

ÖSSZEFOGLALÓ A VAGYONKEZELÉSRŐL ALLIANZ FOGLALKOZTATÓI NYUGDÍJSZOLGÁLTATÓ

2021. II. NEGYEDÉV

2021.07.12.

Allianz 



TARTALOM

1

BENCHMARK HOZAMOK ÉS TELJESÍTMÉNYEK

2

MAKROGAZDASÁGI ÖSSZEFOGLALÓ

3

RÉSZVÉNYPIACOK

BENCHMARK HOZAMOK ÉS TELJESÍTMÉNYEK

1





PORTFÓLIÓK TELJESÍTMÉNYE 2020.12.31-TŐL 2021.06.30-IG

Portfóliókezelt állomány	Portfóliókezelői bruttó hozam	Benchmark hozam	Alul / Felülteljesítés	Kezdő dátum	Kezdő vagyon	Záró dátum	Záró vagyon
FNYSZ Dinamikus EUR	7,12%	6,23%	0,90%	2020.12.31	36 713	2021.06.30	34 850
FNYSZ Dinamikus HUF	4,57%	4,01%	0,55%	2020.12.31	27 268 157	2021.06.30	30 453 878
FNYSZ Egyenletes EUR	3,20%	2,46%	0,74%	2020.12.31	483 221	2021.06.30	406 493
FNYSZ Egyenletes HUF	1,03%	0,64%	0,38%	2020.12.31	69 613 243	2021.06.30	70 755 557
FNYSZ Klasszikus	0,25%	0,21%	0,04%	2020.12.31	15 743 438	2021.06.30	15 856 169

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



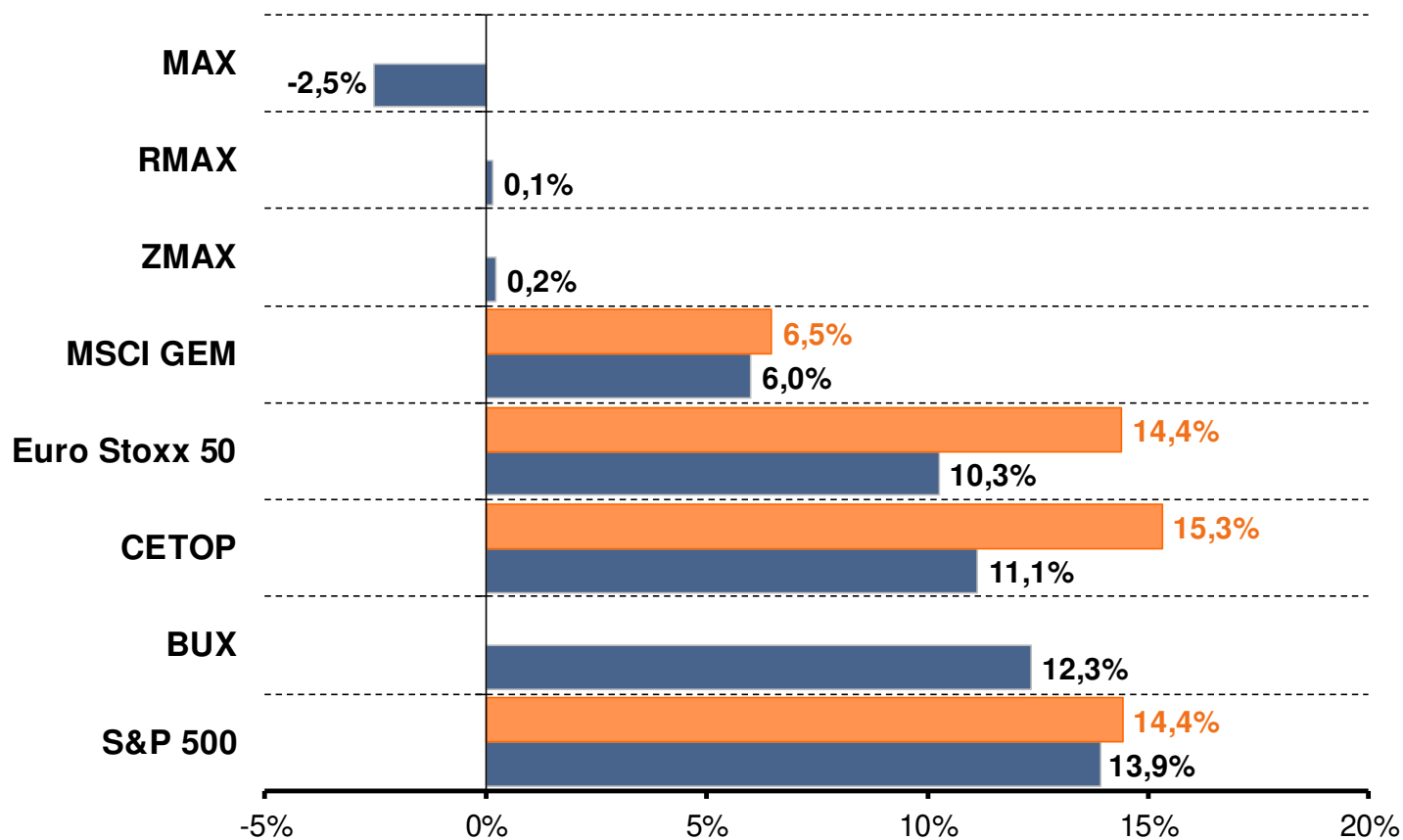
PORTFÓLIÓK TELJESÍTMÉNYE 2021.03.31-TŐL 2021.06.30-IG

Portfóliókezelt állomány	Portfóliókezelői bruttó hozam	Benchmark hozam	Alul / Felülteljesítés	Kezdő dátum	Kezdő vagyon	Záró dátum	Záró vagyon
FNYSZ Dinamikus EUR	2,56%	2,12%	0,44%	2021.03.31	38 063	2021.06.30	34 850
FNYSZ Dinamikus HUF	1,41%	1,38%	0,03%	2021.03.31	28 636 970	2021.06.30	30 453 878
FNYSZ Egyenletes EUR	1,21%	0,80%	0,42%	2021.03.31	489 317	2021.06.30	406 493
FNYSZ Egyenletes HUF	0,93%	0,83%	0,10%	2021.03.31	69 933 393	2021.06.30	70 755 557
FNYSZ Klasszikus	0,10%	0,15%	-0,05%	2021.03.31	15 781 052	2021.06.30	15 856 169

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



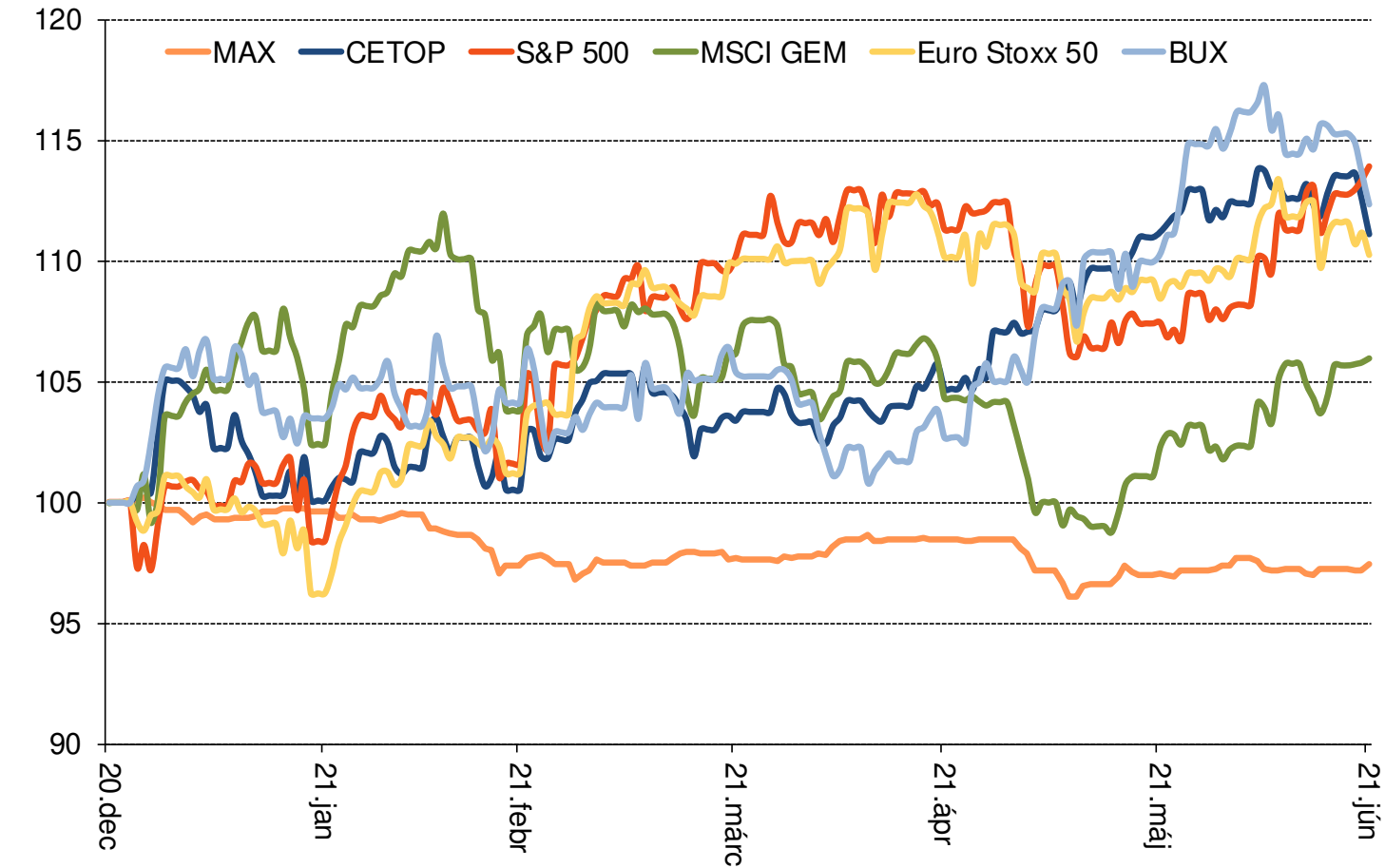
FŐBB INDEXEK TELJESÍTMÉNYE 2021 YTD (HUF ÉS SAJÁT DEVIZA)



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő



FŐBB INDEXEK ALAKULÁSA 2021 YTD (HUF)



