

VAGYONKEZELŐI BESZÁMOLÓ

ALLIANZ ÖNKÉNTES NYUGDÍJPÉNZTÁR

2023. IV. NEGYEDÉV

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

2024.01.10.

Allianz 



TARTALOM

1

BENCHMARK HOZAMOK ÉS TELJESÍTMÉNYEK

2

MAKROGAZDASÁGI ÖSSZEFOGLALÓ

3

RÉSZVÉNYPIACOK

4

EGYÉB TÁBLÁK, ADATOK, INFORMÁCIÓK

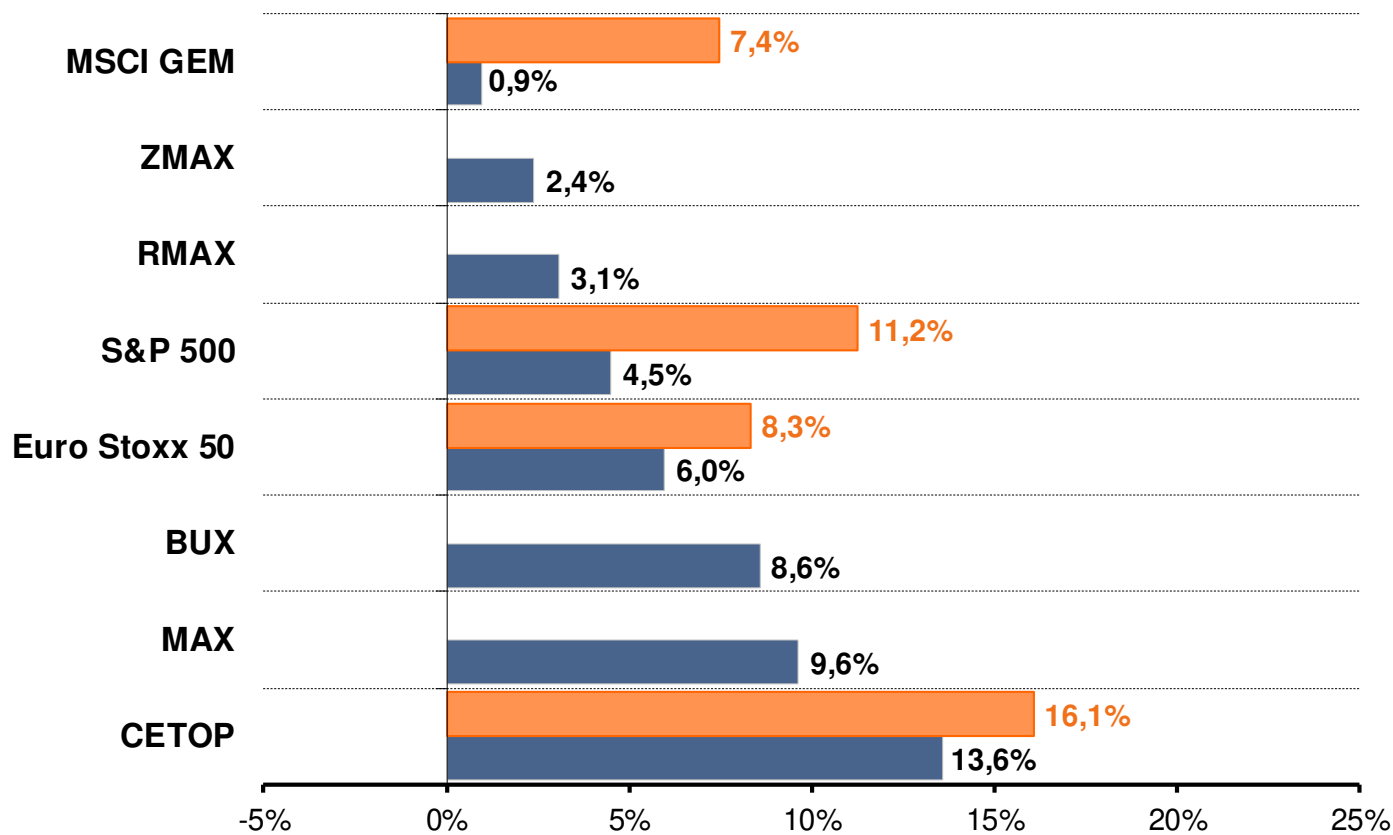
BENCHMARK HOZAMOK ÉS TELJESÍTMÉNYEK

1





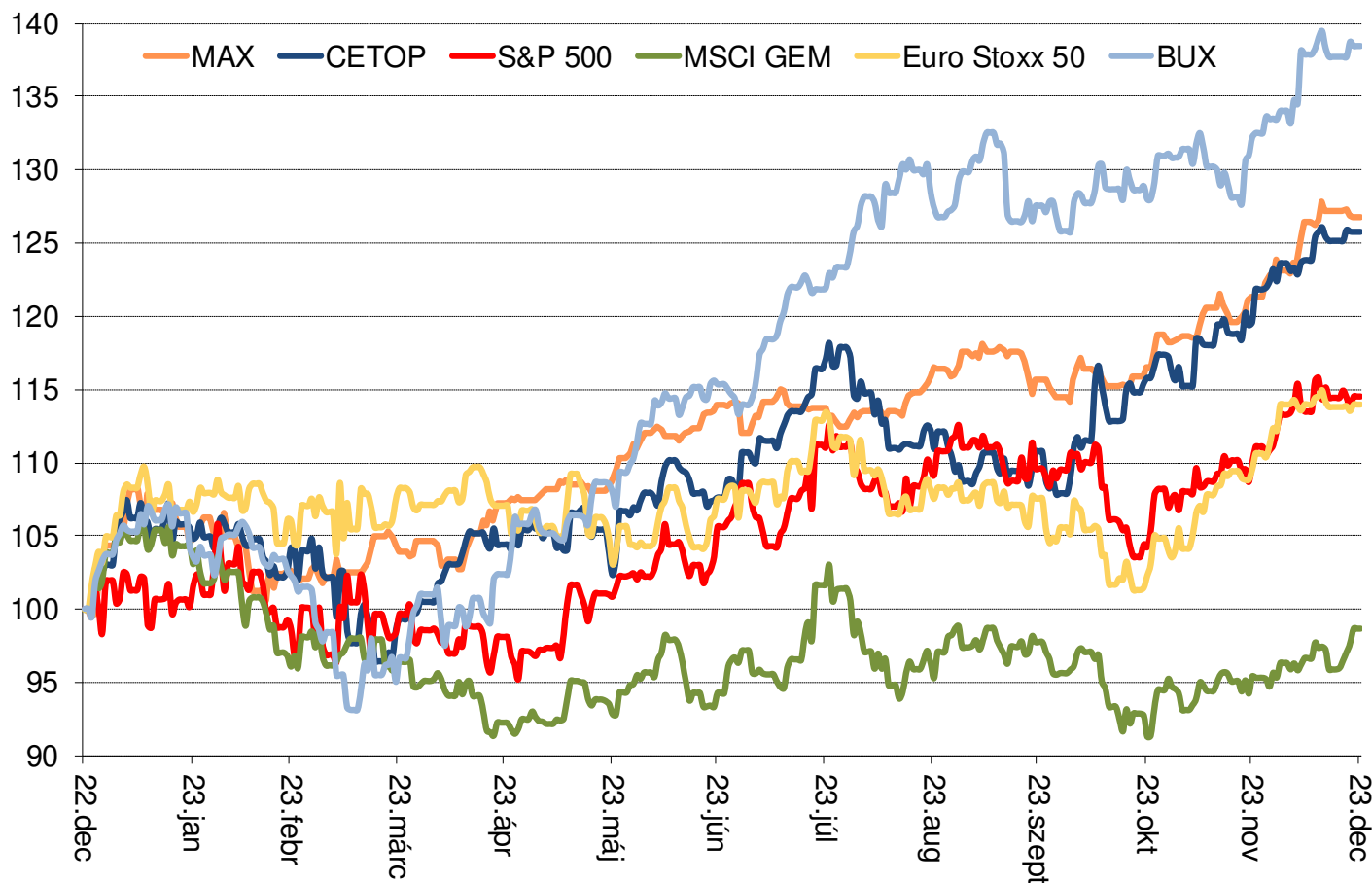
FŐBB INDEXEK TELJESÍTMÉNYE 2023 Q4 (HUF ÉS SAJÁT DEVIZA)



