

VAGYONKEZELŐI BESZÁMOLÓ

ALLIANZ ÖNKÉNTES NYUGDÍJPÉNZTÁR

2023. II. NEGYEDÉV

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

2023.07.11.

Allianz 

TARTALOM

1

BENCHMARK HOZAMOK ÉS TELJESÍTMÉNYEK

2

MAKROGAZDASÁGI ÖSSZEFOGLALÓ

3

RÉSZVÉNYPIACOK

4

EGYÉB TÁBLÁK, ADATOK, INFORMÁCIÓK



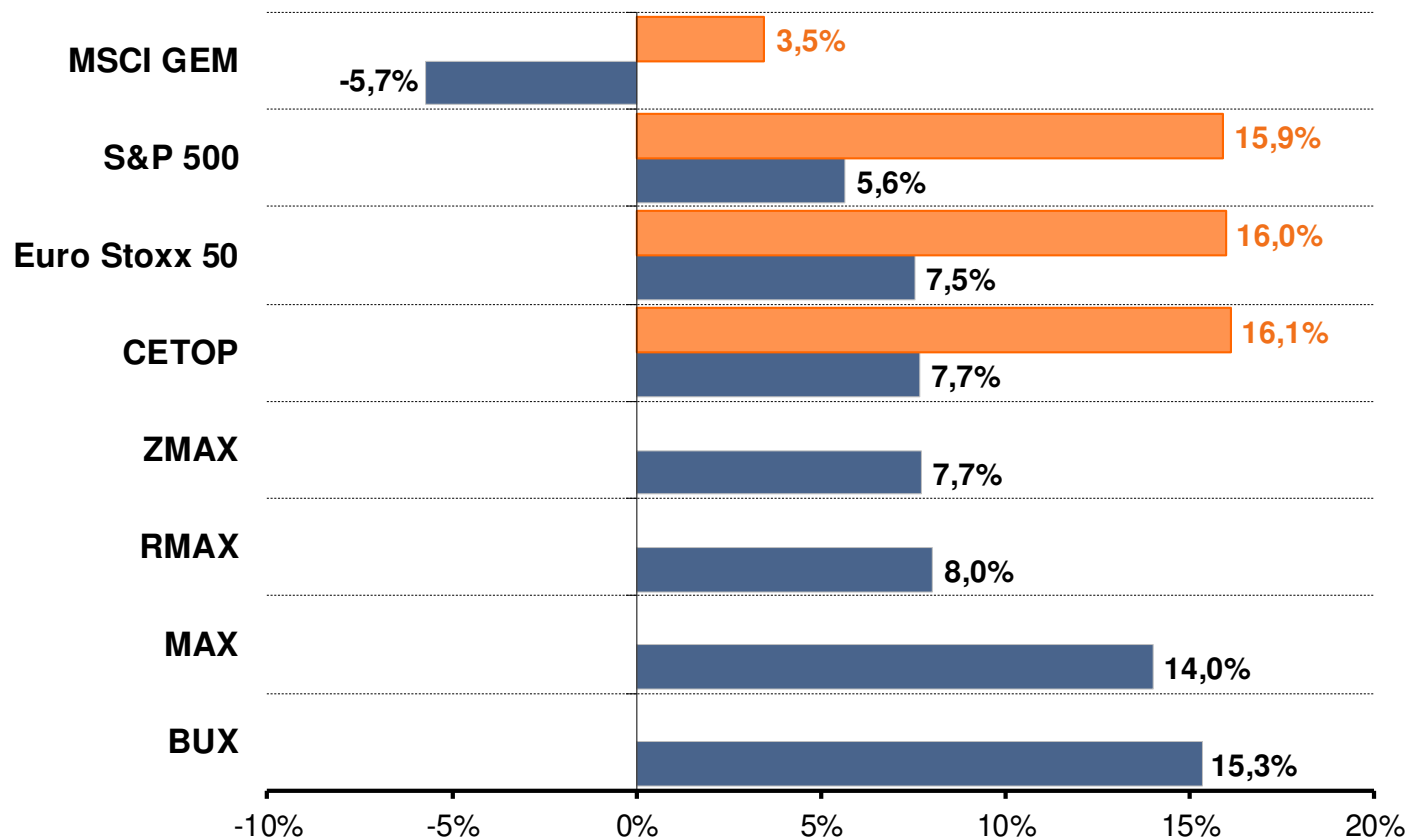
BENCHMARK HOZAMOK ÉS TELJESÍTMÉNYEK

1





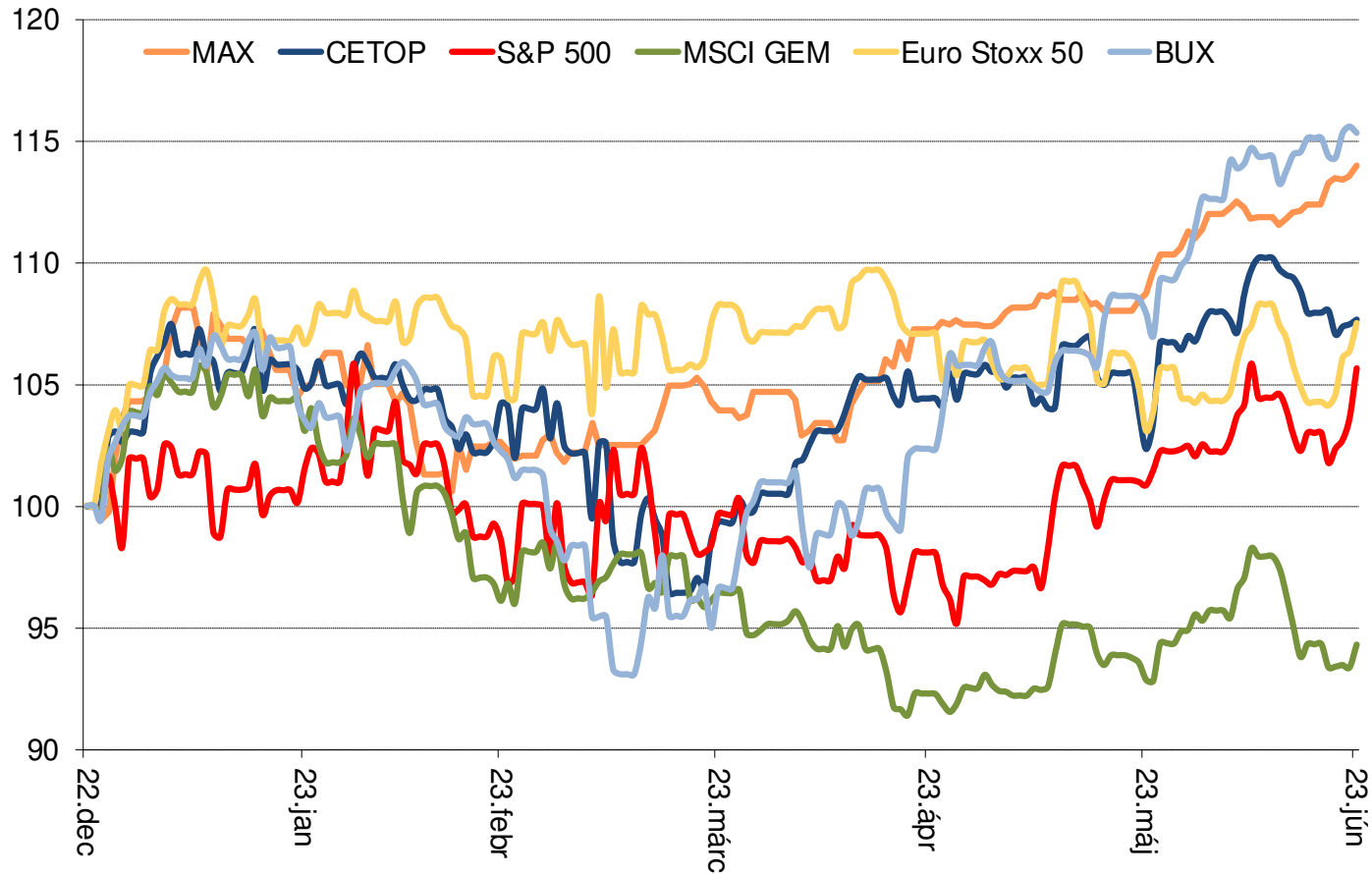
FŐBB INDEXEK TELJESÍTMÉNYE 2023 YTD (HUF ÉS SAJÁT DEVIZA)



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő



FŐBB INDEXEK ALAKULÁSA 2023 YTD (HUF)



