

# VAGYONKEZELŐI BESZÁMOLÓ

## ALLIANZ ÖNKÉNTES NYUGDÍJPÉNZTÁR

2023. III. NEGYEDÉV

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

2023.10.12.

**Allianz** 



# TARTALOM

**1**

**BENCHMARK HOZAMOK ÉS TELJESÍTMÉNYEK**

**2**

**MAKROGAZDASÁGI ÖSSZEFOGLALÓ**

**3**

**RÉSZVÉNYPIACOK**

**4**

**EGYÉB TÁBLÁK, ADATOK, INFORMÁCIÓK**

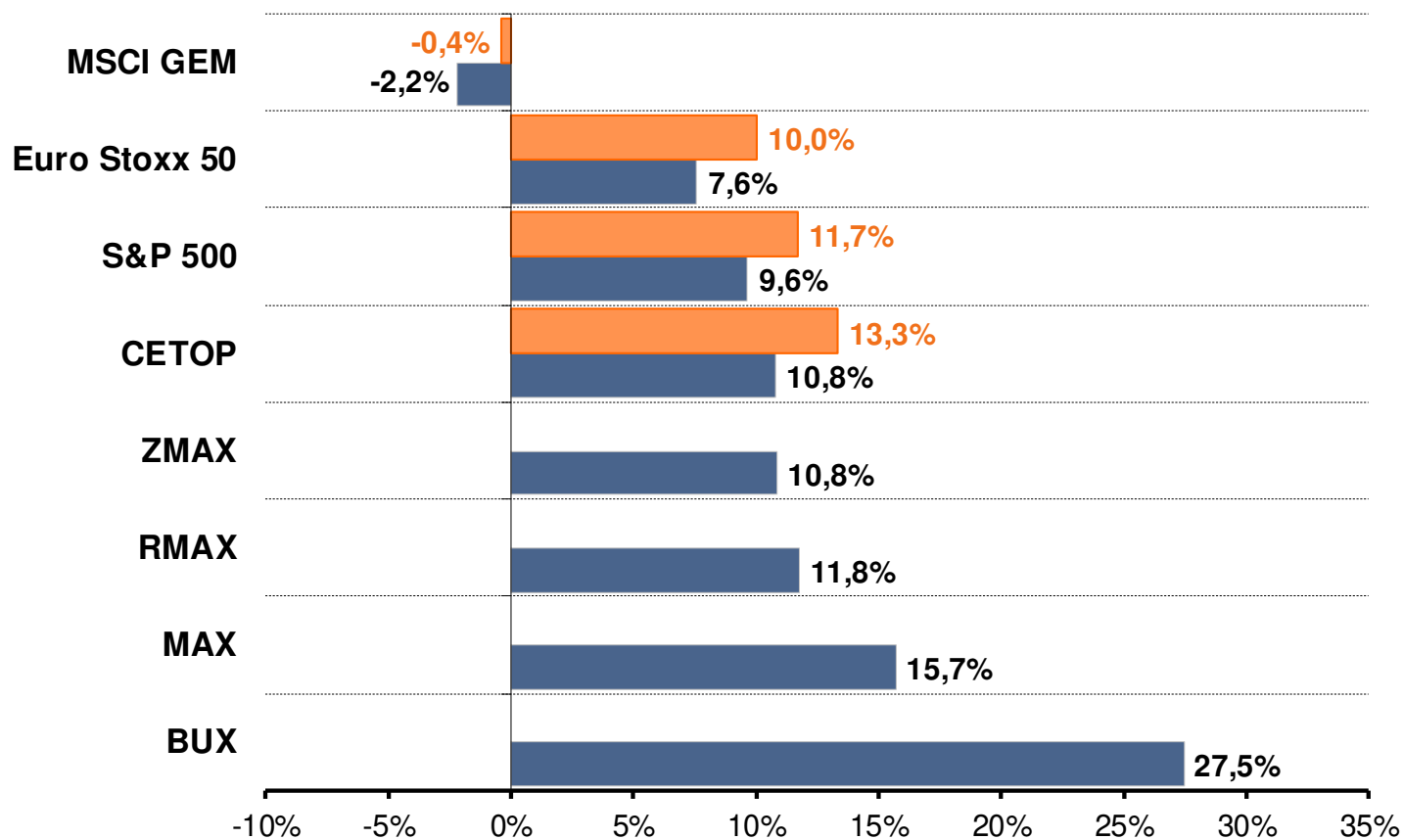
# BENCHMARK HOZAMOK ÉS TELJESÍTMÉNYEK

# 1





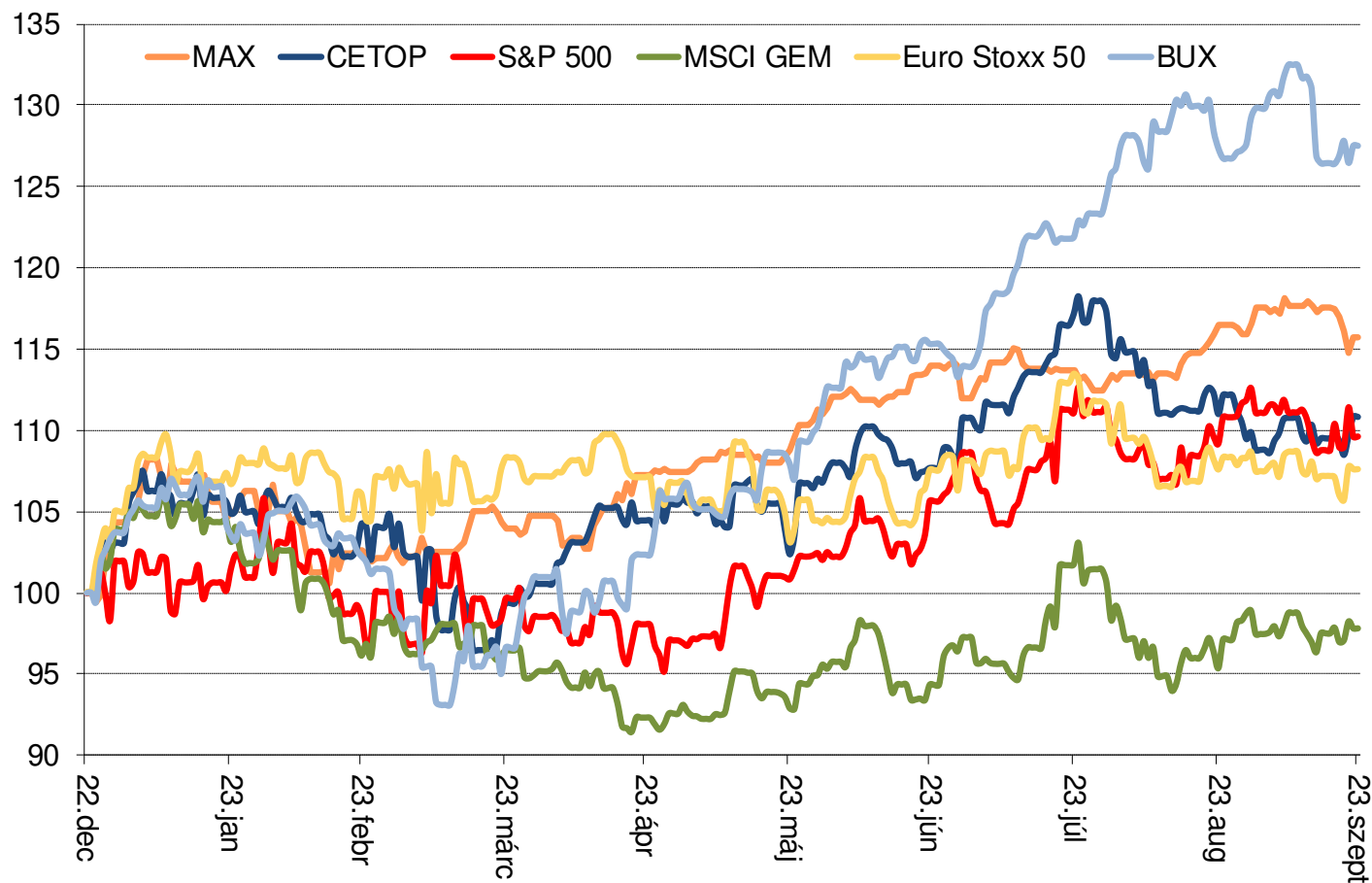
# FŐBB INDEXEK TELJESÍTMÉNYE 2023 YTD (HUF ÉS SAJÁT DEVIZA)



