

ÖSSZEFOGLALÓ A VAGYONKEZELÉSRŐL ALLIANZ FOGLALKOZTATÓI NYUGDÍJSZOLGÁLTATÓ

2023. I. NEGYEDÉV

2023.04.14.

Allianz 



TARTALOM	1	BENCHMARK HOZAMOK ÉS TELJESÍTMÉNYEK
	2	MAKROGAZDASÁGI ÖSSZEFOGLALÓ
	3	RÉSZVÉNYPIACOK
	4	EGYÉB TÁBLÁK, ADATOK, INFORMÁCIÓK

BENCHMARK HOZAMOK ÉS TELJESÍTMÉNYEK

1





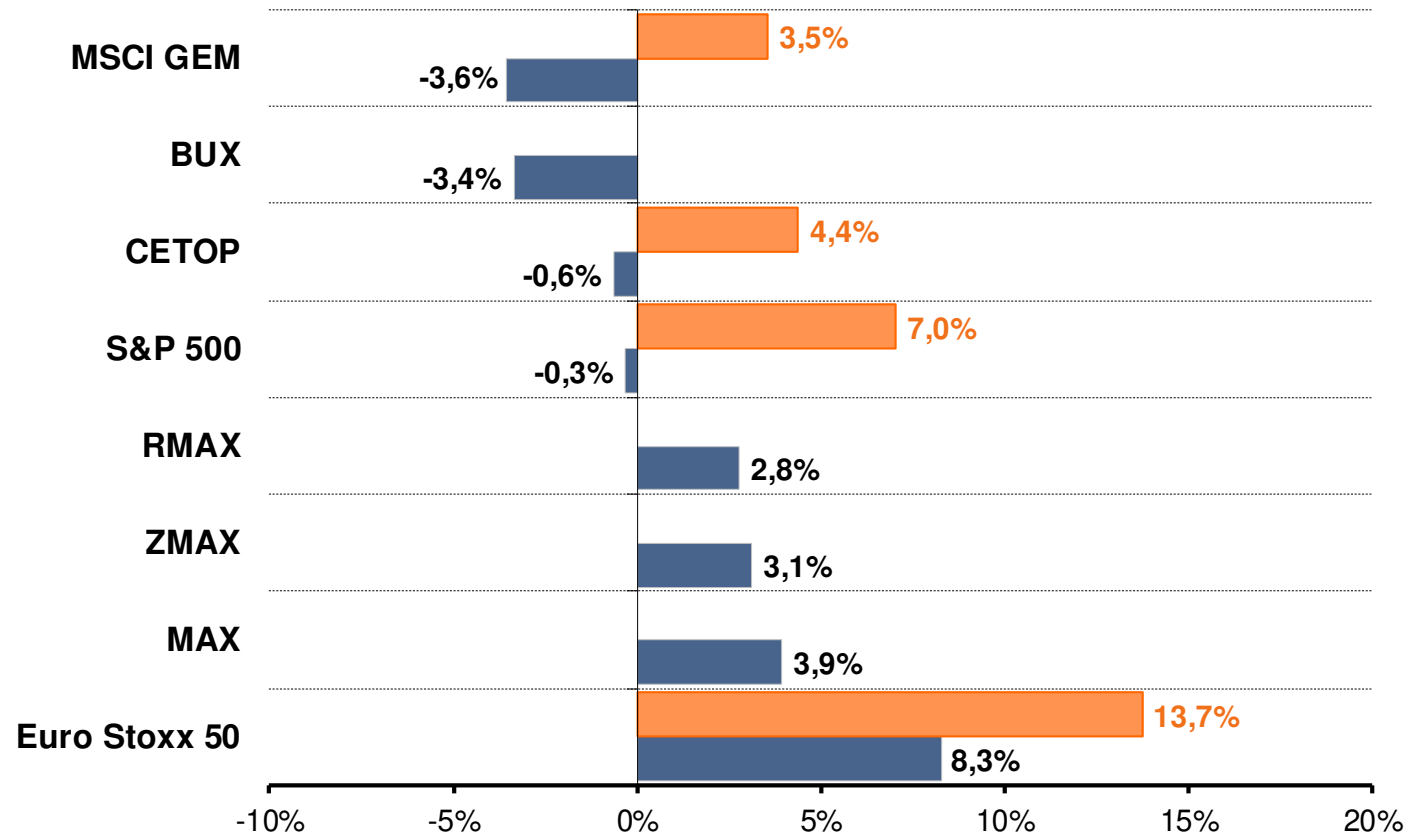
PORTFÓLIÓK TELJESÍTMÉNYE 2022.12.31-TŐL 2023.03.31-IG

Portfóliókezelt állomány	Portfóliókezelői bruttó hozam	Benchmark hozam	Alul / Felülteljesítés	Kezdő dátum	Kezdő vagyon	Záró dátum	Záró vagyon
FNYSZ Dinamikus EUR	4,20%	3,95%	0,25%	2022.12.31	26 908	2023.03.31	27 840
FNYSZ Dinamikus HUF	2,27%	2,29%	-0,02%	2022.12.31	31 381 548	2023.03.31	31 326 739
FNYSZ Egyenletes EUR	3,43%	3,00%	0,43%	2022.12.31	317 184	2023.03.31	325 976
FNYSZ Egyenletes HUF	2,71%	2,67%	0,04%	2022.12.31	61 801 375	2023.03.31	63 709 710
FNYSZ Klasszikus	3,29%	3,11%	0,18%	2022.12.31	16 916 187	2023.03.31	17 431 266

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



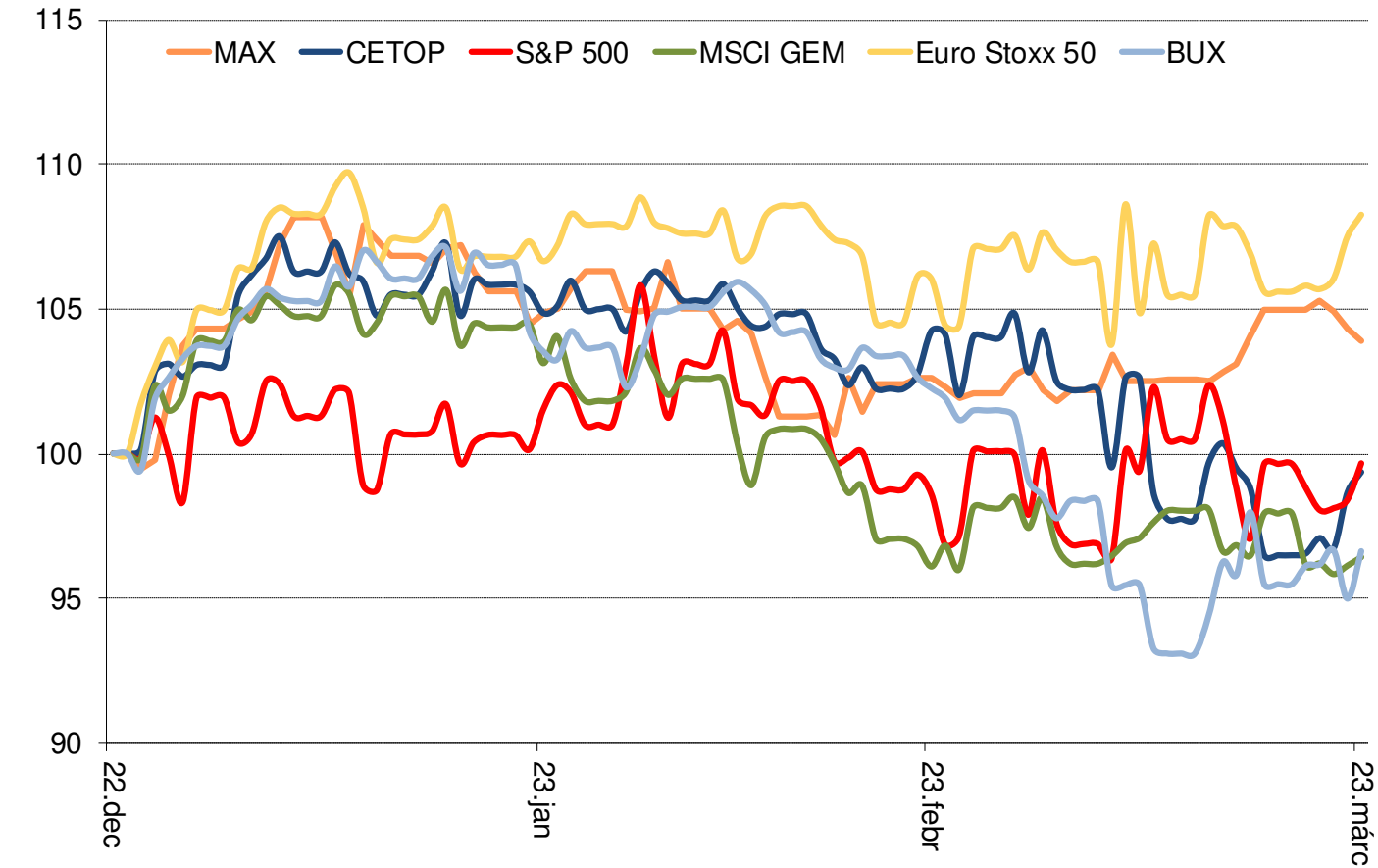
FŐBB INDEXEK TELJESÍTMÉNYE 2023 Q1 (HUF ÉS SAJÁT DEVIZA)



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő



FŐBB INDEXEK ALAKULÁSA 2023 YTD (HUF)



