

VAGYONKEZELŐI BESZÁMOLÓ

ALLIANZ ÖNKÉNTES NYUGDÍJPÉNZTÁR

2022. IV. NEGYEDÉV

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

2023.01.11.

Allianz 



TARTALOM

1

BENCHMARK HOZAMOK ÉS TELJESÍTMÉNYEK

2

MAKROGAZDASÁGI ÖSSZEFOGLALÓ

3

RÉSZVÉNYPIACOK

4

EGYÉB TÁBLÁK, ADATOK, INFORMÁCIÓK

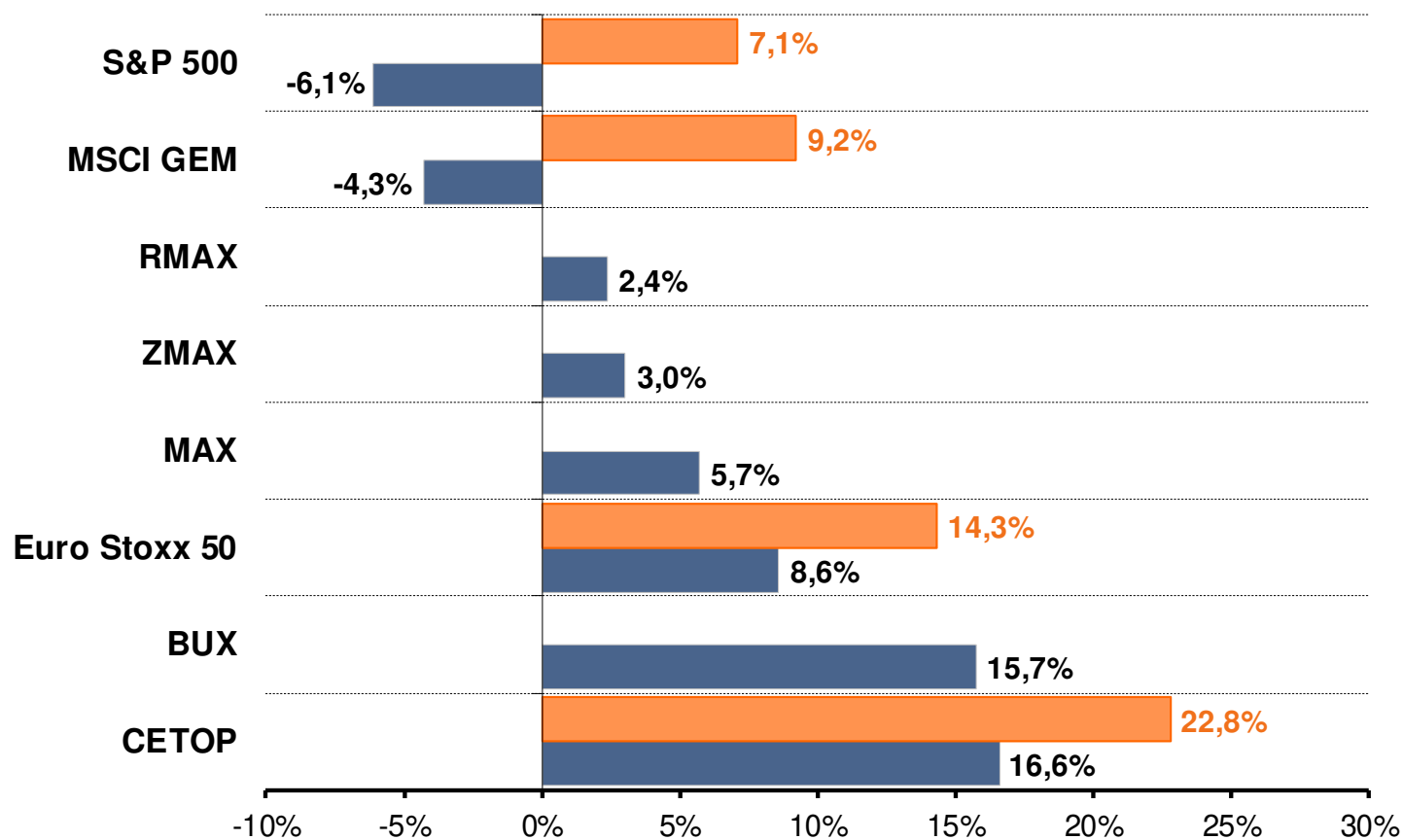
BENCHMARK HOZAMOK ÉS TELJESÍTMÉNYEK

1





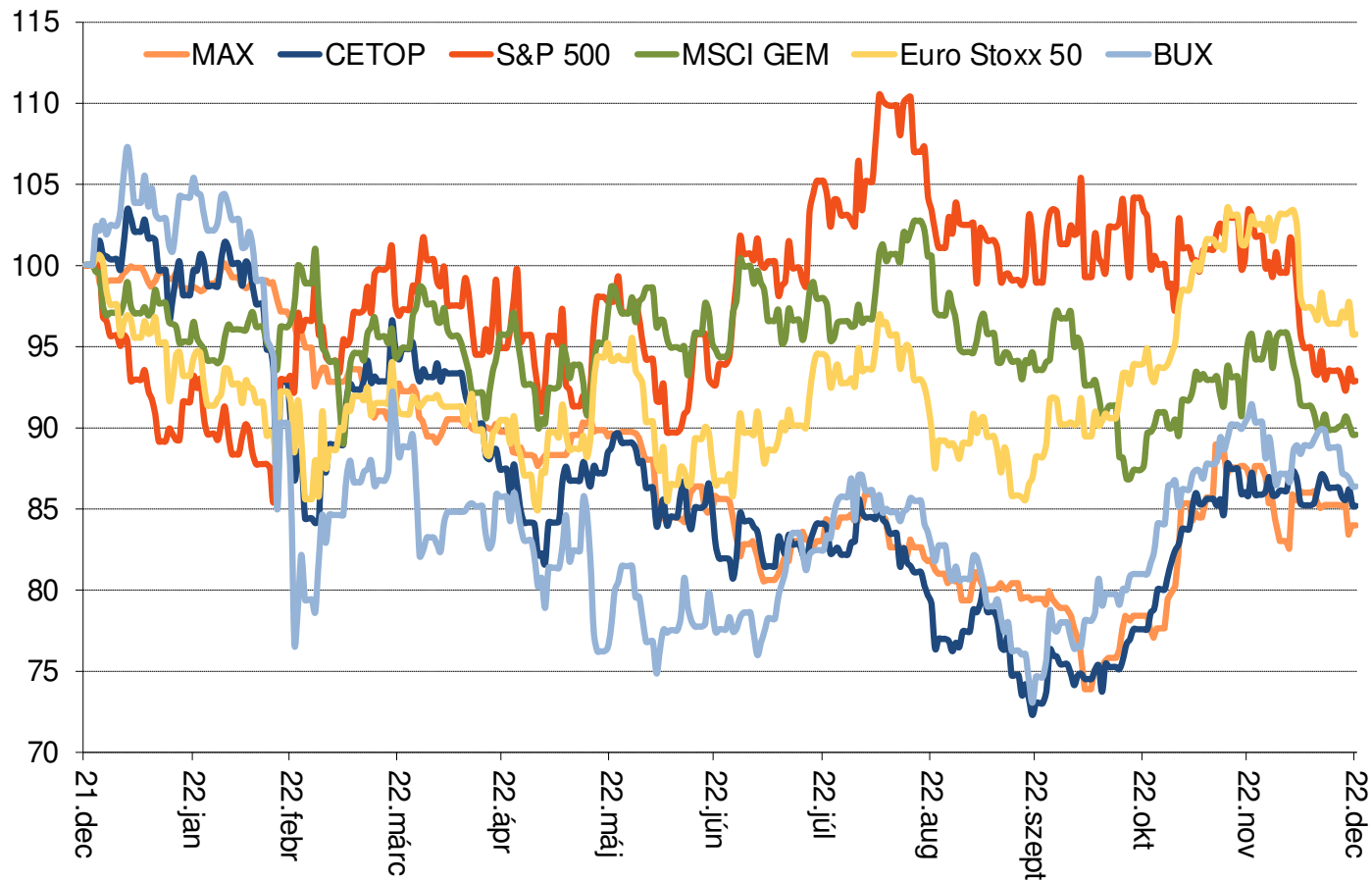
FŐBB INDEXEK TELJESÍTMÉNYE 2022 Q4 (HUF ÉS SAJÁT DEVIZA)



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő



FŐBB INDEXEK ALAKULÁSA 2022 YTD (HUF)



