamokat és egyéb rövid pénzügyi kamatok/hozamokat a kamatfolyosó aljáról felfelé tolta, ami nagyban hozzájárult a forintárfolyam stabilizálásához. A jelentős állomány (2000-2500 milliárd) segíti az eszköz hatékonyságát.
- **Hosszú lejáratú fedezett hitelek:** ezek révén az MNB a hosszú hozamokat is könnyebben tudja befolyásolni. A fő cél, hogy a bankok részére kedvező, lejáratig fix, hosszú futamidejű hitelt biztosítson, ezzel támogatja a hitelezést, de ösztönzött teremt állampapírok vásárlására is. Az eszköz több lejáratra is meghirdetésre kerül: 3-6-12 hó, 3 és 5 év, azonban a befektetői és a jegybanki érdeklődés is inkább a hosszabb lejáratra koncentrált, így szeptemberre az MNB 3 és 5 évre szűkítette a meghirdetést.
- **Eszközvásárlások:** igen széles körű lett (vállalati kötvény, jelzáloglevél, állampapír, államilag garantált kötvény - részletek későbbi oldalakon).

## Korábbi eszközök

- **Alapkamat:** a 3 hónapos betét bevezetése után az MNB-nek kifejezett célja volt az irányadó eszközben elhelyezett állomány leszorítása. 2018 végén a kötelező tartalékokra fizetett kamat lett az alapkamat. Mivel ez az állomány a korábbiaktól nagyságrenddel elmaradt, így az alapkamat sokat veszített jelentőségéből. A júniusi kamatdöntéssel látszott ennek a trendnek a változása, azonban a szeptember végén alapkamattól eltérített egyhetes betét és fedezett hitel kamatok ezt a törekvést felülírták.
- **Kamatfolyosó:** az MNB a korábbi -0,05%-0,9% kamatfolyosót -0,05%-1,85%-ra változtatta április elején. Ez leginkább üzenet értékkel bírt: a piaci rövid kamatok alacsonyok voltak a Jegybank szemében. Az 1 hetes betéti eszköz alkalmazásával a -0,05%-os betéti szint már nem effektív, viszont az egynapos fedezett hitel 1,85%-ra emelése megnövelte az MNB mozgásterét, hogy a bankközi kamatok szükség esetén az alapkamat fölé vigye.
- **FX swapok:** az MNB FX swapokkal növelte a forintlikviditást, ennek egy részét végül már csak a kamatfolyosó alján tudtak elhelyezni a piaci szereplők („kiszorított likviditás”). Az egyhetes betét bevezetésével ugyanakkor az FX swap állomány kamatbeállító szerepe lecsökkent, nem cél már a kamatok sáv alján tartása. Az MNB az eszközt továbbra is meghirdeti hétfőnként, de megcélzott likviditást már nem közölnek a kamatdöntések során. A forintot az utóbbi időszakban jelentősen gyengítette a swap piac negyedévek végén megfigyelhető likviditás-szűkülése, amely a rövid forint hozamok időszakos esését okozta. Ezt ellensúlyozandó szeptember végén az MNB nem hirdetett meg forint likviditást nyújtó FX swapokat, viszont rövid devizalikviditást nyújtó swapokat igen. Ezzel most szeptemberben sikerült is kezelni az említett anomáliát.

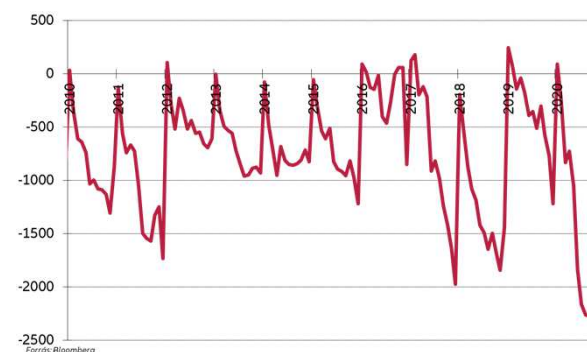


# GYORSAN VÁLTOZÓ ÁLLAMPAPÍR-FINANSZÍROZÁS

Az államadósság-kezelésben a korábbi prioritások még fennállnak, azonban a válság nehezíti ezek betartását:

- Az államadósság/GDP mutató csökkentése idén nem lehet cél, mivel finanszírozni kell azokat a kormányzati válságkezelő programokat, amely a munkanélküliség emelkedését és a gazdaság visszaesését ellensúlyozza, miközben az adóbevételek is esnek. A decemberben kiadott 2020-as kibocsátási tervet így már többször módosították (legutóbb augusztus végén), mivel nőtt a költségvetés hiányterve, és így a finanszírozási igény.
- A devizaarány csökkentését az MNB az elmúlt években nagyon fontosnak tartotta, és a PM-et/ÁKK-t is sikerült meggyőzni. Idén év elején is sok devizakötvény járt le és visszavételek is voltak. A második negyedévben megvalósult devizakibocsátások (3,5 milliárd euró) után még 500 millió eurónyi szamuráj kötvénykerült piacra a harmadik negyedévben. Még elképzelhető kibocsátás, ha rövid devizakötvényt is vesz vissza az ÁKK, de ez már a devizaadósság-állományt alapvetően nem befolyásolja. Hitellehívások növelhetik még a devizaadósságot év végéig, de az év elején már kommunikált maximum 20% devizaarányt nem tervezik átlépni.
- A lakossági kötvények értékesítése most alacsonyabb ütemben zajlik, mint korábban, bár a módosított tervek felett alakult az elmúlt hónapokban. A romló gazdasági körülmények közepette a kockázatkerülők egy része inkább készpénzen/számlapénzen „ül”, a vállalkozó szelleműek a hatalmas monetáris/fiskális csomagokkal megtámogatott részvénypiacot részesíthetik előnyben.
- Ezeket összeadva alakult úgy, hogy a forint intézményi kibocsátásokra lényegesen nagyobb szerep hárult idén, mint amit év elején gondoltunk. A megnövekedett kibocsátási aktivitás miatt az államkötvény aukciók gyakorisága áprilistól kéthetiről hetire változott, és a 15-20 éves futamidőkre kevesebb kibocsátást terveztek, mint 2019 második felében. Azt azonban érdemes látni, hogy az ÁKK az idei tervvel most már jól áll, év végéig már könnyen kényelmesebb helyzetben lehet, mint az elmúlt hónapok esetében.
- Egyelőre a 2019-ben már elkezdett futamidő-hosszabbítási stratégia még érvényesülni látszik.

Államháztartás pénzforgalmi hiánya (mrd Ft)



Kibocsátási naptár

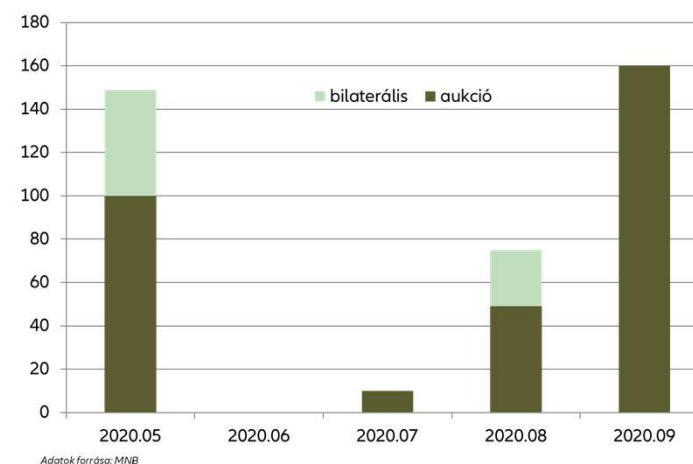
régebben	3 év	5 év	10 év	15 év	20 év
hetek	1				
	2				
	3				
	4				
	5				
	6				
	7				
	8				
2020 terv	1				
	2				
	3				
	4				
	5				
	6				
	7				
	8				
2020 új terv	1				
	2				
	3				
	4				
	5				
	6				
	7				
	8				



# HAZAI ÁLLAMPAPÍRPIAC

- A DKJ-aukciók az évet a magas bankközi likviditásnak köszönhetően nagy érdeklődés és alacsony, 0% körüli hozamok mellett kezdték. Április elején viszont a benyújtott ajánlatok 3 és 12 hónapra el sem érték a meghirdetett mennyiséget, a hozamok pedig 1% fölé kerültek. Ezt követően fokozatos megnyugvás volt tapasztalható, és a DKJ-hozamok ismét a 0 szinthez érték közel. Augusztus végétől a kiugró infláció és a gyengülő forintárfolyam mellett a rövid hozamok ismét feljebb kúsztak. Az ÁKK a DKJ-kibocsátást láthatólag továbbra is visszafogja.
- A fix államkötvények esetében is hasonló volt a tendencia. Például március 12-én a 10 és 20 éves kibocsátást az alacsony érdeklődés miatt törölni kellett. A másodpiacon is jelentős hozamemelkedést láttunk ekkor, és amit a napi grafikonok nem is tudnak megragadni, az a napon belüli volatilitás megugrása, és a vételi és eladási hozamok közti különbség növekedése, azaz a kereskedés „drágulása”. A fordulatot az MNB új hosszú hiteleszköze hozta, így 03.26-án már az óvatosan meghirdetett aukción mindkét kötvényre egészséges volt a túljegyzés, és meg is tudta emelni a kibocsátott mennyiséget az ÁKK. Ezt követően tovább javult a helyzet, amit az MNB állampapír-vásárlási programja is segített májusban. A Jegybank ugyanakkor május folyamán fokozatosan csökkentette, majd gyakorlatilag leállította a programot. Ez némileg elbizonytalanította a kötvénybefektetőket, így a hosszabb államkötvények hozamai kissé emelkedtek június-júliusban. A likviditás ugyanakkor már helyreállt. Július végén az MNB óvatosan újraindította a 10 év feletti futamidejű állampapír-vásárlásokat, hogy ezzel támogassa a hosszú állampapírok kibocsátását. A mennyiségeket azóta heti 40 milliárdra emelték, a szeptemberi kamatdöntő ülés alapján ez tovább növekedhet. Ez segíti a hozamgörbe laposodását.
- A változó kamatozású kötvény esetében is aukcióról aukcióra csökkent a benyújtott ajánlatok mennyisége áprilisig. Ez után itt is normalizálódott a helyzet, de az is látható, hogy a változó kamatozású kötvény kibocsátása nincs az ÁKK fókuszában, és a befektetői igény is korlátozott rá.
- Devizás állampapír-kibocsátásban jelentős volt idén az aktivitás. Április végén egy 2026-os és egy 2032-es lejáratú eurós állampapír került kibocsátásra, 1-1 milliárd névértékben, június elején 2035-ös 1,5 milliárd eurónyi zöld kötvény következett. Ezután a szeptember 11-én sikeres japán jen kibocsátást (szamuráj kötvény) láthattunk. Itt a négy sorozatból kettő volt zöld kötvény. Ez fontos eredmény, mivel Magyarország lett az első külföldi állam, amely zöld kötvényt bocsátott ki a japán piacon.