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

MAKROGAZDASÁGI
ÖSSZEFOGLALÓ

2

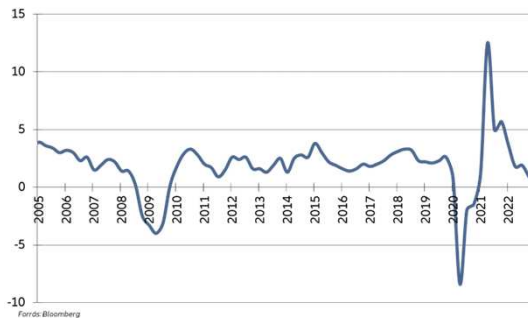




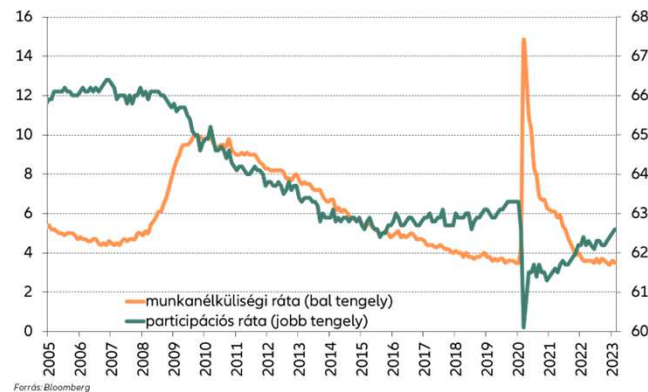
USA GAZDASÁGI ADATOK

- A negyedik negyedévben a harmadikhoz hasonló, attól kissé elmaradó, 0,6% körüli reál GDP növekedést regisztráltak az Egyesült Államokban (negyedév/negyedév). Ez az elemzői várakozások mediánjával lényegében megegyezett. Év/év alapon a bővülés már csupán 0,9%-ra mérséklődött. A Bloombergnek leadott előrejelzések jelenleg 1% körüli növekedést vetítenek előre 2023-ra (ez magasabb, mint negyed éve).
- A munkanélküliségi ráta lényegében stagnált az elmúlt egy évben, márciusban 3,5%-on állt. A tartósan munkanélküliek száma azonban már 2022 októbertől trendszerű romlásba kezdett, míg az újonnan munkanélküli segélyekért jelentkezők száma idén márciusban indult növekedésnek a felülvizsgált adatok szerint. Ezek ugyanakkor historikusan még igen erős értékek. A bérnövekedési adat (év/év) egy éve kezdett mérséklődni, de még mindig 4% feletti volt a márciusi érték. Tehát inflációs szempontból kedvező, hogy mutatja már a gyengülés jeleit, de összességében még továbbra is feszítettnek mondható a munkaerőpiac. A participációs (aktivitási) rátában van még elmaradás a járvány előtti szintekhez képest, de a 2022-es stagnálás után 2023-ban erősödést láthatunk, ami kedvező fejlemény.
- Az infláció emelkedése 2022-ben lassult, majd a júniusi 9,1% (év/év) tetőzés után folyamatos javulást láthatunk, az idei márciusi adat 5% volt. Az energia és az árupiac az, ahol leginkább látszik a kedvező tendencia, az élelmiszerek és a szolgáltatások még adhatnak okot aggodalomra. Az Egyesült Államokban a fogyasztás visszaeséséről jelenleg nem igazán beszélhetünk, de a dezinflációt támogatja, hogy a hosszabb távú lakossági inflációs várakozások a 2022-es évben mérsékeltek maradtak (idén pedig csökkenésnek indultak), és az éves horizontú várakozásokban pedig 2022 második felétől markáns visszaesés volt megfigyelhető.

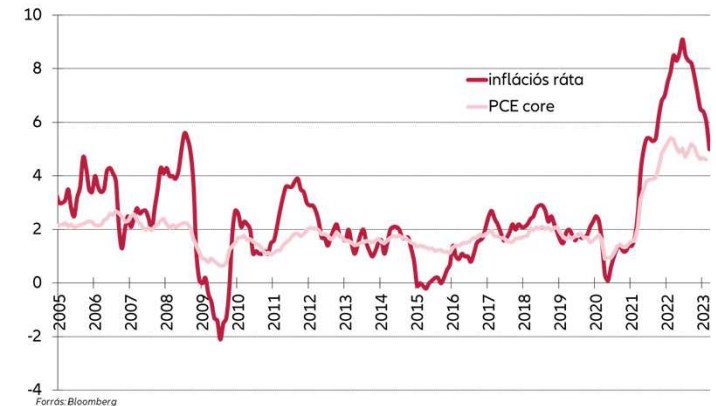
USA reál GDP növekedése (év/év)



USA munkaerőpiac

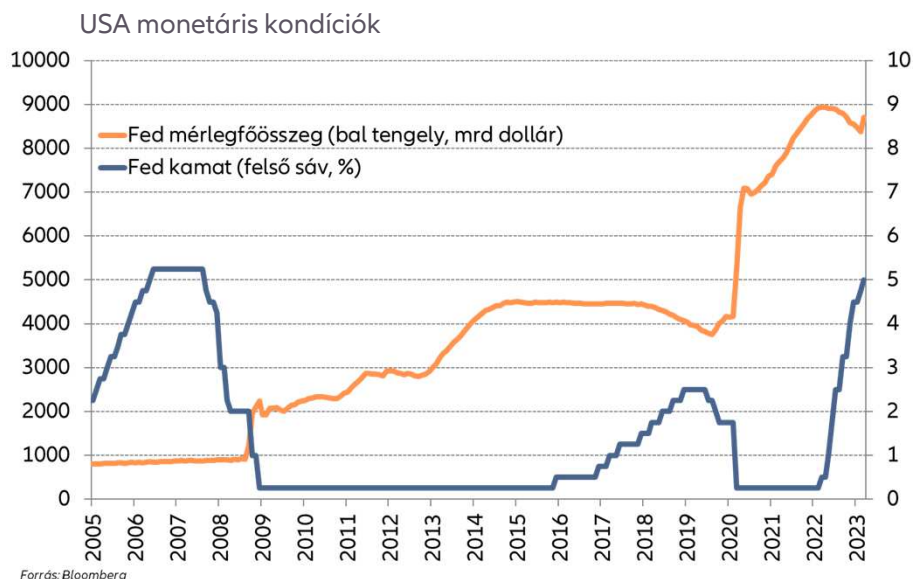


USA infláció





USA – MONETÁRIS POLITIKA



- A Fed kamatemelés 2022 márciusában indult el, és gyors ütemben zajlott, miután nyilvánvalóvá vált, hogy a járvány utáni magasabb infláció nem csak átmeneti jelenség, és a monetáris politika részéről aktív és hathatós beavatkozás szükséges. Miután kedvezőbb inflációs adatok érkeztek, decemberben 50, majd februárra 25 bázispontos lépésköze lassítottak. Még februárban is az volt a kamatdöntő ülés fő üzenete, hogy a Fed-nek továbbra is szigorítania kell, még növekedési, munkaerőpiaci áldozatok árán is, mert a gazdaságnak hosszabb távon az infláció letörése a legfontosabb.
- A bankcsődök a képet márciusra jelentősen árnyalták. A kamatdöntés a korábban várt 25 bázispontos emelést hozta (4,75-5% lett a rövid kamatok célsávja), de a bankcsődök miatt a Fed a pénzügyi kondíciók szigorodását várja, így a kamatokat kevésbé kell emelnie, mint az első negyedévben megjelent inflációs szempontból talán kicsit kedvezőtlenebb munkaerőpiaci adatok és a globális inflációs fejlemények alapján várni lehetett. A bankpiac miatt most a bizonytalanság a kamatpályát illetően némileg nőtt, de a vágás egyelőre közel sem mondható alapesetnek a következő hónapokra nézve.

- A nettó állampapír és jelzálogkötvény vásárlásokat (QE) 2022 márciusban állították le, júniustól pedig már elkezdődött a mérlegleépítés (QT), ami jelenleg havi 95 milliárd dolláros ütemmel zajlik. A legutolsó kamatdöntő ülésen sem kaptunk ennek változására jelzést, így egyelőre ezzel kell számolni a következő hónapokra is. A Fed mérlegfőösszege ennek ellenére ismét nőtt, a bankcsődök utáni likviditáskönnyítő intézkedések következtében.
- A Fed márciusi gazdasági előrejelzése a decemberihez képest kevésbé változott, a 2023-as év végi PCE inflációt 3,3%-ra várják, a gazdasági növekedés 0,4% lehet. Jövőre az infláció 2,5%-ra mérséklődhet, a gazdaság pedig 1,2%-kal bővíülhet.
- **Tehát az USA monetáris politikája 2023-ban még egyre inkább szigorú lett, azonban a rövid kamatok lassan tetőzhetnek. Nagy kérdés, hogy a jelenlegi monetáris szigorítás elegendő lesz-e, mennyire esik vissza a gazdasági növekedés, és ennek hatására kitarthat-e a dezinflációs folyamat. Viszont markánsan csökkenő infláció és/vagy további bankpiaci feszültségek esetén nem teljesen elképzelhetetlen év végéig a kamatcsökkentés, vagy legalábbis a QT ütemének mérséklése.**



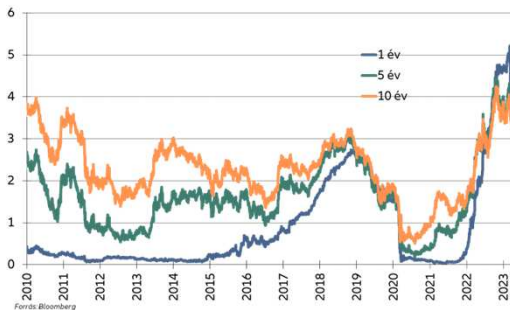
USA ÁLLAMPAPÍRPIAC

- A Fed 2020-ban példátlan lazításba kezdett (kamatvágások mellett jelentős QE program), így a kötvényhozamok jelentősen estek. Emellett az USA költségvetés is agresszív költekezésbe kezdett. Mindez az infláció emelkedésének irányába hatott. A munkaerőpiac gyorsan magára talált, és a megnövekedett kereslettel a kínálat nem tudott lépést tartani. Számos inflációt magyarázó tényező az eredetileg vártnál tartósabbnak bizonyult (energiaárak, chiphiány, szállítási költségek). Az orosz-ukrán konfliktus pedig 2022-ben nagy lökést adott az energiahordozók és élelmiszerek árának.
- A hozamok így az infláció meglödulásával párhuzamosan 2020-tól emelkedő trendben voltak, melyet erősített 2022-ben a Fed QE kivezetése, majd a QT elindítása. Ősszel láttunk egy jelentősebb korrekciót, amikor az USA infláció a várakozásoknál jobban mérséklődött és a termékek szélesebb körén is látszott az áremelkedés lassulása. A Fed azonban kitartott a szigorú hangvétele mellett, a hozamok így 2023 február közepéig inkább oldalaztak. Számos kedvezőtlen inflációs és erős munkaerőpiaci hír azonban újabb kötvénypiaci gyengülést hozott március közepéig. Ekkor viszont a banksődök miatt gyors fordulat következett be, mivel egyrészt a jó hitelminősítésű állampapírok, mint menekülő eszközök ismét a befektetők célpontjai lettek, másrészt a bankok óvatosabbá válása miatt is fognak szigorodni a pénzügyi kondíciók.