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

MAKROGAZDASÁGI
ÖSSZEFOGLALÓ

2

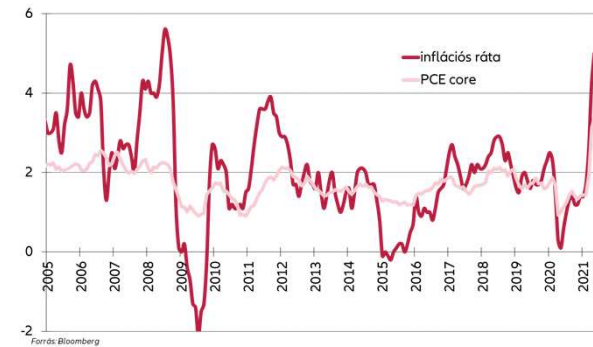




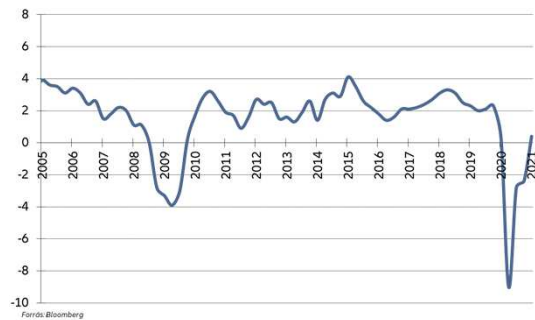
USA GAZDASÁGI ADATOK

- Az USA GDP 2021. első negyedében 1,6% körüli emelkedést mutatott az előző negyedévhez képest, év/év alapon 0,4%-os volt a bővülés, a GDP már elérte a válság előtti szintet. A Bloomberg elemzői így július elején 6,6% körüli növekedést jeleznek előre 2021-re (az előző negyedévhez képest enyhén emelkedett a várakozás).
- A munkanélküliségi ráta idén csak lassan csökkent, a negyedév során gyakorlatilag stagnált, júniusban 5,9%-on állt. Az újonnan munkanélküli segélyekért jelentkezők száma azonban a negyedévben jól láthatóan mérséklődött, júniusban 400 ezer körül ingadozott, bár ez odébb van még a vírust megelőző 200 ezer körüli számoktól. A tartósan munkanélküliek száma is lassan csökkenni tudott az elmúlt hónapokban is, bár ennek a mutatónak a javulása az első negyedévben kézzel foghatóbb volt.
- Az infláció emelkedő pályára állt, a májusi adat pedig kiugró, 5% lett. Hasonlóra több mint egy évtizede nem volt példa. A PCE magindex is 3,4%-ra ugrott, amihez fogható utoljára 1990 körül találunk! Az olajár és egyéb bázishatások miatt, valamint a nyitást követő kereslet-megugrás miatt az infláció emelkedése nem volt meglepő, a kérdés, hogy mennyire „szalad el”, és mennyire épül majd bele a várakozásokba és válik tartóssá.

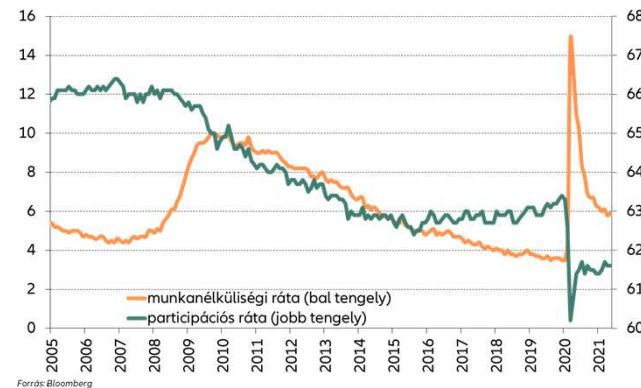
USA infláció



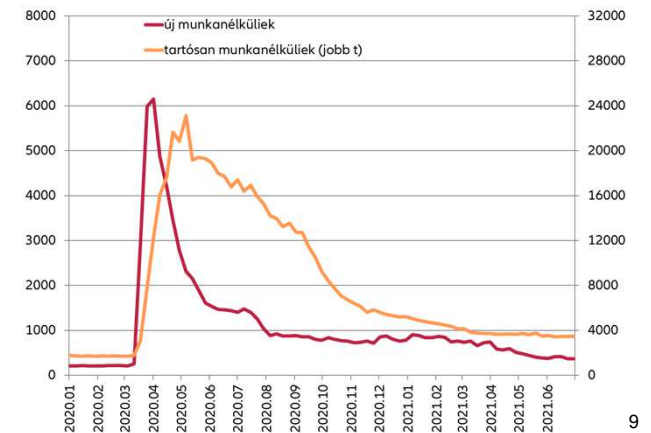
USA reál GDP növekedése (év/év)



USA munkaerőpiac



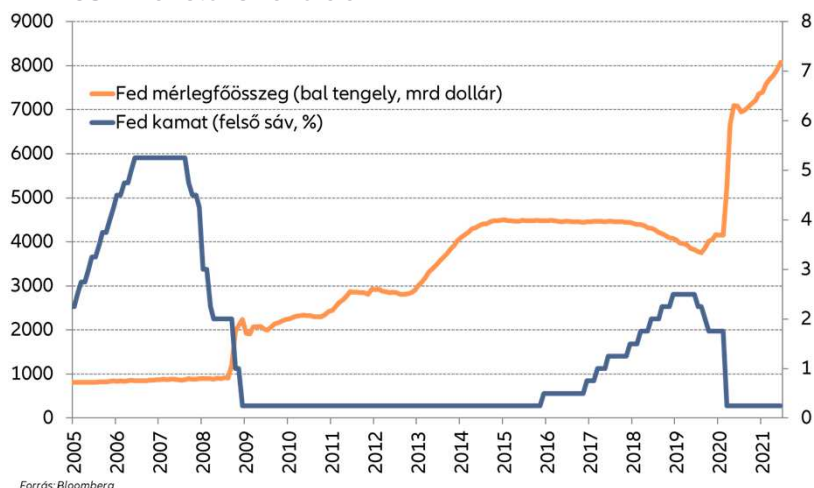
Munkanélküliségi segélyért jelentkezők száma





USA – MONETÁRIS POLITIKA

USA monetáris kondíciók



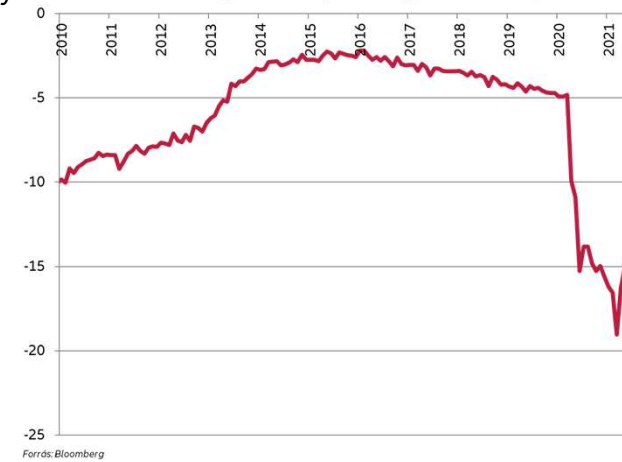
- Az áprilisi Fed ülésen igazából újabb üzenet nem érkezett, de a gazdaságot illetően kissé optimistábbá vált a hangvétel. Hangsúlyozták, hogy nem hogy a kamatemelésre, de a QE fokozatos kivételének megvitatására sincs még itt az idő, részben a várhatóan csak időleges inflációs megugrás, részben a járvánnyal kapcsolatos bizonytalanságok okán.
 - Májusban nem volt kamatdöntés, de az áprilisi inflációs számok megjelenését követően számos döntéshozói megszólalással találkozhattunk, összességében nyugtató üzenetek hangzottak el. A Fed álláspontja szerint a megugrás több egyszeri hatás eredménye (bázishatás, nyitás utáni kereslet-kínálati egyensúlytalanság). Elkezdtek ugyanakkor finoman kommunikálni arról, hogy hamarosan tárgyalni fogják, hogy a gazdasági élénküléssel, helyreállással párhuzamosan milyen ütemezéssel kezdjék csökkenteni az eszközvásárlásokat.
- Gyökeres fordulatot a júniusi ülés sem hozott, de a fenti irány folytatódott, ismét léptünk egyet a szigorítás fele, legalább az üzenetek szintjén. A gazdasági növekedés erős lehet, az inflációval kapcsolatban továbbra is az átmeneti jelleget hangsúlyozták. Megjelent a szokásos (negyedéves) menetrend szerint a döntéshozók várakozásairól készített táblázat. A GDP 2021-ben 7%-kal nőhet, míg jövőre 3,3%-os emelkedés jöhet (előző negyedévben még 6,5% szerepelt az idei évre vonatkozóan). A munkanélküliségi ráta 4,5% lehet idén, míg 3,8% 2022-ben (ez gyakorlatilag változatlan). Az inflációs magindexet a döntéshozók 2021 év végére 3%-ra becslik, ami ezután 2,1%-ra mérséklődhet (a márciusi előrejelzésben 2021-re még csak 2,2%-ot láttunk, a 2022-es adat közel azonos a mostanival), míg a rövid kamatok a 0-0,25% sávban várhatók 2022 végéig (márciusban 2023 végéig még nem utalt kamatemelési várakozásra a diagram).
 - **Tehát a laza monetáris politika a 2. negyedévben is kitarzott az Egyesült Államokban, a kamatszintekben és az eszközvásárlás ütemében sem történt változás, továbbra is 0-0,25 a megcélzott rövid kamatszint és 80 milliárd államkötvényt és 40 milliárd jelzálogfedezetű kötvényt vesz a Fed. Az üzenetek tekintetében ugyanakkor folyamatos enyhe szigorodást láttunk. Azt fontos kiemelni, hogy az USA-ban előbb várható a QE csökkentése és csak utána a kamatemelés.**



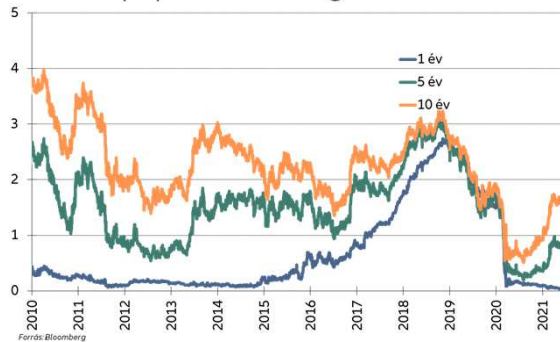
USA ÁLLAMPAPÍRPIAC

- A monetáris mellett a fiskális politika is válságkezelő üzemmódba kapcsolott tavaly, így 2020 őszén, amikor az oltások és így a járvány vége kézzelfogható közelségbe kerültek, a befektetők az infláció megemelkedésére kezdtek számítani. Mivel a pénzromlás ütemének növekedése a Fed-et kamatemelésre illetve az állampapír-vásárlások ütemének mérséklésére készítheti, a hosszú állampapír hozamok emelkedni kezdtek. Ez a mozgás március végéig tartott, míg a legutolsó negyedévben megnyugvást láttunk, az állampapírpiac ismét erősödött.
- A 10 éves USA államkötvény hozama tavaly augusztus elején még 0,5% körül volt, azonban az idei év elejére 0,9% körüli szintre, március közepéig pedig 1,7% közelébe ért. Itt egy kis oldalazásba kezdett, majd csökkenésnek indult. Az ok részben technikai, mivel nagyjából a pandémia előtti szintekre értünk vissza. Másrészt az infláció ugyan megugrott, de ez nem volt váratlan, az összetétel pedig az infláció növekedésének időszakosságát támasztotta alá. Harmadrészt a Fed oldaláról is sok nyugtató üzenet hangzott el a laza monetáris politika tartósságára vonatkozóan, bár az eszközvásárlás kivezetése és a kamatemelés némileg közelebb került.

