

VAGYONKEZELŐI BESZÁMOLÓ

ALLIANZ ÖNKÉNTES NYUGDÍJPÉNZTÁR

2022. III. NEGYEDÉV

Allianz Alapkezelő Zrt.
1087 Budapest Könyves Kálmán krt. 48-52.

2022.10.10.

Allianz 



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

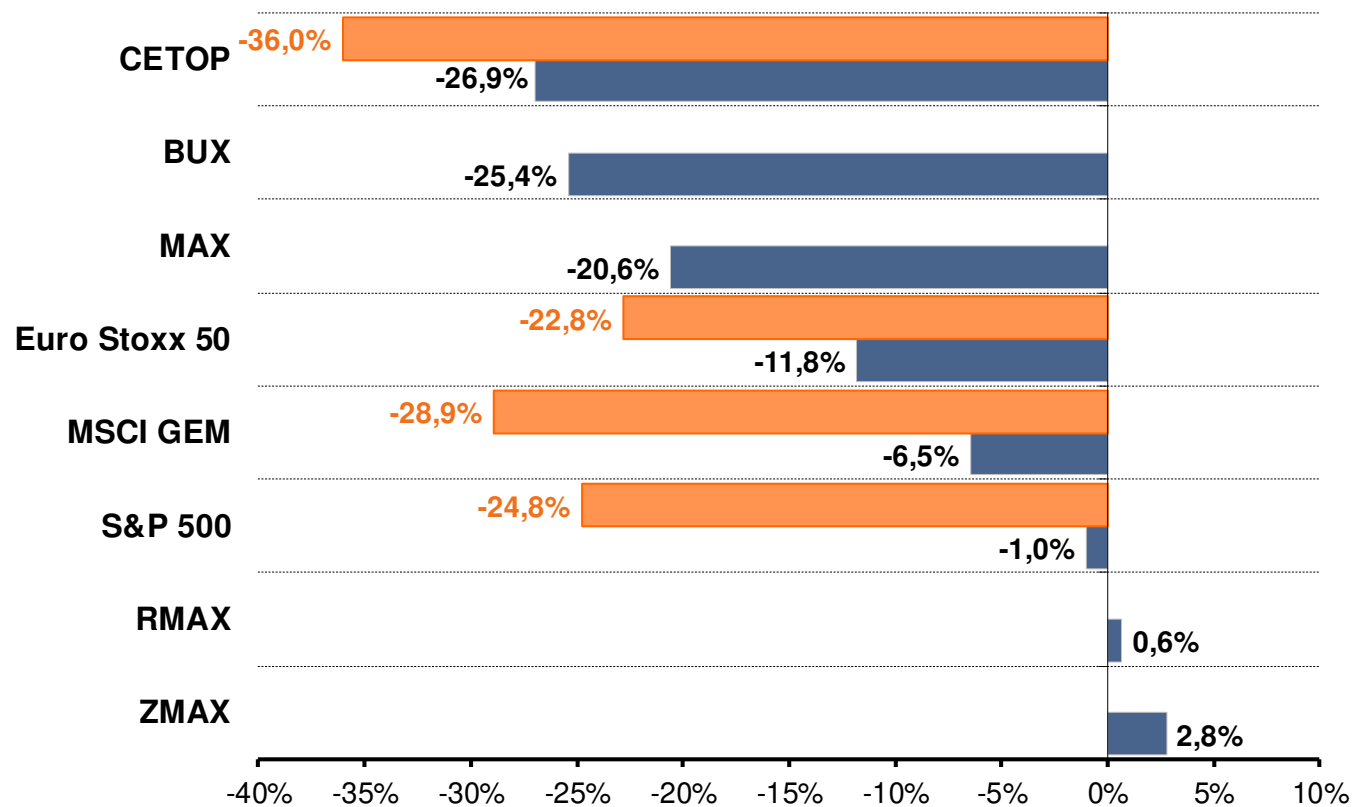
BENCHMARK HOZAMOK ÉS TELJESÍTMÉNYEK

1





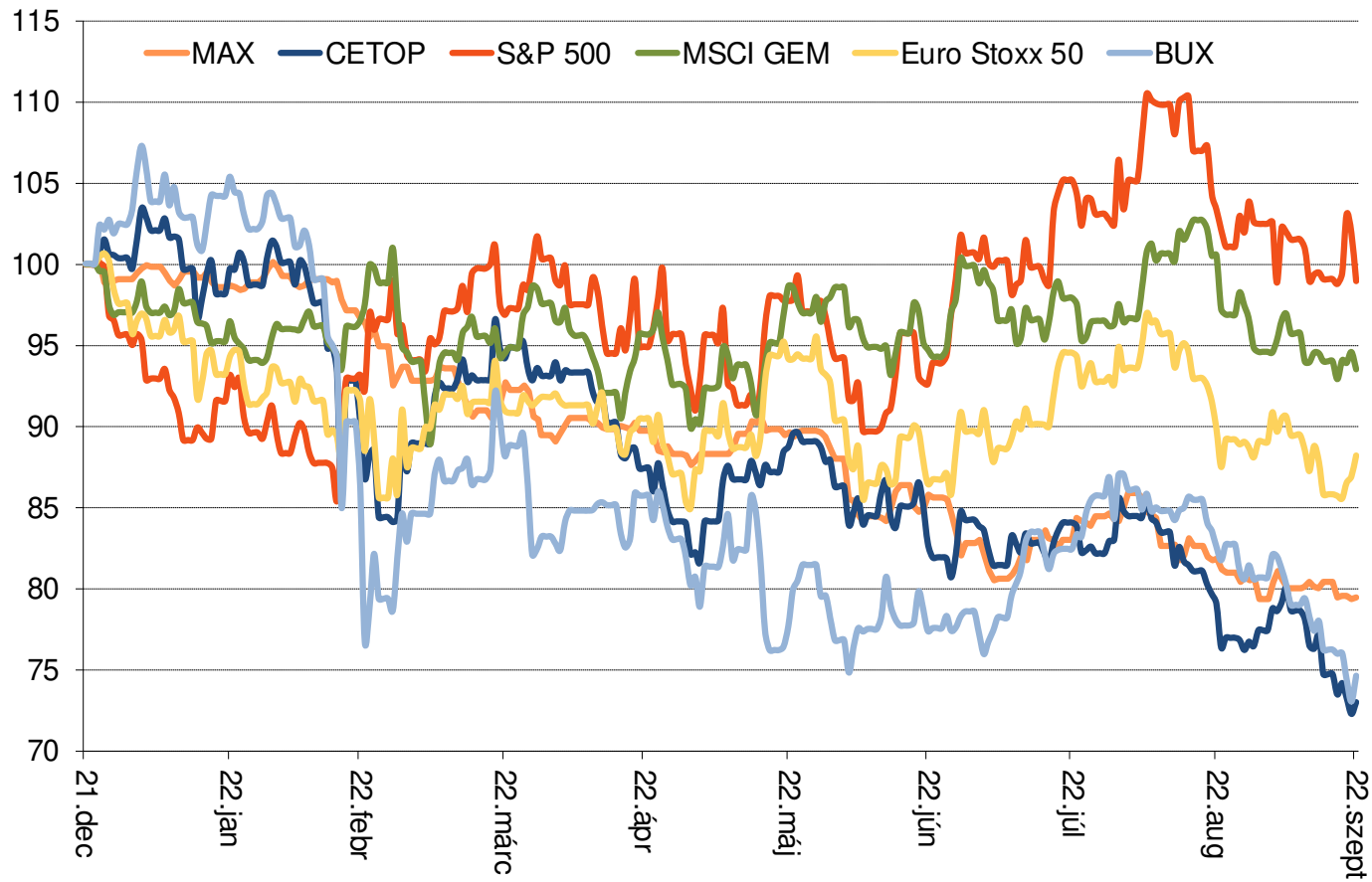
FŐBB INDEXEK TELJESÍTMÉNYE 2022 YTD (HUF ÉS SAJÁT DEVIZA)



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő



FŐBB INDEXEK ALAKULÁSA 2022 YTD (HUF)



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

MAKROGAZDASÁGI
ÖSSZEFOGLALÓ

2

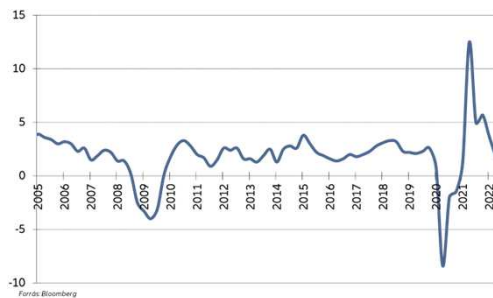




USA GAZDASÁGI ADATOK

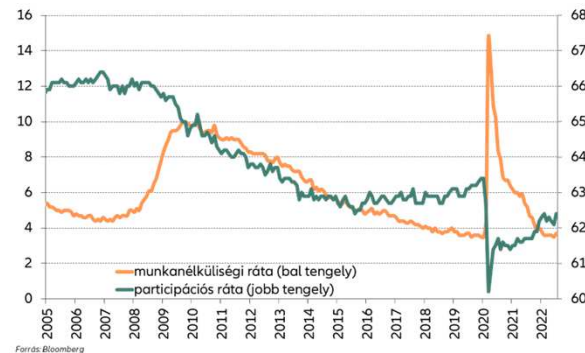
- A második negyedévben az USA GDP a várt 0,1% körüli negyedéves bővülés helyett 0,25% körüli szűkülést mutatott. Ez a sorban a második negyedéves csökkenés, amivel az USA technikai recesszióba került. Év/év alapon még 1,8% növekedést tettek közzé. A Bloombergnek leadott előrejelzések jelenleg (10.05-én) 1,6% körüli növekedést jeleznek előre 2022-re (negyed éve még 2,4%-ot, előzőleg 3,4%-ot láttunk). Látszik, hogy az elemzők egyre inkább lassulástól tartanak, bár 2022-2023-ra egész éves gazdasági visszaesést nagyobb részük nem vizionál (2023-ra most 0,7% körül szóródó előrejelzéseket látunk).
- A munkanélküliségi ráta idén lényegében stagnált, augusztusban 3,7%-on állt. Az újonnan munkanélküli segélyekért jelentkezők száma ugyanakkor kis éven belüli romlás után ismét javult, 200 ezer alatti lett szeptember végén. A tartósan munkanélküliek száma is mérséklődött a negyedév második felében. Tehát a munkaerőpiaci feszesség nem enyhült. Az órabérek emelkedése nem szállt el, de stabilan 5% feletti. A participációs (aktivitási) rátában van még elmaradás a járvány előtti szintekhez képest, de ez idén már inkább csak stagnált, itt a COVID úgy néz ki, tartósabb károkat okozott.
- Az infláció 2020 második felétől meredeken emelkedő trendbe került. Ez az elmúlt 4-5 hónapban szelídült, a pénzromlás magas szinten stabilizálódott. Óvatosságra inthet ugyanakkor, hogy az augusztusi számok is kedvezőtlen irányú meglepetést okoztak. E mellett az FOMC tagok 2022 szeptemberi előrejelzése is még jelentős inflációs kockázatokra mutat rá, 2023-ra az előző 2,7% helyett már 3,1% a PCE magindexre vonatkozó döntéshozói várakozás.

