

# VAGYONKEZELŐ I BESZÁMOLÓ

## ALLIANZ ÖNKÉNTES NYUGDÍJPÉNZTÁR

2023. I. NEGYEDÉV

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

2023.04.14.



# TARTALOM

1

BENCHMARK HOZAMOK ÉS TELJESÍTMÉNYEK

2

MAKROGAZDASÁGI ÖSSZEFOGLALÓ

3

RÉSZVÉNYPIACOK

4

EGYÉB TÁBLÁK, ADATOK, INFORMÁCIÓK



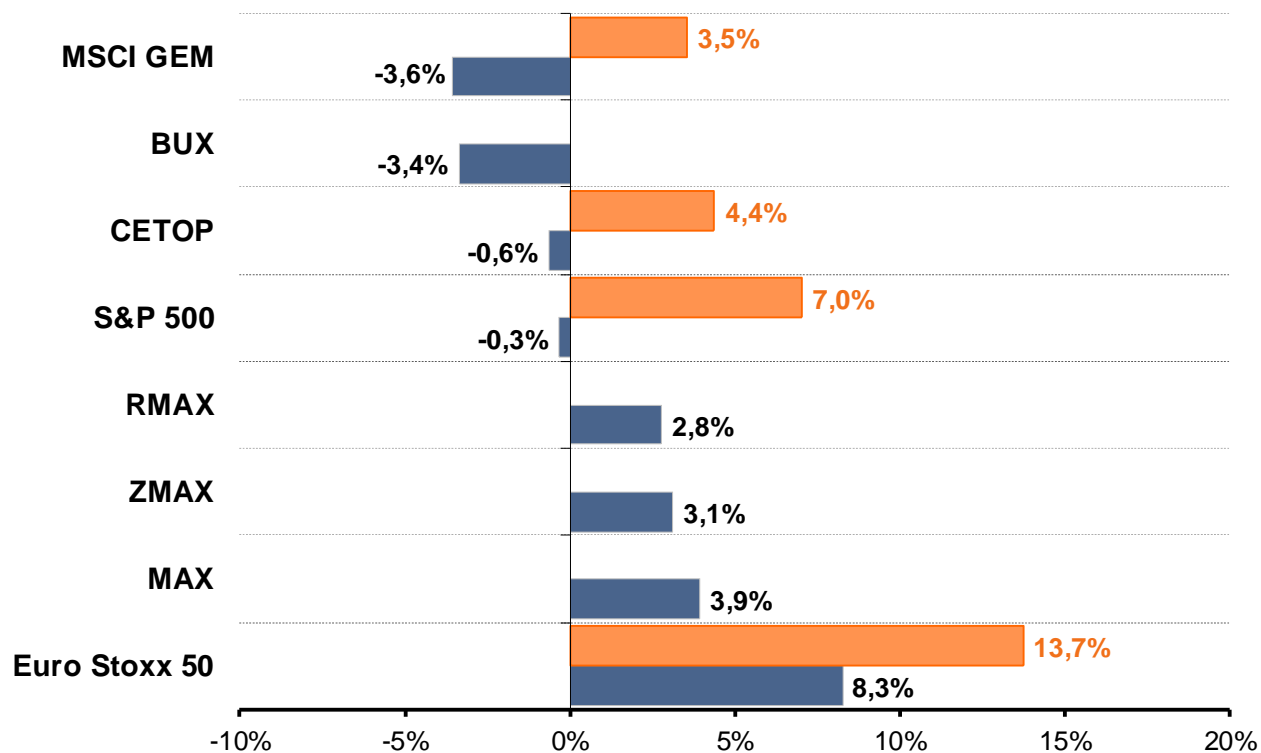
# BENCHMARK HOZAMOK ÉS TELJESÍTMÉNYEK

# 1





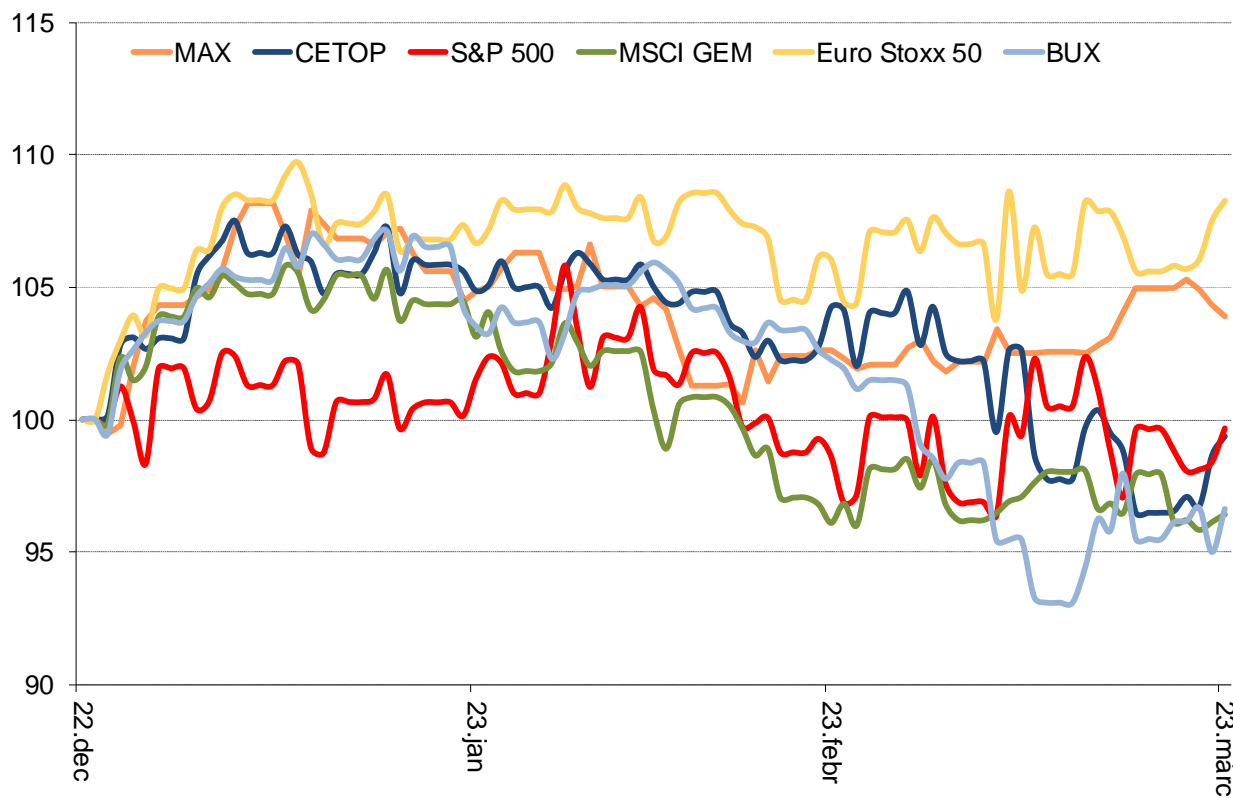
## FŐ BB INDEXEK TELJESÍTMÉNYE 2023 Q1 (HUF ÉS SAJÁT DEVIZA)



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő