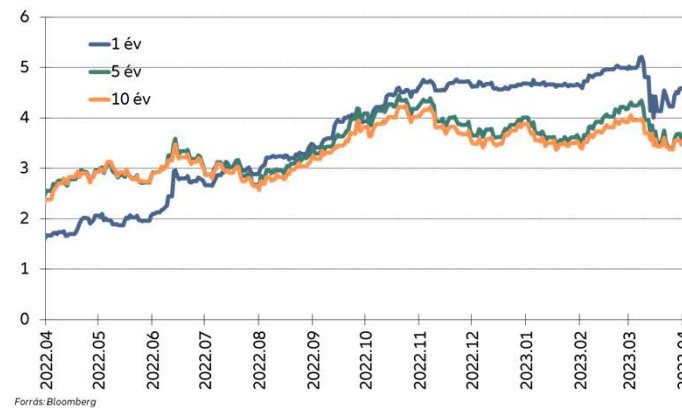
USA szövetségi deficit/GDP (gördülő, %)



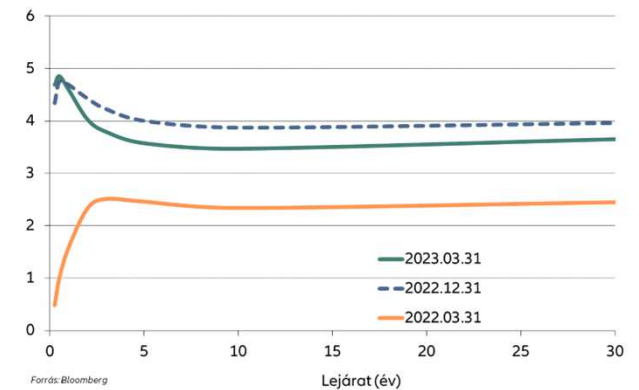
Állampapír hozammozgások



Állampapírpiac az elmúlt évben



Hozamgörbe

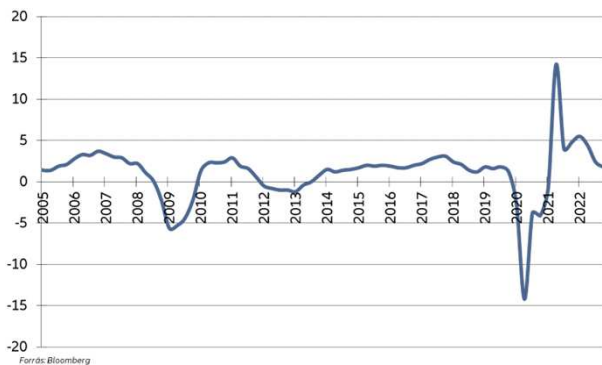




EURÓZÓNÁS GAZDASÁGI ADATOK

- Az eurózóna gazdasága a negyedik negyedévben nem nőtt, év/év alapon azonban még 1,8%-os volt a bővülés. A Bloombergnek küldött előrejelzések közepértéke 2023-ra most kissé optimistább (+0,5%), mint amit decemberben láttunk (-0,1%).
- A munkanélküliségi ráta a korábbi gyors javulás után 2022-től lényegében stagnál. A februári adat 6,6% lett. Tehát az eurózóna munkaerőpiaca továbbra is feszes.
- Az infláció az eurózónában 2020-ban még hónapokon keresztül negatív tartományban volt, de a korábban említett okokból adódóan itt is egy gyors és tartós emelkedő trendet láttunk. Erre játszott rá a szomszédunkban zajló háború (energiaárak, élelmiszerek stb.), ami a térséget az USA-nál jobban érinti. Októberben tetőzött a pénzromlás (10,6% év/év), azóta meredek volt a csökkenés, a márciusi előzetes érték 6,9% lett. A maginfláció azonban még mindig emelkedő trendben van. Az EKB a korábbi tagadás után (a gyors pénzromlást sokáig átmenetinek tekintették) még jelenleg is szigorító pályán van, amin az USA és svájci banki problémák sem változtattak érdemben. A kiskereskedelmi forgalom szűkül (februárban is -3% év/év alapon), ár-bér spirál – a még kedvezőnek látszó munkaerőpiaci számok ellenére – egyelőre nem látszik, az inflációs várakozások sem ugrottak meg nagyon. De mindez változhat, ha az infláció tartósan magas marad, ezért is tart ki az Európai Központi Bank a szigorúbb hangnem mellett.

Eurózóna reál GDP növekedés (év/év)



Forrás: Bloomberg

Eurózóna munkanélküliségi ráta



Forrás: Bloomberg

Eurózóna infláció

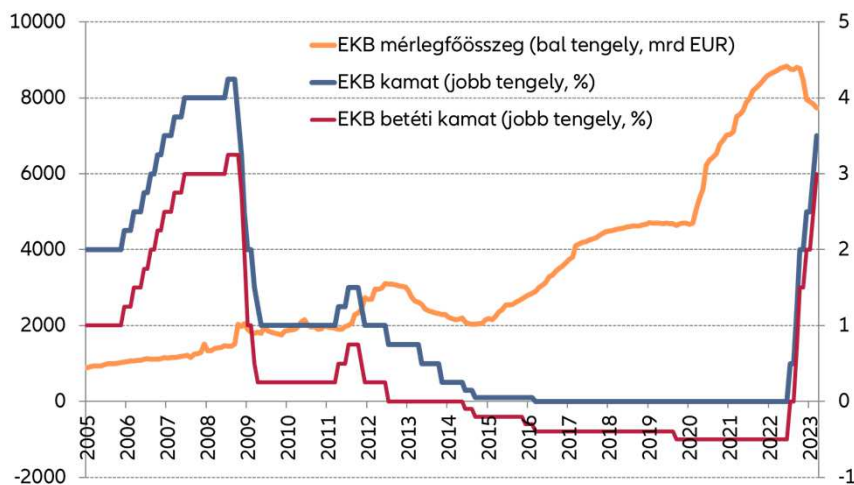


Forrás: Bloomberg



EKB – MONETÁRIS POLITIKA

EKB monetáris kondíciók



Forrás: Bloomberg

- Az EKB az általa jelzettnél kicsit korábban, de így is csak júliusban kezdte meg a kamatemelési ciklusát. Az első lépés a vártnál nagyobb, 50 bázispont volt, majd szeptemberben és októberben 75-75 bázispont következett. December ugyan csak 50 bázispontot hozott, de az iránymutatás a vártnál sokkal szigorúbbá vált. Az idei első negyedév két kamatdöntő ülésén így 50-50 bázisponttal emeltek (3,5%-ra). A márciusi hangvétel továbbra is szigorú volt, különösen az USA és svájci banki fejlemények fényében, bár előremenőleg az EKB inkább adatfüggő üzemmódba ment át.
- A Kormányzótanács a decemberi ülésen hozott döntést a QT megindításáról, 2023 márciustól, átlagosan havi 15 milliárd euró ütemben. A havi „nem-megújítás” mennyiségének esetleges változtatásáról a tapasztalatok fényében június végéig határoznak majd. A QT kapcsán sem hoztak változást a márciusi események.
- Az EKB 3. célzott refinanszírozási hitelprogramjában (TLTRO III) korábban akár -1%-os kamaton is juthattak forráshoz bankok. A kedvezményes rátákat az októberi döntéssel az alapkamat szintjére emelték. A bankoknak előtörlesztési lehetőségük volt novemberben, januárban és februárban, amivel az EKB mérlegfőösszeg már a QT előtt el is kezdett csökkenni.
- A júniusi ülést követő napokban az eurózóna perifériaként emlegetett országokban jelentős hozamemelkedés, kockázati felár tágulás következett be. Így egy rendkívüli ülésen megerősítették, hogy PEPP megújítása során az országok közt rugalmasan átcsoportosítanak a vásárlásoknál. E mellett egy új eszközt (TPI) is kidolgoztak ezt követően, azonban ennek gyakorlati alkalmazása azóta sem volt szükséges, mivel a felár szintek nem érték el kritikus szintet.
- Az EKB stábjának inflációs becslése márciusban sok negyedév emelése után csökkent: 2023-ra 5,3%-ot látnak (decemberben 6,3%-ot vártak), 2024-re 2,9%, míg 2025-re 2,1% a várakozás (utóbbiak is csökkentek). A maginfláció viszont továbbra is veszély, itt emelték a 2023-as előrejelzést. A GDP-prognózist kicsit feljebb tolták 2023-ra: 1%-ot várnak (0,5% volt korábban), 2024-re ugyanakkor 1,9% helyett már csak 1,6%-ot gondolnak.
- **Az EKB tehát továbbra is szigorú hangvételt képvisel. A kamatemelésekből valamennyit az USA/svájci banki bizonytalanságok kiárazhattak, de korántsem jelenthetjük még ki, hogy itt a ciklus vége, és innen már kamatcsökkentések jönnek. E mellett a QT is elindult, bár még csak egy óvatosságnak mondható összeggel.**



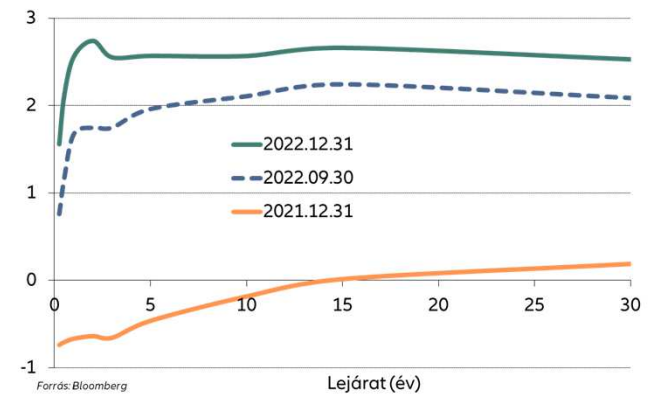
EURÓZÓNÁS ÁLLAMPAPÍRPIAC

- Az USA állampapírpiacnál bemutatott mozgások az eurózónában is hasonló mintázatot mutattak: 2020 végétől inflációs félelmektől hajtott hozamemelkedés („reflation trade”), 2022-ben trendszerű hozamemelkedés, 2023 első negyedévének végéig egy gyorsabb gyengülés, amelyet a bankpiaci hírek törtek meg.
- Az olasz és spanyol kötvénypiacokon a német hozamokhoz képest számolt felár 2021-ben historikusan alacsony és emellett stabil volt, mivel a nominális hozamszintek is alacsonyan voltak, és az EKB értékpapír-vásárlásai megváltoztatták a kereslet-kínálati viszonyokat. 2022-ben ugyanakkor mérséklődtek, majd leálltak az eszközvásárlások, és ugyan az újrabefektetéssel maradt némi mozgástere az EKB-nak a periféria országok nettó vásárlására, de ez egyre szűkült. A nominális hozamszintek emelkedése pedig egyre inkább felhívta a figyelmet a magas adósságállományt görgető országok megújítása kockázatára, különösen úgy, hogy a járvány után a költségvetések kiigazítása még nem volt teljeskörű. Így a felárak jelentős nyomás alá kerültek. Ez vezetett a júniusi rendkívüli EKB üléshez. A TPI feltételeinek kihirdetése szűkítette a felárat. E mellett a német költségvetés is lazábbá vált, ami a másik oldalról is támogatta a spreadek normalizálódását. Így az EKB-nak egyelőre nem kellett ténylegesen használnia az új eszközeit.