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő



FŐBB INDEXEK ALAKULÁSA 2023 YTD (HUF)



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

MAKROGAZDASÁGI
ÖSSZEFOGLALÓ

2

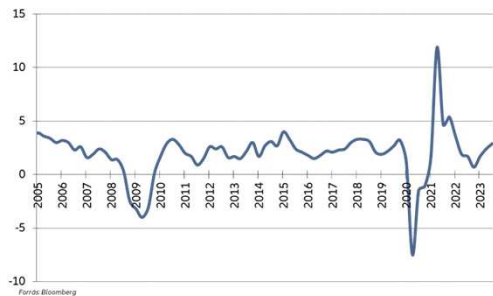




USA GAZDASÁGI ADATOK

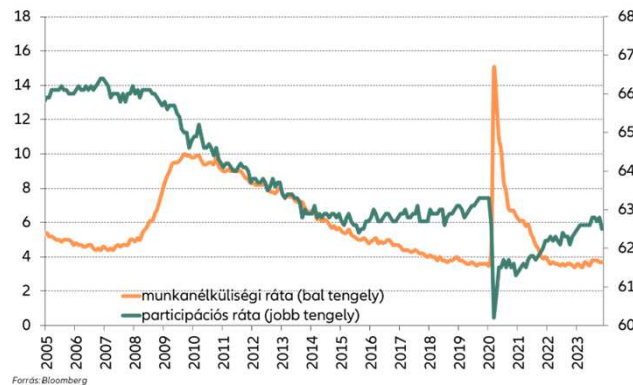
- A harmadik negyedév az előzőeknél magasabb, 1,2%-os reál GDP növekedést hozott az Egyesült Államokban (negyedéves alapon). Az év/év módon számolt bővülés 2,9%-ra nőtt. A Bloombergnek leadott előrejelzések jelenleg (01.04-én) 1,3% körüli növekedést vetítenek előre 2024-re (ez némileg magasabb, mint negyed éve). A kiskereskedelmi forgalom az USA esetében továbbra is bővül, novemberben 4,1%-kal nőtt az előző év azonos hónapjához képest.
- A munkanélküliségi ráta lényegében stagnált az elmúlt nagyjából két évben, 2023-ban egy enyhe romlást láttunk, de decemberben még így is csupán 3,7%-ot mutattak ki. A foglalkoztatottság lassú emelkedő pályán volt a COVID mélyponttól, 2023 második felére már lényegében a járvány előtti szintekre ért. Az újonnan munkanélküli segélyekért jelentkezők száma még mindig a historikusan igen erős, 200 ezres heti érték közelében ingadozik. A bérnövekedés az év folyamán trendszerűen csökkent, de még mindig jóval a Fed inflációs célja felett van (4% körül).
- Tehát az USA gazdaság erősödött, a munkaerőpiac feszítettsége pedig csak árnyalatnyit enyhült, ami inflációs szempontjából kockázat.
- A deflációs folyamat az év első felében markánsan folytatódott, azonban a júniusi 3% után inkább csak stagnálást láttunk (november 3,1%). Ha a komponenseket nézzük, ott összességében kedvező a kép. Az energiaár még a legutóbbi adatnál kissé lefelé húzta az indexet, de már nem nagyon torzítja az összképet. Az áru piac tekintetében lényegében már 2023 elején visszatért a régebbi időkre jellemző 0 körüli áremelkedés, és az élelmiszerek drágulása az év folyamán fokozatosan mérséklődött. A szolgáltatások esetében ugyanakkor még továbbra is lassú a defláció, és ha a munkaerőpiac feszített marad, akkor ez az infláció további csökkenése ellen hat.

USA reál GDP növekedése (év/év)

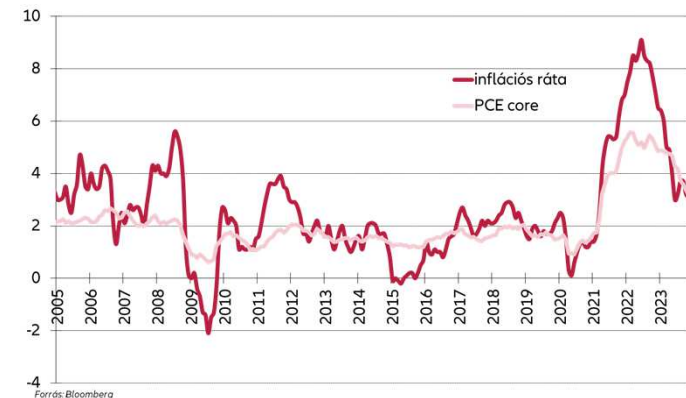


Vagyonkezelői beszámoló | Allianz Alapkezelő Zrt. |
© Copyright Allianz 2024. január 10.

USA munkaerőpiac



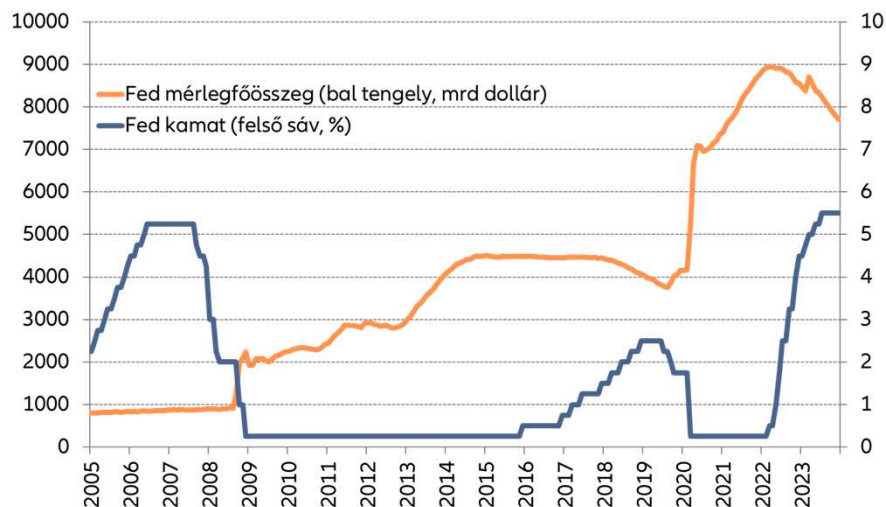
USA infláció





USA – MONETÁRIS POLITIKA

USA monetáris kondíciók



Forrás: Bloomberg

- A Fed júliusban még 25 bázisponttal emelte a kamatokat, majd szeptembertől a tartás mellett döntött. A szeptemberi döntéshozói várakozások („Dot plot”) alapján még lehetett egy kamatemelésre számítani, de végül az összességében kedvező makroadatok miatt erre nem került sor. A decemberi előrejelzés alapján a Nyílt Piaci Bizottság tagjai már nem várnak további szigorítást. Így a kamatemelési ciklus nagy valószínűséggel véget ért.
- Az 2023 elején még bankcsődök okoztak piaci turbulenciát (a betétkivonások miatt szükségessé váltak állampapír eladások, amiken a hozamemelkedés miatt veszteség keletkezett, ez pedig rontotta a tőkehelyzetet). A Fed ezt időleges likviditásbővítéssel kezelte, és a közvéleményt is sikerült megnyugtatni. Így újabb, hasonló esetek az év hátralévő részében nem jelentkeztek. Mivel az állampapír-hozamok a tavalyi évet nagyjából a megelőző évvel megegyező szinten zárták, talán most nem olyan nagy a banki/vállalati csőd hullám veszélye. Ha azonban az infláció a jelenleg árazotthoz képest magasabb lesz, makacsnak bizonyul, akkor a kamatvágások kiárazódása emelheti a hosszú hozamokat, ami ártértékelési mellett akár újrafinanszírozási problémákat is hozhat.