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő



# FŐBB INDEXEK ALAKULÁSA 2023 YTD (HUF)



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

MAKROGAZDASÁGI  
ÖSSZEFOGLALÓ

2

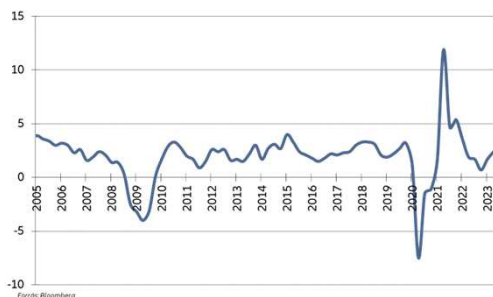




# USA GAZDASÁGI ADATOK

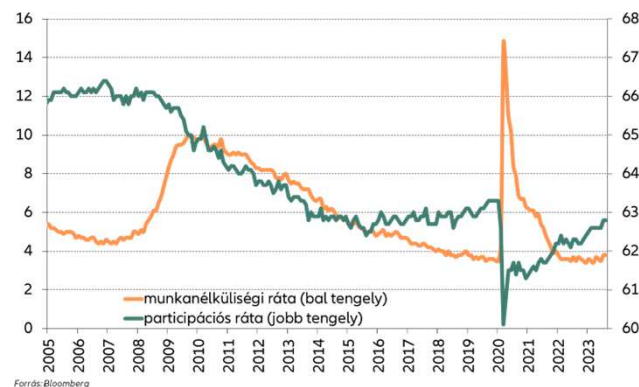
- A második negyedév az előzőhöz hasonló, fél százalék körüli reál GDP növekedést hozott az Egyesült Államokban (negyedév/negyedév). Az év/év alapon számolt bővülés 2,4%-ra nőtt. A Bloombergnek leadott előrejelzések jelenleg (10.05-én) 2,1% körüli növekedést vetítenek előre 2023-ra (ez majdnem egy százalékponttal magasabb, mint negyed éve), 2024-re 0,9% a várt adat. A kiskereskedelmi forgalom az USA esetében bővül, augusztusban is 2,5%-os volt a növekedés az előző év azonos hónapjához képest.
- A munkanélküliségi ráta lényegében stagnált az elmúlt közel két évben, szeptemberben 3,8%-on állt, a foglalkoztatottság még nőni is tudott. A tartósan munkanélküliek száma 2022 októbertől trendszerű romlásba kezdett, de áprilistól ismét csökkenést láttunk. Az újonnan munkanélküli segélyekért jelentkezők száma a historikusan igen erős, 200 ezres heti érték közelében ingadozik. A bérnövekedés (év/év) tavaly áprilistól év végéig érezhetően csökkent, de idén csak minimális volt a mérséklődés. Tehát az USA gazdaság erős, a munkaerőpiac pedig feszítettnek mondható, ami inflációs szempontjából kockázat.
- Az infláció a tavaly júniusi 9,1%-os (év/év) tetőzése utáni egy évben folyamatosan mérséklődött, azonban az elmúlt hónapokban egy kis korrekció történt (augusztus 3,7%). Az energiaár emelkedett most ismét. Az árupiac esetében továbbra is látszik a kedvező tendencia, míg az élelmiszerek és a szolgáltatások áremelkedése lassabban szelídül. Az egyéves időhorizontú lakossági inflációs várakozások csökkenő trendje tavasszal megtörni látszott, de utána folytatódott a csökkenés (szeptember 3,2%). Az 5-10 éves időtávra vonatkozó várakozás érdemben nem változott, 2021 második felétől 3% körül áll, ami azért a 2%-os inflációs célnál érzékelhetően magasabb.

USA reál GDP növekedése (év/év)

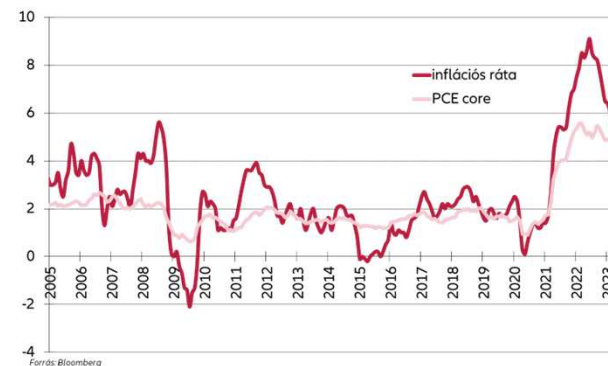


Vagyonkezelői beszámoló | Allianz Alapkezelő Zrt. |  
© Copyright Allianz 2023. október 12.

USA munkaerőpiac



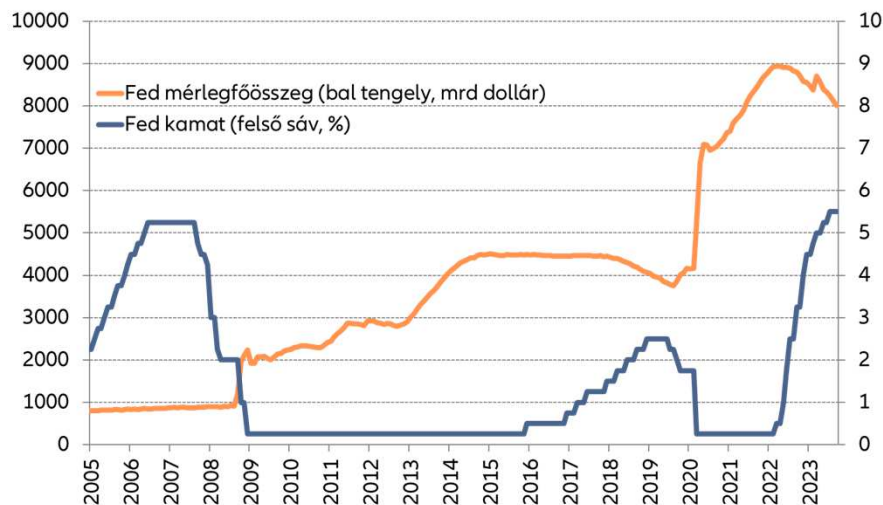
USA infláció





# USA – MONETÁRIS POLITIKA

USA monetáris kondíciók



Forrás: Bloomberg

- A Fed júliusban 25 bázisponttal emelte a kamatokat, majd szeptemberben a tartás mellett döntött. A 2022 márciusában indult kamatemelési ciklus ezzel még nem biztos, hogy a végére ért. A szeptemberi üléshez kapcsolódó sajtótájékoztató meglehetősen szigorú hangvételt ütött meg. Könnyen lehet, hogy idén még lesz kamatemelés (júniusban is volt már egy „szünet”), és a szintek is a korábban vártnál hosszabb ideig magasán maradhatnak. Az üzenetnek érzékelhető, és talán a szokottnál tartósabb piaci hatása is volt.
- Az év elején bankcsődök okoztak piaci turbulenciát. A problémát nagyrészt a korábban, alacsonyabb hozamszinten vett állampapír állomány jelentette. A portfólió jelentős részét ugyanis bekerülési értéken tartják nyilván, azonban egy nagyobb betétkivonási hullám esetén ebből is likvidálni kellett, immár kedvezőtlenebb áron. Ezzel veszteséget realizáltak, ami rontotta a tőkehelyzetet. Ilyen hírek az elmúlt hónapokban nem érkeztek, de fordulhat még elő hasonló az azóta még tovább emelt kamatkörnyezetben. A probléma másik vetülete, hogy az új forrás megszerzése is jelentősen drágult, ez vállalati csődhullámhoz is vezethet.

- A mérleglépítés (QT), továbbra is havi 95 milliárd dolláros ütemmel zajlik. A Fed mérlegfőösszege a bankcsődök utáni likviditáskönnyítő intézkedések következtében év elején időlegesen növekedett, de ezek rövidebb futamidejű eszközök voltak, és azóta az eszközök lefutása visszaállt a korábbi pályára.
- A Fed szeptemberi gazdasági előrejelzésében az idei GDP-re jelentősen emelték a várakozást (1%-ról 2,1%-ra) és a jövő évre sem marginális az elmozdulás (1,1% helyett 1,5%). A várt munkanélküliségi rátát még 2025-re is lefelé módosították. Az inflációs pályát lényegesen nem tolták el, de a kockázatokat most még inkább felfelé látják a döntéshozók. Arra következtethetünk, hogy a Fed-et az erős gazdaság és munkaerőpiac aggasztja és emiatt lehet, hogy a következő két évre 50-50 bázisponttal emelkedett a kamatvárakozás, amellett hogy 2023-ra még egy további 25bp-os emelést látnak (ezzel a 2023-as év végi szintben nem változtattak júniushoz képest).
- **Tehát az USA monetáris politikája 2023-ban még a harmadik negyedévben is szigorodott. Ugyan a rövid kamatok hamarosan tetőzhetnek, de a korábbi piaci várakozásnál hosszabb ideig magasán maradhatnak.**





# USA ÁLLAMPAPÍRPIAC

- A hozamok az infláció újraéledésével párhuzamosan 2020-tól emelkedő trendben voltak. 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. Idén a banksődök okoztak egy jelentősebb hozamesést márciusban. A Fed azonban kezelte a helyzetet, az inflációs kilátások pedig továbbra is felfelé mutató kockázatot hordoznak. A döntéshozók így azóta tovább szigorítottak, és még elképzelhetők további kamatemelések is. A sajtótájékoztatón pedig folyamatosan hűtik a kamatvágási várakozásokat. Eközben a Fed értékpapír-állománya a QT következtében gyors ütemben csökken.
- Mindezek következtében májustól ismét emelkedésnek indultak a hosszú USA állampapír hozamok, és azóta az év eleji lokális maximumok fölé kerültek a jegyzések, sőt a 10 éves szegmensben például 2007-ben láttunk utoljára hasonló szinteket. A szeptemberi kamatdöntő ülés pedig a mozgásnak újabb lendületet adott. A rövidebb oldalon is emelkedő a tendencia, de mivel a piac arra számít, hogy a kamatemelési ciklus hamarosan a végére érhet, így az 1-2 éves futamidőn a növekedés lendülete lassult.
- A hozamgörbe tehát sokat veszített inverzitásából aminek az a jelentősége, hogy az inverz, majd utána normálba forduló hozamgörbét sokan a historikus adatok alapján a gazdasági visszaesés megbízható előrejelzőjének tekintik.

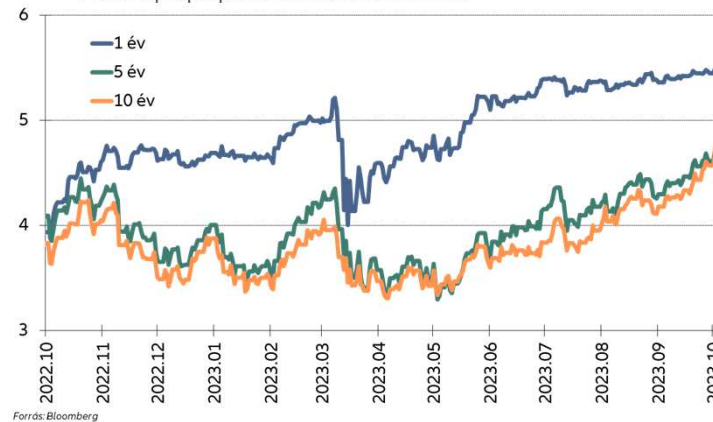
USA szövetségi deficit/GDP (gördülő, %)