## FŐ BB INDEXEK ALAKULÁSA 2023 YTD (HUF)



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

MAKROGAZDASÁGI  
ÖSSZEFOGLALÓ

2

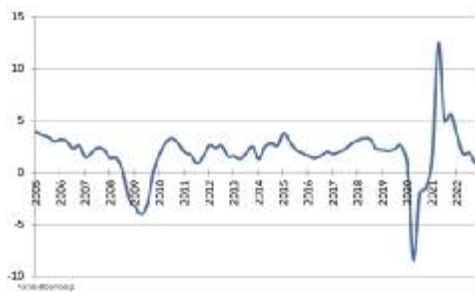




# USA GAZDASÁGI ADATOK

- 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/éven 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 ideai márciusi adat 5% volt. Az energia és az áru piac 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)

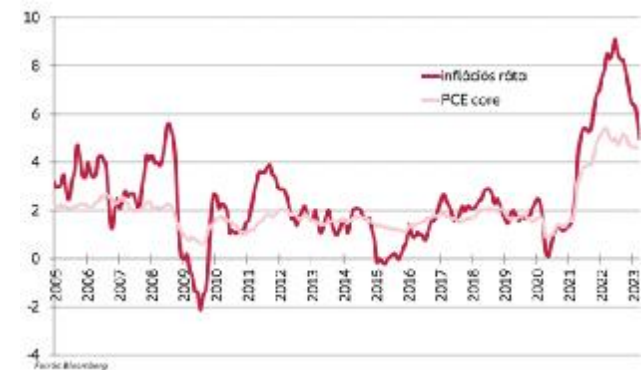


Vagyonkezelői beszámoló | Allianz Alapkezelő Zrt. |  
© Copyright Allianz 2023. április 14.