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

MAKROGAZDASÁGI
ÖSSZEFOGLALÓ

2

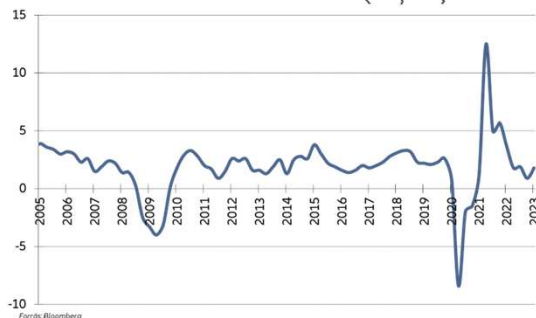




USA GAZDASÁGI ADATOK

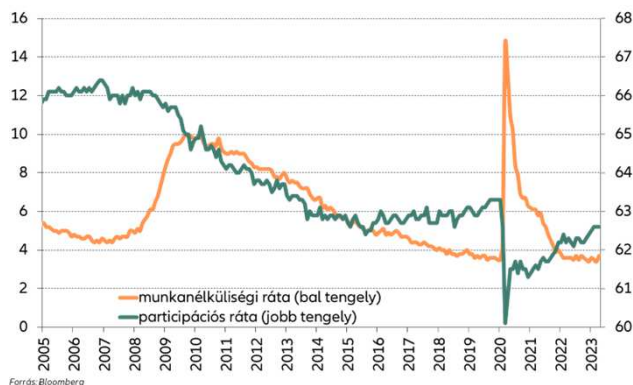
- Az idei első negyedévben fél százalék körüli reál GDP növekedést regisztráltak az Egyesült Államokban (negyedév/negyedév), ami ismét kicsit elmaradt az előző adattól, az év/év alapon számolt bővülés azonban 1,8%-ra nőtt. A Bloombergnek leadott előrejelzések jelenleg 1,3% körüli növekedést vetítenek előre 2023-ra (ez ismét magasabb kissé, mint negyed éve). A kiskereskedelmi forgalom az USA esetében bővül. Mindez az infláció további csökkenését korlátozhatja.
- A munkanélküliségi ráta lényegében stagnált az elmúlt másfél évben, májusban 3,7%-on állt. A tartósan munkanélküliek száma ugyan 2022 októbertől trendszerű romlásba kezdett, de ez a mutató most áprilistól ismét csökkenésnek indult. Az újonnan munkanélküli segélyekért jelentkezők száma idén márciusban nőtt meg a korábbi ultraerős 200 ezres heti számok után, de innen egyelőre trendszerű romlásról nem beszélhetünk. A bérnövekedési adat (év/év) tavaly áprilistól kezdett mérséklődni, de az egész idei évben eddig még mindig 4% feletti értékeket láttunk csak. A participációs (aktivitási) rátában van még elmaradás a járvány előtti szintekhez képest, de a 2022-es stagnálás után idén az első negyedéveben erősödést láthattunk. Tehát az USA munkaerőpiac továbbra is feszítettnek mondható, ami inflációs szempontjából mindenképpen kockázat, a Fed-et is óvatossá teheti.
- Az infláció tavaly júniusi 9,1% (év/év) tetőzése után folyamatosan javult, az idén májusra közölt adat 4% lett. Az energia és az áru piac az, ahol leginkább látszik a kedvező tendencia, míg az élelmiszerek és a szolgáltatások áremelkedése sokkal lassabban szelődül. Az egyéves időhorizontú lakossági inflációs várakozások csökkenő tendenciája áprilisban és májusban megtörni látszott, de a júniusi érték már ismét megnyugtatóbb volt (3,3%). Az 5-10 éves időtávra vonatkozó várakozás érdemben nem változott, 2021 vége óta 3% körül áll, ami azért a 2%-os inflációs célnál érzékelhetően magasabb.

USA reál GDP növekedése (év/év)

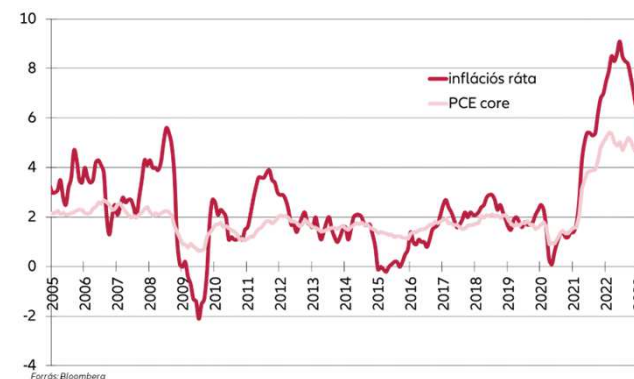


Vagyonkezelői beszámoló | Allianz Alapkezelő Zrt. |
© Copyright Allianz 2023. július 11.

USA munkaerőpiac



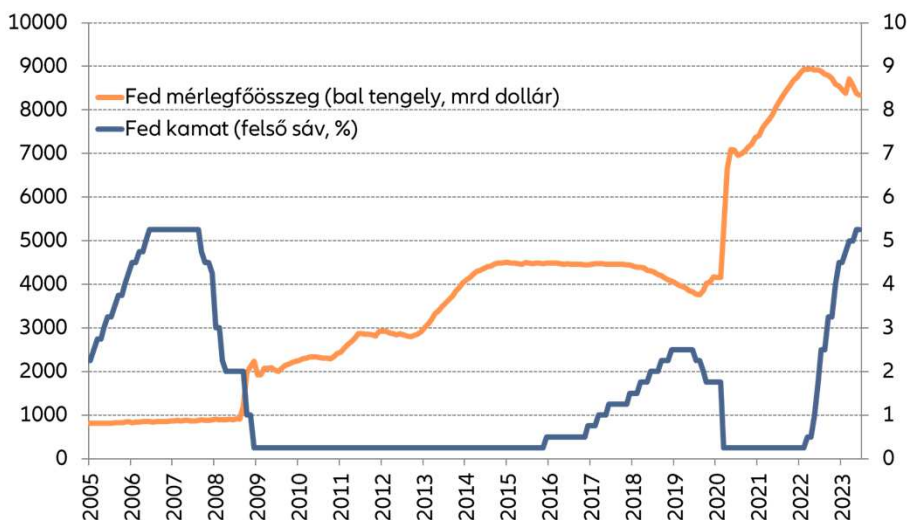
USA infláció





USA – MONETÁRIS POLITIKA

USA monetáris kondíciók



Forrás: Bloomberg

- A Fed kamatemelési ciklusa 2022 márciusában indult el, miután nyilvánvalóvá vált, hogy a járvány utáni magasabb infláció nem csak átmeneti jelenség, és a monetáris politika részéről hathatós beavatkozás szükséges. A jelentős inflációs veszély miatt kezdetben 75 bázispontos lépésközzel zajlott a szigorítás, de miután kedvezőbb inflációs adatok érkeztek, decemberben 50, majd februárra 25 bázispontos ütemre lassítottak.
- A bankcsődök a képet márciusra némileg árnyalták. A kamatdöntés a korábban várt 25 bázispontos emelést hozta, de mivel a banki kockázatkerülés megugrása amúgy is a pénzügyi kondíciók szigorodását eredményezi, így a Fed kamatemelésekből kicsit kevesebb is elég lehet. Emiatt némi monetáris szigorítást kiáraztak a szereplők, ami hozamcsökkenésben nyilvánult meg.
- A feszes munkaerőpiac és a magasabban ragadó maginfláció veszélye miatt májusban újabb 25bp kamatemelésre került sor (5-5,25% szintre), és ugyan júniusban hosszú idő után változatlanul hagyta a FED a kamatot, de ez nem jelenti azt, hogy ne lehetne újabb szigorítás júliusban, sőt a kommunikáció alapján ezt várhatjuk.

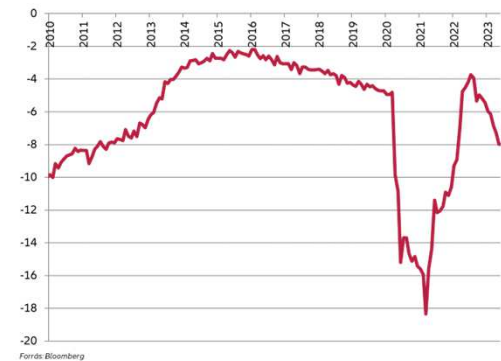
- A nettó állampapír és jelzálogkötvény vásárlásokat (QE) 2022 márciusban állították le, júniustól pedig már elkezdődött a mérlegleépítés (QT), ami jelenleg havi 95 milliárd dolláros ütemmel zajlik. Az elmúlt üléseken nem volt téma a QT, így egyelőre ezzel számolhatunk a következő hónapokra is. A Fed mérlegfőösszege a bankcsődök utáni likviditáskönnyítő intézkedések következtében időlegesen növekedett, de ezek rövidebb futamidejű eszközök voltak, és azóta ismét csökkenést láttunk az összes eszközben.
- A Fed júniusi gazdasági előrejelzése a márciusihoz képest inkább az idei évre vonatkozóan változott. A 2023-as év végi PCE inflációban nincs nagy eltérés, de a maginflációs várakozás 3,6%-ról 3,9%-ra emelkedett, a gazdasági növekedés pedig akár 1% is lehet (korábban 0,4%-ot vártak). A kamatszintekben 50bp-os felfelé tolódást látunk 2023-ra, de a következő két évre is emelkedett a kamatpálya-várakozás.
- **Tehát az USA monetáris politikája 2023-ban még egyre inkább szigorú lett, azonban a rövid kamatok hamarosan tetőzhetnek. A munkaerőpiacra és a maginflációra lesz talán érdemes figyelni. Az ideai kamatcsökkentést jelenleg még továbbra sem mondanánk alapesetnek.**



USA ÁLLAMPAPÍRPIAC

- A hozamok az infláció újraéledésével párhuzamosan 2020-tól emelkedő trendben voltak, melyet erősített 2022-ben a Fed QE kivezetése, majd a QT elindítása. Tavaly ősszel tört meg a gyors kötvénypiaci gyengülés, amikor az USA infláció a várakozásoknál jobban mérséklődött és a termékek szélesebb körén is látszott az áremelkedés lassulása. A Fed azóta kitarzott a szigorú hangvétele mellett, mivel az inflációs alapfolyamatok még nem megnyugtatóak. Számos kedvezőtlen inflációs és erős munkaerőpiacról szóló adatközlés hozott ismét hozamemelkedést 2023 első negyedében.
- A hosszabb hozamok végül nem tudták áttörni a 2022 novemberi szinteket, mivel a bankcsődök miatt gyors fordulat következett be márciusban. Ilyenkor a befektetők a jó hitelminősítésű állampapírokat, mint menekülő eszközöket keresik. Másrészt, ahogy a Fed közleményeiben olvashattuk, ilyen körülmények közt a bankok óvatosabbá válnak, emiatt önmagában szigorodnak a hitelfelvételi feltételek, így kevesebb Fed kamatemelés is elegendő lehet. A riadalom ugyanakkor relatíve gyorsan szétoszlott, az inflációs félelmek viszont ismét képbe kerültek, a monetáris politikai döntéshozók egyre szigorúbb hangvételt ütöttek meg, így az idei második negyedév végül kötvénypiaci gyengülést hozott. Ezen belül a monetáris politikára érzékenyebb, rövidebb lejáratok reagáltak jobban.