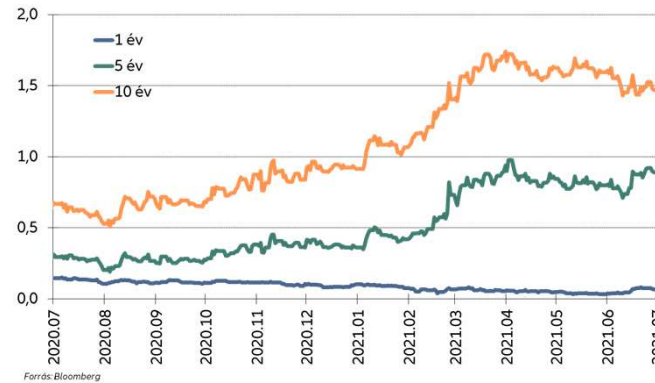
USA szövetségi deficit/GDP (gördülő, %)



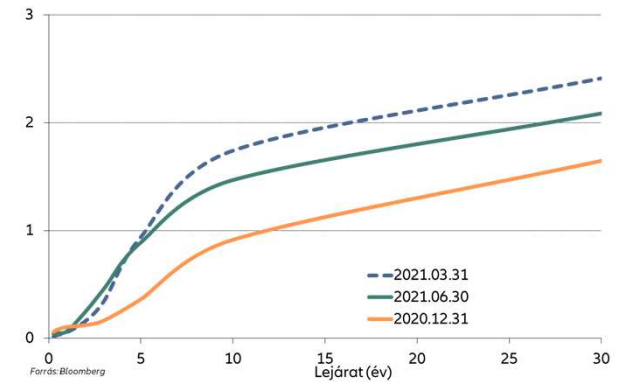
Állampapír hozammozgások



Állampapírpiac az elmúlt évben



Hozamgörbe

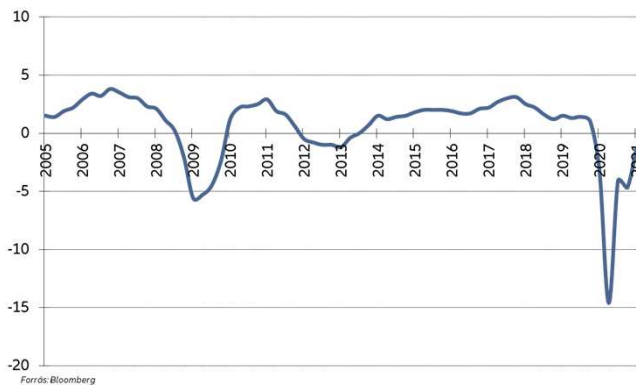




EURÓZÓNÁS GAZDASÁGI ADATOK

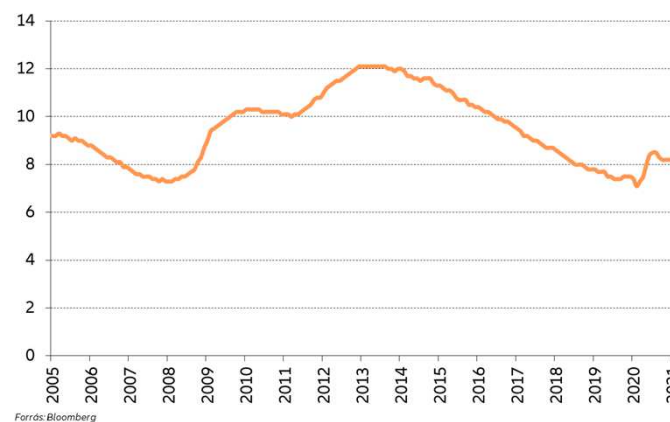
- Az eurózána gazdasága az első negyedévben az előzőhöz képest 0,3%-os, míg az egy évvel ezelőttihez 1,3%-os visszaesést mutatott. A térségben az USA-hoz képest szigorúbbak voltak a lezárások, és a válság gazdasági kezelése sem volt egységes költségvetési oldalon. A Bloombergnek küldött előrejelzések 4,5% körüli gazdasági növekedést várnak 2021-re, ami azért pár tized százalékkal feljebb van, mint amit negyed éve írtunk.
- A munkanélküliségi ráta enyhe javulást mutatott az elmúlt hónapokban: a legutolsó, májusi érték 7,9% lett. Ez a mutató a járvány kitörése után tavaly augusztus-szeptemberben érte el maximumát (8,5%), azóta lassú csökkenésnek lehetünk tanúi.
- Az eurózána infláció 2020-ban a válság hatására negatív tartományba szakadt, decemberben sem érte el még a 0-t sem, a magindex pedig alig volt 0% felett. A válság és olajár mellett egyszeri hatás is érezhető volt ebben, itt a német fogyasztási adót szokták említeni. Ahogy az alacsony bázisok kikerültek az indexből, az infláció is megugrott. Ezt láthattuk idén eddig, májusban már 2%-ra ért a fő mutató (júniusi előzetes is 1,9%), a maginfláció ugyanakkor az 1,4%-os lokális csúcs után 1% körüli szinten stabilizálódott (júniusi előzetes 0,9%). Az EKB a Fed-hez hasonlóan felhívta a figyelmet, hogy megítélésük szerint ezek a folyamatok nem vezetnek a pénzromlás ütemének tartós emelkedéséhez.

Eurózána reál GDP növekedés (év/év)

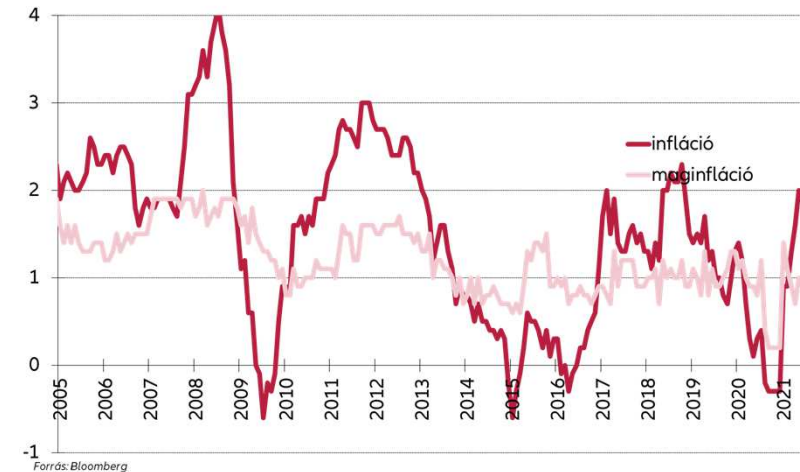


© Copyright Allianz 2021. július 12.

Eurózána munkanélküliségi ráta



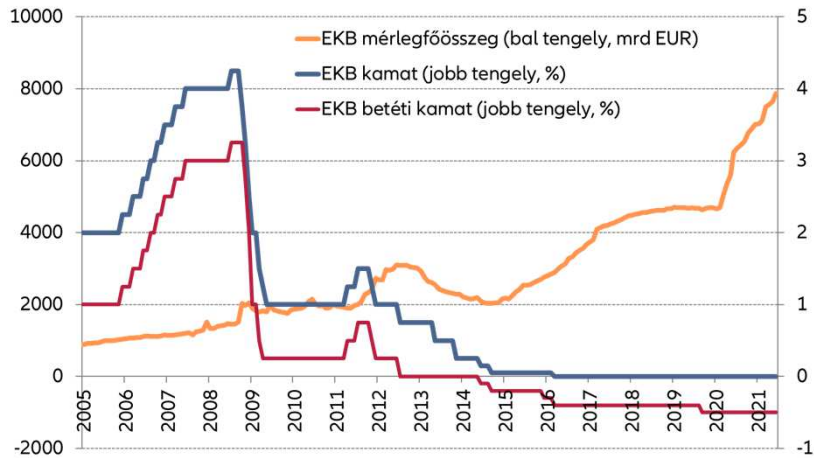
Eurózána infláció





EKB – MONETÁRIS POLITIKA

EKB monetáris kondíciók



Forrás: Bloomberg

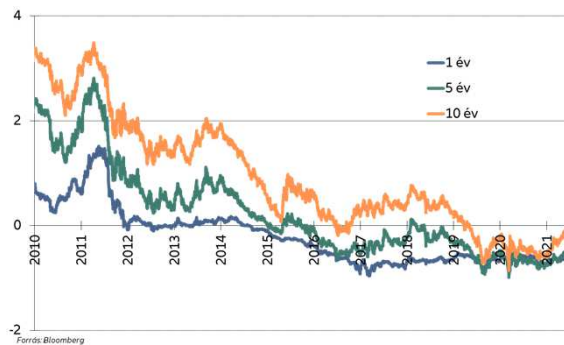
- A negyedévben az emelkedő inflációs adatok kapcsán több EKB döntéshozó is felhívta a figyelmet rá, hogy megítélésük szerint az árak megugrása jórészt időszakos lesz csupán, a hosszú távú kilátások lényegében változatlanok. Ezért nem fogták vissza az kötvényszeres vásárlások ütemét, az a negyedév folyamán az év elejéhez képest emelt összegben valósult meg. Az EKB el akarja kerülni a hosszú hozamok emelkedését, mivel az a monetáris kondíciók idő előtti, nem szándékolt szigorodásához vezetne.
- A szokásos negyedéves gazdasági előrejelzések júniusban frissültek. 2021-re immár 4,6%, jövőre 4,7% reál GDP növekedéssel számolnak, ami jelentős emelkedés az előzőekhez képest (legutóbb ezekre rendre 4% és 4,1%-ot prognosztizáltak), a 2023-as várakozás 2,1% maradt. Az infláció 2021-ben 1,9%, míg 2022-ben 1,5% lehet (2021-re korábban 1,5%-ot jeleztek előre, míg 2022-re vonatkozóan 1,2%-ot). A 2023-as előrejelzés az infláció esetén is érintetlen maradt (1,4%).
- **Az EKB a Fed-hez hasonlóan nem változtatott a monetáris politikáján és az eszközvásárlások üteméhez sem nyúlt a negyedévben. Az inflációra vonatkozó véleményük is hasonló, az emelkedés átmenetiségét hangsúlyozzák. A majdani szigorítás sorrendje is azonos: előbb a QE lassul, csak aztán jön az első kamatemelés. A gazdasági adatok és a jelenlegi kommunikáció alapján viszont tényleges szigorításra az EKB-nál később kerülhet sor.**