USA munkaerőpiac

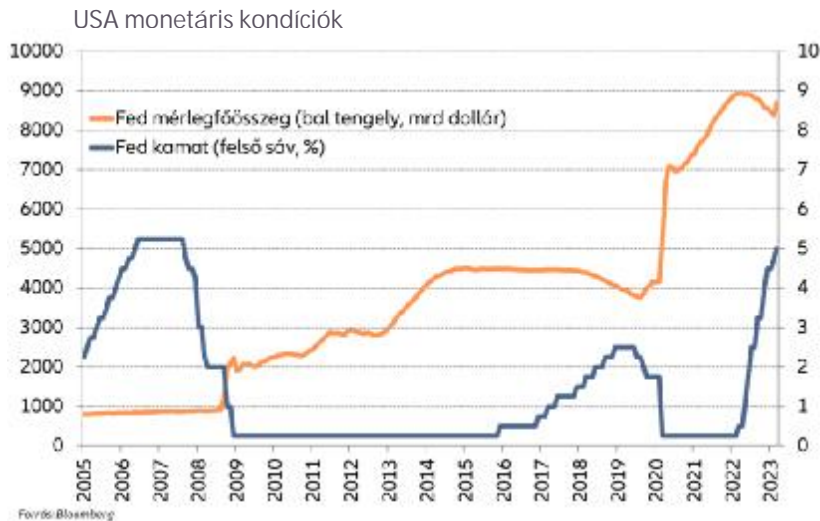


USA infláció





# USA – MONETÁRIS POLITIKA



- 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 bővülhet.
- 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 kitart-e a dezinflációs folyamat. Viszont markánsan csökkenő infláció és/vagy további bankpiaci feszültségek esetén nem teljesen elképzelhetetlen év végéig a kamatsökkentés, 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 meglódulásával párhuzamosan 2020-tól emelkedő trendben voltak, melyet erősített 2022-ben a Fed QE kivezetése, majd a QT elindítása. Ússzel 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 bankcsődök 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

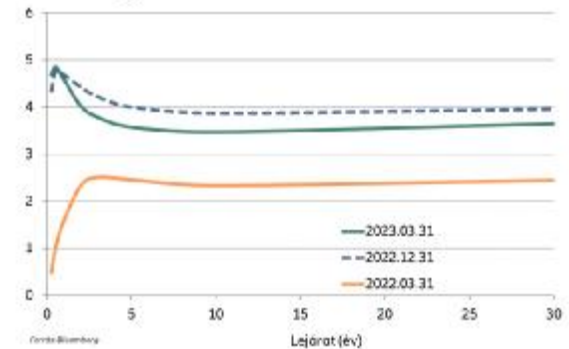


Vagyonkezelői beszámoló | Allianz Alapkezelő Zrt. |  
© Copyright Allianz 2023. április 14.

Állampapírpiac az elmúlt évben



Hozamgörbe

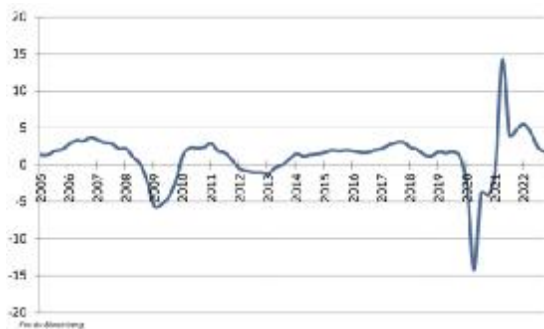




# EURÓZÓNÁS GAZDASÁGI ADATOK

- Az eurózána gazdasága a negyedik negyedévbén nem nőtt, év/év alapon azonban még 1,8%-os volt a bővülés. A Bloombergnek küldött előrejelzések középértéke 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 eurózána munkaerőpiaca továbbra is feszes.
- Az infláció az eurózánában 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.

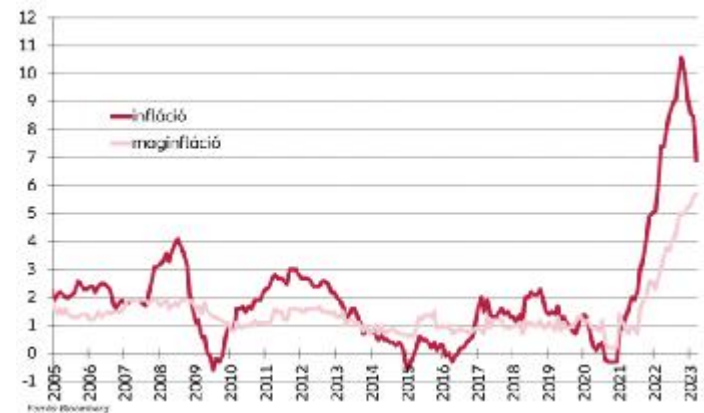
Eurózána reál GDP növekedés (év/év)



Eurózána munkanélküliségi ráta



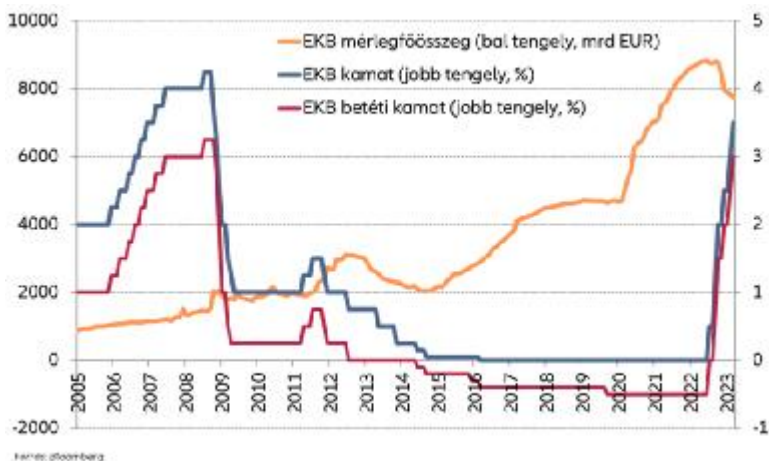
Eurózána infláció





# EKB – MONETÁRIS POLITIKA

EKB monetáris kondíciók



- 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 mérlegösszeg már a QT előtt el is kezdett csökkenni.