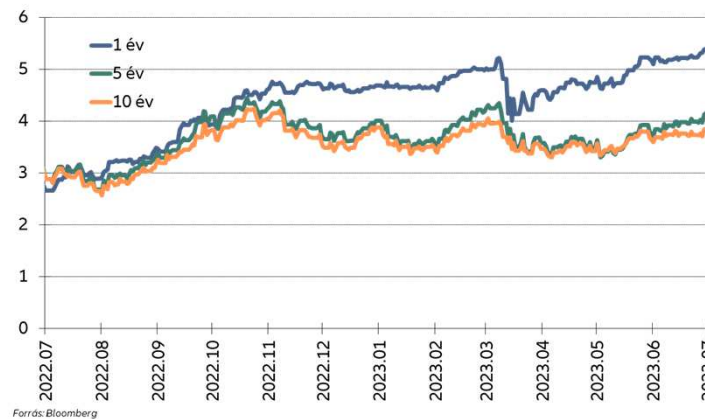
USA szövetségi deficit/GDP (gördülő, %)



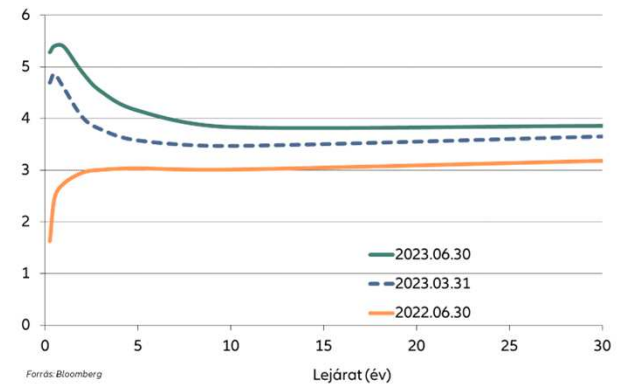
Állampapír hozammozgások



Állampapírpiac az elmúlt évben



Hozamgörbe

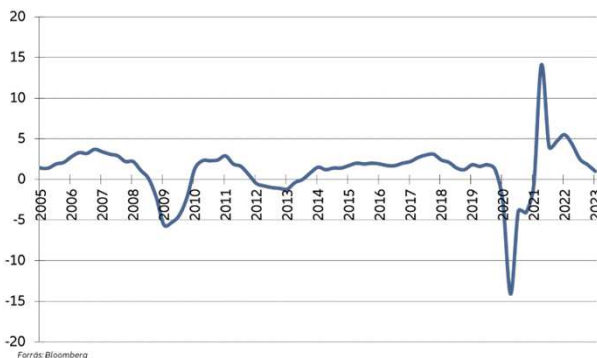




EURÓZÓNÁS GAZDASÁGI ADATOK

- Az eurózána gazdasága az előző negyedévhez hasonlóan az idei első negyedévben sem nőtt, év/év alapon azonban most még 1%-os volt a bővülés. A Bloombergnek küldött előrejelzések középértéke 2023-ra 0,6%, nagyjából a negyed éve látottakkal egyezik meg. A kiskereskedelmi eladási statisztikák az elmúlt hónapokban 3% körüli visszaesést mutatnak (év/év alapon).
- A munkanélküliségi ráta a COVID utáni gyors javulást követően 2022-ben lényegében stagnál, azóta viszont ismét láttunk kisebb kedvező irányú elmozdulást. A májusi adat 6,5% lett. Tehát az eurózána munkaerőpiaca is feszes, továbbra is.
- Az infláció az eurózána tavaly októberben tetőzött évi 10,6%-kal. Azóta meredek csökkenést láttunk, a júniusi előzetes adatok 5,5%-ot mutatnak. A maginfláció emelkedő trendje is megtört, itt azonban még csak szerényebb mérséklődés látszott. A lényegében stagnálásra váltott gazdasági növekedés, a fogyasztás szűkülése és a bázishatások segítik a dezinflációt. Ugyanakkor a háború közelsége, az energiaárak esetleges őszi megugrásának kockázata, az emelkedő laskossági inflációs várakozások, valamint a feszes munkaerőpiac mind az infláció tartósan magasabb szinten ragadásának veszélyét hordozzák. Ez is lehet az oka annak, hogy az EKB hangvétele még szigorúbb a Fed-nél, annak ellenére, hogy pusztán a gazdasági növekedés különbsége alapján pont az ellenkezőjét várnánk.

Eurózána reál GDP növekedés (év/év)



Eurózána munkanélküliségi ráta



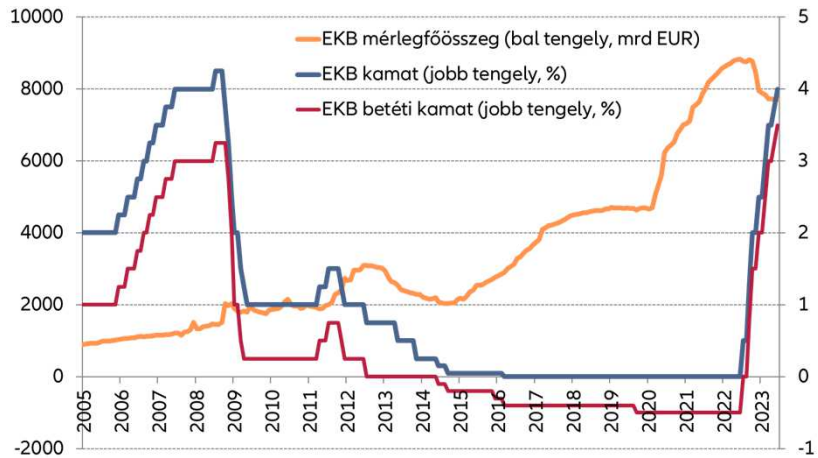
Eurózána infláció





EKB – MONETÁRIS POLITIKA

EKB monetáris kondíciók



Forrás: Bloomberg

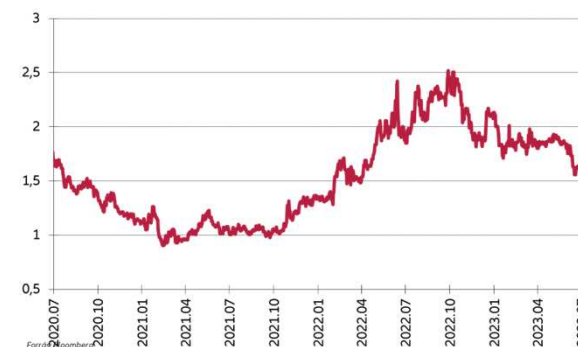
- Az EKB a Fed-nél valamivel később, 2022 júliusban kezdte meg a kamatemelési ciklusát. Az első lépés 50 bázispont volt, majd szeptemberben és októberben 75-75 bázispont következett. December ugyan a Fed-hez hasonlóan lassulást (50bp emelést) hozott, de az iránymutatás a vártnál sokkal szigorúbbá vált. Az infláció az eurózónában nagyobb kockázat. Az idei első negyedév két kamatdöntő ülésén így még 50-50 bázisponttal emeltek, és csak utána lassítottak 25-25 bázispontra. A júniusi sajtótájékoztató még további szigorítást vetít előre, egyelőre szünetről még nem beszélhetünk.
- A Kormányzótanács tavaly decemberben hozott döntést a QT megindításáról, 2023 márciustól, átlagosan havi 15 milliárd euró ütemben. Májusban határoztak arról, hogy júliustól az APP program keretében lejárató értékpapírokat az EKB nem fekteti be újra, ezzel némileg nő majd a „nem-megújítandó” összeg.
- A pandémiás eszközvásárlási program (PEPP) keretében megszerzett értékpapírok újrabefektetése egyelőre folyamatos, az eddigi tervek szerint 2024 végéig nem is várható itt változás. A PEPP megújítása során az EKB rugalmasan tud súlyozni az országok közt. E mellett egy 2022-ben megalkotott új eszközt (TPI) is kidolgoztak a perifériának mondott országok felárszintjeinek mérséklésére de ennek alkalmazása eddig nem volt szükséges.
- Az EKB 3. célzott refinanszírozási hitelprogramjának (TLTRO III) keretein belül korábban akár -1%-os kamaton is hitelezte a bankokat. A kedvezményes rátákat azonban egy tavaly októberi döntéssel az alapkamat szintjére emelték. A bankoknak előtörlesztési lehetőséget biztosítottak novemberben, januárban és februárban, amivel az EKB mérlegfőösszeg már a QT előtt is elkezdett csökkenni.
- Az EKB stáb inflációs becslése júniusban : 2023-ra 5,4%, 2024-re 3%, míg 2025-re 2,2%. Ezek csupán 0,1-0,1 százalékpontos emelkedések, de a maginfláció terén lényegesen nagyobb kockázatokat azonosítottak, az idei és a jövő évi előrejelzést is fél százalékponttal emelték. A GDP-prognózis nem változott jelentősen.
- **Az EKB tehát továbbra is szigorú hangvételt képvisel. A dezinflációs folyamat úgy néz ki, az eurózónában nagyobb kihívás mint az USA esetében.**



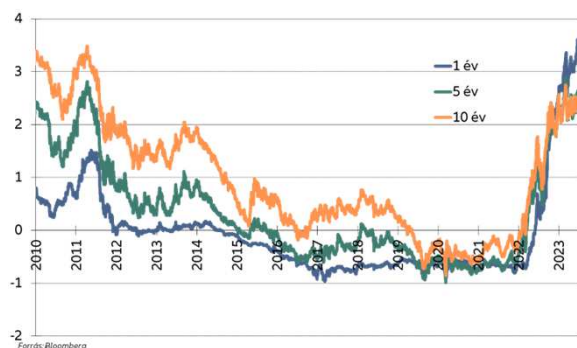
EURÓZÓNÁS ÁLLAMPAPÍRPIAC

- Az USA állampapírpiacnál bemutatott mozgások az eurózónában is hasonló mintázatot mutattak: 2020 végétől inflációs félelmektől hajtott hozamemelkedés, amit 2022 őszén a kedvezőbb inflációs adatok törtek meg. 2023 első negyedében itt is gyengülést láttunk, amelyet a bankpiaci hírek törtek meg, viszont a vihar elmúltával ismét feléledő monetáris politika felől érkező „héja” hangvételi üzenetek újabb kötvénypiaci gyengülést okoztak, főleg a rövidebb lejáratokon.
- Az olasz és spanyol kötvénypiacokon a német hozamokhoz képest számolt felár 2021-ben historikusan alacsony és emellett igen 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 mozgásteret 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. Így a felárak jelentős nyomás alá kerültek. Ez vezetett 2022 nyarán az EKB új TPI eszközének megalkotására, amelynek gyakorlati használatára egyelőre nem került sor. Az APP újrabefektetésének leállításával ugyanakkor ismét nőhet a felár ezeken a piacokon, talán ezt látjuk már a tárgynegyed végén.