- A mérlegleépítés (QT), továbbra is havi 95 milliárd dolláros ütemmel zajlik. A Fed mérlegfőösszegén a bankcsődök utáni likviditáskönnyítő intézkedések már nem látszanak, ezek lejártak. Ugyan a QT üteme (tehát az állományváltozás) jelentősnek mondható, de az összes piacon lévő likviditástöbblet (maga az állomány) még így is igen nagy, ezért ez a szabad pénzmennyiség még mindig a hosszú hozamok emelkedése ellen dolgozik.
- A Fed decemberi gazdasági előrejelzésében jelentős változások nem voltak, de azért a várt inflációs pályát kissé lejjebb tolták a döntéshozók, valamint a kockázatokat is szimmetrikusabbnak ítélik meg, mint korábban.
- **Tehát a jelenlegi Fed kamatemelési ciklus minden bizonnyal véget ért. A piaci szereplők most azt találgatják, hogy meddig tartja a Fed a kamatokat és mikor kezdi el a kamatvágásokat.**



USA ÁLLAMPAPÍRPIAC

- A hozamok az infláció újraéledésével párhuzamosan 2020-tól, majd különösen 2022 első felében gyorsan emelkedő trendben voltak. 2022 ősszel ugyanakkor az USA infláció a várakozásoknál jobban mérséklődött és a termékek szélesebb körén is látszott az áremelkedés lassulása. Ez fordulatot jelentett a kötvénypiaci gyengülés dinamikájában. A bankcsődök 2023 elején csak időszakos zavart okoztak, a Fed kezelte a helyzetet. Év vége felé a makroadatok támogatóbbá váltak, és a Fed döntéshozói is már kevésbé szigorú hangvételt ütöttek meg. Emiatt a hozamok ereszkedtek az utolsó negyedévben. A decemberi üléshez kapcsolódó sajtótájékoztatón már elhangzott, hogy elkezdték vizsgálni a kamatcsökkentés lehetőségét.
- A decemberi erősödés különösen jelentős volt. 2023 végén a piac sokkal optimistábbá vált a kamatpályát illetően, az árazások alapján a piaci szereplők már márciusra is jelentős valószínűséggel áraznak kamatvágást. Fontos lenne, hogy az év eleji inflációs és munkaerőpiaci adatok ezt visszaigazolják.
- Az év végi hozamgörbében gyakorlatilag a megelőző év végi köszönt vissza. A görbe negatív meredeksége miatt recesszióval riogatóknak egyelőre nem lett igazuk (2022 közepétől negatív a 10 év-2 év különbszet). Ebben szerepet játszhat azonban az is, hogy a korábbi QE programok miatt még mindig igen jelentős likviditástöbblet van a pénz- és tőkepiacokon, ami lefelé húzhatja a hosszú oldalt.

USA szövetségi deficit/GDP (gördülő, %)



Állampapír hozammozgások

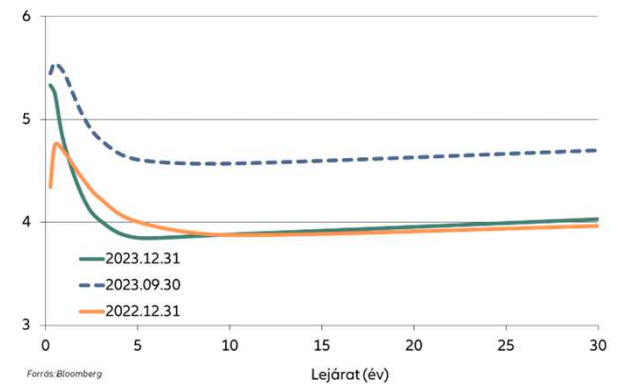


Vagyonkezelői beszámoló | Allianz Alapkezelő Zrt. |
© Copyright Allianz 2024. január 10.

Állampapírpiac az elmúlt évben



Hozamgörbe

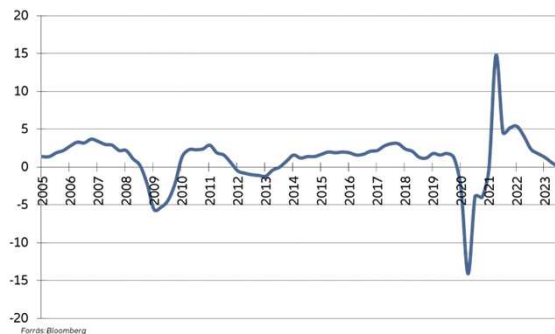




EURÓZÓNÁS GAZDASÁGI ADATOK

- Az eurózána gazdasága az előző negyedévekhez hasonlóan a harmadik negyedévben is 0 körüli növekedést ért el, és ez az év/év adatot is 0-ra húzta. A Bloombergnek küldött előrejelzések középértéke 2024-re 0,5% (kissé alacsonyabb a negyedéve látottnál). A kiskereskedelmi eladási statisztikák továbbra is visszaesést mutatnak év/év alapon (november -1,1%). Ez a további dezinfláció irányába hat, bár a hatás 2023 folyamán csökkent. A fogyasztói bizalomban is tapasztalható javulás.
- A munkanélküliségi ráta 2023 első negyedévében javult, majd ezt követően lényegében stagnál. Az októberi adat 6,5% volt. Tehát az eurózána munkaerőpiaca szintén feszes, továbbra is. Ez felfelé mutató inflációs kockázatot hordoz.
- Az infláció az eurózánaiban a 2022 őszi kétszámjegyű tetőzése után meredeken csökkent. A 2023 novemberi adat 2,4%-os értékével már megközelítette az EKB célját. A decemberi előzetes érték ugyanakkor kis emelkedést mutat és a maginfláció is még bőven 3% felett ragadt. Az inflációs várakozások az EKB felmérése alapján még meglehetősen magasan állnak, igaz, sajnos ezeknek a feldolgozása elég hosszú, és így január elején is még csak az októberi számokat látjuk. Ezek alapján az 1 éves időhorizonton még mindig 4%, 3 évre is csak 2,5% a várt áremelkedés. Persze figyelembe kell venni, hogy ezek a várakozások erőteljesen követik a múltbeli adatokat, de az is tény, hogy a meredek dezinfláció ellenére szeptemberi és októberi érték érezhetően meghaladja a megelőző pár hónap adatát.

Eurózána reál GDP növekedés (év/év)



Eurózána munkanélküliségi ráta



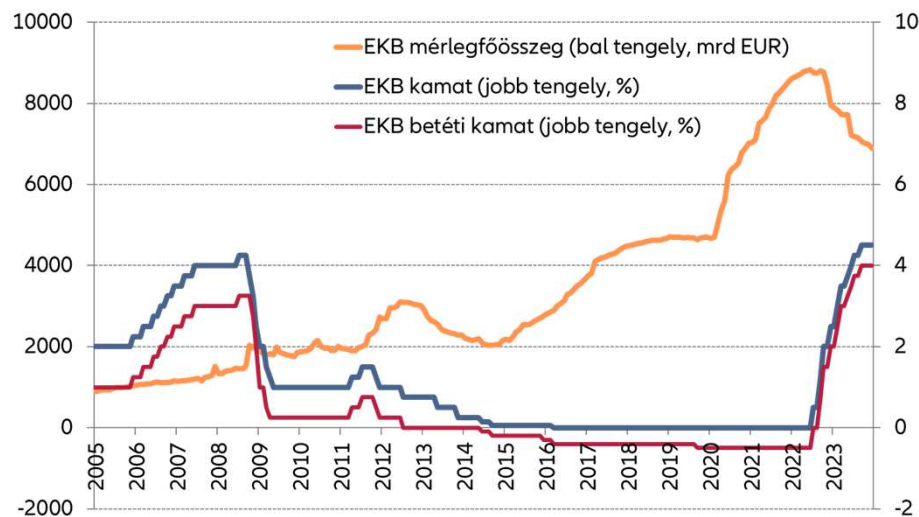
Eurózána infláció





EKB – MONETÁRIS POLITIKA

EKB monetáris kondíciók



Forrás: Bloomberg

- Az APP program keretében lejáró értékpapírokat az EKB júliustól már nem fektetette be újra, ezzel átlagosan némileg nőtt a „nem-megújítandó” összeg a korábbi 15 milliárd havi ütemhez képest. A PEPP kapcsán decemberben született döntés. E szerint 2024 első félévében még a lejáratok teljes egészében megújításra kerülnek, majd az év hátralevő részében 7,5 milliárd euró havi összegben célozzák meg a portfólió leépítését. Ezt követően nem lesznek vásárlások a mostani tervek szerint.
- Az EKB elemzői stáb decemberi inflációs előrejelzése 2024-re vonatkozóan jelentősen, 3,2%-ról 2,7%-ra csökkent. A következő évre 2,1% maradt, az újonnan becslési időhorizontba bekerült 2026 esetében a várt érték 1,9%, már az EKB inflációs célja alatt van. A GDP-prognózis is kissé lefelé módosult 2024-re (1%-ról 0,8%-ra).
- **Az EKB kamatemelések is feltehetőleg lezárultak. Kérdés, hogy a kamatvágások mikor kezdődnek, és ebben a piaci várakozások nem szaladtak-e kicsit túlságosan előre év végén.**