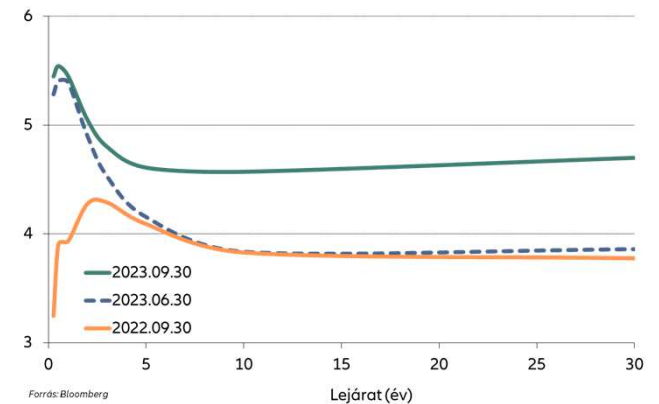
Állampapír hozammozgások



Állampapírpiac az elmúlt évben



Hozamgörbe

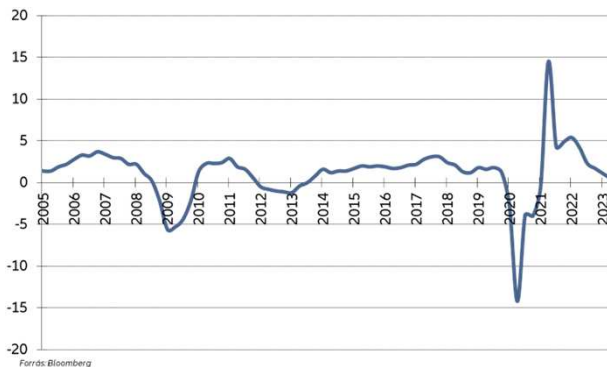




# EURÓZÓNÁS GAZDASÁGI ADATOK

- Az eurózána gazdasága az előző negyedévekhez hasonlóan a második negyedévben is 0 körüli növekedést produkált, év/év alapon 0,5%-os volt a bővülés. A Bloombergnek küldött előrejelzések középértéke 2023-ra 0,5%, csak hajszálnyival marad el a korábban látottaktól. 2024-re 0,8% a várakozás. A kiskereskedelmi eladási statisztikák az elmúlt hónapokban még mindig pár százalékos visszaesést mutatnak év/év alapon.
- A munkanélküliségi ráta a COVID utáni gyors javulást követően 2022-ben lényegében stagnált, idén azonban mérsékelt erősödést láttunk. A májusi adat 6,4% 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 szeptemberi előzetes adatok 4,3%-ot mutatnak. A maginfláció emelkedő trendje kicsit később tört meg, de idén itt is határozott dezinflációs folyamatot figyelhettünk meg. A lényegében stagnálásra váltott gazdasági növekedés, a fogyasztás szűkülése és a bázishatások még támogatják az infláció további mérséklődését. Ugyanakkor az olajár jelentős emelkedése, a háború közelsége miatti kockázat, a magas 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 az utóbbi hónapokban még szigorúbb volt 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



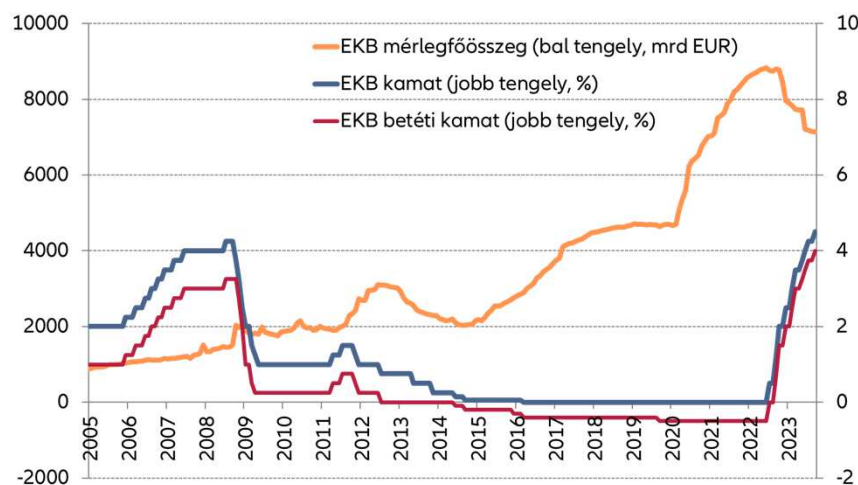
Eurózána infláció





# EKB – MONETÁRIS POLITIKA

EKB monetáris kondíciók



Forrás: Bloomberg

- Az EKB hivatalosan még nem zárta le a 2022 júliusban megkezdett kamatemelési ciklusát. Az elmúlt 5 negyedévben minden ülésen emelték a kamatlábakat, habár a lépésköz májustól 25 bázispontra csökkent. Az utóbbi üléseken a fő üzenet, hogy az infláció túl régóta túl magas szinten áll, és ez az egész gazdaságot veszélyezteti, így határozottan fel kell lépnie a jegybanknak.
- A Fed-hez képest az eurózónában ugyanakkor a gazdasági növekedés is probléma. Ugyan az EKB-nak nincs munkanélküliségi és ezáltal áttételesen gazdasági növekedésre vonatkozó célja, mint a Fed-nek, de azért a gazdasági visszaesésre a jegybankárok nem szoktak teljesen érzéketlenek lenni. A szeptemberi sajtótájékoztatón elhangzott, hogy volt döntéshozó, aki már a leállítást mellett döntött volna, de az is igaz, hogy azóta elhangzott nyilatkozat a további kamatemelés mellett is. Most jó eséllyel az látszik, hogy ha lesz is még szigorítás, a ciklus végéhez már közel lehetünk.
- Az APP program keretében lejárató értékpapírokat az EKB júliustól már nem fekteti be újra, ezzel némileg nő majd a „nem-megújítandó” összeg a korábbi 15 milliárd havi ütemhez képest. A PEPP újrabefektetése ugyanakkor várhatóan jövő év végéig folyamatos marad. Itt változatlan az országok közti rugalmas átcsoportosítás lehetősége is, amely a periféria országok (pl. Olaszország) államkötvényeinek német állampapírokhoz mért hozamfelárának az utóbbi hónapokban látott emelkedése alapján szükséges is.
- Az EKB elemzői stáb inflációs becslése szeptemberben csak pár tized százalékponttal változott az előző negyedéves értékekhez képest: 2023-ra 5,6%, 2024-re 3,2%, míg 2025-re 2,1% a várakozás. A maginfláció terén hasonlóan marginális változásokat látunk. A sajtótájékoztatót elhangzottak alapján a felfelé mutató inflációs kockázatok továbbra is markánsak. A GDP-prognózis csak a jövő évre változott jelentősebben (1,5%-ról 1%-ra), jelezve az EKB infláció-növekedés dilemmáját.
- **Az EKB tehát továbbra is szigorú hangvételt képvisel. A kamatpálya lokális maximumától nem lehetünk messze, de kamatvágásról is igen korai beszélni.**



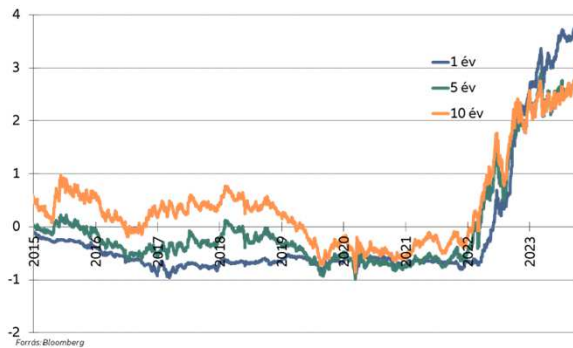
# EURÓZÓNÁS ÁLLAMPAPÍRPIAC

- 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 márciusában a bankpaci hírek hoztak nagyobb hozamesést, viszont a vihar elmúltával ismét feléledő monetáris politika felől érkező „héja” hangvételi üzenetek újabb kötvénypiaci gyengülést okoztak, főleg a rövidebb lejáratokon. Szeptembertől a hosszabb futamidőkön is megindult a jelentős hozamemelkedés.
- Az olasz és spanyol kötvénypiacokon a német hozamokhoz képest számolt felár az EKB QE idején relatíve alacsony és igen stabil volt. Tavaly már mérséklődtek, majd leálltak az eszközvásárlások, és ugyan az újrabefektetéssel maradt némi mozgáster az EKB-nak a periféria országok nettó vásárlására, de ez egyre szűkült. A nominális hozamszintek emelkedése pedig rendszerint nyomás alá helyezi a magas adósságállományt görgető országokat. Emiatt kellett 2022 nyarán az EKB-nak egy új eszközt (TPI) megalkotni, amelynek gyakorlati használatára egyelőre nem került sor. Az APP újrabefektetésének leállításával majd az USA és német kötvénypiaci gyengüléssel a felárak ismét felfelé indultak: az elmúlt két hónapban a 2022-es csúcsoktól bekövetkezett felár szűkülés fele már el is vészett.

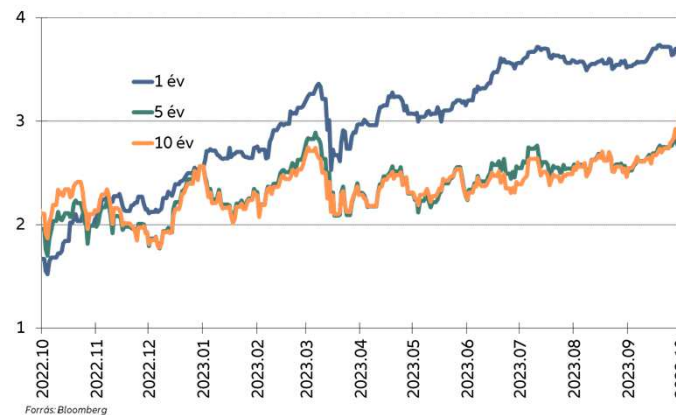
A 10 éves olasz-német hozamkülönbség



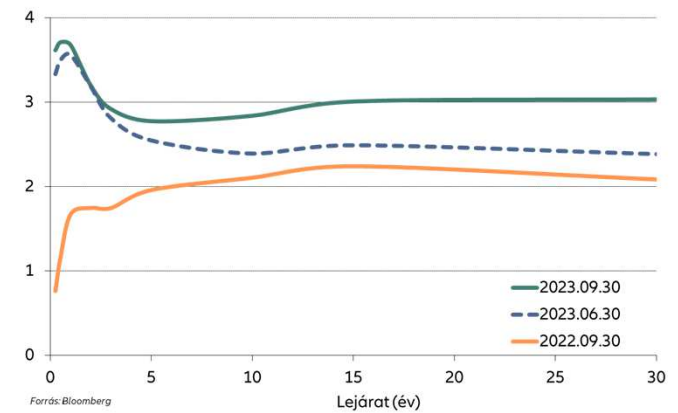
Állampapír hozammozgások (német)



Állampapír hozammozgások az elmúlt évben (német)



Állampapír hozamgörbe (német)