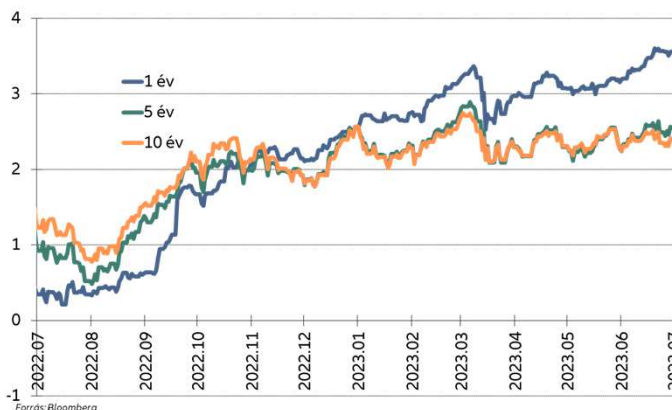
A 10 éves olasz-német hozamkülönbség



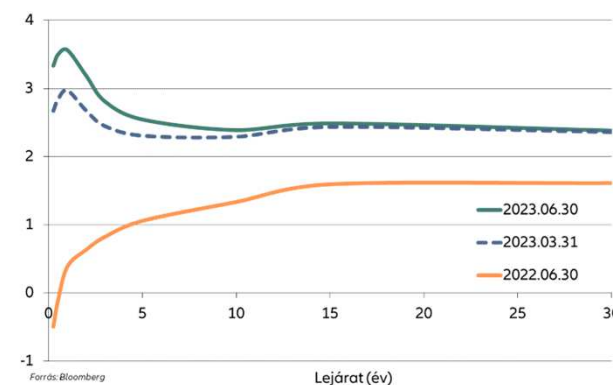
Állampapír hozammozgások (német)



Állampapír hozammozgások az elmúlt évben (német)



Állampapír hozamgörbe (német)

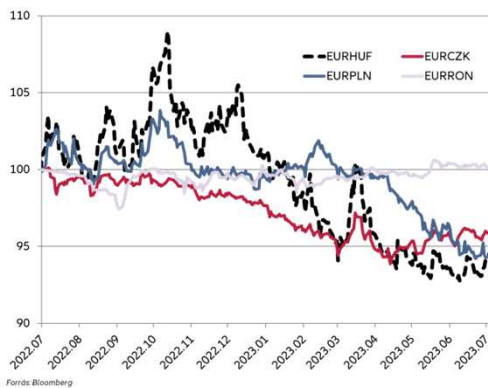




RÉGIÓS PIACOK

- A régió negyedéves adatai megnyugtató dezinflációs folyamatról tanúskodnak, az év eleji magasabb értékek végül, a vártak megfelelően nem jelentettek trendfordulót. A cseh inflációnál szeptemberben volt a tetőzés (18%), a decemberi 15,8% után január ugyan 17,5%-t hozott, de onnan fokozatosan mérséklődött a pénzromlás, májusra 11,1%-ra ért. Lengyelországban az októberi 17,9%-os lokális csúcs után a februári adat 18,4%-t mutatott, de a júniusi előzetes már csak 11,5%. A román árak növekedési üteme novemberben tetőzött (16,8%), a májust pedig már 11% alatt zárták.
- Az irányadó kamatszintek a régióban nem változtak a negyedév során, egyelőre kamatvágás nincs is napirenden. A cseh jegybank még tavaly 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 7%-os szinten maradt az alapkamat. Az elkövetkező hónapokra várható Fed és EKB szigorítás, de közben a csökkenő hazai inflációs adatok közepette az alapkamatok tartása a legvalószínűbb.
- A cseh korona a márciusi bankcsődök okozta kockázatkerülés miatti gyengülést követően inkább csak sávban mozgott. A román nemzeti deviza az elmúlt egy évben meglehetősen stabil maradt az euróhoz képest. A második negyedévben a zlotyi árfolyama jelentősen erősödött. Az állampapír hozamok mindhárom vizsgált piacon trendszerűen ereszkedtek.

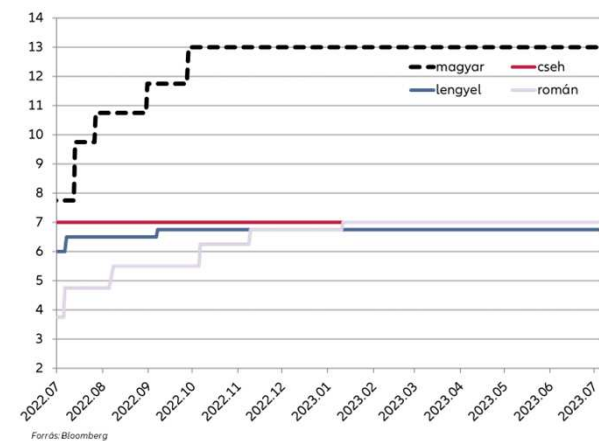
A régiós devizák relatív teljesítménye



10 éves kötvényhozamok



A régiós alapkamat szintek

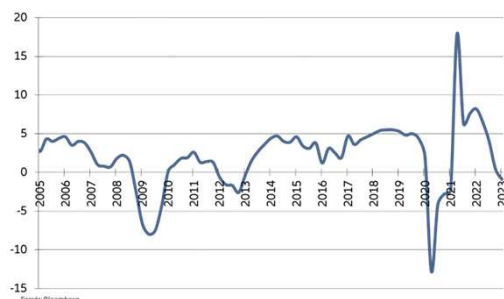




HAZAI GAZDASÁGI ADATOK

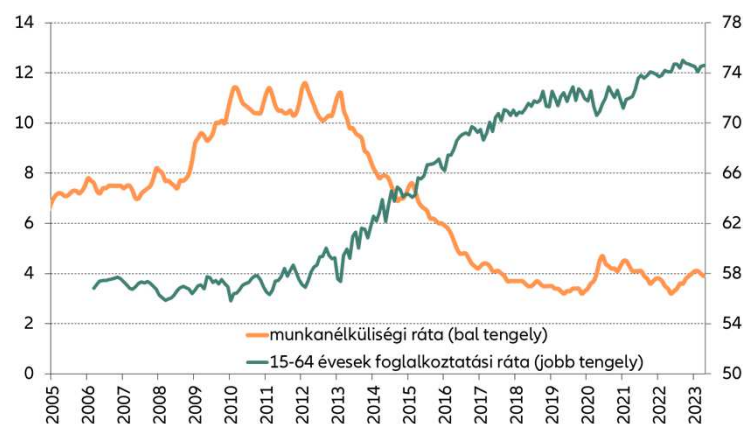
- A magyar gazdaság első negyedéves teljesítménye év/év alapon már negatív lett, egy százalék közeli szűkülést láthattunk. A negyedév/negyedév adatra már harmadjára közölt csökkenést a KSH. Éves növekedésünk a cseh és lengyel értéktől nem sokkal marad el, a románhoz képest ugyanakkor érezhetően kedvezőtlenebb a kép. A Bloombergnek nyilatkozó elemzők már csak 0,2% körüli magyar növekedést jeleznek előre 2023-ra (áprilisban pár tizeddel még magasabb volt a várakozás). A gazdasági növekedés és a költségvetés szempontjából kedvezőtlen, viszont inflációs nézőpontból jó hír, hogy a kiskereskedelem jelentős, 10% feletti szűkülést mutat év/év alapon.
- A munkanélküliségi ráta 2022 második felétől gyengülő trendet mutatott (a februári és a márciusi adat 4% lett), de a következő két hónapban ismét kedvezőbb értékeket közölt a KSH. Ezek a mozgások részben szezonális hatásnak tudhatók be, a munkanélküliség historikusan még mindig nagyon alacsonynak mondható, a foglalkoztatottság pedig igen magas szinten áll. Az összességében feszes munkaerőpiac, amiről a 16% körüli bérnövekedési adat is tanúskodik. A gazdaság lassulásával a munkanélküliség megemelkedhet némileg, de egyelőre bizonyos gyengébben szereplő ágazatok elbocsátásait más szektorok – legalább részben - könnyen elszívhatják.
- Az infláció januárban 25,7%-on tetőzött. Áprilisig csak kisebb mérséklődést láthattunk, de a májusi adat már érzékelhetően és a piaci várakozásoknál nagyobb mértékben esett. A maginfláció is érdemben lejjebb került, de mindkét index még 20% felett állt. Az élelmiszerek és a háztartási energia még mindig 30% felett drágult éves szinten. Az előbbi hó/hó alapon már gyakorlatilag nem drágult. A hatósági élelmiszer árak augusztustól kivezetésre kerülnek, de a kötelező akciózás intézményén sokat szigorított a kormány. A tavalyi energiaár-megugrás bázisból történő kikerülése miatt az infláció jelentősen eshet majd szeptemberben.

Magyar reál GDP növekedése (év/év)



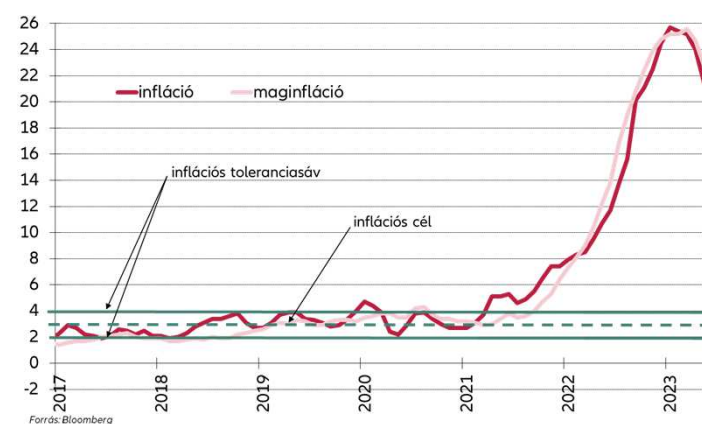
Vagyonkezelői beszámoló | Allianz Alapkezelő Zrt. |
© Copyright Allianz 2023. július 11.