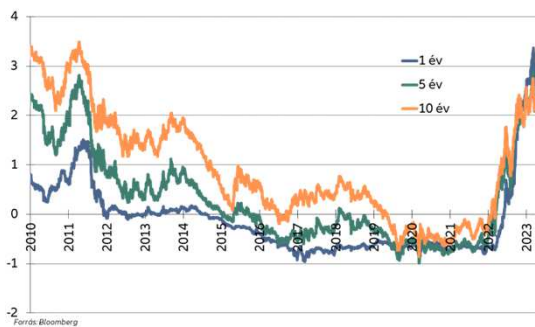
A 10 éves olasz-német hozamkülönbség



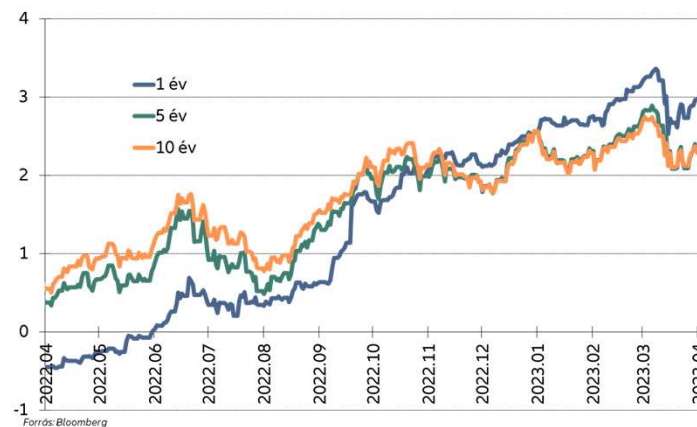
Állampapír hozamgörbe (német)



Állampapír hozammozgások (német)



Állampapír hozammozgások az elmúlt évben (német)





RÉGIÓS PIACOK

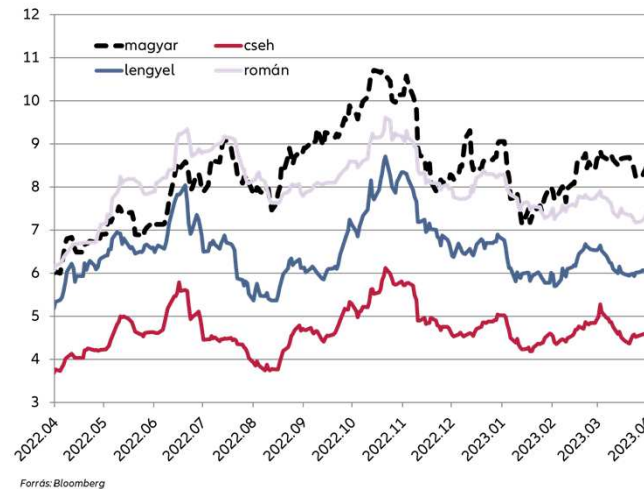
- A régióban is látszott már az infláció tetőzése, bár némi kiugrást január vagy február mutatott azért. A cseh inflációnál szeptemberben volt a tetőzés (18%), a decemberi 15,8% után január ugyan 17,5%-t hozott, de márciusban már ismét „csak” 15%-os éves áremelkedést regisztráltak. Lengyelországban az októberi 17,9%-os lokális csúcs után a februári adat 18,4%-t mutatott, de márciusra 16,2%-ra mérséklődött a pénzromlás az előzetes adatok szerint. A román árak növekedési üteme novemberben tetőzhetett (16,8%), februárban ugyan volt némi emelkedés januárhoz képest, de a márciusi érték 14,5% lett.
- A cseh jegybank még a nyáron leállította a kamatemelési ciklusát, azóta nem változtatott a 7%-os kamatszinteken. A Lengyel Nemzeti Bank szeptemberben már csak 25 bázispontot emelt (6,75%-ra), azóta pedig minden alkalommal a tartás mellett döntött. Romániában idén januárban még 25 bázisponttal szigorított a központi bank, de azóta tartják a kamatokat (7%).
- A cseh korona a márciusi bakcsődök okozta kockázatkerülés miatti gyengülést leszámítva szépen erősödik, így amennyiben a nemzetközi inflációs folyamatok kedvezőek maradnak, és a nagy jegybankok szigorítása nem okoz jelentős kockázatkerülést, talán itt láthatjuk az első kamatvágást a közép-európai régióban. A kamatemelések leállítására érdemben nem rontotta a lengyel és román devizák euróban mért értékét, az elmúlt egy évben csak minimálisan mozdultak el.

A régiós devizák relatív teljesítménye



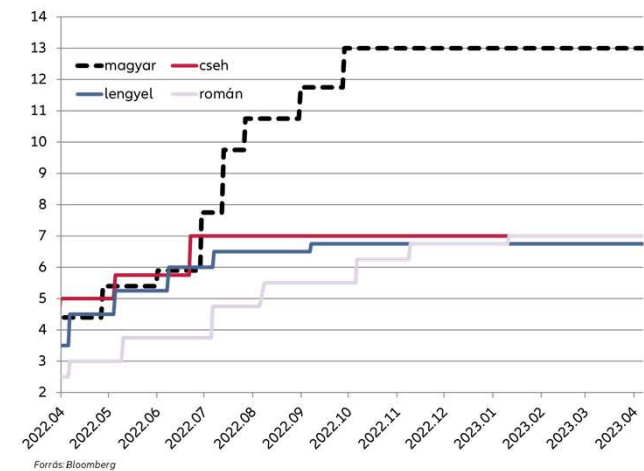
© Copyright Allianz 2023. április 14.

10 éves kötvényhozamok



Forrás: Bloomberg

A régiós alapkamat szintek



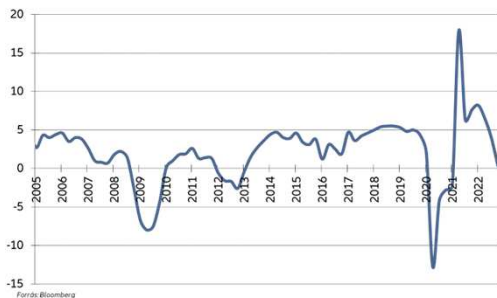
Forrás: Bloomberg



HAZAI GAZDASÁGI ADATOK

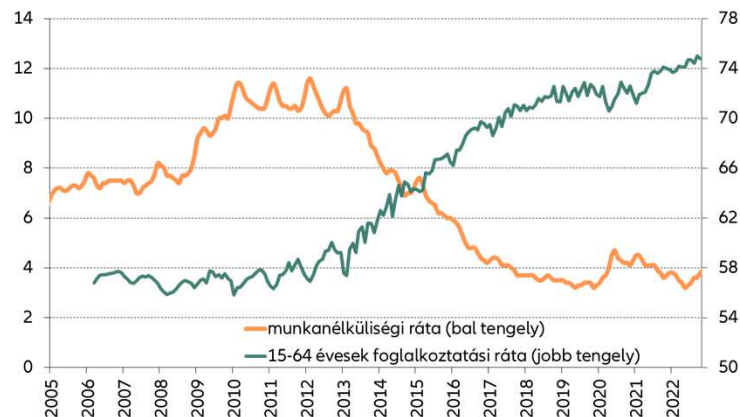
- A magyar gazdaság reálnövekedése a tavalyi negyedik negyedévben elmaradt az elemzői várakozásoktól, 0,4% lett, a negyedéves érték ismét enyhe szűkülést jelzett (-0,4%). Éves növekedésünk a cseh adathoz hasonló, a lengyeltől és főleg a romántól viszont lényegesen elmarad. A negyedéves lengyel adat jelentős fékezést mutat, a többi országban ezt nem láttuk. A Bloombergnek nyilatkozó elemzők 0,4% körüli magyar növekedést jeleznek előre 2023-ra (a decembertől látottakkal lényegében megegyezik).
- A munkanélküliségi ráta június óta lassan gyengülő trendet mutat (a februári adat 4%), ez ugyanakkor historikusan még mindig alacsony érték, a foglalkoztatottság pedig igen magas szinten áll. Az összességében még kimondottan feszesnek mondható munkaerőpiacról tanúskodik a bérnövekedési adat is, bár némi mérséklődés itt is tetten érhető. A gazdaság lassulásával, munkanélküliség emelkedésével párhuzamosan a munkavállalók is óvatosabbak lehetnek majd a bérkövetelések kapcsán. Ezen túl inflációs szempontból jó hír, hogy a kiskereskedelmi forgalom markánsan szűkül (februárban -10,1% év/év, -2% hó/hó alapon).
- Az infláció az árstopok ellenére januárig tovább növekedett, 25,7%-on tetőzött, az áremelkedés továbbra is a termékek és szolgáltatások széles körét érinti. Februárban és márciusban enyhe csökkenést láttunk a fő mutatóban, ugyanakkor a maginfláció tovább nőtt, a piaci szolgáltatások terén különösen jelentős az árnyomás. Az élelmiszereknél ugyan megfigyelhető némi mérséklődés a drágulás ütemében, de éves szinten még mindig 40% feletti itt a növekedés. A hatósági árkorlátozások esetleges eltörlése is hozhat egy rövid távú emelkedést az árakban. A GVH ugyanakkor igyekszik a kereskedők és termelők esetleges versenykorlátozó intézkedéseit felderíteni és így a profítnövekedés árfelhajtó hatását mérsékelni.

Magyar reál GDP növekedése (év/év)



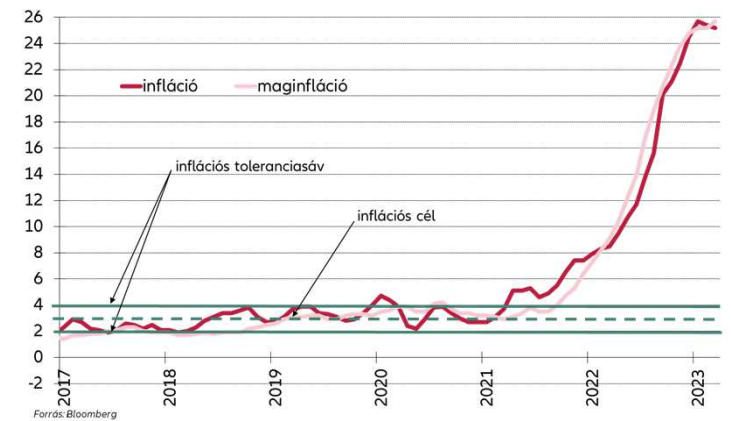
© Copyright Allianz 2023. április 14.