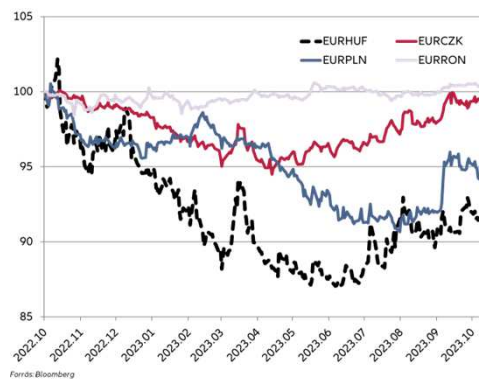




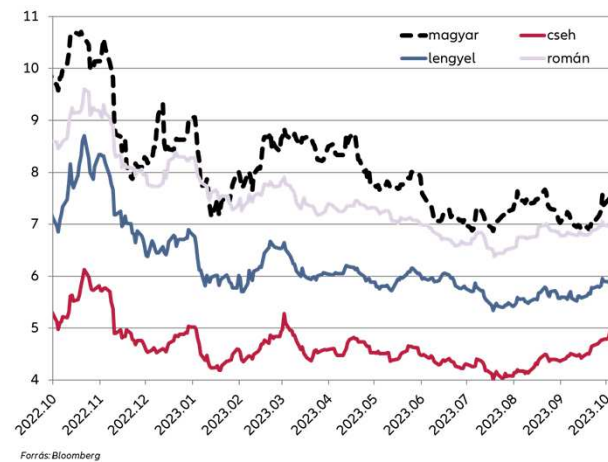
# RÉGIÓS PIACOK

- A régió inflációs mutatói a harmadik negyedévben is kedvező képet mutattak. A cseh infláció júniusban lett egyszámjegyű (9,7%), és augusztusban 8,5%-ra ért. Lengyelországban a szeptemberi előzetes adat csökkent csak a lélektani 10%-os szint alá (8,2%). A román árak is hasonló utat jártak be, júliusban láttunk először egyszámjegyű értéket (9,4%), amihez képest ugyanakkor az augusztus már nem hozott javulást.
- Az irányadó kamatszintek a vizsgált országok közül Lengyelországban változtak csak. Szeptemberben a döntéshozók a piac többsége által várt 25 bázispont helyett 75 bázisponttal csökkentették az alapkamatot. A váratlan lépés jelentős turbulenciát okozott a lengyel deviza piacán, így a döntéshozói megnyilatkozások kicsit óvatosabbá váltak. Ez nem jelentette ugyanakkor, hogy a lengyel központi bank végzett volna a lazítással, október legelején újabb 25 bázispont következett (5,75%-ra). Ez ugyanakkor a korábbi kommunikációval és a várakozásokkal összhangban volt, így extrém piaci reakciókat nem váltott ki. A cseh és a román jegybank is egyaránt 7%-on tartotta az irányadó rátát.
- A cseh korona májustól enyhén gyengülő tendenciát, míg a román deviza az elmúlt negyedéveknek megfelelő stabilitást mutatott. Az állampapír hozamok mindhárom vizsgált piacon enyhén emelkedtek.

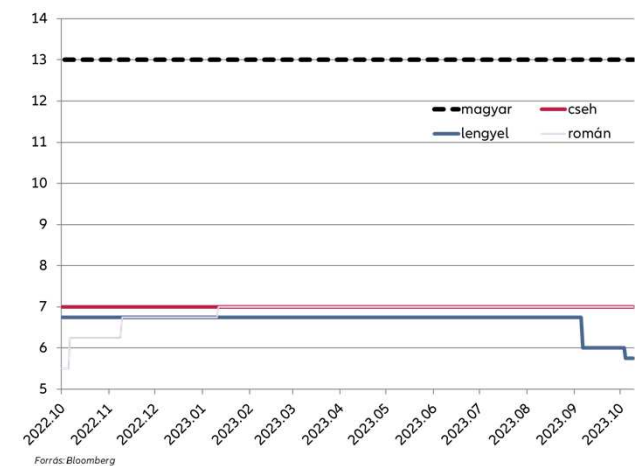
A régiós devizák relatív teljesítménye



10 éves kötvényhozamok



A régiós alapkamat szintek

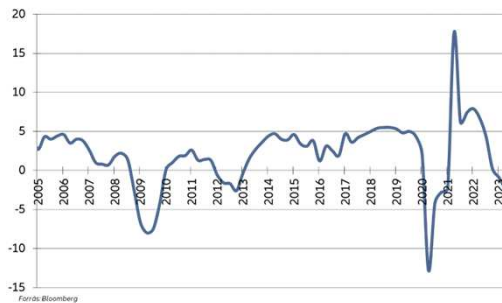




# HAZAI GAZDASÁGI ADATOK

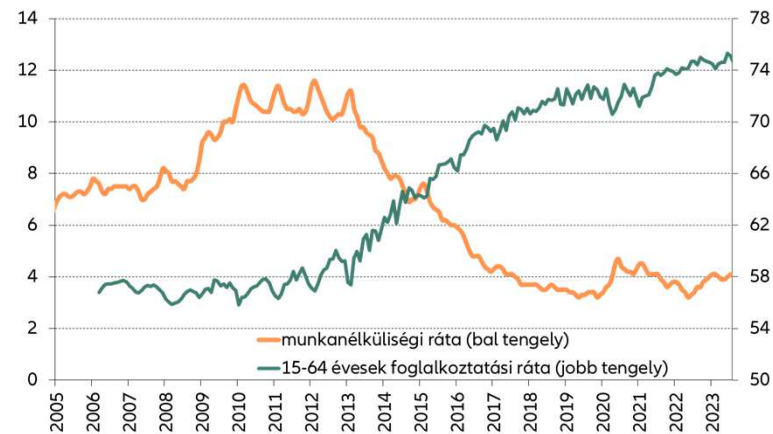
- A magyar gazdaság a második negyedévben is szűkült negyedév/negyedév alapon, immár negyedik egymást követő alkalommal. Az év/év adat -2,4% lett, ami elmaradt a Bloomberg elemzői várakozások mediánjától. Éves GDP növekedésünk a cseh, lengyel és a románéknál is alacsonyabb. A Bloombergnek nyilatkozó elemzők már -0,5% körüli magyar növekedést jeleznek előre 2023-ra (negyedéve még 0 felett volt a várakozás), 2024-re viszont már 2,8%-ot várnak. A GDP és a költségvetés szempontjából kedvezőtlen (bár a dezinflációt segíti) a kiskereskedelmi forgalom jelentős szűkülése. Ennek megfordítását célozza a kormányzat a következő évre.
- A munkanélküliségi ráta 2022 második felében gyengült valamelyest, de az idei évben lényeges változás nem volt. A munkanélküliség historikusan még mindig nagyon alacsony szinten áll, a foglalkoztatottság pedig emelkedő trendben volt az utóbbi időszakban is. Az összességében feszes a munkaerőpiac. Erről a 15% körüli bérnövekedési adat is tanúskodik. A kormányzat a növekedés elősegítése miatt ismét pozitív reálbéreket szorgalmaz.
- 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, augusztusra pedig 16,4%-ot közölt a KSH. A háztartási energia még mindig 30% felett drágult éves szinten, de itt a következő hónapban kiesik az áremelkedés jelentős része a bázisból, ami a fő indexre is jelentős mérséklő hatást gyakorol majd. Az élelmiszerárak 20% körül drágultak, bár már hónapok óta látunk mérséklődést, amelyben a kormányzati erőfeszítések (akciók, árösszehasonlítás, GVH vizsgálatok) is szerepet játszhatnak. A tartós fogyasztási cikkek áremelkedése most nem jelentős, a szolgáltatások viszont még bőven 10% felett drágultak.

Magyar reál GDP növekedése (év/év)



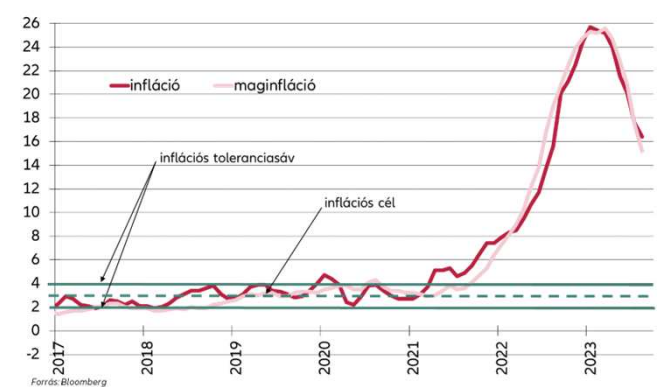
Vagyonkezelői beszámoló | Allianz Alapkezelő Zrt. |  
© Copyright Allianz 2023. október 12.