USA reál GDP növekedése (év/év)



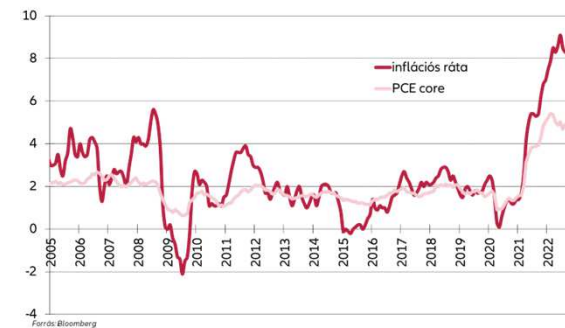
Vagyonkezelői beszámoló | Allianz Alapkezelő Zrt. |
© Copyright Allianz 2022. október 10.

USA munkaerőpiac



Farrás Bloomberg

USA infláció

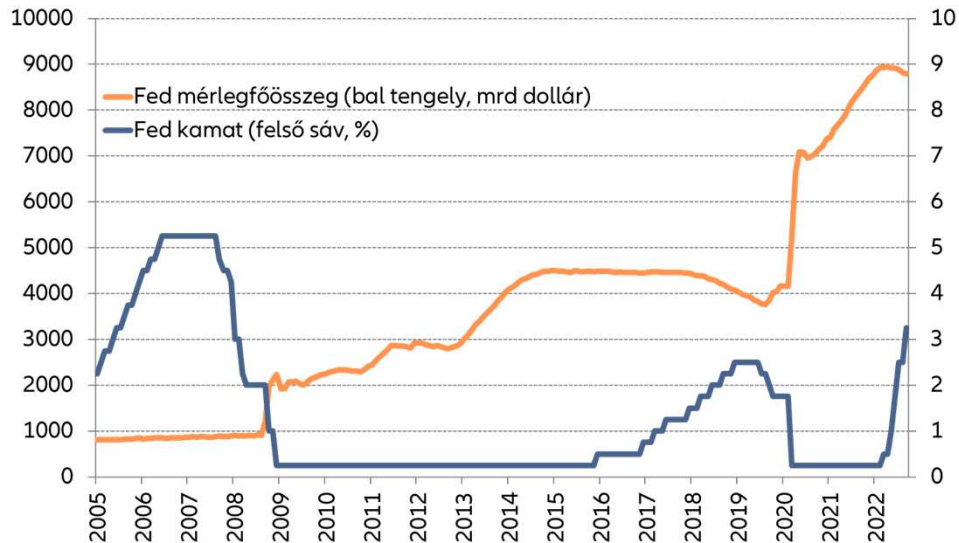


Farrás Bloomberg



USA – MONETÁRIS POLITIKA

USA monetáris kondíciók



Forrás: Bloomberg

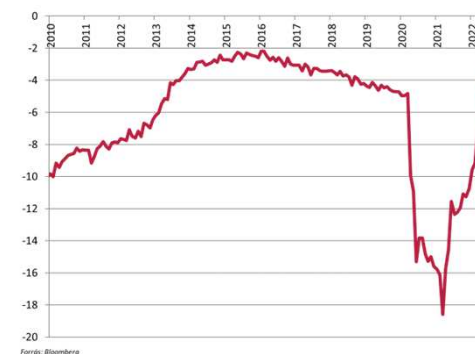
- A decemberben az FOMC tagok még csak 1% körüli kamatot láttak valószínűnek 2022 végére, de a feszes munkaerőpiac és az inflációs folyamatok jelentősen ártírták a képet. Márciusban el is indult a kamatemelési ciklus, 25 bázispontos lépéssel. A gazdasági adatok hatására ugyanakkor a Fed kénytelen volt növelni a lépésközöket, így 50 bázispont, majd kettő 75 bázispontos emelés jött a sorban. Az elmúlt kamatdöntő ülések fő üzenete: a Fed akkor is szigorítani fog, ha ennek növekedési, munkaerőpiaci áldozatai lesznek, mert a gazdaságnak hosszabb távon az infláció letörése a legfontosabb.
- A jelenlegi 3-3,25% kamatszinten a szigorítás nem áll meg, a döntéshozói kamatvárakozások mediánja még bő 100 bázispont emelést jelez az idei évre. E mellett a túl korai kamatvágásokkal kapcsolatos spekulációt is igyekeztek eloszlatni.
- A Fed a második negyedévben leállította a nettó vásárlásokat (QE). Májusban pedig döntöttek, hogy júniustól elkezdődik a mérlegleépítés (QT). Ez a korábbi, 2018-2019-es ütemnél gyorsabb, és 3 hónap alatt fokozatosan futott fel havi 95 milliárd dollárra, tehát a negyedik negyedévben várhatóan már végig ez lesz az ütem.
- A Fed szeptemberi gazdasági előrejelzésében a GDP növekedést lefelé, az inflációt és a munkanélküliséget felfelé húzták a júniusi közleményhez képest. A GDP bővülésre vonatkozó becslés mediánja az idei évre 0,2%, míg jövőre 1,2%, a PCE infláció esetében 5,4% illetve 2,8%, míg a magindexre 4,5% és 3,1% az előrejelzés.
- **Tehát az USA monetáris politikája idén nagyot fordult, támogatóból semleges, majd egyre inkább szigorú lett. A Fed döntéshozói nyilatkozataikban nem zárják ki a recessziót, de nem is ez az alapeset náluk. Nagy kérdés, hogy a Fed kamatemeléseinek is köszönhetően mennyire bicsaklik meg a gazdaság, és ennek hatására az infláció tényleg gyorsan visszacsökken-e. Ebben az esetben nőhet a kamatvágás esélye. A QE újraindítása ugyanakkor a jelenlegi döntéshozói megnyilatkozások alapján most nem tűnik valószínűnek.**



USA ÁLLAMPAPÍRPIAC

- A Fed és az USA költségvetés 2020-ban agresszív lazításba kezdett, a Fed soha nem látott ütemű eszközvásárlást hajtott végre. Emiatt a kötvényhozamok beszakadtak. Ugyanakkor ezek a klasszikus közgazdasági logika szerint inflációgerjesztő lépések, így amikor a járvány enyhült, a hozamok emelkedő trendbe kerültek.
- Az infláció közben világszinten sorra meghaladta a várakozásokat, és sok éves, évtizedes rekordok dőltek meg. Számos hatás tartósabbnak bizonyul (energiaárak, chiphiány, szállítási költségek), miközben az USA munkaerőpiac is egyre feszesebbé vált. Idén az orosz-ukrán konfliktus az energiahordozók árának nagy lökést adott, de számos más területen láthatunk potenciálisan tartósabb hatást (élelmiszerek, ellátási láncok sérülése, deglobalizáció erősödése). A hozamok emelkedő trendjét erősítette a Fed QE leállítása majd a QT elindítása. Nyáron időlegesen megtört a hozamemelkedés, mivel a piaci szereplők recesszióval, így kevésbé agresszív emelésekkel (sőt 2023-ra lazítással) számolhattak. A Fed döntéshozók ugyanakkor elég határozott üzeneteket küldtek, ami alapján a kamatemelés közeli leállítása, illetve az esetleges újabb lazítás kiárózódhatott. Ezzel a hozamok ismét emelkedni kezdtek, amit a negyedév végi technikai tényezők (portfólióátrendezések) feltehetőleg csak ideiglenesen akasztottak meg. A nominális hozamszintek ugyanakkor még mindig alacsonyak lehetnek, a fő kérdés, hogy lesz-e gyors fogyasztáscsökkenés és a Fed az esetleges további részvény- és kötvénypiaci esés mellett is kitart-e a szigorú kamatpolitika és a QT mellett.

USA szövetségi deficit/GDP (gördülő, %)



Állampapír hozammozgások

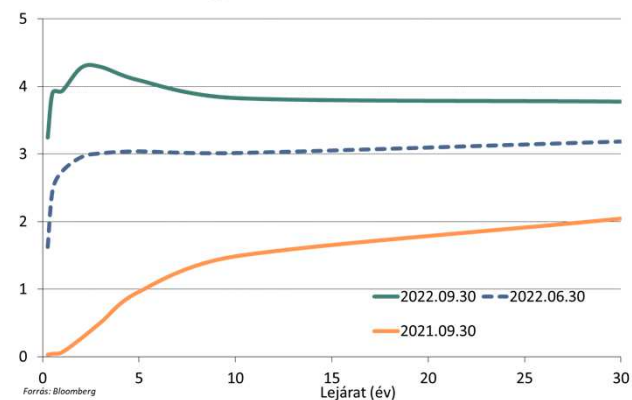


Vagyonkezelői beszámoló | Allianz Alapkezelő Zrt. |
© Copyright Allianz 2022. október 10.