Állampapír QE



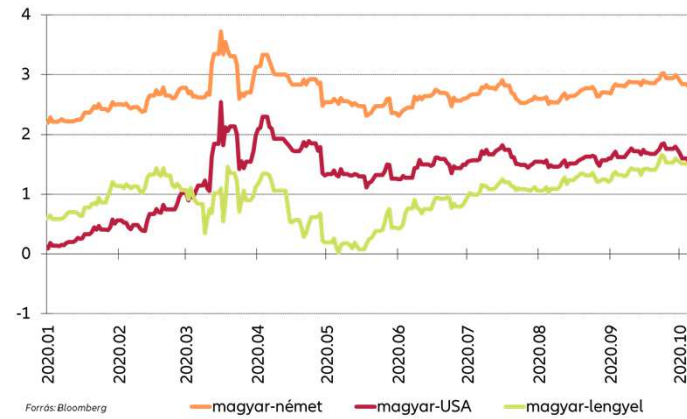


# HAZAI ÁLLAMPAPÍRPIAC - GRAFIKONOK

Állampapír hozamok 2020-ban



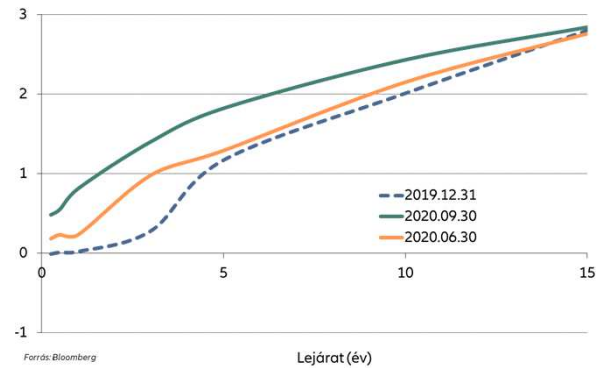
Nemzetközi összehasonlítás (10 éves futamidő)