Hazai munkanélküliségi ráta



Forrás: Bloomberg, KSH

Infláció

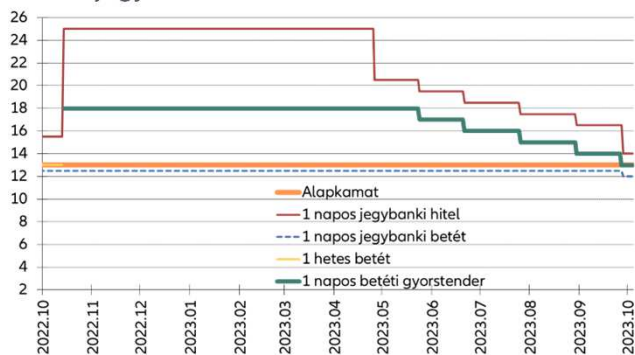


Forrás: Bloomberg



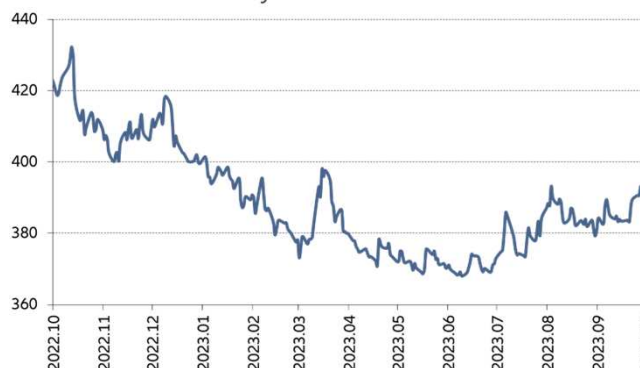
# HAZAI MONETÁRIS POLITIKA

Hazai jegybanki kamatkondíciók



Forrás: Bloomberg

EURHUF árfolyam



Forrás: Bloomberg

- A 2021. júniusban megkezdett alapkamatemelési ciklus 2022 szeptemberig tartott, az alapkamat 13%-ra ért. Azóta változatlan szinten maradt, viszont a kockázati környezet megváltozása miatt az MNB hamarosan egy új eszközt, az overnight betéti gyors tendert vezetett be, 18%-os kamatlábbal. Ezt követően számos mutató (folyó fizetési mérleg, inflációs fordulat, magyar államkötvények kockázati prémiuma, devizaárfolyam) kedvezően alakult, így 2023 májustól megindulhatott ennek a kamatlábnak az alapkamatához zárása, fokozatos, ülésenkénti 100 bázispontos lépésekkel. A következő hónapokban így már az alapkamat csökkentése kerülhet napirendre. Az MNB ezzel kapcsolatban hangsúlyozta, hogy nem „robotpilóta” üzemmódban vannak, hanem a bejövő makroadatokat és a tőkepiaci környezetet mérlegelve döntenek majd a lazítás mértékéről. Ebből most arra lehet következtetni, hogy folytatódó dezinfláció esetén egy mostani, kevésbé kedvező környezetben is lehet kisebb, mondjuk 50-75bp kamatvágás alkalmanként, bár olvashattunk 100 és 25 pontról szóló elemzői véleményt is.
- Az eszköztár tekintetében is változást hozott a szeptember. Az egynapos betéti tender helyett a bankok kötelező és vállalt tartalékon felüli korlátlan összegű elhelyezésére (túltartalékolásra) fizeti az MNB az alapkamatnak megfelelő összeget. A kötelező tartalékráta maga egyébként nemzetközi szinten inkább magasnak számít, áprilisi hatállyal emelte az MNB 10%-ra (nem sokkal korábban még 1% volt), amin felül még legfeljebb 5% szabadon választott rész is vállalható.
- A kamatfolyosó szimmetrikussá vált, bár az egynapos betét és hitel eddig sem volt nagy volumenben használt eszköz. A kamatfolyosó alja alapján árazza az MNB az euró likviditást nyújtó FX swap tendereket, amelyek főleg a negyedév végén segíthetnek a devizapiaci anomáliák okozta forintgyengülés megelőzésében.

- Az MNB a szeptemberben frissített Inflációs jelentés alapján az áremelkedést 2023-ra 17,6-18,1%-ra (korábbiakkal összhangban lévő szintre), míg 2024-re 4-6%-ra (korábbinál fél százalékponttal magasabb sávban) várja. A GDP növekedés az elemzői stáb szerint az idei évre +/-0,5% lehet (korábban 0-1,5%), jövőre a 3-4%-os (korábban 3,5-4,5%) sávban mozoghat.



# HAZAI ÁLLAMPAPÍRPIAC, ÁLLAMILAG GARANTÁLT KÖTVÉNYEK

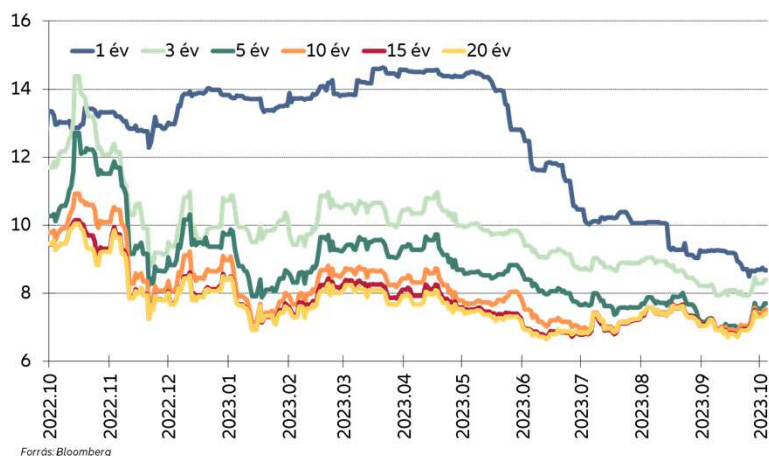
- A harmadik negyedévben még mindig érezhető hatása volt a befektetési alapokat és a banki extraprofit adót érintő szabályozói változásoknak. Ez a hozamgörbe hosszabb végén már további jelentős erősödésre nem volt elegendő, de a nemzetközi feláraink még tudtak trendszerűen szűkülni.
- A hozamgörbe rövid oldalán folytatódott a hozamcsökkenés. Az aukciókon a kereslet a negyedév első két hónapjában jelentősen visszaesett, de az ÁKK alacsony összegekkel lépett a piacra, a 6 havi aukciót is kéthetire ritkította. Ezen felül aktív volt a visszavételi oldalon is, amely az éven belüli lejáratokat érintette (2023/A és 2024/A), illetve a csereaukciók visszavételi lábával az 1-2 éves futamidőkre jelentett többlet keresletet. Elsősorban a rövidebb DKJ-k esetén látszott szeptember második felében egy újabb nagyobb rali, amely feltehetőleg megújítási szükségletből adódott. Ugyanis a befektetési alapok júniusi szabályozói megfelelés miatti DKJ állomány feltöltése után a 3 hónapos papírok lejáratára ide esett. Így több DKJ sorozat jegyzése 7% közelébe került, majd a hónap végére láttunk ebben némi korrekciót (hozamemelkedést).
- A fix államkötvények aukciója általában jó kereslet mellett zajlott, egy-egy gyengébb kibocsátást láttunk csak, főleg a 10 év feletti futamidőkön. A csereaukciókon az ÁKK új értékpapírt ajánl fel (2035/A), ez is okozhatta itt az alacsonyabb keresletet. A decemberben meghirdetett finanszírozási tervvel összhangban a forint kibocsátások átlagos futamideje továbbra is az előző években megszokottnál rövidebb volt.
- A külföldiek állampapír állománya a negyedév végén jelentősen visszaesett, de technikai okok miatt ez nem szokatlan, a tényleges trend egy-két hét múlva fog látszani.
- Szeptember elején megemelte az ÁKK a finanszírozási tervet, melynek során növelték a deviza és csökkentették a forint keretösszeget. A következő nap meg is valósult az 1,75 milliárd euró összegű 10 éves futamidejű devizás államkötvény-kibocsátás.
- A zöld kibocsátások továbbra is ritkák, a negyedévben csak egy 2032/G aukciót tartott az ÁKK.
- A változó kamatozású kötvények kereslete megfelelő volt, de az árak az előző hónapok jelentős emelkedése után már nem mozdultak érdemben.
- Az államháztartási hiánycélt október elején megemelte a Pénzügyminisztérium a GDP 3,9%-áról 5,2%-ra. Ez nem volt különösen meglepő, mivel a magas állampapír hozamok mellett jelentősen nőtt a kamatteher, az alacsony gazdasági növekedés miatti pedig a várttól elmaradt az adóbevétel. E mellett a hiányzó EU-s pénzek finanszírozásának kamata is negatívan hat. A költségvetési kiadások terén ugyan folyamatban van az állami beruházások korlátozása, voltak költségvetési átcsoportosítások, államigazgatási takarékosági intézkedések, bizonyos juttatásokat is korlátozott az állam, ugyanakkor klasszikus megszorítás nem volt. Opció lenne a különadók emelése, de ezek csökkentését már korábban vállalta a kormány, és bankadó helyett inkább a kereskedelmi bankok új hiteleire vonatkozó kamatplafon bevezetésével próbálnák élénkíteni a gazdaságot, ezáltal növelve a fogyasztást és így az adóbevételeket. Ezeknek ugyanakkor inflációs kockázata van.





# HAZAI ÁLLAMPAPÍRPIAC - GRAFIKONOK

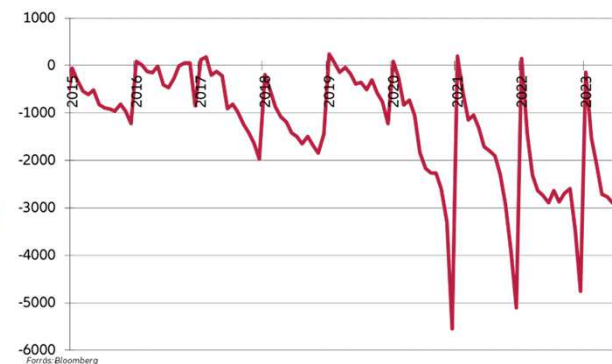
Állampapír hozamok az elmúlt évben



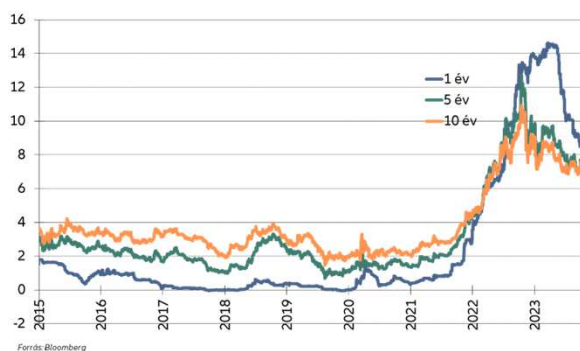
Nemzetközi összehasonlítás (10 éves futamidő)



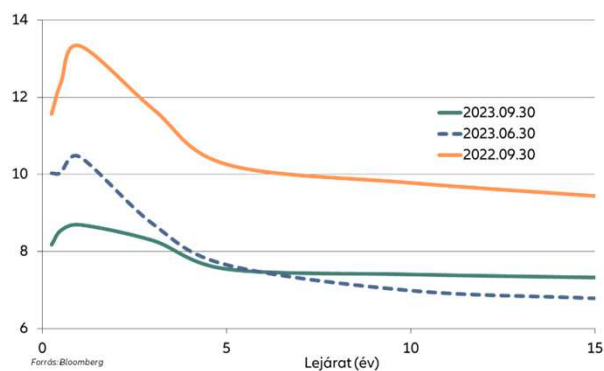
Kumulált államháztartási hiány (mrd)