Állampapírpiac az elmúlt évben



Hozamgörbe

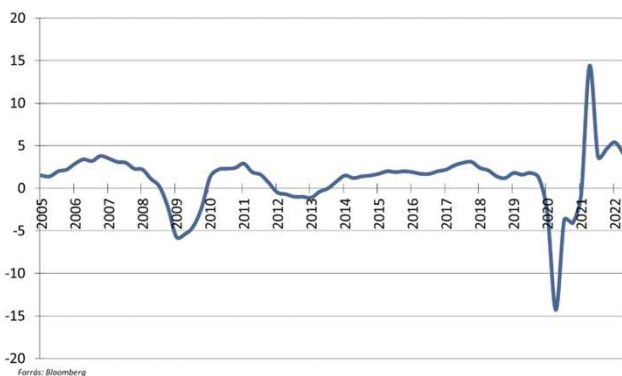




EURÓZÓNÁS GAZDASÁGI ADATOK

- Az eurózána gazdasága a második negyedévben 0,8%-kal növekedett, év/év alapon 4,1%-os bővülést látunk. A Bloombergnek küldött előrejelzések mediánja 3% 2022-re, ami enyhén magasabb, mint amit negyed éve láthattunk. 2023-ban ugyanakkor csupán 0,2%-ot várnak.
- A munkanélküliségi ráta 2021-22-ben folyamatos javulást mutatott, bár ez az elmúlt negyedévben inkább már stagnálásnak volt nevezhető. Az utolsó, augusztusi adat 6,6% lett, már jóval a válság előtti szint alatt van.
- Az eurózána infláció 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. A szeptemberi előzetes adat már 2 számjegyű lett (pontosan 10%), a magindex is 4,8%-ra emelkedett. Az EKB korábban látványosan kitartott az infláció átmenetisége mellett, ami részben indokolt lehetett a Fed-hez képest, hiszen az USA a munkaerőpiaca feszesebb, növekedési kilátása jobb volt. A Fed maga is le lehetett maradva annak felismerésében, hogy az inflációs hatások tartósabbak és erőteljesebbek mint ami elsőre logikusnak tűnhetett, most viszont határozott antiinflációs politikát folytat. Az EKB is változtatott a irányultságán idén, az inflációs előrejelzést többször is felfelé tolták, leállították az eszközvásárlást, majd kamatot is emeltek. Üzenetek terén pedig egyre több döntéshozó emelte ki az inflációs veszélyeket.

Eurózána reál GDP növekedés (év/év)



Forrás: Bloomberg

Vagyonkezelői beszámoló | Allianz Alapkezelő Zrt. |
© Copyright Allianz 2022. október 10.

Eurózána munkanélküliségi ráta



Forrás: Bloomberg

Eurózána infláció

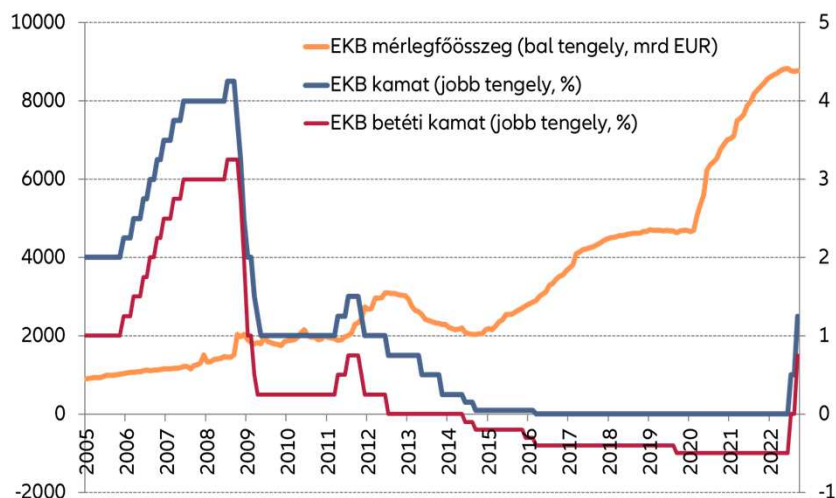


Forrás: Bloomberg



EKB – MONETÁRIS POLITIKA

EKB monetáris kondíciók



Forrás: Bloomberg

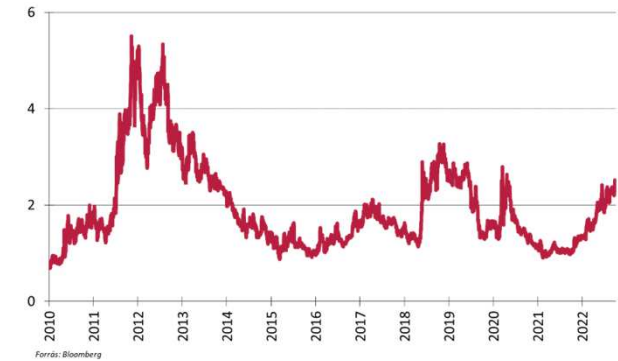
- Míg pár hónappal korábban csak annyi utalás volt a kamatemelésre, hogy a QE lezárulta után „valamennyi idővel” és „fokozatosan” fog bekövetkezni, a júniusi közleményben már konkrétan előrevetítették a júliusi 25bp kamatemelést, azzal, hogy szeptemberben még nagyobb lépés jöhet. Ehhez képest júliusban 50 bázispontos kamatemelés valósult meg. A párhuzamosan mozgó betéti ráta 2014 óta először hagyta el a negatív tartományt. Szeptemberben 75 bázispontos emelés jött.
- Az EKB a második negyedév végével leállította az eszközvásárlási programot (APP). Az APP és a PEPP (Pandémiás Eszközvásárlási Program) újrabefektetése révén az EKB állampapír-állománya egyelőre nem csökken.
- A júniusi ülést követő napokban az eurózána perifériaként emlegetett országokban jelentős hozamemelkedés, kockázati felár túgulás következett be. Itt a GDP-hez viszonyított adósságállomány magas, ezért az EKB úgy ítélhette meg, hogy könnyen rendszerszintű kockázat alakulhat ki, ha az adósságok piaci refinanszírozhatóságában kétség merül fel. Így egy rendkívüli ülésen megerősítették, hogy PEPP megújítása során az országok közt rugalmasan átcsoportosítanak, e mellett egy új eszközt is kidolgoznak rövid határidővel.
- A PEPP rugalmas újrabefektetése a gyakorlatban olasz QE-t és német QT-t jelenthet. Az új, TPI névre keresztelt eszköz részleteit júliusban tette közzé az EKB, ami lényegében korlátlan, csak egy adott piacra célzott (elsősorban állampapír) vásárlási lehetőséget jelent. Ennek aktiválására egyelőre nem került sor.
- Az EKB inflációs becslése az elmúlt negyedévekben drasztikusan nőtt: 2022-re 8,1%-ra emelkedett (márciusban 5,1%, júniusban 6,8%-ot vártak), 2023-ra 5,5% (márciusban 2,1%, júniusban 3,5%). 2024-re a változás sokkal kisebb volt, most 2,3% a várt infláció erre az évre, de üzenet értéke ennek is jelentős, ugyanis hosszabb ideig konzisztensen a 2%-os cél alatt láttuk a hosszabb előrejelzéseket. Az ideai GDP-prognózist az EKB kissé emelte (3,1%-ra), 2023-ra ugyanakkor már csak 0,9%-ot gondolnak.
- **Az EKB tehát idén nagyot fordult: hamarabb lezárta a QE-t, szüntette meg a negatív kamatokeletet, a kamatemelést határozottabban hajtotta végre, mint amit akár még tavasszal a piaci szereplők, vagy maguk a döntéshozók is vártak. Az eszközvásárlás eurózána-szinten leállt, QT-ről ugyan még egyelőre nincs szó, viszont a részpiacokra az EKB kiemelten figyel.**



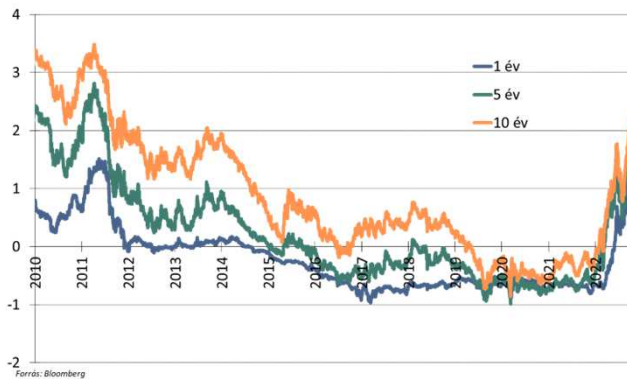
EURÓZÓNÁS ÁLLAMPAPÍRPIAC

- Az USA állampapírpiacnál bemutatott tendenciák az eurózónában is megfigyelhetők voltak: 2020 végétől inflációs félelmektől hajtott hozamemelkedés („reflation trade”), 2021-es oldalazás, 2022-ben jelentős hozamemelkedés, félév végi korrekció, majd ismételt emelkedés.
- Az olasz és spanyol kötvénypiacokon a német hozamokhoz képest a felár 2021-ben stabil volt, azonban 2022-ben trendszerű emelkedésnek indult. Ennek az lehetett az oka, hogy az eszközvásárlásokat fokozatosan kivezték, és bár az EKB továbbra is szabadon választhatta meg a vételeket országok közt, de az euróban mért havi mozgástere folyamatosan szűkült. E mellett a hozamok emelkedésével a magas adósságállományt görgető országok sérülékenysége a piac számára egyre nyilvánvalóbbá vált, tehát csak magasabb és magasabb felár mellett voltak a befektetők hajlandók például az olasz költségvetést finanszírozni. Így a spreadek jelentős nyomás alá kerültek. Ez vezetett a korábban említett rendkívüli EKB üléshez. A TPI feltételeinek kihirdetése szűkítette a felárat, de a hatás úgy néz ki, csak időleges volt, a piac hamarosan tesztelheti az EKB elkötelezettségét...