Állampapír hozammozgások



Hozamgörbe



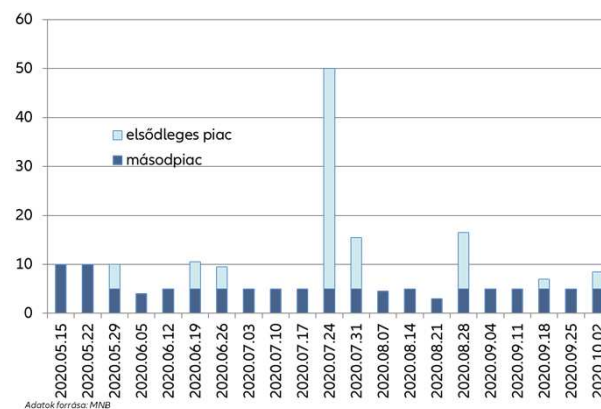




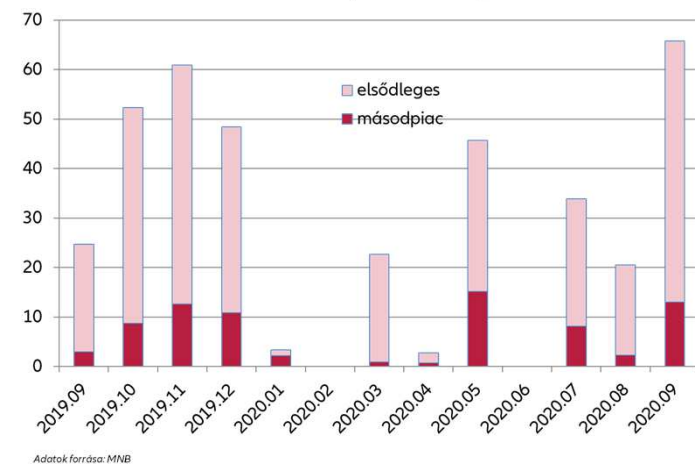
## JELZÁLOGLEVELEK, VÁLLALATI KÖTVÉNYEK

- A jelzálogleveleket nézve a Takarékszövetkezetek rendszeres szereplő, míg a többi kibocsátó csak alkalmasszerűen lép piacra. A jelzáloglevél-piacon a felárakban látszik a negyedév során indított jegybanki jelzáloglevél-program hatása, az aukciós átlagos állampapír felárak a jegybanki vételek miatt negatívba fordultak, és a maximális felárak is jelentős csökkenést mutattak. A kibocsátói aktivitás ennek ellenére összességében még mindig inkább kicsit visszafogottnak mondható.
- Az MNB a másodpiacon is elkezdte a jelzáloglevél-vásárlásokat májustól, a heti összeg jellemzően 5 milliárd forint.
- Az MNB idén is folytatta az NKP programot, sőt kiterjesztették a futamidőt és megnövelték az egy szereplővel szembeni maximális jegybanki kitettséget, majd emelték a program keretösszegét is. Folyamatosan érkeznek a kibocsátások, új kötvény a harmadik negyedévben is került piacra. A kibocsátások elérhetősége azonban sokszor korlátozott, a nagy címletértékek nehezítik az óvatos, jól diverzifikált portfólió kialakítását, az MNB szerepvállalása pedig erősen lenyomja az elérhető állampapír feletti hozamfelárakat. E mellett a másodpiaci forgalom is csak lényegében az MNB vásárlásaira korlátozódik, az árjegyzések nagyon óvatosak, a futamidő pedig vállalati kötvényekhez képest jellemzően hosszabb, sokszor 10 éves.
- Májusban az MFB 2025-ös lejáratú fix kamatozású kötvényt bocsátott ki, 35 milliárd névértékben. A nagy érdeklődés miatt azonban a hozamfelár az állampapír felett minimális volt. A 3. negyedévben államilag garantált kibocsátás nem volt. Az év hátralévő részében ugyanakkor a kibocsátói aktivitás szempontjából felfutásra számíthatunk, mivel az MNB október elején bejelentette, hogy az államilag garantált kötvények piacára is belép vásárlóként.

MNB jelzáloglevél-vásárlások (milliárd Ft)



NKP vásárlások (milliárd Ft)



RÉSZVÉNYPIACOK

3

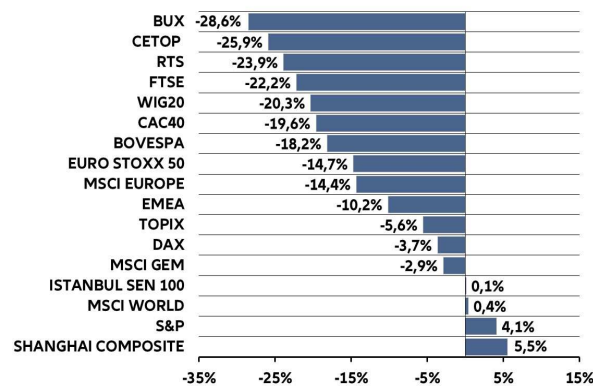




# NEMZETKÖZI RÉSZVÉNYPIACOK

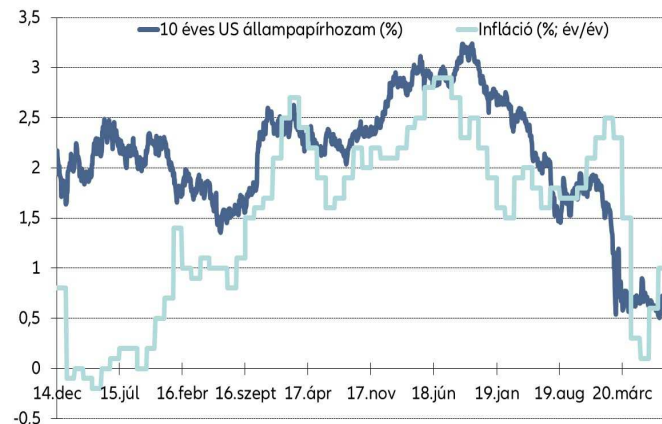
Továbbra is főként a koronavírussal kapcsolatos hírek, ezek gazdasági hatásai, valamint az ezek enyhítése érdekében hozott kormányzati és jegybanki intézkedések határozták meg a kereskedést idén. Q1-ben a járvány globális terjedése és a szigorú korlátozó intézkedések gazdasági hatására indult sell-off véget vetett a 11 éve tartó bikapiacnak. Ezt követően a döntéshozók komoly erőfeszítések árán stabilizálták a helyzetet. A mentőcsomagok sok ezer milliárd dollárral növelték a globális likviditást, ami a gazdaságok újraindítása által fokozott hangulattal párosulva Q2-ben széles körben megemelte a részvényárakat. Ezt az alacsony, vagy éppen negatív (reál)hozamszintek is segítették, aminek következtében a reáleszközöknek (részvény, ingatlan, nyersanyag) nemigen maradt alternatívája. Q3-ban már szelektívebbé váltak a befektetők. Inkább csak a technológia szektor szereplői tudtak érdemi emelkedést felmutatni, amit a mögöttes folyamatok (social distancing, home office, digitalizáció) is támogattak. Az ősz érkezésével a járvány újból fellángolt. Továbbra is az USA, Brazília és India a legfertőzöttebb régió, miközben Európában is megjelent a második hullám. A politikusok a Q2-ben elszenvedett hatalmas gazdasági károkat látva már óvatosabban bánnak a korlátozásokkal. Erre a felkészültebb egészségügyi rendszer is hivatkozási alap. Azonban ha tovább romlik a helyzet muszáj lesz cselekedni, hiszen a félelem akár korlátozások nélkül is visszavetheti a fogyasztást és az üzleti bizalmat. Tartós megoldást márpedig csak az oltóanyagok tömeges megjelenése jelenthet, amit jelenleg inkább csak a jövő év második felére várnak.