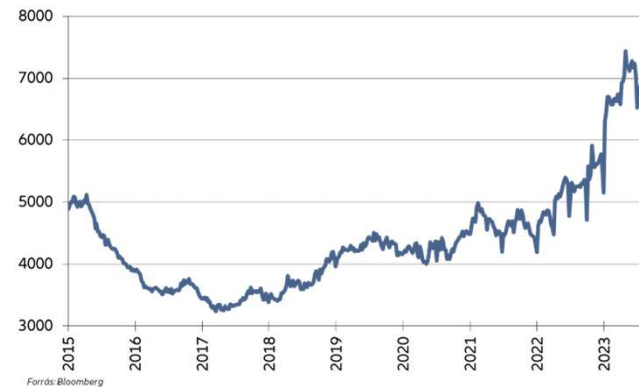
Állampapír hozammozgások



Hozamgörbe



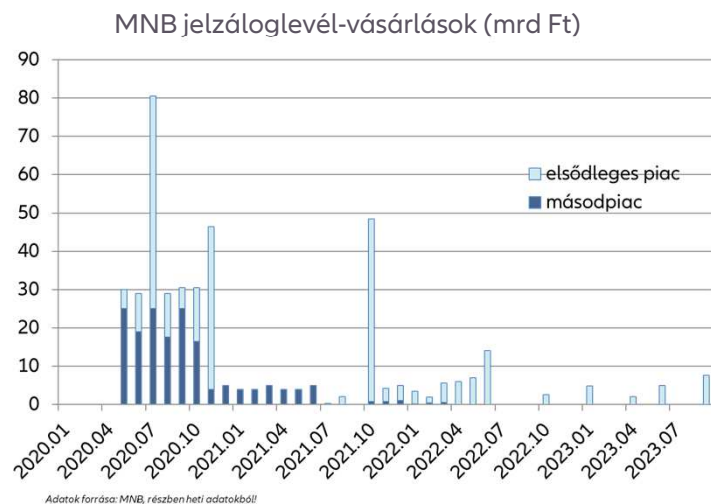
Külföldiek HUF állampapír állománya (mrd)





## „FELÁRAS” KÖTVÉNYEK

- Az **államilag garantált** forint aukciók 2023 harmadik negyedévében is rendszeresek voltak. Az MFB tavaly november után először szeptemberben lépett piacra, összesen két alkalommal, egy hozzávetőlegesen 2,5 illetve 4,5 éves kötvénnyel. Az EXIM jellemzően kéthetente tart aukciókat, gyakran két sorozattal, jellemzően egy 1 és egy 2 kétéves kibocsátással. Így összesen közel 320 milliárd összegben került a piacra államilag garantált forint kötvény. E mellett eurós kibocsátás is volt. A befektetői kereslet is meglehetősen magas volt, de az is érzékelhető, hogy a kibocsátók is jellemzően jelentősen emelik a mennyiséget a meghirdetethez képest. Mindez ismét elindította a felárak növekedését; sokszor a hasonló lejáratú állampapírhoz képest 200 bázispont körüli felárral lehet ilyen kötvényt vásárolni az aukciókon.
- A **jelzáloglevél-piac** az előző negyedévnél magasabb friss kibocsátást hozott. Az MBH (korábban Takaréék) Jelzálogbank egy, míg az Unicredit kettő fix sorozattal lépett piacra, összesen közel 60 milliárd forint névértékben. Mivel az MNB a jelzáloghitel-finanszírozás megfelelési mutatót (JMM) idén egyelőre nem szigorította tovább, új hitelkihelyezések pedig a magas kamatkörnyezetben alig vannak, így jelentős bővüléssel ezen a piacon most nem számolhatunk. Az MNB-nek 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.



RÉSZVÉNYPIACOK

3



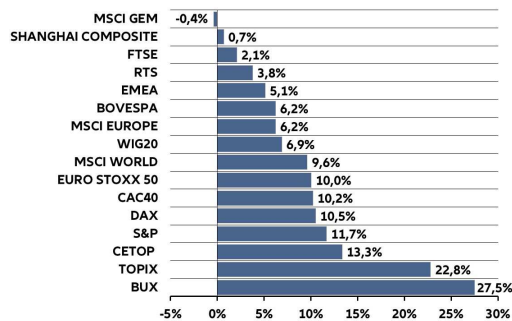


# NEMZETKÖZI RÉSZVÉNYPIACOK

A januári rali utáni – kamatemelések hatására kialakuló bankválság miatt elmélyülő - korrekciót követően március közepétől július végéig kedvező hangulat volt a tőzsdéken. Ezt táplálta, hogy júniusig 3%-ra tudott csökkenni az infláció az USA-ban. Ez távoli még a jegybanki céltól, de támogatta a monetáris szigor enyhítésével kapcsolatos várakozásokat. Emellett a kedvező növekedési adatok tovább fűtötték a soft landing reményeket. Az 1,8%-ra várt Q2-es USA GDP végül 2,1% lett, ami igen erősnek mondható az elmúlt 1,5 év 525 bázispontnyi FED kamatemelését látva. A Bloomberg konszenzus idénre még 2,1% növekedést vár a tengerentúlon, jövőre viszont már 0,9%-ra számítanak.

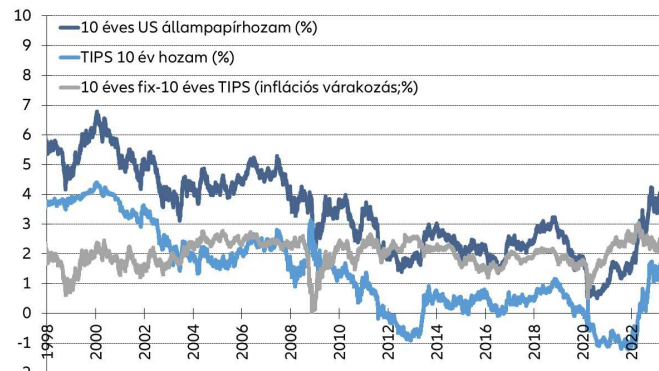
Augusztus elejétől azonban elromlott a részvénypiaci hangulat. A magas értékelttség, a technikai túlvettség és az extrém optimista szentiment már valószínűsítette a korrekciót. Végül a Fitch USA államadósságra vonatkozó leminősítése (AAA-ról AA+-ra) indította be az eladásokat. Júliustól ráadásul az USA infláció újra emelkedni kezdett, az olajárak Q3 végéig 90 dollárra erősödtek. A nagy jegybankok - a FED vezetésével - végig kitartottak a szigorú monetáris kondíciók mellett. A dollár idei csúcsra, a 10 éves USA állampapírhozam 2007 óta nem látott szintre (4,8% környékére) emelkedett, miközben a 10 éves TIPS (kockázatmentes reálhozam) 2,4%-ig erősödött. Mindez komoly ellenszél a részvényeknek. A kamatsökkentések várható időpontja egyre csak kitolódik, ami a kilátásokat rontja. Ez az USA-ban is okozhat még kellemetlenségeket, a már jó ideje recesszióközel állapottan lévő eurozónáról nem is beszélve. Az éve eleji reményekkel szemben a COVID nyitást követő kínai gyorsulás is elmaradt eddig.

Részvényindexek teljesítménye 2023YTD



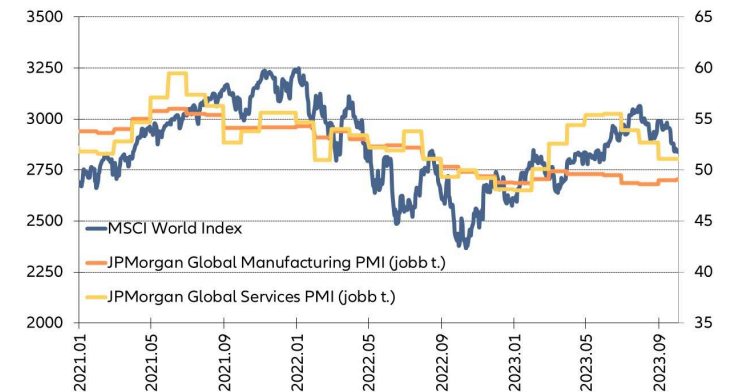
Forrás: Bloomberg

10 éves US fix állampapír és TIPS hozam



Forrás: Bloomberg

MSCI World index és a globális PMI-k



Forrás: Bloomberg

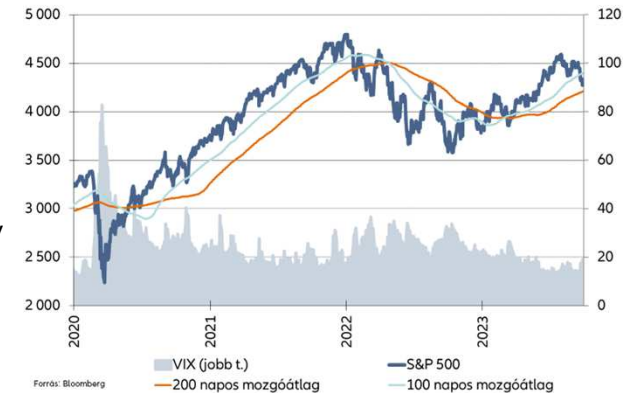
# NEMZETKÖZI RÉSZVÉNYPIACOK - USA



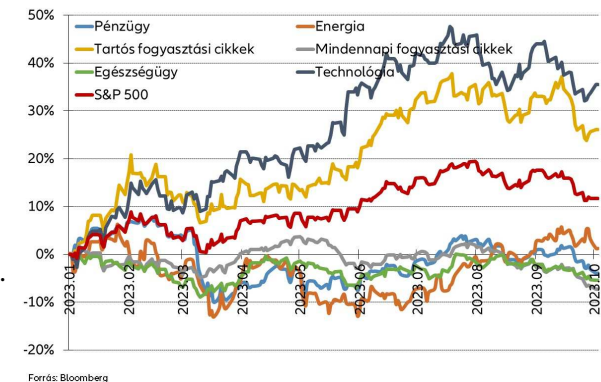
Az S&P 500 a bankválságban végződő Q1-es korrekció során a 3.800-as szintig ereszkedett. Az ezt követő, március közepétől indult felpattanás július végéig kitartott. Ekkor a tavaly októberi mélyponthoz képest már 30% körüli pluszban járt az index, mindössze 5%-kal elmaradva historikus (4.800 pontos) csúcsától. A 4.600 pontos ellenállásszint leküzdése már túl nagy falatnak bizonyult. A Fitch leminősítést követően innen profitrealizálás kezdődött. Augusztus második felében 4.350 pontról jött még egy 200 pontos felpattanás, de innen lefordulva a benchmark végül a 200 napos mozgóátlaggal megerősített 4.200 pontos ellenállásszint közelébe süllyedt. Q3-at így végül 3,7%-os visszaeséssel zárta, ezzel 11,7%-ra mérséklődött idei teljesítménye. Az aggregált profitszám (év/év) még Q2-ben is visszaesést jelzett (-5,7%), a várakozásnál azonban 7,7%-kal kedvezőbben alakult. A 12 havi eredményvárakozás nőni tudott, így a P/E alapú árazás a 10 éves átlag közelébe (18) süllyedt.