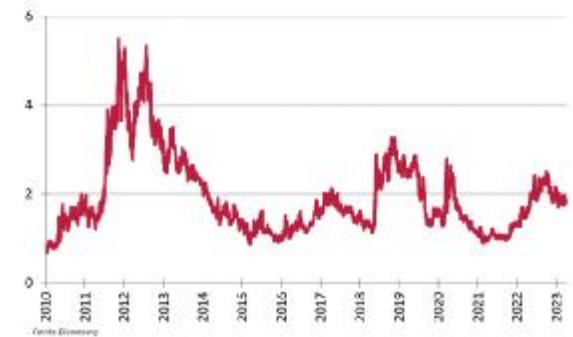
- A júniusi ülést követő napokban az eurózóna perifériaként emlegetett országokban jelentős hozamemelkedés, kockázati felár tágulás következett be. Így egy rendkívüli ülésen megerősítették, hogy PEPP megújítása során az országok közt rugalmasan átcsoportosítanak a vásárlásoknál. E mellett egy új eszközt (TPI) is kidolgoztak ezt követően, azonban ennek gyakorlati alkalmazása azóta sem volt szükséges, mivel a felárszintek nem értek 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 jönnének. E mellett a QT is elindult, bár még csak egy óvatosságnak mondható összeggel.



# EURÓZÓNÁS ÁLLAMPAPÍRPIAC

- Az USA állampapíriacnál 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 eszköztét.

A 10 éves olasz-német hozamkülönbség



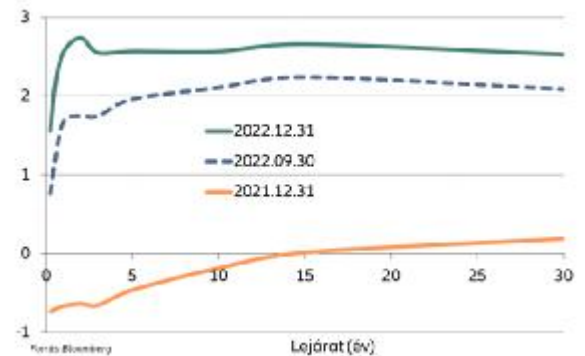
Állampapír hozammozgások (német)



Állampapír hozammozgások az elmúlt évben (német)



Állampapír hozamgörbe (német)





## RÉGIÓS PIACOK

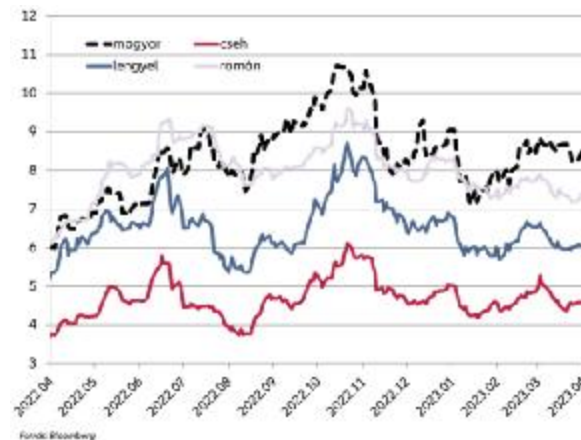
- A régióban is látszott már az infláció tetőzése, bár némi kiugrást január vagy február mutatott azért. A cseh inflációnál szeptemberben volt a tetőzés (18%), a decemberi 15,8% után január ugyan 17,5%-t hozott, de márciusban már ismét „csak” 15%-os éves áremelkedést regisztráltak. Lengyelországban az októberi 17,9%-os lokális csúcstól 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 bakcskódók 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 leállítása érdemben nem rontotta a lengyel és román devizák euróban mért értékét, az elmúlt egy évben csak minimálisan mozdultak el.