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

MAKROGAZDASÁGI
ÖSSZEFOGLALÓ

2

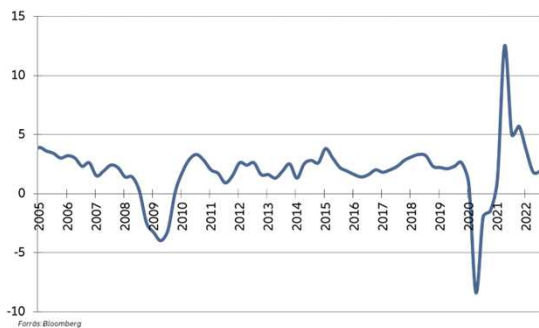




USA GAZDASÁGI ADATOK

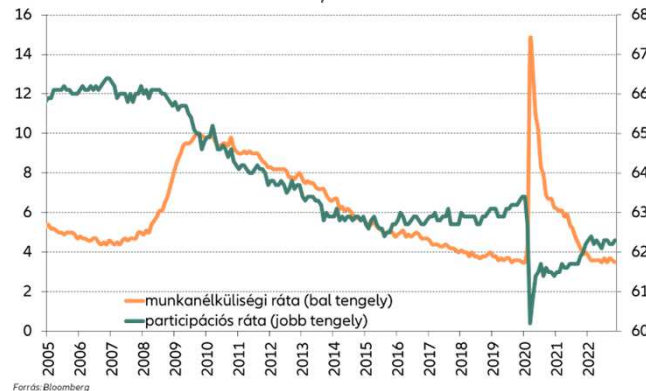
- A második negyedévben látott enyhe reál GDP csökkenés után a harmadik negyedévben 0,8% körüli bővülést mutatott az Egyesült Államok gazdasága (negyedév/negyedév), ami az elemzői várakozások mediánjánál magasabb volt. Év/év alapon 1,9%-os növekedést regisztráltak. A Bloombergnek leadott előrejelzések jelenleg (01.06-án) 2023-ra 0,3% körüli értéket jeleznek előre (ez némileg alacsonyabb az egy negyedéve megfigyelthez képest).
- A munkanélküliségi ráta lényegében stagnált 2022-ben, decemberben 3,5%-on állt. Az újonnan munkanélküli segélyekért jelentkezők száma nagyon kedvező, 200 ezer körül ingadozott (heti adat) tavaly. A tartósan munkanélküliek száma viszont úgy néz ki, trendszerűen emelkedni kezdett. Igaz, a decemberi 1,7 milliós érték historikusan még mindig kiváló, a járvány előtti legalacsonyabb adatok nagyságrendjén van. Tehát a munkaerőpiac továbbra is feszítettnek mondható. Inflációs szempontból ugyanakkor jó hír, hogy az órabérek emelkedése nem szállt el ezzel párhuzamosan, stabilan 5% körül ingadozott egész évben. A participációs (aktivitási) rátában van még elmaradás a járvány előtti szintekhez képest, és ez tavaly inkább csak stagnált, azaz úgy néz ki, a COVID itt tartósabb kárt okozott.
- Az infláció 2020 második felétől meredeken felfelé indult, 2022-ben ugyanakkor az emelkedés lassult, majd a júniusi 9,1% után folyamatos javulást láthattunk. A havi adatok is kedvezőek lettek, és az is jó hír volt, hogy a fordulat a termékek széles körét érinti. A dezinflációt támogatja, hogy a hosszabb távú lakossági inflációs várakozások egész évben mérsékeltek maradtak, a bérnövekedés sem vált kiugróvá, a fogyasztás növekedése mérséklődik, az energiaárak megugrása pedig az USA gazdaságát Európához viszonyítva kevésbé érintette.

USA reál GDP növekedése (év/év)



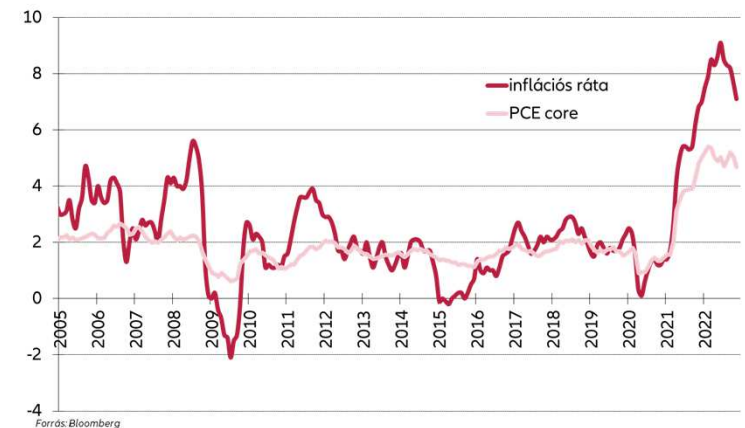
Vagyonkezelői beszámoló | Allianz Alapkezelő Zrt. |
© Copyright Allianz 2023. január 11.

USA munkaerőpiac



Forrás: Bloomberg

USA infláció

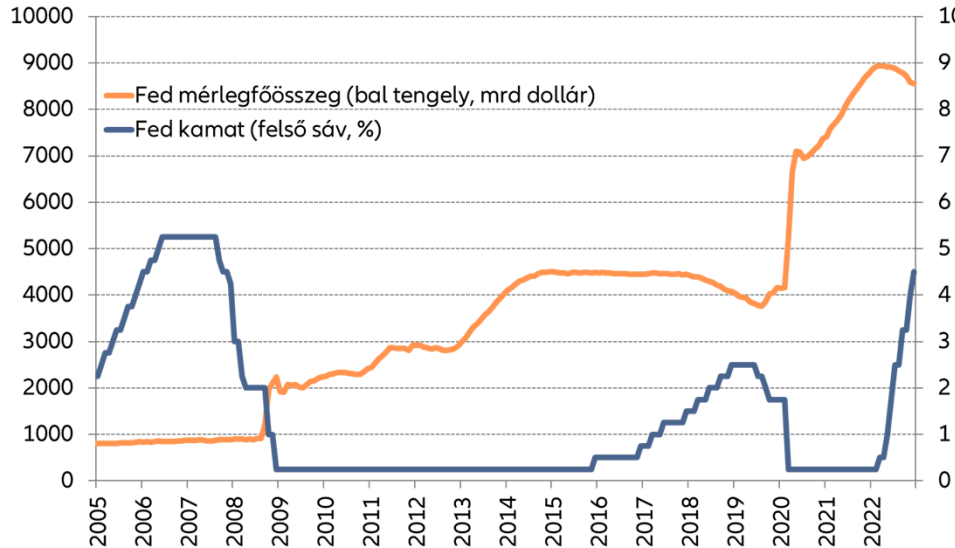


Forrás: Bloomberg



USA – MONETÁRIS POLITIKA

USA monetáris kondíciók



Forrás: Bloomberg

- A Fed kamatemelés csupán 2022 márciusában indult el, miután az infláció közel sem bizonyult olyan átmenetinek, mint ahogy a döntéshozók eredetileg gondolták. Az első lépés még csak 25 bázispont volt, de az adatok továbbra is kedvezőtlenek voltak, így egy 50, majd négy 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.
 - Az év vége felé az inflációs trend fordult, így a Fed a decemberi lépésközt 50 bázispontra csökkentette (a kamatszintet 4,25-4,5%-re emelte), de a szigorítás nem áll meg. Igaz, akár már februárban 25 bázispontos lehet az ütem, de a végső kamatszint jó eséllyel 5% fölé ér majd. Az ideai kamatvágással kapcsolatos piaci várakozásokat a Fed többször hűtötte.
 - A nettó vásárlásokat (QE) márciusban állították le, júniustól pedig már elkezdődött a mérlegleépítés (QT). Ez a korábbi, 2018-2019-es ütemnél gyorsabb: 3 hónap alatt havi 95 milliárd dollárra futott fel. A legutolsó kamatdöntő ülésen nem kaptunk ennek változására jelzést, így egyelőre ezzel kell számolni a következő hónapokra is.
- A Fed decemberi gazdasági előrejelzésében a 2023-as GDP növekedést lefelé, az inflációt és a munkanélküliséget felfelé húzták a szeptemberi közleményhez képest. A GDP bővülésre vonatkozó becslés mediánja az idei évre 0,5%, azaz legfeljebb egy rövid és enyhe recessziót vár a Fed. Jövőre 1,6%-ot prognosztizálnak. A PCE infláció esetében 3,1% illetve 2,5%, míg a magindexre 3,5% és 2,5% az előrejelzés.
 - **Tehát az USA monetáris politikája 2022-ben támogatóból semleges, majd egyre inkább szigorú lett. A kamatemelések üteme viszont lassul már. Nagy kérdés, hogy a kamatemelések és a nagymértékű QT következtében mennyire esik vissza gazdasági növekedés, és ennek hatására a kedvező inflációs fejlemények kitartanak-e. Amennyiben az infláció a most vártnál gyorsabban közelíti a 2%-os célt, akkor a Fed mostani elzárkózása ellenére elképzelhető 2023-ban kamatvágás, de kérdés, hogy elérheti-e azt a mértéket, amit a határidős piac jelenleg áraz (decemberre akár kettő 25 pontos vágás). A QT lassítása is előkerülhet az idei évben.**



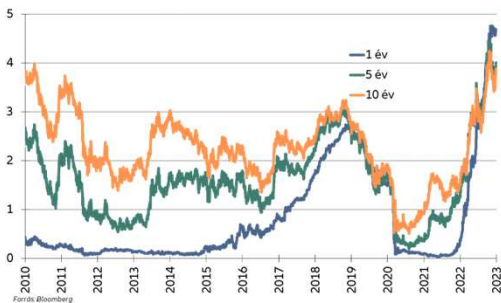
USA ÁLLAMPAPÍRPIAC

- A Fed 2020-ban példátlan lazításba kezdett: a gyors kamatvágás mellett újraindított eszközvásárlások üteme egy nagyságrenddel nagyobb volt a korábbi programokhoz képest. Emiatt a kötvényhozamok jelentősen estek. Mivel párhuzamosan az USA költségvetés is agresszív költekezésbe kezdett, a teljes gazdaságpolitikai mix az infláció emelkedésének irányába hatott. A munkaerőpiac ugyanakkor gyorsan magára talált, 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 többek között az energiahordozók és élelmiszerek árának.
- A hozamok így 2020-tól emelkedő trendben voltak, melyet erősített 2022-ben a Fed QE leállítása, majd a QT elindítása. Nyáron időlegesen megtört a hozamemelkedés, mivel a piaci szereplők recesszióval, így lassabb emelésekkel (sőt 2023-ra lazítással) számoltak. A Fed döntéshozók ugyanakkor határozott üzeneteket küldtek, ami alapján a kamatemelés közeli leállítása, illetve az esetleges újabb lazítás kiárazódott. Ezzel a hozamok ismét emelkedni kezdtek. Újabb fordulatot novemberben láttunk, amikor az USA infláció a várakozásoknál jobban mérséklődött és a termékek szélesebb körén is látszott az áremelkedés lassulása. A Fed szigorú hangvétele ezen érdeemben nem fordított, a hozamok így az utolsó negyedévben inkább oldalaztak. A piac most kiemelten figyeli, hogy a globális inflációs trend továbbra is a csökkenés irányába mutat-e, lesz-e recesszió, feszes marad-e a munkaerőpiac.