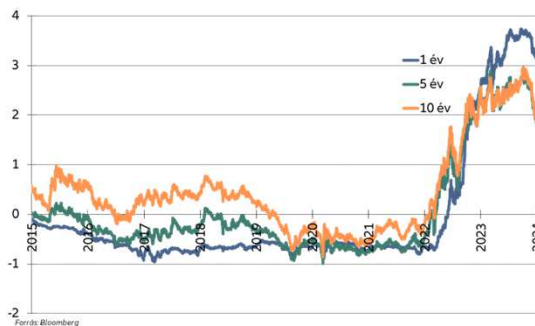
- Úgy tűnik, a Fed-hez hasonlóan az EKB is lezárta már a 2022 júliusban megkezdett kamatemelési ciklusát. A lépésköz májustól már 25 bázispontra csökkent, az utolsó negyedévben pedig már nem volt kamatemelés. A korábbi ülésekhez kapcsolódóan az egyik fő üzenet az volt, hogy az infláció túl régóta túl magas szinten áll. Ezt a decemberi közleményből már kivették. Ezzel is utal rá az EKB, hogy az inflációs kockázatok kiegyenlítettebbek lettek, ami alapján további kamatemelések feltehetőleg nem szükségesek. A jövőbeli esetleges kamatvágásokról viszont még nem beszélnek.
- A Fed-hez képest az eurózónában a gazdasági növekedés is probléma, ami nem kimondott EKB cél, de azért valamilyen szinten a döntéshozók figyelembe veszik ezt a szempontot is. Ezért is lehet, hogy a kamatvágásokat elutasító nyilatkozatok ellenére a piaci árazások alapján nem elképzelhetetlen már egy márciusi lazítás sem. Az inflációs kockázat miatt azonban talán valószínűbb egy későbbi lépés.



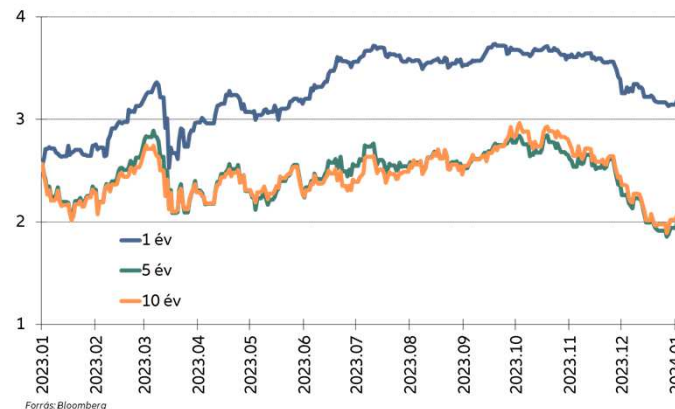
EURÓZÓNÁS ÁLLAMPAPÍRPIAC

- Az USA állampapírpiacnál bemutatott mozgások az eurózónában is hasonló mintázatot mutattak: 2020 végétől inflációs félelmektől hajtott meredek hozamemelkedés, 2023 márciusában a bankpaci hírek miatt hozamesés, a megnyugvást követően az inflációs kockázatok miatt újabb gyengülés, majd év végén egy jelentős kötvénypiaci rali.
- Az olasz és spanyol kötvények német hozamokhoz képest számolt felára az EKB QE idején még relatíve alacsony és igen stabil volt. Azonban 2022-ben már mérséklődtek, majd leálltak az eszközvásárlások, és már csak az újrabefektetéssel maradt némi mozgástere az EKB-nak a periféria országok kötvényeinek nettó vásárlására. Ez a lehetőség ugyanakkor egyre korlátozottabbá vált. Az APP esetében már nincsenek vételek. A PEPP megújítás keretében 2024 év végéig az EKB még támogathatja a perifériaként emlegetett országok állampapír piacát, de 2025-től várhatóan megszűnik minden kötvényvétel. A felárak ugyanakkor egyelőre nincsenek nyomás alatt. Még október környékén láthattunk egy jelentősebb emelkedést, amely egybeesett a hosszú hozamok lokális csúcspontjával, de az év végi kötvénypiaci rali a spreadeket is szűkítette. Végző esetben még mindig ott lehet a 2022-ben bejelentett, de eddig még nem alkalmazott eszköz (TPI), amellyel lényegében korlátlan mértékben vásárolhat az EKB nyomás alatt álló kötvénypiacokon.

Állampapír hozammozgások (német)



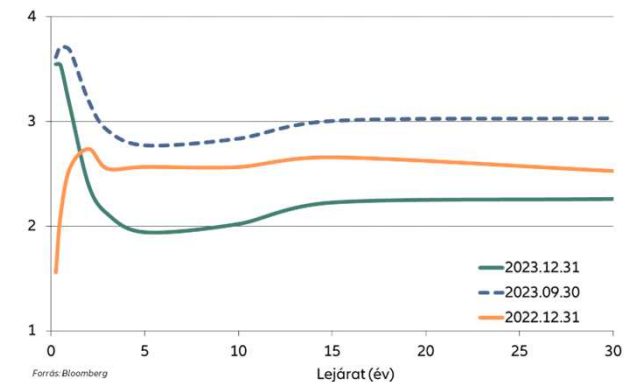
Állampapír hozammozgások az elmúlt évben (német)



A 10 éves olasz-német hozamkülönbség



Állampapír hozamgörbe (német)

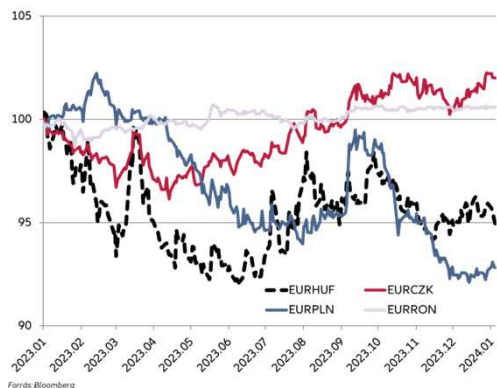




RÉGIÓS PIACOK

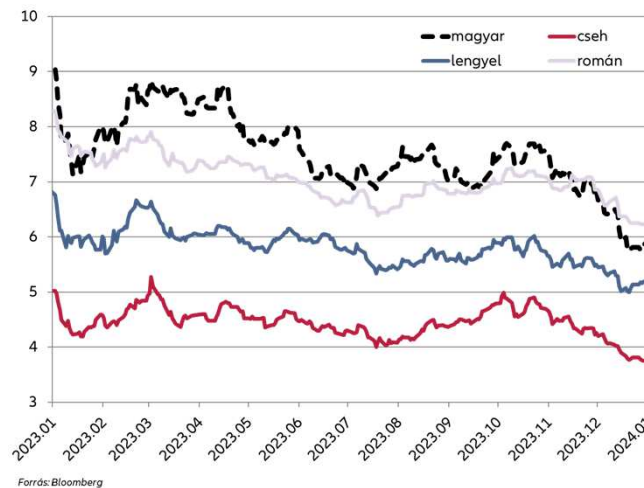
- A régió inflációs mutatói a negyedik negyedévben is összességében kedvező képet mutattak. A lengyel áremelkedés monoton csökkenő pályán volt, különösen a december lett jó (6,1%). Romániában a novemberi infláció kimondottan impozáns, az előző 8,1% után 6,7%, az elemzők jórészt meglepve. A cseh dezinflációs folyamat lóg ki kissé talán a sorból. Inkább csak oldalazást láttunk az elmúlt hónapokban: a szeptemberi 6,9% után október 8,5% lett, ami novemberre azért 7,3%-ra szelődött.
- Lengyelország még szeptemberben a piacot meglepte a vártnál nagyobb, 75 bázispontos kamatvágással. Októberben további 25 bázisponttal csökkentették az alapkamatot 5,75%-ra, de ez a lépés már nem hozott akkora turbulenciát a lengyel devizapiacra. Az év hátralevő részében nem nyúltak már a kamatkondíciókhoz. A cseh jegybank 7%-ról 6,75%-ra lazított decemberben, míg Románia az utóbbi hónapokban érintetlenül hagyta a kamatszintjét, 7%-on tartotta az irányadó rátát.
- A cseh korona májustól némileg gyengült az utolsó negyedévig, ahol inkább oldalazást láttunk már csak. Az év végi kamatvágás sem okozott különösebb elmozdulást. A harmadik negyedévben látott lengyel zloty gyengülés nem folytatódott, a kedvezőbb nemzetközi kockázati légkör mellett, az október eleji kamatvágás után stabilan tartott alapkamat, illetve az EU források szempontjából igen kedvezőnek tekintett választási eredmények következtében. A román deviza az elmúlt két évben látott stabilitást hozta, enyhén erősödő tendenciát láttunk. A régiós állampapírok a globális kötvénypiaci raliba illeszkedve, jelentősen felértékelődtek év végén.