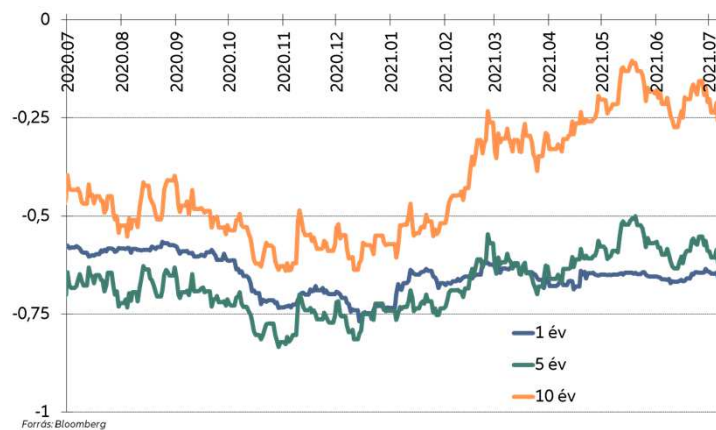
EURÓZÓNÁS ÁLLAMPAPÍRPIAC

- Az USA állampapírpiacnál bemutatott inflációs félelmektől hajtott hozamemelkedés (úgynevezett „reflation trade”) az eurózónában is megfigyelhető volt, ugyanakkor később, 2020 év végén kezdődött. Ez összefügghet azzal, hogy a járvány Európában súlyosabb lezárásokkal és így jelentősebb gazdasági károkkal járt. A 10 éves német állampapír idén januárban törte át a -0,5%-os szintet, és ugyan márciusban láttunk egy megtorpanást (mint az USA-ban), de április-májusban ismét felfelé indult, minden bizonnyal a megugró EKB inflációs céljára érő áremelkedési adatok, illetve a meglóduló európai oltások következtében. Az EKB ugyanakkor a Fed-nél is határozottabban kiállt amellett, hogy nem látunk majd tartós infláció-emelkedést, és a monetáris kondíciók idő előtti szigorodását, ezen belül az állampapír-hozamok emelkedését nem nézik jó szemmel, mert a gazdasági kilábalást gátolja. A júniusi ülésen pedig nem tettek utalást a PEPP vásárlások ütemének mérséklésére. Mindezek hatására az állampapírpiac stabilizálódott, sőt erősödés volt érezhető.
- Az olasz és spanyol kötvénypiacokon a német hozamokhoz képest mért felárakban idén nem láttunk jelentős elmozdulást, a globális inflációs félelmek nem jelentek meg hatványozottan. Ez minden bizonnyal nagyrészt az EKB PEPP programjának köszönhető, ami kellő rugalmasságot biztosít az EKB számára az országok közti allokációhoz.

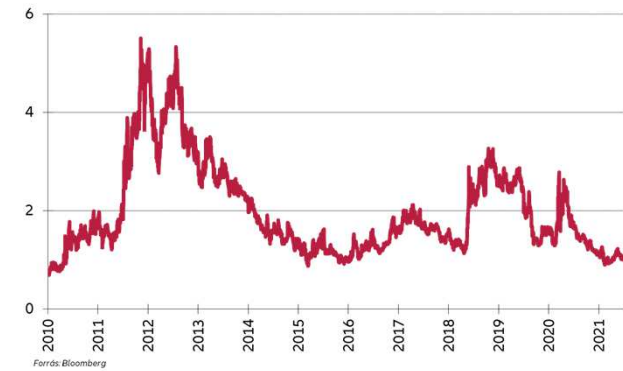
Állampapír hozammozgások (német)



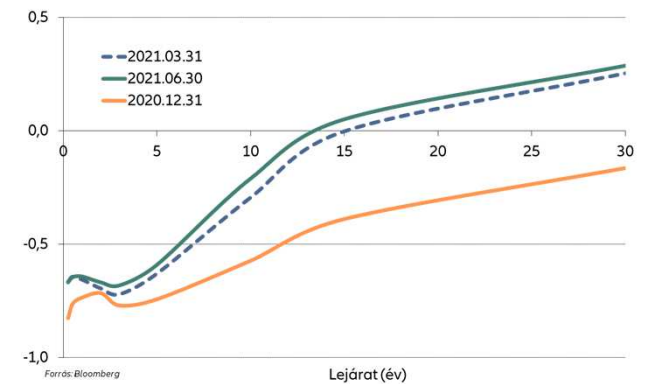
Állampapír hozammozgások az elmúlt évben (német)



A 10 éves olasz-német hozamkülönbség



Állampapír hozamgörbe (német)





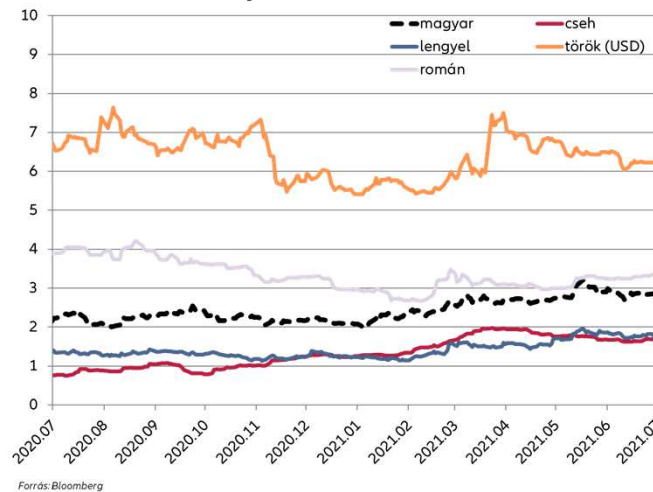
RÉGIÓS PIACOK

- A régiós országok esetében is megfigyelhető volt az infláció meglódulásának globális jelensége. A lengyel infláció 4,7%, a cseh pénzromlás 2,9%, a román adat 3,75% volt májusban.
- A jegybankok szigorúbb hangnemet ütöttek meg, a magyar és lengyel központi banknál utóbbi években héjábbnak mutatózó Cseh Nemzeti Bank júniusban meg is kezdte a kamatok emelését: 0,25%-ról 0,5%-ra növelte az alapkamatot.
- A jegybankok szigorúbb hangvétele segített abban, hogy a devizák és hozamok stabilizálódjanak, sőt felértékelődjenek a második negyedévben.
- Törökország helyzete a szűken értelmezett régióhoz képest meglehetősen eltérő. Ott az infláció teljesen más nagyságrendű probléma (június 17,5%), és az államelnöki nyomás a kamatok alacsonyan tartására sem segített a devizaárfolyamon illetve a hozamokon. A jegybanki alapkamatot már 2020 őszén emelni kellett.

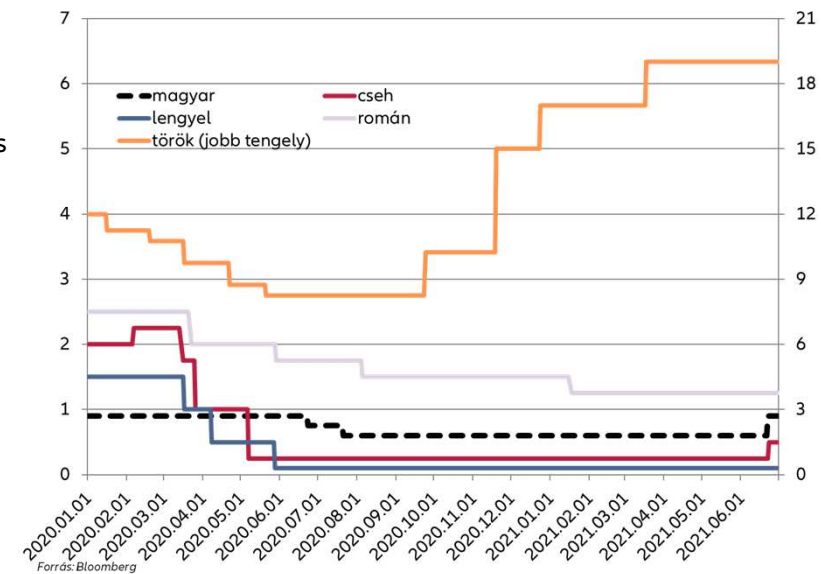
A régiós devizák relatív teljesítménye



10 éves kötvényhozamok



A régiós alapkamat szintek





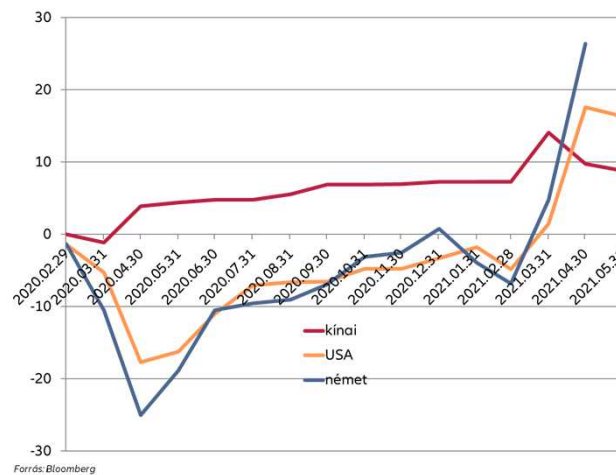
KÍNA

- A vírussal kapcsolatos lezárásokat Kínában a többi országnál hamarabb és erőteljesebben vezették be a hatóságok. A feloldás után viszont a járványügyi mutatók folyamatosan kedvező szinten maradtak, így az ipar nagyon hamar elérte a járvány előtti szintet, sőt gyors ütemben bővülni tudott. A fogyasztás csak óvatosabban állt helyre, itt idén láthattunk jelentősebb felpattanást.
- Az első negyedéves GDP-adat 18,3% lett év/év alapon, de az összehasonlításoknál ne felejtjük el, hogy Kínát hamarabb érték a járvány gazdasági hatásai, ezért kiugró most éves összehasonlításban az első negyedév teljesítménye. Ettől függetlenül a gazdaság előző negyedévhez képest is növekedett, bár a vártnál alacsonyabb mértékben (0,6%). Erre az évre elemzők 8,5% körüli növekedést várnak, ez viszont az elmúlt hónapokban nem lett magasabb, úgy mint az USA és az eurózána esetében.
- Az alábbi ábrákon is látszik tehát, hogy Kína hamarabb kilábalta a válságból mint a fejlett országok, azonban tőzsdeindexeket nézve előnye az USA-hoz képest az idei év első hónapjaiban megszűnt, de a német tőzsdeindexhez képest is csökkent a különbség.
- Az infláció továbbra sem gátja a gazdasági élénkítésnek, bár az év elején még enyhe negatív tartományban lévő árindex fokozatosan emelkedve májusra 1,3%-ra ért.