USA szövetségi deficit/GDP (gördülő, %)

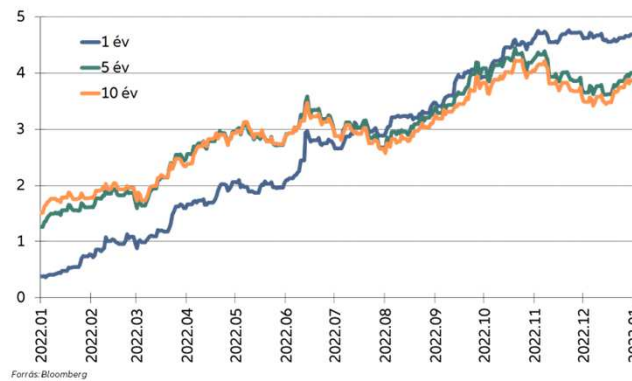


Állampapír hozammozgások

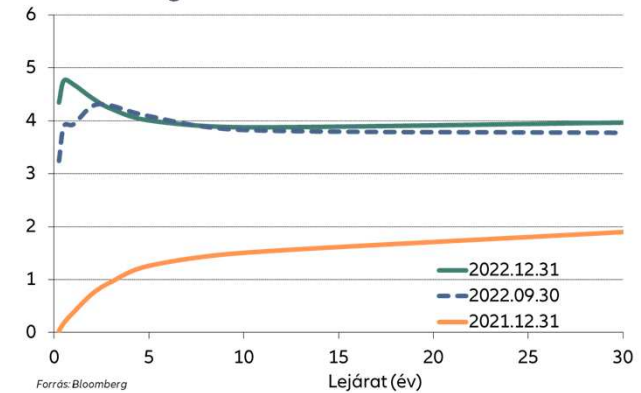


Vagyonkezelői beszámoló | Allianz Alapkezelő Zrt. |
© Copyright Allianz 2023. január 11.

Állampapírpiac az elmúlt évben



Hozamgörbe

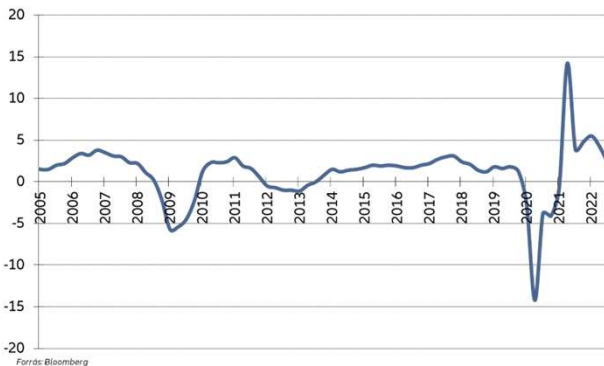




EURÓZÓNÁS GAZDASÁGI ADATOK

- Az eurózána gazdasága a harmadik negyedévben már csupán 0,3%-kal növekedett, év/év alapon még 2,3%-os volt a bővülés. A Bloombergnek küldött előrejelzések középértéke 2023-ra -0,1%, amely enyhe csökkenést mutatott ahhoz képest, mint amit negyed éve láttunk.
- A munkanélküliségi ráta 2021-22-ben szinte folyamatos javulást mutatott. Az októberi adat is még csökkent kissé (6,5% lett), november ehhez képest nem változott. Számos országban érhető már el decemberi érték is, de romlás még ott sem látszik.
- Az eurózána inflációja 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. Az októberi adat 10,6% volt, azonban a decemberi előzetes alapján a pénzromlás a vártnál jobban tudott csökkenni (9,2%). A maginfláció még emelkedő trendben van, de az inflációs kilátások most kedvezőbbek mint az előző jelentésünkben írtuk. Az EKB a korábbi tagadás után (a gyors pénzromlást sokáig átmenetinek tekintették) jelenleg elég határozott szigorító pályán van, a fogyasztás szűkül (november -2,8% év/év eurózána szinten, Németország -5,7%), ár-bér spirál – a még kedvezőnek látszó munkaerőpiaci számok ellenére – egyelőre nem látszik, az inflációs várakozások még nem ugrottak meg nagyon. Természetesen az enyhe tél is közrejátszott az index mérséklődésében (január-februárban lehetnek még mínuszok), az árakat pedig sokhelyütt torzítják kormányzati intézkedések. Összességében a kilátások most nem annyira borúsak.

Eurózána reál GDP növekedés (év/év)



Forrás: Bloomberg

Eurózána munkanélküliségi ráta



Forrás: Bloomberg

Eurózána infláció

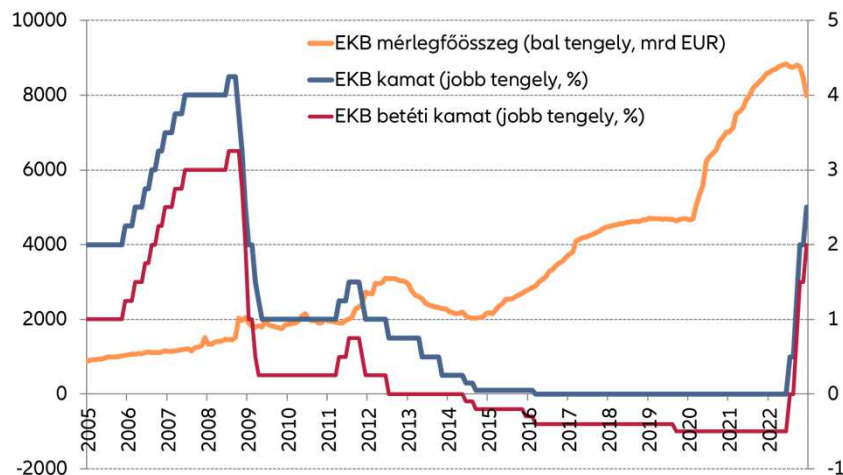


Forrás: Bloomberg



EKB – MONETÁRIS POLITIKA

EKB monetáris kondíciók



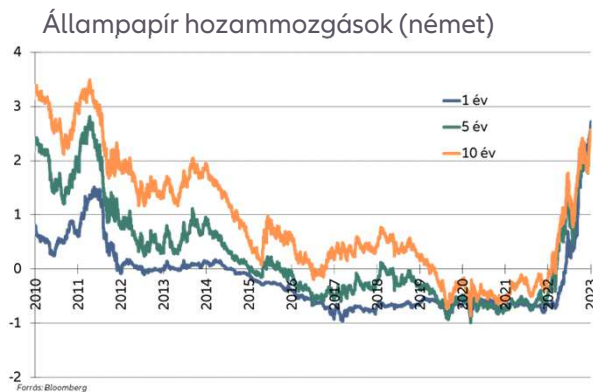
Forrás: Bloomberg

- Míg pár hónappal korábban csak annyi utalás volt a kamatemelésre, hogy a QE lezárulta után „valamennyi idővel” és „fokozatosan” fog bekövetkezni, júliusban a vártnál nagyobb, 50 bázispontos emelés valósult meg, majd szeptemberben és októberben 75-75 bázispont. December ugyan csak 50 bázispontot hozott (2,5%-ra), de az iránymutatás a vártnál sokkal szigorúbbá vált. Eszerint határozott kamatemelések sora következhet még, és a közeli kamatvágás is valószínűtlen.
- Az EKB a második negyedév végével állította le az eszközvásárlási programot (APP). Az APP és a PEPP (Pandémiás Eszközvásárlási Program) újrabefektetése révén az EKB állampapír-állománya még nem csökkent. A decemberi ülésen ugyanakkor döntés született a QT megindításáról, átlagosan havi 15 milliárd euró ütemben. A havi „nem-megújítás” mennyiségének esetleges változtatásáról a tapasztalatok fényében június végéig születik majd döntés.
- 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, amivel az EKB mérlegfőösszeg már el is kezdett csökkenni. Előtörlesztési lehetőség januárban és februárban is lesz.
- 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. E mellett egy új eszközt (TPI) is kidolgoztak azóta, azonban ennek gyakorlati alkalmazása nem volt szükséges, mivel a felárszintek nem érték el kritikus szintet.
- Az EKB inflációs becslése decemberben tovább nőtt: 2023-ra 6,3%-ra emelkedett (szeptemberben 5,5%-ot vártak), 2024-re is csak 3,4%-ra várják a mutatót, és még 2025-ben is a 2% cél felett lehet kicsivel a pénzromlás üteme. Az idei GDP-prognózist az EKB lejjebb húzta (0,5%-ra), 2024-re ugyanakkor továbbra is 1,9%-ot gondolnak.
- **Az EKB tehát egyelőre nem lassít: a kamatemelések továbbra is határozott ütemben jöhetnek 2023-ban, e mellett a QT is elindul márciustól, bár még csak egy óvatosabbnak mondható összeggel. Ugyanakkor ha nem jön inflációs fordulat, akkor a QT gyorsításának valószínűsége nő az év második felében. Kamatvágásra a jelenlegi információk alapján nagyon kicsi az esély.**



EURÓZÓNÁS ÁLLAMPAPÍRPIAC

- Az USA állampapírpiacnál bemutatott mozgások az Eurózónában is hasonló mintázatot mutattak: 2020 végétől inflációs félelmektől hajtott hozamemelkedés („reflation trade”), 2022-ben is jelentős hozamemelkedés, amin belül a második és a negyedik negyedév inkább oldalazás volt.
- Az olasz és spanyol kötvénypiacokon a német hozamokhoz képest számolt felár 2021-ben 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 korábban említett rendkívüli EKB üléshez (június). A TPI feltételeinek kihirdetése szűkítette a felarat. 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 a TPI-t.



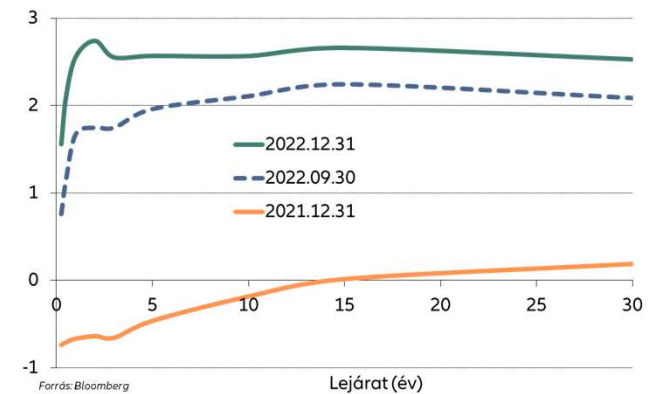
Vagyonkezelői beszámoló | Allianz Alapkezelő Zrt. |
© Copyright Allianz 2023. január 11.