Hazai munkanélküliségi ráta



Forrás: Bloomberg, KSH

Infláció

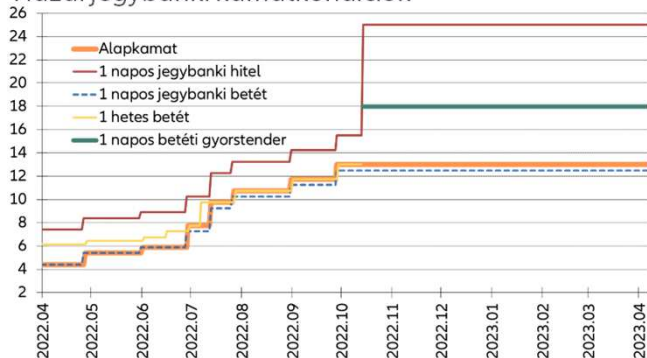


Forrás: Bloomberg



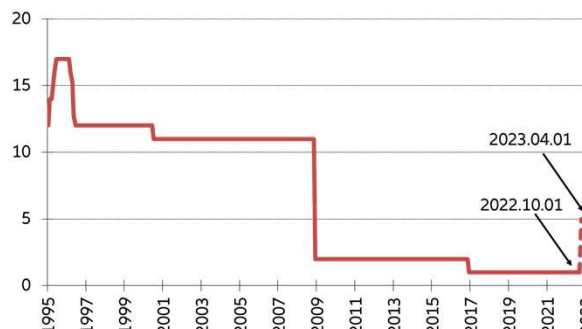
HAZAI MONETÁRIS POLITIKA

Hazai jegybanki kamatkondíciók



Forrás: Bloomberg

Kötelező tartalékráta



Adatok forrása: MNB

EURHUF árfolyam



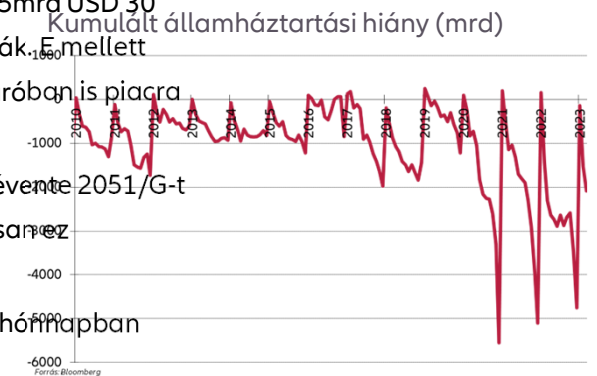
Forrás: Bloomberg

- A 2021. júniusban megkezdett alapkamatemelési ciklus egészen 2022 szeptemberig tartott, az alapkamat 13%-ra ért. Az iránymutatás hónapok óta nem változott: ennek csökkentése jelenleg nincs napirenden. Az alapkamat megemlése mellett tavaly szeptemberben a kötelező tartalékrátát 1%-ról 5%-ra (bankok választása szerint ez akár 10% is lehetett) növelte az MNB. Azóta áprilisi hatállyal immár 10%-ra nőtt a kötelező tartalékráta minimuma (legfeljebb 15% vállalható), a kamatozása pedig sávossá változott, hogy nagyobb tartalék elhelyezésére ösztönözzék a bankokat. Ezek az MNB stratégiai időtávon ható eszközei.
- A forint eszközök őszi lejtmenete (deviza, kötvény) ugyanakkor szükségessé tették, hogy ez MNB kiegészítse az eszköztárát rövidebb horizonton ható instrumentumokkal. A korábban hasonló szerepet betöltő egyhetes betét helyett most egy új, egynapos betéti gyorstenderhez folyamodtak, amelyet 18%-os szinten hirdettek meg naponta. A jegybanki kommunikációból kiindulva ennek csak óvatos csökkentésére lehet számítani, számos külső és belső egyensúlyi tényező (pl. infláció, folyó fizetési mérleg, EU-s transferek) trendszerű javulása szükséges ehhez.
- További három eszközt emelnénk még ki az MNB jelenlegi eszköztárából, ezek alkalmazása változó intenzitású. A deviza likviditást nyújtó swap tender hivatott rá, hogy a forint elleni spekulációkat közvetlenül is megdrágítsa, hiszen a külföldi szereplők swap ügyleteken keresztül jutnak forinthez, hogy shortolhassák. A hosszú betéti tender elsősorban a hazai bankokat célozza, itt legfeljebb 6 hónapos futamidőre köthetnek le likviditást, változó, MNB alapkamathoz igazodó kamatszinten. E mellett diszkont kötvényt is bocsát ki az MNB, amelyet elsősorban a külföldi szereplőknek szán, bár egy rövidebb időre egyes intézményi befektetők is hozzáfértek ehhez.



HAZAI ÁLLAMPAPÍRPIAC, ÁLLAMILAG GARANTÁLT KÖTVÉNYEK

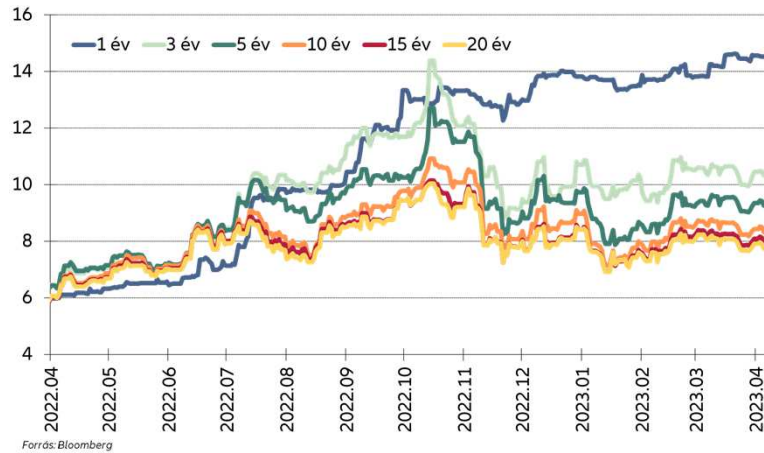
- A kamatemelési ciklus során MNB folyamatosan emelte a rövid kamatokat, különféle eszközökkel szűkítette a forint likviditást, így a bankközi kamatok is fokozatosan emelkedtek. Az ÁKK ugyanakkor éven belül csak alacsony összegben bocsátott ki, 3 éves aukciót évekig nem hirdettek meg. Közben voltak lejáratok és kamatfizetések. Mindezek következtében a DKJ hozamok bár tendenciájukban emelkedtek, a bankközi kamatoktól folyamatosan elmaradtak. 2022 második felében azonban, hosszú idő után újraindult a 6 hónapos DKJ kibocsátás és a 3 éves aukció. Ez a DKJ szintek emelkedése felé hatott, amin a betéti kamatstop sem tudott jelentősen változtatni. Az intézkedés ugyan a kereslet növelését célozta, de sok szereplő el tudta kerülni, hogy DKJ-ben tartsa a pénzét. Ugyanakkor a kibocsátási terv alapján a DKJ kínálat 2023-ban alacsonyabb lehet a 2022-esnél, illetve a csereaukciók is megjelenhetnek majd az év későbbi felében.
- A fix államkötvények aukciója általában igen jó kereslet mellett zajlott, de azért februártól már láttunk néhány gyengébb kibocsátást. A finanszírozási terv alapján 2023-ban is folytatódhat a korábbi negyedévekben látott tendencia, így a forint kibocsátások átlagos futamideje az előző években megszokottnál rövidebb lehet. Az államháztartási hiány tartása a jelentős kamatterhek miatt veszélybe kerülhet, így ha nem nő a bevételi oldal (a gyengülő munkaerőpiac és kiskereskedelmi forgalom ezt nehezíti) vagy vezetnek be takarékosági intézkedéseket (a döntéshozók erre nehezen szánják rá magukat), a finanszírozási igény emelkedhet, ami a hozamcsökkenést késleltetheti.
- A másodpiaci hozamokban januárban egy jelentős erősödés történt (a külföldiek kezében lévő kötvényállomány is markánsan megugrott), amely február közepéig tartott, de számos negatív külföldi és hazai hír hatására a negyedév végére ismét közel kerültünk a december végi szintekhez. Ha kicsit távolabbról nézzük a mozgásokat, 2022 novembere óta inkább csak oldalazott a magyar kötvénypiac.
- Az ÁKK az év elején rögtön devizakötvényt bocsátott ki: január legelején 1,5 milliárd USD 5 éves, 1,5mrd USD 10 éves és 1,25mrd USD 30 éves kötvénnyel lépett a piacra. A befolyó összeget részben 2023-as és 2024-es dollárkötvények visszavásárlására fordították. Emellett ismét volt zártkörű rábocsátás 2028-as és 2032-es lejáratokra is, összesen 450 millió dollár névértéken. Az ÁKK idén még euróban is piacra fog lépni az eddigi nyilatkozatok alapján.
- Zöld forint kibocsátások terén már 2022 utolsó negyedévében megtört a trend, hogy havonta 2032/G-t és emellett negyedévente 2051/G-t hirdetett meg az ÁKK: csak egy 2032/G aukciót tartottak az év utolsó három hónapjában. 2023 első negyedévében pontosan ismétlődött meg, így csak a rövidebb kötvényből volt egy kibocsátás.
- Tavaly októbertől új, hosszabb, 10 éves változó kamatozású kötvényt kezdett aukcionálni az ÁKK. Ebből 2023-ban minden hónapban történt kibocsátás, jó kereslet mellett.