A régiós devizák relatív teljesítménye

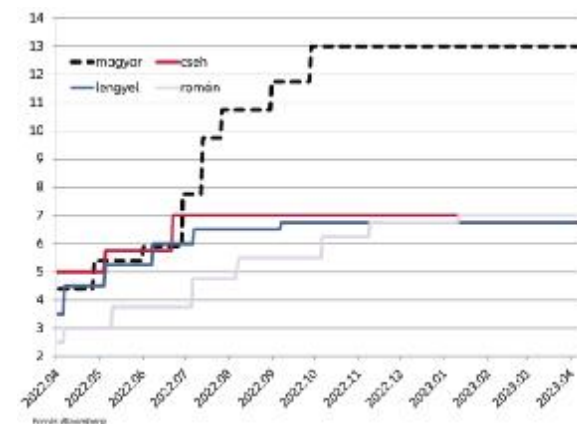


Vagyonkezelői beszámoló | Allianz Alapkezelő Zrt. |  
© Copyright Allianz 2023. április 14.

10 éves kötvényhozamok



A régiós alapkamat szintek

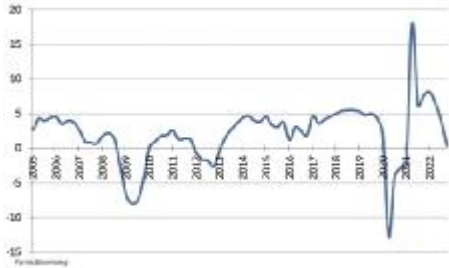




# HAZAI GAZDASÁGI ADATOK

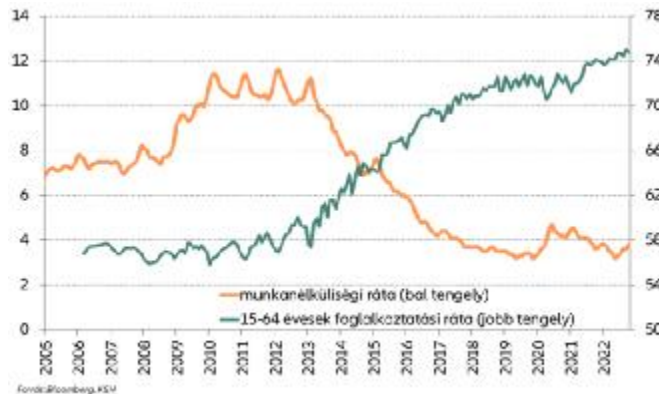
- A magyar gazdaság reálnövekedése a tavalyi negyedik negyedévben elmaradt az elemzői várakozásoktól, 0,4% lett, a negyedéves érték ismét enyhe szökülést jelzett (-0,4%). Éves növekedésünk a cseh adathoz hasonló, a lengyeltől és főleg a romántól viszont lényegesen elmarad. A negyedéves lengyel adat jelentős 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 szökül (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 profitnövekedés árfelhajtó hatását mérsékelni.

Magyar reál GDP növekedése (év/év)

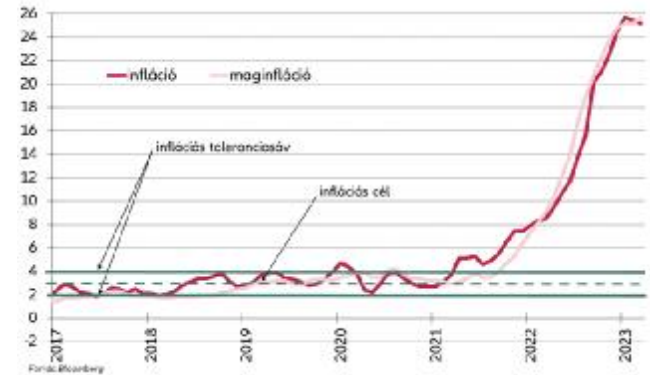


Vagyonkezelői beszámoló | Allianz Alapkezelő Zrt. |  
© Copyright Allianz 2023. április 14.