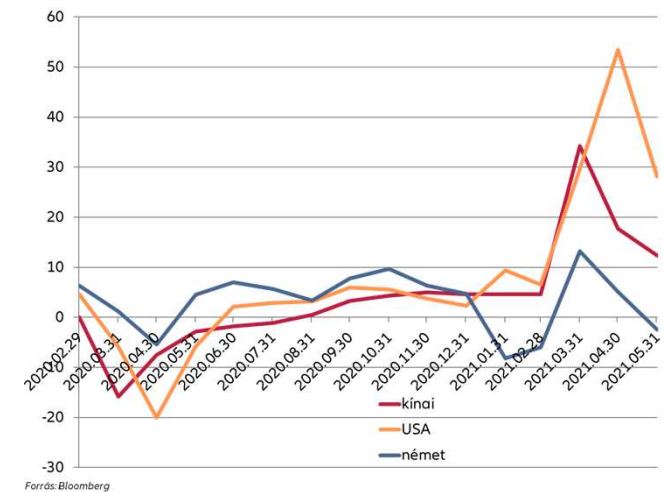
Az USA, kínai és német részvényiac



Ipari termelés (év/év)



Kiskereskedelmi forgalom (év/év)

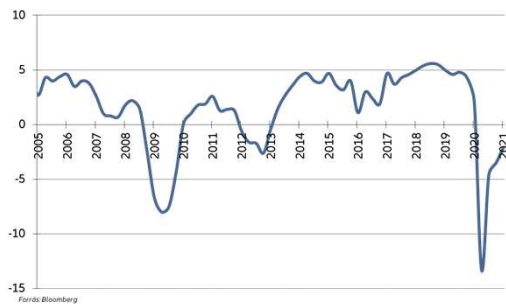




HAZAI GAZDASÁGI ADATOK

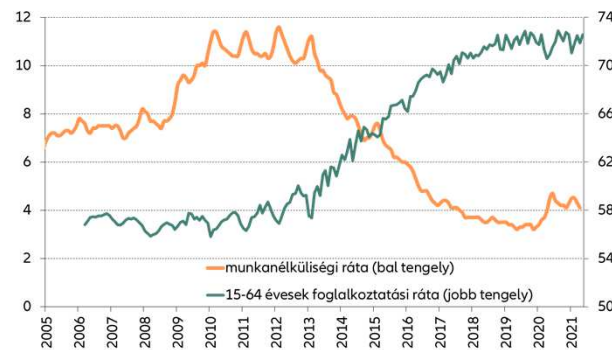
- A magyar gazdaság az első negyedévben a vártnál alacsonyabb, 2,1%-os visszaesést könyvelhetett el a megelőző év azonos időszakához képest. Az előző negyedévhez képest 2% volt a növekedés. A Bloombergnek nyilatkozó elemzők az idei évre 5,6%-os növekedést jeleznek előre (prognózisok mediánja), negyed éve még 4,4%-ot írtunk erre.
- Májusban a munkanélküliségi ráta 3,9%-ra csökkent, a foglalkoztatottság is stabil, nagyjából a koronavírus-válság előtti szinten áll. A bérnövekedésre érdemes figyelni, mert továbbra is magas: áprilisban ismét kicsivel 10% felletti értéket közölt a KSH. Igaz, az év eleji minimálbér-tárgyalások csökkenést indokolnának, de a feszes munkaerőpiac miatt nem túl valószínű, hogy ezt érdemben tükrözi majd ez az érték. A bérnövekedés pedig keresletet generálhat a fogyasztási termékek piacán, ami pedig az amúgy is magas inflációt hajthatja tovább. Ez pedig a monetáris politika szigorodásának irányába hat.
- Az infláció a vártnak megfelelően emelkedett idén, de az áprilisi és májusi 5,1%-os, valamint a júniusi 5,3%-os értékek különösen magasnak mondhatók, 2012-ben láttunk utoljára hasonló értéket. A KSH maginfláció és az MNB által kalkulált adószűrt maginfláció az inflációs toleranciasávon belül tartózkodott, 3,8%-on állt júniusban. Megjegyezzük, a negyedév folyamán a KSH változtatta a maginfláció metodikáját (a szeszesitalok és a dohánytermékek kikerültek a kosárból), amely következtében az idősor visszamenőleg is módosult, az MNB adószűrt maginflációja közelébe került. Az infláció jelentős emelkedése nem volt váratlan, a jegybank is figyelmeztetett hónapokkal korábban, hogy bázis hatások, jövedéki adóemelés és az újrainítás miatt a következő hónapokban 5% körüli értéket is láthatunk. Év végéig várhatóan ismét csökken a fogyasztói árak emelkedésének mértéke, de a tartós kilátások kapcsán a negyedév során az MNB is fokozatosan pesszimistábbá vált, a felfelé mutató inflációs kockázatok növekedését hangoztatták.

Magyar reál GDP növekedése (év/év)

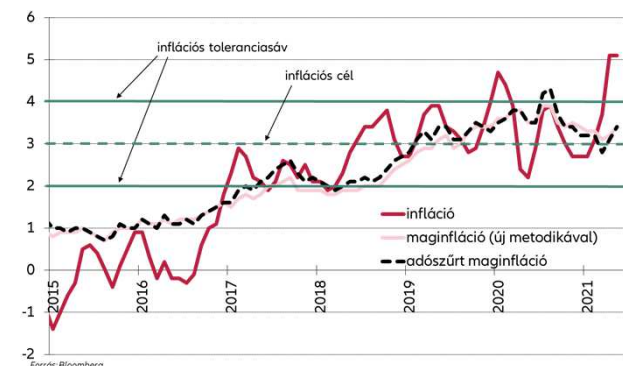


© Copyright Allianz 2021. július 12.

Hazai munkanélküliségi ráta



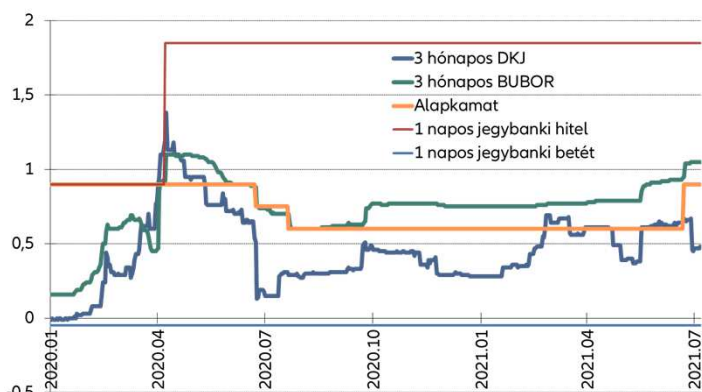
Infláció





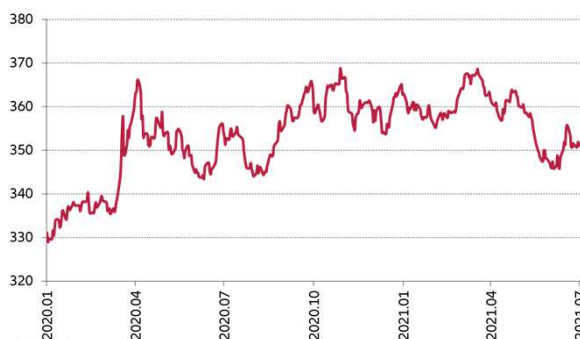
HAZAI MONETÁRIS POLITIKA

Hazai monetáris kondíciók (kamatok) és rövid hozamok



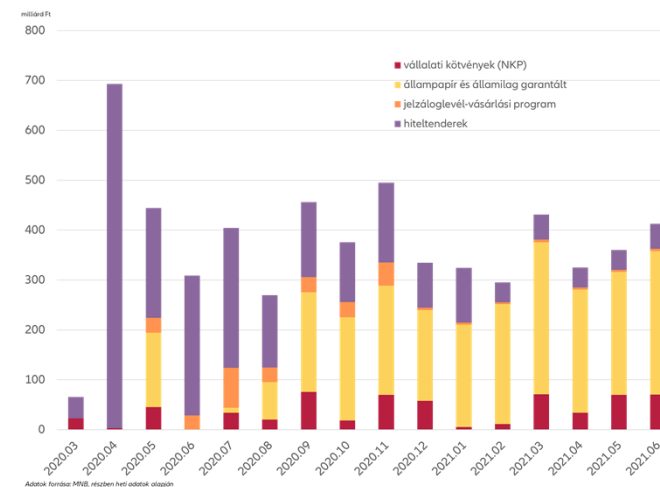
Forrás: Bloomberg

EURHUF árfolyam



Forrás: Bloomberg

MNB hiteltenderek és eszközvásárlások



Adatok forrás: MNB, részben heti adatok alapján

- A negyedév során ezúttal lényeges monetáris politikai fordulatról számolhatunk be. Az MNB úgy látja, hogy az inflációs kockázatok az emelkedés irányába tolódtak el, így némi kommunikációs előkészítés után júniusban 30 bázisponttal emelte az alapkamatot, és a jelentős (4-5000 milliárd) állománnyal rendelkező egyhetes betéti eszköz kamatlába is 15 bázisponttal emelkedett, az alapkamat új szintjére, 0,9%-ra. A kommunikáció lényege, hogy havi gyakorisággal kamatemelésre számíthatunk, melynek a mértéke a bejövő adatoktól függ. Tehát kamatemelési ciklust kezdett az MNB.
- A hosszabb futamidejű eszközök közül az NHP-t kivezetik, ugyanakkor a jegybank egy zöld hitelprogram kidolgozását jelentette be. Az NKP-t továbbra is folytatják, „zöld” kedvezmények majd itt is lehetnek. A zöld jelzáloglevél kapcsán is derültek ki részletek. Mindezek összefüggésben állnak azzal, hogy a jegybanki mandátumok közé bekerült a fenntarthatóság. Az 5 éves jegybanki fedezett hitel kapcsán nem érkezett egyelőre bejelentés, de heti összege februártól már csupán 10 milliárd forint. Az állampapír QE-nek ugyanakkor fontos szerepet szánnak a továbbiakban is, összege rugalmasan alakul majd, igazodva a piaci folyamatokhoz.
- **Az MNB tehát a következő hónapokban is kamatot fog emelni, hogy az infláció tartós emelkedését megelőzze, ugyanakkor a jegybanki szerepvállalás a hosszú állampapírok piacán egyelőre továbbra is jelentős marad, hogy a hosszabb futamidőket ez első körben kevésbé érintse a szigor.**