A 10 éves olasz-német hozamkülönbség



Állampapír hozamgörbe (német)





RÉGIÓS PIACOK

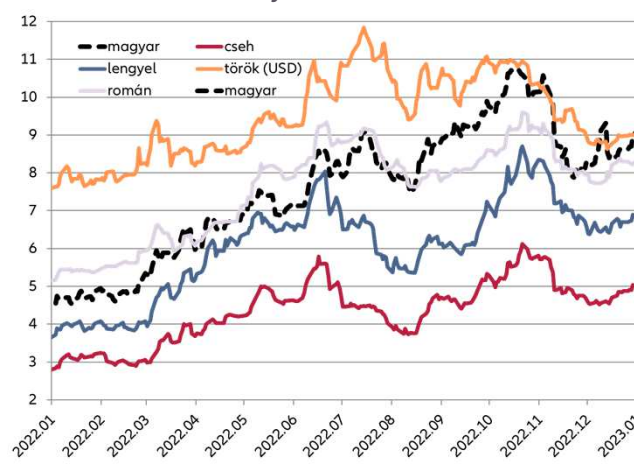
- A régióban is látszott már egyes országokban az infláció tetőzése a negyedik negyedévben. A lengyel októberi adat 17,9% lett, míg a decemberi előzetes a várakozásnál is jobb lett (16,6%). A cseh inflációnál szeptemberben látszik tetőzés (18%), míg novemberre, már „csak” 16,2%-ot regisztráltak. A román árak emelkedése egyelőre nem mutat fordulatot, 16,8%-os a novemberi éves pénzromlás.
- A cseh jegybank még a nyáron leállította a kamatemelési ciklusát, a második félévben már nem változtatott a kamatszinteken. A Lengyel Nemzeti Bank szeptemberben már csak 25 bázispontot emelt, azóta pedig minden alkalommal a tartás mellett döntött. Romániában egyelőre nem beszélhetünk a kamatemelési ciklus megállításáról, még a tavalyi utolsó, novemberi ülésén is 50 bázisponttal szigorított a központi bank.
- A kamatemelések megakasztása érdemben nem rontotta a cseh és a lengyel devizák euróban mért értékét. Sőt a korona jelenleg enyhén gyorsuló ütemben erősödik is, 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.
- Kicsit távolabbra tekintve, Törökország sokszor más gazdaságpolitikát folytat. Itt 2021 második felében és 2022 második felében is kamatcsökkentéseket láttunk. A deviza a jelentős tőkekorlátozások ellenére gyengült is. Az infláció ugyanakkor itt is kedvezően alakul: míg ősszel 80% feletti volt, a decemberi adat 64% lett.

A régiós devizák relatív teljesítménye



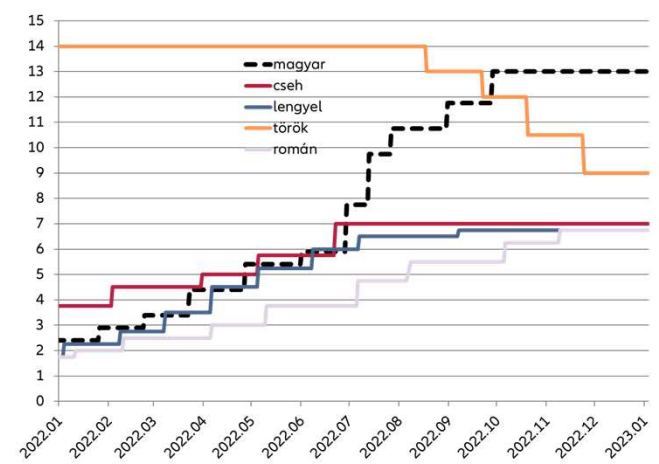
Vagyonkezelői beszámoló | Allianz Alapkezelő Zrt. |
© Copyright Allianz 2023. január 11.

10 éves kötvényhozamok



Forrás: Bloomberg

A régiós alapkamat szintek



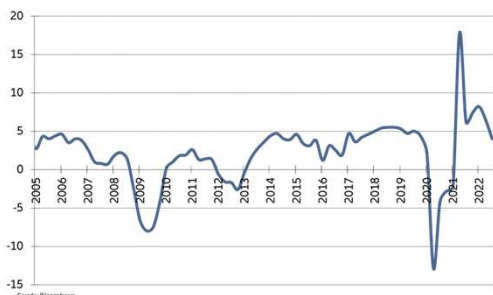
Forrás: Bloomberg



HAZAI GAZDASÁGI ADATOK

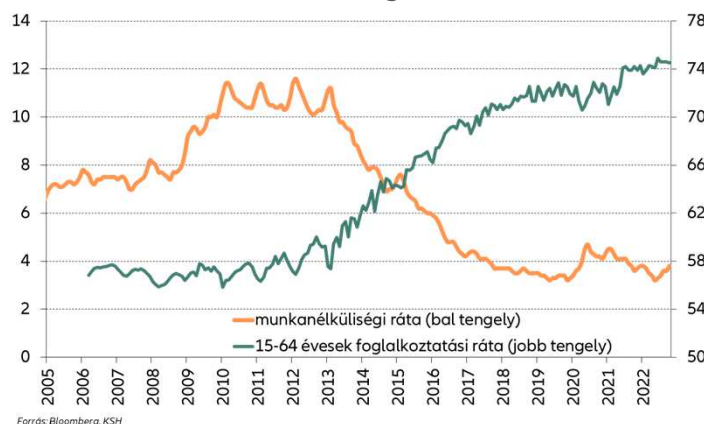
- A magyar gazdaság reálnövekedése a harmadik negyedévben némileg elmaradt az elemzői várakozásoktól, de így is 4% lett. A negyedéves adat ugyanakkor már enyhe szűkülést mutat (-0,4%). Éves növekedésünk a lengyel és a cseh adathoz képest jobb, a románhoz pedig megegyezik. A negyedéves adatunk ugyanakkor mindháromnál rosszabb volt. A Bloombergnek nyilatkozó elemzők 0,3% körüli növekedést jeleznek előre az idei évre, ami bő egy százalékponttal kedvezőtlenebb, mint amit még októberben láttunk.
- A munkanélküliségi ráta június óta lassan gyengülő trendet mutat (novemberi adat 3,8%), ez ugyanakkor historikusan még alacsony érték, a foglalkoztatottság pedig igen magas szinten áll. Még kimondottan feszesnek mondható munkaerőpiacról tanúskodik a bérnövekedési adat is, amely emelkedő pályán van, októberben 18,4%-ot mutatott ki a KSH. Ez inflációs szempontból kedvezőtlen, hiszen az ár-bér spirál jelentős kockázatára utal, ugyanakkor a gazdaság lassulásával, munkanélküliség emelkedésével párhuzamosan a munkavállalók is óvatosabbak lehetnek majd a bérkövetelések kapcsán. Ezen túl inflációs szempontból jó hír, hogy a fogyasztás terén október és november is már csak jelképes (0,6%) bővülést hozott év/év szinten, ha pedig ebből kivesszük az üzemanyagok keresletét (ami a benzinárstop miatt jelentősen megnőtt), akkor markáns szűkülést figyelhetünk meg. A törlesztési moratórium kivezetése és a monetáris szigorítás is ebbe az irányba hat.
- Az infláció az üzemanyagra és számos alapvető élelmiszerre alkalmazott árstopok ellenére tovább növekedett, novemberre 22,5%-ra ért, az áremelkedés továbbra is a termékek és szolgáltatások széles körét érinti. A benzinárstop elengedése további növekedés felé hat, és az élelmiszerek áránál is elképzelhető a korlátozások feloldása. Így az infláció tetőzése még pár hónapig eltarthat, de az árkorlátozások elengedése is a fogyasztás csökkentése felé hathat, így előre tekintve kedvező hatása is lehet.

Magyar reál GDP növekedése (év/év)



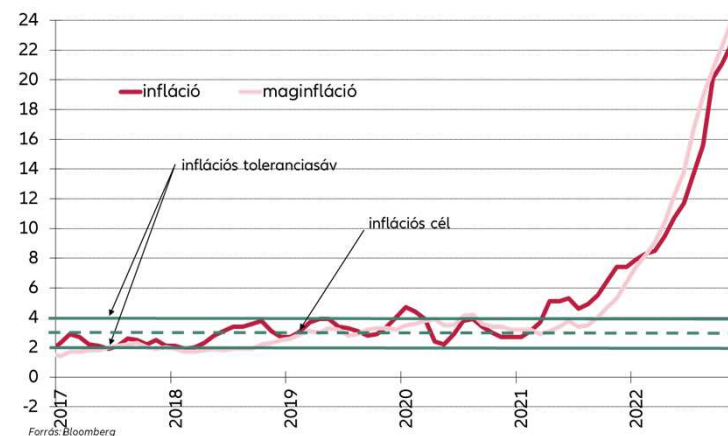
Vagyonkezelői beszámoló | Allianz Alapkezelő Zrt. |
© Copyright Allianz 2023. január 11.