Hazai munkanélküliségi ráta



Infláció

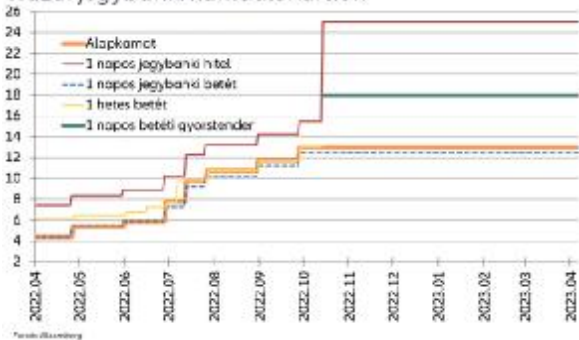




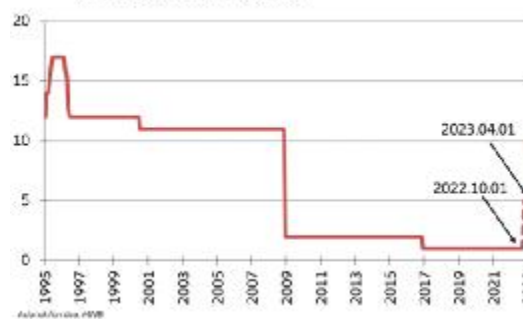


# HAZAI MONETÁRIS POLITIKA

Hazai jegybanki kamatkondíciók



Kötelező tartalékráta



EURHUF árfolyam

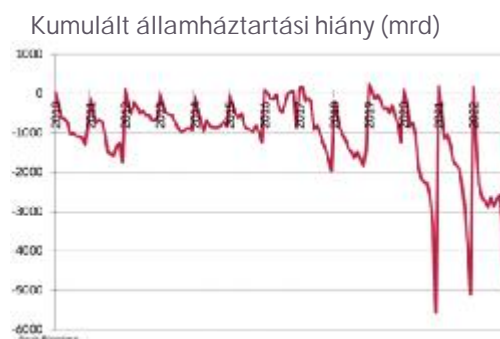


- A 2021. júniusban megkezdett alapkamatemelési ciklus egészen 2022 szeptemberig tartott, az alapkamat 13%-ra ért. Az iránymutatás hónapok óta nem változott: ennek csökkentése jelenleg nincs napirenden. Az alapkamat megemlése mellett tavaly szeptemberben a kötelező tartalékrátát 1%-ról 5%-ra (bankok 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 öszi 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 transzferek) 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 megdrábjtsa, 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 alapkamatához 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. E mellett ismét volt zártkörű kibocsátás 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 ez 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.

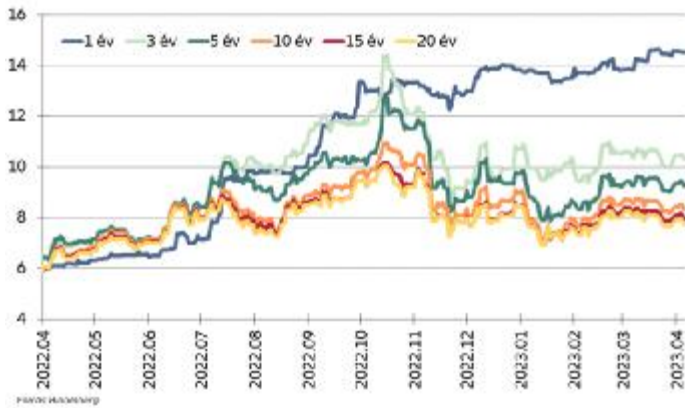






# HAZAI ÁLLAMPAPÍRPIAC - GRAFIKONOK

Állampapír hozamok az elmúlt évben



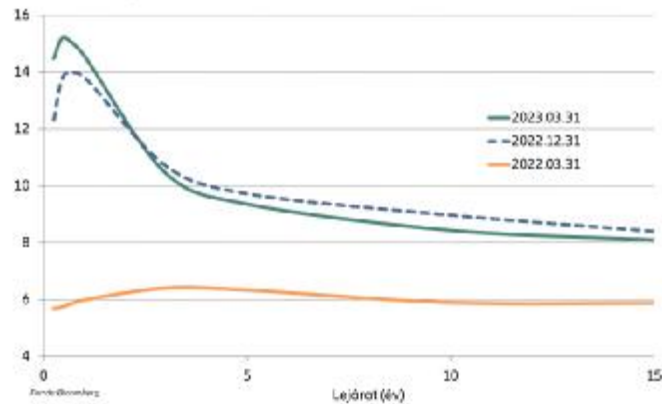
Nemzetközi összehasonlítás (10 éves futamidő)



Állampapír hozammozgások



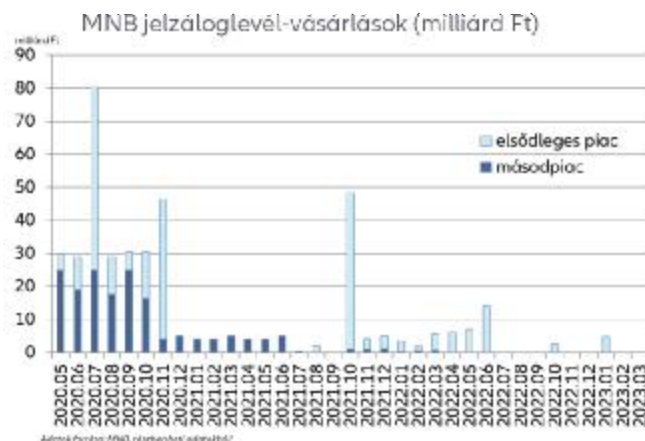
Hozamgörbe





## „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 felár szintek kicsit szűkültek. Az állampapír feletti spread ugyanakkor továbbra is lényegesen magasabb, mint amit évekkorábban láttunk. A volatilis kamatkörnyezeten túl ennek oka a megugrott kibocsátói aktivitásban és a jegybankok szigorításának köszönhetően elvékonyodó likviditásban kereshető.
- § A jelzáloglevél-piac a negyedévben nem tartogatott sok izgalmat a befektetőknek. Egy Takaréék 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 lejáró 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 idei sokkal kedvezőbbben 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 erőse 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 győlték 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 pánikszerű betétkivonások, az emelkedő hozamkörnyezet és a bankok feleltlen 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 „fékpól”. Van is talán most némi mozgásterük erre, hiszen még a korábbi szigorítások sem győrték át teljesen a reálgazdaságba. A pénzügyi szektorral kapcsolatos bizonytalanság pedig önmagában is dezinflatorikus hatású lehet. Az enyhébb kamatpálya jó hír a részvényeknek, a növekedési kockázatok kiújulása kevésbé.