Részvényindexek teljesítménye 2020 YTD



Forrás: Bloomberg

10 éves amerikai hozam és a fogyasztói árindex



Forrás: Bloomberg

MSCI World index és a globális kompozit PMI alakulása



Forrás: Bloomberg

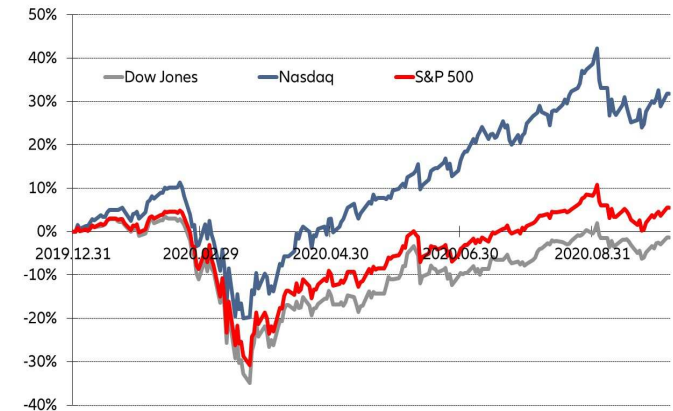


# NEMZETKÖZI RÉSZVÉNYPIACOK - USA

Az S&P 500 Q3 során új historikus csúcsra tudott emelkedni és 3.600 pont közelében is járt, igaz a szeptemberi korrekció után a negyedévet már a februári 3.390-es csúcspont alatt zárta. Így is 8,47%-kal tudott emelkedni a negyedévben, ezzel 4,1%-os pluszban jár idén. Ez továbbra sem a rózsás gazdasági helyzetnek, sokkal inkább a „kegyelt” technológiai szektor magas súlyának köszönhető. Szemléletes, hogy a Nasdaq index 30,75%-os emelkedésen van túl idén, miközben a főként tradicionálisabb szektorokat reprezentáló Dow Jones ipari átlag 2,65%-os visszaesést mutat.

A tech húzóerejét főként a FAANG részvények jelentik. Erős pénzügyi és piaci pozíciójuk következtében szinte „safe haven-ként” tekintenek rájuk. Ennek következtében az árazási szintek is már-már a dotcom lufi idején látott értékeket idézik, emiatt sok szakértő óvatosságra int. Fontos azonban megjegyezni, hogy akkoriban a 10 éves állampapírhozamok 6-6,5% között jártak, míg jelenleg ezekkel mindössze 0,7% körüli hozamot érhetünk el. Ha velünk marad az alacsony hozamkörnyezet és pénzbőség, jobb alternatíva híján a részvénytársasági árazási mutatók is a historikusnál magasabb szinteken ragadhatnak. Márpedig a FED-en ez biztosan nem fog múlni, miután a kamatszintet a következő 3 évben 0% körül tervezik tartani, ráadásul az inflációs célkövetés módszertanát is átalakítják. Innentől a 2% átlagos inflációs cél lesz, vagyis a nyomott szintek után bizonyos ideig a magasabb értékekkel is elnézőbbek lehetnek. Ezzel az államadósság finanszírozását is segítik. Erre szükség is van, hiszen újabb mentőcsomag közeleg. Összege 1.500-2.500 Mrd dollár között alakulhat a politikai megegyezés függvényében. Nem könnyű ezt most tető alá hozni, a novemberi elnökválasztás végesen közeleg. Joe Biden tűnik most a poll-ok alapján esélyesebbnek, ami viszont nem kedvez az amerikai vállalatoknak. Elég csak a társasági adó emelésével kapcsolatos elképzeléseire gondolnunk. Külpolitikai fronton továbbra is az USA-Kína front a sláger, legutóbb a kínai videomegosztó TikTok amerikai jövője körül folyt a csörte.