Hazai munkanélküliségi ráta



Forrás: Bloomberg, KSH

Infláció

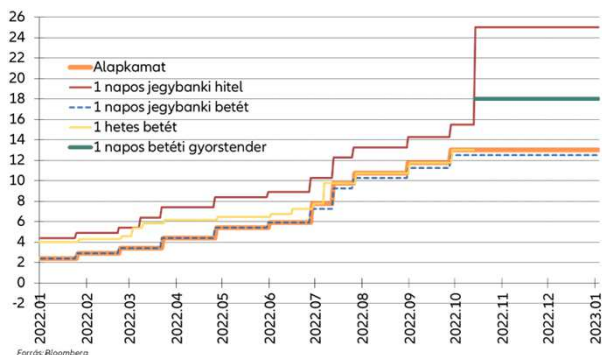


Forrás: Bloomberg

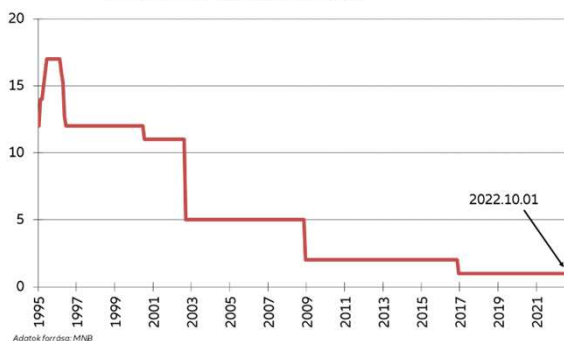


HAZAI MONETÁRIS POLITIKA

Hazai jegybanki kamatkondíciók



Kötelező tartalékráta



EURHUF árfolyam



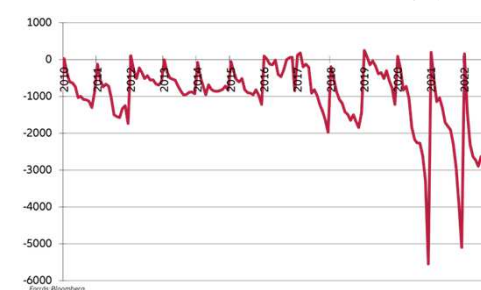
- A 2021. júniusban megkezdett kamatemelési ciklus egészen szeptemberig tartott, az alapkamat 13%-ra ért. Az iránymutatás alapján ennek csökkentésével még hónapokig nem kell számolni. E mellett a kötelező tartalékrátát 1%-ról 5%-ra (bankok választása szerint ez akár 10% is lehet) emelte. Ez is a szigorítás irányába hat, illetve növelte az alapkamaton kamatozó állományt. Ezek az MNB stratégiai időtávon ható eszközei.
- A forint eszközök szeptemberi lejtmenete (deviza, kötvény) ugyanakkor szükségessé tették, hogy ez MNB kiegészítse az eszköztárát rövidebb horizonton ható instrumentumokkal. A korábban hasonló szerepet betöltő egyhetes betét helyett ugyanakkor most egy új, egynapos betéti tenderhez folyamodtak, amelyet 18%-os szinten hirdettek meg naponta az év hátralevő részén. A jegybanki kommunikációból kiindulva ennek csak óvatos csökkentésére lehet számítani, az inflációs trendek és a forintárfolyam függvényében.
- A másik rendszeresen alkalmazott eszköz a deviza likviditást nyújtó swap tender, melyet korábban is meghirdettek már, de októbertől jelentősége még inkább nőtt, hiszen a külföldi szereplők swap ügyleteken keresztül jutnak forinthez, hogy shortolhassák. Ez az eszköz hivatott rá, hogy a forint elleni spekulációkat közvetlenül is megdrágítsa.
- További két eszköz képezi még az MNB jelenlegi taktikainak mondható eszköztárát, bár ezek alkalmazása nem volt folyamatos. A hosszú betéti tenderen legfeljebb 6 hónapos futamidejű, az MNB alapkamathoz kötött, de ahhoz képest felárat tartalmazó, változó kamatozású betétet hirdet meg. Ez a termék elsősorban a hazai bankokat célozza. E mellett diszkont kötvényt is bocsát ki az MNB, amelyet elsősorban a külföldi szereplőknek szán.



HAZAI ÁLLAMPAPÍRPIAC, ÁLLAMILAG GARANTÁLT KÖTVÉNYEK

- A bő egy éves 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 aukció évekig nem volt. Közben voltak lejáratok és kamatfizetések. A rövid kínálat tehát korlátos volt, ugyanakkor sok piaci szereplő a befektetési szabályai miatt kénytelen valamennyi DKJ-t tartani. Mindezek következtében a DKJ hozamok bár tendenciájukban emelkedtek, a bankközi kamatoktól folyamatosan elmaradtak az év folyamán. Az utolsó negyedév azonban sok változást hozott. Egyrészt szeptembertől visszajött a 6 hónapos DKJ, majd novembertől a 3 éves aukció. A felajánlott mennyiségek is jellemzően nagyobbá váltak a negyedik negyedévben, a kínálat nőtt. A betéti kamatstop a kereslet növelését célozta, de összességében a DKJ hozamok inkább felfelé mozdítottak. Az új kibocsátási terv alapján a DKJ kínálat 2023-ban alacsonyabb lehet, illetve a csereaukciók is újraindulnak majd.
- A fix államkötvények aukciója általában igen jó kereslet mellett zajlott, a 15-20 éves futamidőkre lehetett általában gyengébb érdeklődést látni, de ezeket az ÁKK vissza is fogta, az utolsó hónapokban nem is nagyon hirdette meg. A finanszírozási terv alapján 2023-ban is folytatódhat a negyedik negyedévben látott tendencia, így a forint kibocsátások átlagos futamideje az előző években megszokottnál rövidebb lehet.
- A másodpiaci hozamok október közepéig még meredeken emelkedtek, de ott az MNB stabilizáló intézkedéseinek, majd az EU-s alapokkal kapcsolatos pozitív híreknek és technikai tényezőknek (év végi short zárások) köszönhetően jelentős hozamesést is láttunk. A legutolsó államháztartási hiány adatok a nyáriakhoz képest kedvezőtlenebbek voltak, de az adóbevételek az infláció (ÁFA), a bérnövekedés (SZJA) és a különadók hatására emelkednek, kormányzati beruházásokat halasztanak el, az enyhe tél pedig az energia kiadásokat mérsékli.
- Az ÁKK a negyedik negyedévben is bocsátott ki devizakötvényt: novemberben 1 milliárd EUR és 2 milliárd jüan összegben lépett a piacra. E mellett egy zártkörű rábocsátás is volt 400 millió dollár névértéken. A 2023-as kibocsátási terv alapján az államadósság devizaaránya kissé tovább nőhet, akár 30% -ig. Az első dollár kibocsátás 2023. január első hetében meg is valósult.
- Az utolsó negyedévben megtört a trend, hogy havonta 2032/G-t és emellett negyedévente 2051/G-t hirdetett meg az ÁKK: csak egy 2032/G aukció volt. Ennek az lehet az oka, hogy a nemzetközi kibocsátásokkal már elfogytak a figyelembe vehető projektek.
- Októbertől új, hosszabb, 10 éves változó kamatozású kötvényt kezdett aukcionálni az ÁKK. Itt néhány alkalomtól eltekintve erős keresletet láttunk.

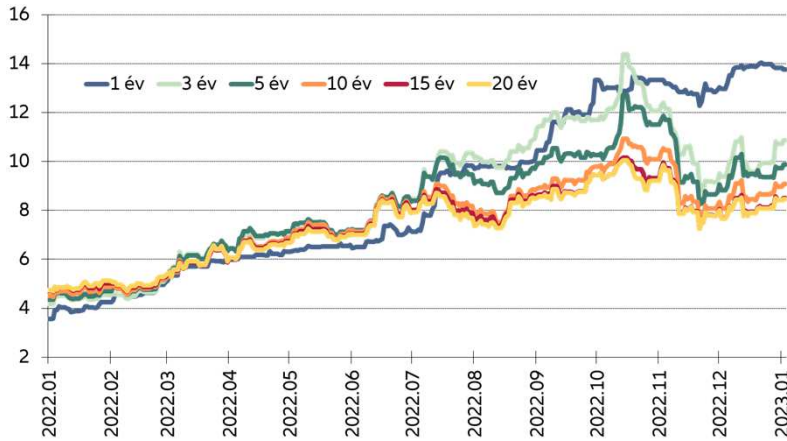
Kumulált államháztartási hiány (mrd)



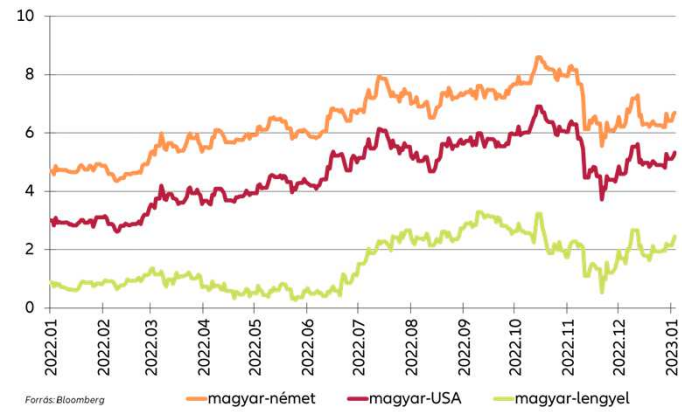


HAZAI ÁLLAMPAPÍRPIAC - GRAFIKONOK

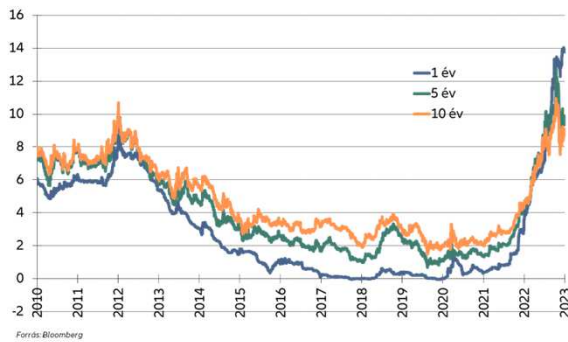
Állampapír hozamok az elmúlt évben



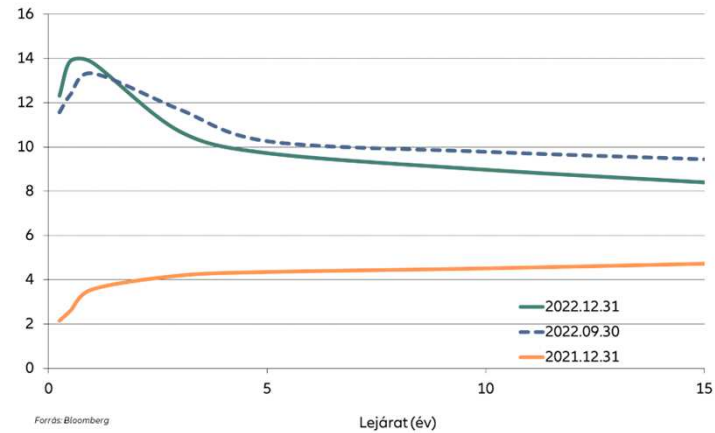
Nemzetközi összehasonlítás (10 éves futamidő)