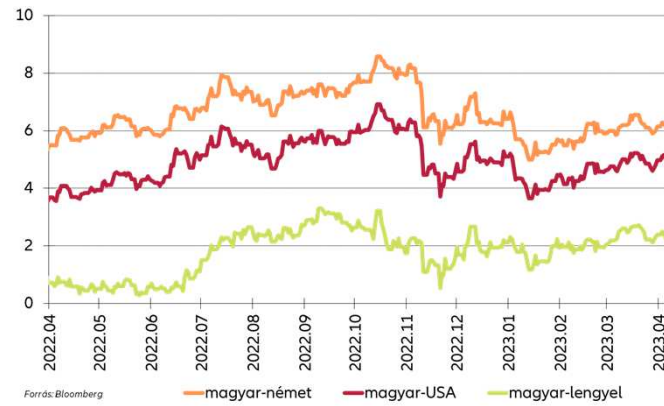


HAZAI ÁLLAMPAPÍRPIAC - GRAFIKONOK

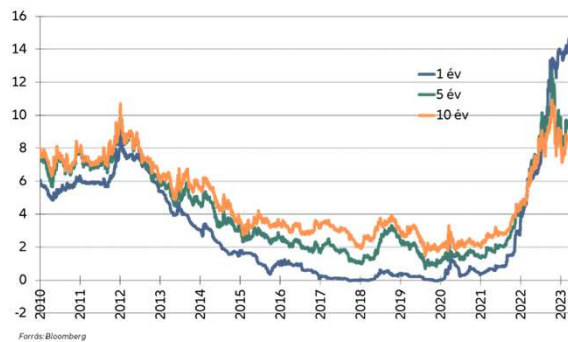
Állampapír hozamok az elmúlt évben



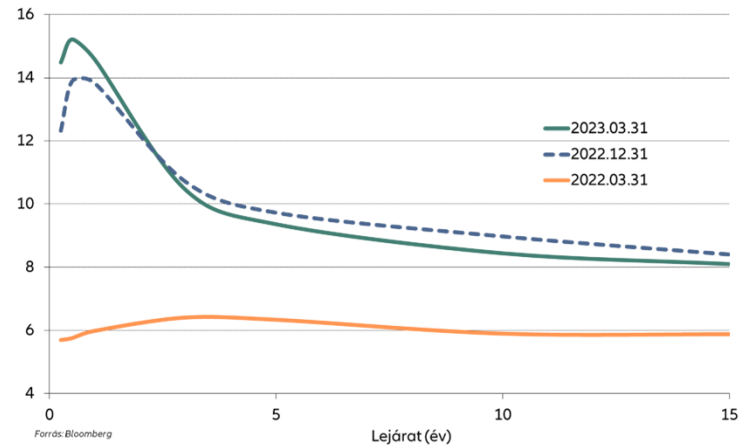
Nemzetközi összehasonlítás (10 éves futamidő)



Állampapír hozammozgások



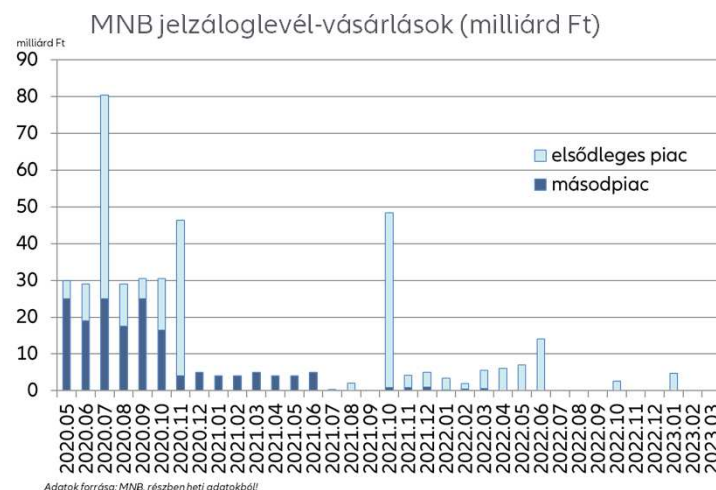
Hozamgörbe





„FELÁRAS” KÖTVÉNYEK

- Az **államilag garantált** forint aukciók 2023 első negyedévében is rendszeresek voltak, bár az MFB most nem lépett a piacra. Az EXIM ugyanakkor összesen bő 340 milliárd összegben aukcionált egy éves lejáratú fix, illetve 3/5 éves változó kamatozású kötvényeket. A befektetői kereslet is magas volt, így a decemberben látott felárszintek kicsit szűkültek. Az állampapír feletti spread ugyanakkor továbbra is lényegesen magasabb, mint amit évekkal korábban láttunk. A volatilis kamatkörnyezeten túl ennek oka a megugrott kibocsátói aktivitásban és a jegybankok szigorításának köszönhetően elvékonyodó likvidításban kereshető.
- A **jelzáloglevél-piac** a negyedévben nem tartogatott sok izgalmat a befektetőknek. Egy Takarékszövetkezet és egy Erste jelzáloglevél-aukciót láthattunk nagyobb, 10-10 milliárd összegben.
- Az **MNB** idén is csak kevés jelzáloglevelet vett. Jelenleg csak a megújítási programja aktív, a kibocsátók ezzel akkor élhetnek, ha van fél éven belül az MNB portfóliójában lejáratú jelzáloglevelük. Az MNB zöld jelzáloglevél programja továbbra is szünetel, de a jelzálogbankoktól így is várhatóak ilyen aukciók, hiszen a befektetőknek a felár és a szigorú törvényi háttér mellett ez egy újabb érv lehet a vásárlásra. A jelzáloglevelek szabályozási környezete a befektetők számára kedvezően változott tavaly: a jelzálogbankoknak 2 százalékos túlfedezettséget kell napi megfeleléssel biztosítani. A JMM mutató emelése ugyanakkor elmaradt, így emiatt addicionális kínálat nem jelenik meg a piacon a következő negyedévekben.



RÉSZVÉNYPIACOK

3



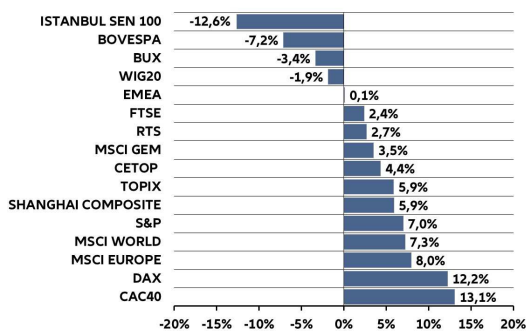


NEMZETKÖZI RÉSZVÉNYPIACOK

A borzasztó 2022-es év után az idej sokkal kedvezőbben startolt. A tavalyi csúcspontokról süllyedő inflációs adatok táplálták a monetáris szigor enyhülésével kapcsolatos reményeket. A korábbi hard/soft landing dilemma után már legalább enyhe növekedésre javultak a főbb térségekre vonatkozó várakozások. Aztán februárban ismét elromlott a hangulat. Az USA-ból érkező, meglepően erősre sikerült januári gazdasági adatok következtében kiújult a szigorú kamatpolitikától való félelem. Március elején volt ugyan egy felpattanás, de Jerome Powell vártnál szigorúbb hangvételű kongresszusi meghallgatását követően ismét gyűltek a fellegek. A feketeleves pedig csak ezután következett. Csődöt jelentett az USA 16. legnagyobb bankjának számító SVB (Silicon Valley Bank) és több szektortárs (Signature, First Republic) is nehéz helyzetbe került. A pánikszzerű betétkivonások, az emelkedő hozamkörnyezet és a bankok felelőtlen üzletpolitikájának (pl. „duration mismatch”) elegye okozta ezt. A döntéshozók, a szabályozók és a piaci szereplők szerencsére a subprime válságból okulva eddig példásan kezelték a helyzetet. Azt persze még nem tudni hullanak-e ki további csontvázak a szekrényekből.

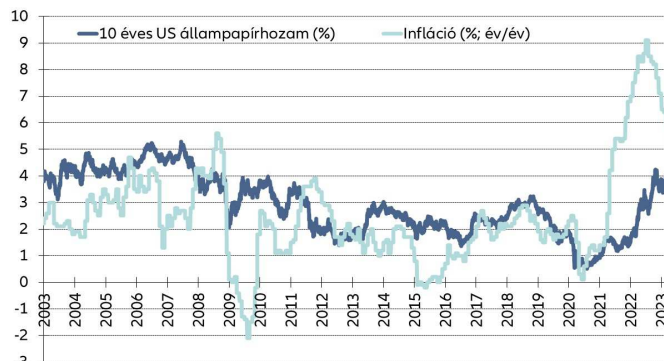
Mindez nehéz helyzetbe hozta a nagy jegybankokat. Az inflációs célok elérése távoli, miközben a pénzügyi stabilitás megőrzése vált fő prioritássá. A FED döntéshozói egyelőre levehetik lábukat a „fékről”. Van is talán most némi mozgásterük erre, hiszen még a korábbi szigorítások sem gyűrűztek át teljesen a reálgazdaságba. A pénzügyi szektorral kapcsolatos bizonytalanság pedig önmagában is deflаторikus hatású lehet. Az enyhébb kamatpálya jó hír a részvényeknek, a növekedési kockázatok kiújulása kevésbé.

Részvényindexek teljesítménye 2023Q1



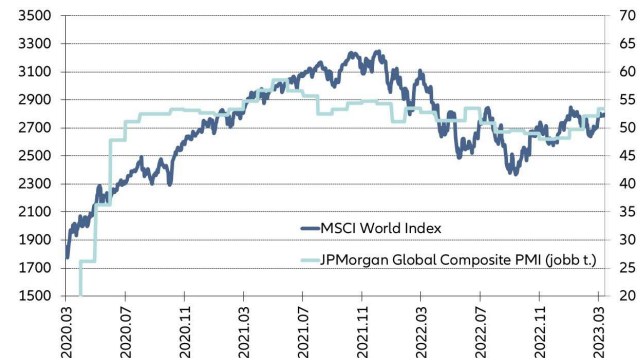
Forrás: Bloomberg

10 éves USA kötvényhozam és a fogyasztói árindex



Forrás: Bloomberg

MSCI World index és a globális kompozit PMI



Forrás: Bloomberg

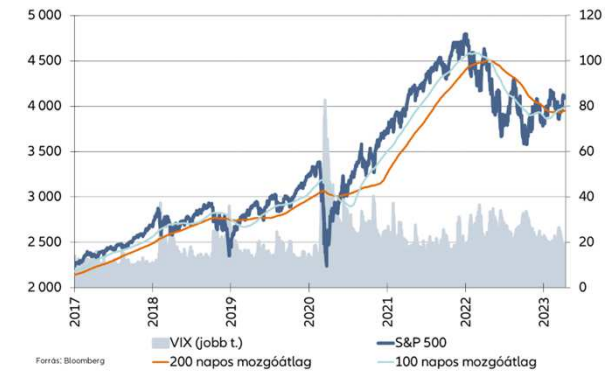
NEMZETKÖZI RÉSZVÉNYPIACOK - USA



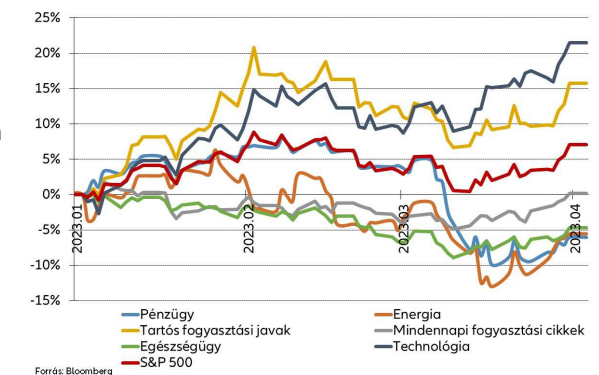
Az S&P 500 a 3.850-es szint környékéről indította az évet, majd a kedvező hangulatban a 200 napos mozgóátlagot és a 4.000-es pszichológiai szintet áttörve egészen 4.200-ig szárnyalt. Ekkor az év elejéhez viszonyítva már 8,9%-os pluszban is járt (miközben hosszú távú átlagos éves teljesítmény 10% körüli). Innen azonban március közepére (főként a bankpánik következtében) visszaesett az év eleji szintek közelébe. Aztán újra a vevők kerekedtek felül, így végül sikerült Q1-et 7%-os pluszban zárni. A tavalyi alulteljesítő kamaterézékeny szektorok (pl. technológia, tartós fogyasztási javak) vezették az emelkedést míg a pénzügyi szektor, a defenzív iparágak (egészségügy, napi fogyasztási cikkek) és a tavalyi kimagasló energiaszektor a sor végén kullogtak.