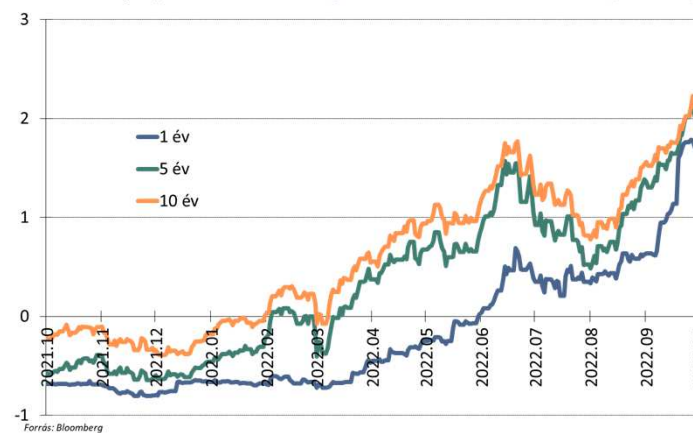
A 10 éves olasz-német hozamkülönbség



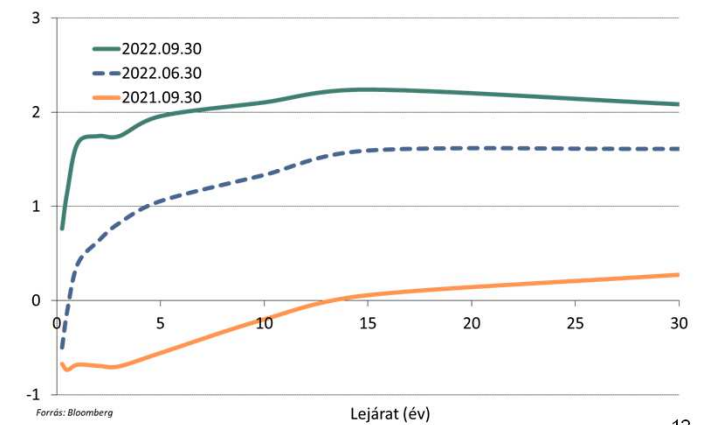
Állampapír hozammozgások (német)



Állampapír hozammozgások az elmúlt évben (német)



Állampapír hozamgörbe (német)

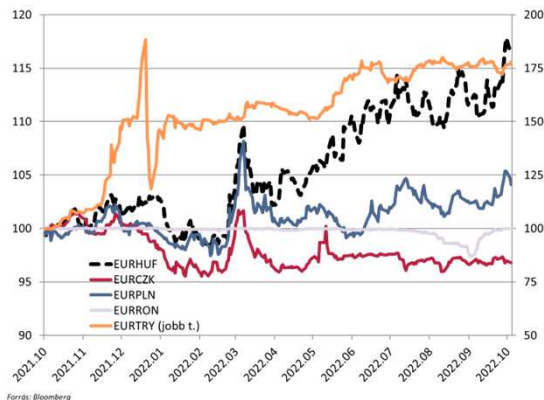




RÉGIÓS PIACOK

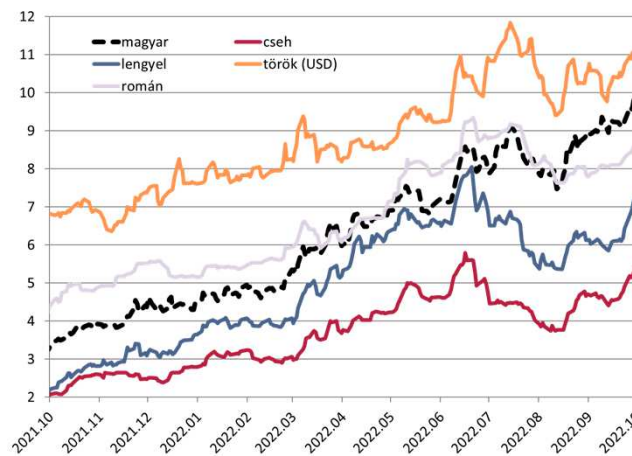
- A régióban is tovább emelkedett az infláció. A lengyel előzetes szeptemberi adat 17,2% lett, ami egész véletlen tizedre megegyezik az augusztusi cseh inflációval. A román árak emelkedése is meghaladta a 15%-ot.
- A cseh jegybank ugyanakkor leállította a kamatemelési ciklusát, a harmadik negyedévben nem változtatott a kamatszinteken. A Lengyel Nemzeti Bank szeptemberben már csak 25 bázispontot emelt, október elején pedig szinten tartotta a kamatszintet. Romániában még nem beszélhetünk a kamatemelési ciklus megállításáról, idén még minden alkalommal szigorított a központi bank.
- A kamatemelések megakasztása érdemben nem rontotta a cseh és a lengyel devizák euróban mért értékét, sőt időlegesen még erősödtek is, ahogyan a hozamok is lefelé indultak. A harmadik negyedév végére ugyanakkor ezek a mozgások megfordultak. Amennyiben a globális inflációs folyamatok nem mérséklődnek a piac és elemzők által várt mértékben, akkor számítani lehet újabb régiós kamatemelésekre.
- Törökország más utat jár. Itt kamatcsökkentéseket láttunk. A devizára ennek kiugró hatása nem volt, de ne felejtjük el, hogy jelentősen korlátozzák az országban a devizamozgásokat. Az inflációs helyzet folyamatosan romlik, már évi 80% felett jár az árindex.

A régiós devizák relatív teljesítménye



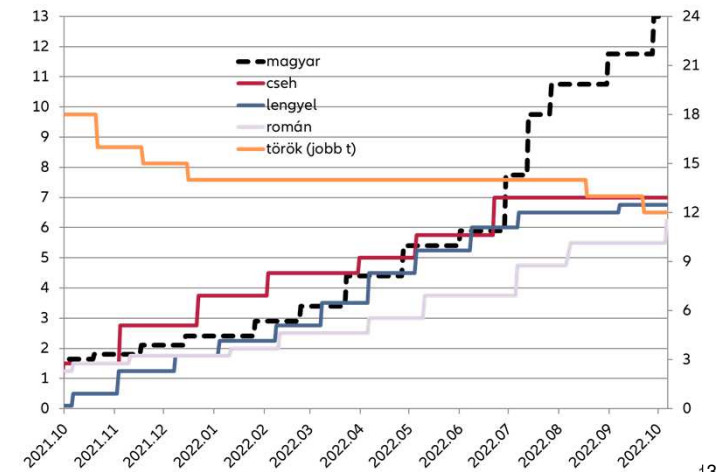
Forrás: Bloomberg

10 éves kötvényhozamok



Forrás: Bloomberg

A régiós alapkamat szintek



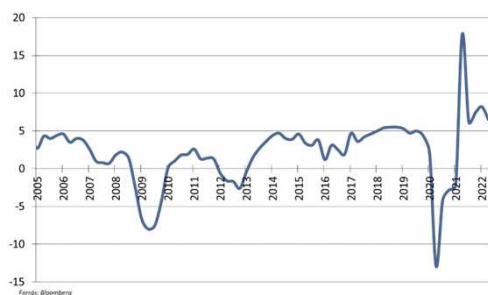
Forrás: Bloomberg



HAZAI GAZDASÁGI ADATOK

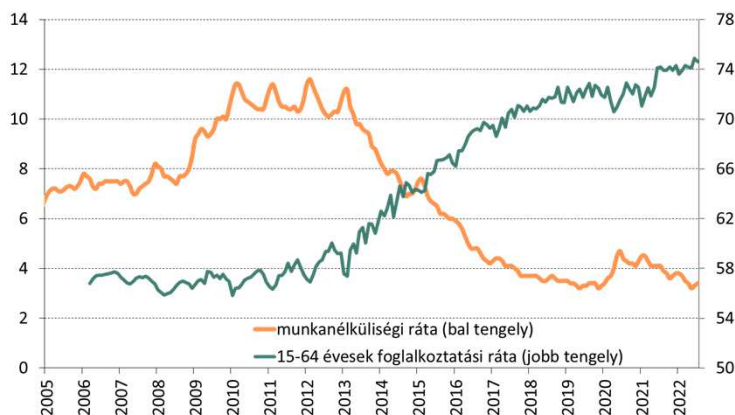
- A hazai gazdaság a második negyedévben is várt felett nőtt, a negyedéves növekedés 1% volt, év/év alapon 6,5%. Utóbbi a lengyel, a cseh és román értékeknél is érezhetően magasabb. A Bloombergnek nyilatkozó elemzők 5% körüli növekedést jeleznek előre az idei évre, ami valamivel jobb, mint amit korábban láttunk, 2023-ra viszont jelentős lassulás következhet be: erre az évre a medián 1,5%.
- Az elmúlt hónapokban a munkanélküliségi ráta lényegében nem változott, augusztusban 3,6% volt. A foglalkoztatottság még enyhe növekedést mutatott az időszakban, és már jelentősen meghaladja a koronavírus-válság előtti szinteket. A bérnövekedés nem igazán változott (július 15,3%) a legutóbbi adatok szerint, de egyrészt magas szinten áll, másrészt nem lennének meglepve, ha ismét gyorsulna, mert egyrészt több évközi béremelésről lehetett olvasni a sajtóban, másrészt sztrájkok, tüntetések is kezdődtek. Ez sajnos inflációs szempontból nagyon rossz hír, hiszen elindulhat az ún. ár-bér spirál, azaz az infláció miatt megnövelt bértömeg megjelenve a fogyasztói termékek és szolgáltatások piacán újabb áremelkedésekhez vezet, ami ismét nyomást fejt ki a munkaerőpiacon, ami öngerjesztő folyamatként tovagyűrűzik.
- Az infláció az üzemanyagra és számos alapvető élelmiszerre alkalmazott árstopok ellenére tovább növekedett az elmúlt hónapokban is, augusztusra 15% feletti értéket közölt a KSH. A maginfláció ugyanakkor már közel 20%-os (a különbség nagyobb része az üzemanyagárakban jelentkezik, ahol árstopok hatnak). Az áremelkedés a termékek és szolgáltatások széles körét érinti. Az MNB legfrissebb előrejelzése szerint 2022-re 20%-ot is elérheti az infláció, ami lényeges emelkedés az előző negyedévek előrejelzéseire képest.

Magyar reál GDP növekedése (év/év)



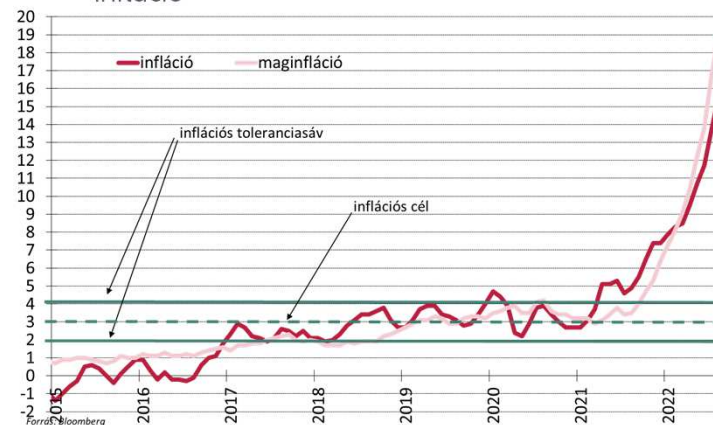
Vagyonkezelői beszámoló | Allianz Alapkezelő Zrt. |
© Copyright Allianz 2022. október 10.