Az olajárak szárnyalásával támogatott energiaszektor kivételével az összes főbb szektor esetében kifulladt Q3 második felében a korábbi lendület. Kezdetben még a bankszektor megítélése is sokat javult a kedvező Q2-es jelentéseknek és a pozitív FED stresszteszteknek köszönhetően, azonban a begyorsuló hozamemelkedés felelevenítette a márciusi rémképeket. Ez az idei húzóerőt jelentő technológia cégeknek sem kedvezett, de azért a Nvidia várt feletti Q3-as teljesítménye és a Tesla Dojo szuperszámítógépével kapcsolatos bejelentése hozott mégvételi hullámokat. Az egyedi hírek között is lehetett találni negatívumokat, elég a legnagyobb chipgyártó Taiwan Semiconductor (TSMC) keresletlassulásra vonatkozó jelzésére, vagy az Apple felől érkező hírekre gondolni. Utóbbinál a készülékértékesítés Q2-ben már elmaradt a várttól, később pedig Kínában az állami szektor dolgozóit kérték ezek mellőzésére. A szeptemberi bemutatón már csak a legmagasabb kategóriában mert árat emelni a cég. Pozitívum, hogy az időszak végén sikerült elkerülni az USA kormányzati leállást. A képviselők november közepéig kaptak haladékot a költségvetési megállapodásra. Ezt azonban nehezíti a közelgő 2024-es elnökválasztás.

S&amp;P 500 és a VIX (félelem) index



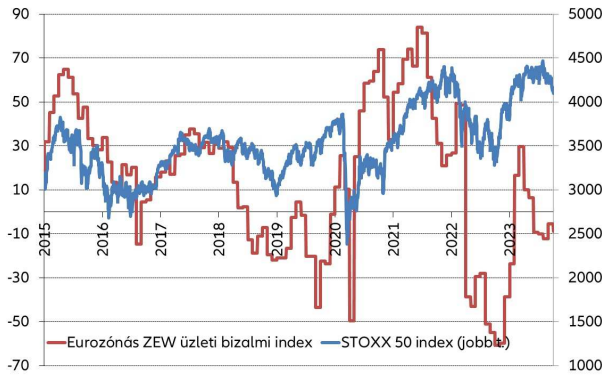
S&amp;P 500 szektorok teljesítménye 2023YTD





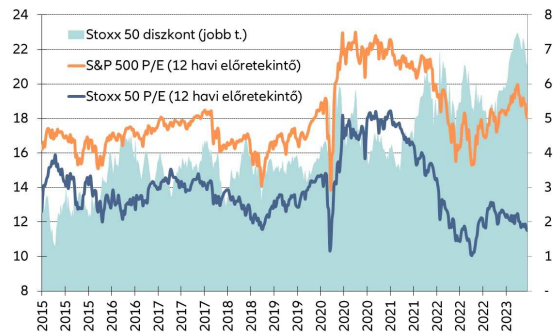
# NEMZETKÖZI RÉSZVÉNYPIACOK - EURÓPA

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 már Q1-es felülteljesítést követően megakadt az emelkedés. Ezt követően nagyrészt a 4.200 és 4.400 pont közötti sávban oldalazott a Stoxx 50 index. Július végén volt még egy kitörési kísérlet (4.500 pontig húzták fel a benchmarkot), ez azonban hamar elhalt. Innen fordulva először visszatért korábbi sávjába az árfolyam, majd az időszak végéhez közeledve lefele lépett ki abból. Végül 4.100 pont közelébe süllyedt az értéke, így Q3-at 5,1%-os mínuszban zárta, ezzel 10%-ra rontva az idei teljesítményt. A kilátások továbbra is meglehetősen gyengék, miközben az eurózóna már bő egy éve recesszió közeli állapotban van. Az ipari termelési adatok továbbra is kiábrándítóak, de a bizalmi és a BMI indexek sem jeleznek javulást. A magas energiaárak és kamatszintek továbbra is fojtogatják a régió gazdaságát, a kínai lassulás tovább nehezíti a helyzetet. Az EKB ráadásként legutóbb a várt tartással szemben további 25 bázisponttal (4%-ra) emelte az alapkamatot. Jó esetben azonban már ez jelentheti a kamatpálya csúcsát, de ez az érték várhatóan tartósan velünk maradhat. Az időszak végére a 10 éves Bund hozama 12 éve nem látott szintre, 3% közelébe emelkedett.

A hozamkörnyezet emelkedése a korábban ilyen szempontból hosszasan kiéheztetett európai bankokszektornak kedvezett, ez a szektor teljesített idén legjobban eddig. Nagyon robbant, hogy a UBS rekord (29 milliárd dolláros) negyedéves profitról számolt be Q2-ben. Ez nagyrészt a bajba jutott Credit Suisse átvételéből származó gigantikus badwill-nek köszönhető. Az Olaszországban bejelentett 40%-os egyszeri extraprofitadót nagy ijedelem fogadta, később azonban megnyugvást hozott a terheire bejelentett felső plafon (mérlegfőösszeg 0,1%-a). Nem sokkal a bankoktól elmaradva teljesített a kiemelten fontos autószektor. Itt rontja a képet az akkumulátor technológiában élen járó kínai gyártók térhódítása az EV piacon. A szektor nagyarányú állami támogatása miatt vizsgálatot indít az Európai Bizottság, ami csúnyán visszaüthet a későbbiekben. P/E alapon még olcsóbbá vált a Stoxx 50 (11,5x). Bár a Q2-es eredményeszezon itt sem alakult a legerősebben (-0,3% év/év), a várakozásokat itt is meghaladta (4,2%-kal) a tényadat. A 12 havi eredményvárakozást feljebb húzták, így az árazási diszkont tágult a 10 éves átlaghoz képest (17,7%-ra). Az S&P 500-hoz mért relatív diszkont Q3-ban valamelyest szűkült.

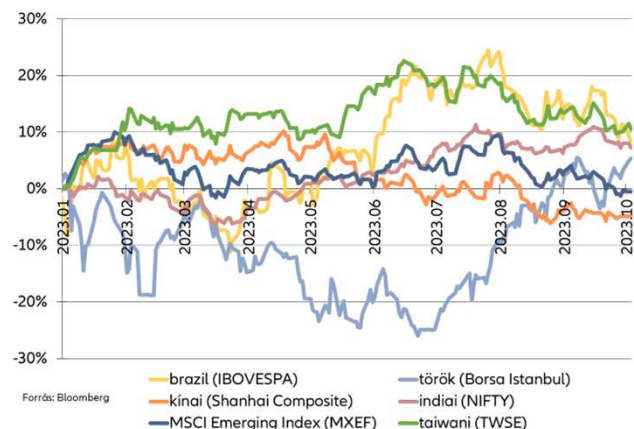


# NEMZETKÖZI RÉSZVÉNYPIACOK - FELTÖREKVŐ

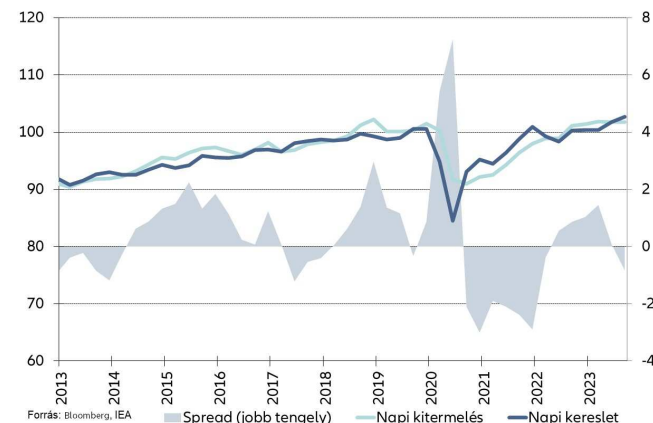
A globális feltörekvőiaci (MXEF) index 3,7%-os Q3-as visszaesésével 0,4%-os mínuszba került idén. Az emelkedő dollár hozamok és az erősödő dollár mellett a kínai gazdaság strukturális problémái (ingatlanszektor, árnyékbankrendszer) is rontják a megítélést. Ráadásul az elmúlt időszakban körvonalazódó fiskális (pl. első lakásvásárlók támogatása), monetáris (kamatcsökkentések) és piaci (pl. kereskedési díjak, lététi követelmények csökkentése) intézkedéseket eddig keveslik a befektetők. Q2-ben 0,8%-ra süllyedt a GDP növekedés, idénre pedig „mindössze” 3%-ot vár a Bloomberg konszenzus. Ehhez látni kell, hogy korábban hosszú évekig 7-8% körüli volt a dinamika.

Mindez kevésbé érezte most hatását az olaj árfolyamán. A szaúdi és az orosz termelés csökkentés év végéig történő meghosszabbítása (összesen 1,3 m hordó/nap) miatt deficitessé lett az olajpiac, emellett egyes szereplők (Kína, India, stb.) elkezdtek betárolni. Vélhetően a jövő évi USA választás miatti turbulenciákra igyekeznek felkészülni. Ennek lehet is alapja, hiszen az USA stratégiai olajkészlete 20 éves mélypontra süllyedt. A Goldman elemzői jelenleg 100 dolláros olajárát vízionálnak 12 hónapos időtávon. A török részvénytőzsde nagyot hajrázott Q3-ban. A líra árfolyama is valamelyest stabilizálódni kezdett. A török jegybank drasztikus kamatemeléseket hajtott végre a piac által „tréfának” vélt júliusi 250 bázispontos próbálkozást követően. A nyár elején még 8,5%-on lévő alapkamat így 30%-ra emelkedett. Az év/év infláció azonban még 61% felett jár.