Amerikai indexek ideji teljesítménye



Forrás: Bloomberg

S&P 500 P/E és 12 havi előretekintő EPS

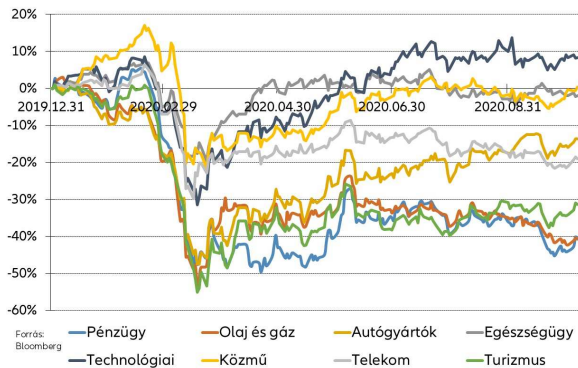


Forrás: Bloomberg

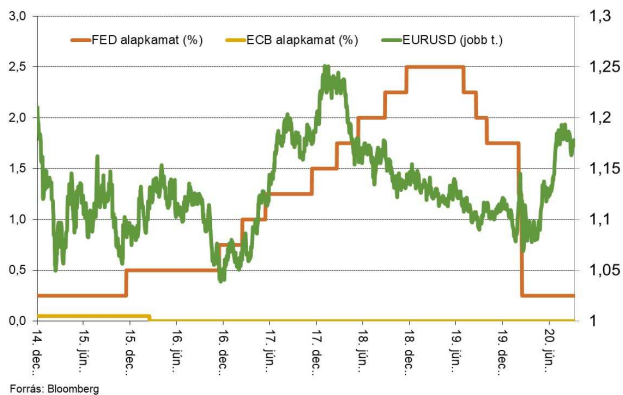


# NEMZETKÖZI RÉSZVÉNYPIACOK - EURÓPA

Stoxx szektoriális teljesítmények YTD:



FED, EKB alapkamat és az EURUSD alakulása:



Az európai piacokon szerényebb teljesítményeket láthattunk. A Stoxx 50 index 1,25%-kal került lejjebb, miközben a DAX 3,65%-kal erősödni tudott Q3-ban. Az idei évet tekintve továbbra is látványos a lemaradás a tengerentúlhoz képest. Az eurozónás index értéke 14,7, a német pedig 3,7%-kal került lejjebb a tavalyi záróárnál. A technológiai, egészségügyi és közműcégek teljesítménye itt kevésbé tudta ellensúlyozni a ciklikus szektorok gyengélkedését. Emellett az euró dollárral szembeni jelentős erősödése is közrejátszott az alulteljesítésben. Az EKB már nem tudott lejjebb menni a rövid kamatszintekkel, míg a FED-nek még volt érdemi mozgástere.

Az itt is gyengélkedő pénzügyi szektor profitabilitását a más régiókban is tapasztalható problémák mellett a negatív kamatkörnyezet is súlyosbítja. A TLTRO III program kedvező finanszírozási feltételei csak részben tudják ezt ellensúlyozni. Márpedig az EKB is hosszú ideig kitarthat a támogató monetáris politika mellett, főként hogy mostanában zéró szint alatti (legutóbb -0,3%), inflációs adatokat is láthattunk. Emellett Frankfurtban is gőzerővel dolgoznak a monetáris politika keretrendszerének átdolgozásán. Nem jelentene nagy meglepetést, ha a FED-hez hasonlóan az inflációs célkövetés rendszere itt is megengedőbbé válna, akár az átlagos infláció monitorozásának módszertana is átvételre kerülne. Az alacsony kamatszintek mellett az eszközvásárlási programok (PEPP, APP) is hosszabb távon velünk maradhatnak, tovább támogatva ezzel az eszközárakat. Fiskális fronton a tagállamok egyedi programjai és az 540 Mrd eurós EU-s mentőcsomag mellett a 750 Mrd eurós Next Generation program a pandémia által leginkább sújtott szektorokat és régiókat hivatott támogatni.

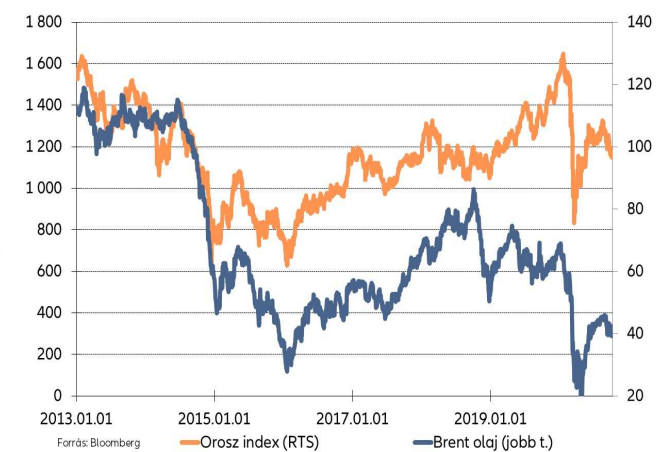
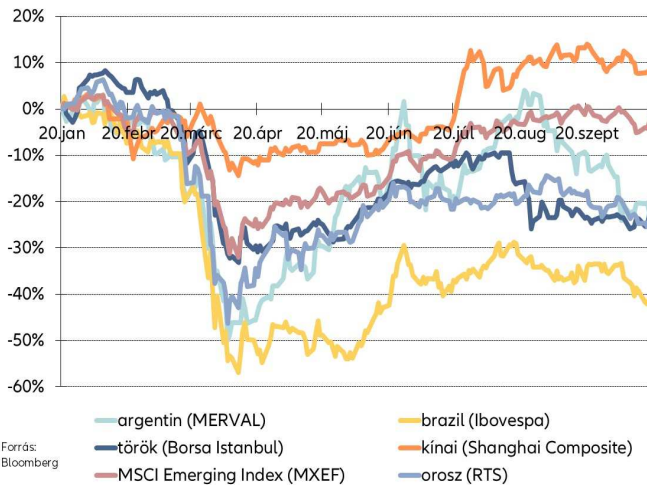
A pandémia enyhülése mellett esetleg Joe Biden győzelme is kedvezően hathatna az európai részvények megítélésére. Érdekes, hogy a világ egyik legnagyobb vagyont mozgató alapjának (norvég állami olajalap) szakértői vélhetően nem ezt vizionálják, hiszen a portfólió 6,5%-át (51 Mrd dollárt) európai részvényekből az USA-ba helyezik át.