Hazai munkanélküliségi ráta



Forrás: Bloomberg, KSH

Infláció

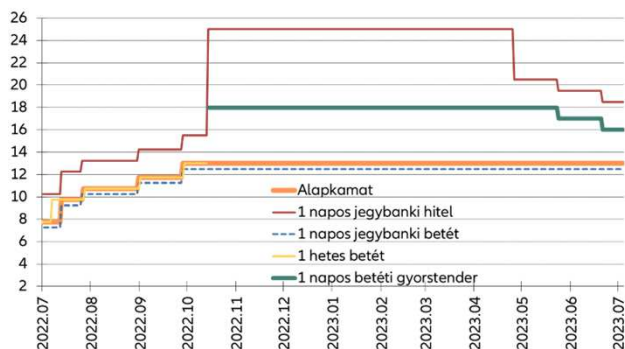


Forrás: Bloomberg



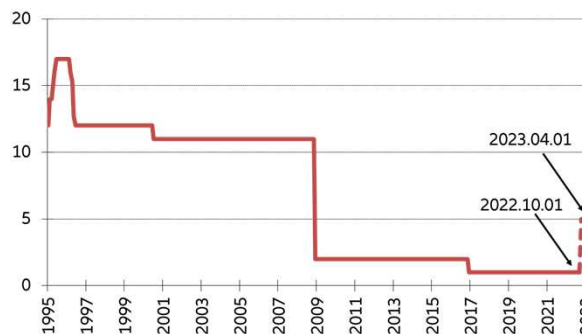
HAZAI MONETÁRIS POLITIKA

Hazai jegybanki kamatkondíciók



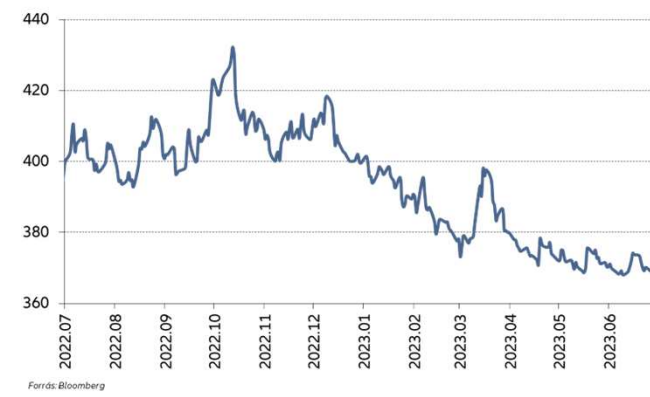
Forrás: Bloomberg

Kötelező tartalékráta



Adatok forrása: MNB

EURHUF árfolyam



Forrás: Bloomberg

- A 2021. júniusban megkezdett alapkamatemelési ciklus 2022 szeptemberig tartott, az alapkamat 13%-ra ért. Azóta változatlan szinten maradt, és az iránymutatás sem módosult az elmúlt hónapok során: ennek csökkentése jelenleg nincs napirenden, az inflációs mutató jelentős és trendszerű csökkenése szükséges ehhez. A kötelező tartalékráta áprilisi hatállyal immár 10%-ra nőtt (legfeljebb 15% vállalható), a kamatozása pedig sávossá változott, hogy nagyobb tartalék elhelyezésére ösztönözzék a bankokat.
- A forint eszközök őszi lejtmenete (deviza, kötvény) szükségessé tette, hogy ez MNB kiegészítse az eszköztárát rövidebb horizonton ható instrumentumokkal. Ezt a szerepet töltötte be egy új, egynapos betéti gyorsrendszer, amelyet 18%-os szinten hirdettek meg naponta. A jegybanki kommunikáció szerint ennek óvatos csökkentéséhez bizonyos külső és belső egyensúlyi tényezők (pl. infláció, folyó fizetési mérleg, EU-s transferek) trendszerű javulása szükséges. Mivel számos ponton jól körvonalazódott a kedvező változás, így májusban meg is indult az egynapos eszköz alapkamathoz közelítése, 100 bázispontos lépésközökkel (június végéig 16%-ra vágták ezt a kamatot). Amennyiben az ország megítélése nem romlik jelentősen, szeptemberre az alapkamat szintjére (13%-ra) mérséklődhet a betéti kamat szintje. Kérdés, hogy utána kivezetik-e az eszközt, illetve magának az alapkamatnak a vágása mikor következik be.
- Az MNB a júniusban frissített Inflációs jelentés alapján az áremelkedést 2023-ra 16,5-18,5%, míg 2024-re 3,5-5,5%-ra várja. A GDP növekedés az elemzői stáb szerint az idei évre 0-1,5%, míg jövőre a 3,5-4,5% sávban mozoghat.



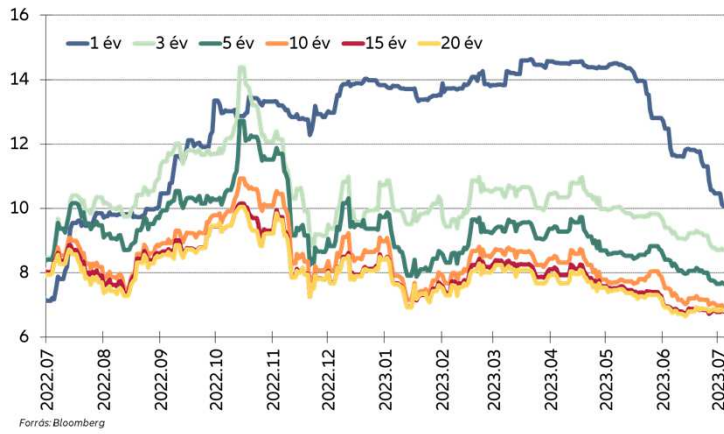
HAZAI ÁLLAMPAPÍRPIAC, ÁLLAMILAG GARANTÁLT KÖTVÉNYEK

- A negyedév során a legnagyobb hatása a befektetési alapokat és a banki extraprofit adót érintő szabályozói változásoknak voltak. Az értékpapír alapoknak befektetéseik nagy részét értékpapírban (azaz például nem bankbetétben), ezen belül elsősorban forint magyar állampapírban (tehát például nem régiós államkötvényekben vagy devizás magyar állampapírban) kell tartani. A DKJ befektetések minimumát is előírják. Néhány befektetés továbbra sem korlátozott (jelzáloglevelek, államilag garantált és banki MREL kötvények), de a piaci szereplőknek összességében így is jelentős állományokat kellett (részben még kellett) megmozgatni. A bankok részére is ösztönzik az állampapír-állomány növelését: a 2027 és hosszabb lejáratok állományának növelése esetében az extraprofit adó jelentősen csökkenthető, akár felezhető.
- A hozamgörbe rövid oldalát érintették legerőteljesebben a bejelentett intézkedések, ott 400-500 bázispont hozamesést láthattunk a negyedév során, miközben a bankközi BUBOR kamatlábak nagyságrendileg 100-200 ponttal kerültek lejjebb. Több DKJ sorozat jegyzése 10% közelébe került. Mivel a jogszabály DKJ, nem pedig éven belüli magyar állampapír tartására ír elő kötelezettséget, így az éven belüli államkötvények hozama jelentősen meghaladta a DKJ szinteket. Az ÁKK ugyanakkor a negyedév utolsó napján közel egy év kihagyás után visszavételi aukciót hirdetett 23a és 24b államkötvényekre, így a rövid kötvények DKJ-k feletti felára jelentősen beszűkült.
- A fix államkötvények aukciója általában jó kereslet mellett zajlott, egy-egy gyengébb kibocsátást láttunk csak. A másodpiacon is jelentős hozamesést láttunk az inkább kedvezőtlen fejlett piaci mozgások ellenére: 100-200 bázispontos nagyságrendű hozamcsökkenést figyelhettünk meg a negyedévben a magyar piacon. Nemzetközi feláraink így szűkültek. A decemberben meghirdetett finanszírozási tervvel összhangban a forint kibocsátások átlagos futamideje az előző években megszokottnál rövidebb volt. Szeptembertől a hivatalos közlés alapján újraindulhatnak a szeptember óta nem látott csereaukciók is, amivel elsősorban a 2025-26-os lejáratú koncentrációt tervezi az adósságkezelő csökkenteni. Ez ebben a szegmensben a hozamcsökkenés irányába, a hosszabb lejáratokon viszont az erősödés ellen hat (az év végén jellemzően csökken a hosszú állampapír aukciós kínálata). A csereaukciók felajánlás oldalán a bankoknak kedvezőbb 4-10 éves lejáratokat várjuk elsősorban.
- A változó kamatozású kötvények is sokat erősödtek a negyedév során, részben DKJ helyett vehették hazai alapkezelők (ahol lehetett), részben banki könyvekbe kerülhetett, mivel az alacsony kamatkockázata miatt a banki eszköz-forrás menedzsmentbe jól illeszkedik, az ilyen kötvényekből könnyebb az állomány növelése.
- Az államháztartási hiánycél tartása a jelentős kamatteher, az alacsony gazdasági növekedés miatti adóbevétel-kiesés és a magas költségvetési kiadások mellett nem egyszerű feladat. Ez az ország adóbsorolása és a tartósan alacsony hosszú hozamok szempontjából is kockázat. A kamatteher kezelésére szolgálnak a fenti befektetési alapokat és bankokat érintő intézkedések. A gazdasági növekedést állami hitelprogramok próbálják támogatni, illetve az MNB kamatcsökkentési ciklusa is ebbe az irányba hat. A kiadási oldalon pedig látszanak már konkrét intézkedések is (pl. városi CSOK lezárása).

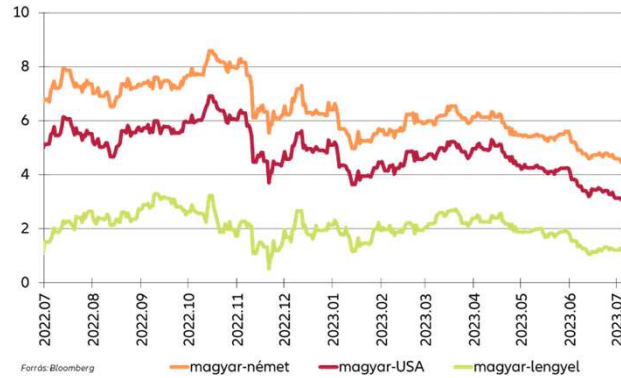


HAZAI ÁLLAMPAPÍRPIAC - GRAFIKONOK

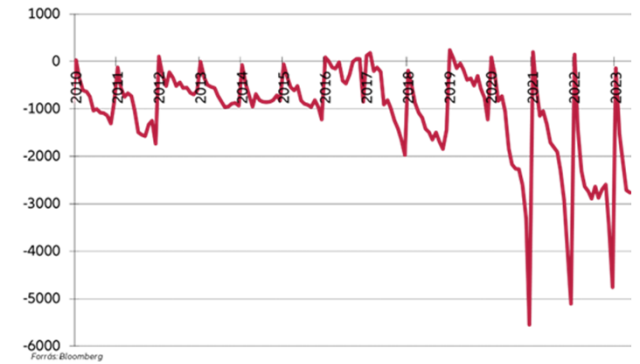
Állampapír hozamok az elmúlt évben



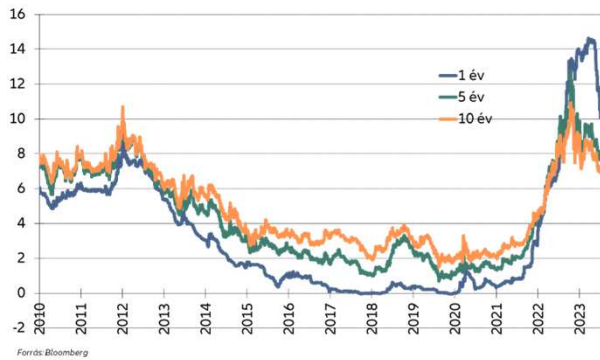
Nemzetközi összehasonlítás (10 éves futamidő)