Hazai munkanélküliségi ráta



Forrás: Bloomberg, KSH

Infláció

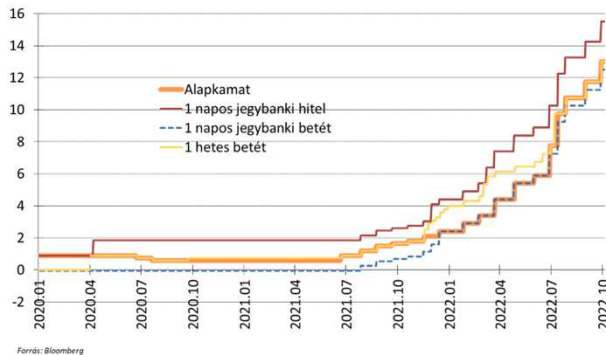


Forrás: Bloomberg

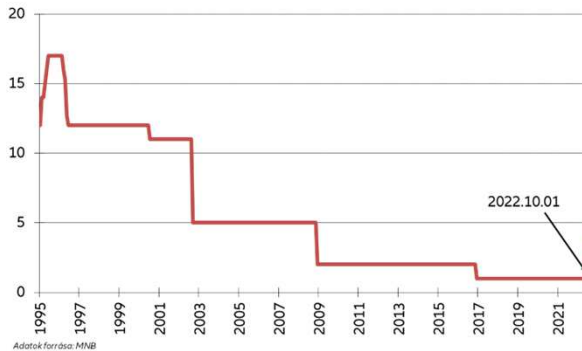


HAZAI MONETÁRIS POLITIKA

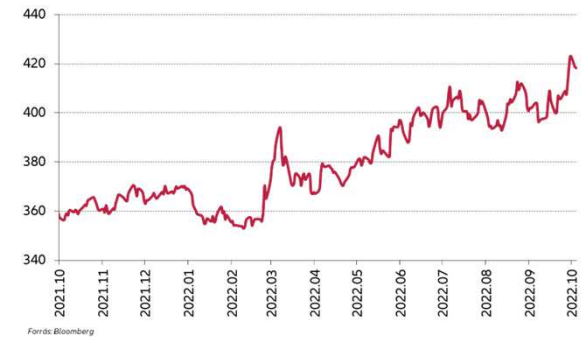
Hazai jegybanki kamatkondíciók



Kötelező tartalékráta



EURHUF árfolyam



- A 2021. júniusban megkezdett kamatemelési ciklus egészen szeptemberig tartott. Az alapkamat és a lényegesen nagyobb állományokat árazó egyhetes betéti kamat sokszor eltért egymástól, de a transzparencia javítása érdekében júniusban az MNB a két szintet összehangolta. Júliusban a piaci turbulenciák hatására ugyan kamatdöntések közt megemelték az egyhetes kamatot, de az alapkamatot a következő (nem kamatdöntőnek meghirdetett) ülésen utána is húzták. Az azt követő időszakban az MNB már nem térítette el a két eszköz kamatát, a változtatások az előre meghirdetett üléseken, azonos mértékben, egyszerre történtek. A szeptemberi emeléssel az alapkamat 13%-ra ért. Ezzel lezártnak nyilvánította az MNB a kamatemelési ciklust. Véleményük szerint az egyéb eszközök elegendőek lesznek, a további kamatemelés az inflációra már negatívan hatna (persze ettől függetlenül az MNB még emelkedő inflációra számít, az utóbbi kijelentés ehhez viszonyítva értendő).
- A kamatpolitika mellett a likviditást érintően is fontos változásokról tudunk beszámolni. Az MNB a korábbiakban csak a negyedévek végén, eseti jelleggel hirdetett meg EUR likviditást nyújtó swap tendereket, ezek most gyakoribbá válnak. Ennél fontosabbak az augusztusban bejelentett, leginkább októbertől ható intézkedések. Az MNB egyrészt jelentősen megemelte a kötelező tartalékráta mértékét: a jelképesnek mondható 1%-ról 5%-ra. Az eddigi gyakorlattól eltérően ezt a bankoknak nem elég havi átlagban megképezni, hanem naponta tartani kell. E felett, további legfeljebb 5%-ig a bankok önkéntesen vállalhatnak tartalékelhelyezést, amit a korábbi, rugalmasabb módon tehetnek a jegybankhoz. A tartalékeszközben lévő pénzmennyiség így sokszorosára változik, ezzel növelve az alapkamat jelentőségét. E mellett rendszeressé válik a rövid jegybanki diszkontkötvények aukciója, és bevezetnek egy legfeljebb 6 hónapos, alapkamathoz képest felárral kamatozó betéti eszközt.



HAZAI ÁLLAMPAPÍRPIAC, ÁLLAMILAG GARANTÁLT KÖTVÉNYEK

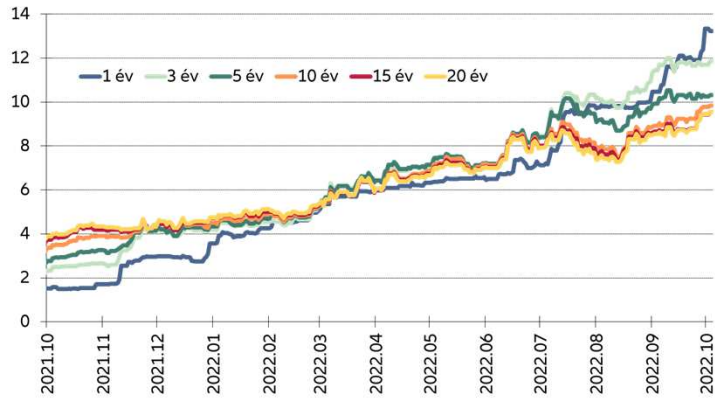
- A bő egy éves kamatemelési ciklus során MNB folyamatosan emelte a rövid kamatokat, a swap eszközökkel szűkítette a forint likviditást, így a bankközi kamatok is fokozatosan emelkedtek. Az ÁKK ugyanakkor éven belül továbbra is csak alacsony összegben bocsátott ki, 3 éves aukció évek óta nincs, a csereaukciók volumene csökkent ugyan, de ezek is többlet keresletet támasztottak az 1-2 éves lejáraton. Közben több nagyobb állampapír-sorozat is lejárt. Sok piaci szereplő a befektetési szabályai miatt kénytelen valamennyi DKJ-t tartani a számos más elérhető befektetésnél alacsonyabb hozam ellenére. Mindezek következtében a DKJ hozamok bár tendenciájukban emelkedtek, a jegybanki kamatpályához képest folyamatos és jelentős elmaradásban voltak. Ez most változhat, mivel a negyedév során az ÁKK bejelentette a csereaukciók felfüggesztését, valamint bő évtizedes kihagyás után újra hirdet 6 hónapos DKJ aukciókat is. E mellett az MNB likviditásszűkítő intézkedései is jelentősen csökkenthetik az agresszív vételi kedvet a DKJ-k piacán.
- A fix államkötvények aukciója általában jó kereslet mellett zajlott, a 15-20 éves futamidőkre lehetett általában gyengébb érdeklődést látni. Még márciusban törölték el azt a szabályt, hogy a meghirdetett összeghez képest csak +/-50% elfogadás engedélyezett. A megnövelt mozgástérrel a befektetői kereslet függvényében él is az ÁKK.
- A fix állampapírok hozamai folytatták az előző negyedévek trendszerű emelkedését. Ebben jelentős szerepet játszott az infláció globális emelkedése, a Fed QT, a Fed és az EKB nagy lépésekkel történő kamatemelése, illetve a szomszédunkban dúló háború gazdasági kihatásai. Az államháztartási hiány továbbra is jelentős, az adóbevételek az infláció (ÁFA) és a bérnövekedés (SZJA) hatására emelkednek, kormányzati beruházásokat halasztanak el, illetve a rezsitámogatás is mérsékeltebb. Ennek ellenére (részben persze a magasan ragadt gázár hatására) a költségvetési folyamatok nem túl biztatóak, a hiánycél megemelésére kényszerült a Pénzügyminisztérium, amelyet hamarosan az ÁKK megnövelt finanszírozási tervében látunk majd viszont. A pénzforgalmi hiány szempontjából kritikus lenne az EU-val történő megállapodás is.
- Az ÁKK bejelentette, hogy hamarosan júan kibocsátásra kerülhet sor, ennek volumene ugyanakkor nem fogja elérni a szokásos EUR vagy USD benchmark kibocsátásokét.
- Folytatódtak a zöld forintban denominált kibocsátások is: nagyjából havonta 2032/G-t és emellett negyedévente 2051/G-t láthatunk meghirdetve.
- A változó kamatozású kötvények iránt még megfelelőnek mondható a befektetői érdeklődés, de némi csökkenést figyelhattunk meg, amiben szerepe lehet az MNB likviditáscsökkentő intézkedéseinek, illetve a DKJ aukciós hozamok BUBOR kamatokhoz történő fokozatos felzárkózásának.





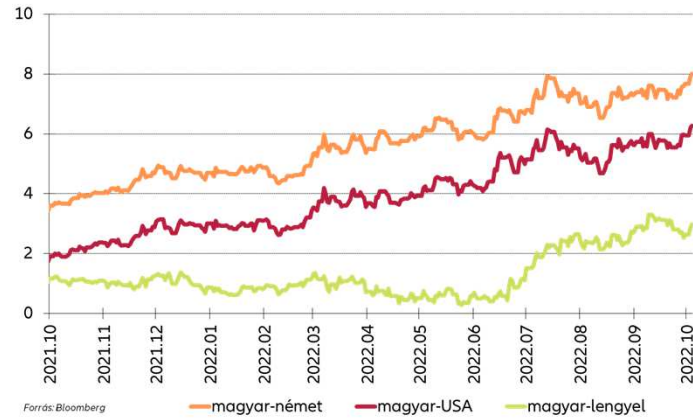
HAZAI ÁLLAMPAPÍRPIAC - GRAFIKONOK

Állampapír hozamok az elmúlt évben



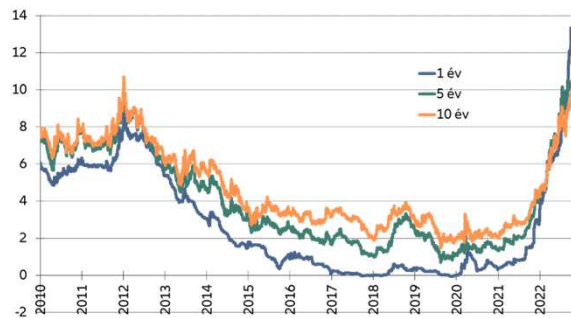
Forrás: Bloomberg

Nemzetközi összehasonlítás (10 éves futamidő)