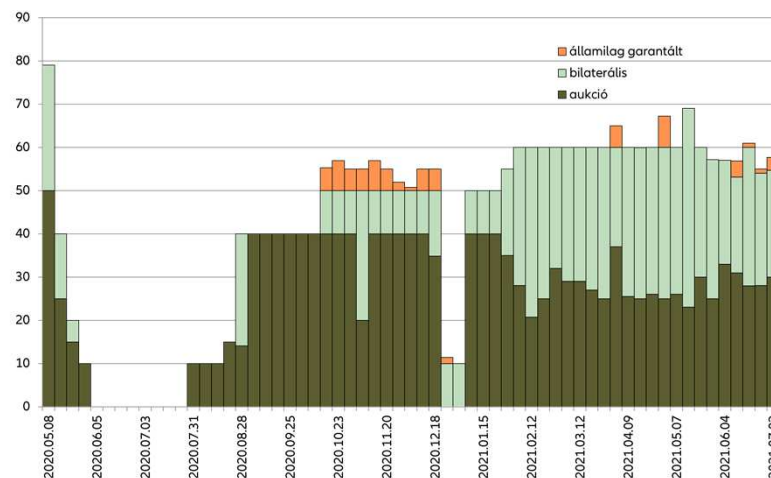


HAZAI ÁLLAMPAPÍRPIAC, ÁLLAMILAG GARANTÁLT KÖTVÉNYEK

- Az inflációs várakozások és a kamatemelési ciklus alapvetően a rövid oldali kamatok emelkedésének irányába hatnak, ugyanakkor az ÁKK kibocsátásai nagyon kis volumenűek 3 hónapos és 1 éves lejáratokra, 3 éves kibocsátás nincs, viszont a jelentős nagyságrendben végrehajtott csereaukciók lefelé nyomják az 1-2 éves lejáratot. E mellett egy nagyobb lejárat után jelentkező befektetői kereslet is hatott júniusban. Így végül a DKJ hozamok a kamatemelés ellenére csökkentek.
- A fix államkötvények esetében a legtöbb aukción jó kereslet láttunk az elmúlt időszakban. A terveknek megfelelően áprilistól hetiről kéthetire ritkultak a hosszú állampapír aukciók, a cserék ugyanakkor heti gyakoriságúak lettek. A nettó kibocsátás így valamelyest csökkent, de a hosszú oldalon a kínálat továbbra is jelentős. A költségvetés gazdaságélénkítő üzemmódban maradt, így valószínűleg a gazdasági növekedéssel párhuzamosan emelkedő többlet adóbevételeket is elkölthi a kormányzat (családok jövő évi GDP-növekedéshez között SZJA-visszatérítését már be is jelentették). A pénzforgalmi hiány és az adósság így a közeljövőben csak mérsékelten csökken majd.
- Az emelkedő infláció és a költséges költségvetés hozamemelő hatását ugyanakkor ellensúlyozza az MNB állampapír QE. Idén sokáig heti 60 milliárd forint összegben történtek a vásárlások, az utóbbi időben viszont ez rugalmasabbá vált. Piaci nyomás esetén magasabbak, míg nyugodt környezetben alacsonyabbak az összegek.
- Áprilisban megvalósult az első forintos zöld államkötvény kibocsátás, 2051-es lejáratra, jelentős befektetői érdeklődés mellett.

- A változó kamatozású kötvények iránti kereslet az előző évekhez képest idén magas, feltehetőleg az alacsony DKJ-hozamok és az MNB QE programja következtében lenyomott fix kamatozású kötvények hozama miatt.
- Az államilag garantált kötvénykibocsátás terén az EXIM lépett egyedül piacra, ők viszont március végétől többször is megjelentek, kézzel fogható összeggel (idén összesen 150 milliárd felett bocsátottak ki).

Állampapír QE (heti)



Adatok forrása: MNB, heti adatok alapján

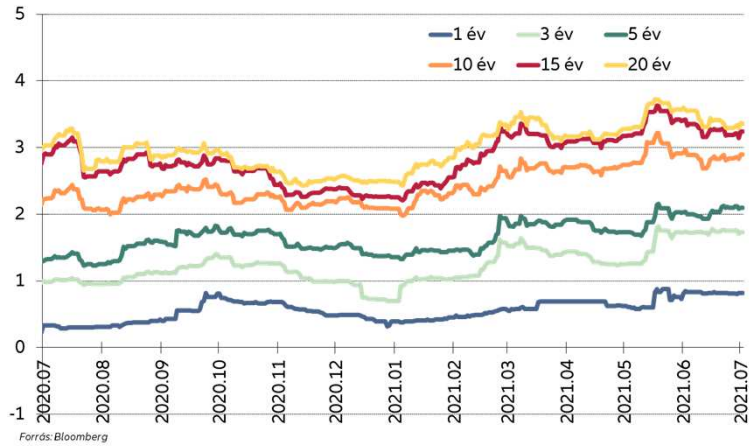
Kibocsátási naptár

2021.01-03		3 év	5 év	10 év	15 év	20 év
hetek	1					
	2					
	3					
	4					
	5					
	6					
	7					
	8					
2021.04-		3 év	5 év	10 év	15 év	20 év
hetek	1					
	2					
	3					
	4					
	5					
	6					
	7					
	8					

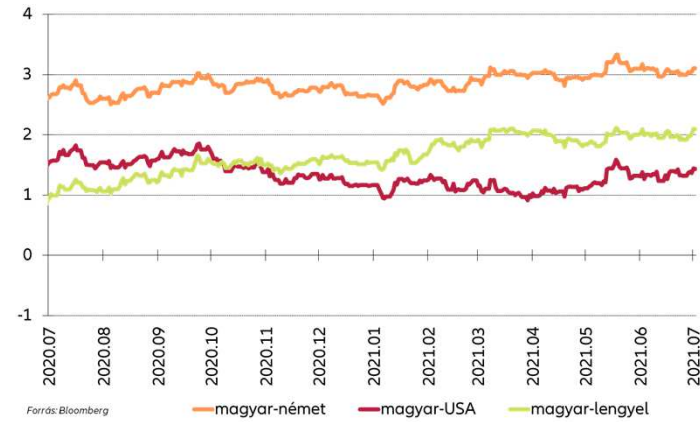


HAZAI ÁLLAMPAPÍRPIAC - GRAFIKONOK

Állampapír hozamok az elmúlt évben



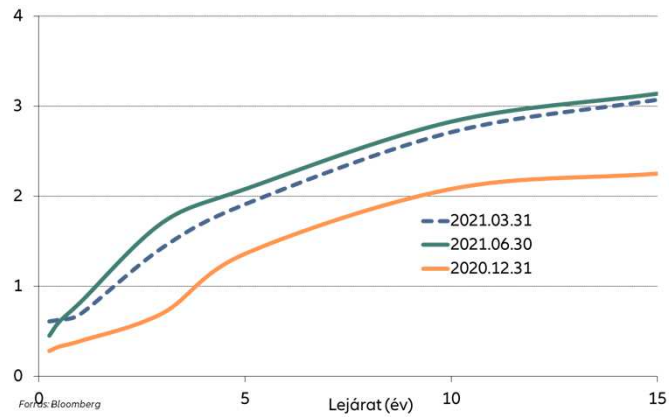
Nemzetközi összehasonlítás (10 éves futamidő)



Állampapír hozammozgások



Hozamgörbe

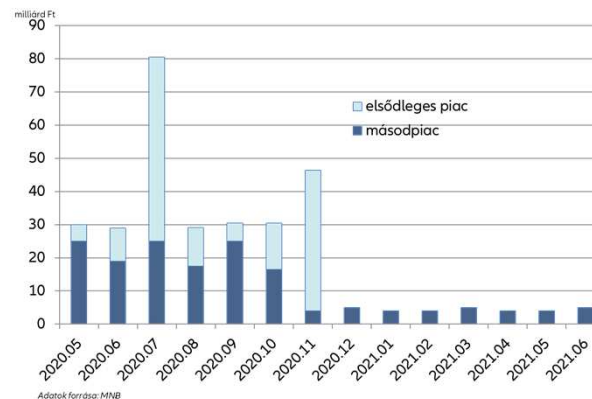




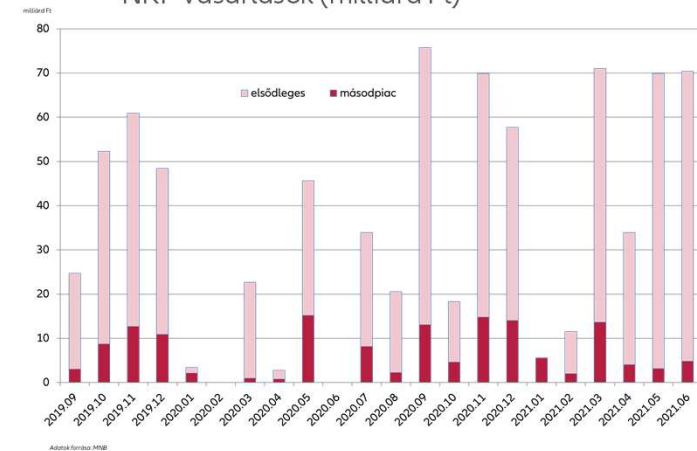
JELZÁLOGLEVELEK, VÁLLALATI KÖTVÉNYEK

- Jelzáloglevelekben 2020. utolsó negyedében volt utoljára jelentős a kibocsátói aktivitás, amikor az MNB bejelentette, hogy az elsődleges piacon befejezi a jelzáloglevél-vásárlásokat, és ezt a záruló lehetőséget a jelzálogbankok még utoljára kihasználták. Az idei év eddig ezért csak visszafogott mennyiségeket hozott. Továbbra is a Takarékszövetkezetek Jelzálogbank tekinthető csak rendszeres szereplőnek, viszont most ők is csak alacsony, havi pár milliárdos összeggel léptek piacra. A többi kibocsátó alkalomszerűen jelenik meg, az áprilisi Erste kibocsátás ugyanakkor összegében jelentős volt (20 milliárd forint).
- Az elsődleges vásárlások befejezésekor az MNB egy új, zöld jelzáloglevél program indítását helyezte kilátásba. Ez továbbra is napirenden van, sőt júniusban néhány bankokra vonatkozó szabály is módosult ehhez köthetően, de tényleges kibocsátásra még úgy néz ki, egy pár hónapot várni kell.
- A másodpiacon folytatódtak a jegybanki jelzáloglevél-vásárlások az elsődleges piaci aktivitás leállítását követően is, bár igen visszafogott, heti 1 milliárdos ütemben.
- Idén is haladt tovább az NKP program, amit nem fog egyelőre a jegybanki szigorítás sem érinteni. A januári-februári kis megtorpanás után ismét nagy volumenben biztosított a Jegybank olcsó forrást a hazai közepes és nagyvállalatok számára. Már 800 milliárdnál jár az elsődleges és másodlagos piacon megvalósult jegybanki vásárlások összege. A kötvények elérhetősége ugyanakkor továbbra is korlátozott (nem minden kibocsátás érhető el minden piaci szereplőnek), a nagy címletérték nehezíti a jól diverzifikált portfólió kialakítását, az MNB szerepvállalása pedig erősen lenyomja az elérhető állampapír feletti hozamfelárat, a futamidő pedig a korábban vállalati kötvényeknél megszokotthoz képest jellemzően hosszabb (leggyakrabban 10 év).