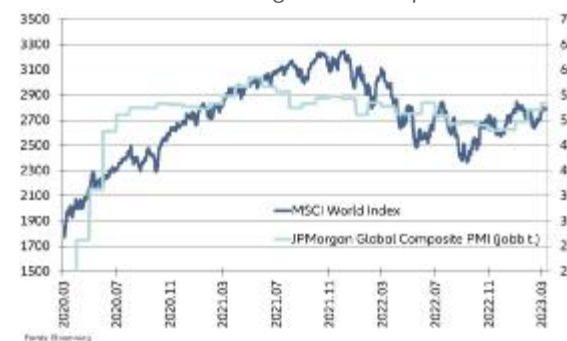
Részvényindexek teljesítménye 2023Q1



10 éves USA kötvényhozam és a fogyasztói árindex



MSCI World index és a globális kompozit PMI



# NEMZETKÖZI RÉSZVÉNYPIACOK - USA



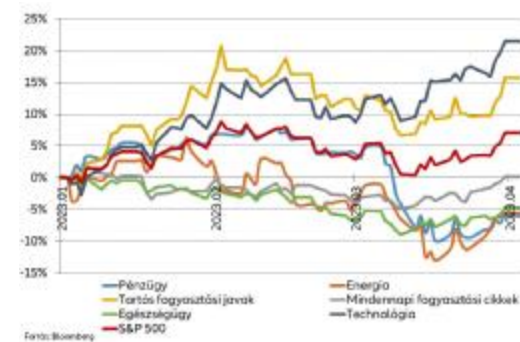
Az S&P 500 a 3.850-es szint környékéről indította az évet, majd a kedvező hangulatban a 200 napos mozgóátlagot és a 4.000-es pszichológiai szintet áttörve egészen 4.200-ig szárnyalt. Ekkor az év elejéhez viszonyítva már 8,9%-os pluszban is járt (miközben hosszú távú átlagos éves teljesítmény 10% körüli).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

A januári ralihoz az enyhébb monetáris politikai várakozások mellett az alul-pozícionaltság (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 vészjósló volt. A meglepően erősre 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 állampapírhozám 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&amp;P 500 és a VIX (félelelem) index



S&amp;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 újranyitása 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 tőzoltásra 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 profitnövelés 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.

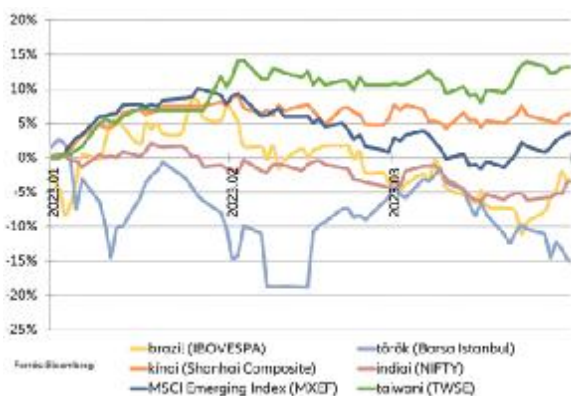


## NEMZETKÖZI RÉSZVÉNYPIACOK - FELTÖREKVŐ

A globális feltörekvőpiaci (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 ideai gazdasági növekedésre vonatkozó konzervatív előrejelzése (5%) is ellenszert jelentett. A török piacon - főként az infláció elő menekülve - a retail befektetők komoly buborékot fújtak tavaly, sokan tőkéáttétellel. 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





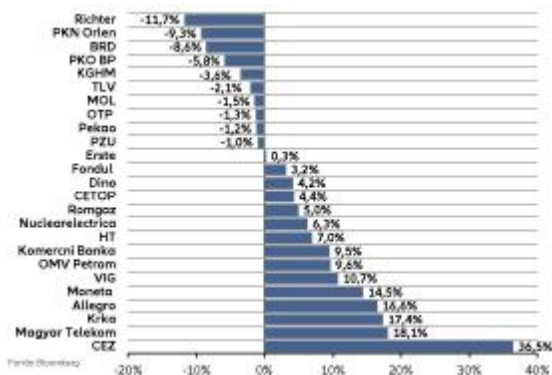


# RÉGIÓS RÉSZVÉNYPIACOK

Részvényindexek előrettekintő 12 havi P/E



CETOP részvények teljesítménye 2023Q1



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.