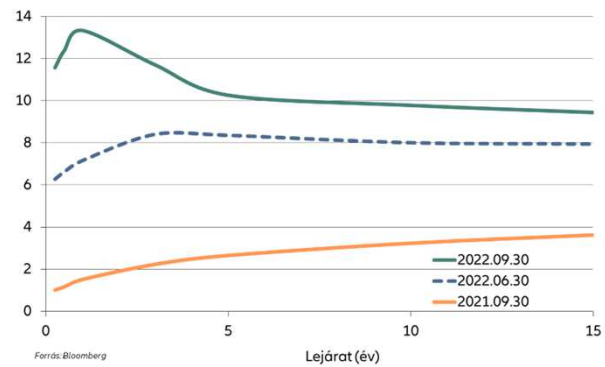
Forrás: Bloomberg

Állampapír hozammozgások



Forrás: Bloomberg

Hozamgörbe

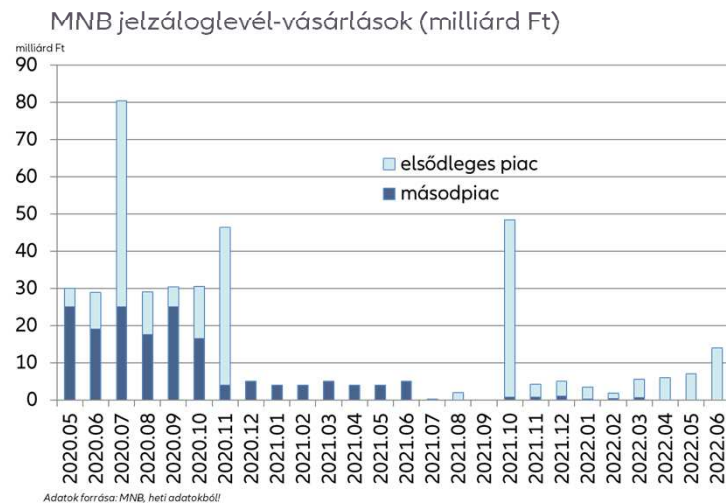


Forrás: Bloomberg



„FELÁRAS” KÖTVÉNYEK

- Az **államilag garantált** forint kibocsátások a harmadik negyedévben ismét megélnékültek. Az EXIM és az MFB forintban összesen 175 milliárd körüli összegben lépett a piacra. A felárak a volatilis kamatkörnyezeten túl feltehetőleg az elmúlt két év megugrott kibocsátói aktivitásának köszönhetően is szokatlanul magasak, az átlaghozamhoz tartozó állampapír felár a negyedév egyik aukcióján sem volt 100 bázispont alatt.
- A **jelzáloglevél-piac** a negyedévben meglehetősen csendes volt, egyedül a Takarékszövetkezetek Jelzálogbank bocsátott ki piaci tételben egy zöld jelzáloglevél sorozatot. Az MNB korábban felfüggesztette ugyan a zöld jelzáloglevél programot, de a jelzálogbankoktól a keretrendszer kihasználva továbbra is várhatóak ilyen aukciók, hiszen a befektetőknek a felár és a szigorú törvényi háttér mellett ez egy újabb érv lehet a vásárlásra. A jelzáloglevelek törvényi háttére egyébként az elmúlt hónapokban a befektetők számára kedvezően alakult. Az 1997. évi XXX. Törvény a jelzálog-hitelintézkedésről és a jelzáloglevélről (Jht.) módosulását követően a fedezetek tekintetében a jelzálogbankoknak 2 százalékos túlfedezettséget kell napi megfeleléssel biztosítani, e mellett minden nap a következő fél éves likviditási igényre is fedezetet kell képezzenek.
- Az **MNB** az időszakban nem vett jelzáloglevelet. A vásárlásokra ugyan a megújítási programja továbbra is lehetőséget ad, de egy kibocsátó ezzel akkor élhet ha van éven belül lejáró jelzáloglevele.



RÉSZVÉNYPIACOK

3



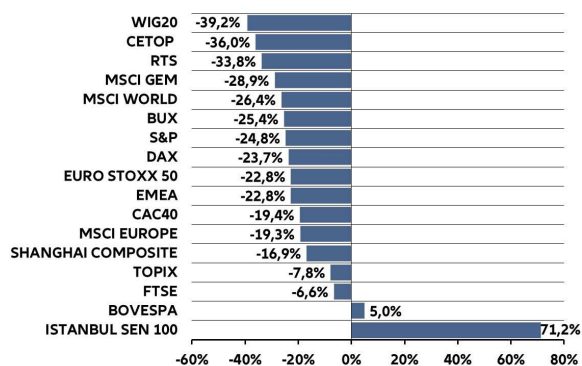


NEMZETKÖZI RÉSZVÉNYPIACOK

Az augusztus közepéig tartó bear market rali ellenére Q3 is eséssel zárult a részvénypiacokon. Az időszak második felében visszatért a negatív hangulat. A termékek és szolgáltatások globálisan széles körét érintő inflációs nyomás következtében a fejlett jegybankok egyre szigorítják a monetáris kondíciókat (kamatemelések, QE-k kivezetése, QT). Ezzel visszafogják a keresletet, azonban a kínálat oldali problémákat (pl. orosz-ukrán háború, kínai Covid lezárások, aszály) továbbra sem tudják orvosolni. Az inflációs nyomás érdemi enyhülése még nem látszik, a magasabb kamatpálya pedig egyre rontja a pénzügyi kondíciókat. Ez a gazdaság fékezése mellett szinte az összes befektetési eszköz teljesítményére negatívan hat. Idén a részvények mellett a kötvények is gyengélkednek (főként a hosszabb lejáratokon). A hozamemelkedés viszont egyre javítja utóbbiak reálhozam kilátásait, a TINA (There Is No Alternative, azaz nincs más alternatíva) korszak lezárulhat. Mindeközben a menekülődeviza dollár a kamatemelésekkel is támogatva paritás alá erősödött az euróval szemben.

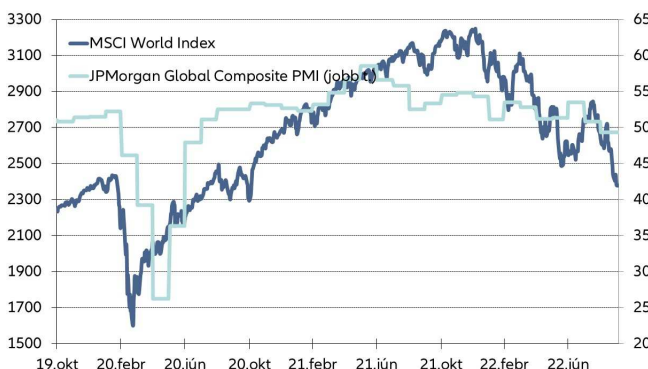
Az első félévben ugyan még valamelyest kitartott a Covid lezárások utáni újraindításban gyűjtött növekedési lendület (bár az USA-ban már technikai recesszió van), a magasabb frekvenciájú adatok (bizalmi indexek, BMI-k, kiskereskedelmi volumen, ipari termelés, stb.) sötétebb jövőt jósolnak. A piac árazza is ezt, elég a több mint 20 éve nem látott szintre invertálódó 2 és 10 éves amerikai hozamkülönbözetre tekintenünk. Az USA recesszióját az elemzői konszenzus is már 50% feletti valószínűséggel várja, ami a COVID lezárások óta nem látott érték. A Covid válság tompítása miatt eladósodott kormányok pedig jóval szűkebb fiskális mozgástérrel rendelkeznek a károk enyhítésére.

Részvényindexek teljesítménye YTD



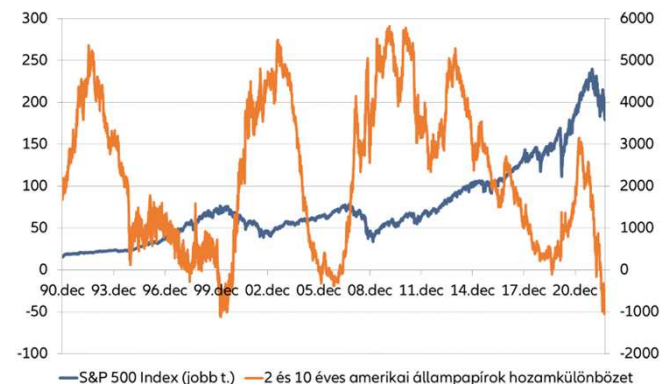
Forrás: Bloomberg

MSCI World index és a globális kompozit PMI



Forrás: Bloomberg

USA 2-10 éves hozamkülönbözete és az S&P 500



Forrás: Bloomberg



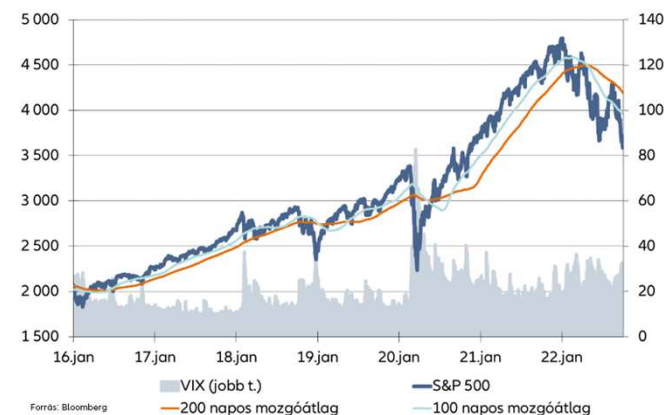
NEMZETKÖZI RÉSZVÉNYPIACOK - USA

Az S&P 500 5,3%-kal csökkent Q3-ban. Ez sorban a harmadik veszteséges negyedév, amire 2009 óta nem volt példa. Idén 24,8%-os a mínusz. Az időszak első felében még a 200 napos mozgóátlagig tartó felpattanást láthattunk. Itt mindössze 11%-ra járt historikus csúcsától. A shortzárások hajtotta ralit az átmenetileg enyhébb FED kommunikáció, a várt alatti júliusi inflációs adat, a technikai túladottság, a 10 éves átlag alá süllyedő P/E értékeltetés és a szélsőségesen alacsony befektetői pozícionáltság is segítette. Augusztus közepén azonban visszatért a pesszimizmus és Q3-végére új lokális mélypontra süllyedt az index. A FED kommunikáció szigorodott a nyár végéhez közeledve, miközben egyes adatközlések kiábrándulást hoztak (pl. kisker adatok, BMI-k, augusztusi inflációs adatok). Jerome Powell a Jackson Hole-i konferenciát követően nyilvánvalóvá tette, hogy az infláció leszorítása a legfontosabb. A növekedési áldozat, a pénz- és tőkepiaci veszteség és a (még feszes) munkaerőpiaci helyzet romlása elkerülhetetlen és kisebb károkat okoz. Persze a tervek szerint ez jól menedzselve, a hard landing-et elkerülve történne. Azóta az alapkamat már 3,25%, és a piac 4,5% környékére várja a ciklus csúcsát. A 2 éves hozam 4,2%, a 10 éves pedig 4% közelében is járt.