A régiós devizák relatív teljesítménye



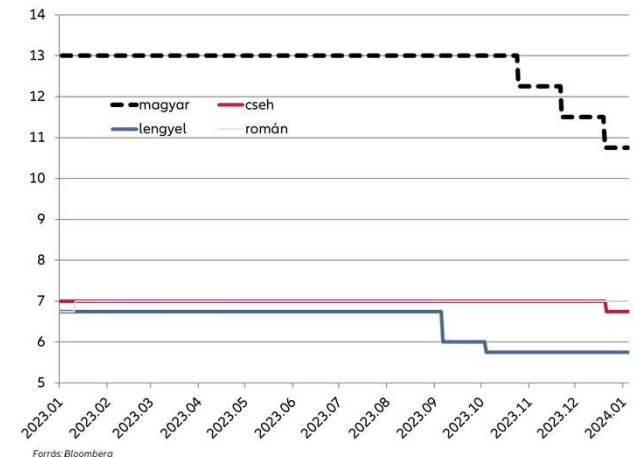
Vagyonkezelői beszámoló | Allianz Alapkezelő Zrt. |
© Copyright Allianz 2024. január 10.

10 éves kötvényhozamok



Forrás: Bloomberg

A régiós alapkamat szintek



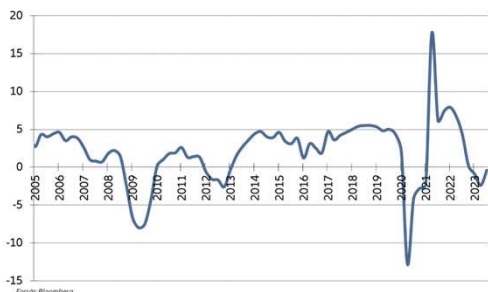
Forrás: Bloomberg



HAZAI GAZDASÁGI ADATOK

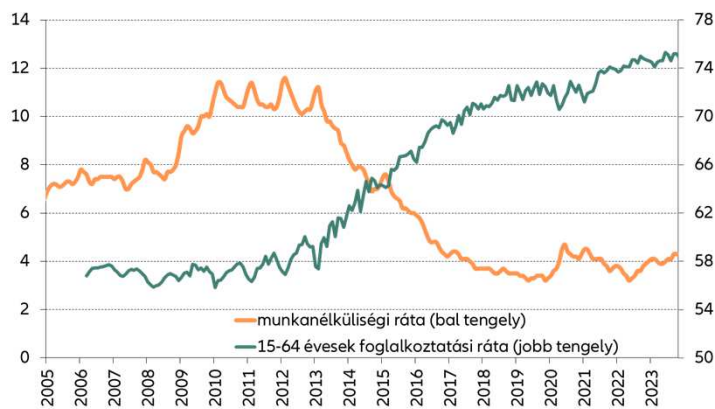
- A magyar gazdaság a harmadik negyedévben már bővült negyedéves alapon (+0,9%). Az év/év adat még enyhén negatív, -0,4% lett. A lengyel és a román GDP növekedés is pozitív tartományban van, a cseh gazdaság ugyanakkor most nálunk árnyalatnyival rosszabbul teljesít. A Bloombergnek nyilatkozó elemzők -0,6% körüli magyar növekedést várnak 2023-ra (negyedéve is hasonlólt láttunk), 2024-re már 2,8% a várakozás. A kiskereskedelmi forgalmi adatok márciustól fokozatosan javultak, de még mindig 5,4%-os szűkülést mutatott ki novemberre a KSH (év/év). Az idei évre a Kormány a gazdaság növekedését tűzte ki célul, így feltehetőleg lassan majd pozitív értékeket látunk majd.
- A munkanélküliségi ráta 2022 második felében gyengült valamelyest, de még 2023 végén is historikusan igen alacsony értékről beszélhetünk (november 4,2%). A foglalkoztatottság még kissé emelkedni is tudott egy év alatt. A bérnövekedés valamelyest csökkent, de még mindig 14% körüli, a kormányzat pedig a gazdasági növekedést részben reálbérnövekedéssel szeretné elérni. Az összességében tehát még mindig feszes a munkaerőpiac.
- Az infláció 2023 januárban 25% felett tetőzött, de komolyabb inflációcsökkenést inkább csak az év második felében láttunk. Októberre került a mutató 10% alá, novemberre pedig 7,9%-ot közölt a KSH. A háztartási energia a bázishatás miatt az indexet jelentősen lehúzza, az egy évvel korábbi értéknél 18%-kal kerül kevesebbe átlagosan. Kedvező, hogy az élelmiszerárak esetében már csak bő 7% a kimutatott drágulás, a tartós fogyasztási cikkek árváltozása pedig ismét lefelé húzza az indexet, nagyjából változatlan árakkal. A szolgáltatások ugyanakkor még jócskán 10% felett drágultak, és amennyiben a kormányzati bérnövekedési tervek megvalósulnak, akkor ez a komponens megnehezíti majd az infláció gyors jegybanki célhoz csökkenését (az MNB sem számít erre még 2024-re).

Magyar reál GDP növekedése (év/év)



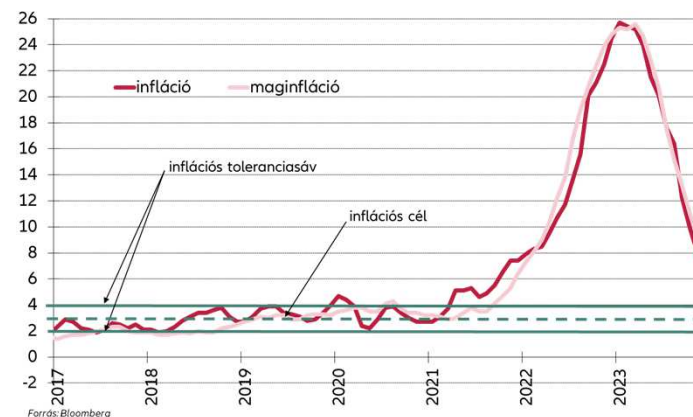
Vagyonkezelői beszámoló | Allianz Alapkezelő Zrt. |
© Copyright Allianz 2024. január 10.