# NEMZETKÖZI RÉSZVÉNYPIACOK - FELTÖREKVŐ

A globális feltörekvő piacok meglehetősen jól tartották magukat, főként relatív értelemben. Az MSCI Emerging index értéke 8,73%-kal tudott emelkedni Q3-ban, így idén eddig mindössze 2,9%-kal esett vissza az értéke. A szektoriális összetétel itt is kedvezett, miután –többek között - a két legnagyobb súllyal rendelkező vállalat a technológia mamut Tencent és a főként online kereskedelemmel foglalkozó Alibaba részvénye is kiválóan teljesített. Ezen kívül a dollár trendszerű gyengülése is segítette az ebben eladósodott feltörekvő vállalatok és országok megítélését. A kínai részvényindex kimagaslóan teljesít idén, 5,5%-kal tudott erősödni. Ebben közrejátszhatott a kereskedelmi háború miatti alacsony bázis mellett az is, hogy a kínai döntéshozók élen jártak a gazdaság újranyitásával, és eddig sikeresen megakadályozták a járvány újbóli komolyabb fellángolását. Kulturális tényezők is közrejátszottak, miután júliusban a China Securities Time hasábjain részvények vásárlására szólították fel a lakosságot a gazdaság támogatása érdekében. Ennek meglehetősen látványos volt az eredménye. Ugyanakkor az olajtermelő országok helyzete meglehetősen nehéz jelenleg. Az IEA szerint év/év alapon 8,4m hordóval 91,7 m hordóra csökkenhet a napi felhasználás, miközben egyes OPEC+ tagországok (Oroszország, Líbia, Irán) elkezdtek felpörgetni kitermelésüket.

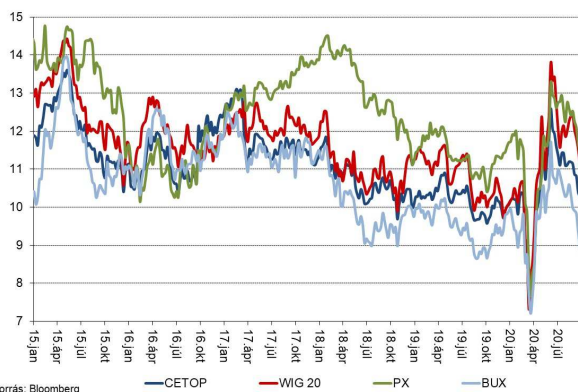
Feltörekvő piaci indexek teljesítménye dollárban 2020 YTD Indexteljesítmény a „kereskedelmi háború” kirobbanásától Orosz index és a brent olaj árfolyamalakulása





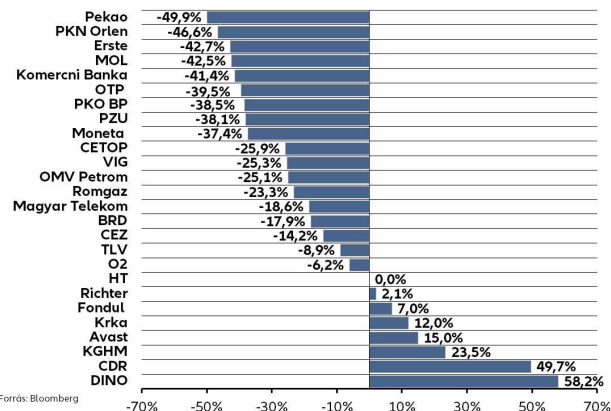
# RÉGIÓS RÉSZVÉNYPIACOK

Régiós indexek 12 havi előretekintő P/E



Forrás: Bloomberg

CETOP részvények teljesítménye 2020YTD



Forrás: Bloomberg

A CETOP jelentősen alulteljesített a harmadik negyedévben (-5,87%) és ezzel idei teljesítményét (-25,9%) tekintve is a sor vége felé kullog. A régió kis, nyitott gazdaságai mindig sokként élnek meg a világgazdaság, ezen belül főként az eurozóna lassulását, a járműgyártás és a turizmus visszaeséséről nem is beszélve. Ezen felül a régiós indexben meglehetősen magas súllyal szerepelnek a globális szinten is gyengélkedő ciklikus szektorok (pl. pénzügy, olaj), miközben a magukat tartani tudó (gyógyszer, telekom, alapvető fogyasztási javak) vagy az éppen szárnyaló technológiai szereplők súlya meglehetősen alacsony. Ennek következtében a globális fejlett és fejlődő piacokkal ellentétben itt az index szintű P/E árazások meglehetősen szolidak. Éppen ezért a nemzetközi gazdasági kilátások javulása (pl. vakcina bejelentések következtében) esetén komoly felpattanás következhetne a későbbiekben. Azt se felejtjük el, hogy az EU-s segélycsomagok legnagyobb haszonélvezői is ezen országok lehetnek.