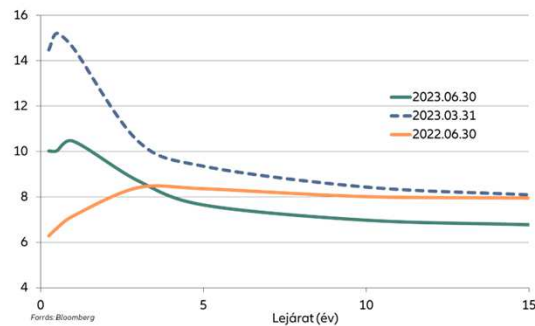
Kumulált államháztartási hiány (mrd)



Állampapír hozammozgások



Hozamgörbe



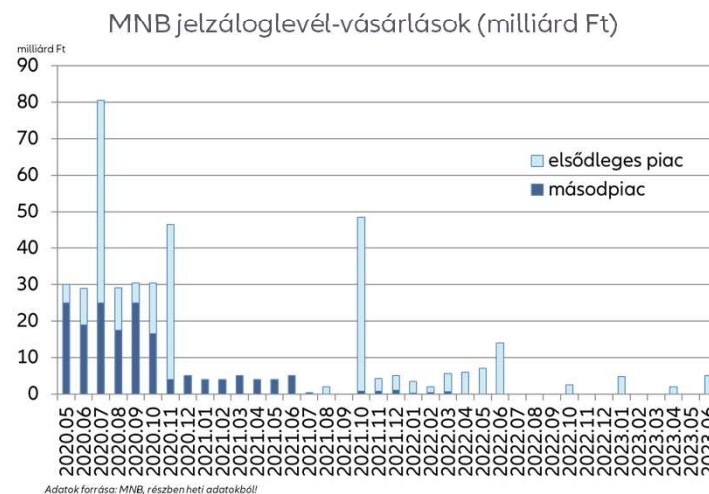
Külföldiek HUF állampapír állománya





„FELÁRAS” KÖTVÉNYEK

- Az **államilag garantált** forint aukciók 2023 második negyedévében is rendszeresek voltak. Az MFB ezúttal sem lépett a piacra. Az EXIM ugyanakkor összesen közel 250 milliárd összegben aukcionált egy éves lejáratú fix, illetve 5 éves változó kamatozású kötvényeket. A befektetői kereslet is magas volt, különösen májusban (véltetőleg a jogszabály-változásokkal összefüggésben). A felárszintek így a negyedév végére 100 bázispontos nagyságrendre szűkültek. Ez az állampapír feletti spread ugyanakkor továbbra is lényegesen magasabb, mint amit évekkal korábban láttunk. A volatilis kamatkörnyezeten túl ez feltehetőleg a megugrott kibocsátói aktivitásnak és a globálisan megfigyelhető szigorúbb monetáris politikának, szűkülő likviditásnak köszönhető.
- A **jelzáloglevél-piac** az előző negyedévhez hasonló, alacsony volument hozott, de mivel az MNB a jelzáloghitel-finanszírozás megfelelési mutatót (JMM) nem szigorította tovább, új hitelkihelyezések pedig a magas kamatkörnyezetben alig vannak, így az alacsony forrásbevonási aktivitáson nem is csodálkozhatunk. Az MBH (korábban Takaréék) Jelzálogbank kettő fix sorozattal lépett piacra. Az Erste is meghirdetett egy jelzáloglevél-aukciót (két sorozatot is felajánlottak), de végül nem valósult meg a kibocsátás.
- Az **MNB** továbbra is csak nagyon kevés jelzáloglevelet vesz. 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 érv lehet a vásárlásra.



RÉSZVÉNYPIACOK

3



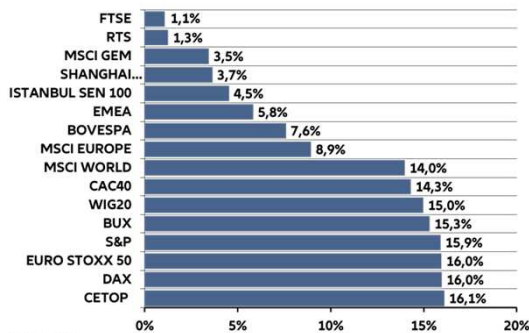


NEMZETKÖZI RÉSZVÉNYPIACOK

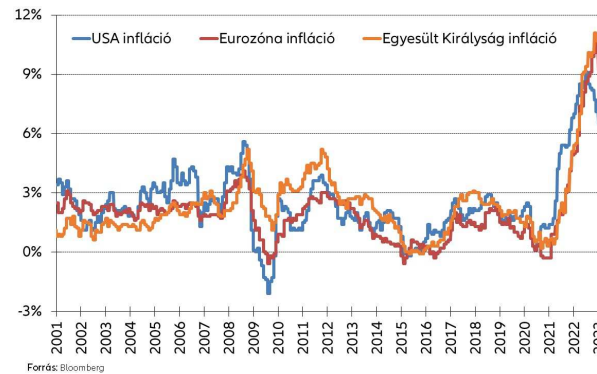
A januári rali utáni - szigorúbb monetáris politikától való félelem miatt kezdődő, majd a bankválság hatására elmélyülő - korrekciót követően március közepétől ismét emelkedés indult a részvénypiacokon. A jó hangulat kitartott Q2-ben is, folytatták a tavaly látott csúfos visszaesések ledolgozását a főbb indexek. A tovább süllyedő headline inflációs adatok és a bankválság okozta bizonytalanság a monetáris szigor enyhülésével kapcsolatos várakozásokat táplálták, miközben a soft landing-hez fűződő remények is kitartottak. Ezt fokozta, hogy a felülvizsgálat során jelentősen javították az USA-ban a Q1-es GDP adatot. A Bloomberg konszenzus szerint idén 2,6, jövőre pedig 2,7% körüli lehet a világgazdasági növekedés. Az USA adóssághatár megemelése miatti huzavona átmenetileg ellenszert jelentett, ám június elején végül megszületett a megállapodás.

Június második felében érezhető volt azért még egy kis megingás. A nagy jegybankok kiálltak a további kamatemelés(ek), majd a kamatkörnyezet magas tartása mellett. Habár a kínálati oldali szűk keresztmetszetek nagyrészt feloldódtak és a fogyasztás is mérséklődik, a feszes munkaerőpiacok, a szolgáltatások iránti kereslet, valamint a profitinfláció az infláció további csökkenése ellen hatnak. Utóbbiak esetében a Covid megtakarítások felélése (ld. növekvő hitelkártya használat) enyhülést hozhat, ám ez persze a vállalati profitokra nézve sem biztató. Kérdés, hogy a hozamszintek drasztikus emelkedése miatti tavalyi átázódást követi-e újabb zuhanás a profitvárakozások romlása következtében. Ha igen, akkor az a biztonságosabb kötvényeknek és a stabil mérleggel rendelkező részvényeknek kedvezhet.

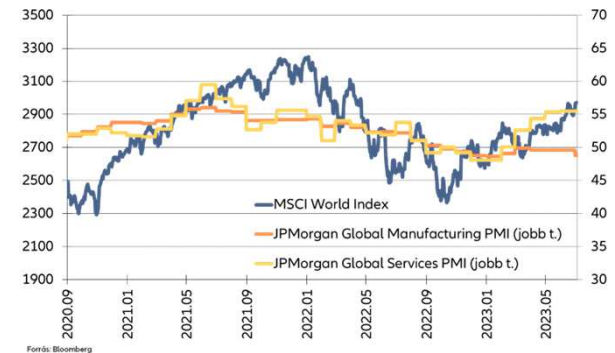
Részvényindexek teljesítménye 2023H1



Fogyasztói árindexek alakulása



MSCI World index és a globális PMI-k



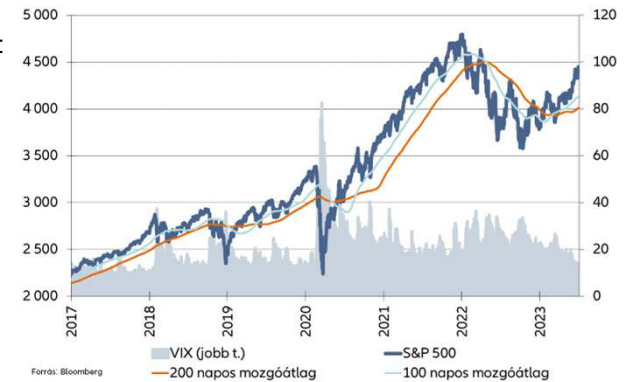
NEMZETKÖZI RÉSZVÉNYPIACOK - USA



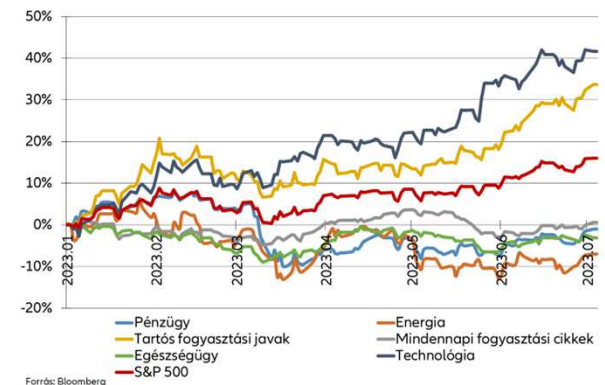
Az S&P 500 a Q1-es korrekció során az év eleji 3.800-as szintig süllyedt vissza, majd innen tudott felpattanni. Áttörve a 200 napos mozgóátlagot, a februári lokális csúcstól (4.200 pont), majd a tavaly augusztusi lokális csúcstól (4.300 pont) egészen 4.450 pontig tudott erősödni. Q2-ben így 8,3%-kal emelkedett, H1-et ezzel 15,9%-os pluszban zárta. A tavaly októberi mélyponthoz képest már 25% körüli az erősödés, ami technikai értelemben már bőven bikapiacot jelez. Óvatosságra ad azonban okot, hogy 1980-ig visszamenőleg a tartós bikapiacok kialakulását minden esetben recesszió előzte meg az USA-ban. Nem csoda, hogy a nagy elemzőházak is megosztottak. A Morgan Stanley inkább pesszimista és a profitvárakozások visszaesésével 3.900 pontos S&P 500-at vár. A Goldman ezzel szemben az idén lemaradó szektorok felzárkózására és a 4.500 pontos árszintre számít.