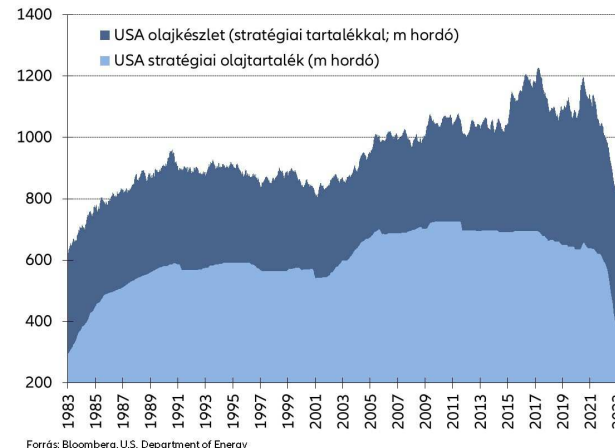
Feltörekvő piacok teljesítménye dollárban 2023YTD



Olajpiaci kereslet és kínálat alakulása (millió hordó/nap)



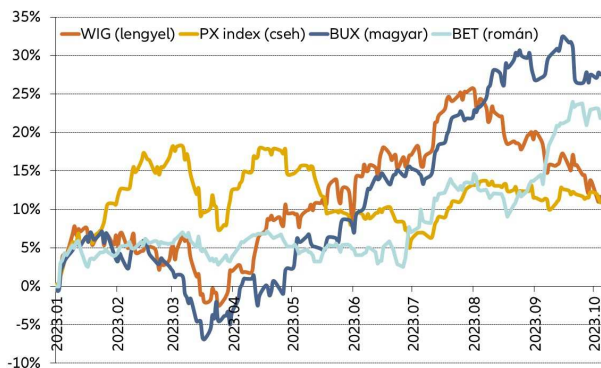
USA olajkészlet alakulása





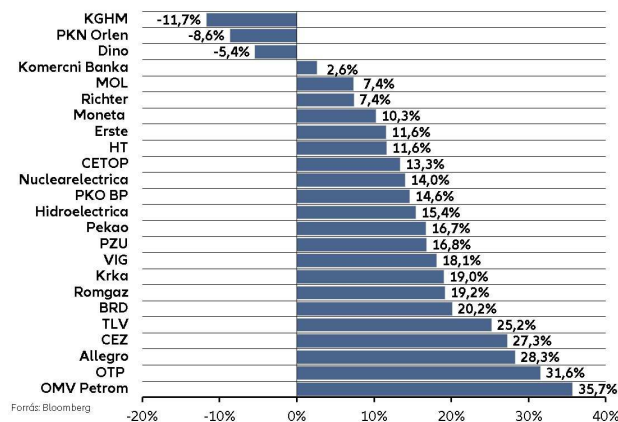
# RÉGIÓS RÉSZVÉNYPIACOK

Régiós részvényindexek teljesítménye 2023YTD



Forrás: Bloomberg

CETOP részvények teljesítménye 2023YTD



Forrás: Bloomberg

A régiós CETOP index lendülete is megtorpant Q3-ban (-2,4%), így ideai teljesítménye 13,3%-ra mérséklődött. A régiós devizák (PLN,CZK,RON,HUF) mindegyike gyengült a negyedévben az euróval szemben, ami ellenszert jelentett az euróban denominált benchmarknak. Az időszak során minimálisan süllyedt a 10 éves átlaghoz mért P/E alapú árazási diszkont, ám továbbra is hatalmas (30% körüli) a mértéke. A fejlett piacokhoz képest is megmaradt a méretes alulárazottság. Igaz az USA-hoz és az eurozónához viszonyítva is valamelyest csökkent ez az utóbbi időben, de továbbra is jócskán meghaladja az elmúlt 10 év átlagát. A háború közelsége, a politikai csörték, az EU-s pénzek folyósítása körüli viták, valamint a vállalatok költségvetés vagy lakosság javára történő sarcolása és a lengyel választás is nyomás alatt tartja az árazásokat. Ellenben a javuló külső egyenlegek, a lanyha gazdasági növekedés és a dinamikus süllyedő inflációs adatok hatására beindított kamatcsökkentések némileg javítják a régió kilátásait.

A Q2-ben még masszívan teljesítő lengyel részvénypiac is elgyengült Q3-ban. A korábban még nagy hajtóerőt jelentő pénzügyi szektor teljesítménye is elromlott. Meglepte a piaci szereplőket a lengyel jegybank vártnál nagyobb mértékű (75 bázisponttal 6%-ra történő) alapkamat csökkentése. A törlesztési moratórium (negyedévente egy részlet halasztására jogosít) 2024 végéig hosszabbításra kerülhet, igaz jövedelemhatárhoz kötnék. A PKN-nél értékesített üzemanyagok fogyasztói árai sem akarják mostanában lekövetni a piaci folyamatokat. Október 15-én azonban végre eldőlt ki nyeri a parlamenti választást, ami segíthet tisztábban látni a jövőbeli gazdaságpolitikát. A felmérések szerint a jelenleg kormányzó Jog és Igazságosságot (PiS) szorosan követi a Donald Tusk névvel fémjelzett Polgári Platform. Jelen állás szerint a győzelem kevés lehet a kormányalakításhoz, így még a kis pártok is szerephez juthatnak majd. Persze nem csak Lengyelországban hoztak piaci jelentőségű, új intézkedéseket. Elég az újonnan bevezetett szlovén és román bankadóra, vagy Csehországban a kötelező jegybanki tartalékra fizetett kamat eltörlésére gondolnunk. Az őszi felülvizsgálat során az MTEL és a Fondul kikerült a CETOP-ból, míg a Hidroelectrica bekerült a benchmarkba.



# HAZAI RÉSZVÉNYPIAC



A BUX index Q3-ban (+10,6%) historikus csúcson is járt, eddig 27,5%-kal emelkedett idén. A folyó fizetési mérleg (energiaárak és fogyasztás csökkenése miatti) javulása pozitívum. A politikai csaták, a hiányzó EU pénzek, a kiugró infláció, a gazdaságpolitika és az MNB súrlódásai, a magas költségvetési hiány és a szektorális különadók már kevésbé. Ez a részvénypiaci kockázati felárban (ERP) is megmutatkozik.

15.000 forint közelében is járt az OTP. Az idei első félévben már 577 milliárd forintnál járt a profit, ami főképp az akvizíciók miatti egyszeri tételeknek (badwill) és a külföldi leánybankok profithozzájárulásának köszönhető. Az időszak végéhez közeledve riadalmat okozott Varga Mihály bankadó növelésre vonatkozó utalása. Végül azonban kiderült, hogy ehelyett inkább a hitelezés felpörgetése a kormány célja.

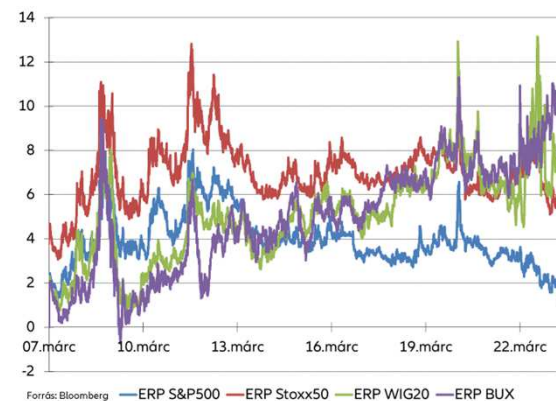
A MOL körül lankadt az érdeklődés az osztalékfizetést követően. Bár a Q2-es tisztított EBITDA (411,4 millió dollár) várakozások felett alakult, jóval elmaradt az egy évvel és az egy negyedévvél korábbtól. A Brent-ural különbség szűkül, kevésbé képes ellensúlyozni az extra adók miatti terheket (ld. CO2 kvóta adó).

A Richter esetében vegyes volt a kép. Q2-ben a bevétel 203,8 Mrd forintra nőtt, a bruttó marzs 63,3%-ra emelkedett. A lentebbi sorokon azonban már rontotta a képet a forinterősödés miatt pénzügyi veszteség és az időszak 9 Mrd forintos különadó fizetés. Június elejétől kezdve viszont ismét jelentősen gyengült a forint.

Az Mtel szárnyalását az egyedi fundamentumok javulása segítette. A márciusi inflációkövető díjemelés a Q2-es számokat már javította, a Vodafone példáját látva pedig jövőre is hasonló lépés várható. Emellett megállapodás született a kormánnyal. Hálózatfejlesztésért cserébe 2024-től a közműadó (kb. 7,5 milliárd forint évente), 1 évvel később pedig a távközlési pótdó is (kb. 25 milliárd forint évente) kivezetésre kerül.

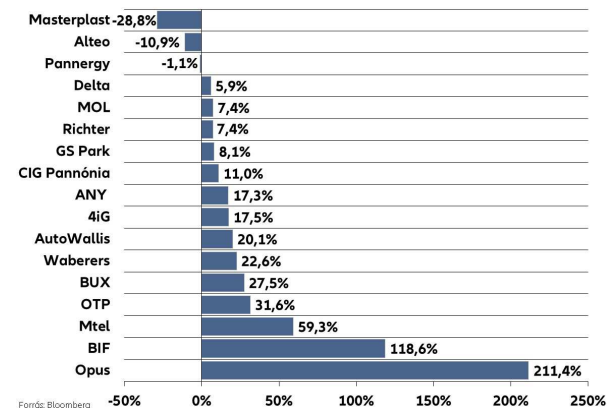
A szeptemberi felülvizsgálatkor az AKKO és a Zwack részvénye kikerült a BUX-ból, a BIF pedig visszakerült.

Részvénypiaci kockázati felárak (ERP) alakulása



Forrás: Bloomberg — ERP S&P500 — ERP Stoxx50 — ERP WIG20 — ERP BUX

BUX részvények teljesítménye 2023YTD





# POZÍCIÓK A NEGYEDÉV SORÁN

## Állampapírok, duration súlyok

- Az éven túli lejáratokon jellemzően enyhe durationt alulsúlyt tartottunk.

## „Feláras” kötvények

- Vettünk államilag garantált kötvényeket, és kisebb tételben jelzálogleveleket, mivel a hitelkockázatuk hasonló az állampapírokhoz, de azokhoz képest jelentős felárunk volt.

## „Zöld” kibocsátások

- 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 értékpapírkiválasztásaink a régióinkban. Jelenleg a két legnagyobb pozíciónk a Magyar Telekom és az OTP felülsúly. A globális fejlett részvénypiacon súlya közelében tartottuk az európai kitétséget, míg az USA-t enyhén alulsúlyoztuk. A feltörekvő részvényekben továbbra is tartjuk a korábban kiépített enyhe alulsúly pozíciót.

EGYÉB TÁBLÁK, ADATOK, INFORMÁCIÓK

4





# ALACSONY MINŐSÍTÉSŰ HITELVISZONYT MEGTESTESÍTŐ ÉRTÉKPAPÍROK PORTFÓLIÓNKÉNT 2023.09.30-ÁN

Alacsony minősítésű hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok 2023.09.30-án			
Portfólió	Értékpapír megnevezése	Névérték	Minősítés oka
Allianz Önk. Kiegyen	WING 2024/II	297 500 000	
Allianz Önk. Növek.	WING 2024/II	30 000 000	

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



# SFDR, SFDR RTS ÉS TAXONÓMIA RENDELET SZERINTI JELENTÉS 2023.09.30-ÁN

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