A leggyengébb teljesítményt éppen a legnagyobb súllyal szereplő bankszektor és az olajszektor nyújtotta. A likviditási problémákkal küzdő adósok védelmében hozott moratóriumok, a gazdasági visszaesés következtében növekvő kockázati költségek és a csökkenő kamatszintek is sújtják a pénzügyi szektort. Az olajszektor helyzete is kihívásokkal teli. Az alacsony olajár és finomítói marzsok egyelőre még velünk maradhatnak, de a ciklikus tényezők mellett valószínűleg romolhatott a befektetők hosszabb távú megítélése is. Elég csak az ESG növekvő népszerűségére, vagy a változó fogyasztói szokások következtében visszaeső olajkeresletre (pl. elektromos autózás) gondolnunk. Az erős mérleggel rendelkező telekom és egészségügyi cégek itt is felülteljesítők, miközben az IT régiós üdvöskéje (CDR) továbbra is tarol. A Cyberpunk 2077 megjelenését novemberre ígérik. Újdonság, hogy az újabb bejelentés szerint mobilra szánt verzió is érkezik. Emellett az index új tagja, a lengyel kiskereskedelmi élelmiszerláncot üzemeltető DINO is kimagaslóan teljesít. A régóta gyengélkedő lengyel gázipari óriás PGNiG viszont távozott az indexből.

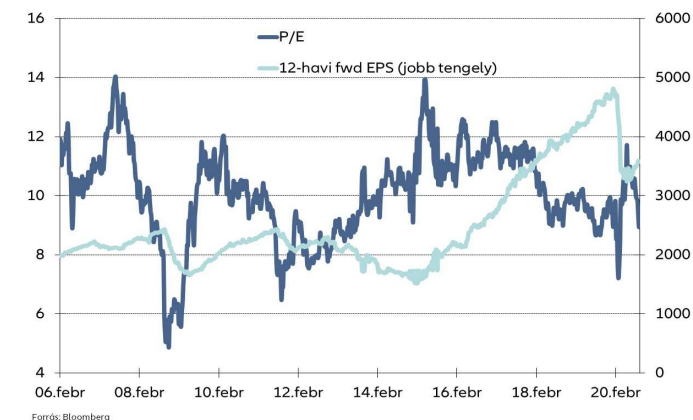
# HAZAI RÉSZVÉNYPIAC

A régiós indexhez hasonlóan a hazai piac is sereghajtó volt a negyedév során, 8,08%-t veszített értékéből. Ezzel idei teljesítményét (-28,6%) tekintve is jelentős a lemaradás a globális fejlett és fejlődő piacokhoz képest. Nem csoda, hiszen hazánkban is a gyengén teljesítő szektorok (olaj, pénzügy) teszik ki az index több mint 60%-át. Emellett a laza monetáris politika következtében történő forintgyengülés és a várnál gyengébb második negyedéves GDP adat (-13,6% év/év) is riaszthatott el befektetőket.

Az OTP tovább gyengélkedett. Bár a veszteséges Q1 után Q2-ben pozitívum a csökkenő céltartalékolás és a 78,7 Mrd forintos profit, a csoportszintű kamatmarzs erodálódása óvatosságra ad okot. Negatívum továbbá a hiteltörlesztési moratórium szűkebb körben történő hosszabbítása és az MNB ajánlás következtében szünetelő sajtó részvény vásárlás. A MOL esetében az alacsony olajárak és finomítói marzsok mellett az ural-brent különbség szűkülése okozt fejtorést. A menedzsment maximum 5%-nyi sajtó részvény vásárlására vonatkozó döntését viszont pozitívan fogadták a befektetők. Az MTEL ideai teljesítményén a befektetők osztalékpolitikával kapcsolatos csalódottsága is érezhető. Ellenben reménykeltő, hogy a kormány sajtó értesülések szerint érdeklődik a cseh PPF maradék Telenor részesedése után, ami felerősítheti a különadó mérséklésére vonatkozó spekulációt. Az NMHH pedig bejelentette az újabb frekvenciaaukciók tervezett ütemezését. Ha ezekből is kimaradna a DIGI az javíthatná az MTEL piaci pozícióját, ami esetleg közelebb hozhatja az új osztalékpolitikát is. Továbbra is felülteljesít a Richter, bár az utóbbi időben mostoháiban kezelték a befektetők. Ennek oka főként az lehet, hogy Joe Biden felülvizsgálja a gyógyszerárakat, illetve az USA-ban új versenytársat kaphat a Vraylar bipoláris depresszió indikációban.

A BUX felülvizsgálatot követően a BIF Nyrt. helyére az AKKO Nyrt. került.

BUX index EPS várakozás és P/E



Főbb magyar részvények teljesítménye 2020YTD