Hazai munkanélküliségi ráta



Forrás: Bloomberg, KSH

Infláció

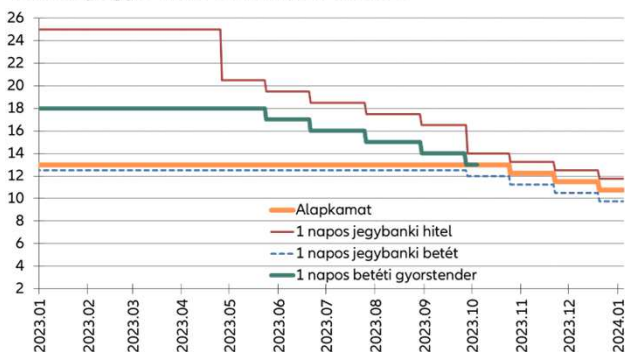


Forrás: Bloomberg



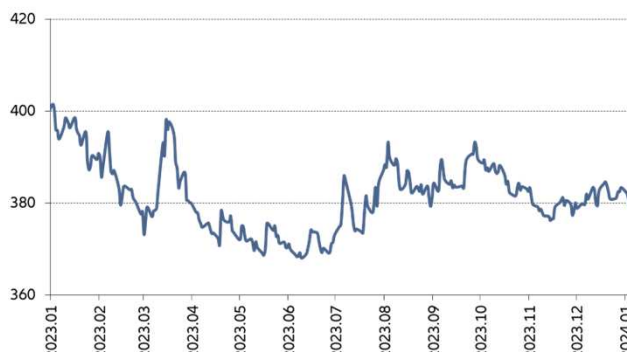
HAZAI MONETÁRIS POLITIKA

Hazai jegybanki kamatkondíciók



Forrás: Bloomberg

EURHUF árfolyam



Forrás: Bloomberg

- 2023-ban az infláció tetőzése majd lassú csökkenése után már elkezdődött a monetáris lazítás. Az dezinflációs folyamaton kívül számos más mutató is kedvező irányba változott (folyó fizetési mérleg, magyar államkötvények kockázati prémiuma, devizaárfolyam), így májustól megindulhatott az egynapos betéti tender kamatának az alapkamathoz zárása, fokozatos, ülésenként 100 bázispontos lépésekkel. Szeptemberre így ez az eszköz az alapkamat szintjére ért (akkor 13%).
- Ezzel időszerűvé vált a monetáris eszköztár felülvizsgálata, amit az MNB meg is tett. Az egynapos betéti tendert a tartalékolás váltotta fel, azaz a bankok kötelező tartalékon felül korlátlan összegben helyezhetnek el tartalékot az MNB-nél, amire alapkamatnak megfelelő kamatra jogosultak. A kötelező tartalékráta nem változott, még áprilisi hatállyal emelte az MNB 10%-ra (korábban 1% volt), amin felül még legfeljebb 5% szabadon volt vállalható. A további egyszerűsítés jegyében az utóbbi részt azóta az MNB eltörölte, tehát 2024-től egységesen 10% a kötelező tartalékráta és ezen felül lehet korlátlanul túltartalékolni.
- A kamatfolyosó ismét szimmetrikussá vált, mint az 2015 előtt. A kamatfolyosó alja alapján árazza az MNB az euró likviditást nyújtó FX swap tendereket, amely főleg a negyedév végén segíthet a devizapiaci anomáliák okozta forintgyengülés megelőzésében.
- **Októbertől az alapkamat csökkentésével folytatódott a lazítás. A jegybank óvatosabb, 75 bázispontra csökkentette a lépésközt. Decemberre 10,75%-ra ért a kamatszint. A döntéshez kapcsolódó háttérbeszélgetés alapján hasonló lépésekre számíthatunk a következőkben, bár sok kedvező folyamat (erősebb dezinfláció, külső egyensúly javulás, támogató nemzetközi kockázatvállalási légkör, EU-s kifizetések) miatt nem kizárható nagyobb, 100 bázispontos vágás sem.**

- Az MNB a decemberben frissített Inflációs jelentés alapján 2023-ra 17,6% körüli éves átlagos inflációt vár (ez a korábbi előrejelzési sáv alja), míg 2024-re 4-5,5%-ra (korábbinál fél százalékponttal lejjebb került a sáv teteje) prognosztizálja.
- A GDP növekedés az elemzői stáb szerint az előző évre vonatkozóan -0,5% körül lehet (korábban +/-0,5%), jövőre már a 2,5-3,5%-os (korábban 3-4%) sávban mozoghat.



HAZAI ÁLLAMPAPÍRPIAC, ÁLLAMILAG GARANTÁLT KÖTVÉNYEK

- A negyedik negyedévben még érezhetően hatottak a banki extraprofit adót érintő szabályozói változások. Ez a hozamgörbén a legmarkánsabban az 5-10 éves szegmensben fejtette ki a hatását. Eközben a külföldiek kezében lévő állomány stabilan alakult. Év végén ebben egy jelentősebb visszaesést figyelhetünk meg, de ez részben az adatok számbavételi sajátosságából adódik, az állományt az árjegyzők és hedge fundok kölcsönügyleteinek zárása torzítja. Ezt támasztja alá, hogy január első napjaiban viszont kiugró emelkedést mutat a grafikon, holott inkább eladásokat lehetett a piacon látni.
- A fix államkötvények aukciója általában jó kereslet mellett zajlott, egy-egy gyengébb kibocsátást láttunk csak, főleg a 10 év feletti futamidőkön. Az év végi markáns hozamcsökkenést segítette a támogató nemzetközi kötvénypiaci légkör és a magyar EU forrásokról érkező kedvező hírek sora is. A decemberben meghirdetett finanszírozási terv szerint mind a bruttó, mind a nettó intézményi kibocsátás érezhetően kisebb lehet 2024-ben. Sok függ az EU-s pénzek tényleges befolyásától és természetesen a költségvetési folyamatoktól. A büdzséről tudjuk, hogy inkább növekedésbarát lesz, így a hiánycél megemelésével idén is számolni kell.
- A szeptemberben újraindult csereaukciókon az ÁKK új értékpapírt ajánlott fel (2035/A), ez is okozhatta itt az alacsonyabb keresletet, illetve azt, hogy ez a papír a hozamgörbén relatíve alulértékelt volt év végén. Ez valamelyest csökkenhet 2024 folyamán, mivel ez a sorozat lesz a 10 éves benchmark papír, így a kinnlevő névérték gyorsan fog nőni.
- A zöld kibocsátások továbbra is ritkák, a negyedévben csak egy 2032/G és egy 2051/G aukciót tartott az ÁKK. A tervek alapján várható, hogy a zöld kibocsátás egy jó részét idén is a külföldi forgalomba hozatalok viszik majd el.
- A hozamgörbe rövid oldalán folytatódott a hozamcsökkenés év végén. A befektetési alapokkal kapcsolatos tartási kötelezettség is hatott (új tőkebeáramlások, illetve a korábbi vételek lejáratái), e mellett a szokásos év végi pénzköltési hullám is megjelent. Az aukciókon a kereslet jellemzően nem volt kimondottan erős, de a másodpiacon időről időre jött nagyobb vételi hullám. A rövid oldal likviditási helyzetét nem rontották visszavételi aukciók, mert az utolsó negyedévben csupán októberben volt meghirdetés. 2024-ben az ÁKK kevesebb DKJ lejáratot hirdet majd meg, hogy nagyobb sorozatok alakuljanak ki, és így növekedhessen a likviditás ebben az instrumentumban.
- A változó kamatozású kötvények kereslete erős volt a negyedik negyedévben is, de az árak inkább csak az év utolsó heteiben emelkedtek jelentősen.
- Az előző év gyakorlatát követte az ÁKK, és kihasználva a kedvező nemzetközi környezetet és hazai kockázati megítélést, a 2024-es évet is devizakibocsátással indította. Ennek során – jelentős kereslet mellett – 2,5 milliárd dollár összegben került a piacra 12 éves, fix kamatozású kötvény.

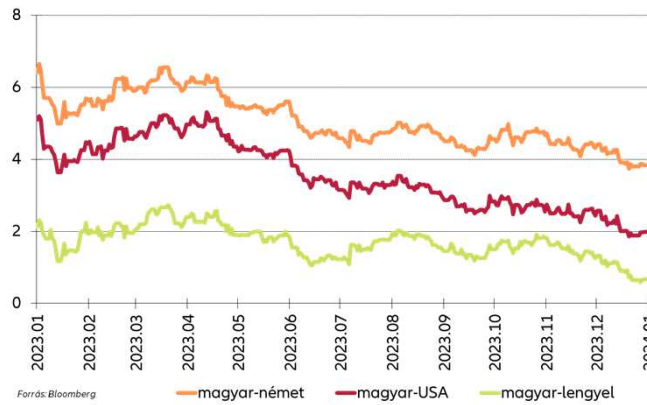


HAZAI ÁLLAMPAPÍRPIAC - GRAFIKONOK

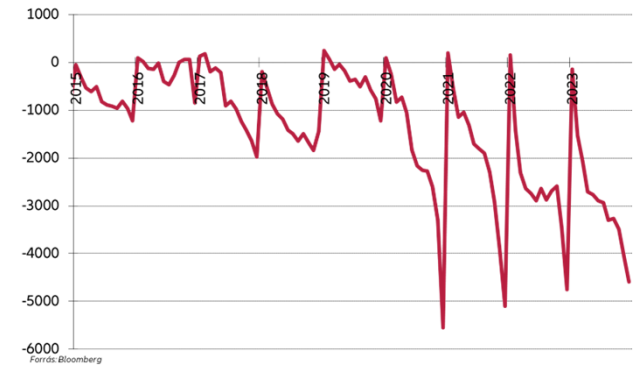
Állampapír hozamok az elmúlt évben



Nemzetközi összehasonlítás (10 éves futamidő)