A januári ralihoz az enyhébb monetáris politikai várakozások mellett az alul-pozícionáltság (shortzárások) és a FOMO jelenség is hozzájárulhatott. Február elejére a technikai túlvettség, az 5 éves átlaghoz visszatérő P/E árazás, a túlzott kisbefektetői optimizmus és a CNN Fear and Greed indexének magas értéke már veszjósló volt. A meglepően erősen sikerült januári munkaerőpiaci adat, a süllyedő, de vártnál magasabb inflációs számok és a vártnál erősebb kisker fogyasztás hatására emelkedő kamatvárakozások elindították a korrekciót. A nagy súllyal szereplő technológia részvények gyenge negyedéves jelentései sem segítettek. Ezután jött a bankpánik. A FED új „BTFP” likviditási programja, az SVB nem garantált betéteinek kifizetése és a First Republic esetében a nagybankok 30 Mrd dolláros betételhelyezése azonban meg tudta nyugtatni a kedélyeket. A nagy kép jelentősen megváltozott ennek hatására. Szemléletes, hogy a március elején még 5% felett járó 2 éves állampapírhozam 4% környékére süllyedt pár nap alatt. Az USA recessziójának 1 éven belüli esélyére vonatkozó becslés viszont 60-ról 65%-ra növekedett. A bankszektor (főként kisbankok) aktivitásának várható visszaesése hozzájárul ehhez.

S&P 500 és a VIX (félelelem) index



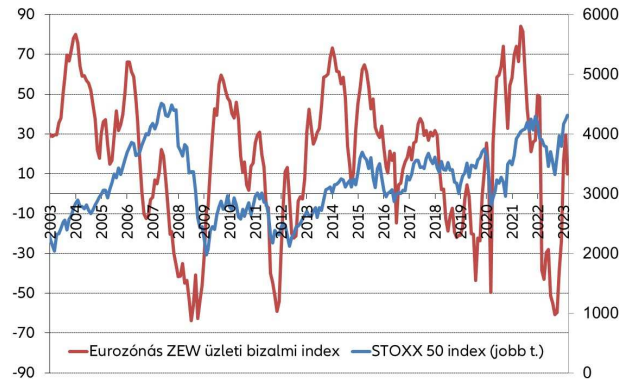
S&P 500 szektorok teljesítménye 2023





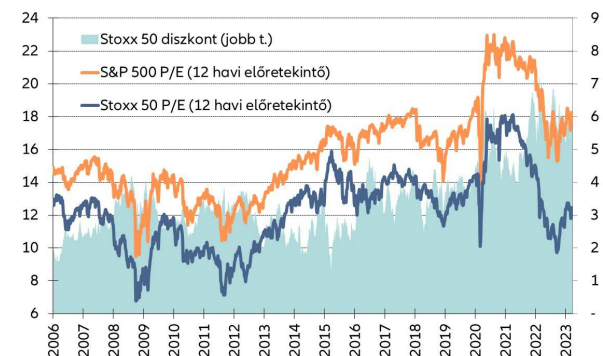
NEMZETKÖZI RÉSZVÉNYPIACOK - EURÓPA

ZEW üzleti hangulat és a Stoxx 50 alakulása



Forrás: Bloomberg

Stoxx 50 S&P 500-hoz mért P/E árazási diszkont



Forrás: Bloomberg

Az eurózónában jelentős felülteljesítés látszott. A Stoxx 50 index 13,7%-kal tudott erősödni a negyedév végére. Ez már mintegy 33%-os erősödést jelent a tavaly októberi mélyponthoz mérve. Az energiaárak süllyedése mellett a jelentős exportpartner Kína covid lezárások utáni újraindítása is jelentősen javította a kilátásokat. A ZEW hangulatindex tavaly októbertől látott mozgásán is lekövethető mindez. Persze a bankszektor azért itt sem úszta meg a pofont. A SVB brit leányvállalatát a HSBC vásárolta meg jelképes 1 fontért. Az évek óta problémákkal küzdő, illetve botrányok főszereplőjeként elhíresült és ezek következtében jelentősen meggyengült Credit Suisse megroppanása pedig komoly riadalmat keltett. A svájci jegybank által nyújtott 50 milliárd svájci frankos „mentőöv” csak tűzoltásra volt elegendő. Végül a UBS mindössze 3 milliárd svájci frankért vette meg versenytársát. Nem örültek a részvényesek az üzletnek, de az elértéktelenedő Tier 1 kötvények tulajdonosainál mindenképp jobban jártak. Nekik 16 milliárd svájci frank veszteséget kellett leírniuk. Ezt követően a Deutsche Bank instrumentumai is jelentősebb eladói nyomás alá kerültek átmenetileg.

A elmúlt időszak felülteljesítés ellenére továbbra sem tűnik drágának a Stoxx 50. A historikus P/E alapú árazásban még mindig 9%-os a diszkont a 10 éves átlaghoz képest. A Stoxx 50 árazási diszkontja az S&P 500-hoz mérten is jócskán átlag feletti. Nem hiába az „eurozóna long” az egyik legsúfoltabb trade az intézményi szentimentfelmérések szerint jelenleg. Itt még az előretekintő 12 havi eredményvárakozás is erősödni tudott idén 3% körüli mértékben, miközben a tengerentúlon 1,3%-os csökkenés látható. Persze ehhez hozzájárulhatott, hogy a Q4-es számok tekintetében is kedvezőbb volt a dinamika. A tengerentúlon ugyan 1,3%-kal várt felett alakult az aggregált eredmény, de év/év alapon így is 3% volt a visszaesés. Az eurozónás index esetében a várakozást 3,4%-kal meghaladva 7,4%-os év/év alapú profitbővülés látszott. Az EKB legutóbb 50 bázisponttal emelt és itt még több tere lehet a további emeléseknek. A ciklusban hátrébb járnak a FED-hez képest és az európai bankok kedvezőbb tőke- és likviditási helyzete is jobban elbírhhatja ezt.

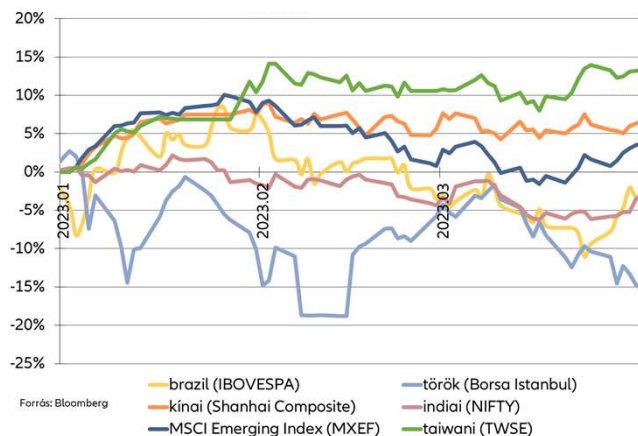


NEMZETKÖZI RÉSZVÉNYPIACOK - FELTÖREKVŐ

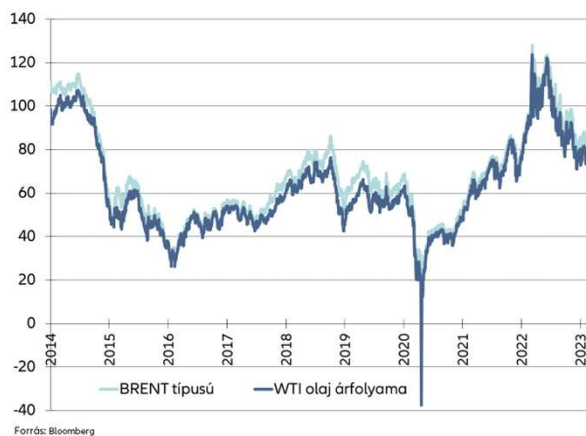
A globális feltörekvőiaci (MXEF) index 3,5%-os pluszban zárta Q1-et. A kínai újraindítás, a piacbarátabb kormányzati politika és a dollárgyengülés is támogatta az emelkedést kezdetben. Később viszont a globális risk-off, az ismét éleződő USA-Kína ellentét, az indiai Adani holding körüli botrány és a kínai pártvezetés idei gazdasági növekedésre vonatkozó konzervatív előrejelzése (5%) is ellenszert jelentett. A török piacon - főként az infláció elől menekülve - a retail befektetők komoly buborékot fújtak tavaly, sokan tőkeáttétellel. Ez a rali év elejére kifulladt, idegesek lettek a piacok. Ezt követően jöttek a sajnálatos földrengések, átmenetileg fel is kellett függeszteni a kereskedést. Később a nyugdíjpénztárakat és tőzsdei cégeket is részvények vételére „kötelezték”. A közelgő választásokon ezúttal kétesélyes a kimenetel.

A kamatemelések, az energiaválságtól való félelem múlása és a bankválság miatti aggodalmak 15 havi mélypontra lökték az olaj árfolyamát. Az OPEC+ váratlan (napi 1 millió hordó feletti) kitermeléscsökkentésének hatására viszont visszaugrott az ideai sáv tetejére az árfolyam. Ezt Oroszország is támogatta. Bár Kína és India részben helyettesíti a nyugati vásárlókat, a gáz- és olajkitermelésük így is jelentősen csökkenhet. 2022-ben az orosz költségvetés bevételének 42%-a származott innen.