A vezető index idei remek teljesítménye nagyrészt a benchmark több mint 25%-át kitevő technológiai szektornak köszönhető. Ezt a ChatGPT megjelenésével párhuzamosan fellángoló „AI mániát”, a szektorban az utóbbi időben hozott költségracionalizáló intézkedések (pl. leépítések) és a tetőző kamatszintekre vonatkozó várakozások segítették. Elég az Nvidia-ra tekinteni, melynek piaci kapitalizációja napok alatt 700 milliárd dollárról 1.000 milliárd dollár fölé ugrott a megugró hardverkereslet következtében. A júniusi FED ülés azért itt is megrántotta a gyeplőt. A piaci várakozásoknak megfelelően 5,25%-on szünetet tartott a jegybank a további emeléssel, későbbre azonban a korábban várt egy helyett még két szigorítást jelzett. Ráadásul az idén év végi, jövő év eleji csökkentésre vonatkozó piaci várakozásokat is igyekeznek elhessegetni. Az adatvezérelt üzemmódban a növekedési kilátások jelentősebb romlása ezt könnyen felülírhatja, ám az szintén negatív lenne a részvényekre nézve. Továbbra is tojásbélyeg kell a monetáris döntéshozóknak egyensúlyozni. Főként, hogy a regionális bankok helyzetére is tekintettel kell lenni. Q2-ben a First Republic mellett még a PacWest is nehéz helyzetbe került. Ráadásul 2025-ig mintegy 1.500 milliárd dollárnyi kereskedelmi ingatlanra nyújtott hitel megújítása esedékes.

S&P 500 és a VIX (félelelem) index



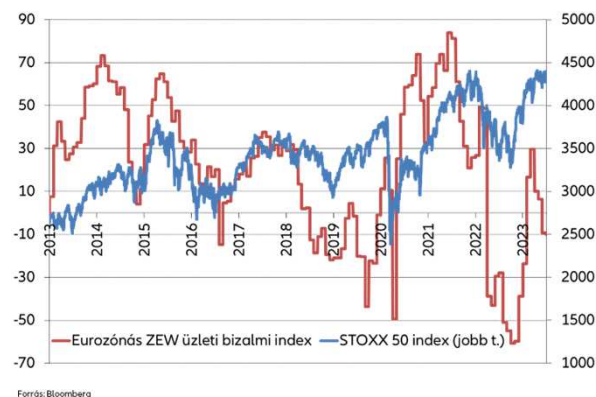
S&P 500 szektorok teljesítménye 2023H1



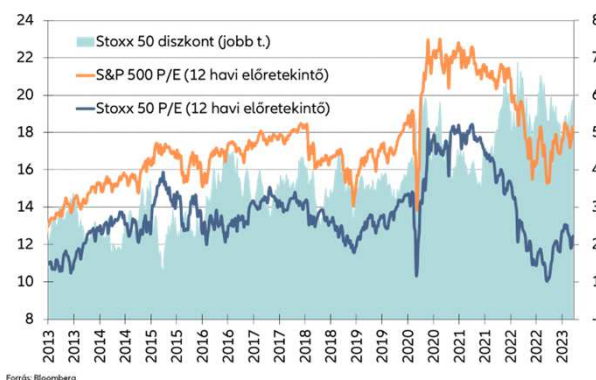


NEMZETKÖZI RÉSZVÉNYPIACOK - EURÓPA

ZEW üzleti hangulat és a Stoxx 50 alakulása



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



A Q1-ben látott szárnyalást követően alábbhagyott a lendület az eurózónában. Q2-ben háromszor is sikertelenül próbálta áttörni a háború kitörése előtti 4.400 pont körüli lokális csúcspontot a Stoxx 50 index. Végül a negyedévet 2%-os erősődéssel zárta, ezzel a tengerentúli indexéhez hasonló 16%-os teljesítmény ért el eddig idén. A Q1-es -0,1%-os negyedév/negyedév alapú GDP visszaesést követően az eurózóna (enyhe) technikai recesszióba került. A helyzet azóta sem rózsásabb a bizalmi és a BMI indexek tanulsága szerint. A még mindig magas infláció és az emelkedő kamatszintek mellett a kínai gazdaság Covid újraindítás utáni dinamikája is jelentősen mérséklődik. Ez főként a luxuscikkeket (pl. LVMH, Kering) és az autógyártókat érinti negatívan. Emellett az energiaárak is jelentősen megugrottak a június eleji mélypontokról. Ezek jórészt még mindig a háború kitörését megelőző szinteken vannak, de a mozgások intenzitása a piacok sérülékenységét mutatja. Az orosz szállítást legnagyobb mértékben kiváltó norvég termelés technikai problémák következtében történő akadozása és a legnagyobb európai gázmező október 1-jén történő bezárása egyaránt riadalmat keltett. Utóbbira a földrengések miatti holland lakossági felháborodás következtében kerül sor, végszükség esetén azonban újraindítható.

P/E alapon továbbra sem drága a Stoxx 50. 12,5%-os a diszkont a historikus P/E alapú árazásban a 10 éves átlaghoz képest az eredményvárakozás növekedésének hála. Utóbbihoz hozzájárult, hogy Q1-ben 15,6%-kal meghaladta az aggregált eredmény a várakozásokat. Igaz év/év alapon az USA-hoz hasonlóan (-2,1% év/év) már itt is (1,6%-os) visszaesés látszott. Közben az S&P 500-hoz mért relatív diszkont is növekedett. A tengerentúlon az árfolyamemelkedés mértéke az eredményvárakozásét jóval meghaladta. Persze azért azt hozzá kell tenni, hogy az adatközlések szerint az USA gazdasága jobb bőrben is van jelenleg. Ráadásul a kamatemelésekkel hátrébb járó, jelenleg igen szigorú retorikát folytató EKB is ellenszert jelent. Főként, hogy a régióban a kedvezőbb tőke- és likviditási helyzetben levő bankrendszer sem jelent kockázatot. A júliusi újabb (25 bp) szigorítás borítékolható. Az euró erősödése pedig ellenszél az exportbevételeknek.

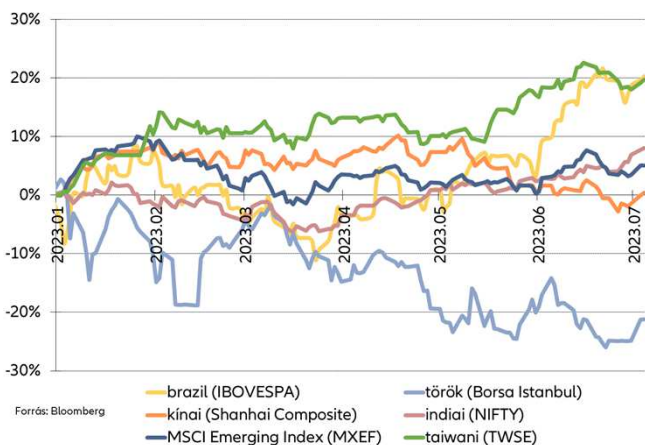


NEMZETKÖZI RÉSZVÉNYPIACOK - FELTÖREKVŐ

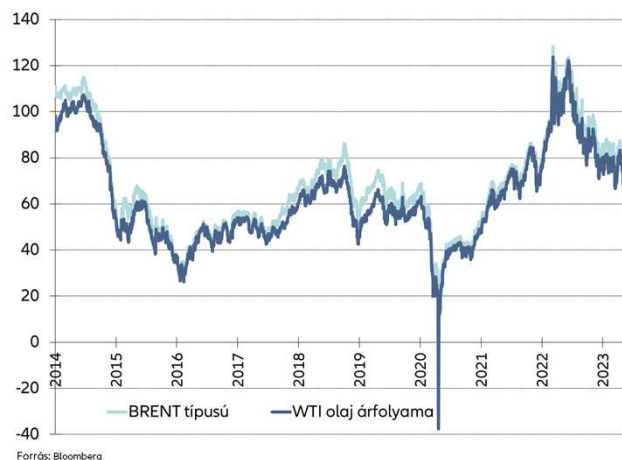
A globális feltörekvőpiaci (MXEF) index Q2-ben stagnált (-0,1%), így idén mindössze 3,5%-kal erősödött. Q1-ben a kínai GDP (+4,5% év/év) még várt felett alakult, az ezt követő adatközlések (ipari termelés, kisker, export, stb.) viszont az újranyitás dinamikájának kifulladását jelzik. A szabályzók monetáris és fiskális intézkedésekkel mentenék a helyzetet. A fő cél a túlhevült ingatlanpiac megtámasztása, viszont egyelőre hiányoznak a részletek. A gyenge kínai kereslet érezhető az olajnál is. A júliustól életbe lépő napi 1 m hordós szaúdi és augusztustól életbe lépő 0,5 m hordós orosz termelés-csökkentés ellenére az olajárak továbbra sem tudtak kitörni a május eleje óta tartó sávból.

A török választások végül ismételten Erdogan győzelmét hozták. Az ígéretek alapján a gazdaságpolitikában pozitív fordulat, ortodoxabb megközelítés (költségvetési fegyelem, árstabilitás biztosítása, fenntartható növekedés) kéne következzen. Pénzügyminiszterként a korábbi Merrill Lynch stratégá Mehmet Simsek, jegybankelnökként pedig az USA-ból (a csődbe ment First Republic banktól) igazolt Hafize Gaye Erkan lenne hivatott mindezt véghez vinni. Eddig azonban elmaradtak a sikerek. Bár a kamatot 8,5%-ról 15-re emelték ez jóval alulmúlta a piac 20%-os várakozását. A líra új historikus mélypontra gyengült, a részvényt piac pedig dollárban mérve idei mélyponton is járt.