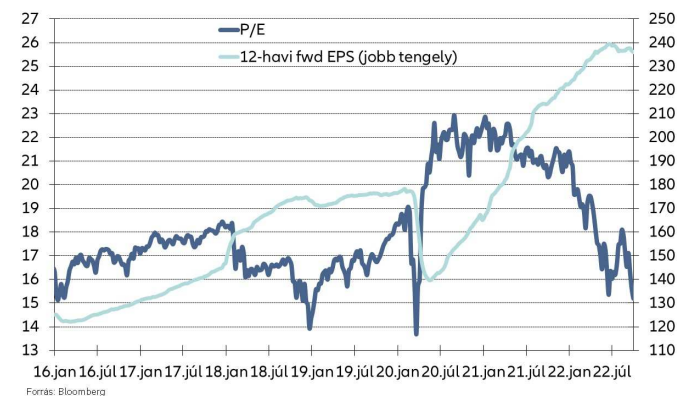
A hozamemelkedés súlyként nehezedik a P/E alapú értékeltetésre. Közben a korábban még stabil vállalati eredményvárakozások is megtorpantak és a cégek is rontják előrejelzéseiket (Walmart, FedEx, Ford, Apple, Nike stb.). A gazdasági lassulás a keresletre hat negatívan, miközben az erős dollár a külföldi bevételeket rontja. A költségnövekedés pedig a marzsokra hat negatívan. Q2-ben is látszottak már ennek jelei: 18% felett esett vissza az aggregált eredmény (év/év). Ráadásul az energiaszektor szárnyalását kiszűrve ez még rosszabb lett volna.

Az időközi választások közeledtével Biden stábjá közel 300 Mrd dollárnyi diákhitelt engedett el (az alacsony keresetűek körében) és bejelentette az eddigi legnagyobb, 369 Mrd dolláros klímavédelmi csomagot.

S&P 500 és a VIX (félelelem) index



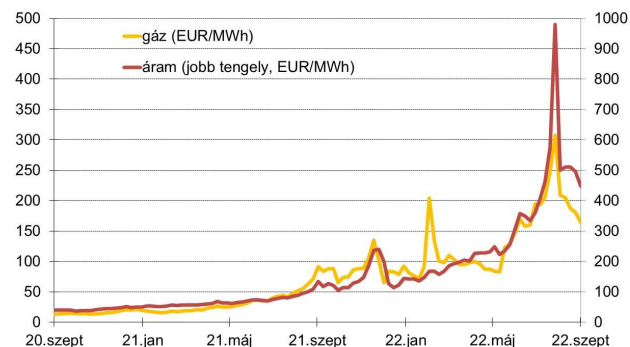
S&P 500 előrettekintő 12 havi P/E és EPS





NEMZETKÖZI RÉSZVÉNYPIACOK - EURÓPA

Gáz és áramár alakulása Európában



Forrás: Bloomberg

ZEW üzleti hangulat alakulása



Forrás: Bloomberg

A tengerentúli piacot követve végül az eurozónás Stoxx 50 értéke is 4%-kal süllyedt Q3-ban. Idén ezzel 22,8%-os a visszaesés. Míg az USA számára inkább a monetáris és fiskális pénzosztást követően túlfűtött gazdaság a fő gond, itt inkább a háború hatásai okoznak fejtörést. A szankciós adok-kapok teljesen átrendezi az energiapiacot, magasabb árakat és volatilitást okozva. Ez hatalmas versenyhátrányt jelent, főként az energaintenzív iparágakban (vegyipar, fémipar, stb.). Az Északi-Áramlat vezetékeken „technikai okokra” hivatkozva 20%-ra csökkentette, majd leállította a gázzállítást a Gazprom. Később ismeretlen eredetű robbanások következtében ezek használhatatlanná váltak. Az EU-s döntéshozók gázimportra vonatkozó ársapkával, az áramár modell átalakításával és az extraprofit „újraelosztásával” vennék fel a kesztyűt. Pozitív, hogy borsos áron, de sikerült 90% közelébe tölteni a gáztározókat. Az LNG szállításokkal, az egyéb országokból (Norvégia, Algéria, stb.) történő import felpörgetésével és a fogyasztás 15-20%-os visszafogásával az idei tél átvészélhető. A háború lezárásárára továbbra sem látszik remény. Az ukrán csapatok ellentámadásba lendültek, amire válaszként a korábban elfoglalt ukrán területek „elcsatolása” és orosz részleges mozgósítás következett.

A kedvezőtlenebb kilátások hatására a Stoxx 50 esetében 30% körüli a diszkont P/E értékelttségben a 10 éves átlaghoz képest. Ez nem tűnik túlzásnak tekintve, hogy az elemzői eredményvárakozásokban még nem látszik süllyedés. Igaz Q2-ben itt még 13,5%-os növekedés látszott, de ehhez az alacsonyabb bázis is hozzájárult. A régió még hátrébb járt a COVID kilábalásban, így Q2-ben még a GDP is 0,8%-kal (q/q) tudott nőni. Ám itt is nehéz idők következnek. Elég csak az eurozónás ZEW üzleti hangulatra, a fogyasztói bizalmi indexre, vagy a 10%-ig emelkedő inflációra tekinteni. Utóbbi hatására már az EKB is komolyabban veszi a szigorítást. A negatív tartományból két lépésben 0,75%-ig emelték az alapkamatot. Az olasz kormányváltást negatívan fogadta a piac, vélhetően szükség lesz az perifériaállamokat védő eszköz (TPI) alkalmazására. A kedvezőtlen piaci körülmények ellenére rendkívül sikeresen zárult a Porsche IPO-ja, ami a céget 77,4 Mrd euróra értékeli.

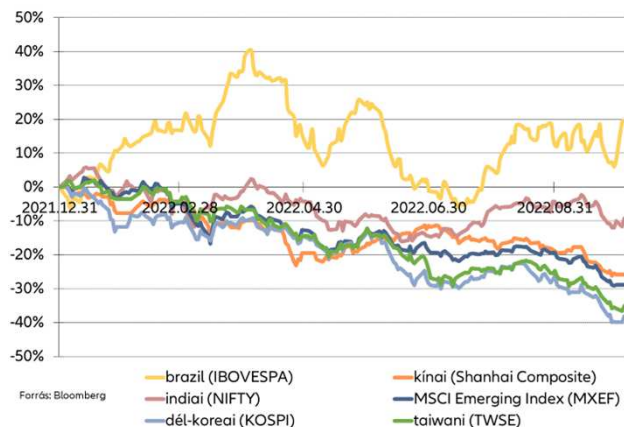


NEMZETKÖZI RÉSZVÉNYPIACOK - FELTÖREKVŐ

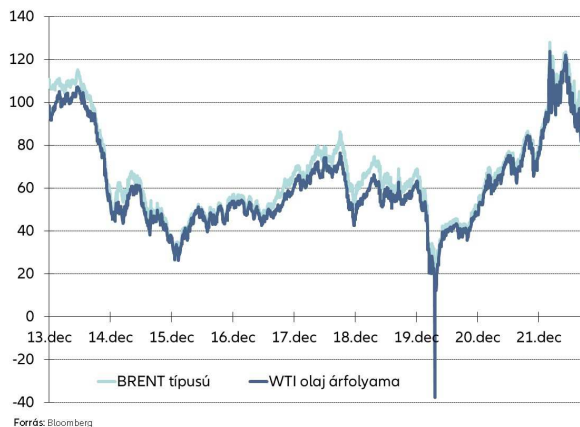
Q3-ban 12,4%-os visszaesésével alulteljesítő volt a feltörekvő piaci MXEF index, ami a teljes éves 28,9%-os süllyedésről is elmondható. Az általános risk-off és a határozott dollár erősödés jelentős ellenszél. A kínai gazdaság strukturális problémái (ingatlanpiac, hitellufi, stb.), az USA-val megromló viszony (tajvani konfliktus, amerikai tőzsdei jelentésekkel kapcsolatos viták) és a zero covid politika csak tovább rontanak ezen. Legutóbb a 21,2 millió lakosú Csengtu került vesztegzár alá. Mindezek hatására itt még tovább zajlik a monetáris és fiskális élénkítés. A pártvezetés által kijelölt 5,5% helyett már csak 3,4%-os GDP növekedést jelez idénre a Bloomberg konszenzus.

A növekedési félelmek és a dollár erősödés hatására nagyot esett az olajár is Q3-ban. Emiatt az OPEC+ várhatóan tovább vágja a kitermelési kvótákat. Ez inkább továbbra is jelzés értékű, hiszen a tényleges napi kitermelés még mindig 3,6 m hordóval alacsonyabb. A globális készletek év eleje óta látott csökkenése mindenesetre lassul. A török jegybank a 80% fölé kúszó infláció ellenére tovább vágta a kamatot 12%-ra. A líra csak idén 40%-t gyengült a dollárral szemben. Az orosz gazdaság a szankciók hatására idén 6%-kal eshet vissza, a lakossági fogyasztás 6,4% csökkenhet. Az export esetében 13,8%, az importnál 23%-os romlást vár a Bloomberg konszenzus.