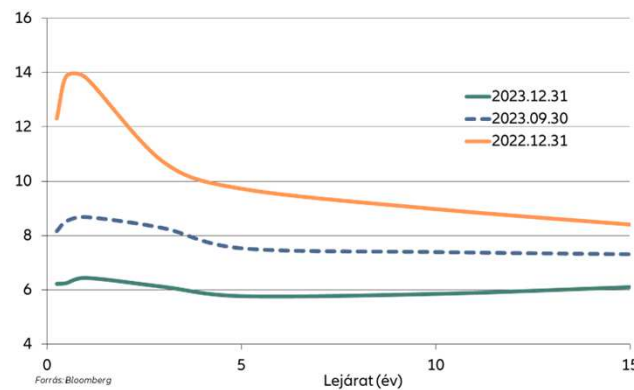
Kumulált államháztartási hiány (mrd)



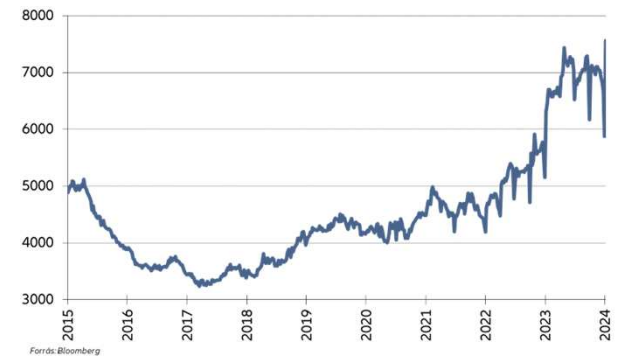
Állampapír hozammozgások



Hozamgörbe



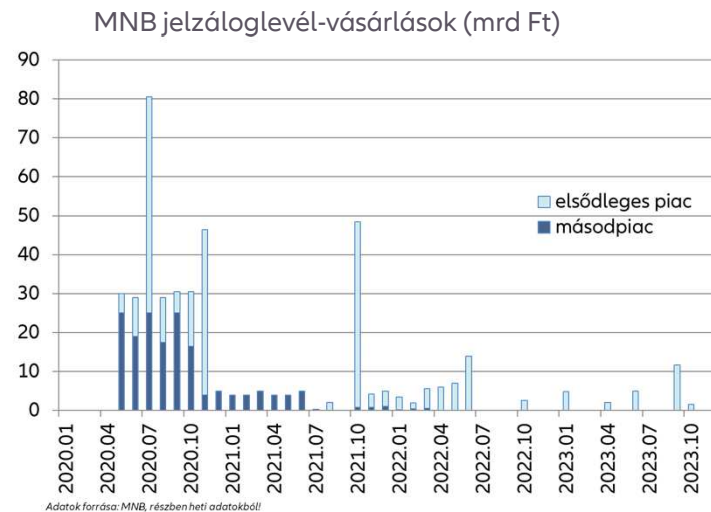
Külföldiek HUF állampapír állománya (mrd)





„FELÁRAS” KÖTVÉNYEK

- Az **államilag garantált** forint aukciók egész évben rendszeresek voltak. Az MFB 2023-ban először szeptemberben lépett piacra, összesen négy alkalommal tartott aukciót az évben. Az EXIM folyamatosan jelen volt, jellemzően kéthetente tartott aukciókat, gyakran két sorozattal. Így 2023-ban 1000 milliárd feletti összegben (az utolsó negyedévre bő 160 milliárd jutott) került a piacra államilag garantált forint kötvény. E mellett eurós kibocsátás is megvalósult. A befektetői kereslet magas volt, különösen az utolsó aukciókon. A felárak az elmúlt nagyjából két évben a megnövekedett kibocsátó aktivitásnak is köszönhetően kiemelkedően magasak voltak (sokszor 200 bázispont állampapír felett), de decemberben jelentős szűkülést láttunk. Kérdés, ez mennyire marad tartós az év végi „pénzkötési hajrá” kifutásával.
- A **jelzáloglevél-piacot** az utolsó negyedévben is visszafogott aktivitás jellemezte. Az MBH Jelzálogbank kettő, míg az Unicredit egy fix sorozattal lépett piacra, összesen alig több, mint 10 milliárd forint névértékben. Az MNB a jelzáloghitel-finanszírozás megfelelési mutatót (JMM) nem szigorította tovább, ugyanakkor a kamatkörnyezet normailzálódásával és az új CSOK hitelek megjelenésével kicsit élénkülhet majd a piac 2024-ben. Az MNB vásárlások most nem meghatározók. 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 azért zöld jelzáloglevéllel idén is számolhatunk, hiszen a zöld minősítés némileg növeli a keresletet, illetve kis mértékben csökkenti a felárakat.



RÉSZVÉNYPIACOK

3



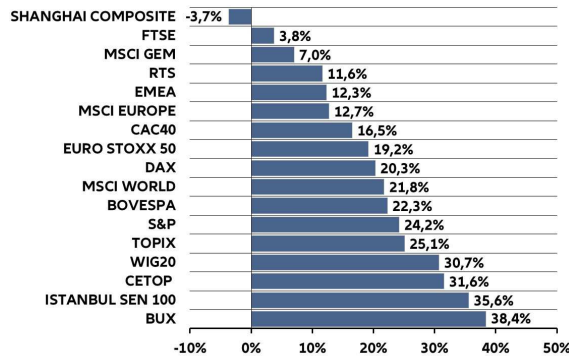


NEMZETKÖZI RÉSZVÉNYPIACOK

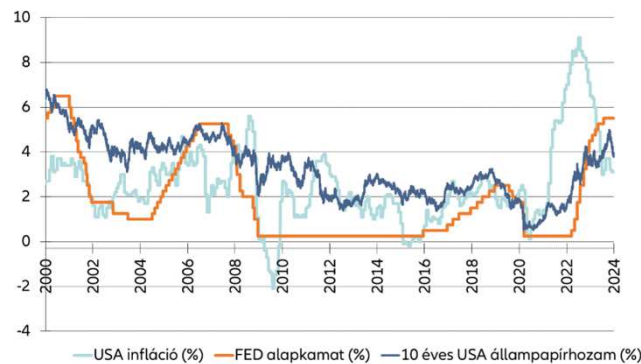
A januári rali követő bankválság felhívta a figyelmet a magas infláció ellensúlyozására emelkedő kamatszintek veszélyeire, jelentős részvénypiaci visszaesést okozva. A szabályozók és a piaci szereplők gyorsan és hatékonyan kezelték a helyzetet, március közepétől ismét emelkedés következett. Ezzel párhuzamosan júniusig 3%-ig süllyedt az USA infláció, miközben a sorozatos FED kamatemelések ellenére (némi ingatlanpiaci lassulástól eltekintve) továbbra is erős tengerentúli gazdasági adatok érkeztek. Augusztustól azonban a Fitch USA államadósságra vonatkozó leminősítése és a megugró pénzromlási ütem újból felerősítette a korábbi félelmeket. Az amerikai 10 éves állampapírhozám a 4%-os kulcsszintet áttörve 5%-ig emelkedett, növekvő (reál)hozam ígérettel csalogatva a befektetőket. Közben a nagy jegybankok kitarítottak a szigorú kommunikáció mellett. Ez október végéig fokozta a kockázatkerülést, aminek az Izrael-Hamász geopolitikai konfliktus jeruzsálemi támadások utáni kiújulása sem segített.

A november eleji FED döntést követő kedvező hangvételű Powell nyilatkozat hatására heves rali indult a technikailag túladott piacokon. Ezt a kamatemelési ciklus végére és a soft landing-re vonatkozó várakozások megerősítése és az időközben ismét süllyedő pályára kerülő inflációs adatok támogatták. A decemberi FED közlemény további olaj volt a tűzre, a piaci szereplők kamatcsökkentésre vonatkozó várakozásait is megerősítve. A 10 éves USA hozam ezzel ismét 4% alá süllyedt év végére. Óvatosságra ad okot, hogy a csúcsközelí részvényindexekkel szemben az olajárak beszakadtak a növekedési félelmek következtében.