MNB jelzáloglevél-vásárlások (milliárd Ft)



NKP vásárlások (milliárd Ft)



RÉSZVÉNYPIACOK

3

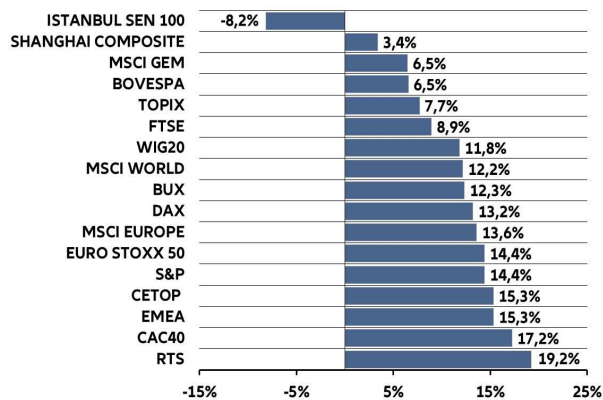




NEMZETKÖZI RÉSZVÉNYPIACOK

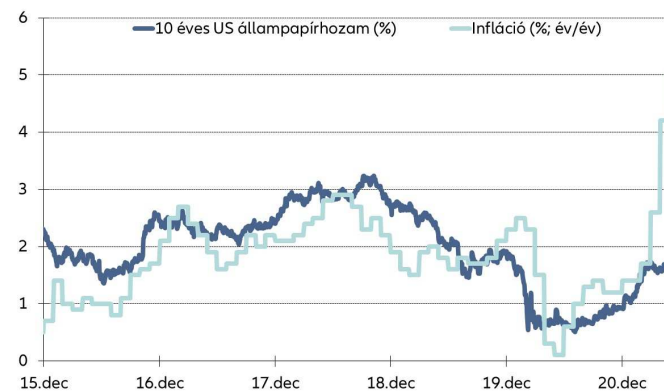
2021 Q2 elején még tombolt a pandémia 3. hulláma. Április végére tetőzött az új megbetegedések esetszáma, innentől javuló adatok láttak napvilágot a korlátozásoknak és az átoltottság növekedésének köszönhetően. Regionálisan voltak ettől eltérések. Főként Ázsiában (ld. India, Japán) alakultak ki gócpontok az újabb „delta” mutáció megjelenésével. A variánsok terjedése világszerte problémát okozhat, látva a magas átoltottsággal rendelkező Egyesült Királyságban és Izraelben zajló fejleményeket. Q2-ben viszont inkább a globálisan megjelenő inflációs nyomással voltak elfoglalva a gazdasági szereplők. Az USA-ból évtizedes léptékben is magasnak számító adatok érkeztek (április 4,2%, május 5,0%) főként a korlátozások enyhítése következtében megugró (halasztott) kereslet, az alapanyaghiány és a járvány miatti kínálati oldali fennakadások következtében. A világ jegybankjai azzal igyekeznek nyugtatni, hogy ez átmenetinek bizonyulhat, a későbbiekben normalizálódik a helyzet. Azonban ha a tézis téves, az később drasztikus lépésekre kényszeríthetné a jegybankokat. Ezt elkerülendő a fejlődő piacokon már több helyütt szigorítani kezdtek a monetáris kondíciókon és a FED is héjább hangvételre váltott. Ez eddig még csak kisebb korrekciót okozott a részvénypiacokon. A pénzbőség, a magas GDP növekedési kilátások (IMF idénre 6, jövőre 4,4%-ot vár) és az alternatíva hiánya (negatív kötvény reálkamatok) újabb csúcsokra hajtották a részvénypiacokat. Óvatosságra int azonban az intézményi és lakossági szereplők magas pozícionáltsága, miközben egyes piacokon buborék jelei láthatók (kriptodevizák, egyes tech részvények, mém részvények).

Részvényindexek teljesítménye 2021 YTD



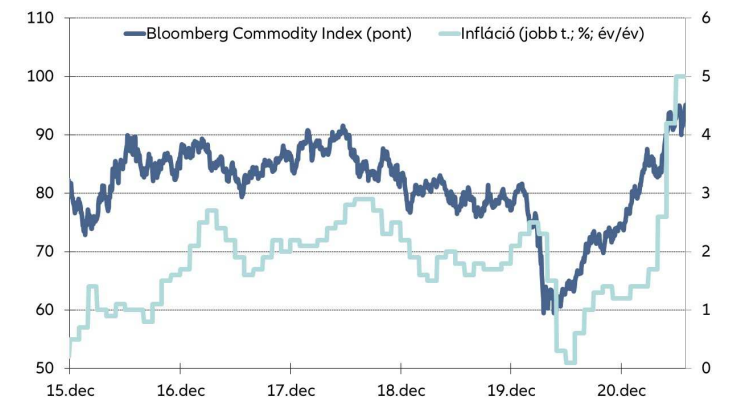
Forrás: Bloomberg

USA 10 éves kötvényhozam és az infláció alakulása



Forrás: Bloomberg

Árúpiaci index árfolyam és az amerikai infláció alakulása



Forrás: Bloomberg

NEMZETKÖZI RÉSZVÉNYPIACOK - USA

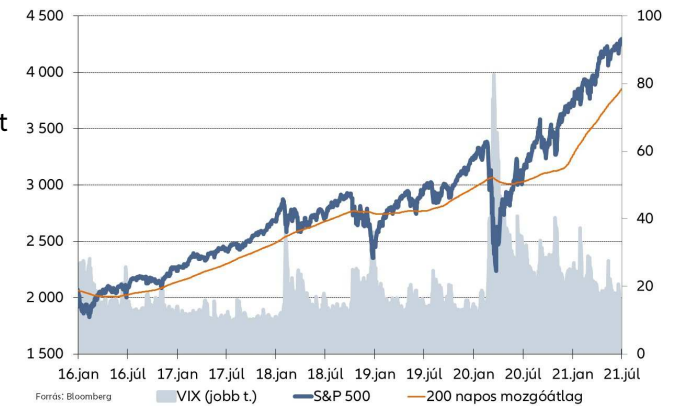


Az S&P 500 menetelése a magas (bár valamelyest konszolidálódó) árazás ellenére sem fulladt ki egyelőre. Újabb historikus csúcsdöntések sorozatával 8,17%-ot emelkedett Q2-ben, ezzel idén már 14,4%-nál jár. A reflation trade kedvelt szektorai mellett (pénzügy, energia, alapanyag, stb.) az utóbbi időben a nagy súllyal rendelkező technológiai részvények is újra emelkedésbe váltottak. Mindezt annak ellenére, hogy a G7-ek által már elfogadott adóoptimalizálás elkerülésére (pl. dupla ír + holland szendvics struktúra) minimum 15%-os globális minimumadó javaslat ezt a szektort érintené a legérzékenyebben. Ráadásul Biden továbbra is szigorítaná a szabályozásukat.

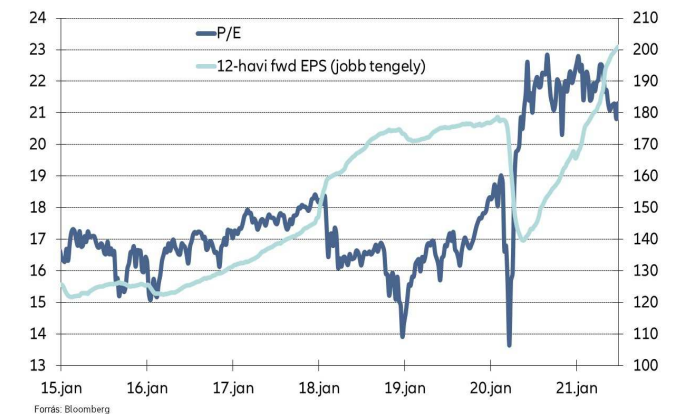
Kérdés, hogy az egyébként továbbra is támogató környezet meddig tudja a monetáris kondíciók várható szigorodását ellensúlyozni (aminek üteme főként a beérkező inflációs és munkaerőpiaci adatok függvénye). A legutóbbi FED ülés alapján már elkezdene tárgyalni a havi 120 Mrd dolláros eszközvásárlási program leépítéséről és 2023-ra már két kamatemelést prognosztizálnak. Ez okozott kisebb korrekciót a részvénypiacokon, azonban ezt követően a jegybankárok Jerome Powell vezetésével ismét sikeresen megnyugtatták a piacokat. Ez a kötvénypiacokon is érezhető, hiszen a Q1 végén látott 1,7% fölé emelkedő 10 éves hozamszint már 1,4% közelében jár. Ez főként a növekedési részvényeknek kedvez. Általánosságban az a vélekedés, hogy 2% feletti hozamszint okozhat komolyabb korrekciót (ami egybecseng a FED hosszútávú inflációs céljával). Ezen szint felett nagyobb vagyonátcsoportosítások indulhatnak a kötvények felé.

A Biden által beígért adóemelésekkel (társasági adó, tőkepiaci nyereségadó, ingatlanadó, stb.) kapcsolatos fejleményeket is érdemes figyelni, ezek is hordoznak kockázatokat. Az USA növekedési kilátásai azonban továbbra is kedvezők, az eredményvárakozások is emelkednek és Q1-es eredmény szezon is meggyőzően alakult. Persze az aggregált eredmény év/év alapon 35% feletti növekedésében az alacsony bázis is jelentősen közrejátszott, de a számok a várakozásokat így is 22,8%-kal haladták meg.