Állampapír hozammozgások



Hozamgörbe

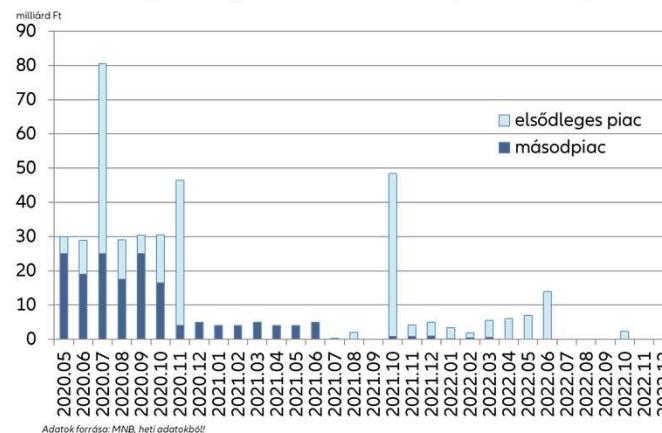




„FELÁRAS” KÖTVÉNYEK

- Az **államilag garantált** forint aukciók a negyedik negyedévben is rendszeresek voltak. Az EXIM és az MFB forintban összesen 120 milliárd körüli összegben lépett a piacra. Ez ugyan elmarad a harmadik negyedév 175 milliárd nagyságrendű összegétől, de historikusan magasnak számít. A felárak a volatilis kamatkörnyezeten túl feltehetőleg az elmúlt két év megugrott kibocsátói aktivitásának köszönhetően is szokatlanul magasak: még az aukciós minimum hozamhoz tartozó állampapír felár is 100 bázispont felett volt az összes aukción.
- A **jelzáloglevél-piac** az utolsó negyedévben némileg magasabb kibocsátói aktivitást mutatott az előzőhöz képest. Ugyan több kibocsátó is piacra lépett, de jelentősebb volumeneket inkább csak az Unicredit Jelzálogbank két változó kamatozású jelzáloglevél aukcióján láttunk.
- Az **MNB** idén csak kis összegben vett jelzáloglevelet, a második félévben szinte elhanyagolható mértékben. A vásárlásokra ugyan a megújítási programja továbbra is lehetőséget ad, de egy kibocsátó ezzel akkor élhet ha van éven belül lejáró jelzáloglevele. Az MNB zöld jelzáloglevél programja jelenleg szünetel, de a jelzálogbankoktól a keretrendszert 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 szabályozási környezete a befektetők számára kedvezően változott az idei évben. Az 1997. évi XXX. Törvény a jelzálog-hitelintézetéről és a jelzáloglevélről (Jht.) módosulását követően a fedezetek tekintetében a jelzálogbankoknak 2 százalékos túlfedezettséget kell napi megfeleléssel biztosítani (eddig csak a fedezettséget kellett biztosítani), e mellett minden nap a következő fél éves likviditási igényre is fedezetet kell képezzenek.

MNB jelzáloglevél-vásárlások (milliárd Ft)



RÉSZVÉNYPIACOK

3



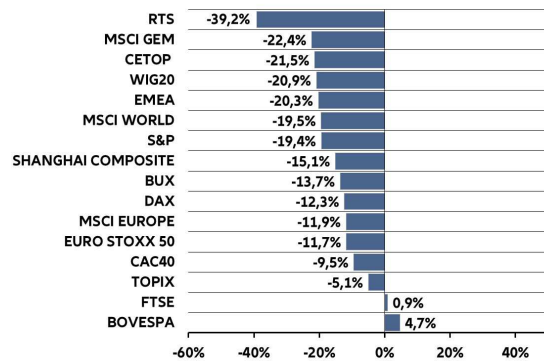


NEMZETKÖZI RÉSZVÉNYPIACOK

A 2022-es év rég nem látott visszaesést hozott a részvénypiacokon. Ráadásul az ilyenkor általában menedéket nyújtó fejlett kötvénypiacok is számottevő esést szenvedtek el. A dollár viszont jelentősen erősödött. A korábbi évek jegybanki és kormányzati pénzosztása, a Covid miatti globális ellátási nehézségek, majd a lezárásokat követően megugró (elhalasztott) kereslet, az orosz-ukrán fegyveres és szankciós háború, valamint az európai aszály hatására több évtizede nem látott szintekre ugrott az infláció. Ráadásul a termékek és szolgáltatások széles körét érintve. Válaszul a jegybankok szigorító üzemmódba váltottak (kamatemelések, QE-k kivezetése, QT). Ez a kínálati oldali problémákat ugyan kevésbé orvosolja, ám ettől függetlenül vannak már kedvező fejlemények (pl. chiphiány enyhülése, csökkenő szállítási költségek, európai energiaárak normalizálódása).

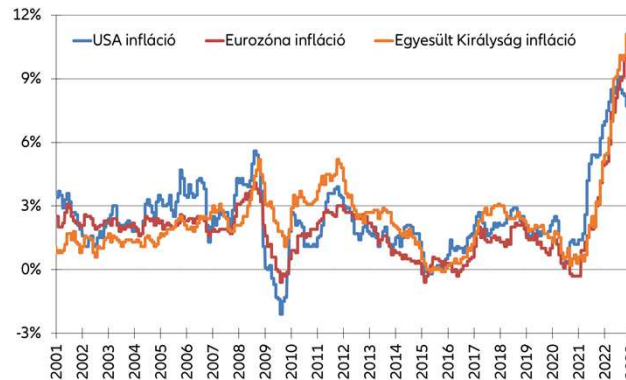
Q4-ben már látszódtak a pénzromlás ütemének tetőzésére utaló jelek (elsőként a tengerentúlon). Ennek hatására (a jegybanki politikák enyhülésében bízva) a kötvény- és részvénypiacok is szépíteni tudtak. Ez a lendület december elejéig kitartott. Ezt követően ismét elromlott a hangulat a nagy jegybankok vártnál szigorúbb kommunikációja következtében. Mivel az inflációs célértékek elérése még az optimista becslések szerint is éveig várathat magára, tovább folytatják a szigorítást, a magas kamatkörnyezet pedig a korábban vártnál tovább maradhat. Ez egyértelműen fékezőerő a gazdasági növekedésre nézve. A Bloomberg elemzői konszenzus az USA-ban 65, az eurózónában pedig 80%-os valószínűséggel várja már a recessziót. 2023 első részében így vélhetően inkább még a kötvényeknek és a defenzív részvényeknek kedvezhet a környezet.

Részvényindexek teljesítménye 2022



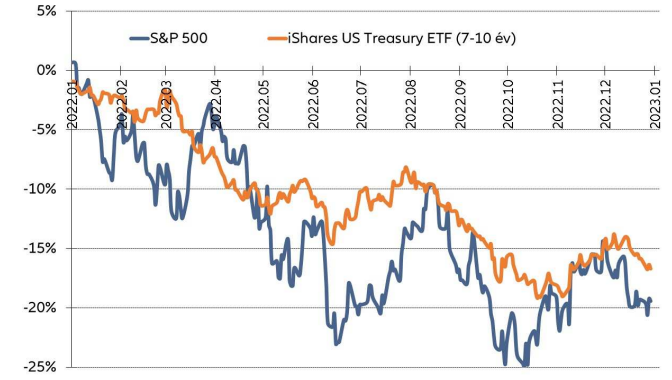
Forrás: Bloomberg

Fogyasztói árindexek alakulása



Forrás: Bloomberg

Amerikai részvény- és kötvénypiac teljesítménye 2022



Forrás: Bloomberg



NEMZETKÖZI RÉSZVÉNYPIACOK - USA

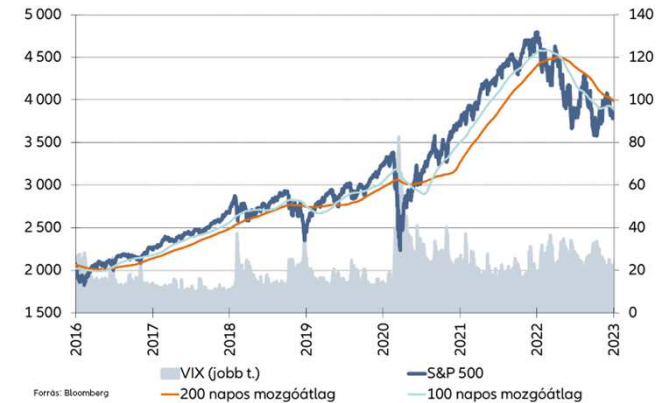
Az S&P 500 éves mélypontjáról elrajtolva végül 7,1%-kal tudott emelkedni Q4-ben. Ez lett így 2022 egyetlen nyereséges negyedéve. A teljes évet így is 19,4%-os mínuszban zárta. A Q4-ben kialakuló (nyárihoz hasonló) medvepiacit végül a 200 napos mozgóátlag akasztotta meg (4.050 pont környékén). Decemberben innen lefordulva végül a 100 és az 50 napos mozgóátlag alatt (3.840 ponton) zárta az évet a benchmark.

Az emelkedést a szélsőségesen alacsony befektetői pozícionáltság melletti shortzárások segíthették. Ezt a csökkenő infláció, a FED kamatemelések ütemének mérséklődése, a technikai túladottság, és a jócskán a 10 éves átlag alá süllyedő P/E értékelttség indíthatta el. Emellett kedvező az inkább piacbarátnak mondható republikánusok előretörése (képviselőházi többség) az időközi választásokon, nehezíti az olajszektorban az extraprofit adó bevezetésére, a technológiai szektor megregulázására és a gyógyszerárak emelésére vonatkozó demokrata törekvéseket.

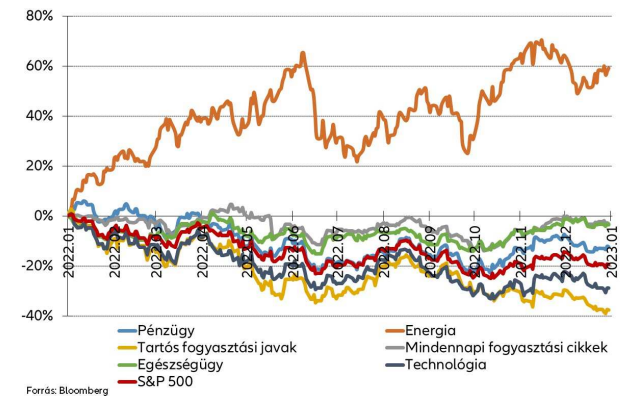
Decemberben azonban ismét elromlott a hangulat. Az adatközlések (munkaerőpiaci adatok, BMI-k, fogyasztói bizalmi index, lakáspiaci adatok) továbbra sem voltak elég kedvezőtlenek, hogy visszafogják a monetáris szigort. Az infláció eddigi süllyedése biztató, ám messze van még a céltól. Így a FED a vártak megfelelően 50 bázisponttal emelt decemberben (4,5%-ra), ám a kommunikáció szerint a tetőzést követően a vártnál hosszabb ideig maradhat magasan a kamat. Közben a QT havi 95 milliárd dolláros ütemben folytatódik.