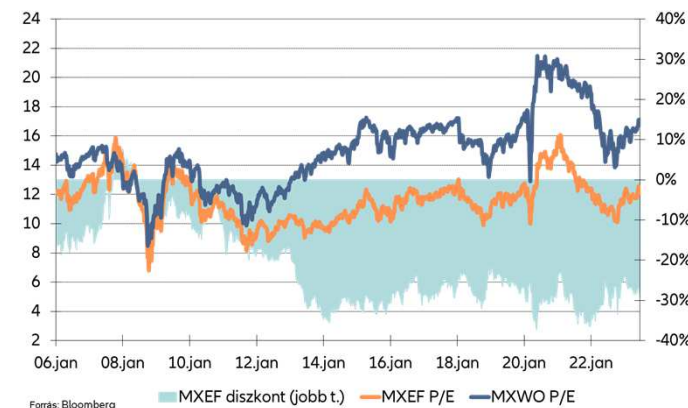
Feltörekvő piacok teljesítménye dollárban 2023H1



Főbb kőolajfajták árfolyamának alakulása (dollár/hordó)



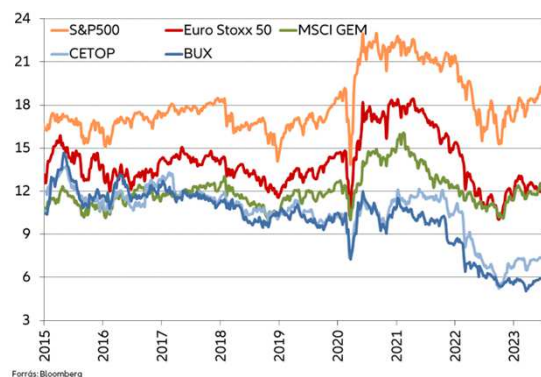
MXEF index és MSCI World (MXWO) P/E alapú árazás





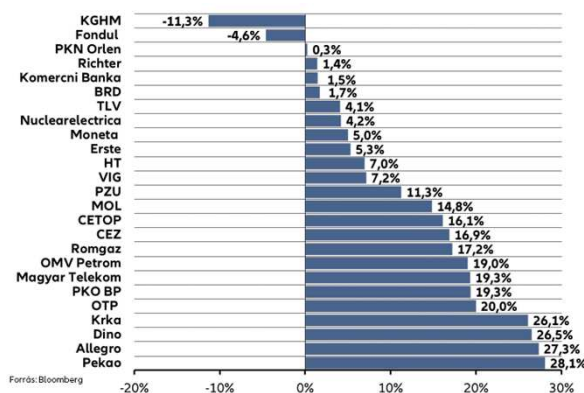
RÉGIÓS RÉSZVÉNYPIACOK

Részvényindexek előretekintő 12 havi P/E



A régiós CETOP index felülteljesítő volt Q2-ben, 11,2%-kal tudott erősödni. Ezzel idén már 16,1%-nál jár. A régiós devizák erősödése is hozzájárult az euróban denominált benchmark teljesítményéhez. Az eredményvárakozások javulásánál az árfolyam jobban emelkedett, így a P/E alapú valamivel feljebb került. Ám továbbra is hatalmas (32% körüli) a szakadék a 10 éves historikus átlaghoz képest. Relatív nézve még mindig kimagasló a diszkont a fejlett piacokhoz képest. Az USA-hoz viszonyítva növekedett is, az eurozónás indexhez képest csökkent ugyan az alulárázottság, de még mindig bőven a 10 éves átlag feletti mértékű. Persze ennek reprezentálnia kéne a magas infláció, 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. Ezek tényleges számszerűsítése pedig szinte lehetetlen. Az őszi lengyel választás is biztosan hoz még izgalmakat a közeljövőben.

CETOP részvények teljesítménye 2023H1



A Q1-ben kimagasló cseh részvénypiac elgyengült, Q2-ben a lengyel és a magyar piac tudta húzni a benchmarkot. Ehhez főként a nagy súllyal szereplő bankrészvények és a régióban még mindig jól szereplő olajpapírok adtak hajtóerőt. A Q1-es bankválság a régió esetében nem jelentett közvetlen veszélyt, ennek ellenére itt is jelentős leértékelődéseket láthattunk. Ezt felismerve március közepétől sok befektető növelte kitétségét. Az emelkedés Q2 végéig kitartott. Júniusban újabb, a bankok számára kedvezőtlen ítélet érkezett a lengyel devizahiteles ügyben, aminek következtében ismét beindulnak a céltartalékolások. Azonban erre már korábban számított a piac. A régióban rég nem látott méretű (kb. 2 milliárd eurós) IPO zajlott le Romániában. A Fondul (kárpótlási alap) értékesítette a vízerőműveket üzemeltető Hidroelectrica részvényeinek 20%-át (maradék 80% állami tulajdon). A tőzsdéi bevezetést követően a részvény várhatóan legkésőbb ősszel bekerül a CETOP indexbe. A jelentős hazai érdeklődés mellett a várhatóan stabilan 10% feletti osztalékhozam külföldi befektetők figyelmét is felkeltette. Ez segít újabb lépést tenni a még mindig alacsony likviditással küzdő román „frontier” piacnak az „emerging” státusz felé.

HAZAI RÉSZVÉNYPIAC

A BUX index (+19,4%) is ledolgozta a Q1-es megbicsaklást, így 15,3%-kal emelkedett az első félévben. Ebben a kockázatmentes hozamszint süllyedése is segített. Utóbbi nagyrészt kormányzati regulációnak köszönhető. A fundamentumok (infláció, ingatag költségvetés, EU pénzek, nemzetközi politikai csaták, gazdaságpolitika és az MNB súrlódásai, szektorális különadók) kevésbé indokolják mindezt.

12.000 forintig szárnyalt az OTP. 194,8 milliárd forint lett a Q1-es profit, főként a szlovén NKBM akvizíció során keletkező badwill és a leánybanki profithozzájárulás hatására. A core operáció továbbra is gyengélkedik. A bankok extraprofitadó terhe feleződhet a hazai állampapír portfólió növelésére vonatkozó feltétel teljesítése esetén. A hitelkamatstop eltörlése az egyszámjegyű alapkamat elérésekor várható.

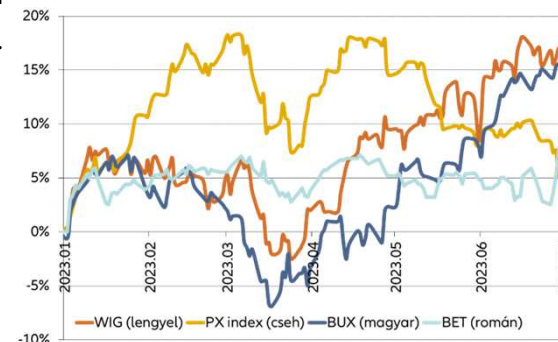
A MOL Q2-ben 3.000 forintig menetelt. A fő driverek (olajárak, marzsok stb.) már normalizálódnak. A Q1-es 713,6 millió dolláros tisztított EBITDA még továbbra is átlag feletti, a korábbi időszakok kiugró számaihoz képest viszont mérsékelt. A kitágult brent-ural különbszet extraprofitja továbbra is a költségvetésben landol, a bányajáradék viszont csökken. A 350 forintos osztalékfizetés közeledése segítette a teljesítményt.

A Richter szépen talpra állt a Q1-es gyengélkedést követően. Kezdetben a 40 milliárd forintos részvény-visszavásárlási program bejelentése hozott fordulatot. Később már a Q1-es számoknak is örülhettek a befektetők. Árbevétel, bruttó fedezet és az üzemi eredmény (45,4 milliárd forint) szinten is masszívan várt feletti erősödés látszott. A cég extra terhe a H2-től feleződik a K+F költségek elszámolhatósága miatt.

Az Mtel járt 440 forint közelében is a 30 forintos osztalékfizetést és a sikeres visszavásárlási aukciót megelőzően. Az üzleti folyamatok továbbra is kedvezőek. Az árbevétel dinamikus növekedését azonban a lentebbi sorokon az extraprofitadó rontja. Ráadásul ez változatlan formában marad 2024-ben is. Pozitívum az állampapírhozam csökkenése következtében megemelkedő teoretikus árfolyamnövekedési potenciál.

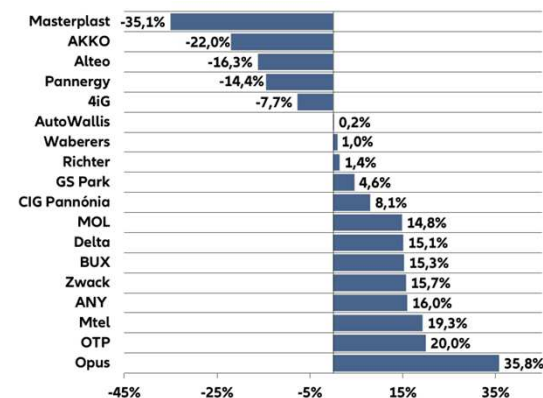


Régiós részvényindexek teljesítménye 2023H1



Forrás: Bloomberg

BUX részvények teljesítménye 2023H1



Forrás: Bloomberg



POZÍCIÓK A NEGYEDÉV SORÁN

Állampapírok, duration súlyok

- Sok egymásnak ellentmondó hatást mérlegeltünk, így végül éven túl jellemzően semlegeshez közeli durationt tartottunk.
- A negyedév során ismét vettünk változó kamatozású államkötvényeket, mivel várakozásunk szerint ezen kötvények bankközi kamatokhoz árazódó kamata a DKJ-knél továbbra is magasabb lesz (többek közt a megemelt tartalékrátának és a befektetési alapok DKJ-tartási kötelezettségének köszönhetően), továbbá az extraprofit-adó könnyítési lehetőség miatt a banki ALM-ek is folyamatosan támaszthatják majd a változó kamatozású kötvények piacát.

„Feláras” kötvények

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

„Zöld” kibocsátások

- Kismértrékben növeltük a 2032/G és 2051/G zöld államkötvények mennyiségét, mivel hozamuk a hasonló kamatkockázatú állampapírokhoz képest kedvező.

Részvények

- A negyedév során folyamatosan voltak egyedi értékpapírválasztásaink a régiókban. A globális fejlett részvényeket a benchmark szint közelében tartottuk sokáig, majd a negyedév végével kisebb alulsúlyt vállaltunk. A globális feltörekvő részvényekből a negyedév során enyhe alulsúly pozícióban voltunk, amit még szintén tartunk.

EGYÉB TÁBLÁK, ADATOK, INFORMÁCIÓK

4





ALACSONY MINŐSÍTÉSŰ HITELVISZONYT MEGTESTESÍTŐ ÉRTÉKPAPÍROK PORTFÓLIÓNKÉNT 2023.06.30-ÁN

Alacsony minősítésű hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok 2023.06.30-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, SFDR RTS ÉS TAXONÓMIA RENDELET SZERINTI JELENTÉS 2023.06.30-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.