S&P 500 árfolyam és a „félelemindex” alakulása



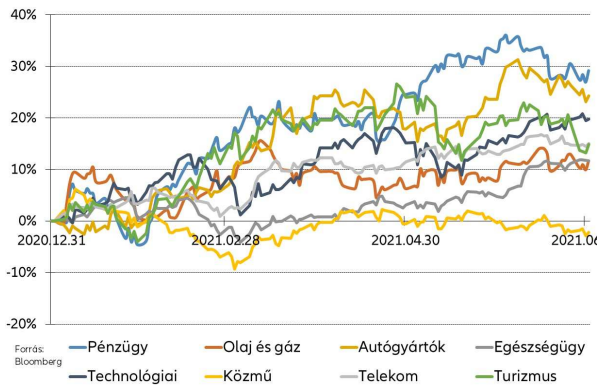
S&P 500 előrettekintő 12 havi P/E és EPS



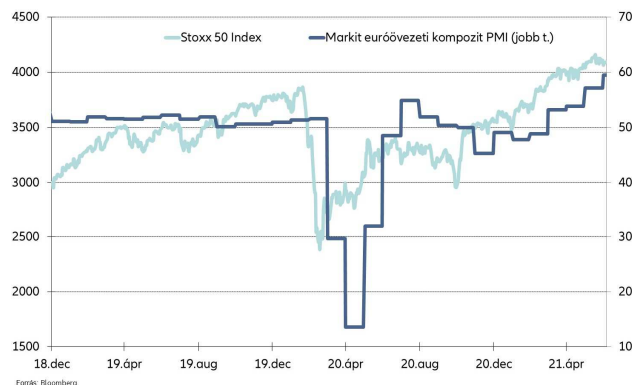


NEMZETKÖZI RÉSZVÉNYPIACOK - EURÓPA

Stoxx szektoriális teljesítmények 2021 YTD:



Stoxx 50 index és az eurozónás kompozit PMI :



A DAX index 3,5, a Stoxx 50 3,7%-kal tudott tovább erősödni Q2-ben, ezzel átlépve a pandémia előtti csúcspontokat. Idén értékük ezzel rendre 13,2% és 14,4%-kal került feljebb. A kiváló teljesítményben továbbra is közrejátszott a kedvező összetétel, a gazdaságok újrainításából profitáló vállalatok. Ráadásul a régió országai később kezdték a korlátozások feloldását, ez még kevésbé épült be az eredményvárakozásokba, így nagyobb lehet a tér a további javulás előtt. Márpedig a helyreállítás itt is gőzerővel halad.

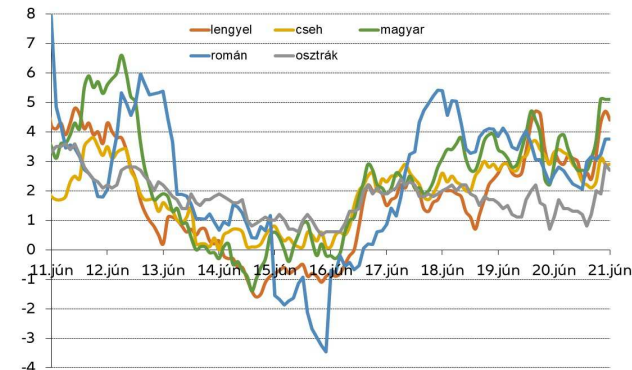
A gazdasági aktivitás visszatértének, a stabilizálódó kockázati költségeknek, a normalizálódó hozamszinteknek és a részvényesi juttatások (osztalékfizetés, részvényvásárlás) októbert követő visszatérésének hála a bankszektor teljesített eddig idén a legjobban. Voltak azért izgalmak, hiszen az Archegos Capital Management veszteséges tőkeáttételes pozícióinak későn történt lezárása több európai nagybanknak (főként UBS és Credit Suisse) okozott milliárd eurós veszteségeket. Emellett az egyre innovatívabb autógyártók és a technológiai szektor szereplői is kimagaslóan tudtak teljesíteni. A Q1-es vállalati riportok persze itt sem okoztak csalódást az alacsony bázis után. 15,3%-kal haladta meg a Q1-es aggregált eredmény a várakozásokat a Stoxx 50 esetében, ami év/év alapon mintegy 80%-os erősödést jelez.

Az EKB is úgy véli, hogy az eurozóna hátrébb jár az újraindításban, így véleményük szerint korai lenne még taperingről beszélni. Az infláció itt mérsékeltebb ütemben emelkedhet. Azonban látni kell, hogy a koronavírus miatti korlátozó intézkedések jelentős részének feloldása ugrásszerűen javította a német gazdaság szolgáltató-szektor aktivitását, miközben a feldolgozóipari is tovább emelkedik. A kettő együtt pedig 10 éves csúcsra tornázta a kompozit mutató bmi értékét. Nagyrészt ennek következtében az eurozónás kompozit bmi is 15 éves csúcsra tudott emelkedni. Ezek pedig az ellátási láncokban látott fennakadásokkal könnyen eredményezhetnek fokozott árnyomást az euróövezetben is.



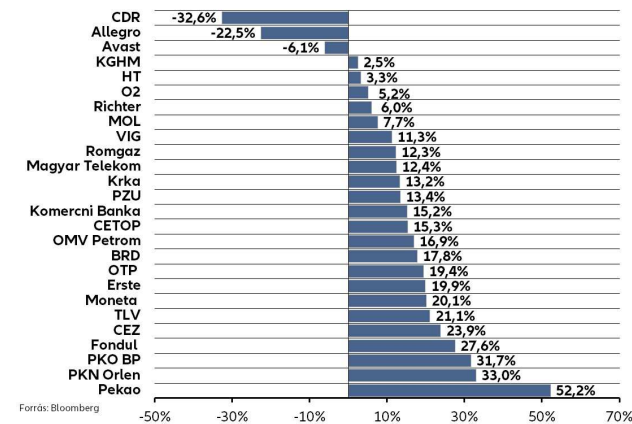
RÉGIÓS RÉSZVÉNYPIACOK

Infláció alakulása a régióban (%; év/év)



Forrás: Bloomberg

CETOP részvények teljesítménye 2021 YTD



Forrás: Bloomberg

A Q1-ben látott alulteljesítés után a Q2-ben látott markáns teljesítményével (11,1%) a régiós CETOP index is be tudott kerülni az élmézőnybe az ideai hozamok tekintetében. Az exporttevékenység felfutása, a turizmus beindulása és a hazai gazdasági tevékenység helyreállása egyaránt támogatja ezen kis- és nyitott gazdasággal rendelkező országok teljesítményét. Amennyiben elkerülhető egy újabb korlátozásokkal járó vírushullám a kilátások itt is rendkívül kedvezők. Az azonban ellenszemet jelenthet, hogy az inflációs hatások enyhítésére – ahogy ez globális expanzió esetén máskor is lenni szokott - ezen országok jegybankjai hamarabb és jelentősebb mértékben kényszerülhetnek a kamatszintek emelésére. A cseh és a magyar jegybank már a tettek mezejére lépett, előbbi 25, utóbbi 30 bázispontos szigorítást hajtott végre júniusban.

A kamatszintek emelkedése persze nem mindenkinek hátrányos. Igaz a növekedési (technológiai) részvények mellett, a közmű és a telekommunikációs cégeknek is ellenszemet jelent, a régiós indexben nagy súllyal jelen levő pénzügyi vállalatok profitálhatnak ebből. Kilátásaik egyébként is kedvezőek és az is támogatást jelenthet, hogy a részvényesi juttatások kifizetésének korlátozásai megszűnhetnek. A FED és az EKB által bejelentett enyhítések után a lengyel pénzügyi felügyelet (KNF) is közölte, hogy a második félévtől eltörli ezeket. A PKO CEO-jának váratlan lemondását követő heves korrekció után az árfolyam gyorsan visszaépült, a devizahiteles saga lezárásáról szóló végső döntés azonban továbbra is várat magára. Az energia és az olajszektorban is kedvező a magas gazdasági aktivitás, de a feldolgozott termékek esetében csökkenhetnek az árak a magas alapanyagárak következtében. Ráadásul ezeknek a vállalatoknak jelentős (és költséges) átalakításokat kell végrehajtani, hogy vonzóak tűnjenek az ESG (Environmental, Social, and Governance) világában. Az előző évben „sztárolt” régiós technológiai részvények (CDR, Allegro, Avast) a félév végére elkezdtek magukhoz térni, azonban ez kevés volt még ahhoz, hogy ledolgozzák az év elején látott eséseket.

HAZAI RÉSZVÉNYPIAC



Hazánkban is érvényesültek a kedvező nemzetközi trendek. Q2-ben 6,6%-kal erősödve új csúcsra tudott menni a BUX index is, 12,3%-ra hízalva ezzel idei teljesítményét. Továbbra sem drága a BUX historikus- és relatív értelemben sem, így amíg pozitív marad a globális hangulat kitarthat a lendület.

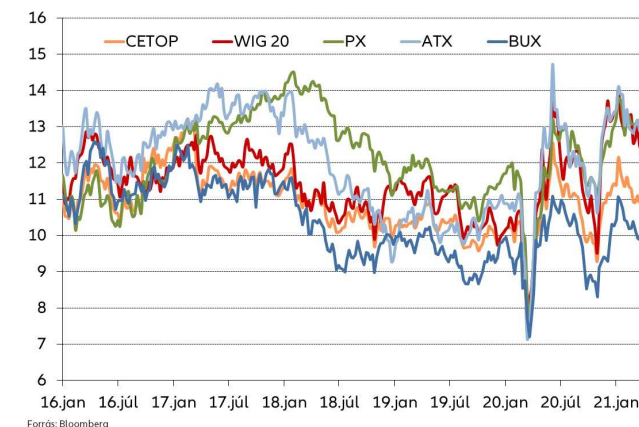
Remekelt az OTP. Q1-ben 93,3 Mrd forintos profitot értek el főként az alacsony kockázati költségeknek köszönhetően. Idén tovább javulhat a környezet (növekvő hitelállományok, emelkedő kamatszintek), bár a hazai moratórium – igaz talán szigorúbb formában – de velünk maradhat. A CEO is meglehetősen optimista, 18-20%-os tőkearányos megtérülést vetít előre. Ha az MNB is engedélyezi, a részvényenként 430 forint körüli osztalék is kifizetésre kerülhet még idén. Emellett bőven marad forrás a rekord mértékű, becslések szerint 1 Mrd euró körüli értékű szlovén akvizícióra (Nova KBM) is.

A MOL is várakozások felett teljesített Q1-ben (199,8 Mrd forintos tisztított EBITDA) az olajtermékek piacainak felpörgésével. A poliol üzem csúszását és többletköltségeit, valamint a 94 Mrd forint értékű ellentételezés nélküli részvénytranszferet a MOL-Új Európa Alapítványba már kevésbé fogadta lelkesen a piac. Utóbbi hatását csak részben ellensúlyozza az érték 300%-ra rúgó adóalap kedvezmény.

Az MTEL üzletmenete továbbra is stabil, ezt bizonyítja a Q1-ben elért 50,2 Mrd forintos EBITDA. A tavalyi év után járó 15 forintos osztalékszelvény levágásra került és a beígért 10,2 Mrd forintos aukciós részvényvásárlást is végrehajtották 429 forintos átlagáron.

A Richter Q2-ben gyengén teljesített a Q1-es ralit követően. Ebben főként a jelentős forinterősödés és a pandémia hatására gyengébb Q1-es üzemi eredmény (24,4 Mrd) után beindult profitrealizálás játszhatott főszerepet. Az év hátralévő részében esetlegesen újabb nőgyógyászati termékbevezetések és a cariprazine újabb indikációban történő engedélyezése hozhat izgalmakat.

Régiós részvényindexek előretekintő 12 havi P/E árazása



BUX részvények teljesítménye 2021 YTD