Az aggregált vállalati eredmény Q3-ban a várakozásokat 2,5%-kal meghaladva 4,9%-kal tudott nőni év/év alapon. A szárnyaló energiaszektor kiszűrve jóval kedvezőtlenebb a kép. A kockázatok (lassuló növekedés/recesszió, magas kamatok, infláció, dollárerő) továbbra is élnek. Ráadásul a becslések szerint nyárra a korábbi fiskális élénkítőcsomagok fogyasztásbővítő hatása is kifulladásra kerülhet. Nem csoda, hogy a kamatérzékeny szektorok (pl. technológia) mellett a ciklikus iparágak (pl. tartós fogyasztási javak) is alulteljesítőek voltak.

S&P 500 és a VIX (félelelem) index



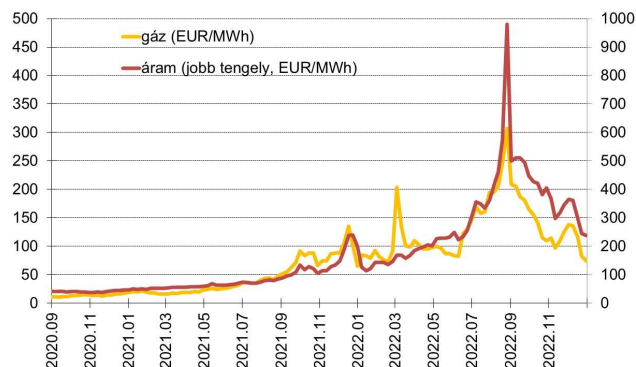
S&P 500 szektorok teljesítménye 2022





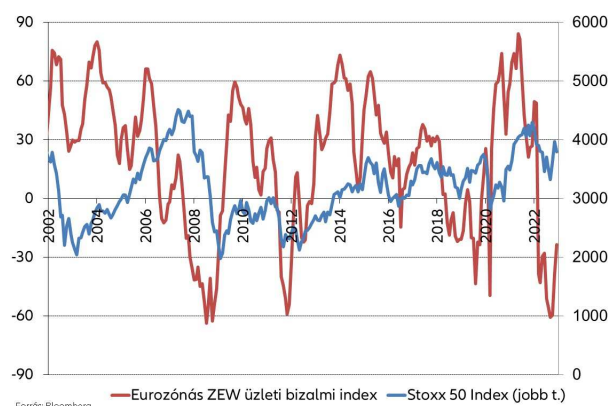
NEMZETKÖZI RÉSZVÉNYPIACOK - EURÓPA

Gáz- és áramár alakulása Európában



Forrás: Bloomberg

ZEW üzleti hangulat és a Stoxx 50 alakulása



Forrás: Bloomberg

A tengerentúlhoz hasonlóan az öreg kontinensen is megérkeztek a vevők Q4-ben. Így a negyedévet 14,3%-os pluszban zárta a Stoxx 50 index. A teljes évet így sikerült mindössze 11,7%-os mínusszal zárni. Dollárban mérve persze mérsékeltebb a teljesítmény (-16,7%). A korábbi rendkívül pesszimista várakozások főként a szankciós adok-kapok energiapiaci hatásainak voltak betudhatóak. Az utóbbi időszakban viszont sokat javult az összkép. Szemléletes, hogy a háború előtti szintek közelébe süllyedtek az energiaárak. Az alternatív beszerzési útvonalak (LNG, Norvégia, Algéria, stb.), az új LNG terminálok, a fogyasztás visszafogása (részben az alacsonyabb gazdasági aktivitás miatt), a szokásosnál enyhébb tél és a továbbra is magas szinten lévő tározói töltöttség (88%) enyhítette a félelmeket. Emellett decemberben az EU, a G7 tagországok és Ausztrália megállapodtak az orosz tengeri nyersolaj ársapkájáról (kezdetben 60 dollár/hordó), valamint az EU tagországok a gázárplafont (180 euró/MWh) is jóváhagyták. Amennyiben nem lesz drasztikus lehűlés, a mostani tél ellátottsága már biztosított. Persze a következő téle történő betárolás során még várhatóak izgalmak. Az orosz fél leállítja az olajszállítást az ársapkákat elfogadó országokba, miközben a háború lezárására továbbra sem látszik remény.

A javuló kilátásoknak köszönhetően az elmúlt 3 hónapban visszapattant a ZEW üzleti hangulatindex is. A Stoxx 50 index Q3 végi 10 éves átlaghoz mért 30%-os P/E alapú árazási diszkontja pedig 17% körülire olvadt. Közben az előretekinő 12 havi EPS várakozás mindössze 1,7%-kal került lejjebb. A Q3-as számok kiválóan alakultak, a várakozásokat 7,7%-kal meghaladva 33,2% volt az év/év növekedés. Az elemzők nagy része azonban továbbra is elkerülhetetlennek látja a recessziót. Ráadásul az EKB is szigorúbb hangnemre váltott. Legutóbb 50 bázisponttal nőtt az alapkamat és további jelentős emelések következhetnek. Márciustól pedig indulhat a mennyiségi szigorítás (QT) is havi 15 Mrd euró értékben.

Lemondott a 2022. nyarán megválasztott brit miniszterelnök és pénzügyminisztere. Az általuk fémjelzett 45 milliárd fontos fedezetlen adócsökkentés bejelentését követően a jegybanknak kellett közbeavatkozni a piaci turbulenciák kezelésére.

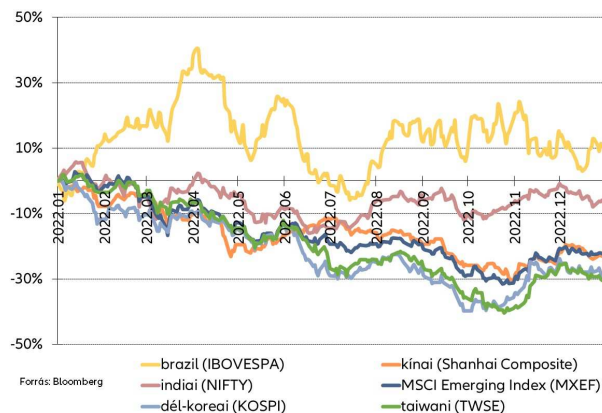


NEMZETKÖZI RÉSZVÉNYPIACOK - FELTÖREKVŐ

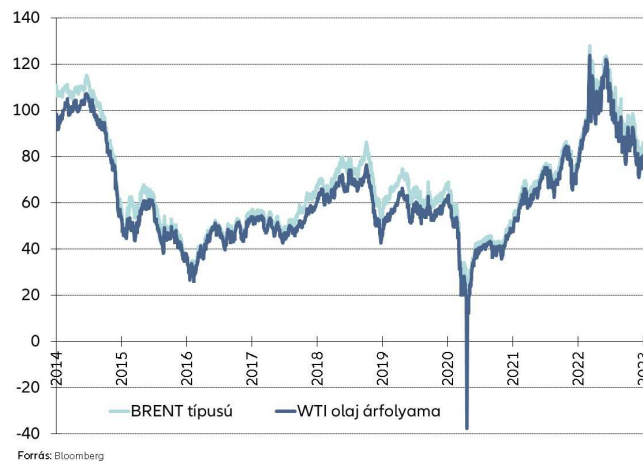
Q4-ben végre valamelyest magához tért a feltörekvő piaci MXEF index (+9,2%) is, ám a teljes évet így is 22,4%-os mínuszban zárta. Segített, hogy a kockázatvállalás élénkülésével párhuzamosan sokat veszített erejéből a dollár. Emellett Kínában enyhítik a zero covid szabályokat. Igaz ennek következtében drasztikusan megugrott az esetszám, ami okoz fennakadásokat. A kínai cégek megítélését javítja, hogy az amerikai számviteli szakértők (PCAOB) által végrehajtott számviteli vizsgálat lezárult. A jelenlegi Bloomberg előrejelzés szerint 2023-ban 4,8%-kal már növekedhet a GDP. 2022-re 3% a várakozás, miközben a kínai pártvezetés továbbra is 5,5%-ot vár.

Az első félévben ralizó olajár az év eleji szintekre süllyedt vissza Q4-ben. A kereslet visszaesése (ld. Kína, általánosan alacsonyabb gazdasági aktivitás, enyhébb tél) mellett az OPEC+ és az USA csörtéje (utóbbi mindent megtesz, hogy ne vágják vissza a kitermelést), valamint a tengertüli kitermelés felpörgése (napi 12,2 millió hordóra) magyarázza ezt. A török infláció 85,5%-os csúcson is járt. A további kamatvágások (9%-ig) és Erdogan legnagyobb riválisának bebörtönzése sem segíti a líra talpraállítását. Bár a korábbihoz képest javultak az előrejelzések, fájnak a szankciók az oroszoknak. 2022-ben 3,3%-kal, 2023-ban 3%-kal eshet vissza a GDP a Bloomberg adatai szerint.