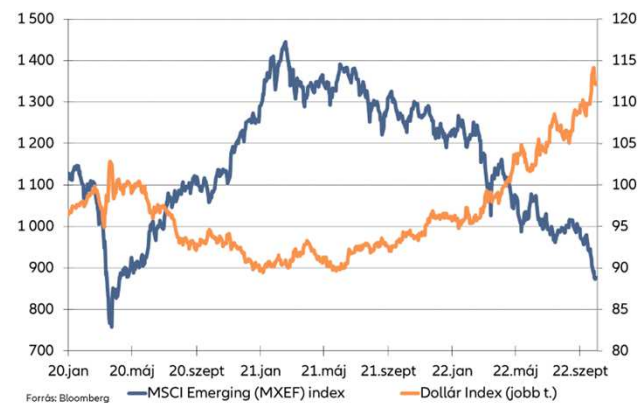
Feltörekvő piacok teljesítménye dollárban YTD



Főbb kőolajfajták árfolyamának alakulása (dollár/hordó)



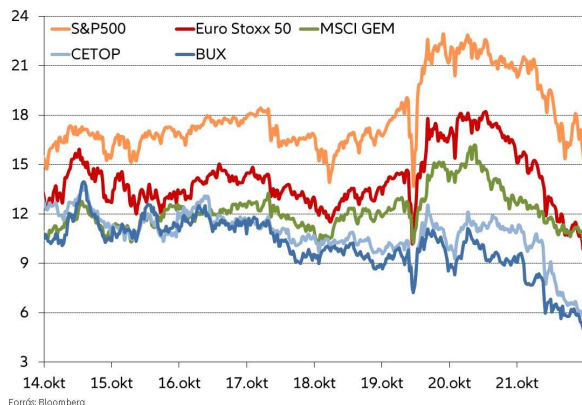
Feltörekvő részvényindex és a dollárindex alakulása





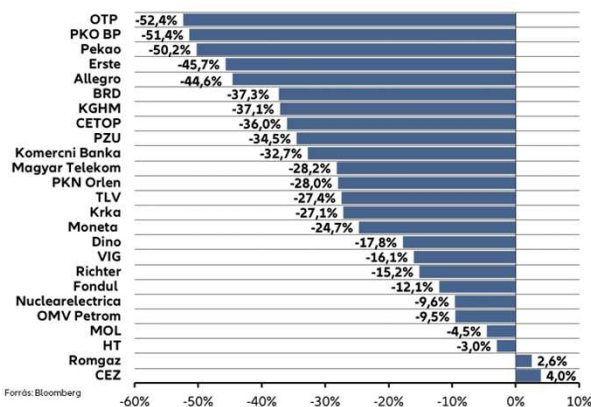
RÉGIÓS RÉSZVÉNYPIACOK

Részvényindexek előretekintő 12 havi P/E



Forrás: Bloomberg

CETOP részvények teljesítménye YTD



Forrás: Bloomberg

A régiós CETOP index 17%-kal esett Q3-ban, már 36%-os mínuszról jár idén. A gyenge teljesítményhez a zloty és a forint gyengülése is hozzájárult az euróban denominált benchmark esetében. A P/E alapú árazás itt már 50%-os diszkontot mutat a 10 éves átlaghoz képest. Ebbe vélhetően már rengeteg negatívum be van árazva. Persze adódhatnak további kockázatok. Jó példa Lengyelország és az EU viszonyának megromlása. Q2-ben már megállapodtak a helyreállítási tervről amivel elérhető vált 23,9 Mrd euró vissza nem térítendő támogatás és 11,9 Mrd euró kölcsön. Azóta viszont több feltételben eltérően értelmezik a teljesüléseket, állnak a kifizetések. A lengyelek végre akarják hajtani a tervezett beruházásokat és azzal fenyegetőznek, hogy keresnek más finanszírozási lehetőségeket (pl. Ázsiából). Vannak azért pozitív fejlemények is: átadásra került az éves 10 Mrd köbméter kapacitású Baltic Pipe vezeték, ami norvég gázt szállít Lengyelországba.

Az energiaipari cégek továbbra is élen járnak a régióban. Az utóbbi negyedévben azonban már itt is süllyedésnek indultak az árfolyamok. A kormányok innen vonják el legnagyobb mértékben az „extraprofitot”. A 70%-os állami tulajdonban lévő CEZ esetében 60%-os lehet az adókulcs 2023 és 2025 között. A bankok számára kedvező hozamemelkedés kevés ellensúlyozni a növekedéssel és hitelportfólió romlással kapcsolatos félelmeket. A különadók és a bajba kerülő adósok megsegítése érdekében hozott adósságkönnyítő intézkedések is terhet jelentenek. Lengyelországban a bankgarancia alapnak (BFG) 6,9 Mrd, a nagy kereskedelmi bankoknak pedig 3,6 Mrd zlotyiba kerül a 2016 óta küszködő Getin Noble kimentése. A defenzív egyézségügyi papírok gyenge szereplése a rossz hangulat mellett az orosz és ukrán kitettségek tudható be.

A szeptemberi felülvizsgálatot követően a lengyel játékszoftver gyártó CD Projekt kikerült a CETOP indexből. Volt bekerülés is, így helyét tulajdonképpen a szintén lengyel élelmiszerlánc üzemeltető Dino Polska vette át.

HAZAI RÉSZVÉNYPIAC

A BUX mérsékeltebb 3,6%-os mínusszal zárta Q3-at, így 25,4%-os mínusznál jár idén. Az alacsony árazás tükrözi az EU-s források kését, esetleges elmaradását, a magas energiaszámlával terhelt ikerdeficitet. A Gazprommal történt (halasztott fizetésről szóló) megegyezés hozhat némi fellélegzést.

A Q2-es számok közzététele után járt 9.700 forint felett is az OTP. Az akvizíciók és az organikus növekedés, a marzok stabilizálódása és a várt alatti céltartalékképzés hatására 161,2 Mrd forint lett a korigált eredmény. A különadók és a kamatstop hatásait levonva azonban ebből már csak 76,1 Mrd maradt. Utóbbi intézkedés 2023. június végéig meghosszabbításra kerül. Emellett a likviditásszűkítés érdekében 1-ről 5%-ra emelte a tartalékrátát az MNB. Pozitívum, hogy a szlovén Nova KBM akvizíció már csak hajszálnyira van.

A MOL a különadók és a benzinár-stop ellenére is brutális, 483,7 Mrd forintos tisztított EBITDA-t szállított Q2-ben. Azóta azonban az olajár csökkenése, az ural-brent különbség szűkülése, a horvát gázkereskedelmi botrány és exporttilalom, valamint a hazai benzinár-stop év végéig történő kitolása rontotta a megítélést.

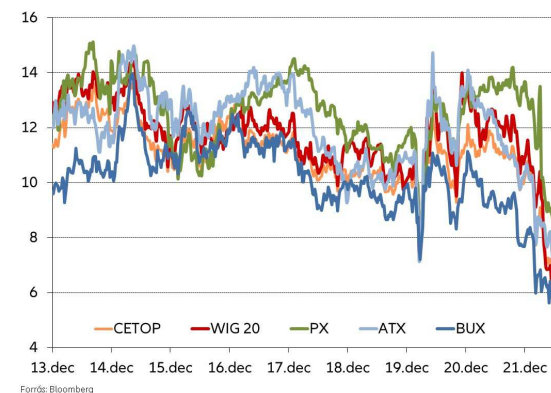
A Richter is erősen indított. A CEO optimista nyilatkozata (tervezetnél magasabb idei eredményről) és a kedvező devizaárfolyam változások, valamint mérföldkőbevétel hatására 76,5 Mrd forintra ugró Q2-es eredmény is segített. A 8.500-as szint elérése után az erős fundamentumok ellenére itt is visszaesést láttunk.

Az MTEL üzletmenetére sem lehet panasz. A mobil adat, szélessávú internet és mobileszközök iránti keresletnövekedés továbbra is segítette a bevételeket Q2-ben. Az adózott eredmény (10,6 Mrd) forint azonban így is 21,7%-kal alacsonyabban alakult (év/év) az extraprofit adó hatására. A 4iG és a Magyar Állam indikatív adásvételi megállapodást írt alá a Vodafone megvásárlásáról. Ez erősítheti a piaci versenyt.

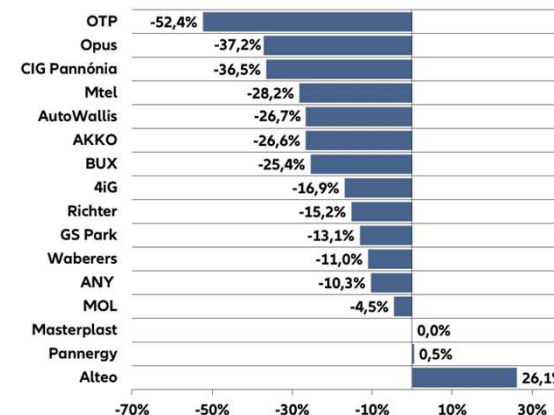
A szeptemberi felülvizsgálatot követően az Appeninn részvénye kikerült a BUX indexből.



Régiós részvényindexek előretekinő 12 havi P/E



BUX részvények teljesítménye 2022 YTD





POZÍCIÓK A NEGYEDÉV SORÁN

Állampapírok, duration súlyok

- A hozamok emelkedésével számoltunk, így a negyedév folyamán továbbra is a benchmarknál rövidebb duration-t céloztunk. Az időszak végére hozamcsökkenés irányába is nagyobb kockázatot láttunk, így az alulsúlyt mérsékeljük.
- A negyedév elején ismét vettünk 2029/B változó kamatozású állampapírt, mivel kamatozása a DKJ-knél konzisztensen magasabb és az árfolyama is emelkedett. Augusztus végén 2027/B és 2029/B-ből profitot realizáltunk az állomány egy részével, szeptember végén a csökkenő árakon már ismét vevők voltunk.

„Feláras” kötvények

- Vettünk aukción államilag garantált kötvényeket, mivel a hitelkockázatuk hasonló az állampapírokhoz, de azokhoz képest 100 bázispontot is bőven meghaladó felárunk volt.
- Aukciókon vettünk zöld jelzáloglevelet is, szintén 100 bázispont feletti felárral.

„Zöld” kibocsátások

- A fent említett jelzáloglevélen kívül kismértrékben növeltük a 2032/G és a 2051/G zöld államkötvények mennyiségét, ezek a zöld státusz ellenére hasonló hozammal rendelkeznek, mint a közeli lejáratú nem zöld állampapírok. Továbbra is benchmark feletti súlyt tartunk az említett sorozatokból.

Részvények

- A negyedév során tovább tartottuk a már korábban kiépített Magyar Telekom, Alteo és ANY Biztonsági Nyomda felülsúlyokat. Ezeken kívül folyamatosan voltak egyedi értékpapírválasztásaink a régióinkban, míg a globális fejlett és feltörekvő indexeket a benchmark szint közelében, vagy kicsit alatta tartottuk.

EGYÉB TÁBLÁK, ADATOK, INFORMÁCIÓK

4





ALACSONY MINŐSÍTÉSŰ HITELVISZONYT MEGTESTESÍTŐ ÉRTÉKPAPÍROK PORTFÓLIÓNKÉNT 2022.09.30-ÁN

Alacsony minősítésű hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok 2022.09.30-án

Portfólió	Értékpapír megnevezése	Névérték	Minősítés oka
Allianz Önk. Kiegyen	WING 2024/II	297 500 000	
Allianz Önk. Növek.	WING 2024/II	30 000 000	

A WING 2024/II-t NYP Igazgatósága előterjesztés alapján engedélyezte.



SFDR ÉS TAXONÓMIA RENDELET SZERINTI JELENTÉS 2022.09.30-ÁN

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.