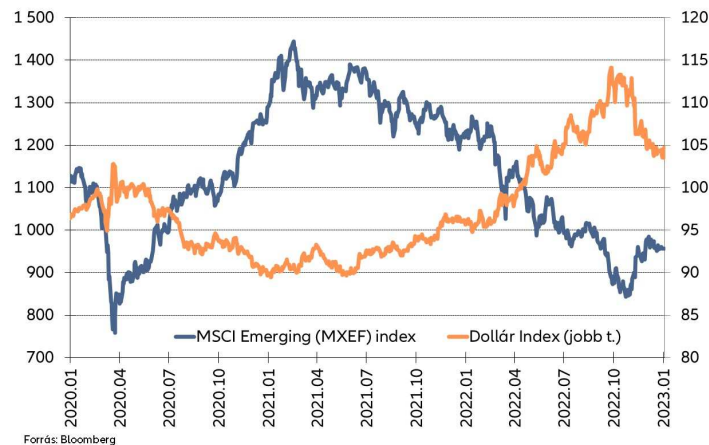
Feltörekvő piacok teljesítménye dollárban 2023Q1



Főbb kőolajfajták árfolyamának alakulása (dollár/hordó)



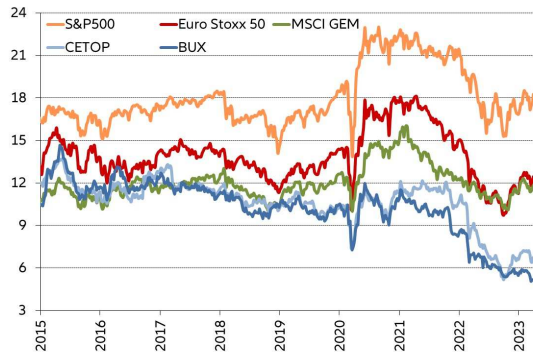
Feltörekvő részvényindex és a dollárindex alakulása





RÉGIÓS RÉSZVÉNYPIACOK

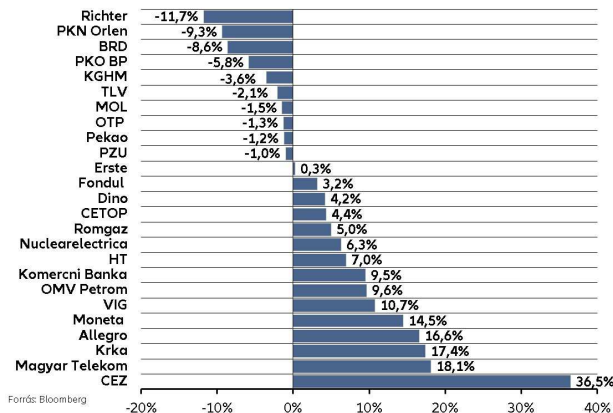
Részvényindexek előretekintő 12 havi P/E



Forrás: Bloomberg

A régiós CETOP indexnek nincs oka szégyenkezni a globális feltörekvő indexekhez mérten, 4,4%-kal tudott erősödni Q1-ben. A régiós devizák erősödése segítette az euróban denominált benchmarkot. Az eredményvárakozások javulása mellett a P/E alapú árazás nem emelkedett érdemben az időszak során. Továbbra is hatalmas (37% feletti) diszkont látszik a 10 éves historikus átlaghoz képest. Így emelkedésre még bőven lenne tér, főként, hogy a globális fejlett és feltörekvő indexek már a diszkontok jóval nagyobb részét le tudták dolgozni a tavaly októberi mélypontokhoz képest. A kedvezőnek tűnő árazásért cserébe viszont továbbra is vállalni kell a háború közelsége, a lengyel és magyar kormány politikai csörtéi, az EU-s pénzek folyósítása, valamint a vállalatok költségvetés vagy lakosság javára történő sarcolása miatti kockázatokat. A közelgő lengyel választás tovább fokozza a bizonytalanságot. A cseh index kimagaslóan teljesített a nyugat-európai indexekhez mérhető 12,5%-os erősödéssel.

CETOP részvények teljesítménye 2023Q1



Forrás: Bloomberg

A bankválság a régió bankjai esetében egy pillanattal sem jelentett közvetlen veszélyt, ám a nemzetközi hangulat romlásával itt is jelentős volt a zuhanás. Ennek mértéke később már indokolatlannak tűnt, így a negyedév végéhez közeledve olvadni kezdtek a mínuszok. A lengyel Pekao részvényével például kereskedtek 5 körüli 12 havi előretekintő P/E árazással is, miközben az 5 éves átlag 10 körüli. Összehasonlításként a 2009-es pénzügyi válság alatt 6,5, a Covid-válság során pedig 5,3 volt a mutató minimuma. A lengyel kormány persze bármikor előrukkolhat újabb meglepetésekkel, hiszen a véget nem érő devizahiteles történet mellett a magas arányban felvett (WIBOR-hoz kötött) változó kamatozású hitelek is jelentős problémát okoznak. A cseh szereplők (Komerční, Moneta) felülteljesítése itt is látványos volt. Ezeket is elérte a korrekció, ám még a mélypontra sem fordult mínuszba idei teljesítményük. A CEZ raliját kezdetben a villamosenergia termelés és a bányászat leválasztásával kapcsolatos spekuláció hajtotta, később a várt feletti Q4-es eredmény és az osztalékfizetés került előtérbe. A cseh kormány (tavalyhoz hasonlóan) ismét a teljes profit kifizetését javasolhatja. Ez 12,6%-os osztalékhozamot jelentene.

HAZAI RÉSZVÉNYPIAC

A hazai BUX index (-3,4%) alulteljesítő volt. Az általános feltörekvő piaci kockázatok mellett az EU-s pénzek körüli bizonytalanság, a nemzetközi politikai csatározások, a gazdaságpolitika és az MNB súrlódásai, valamint a szektorális különadók is rontják a képet. Ezek hatására romlott a Fitch és az S&P hitelminősítő hazánkkal kapcsolatos megítélése is. Mindezek továbbra is nyomás alatt tartják a hazai árazást.

Kezdetben jól indult az év az OTP-nek is (járt 11.500 forint felett is), Q1-et azonban már kisebb mínuszban zárta. Pedig a magasabb kamat és díjbevételek és az alacsonyabb céltartalékolás hatására a Q4-es eredmény (115,2 milliárd forint) várt felett alakult. A teljes évben 600 milliárd forint lett volna a profit, ha a 246 milliárd forintot kitevő rendkívüli terheket (extraprofit adó, kamatstop, stb.) nem számoljuk.

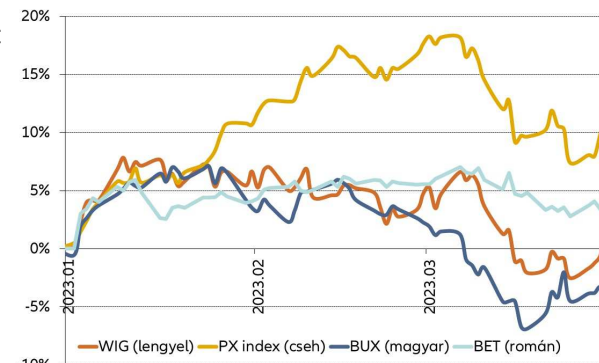
A kezdetben szintén erősödő MOL-t később csak a korábban is többször támaszt jelentő 2.300-2.400 forint közötti támasz zóna mentette meg. Q4-ben főként az olajár csökkenése és a downstream spreadek szűkülése miatt nem sikerült a csúcspdöntés a tisztított EBITDA-ban. A teljes évet azonban így is sikerült 4,7 milliárdos rekorddal zárni. A cég által vezetett konzorcium 73% feletti részesedést szerzett az Alteo-ban.

Továbbra sem tud talpra állni a december végi különadó bejelentés után a Richter. Q4-et a vártnál is gyengébben (40 milliárd forintos veszteséggel) zárta. A különadó, a forinterősödés és költségnövekedés mellett egyszeri tételek is lehúzták az eredményt. A 7.200 forintos támasszint tartotta meg a részvényt.

Az Mtel volt az üde színfolt a hazai nagypapírok között. Az inflációra hivatkozva bejelentett 14,5%-os áremelés, a várt feletti Q4-es (17,5 milliárd forint) és teljes éves (64 milliárd forint) profit, de főként a duplázódó osztalékfizetés támogatta mindezt. A 10 éves állampapírhozam is lejjebb került Q1-ben.

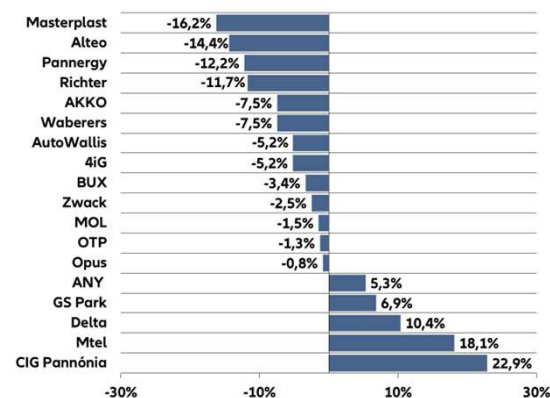
A márciusi indexfelülvizsgálat során a Zwack és a Delta Technologies részvényei kerültek a benchmarkba.

Régiós részvényindexek teljesítménye 2023Q1



Forrás: Bloomberg

BUX részvények teljesítménye 2023Q1



Forrás: Bloomberg

EGYÉB TÁBLÁK, ADATOK, INFORMÁCIÓK

4





SFDR, SFDR RTS ÉS TAXONÓMIA RENDELET SZERINTI JELENTÉS 2023.03.31-ÉN

Az Alapkezelő által kezelt portfóliók az Európai Parlament és a Tanács (EU) 2020/852 rendelete 7. cikkében foglaltak alapján az ilyen portfóliók alapjául szolgáló befektetések nem veszik figyelembe a környezeti szempontból fenntartható gazdasági tevékenységekre vonatkozó uniós kritériumokat és nem kerülnek figyelembevételre a befektetési döntéseknek az SFDR rendelet 4. és 7. cikke szerinti, a fenntarthatósági tényezőkre gyakorolt káros hatásai, tekintettel arra, hogy jelenleg nem állnak teljeskörűen rendelkezésre a környezeti és társadalmi tényezőket érő káros hatásokra vonatkozóan számszerűsítő, az Alapkezelő által figyelembe vehető adatok, információk, illetve arra, hogy a portfóliókezelési szerződés nem rendelkezik erről.