A bankválság a régió bankjai esetében egy pillanatig 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 előrettekintő 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 eldrukkolhat 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 mélyponton 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 sűrűlódásai, 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 jelölt 2.300-2.400 forint közötti támaszóna mentette meg. Q4-ben főként az olajár csökkenése és a downstream spreadek szűkülése miatt nem sikerült a csúcspontot 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.

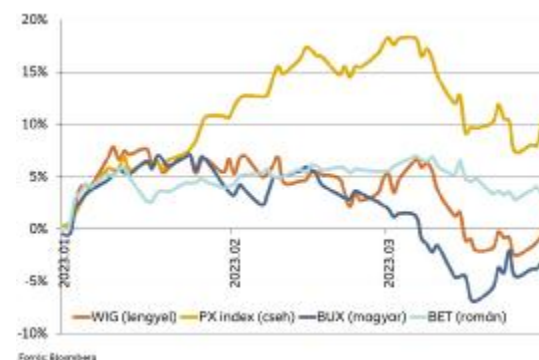
Továbbra sem tud talpra állni a december végi különadó bejelentés után a Richter. Q4-et a vártnál is gyengébben (40 milliárd forintos veszteséggel) zárta. A különadó, a forinterősödés és költségnövekedés mellett egyszeri tételek is lehúzták az eredményt. A 7.200 forintos támaszint tartotta meg a részvényt.

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.

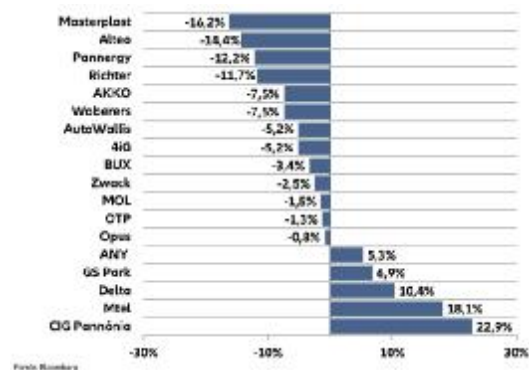


Régiós részvényindexek teljesítménye 2023Q1



Forrás: Bloomberg

BUX részvények teljesítménye 2023Q1



Forrás: Bloomberg



# POZÍCIÓK A NEGYEDÉV SORÁN

## Állampapírok, duration súlyok

- A hozamok emelkedését tartottuk valószínűbbnek a negyedév nagyobb részében, így továbbra is a benchmarknál enyhén rövidebb duration-t céloztunk meg.
- A negyedév közepén adtunk el változó kamatozású kötvényeket, mivel az áruk trendszerűen csökkenni kezdett. Március végén már ismét vevők voltunk, mivel az áresés megállni látszott és várakozásunk szerint (többek közt a megemelt tartalékrátának köszönhetően) ezen kötvények bankközi kamatokhoz árazódó kamata a DKJ-knél továbbra is magasabb lesz.

## „Feláras” kötvények

- Vettünk államilag garantált fix és változó kötvényeket, mivel a hitelkockázatuk hasonló az állampapírokhoz, de azokhoz képest jelentős felárak voltak.
- Vásároltunk fix kamatozású jelzáloglevelet is, egyrészt a felár másrészt a törvényi szabályozás miatt alacsony kockázat miatt.

## „Zöld” kibocsátások

- Kismértékben csökkentettük a 2032/G és 2051/G zöld államkötvények mennyiségét, mivel benchmarkot jelentősen meghaladó súlyuk volt a portfólióban, és az értékeltségük a hasonló futamidejű nem-zöld állampapírokhoz képest kevésbé kedvezővé vált. Továbbra is felülsúlyokat tartunk a zöld államkötvényekben.
- A fent említett jelzáloglevél vételünknel a kötvény zöld minősítésű volt.

## Részvények

- A negyedév során tovább tartottuk a már korábban kiépített Magyar Telekom és ANY Biztonsági Nyomda felülsúlyokat. Az Alteo részvények nagy részét 3040 forinton felajánlottuk a konzorciumnak. Ezekon kívül is folyamatosan voltak egyedi értékpapírválasztásaink a régiókban (pl. Pekao felülsúly vs Dino Polska alulsúly), míg a globális fejlett és feltörekvő indexeket a benchmark szint közelében tartottuk.

EGYÉB TÁBLÁK, ADATOK, INFORMÁCIÓK

4



# ALACSONY MINŐSÍTÉSŰ HITELVISZONYT MEGTESTESÍTŐ ÉRTÉKPAPÍROK PORTFÓLIÓNKÉNT 2023.03.31-ÉN

Alacsony minősítésű hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok 2023.03.31-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 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 érintő káros hatásokra vonatkozóan számszerűsíthető, az Alapkezelő által figyelembe vehető adatok, információk, illetve arra, hogy a portfóliókezelési szerződés nem rendelkezik erről.