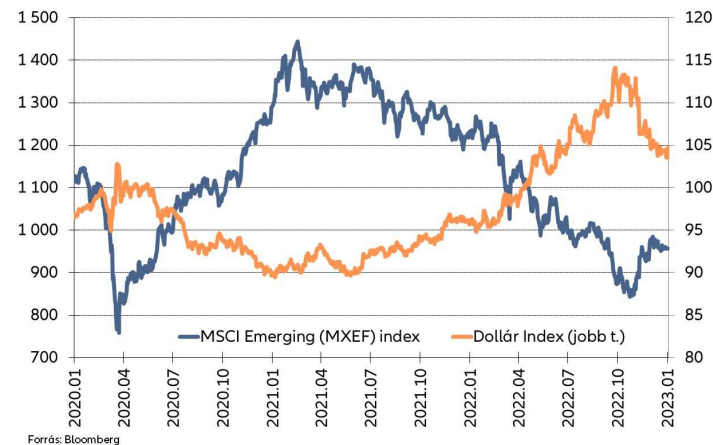
Feltörekvő piacok teljesítménye dollárban 2022



Főbb kőolajfajták árfolyamának alakulása (dollár/hordó)



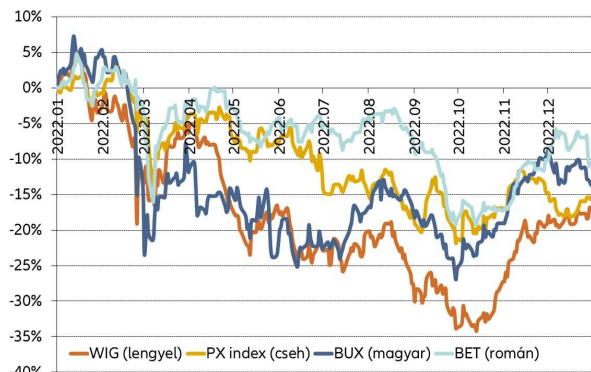
Feltörekvő részvényindex és a dollárindex alakulása





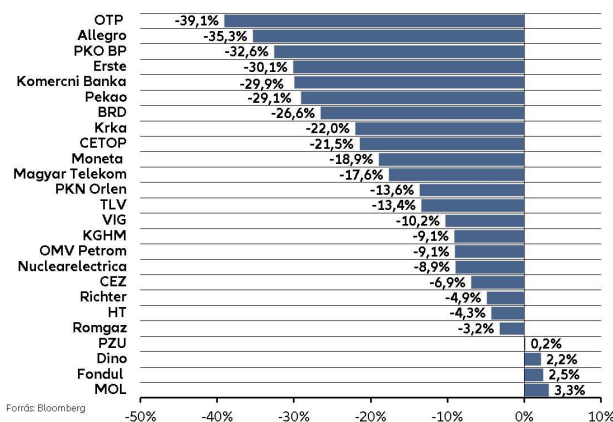
RÉGIÓS RÉSZVÉNYPIACOK

Régiós részvénypiacok teljesítménye 2022



Forrás: Bloomberg

CETOP részvények teljesítménye 2022



Forrás: Bloomberg

A régiós CETOP index 21,46%-os mínuszban zárta az évet a 22,78%-os Q4-es felpattanás után. Ezzel a CETOP P/E alapú árazási diszkontja 33% körülire olvadt a 10 éves átlaghoz képest. A (42% feletti) mélyponton már meglehetősen pesszimista jövőkép volt árazva, innen tudott javulni a befektetői megítélés. Főként a meglehetősen olcsó és nagy energiaszektorral rendelkező lengyel piac irányába. Persze csábítóak a kedvező árazások és az erős mérlegek, de a háború közelsége továbbra is hatalmas kockázat. Ráadásul a régiós kormányok előszeretettel sarcolják a vállalatokat a költségvetés vagy a lakosság javára. Az őszi lengyel parlamenti választás közeledte növeli a bizonytalanságot, igaz sajtóértesülések szerint a 34 milliárd eurós helyreállítási alap felszabadításáról sikerült előzetesen megállapodni. Q4 remek teljesítményét segítette a zloty és a forint stabilizálódása is, de a teljes évet nézve még így is rontották az euróban denominált a benchmark teljesítményét. A cseh korona, a román lej és a horvát kuna egész évben jól állta a sarat. Utóbbi esetében nem meglepő, hiszen 2023. január 1-jével bevezetésre került az euró.

Q4-ben a kockázatvállalás felélénkülésével a pénzügyi szektor vezette a felpattanást. A teljes évet nézve azonban kevésbé kedvező a kép. Még jók az eredmények, azonban félő, hogy a kamatmarzsok emelkedése kevés lesz ellensúlyozni a növekedés lassulását és a hitelportfólió romlást. A különadók és a bajba kerülő adósok megsegítése érdekében hozott adósságkönnyítő intézkedések tovább nehezítik a helyzetet. A technológiai szektort képviselő Allegro is szépíteni tudott Q4-ben. Hosszabb távot tekintve viszont itt is látszik mennyire megviseli a hozamemelkedés a növekedési papírokat. A teljes évet tekintve a defenzív részvények tudták magukat jól tartani. Az indexben újonnan debütáló Dino lengyel élelmiszer áruházlánc kiváló példa erre. Persze az energiaszektor is tartotta magát. Igaz, utóbbi tekintetében a legnagyobb a kockázata az „extraprofit” elvonásának. Már ahol ezt még nem tették meg. Vélhetően ez a PKO döntésében is közrejátszhatott, amikor ABB keretében értékesítette 2,26%-nyi PKN részesedését. Ezt követően a lengyel felügyeleti hatóság kifogásolni kezdte a PKN üzemanyag árazási gyakorlatát.

HAZAI RÉSZVÉNYPIAC

A BUX (+15,74%) is szépen teljesített Q4-ben, így végül 13,7%-os visszaeséssel zárta az évet. Talán a forint vesszőfutása is lezárulhatott, amit az EU-s megállapodás létrejötte segít. A helyreállítási terv elfogadásra került, a kohéziós alapból az előzetesen jelzettnél kisebb összeg került befagyasztásra. A feltételek teljesítése esetén érkehetnek az utalások. Az ikerdeficit és a kiszámíthatatlanság továbbra is kockázat.

Az OTP (+27,85%) remek Q4-es teljesítményéhez a javuló nemzetközi és hazai környezet mellett a masszív Q3-as eredmény (147,3 milliárd forint) is hozzájárult. Ezt az organikus növekedés és az akvizíciók mellett egyszeri tételek (cél tartalék visszaírások, szallas.hu eladása, forintgyengülés) is segítették. Kedvezőtlen, hogy a kamatstopot az 5 éves kamatperiódusig, valamint a kvv jelzáloghitelekre is kiterjesztette a kormány.

A MOL (+8,15%) is erősödni tudott. Q3-ban 1,45 milliárd dolláros rekord szintre emelkedett a tisztított EBITDA. A relatív olcsó orosz olaj továbbra is ellensúlyozta a különadó és a benzinárstop hatásait. Utóbbi decemberben eltörlésre került, ám ezt követően a szektor extraprofitadó kulcsa 40-ről 95%-ra növekedett. Ráadásul hamarosan Szlovákiában (Slovnaft) is különadó érkezik. A cég által vezetett konzorcium többségi részesedést szerez az Alteo-ban és nyilvános vételi ajánlatot tett a vállalatra.

A Richter is kedvezően szerepelt. A gyenge forint és a termékértékesítés növekedése rekord eredményt (82,2 milliárd forint) hozott Q3-ban. A Vraylar major depresszió kezelésére történő, FDA általi engedélyezése és a Donesta nevű nőgyógyászati termék forgalmazására aláírt szándéknyilatkozat 9.000 forint fölé repítette az árfolyamot. Ezt követően érkezett a gyógyszergyárak különadójáról szóló bejelentés.

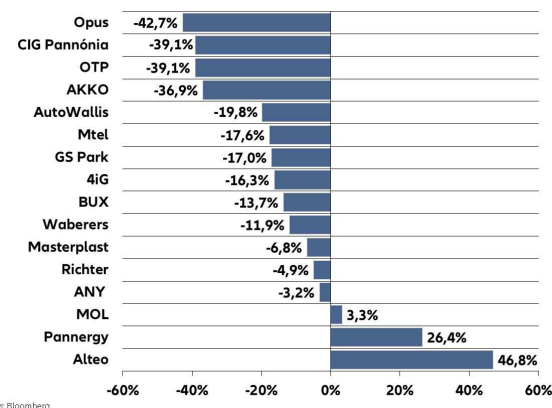
Q4-ben Kiválóan teljesített az MTEL. Ezt a 10 éves állampapírhozam mérséklődése, a forint erősödése és a várt feletti Q3-as eredmény (18,5 milliárd forint) egyaránt támogatta. Emellett javítja a profitvárakozásokat, hogy 2023-ban jelentősen emelkednek a szolgáltatási díjak a megugró infláció következtében.



Részvényindexek előretekinő 12 havi P/E



BUX részvények teljesítménye 2022





POZÍCIÓK A NEGYEDÉV SORÁN

Állampapírok, duration súlyok

- A hozamok emelkedésével számoltunk a negyedév nagyobb részében, így továbbra is inkább a benchmarknál rövidebb duration-t céloztunk. Ugyanakkor jelentős hozamemelkedésen voltunk túl, ezért az alulsúlyok inkább a hozamgörbe rövidebb részét érintették, és az időszak közepén volt, hogy kifejezetten felülsúlyba fordítottuk a portfóliók MAX részét.
- A negyedév folyamán ismét vettünk változó kamatozású állampapírt, mivel várakozásunk szerint ezek kamata a DKJ-knél továbbra is magasabb lesz.

„Feláras” kötvények

- Vettünk államilag garantált kötvényeket, mivel a hitelkockázatuk hasonló az állampapírokhoz, de azokhoz képest 100 bázispontot bőven meghaladó felárunk volt.
- Vásároltunk fix és változó kamatozású jelzáloglevelet is, mivel az állampapírokhoz képest felárral vehető és a kibocsátók hitelminőségén túl bízunk a szigorú törvényi háttér által előírt fedezeti követelményekben. Év vége felé volt kisebb jelzáloglevél eladásunk is, mivel úgy gondoltuk a következő aukciókon magasabb felárral tudunk majd hasonló kötvényt venni.

„Zöld” kibocsátások

- Kismértékben növeltük a 2032/G zöld államkötvények mennyiségét, mivel hasonló hozammal rendelkeznek, mint a közeli lejáratú „nem zöld” állampapírok. Továbbra is benchmark feletti súlyt tartunk a 2032/G és 2051/G 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 régiókban, 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 2022.12.31-ÉN

Alacsony minősítésű hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok 2022.12.31-én			
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, SFDR RTS ÉS TAXONÓMIA RENDELET SZERINTI JELENTÉS 2022.12.31-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.