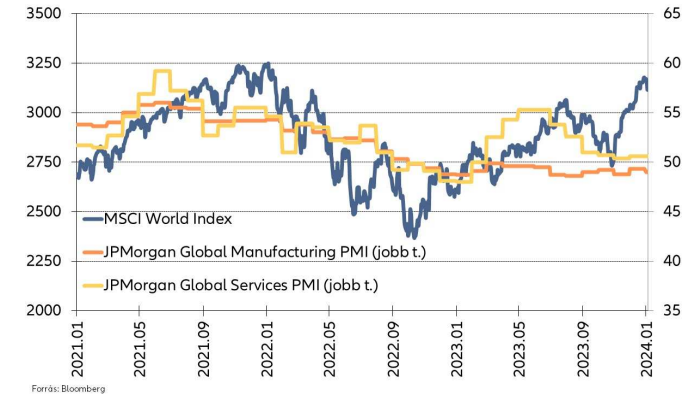
Részvényindexek teljesítménye 2023



USA infláció, 10 éves hozam és FED alapkammat



MSCI World index és a globális PMI-k



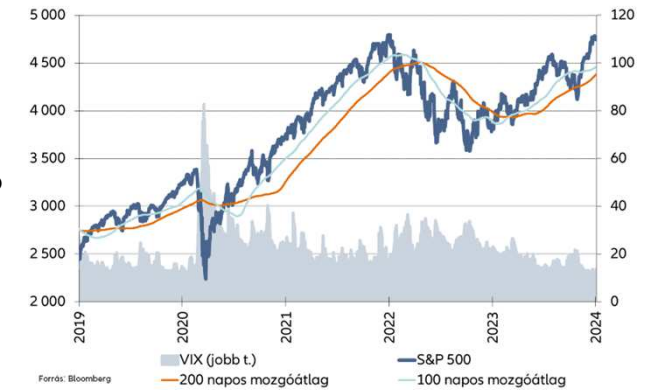
NEMZETKÖZI RÉSZVÉNYPIACOK - USA



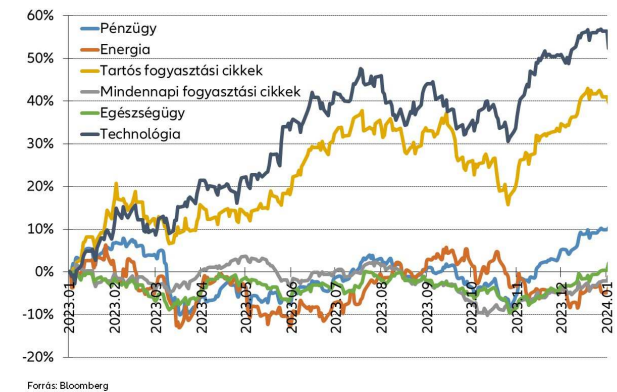
Az S&P 500 a januári rali során 4.200 pontig erősödött, ám ezt követően a bankválságban végződő Q1-es korrekció során visszasüllyedt az év eleji 3.800-as szintig. Innen március közepével fordulni tudott a széljárás és a csökkenő inflációs adatokkal táplált monetáris remények hatására 4.600 pontig nőtt az index értéke. Ezt követően ismét elrontotta a hangulatot a megugró infláció és 10 éves hozamszint, 10% körüli korrekciót eredményezve. Október végére így 4.100 pont környékére (a 200 napos mozgóátlag alá) süllyedt az index értéke. Innen viszont a támogató FED hangvételnek köszönhetően hatalmas rali következett év végéig, így a 4.800 pontos historikus csúcshoz közelében zárt a vezető benchmark. A Q4-ben látott 11,2%-os erősödés után a teljes évet 24,2%-os teljesítménnyel zárta.

Az AI mánia Q4-ben ismét felerősödött, a technológiai szektor az év végi hajrában tovább szárnyalt. A „magnificent seven” részvények (Apple, Microsoft, Amazon, Alphabet, Tesla, Meta, Nvidia) historikus csúcsra, 17.000 pont közelébe hajtották a Nasdaq indexet. A nagy súlynak köszönhetően az S&P 500 teljesítményének mintegy kétharmadáért ezek voltak felelősek az év során. Q4-ben már a konjunktúraérzékeny, hagyományos szektorok is valamelyest elkezdtek felzárkózni. A pénzügy például kifejezetten jól zárta az évet a Q1-es eseményekhez képest. Az olajszektor ellenben az energiaárak visszaesése megtépázta. Olcsónak már semmiképp nem nevezhető az amerikai részvénytőzsde. A Bloomberg elemzői konszenzusa is csak mérsékelt emelkedést vár 2024 végére, 4.833 pontos átlagos célár mellett. EPS növekedésre átlagosan 7,8%-ot jeleznek, ami azért némi optimizmust tükröz a Q3-as profitrecesszió után (4,7%-kal nőtt az év/év eredmény, kiugró 4,9% GDP növekedés mellett). Az S&P 500 előretekinő 12 havi P/E-je közben jócskán (8,4%-kal) a 10 éves átlag felett van. Ráadásul az 5,5%-ra emelt alapkamat további esetleges hatásai, az infláció további pályája és a megfogyatkozó covid megtakarítások továbbra is kockázatot jelentenek.

S&P 500 és a VIX (félelem) index



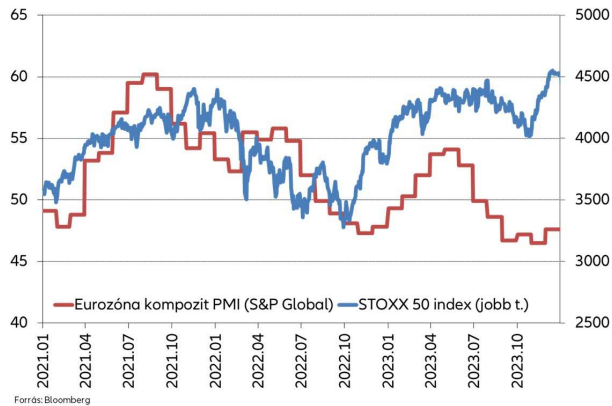
S&P 500 szektorok teljesítménye 2023



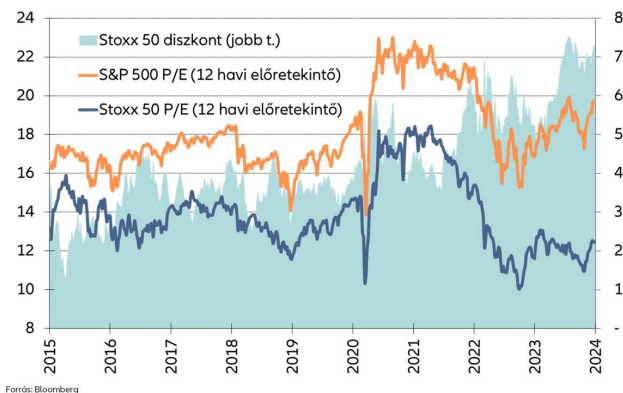


NEMZETKÖZI RÉSZVÉNYPIACOK - EURÓPA

ZEW üzleti hangulat és a Stoxx 50 alakulása



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



Az eurózónában a Q1-es felülteljesítést követően Q2-ben nagyrészt a 4.200 és 4.400 pont közötti sávban oldalazott a Stoxx 50 index. Q3-ban aztán itt is elromlott a hangulat, október végére már 4.000 pont közelébe süllyedt az index értéke. Ezt követően itt is heves emelkedés indult, így végül 4.500 pont fölött tudott zárni az index. Q4-ben 8,3%-kal emelkedett az értéke ami 19,2%-re növelte a teljes éves teljesítményt. A gazdasági adatok továbbra is jóval gyengébbek mint a tengerentúlon, az eurózóna folyamatosan recesszió közeli állapotban van. Az ipari termelési és a kiskereskedelmi adatok továbbra is kiábrándítóak. A BMI indexek Q3-ban ugyan már javulást mutatnak, de még mindig csak a bővülést jelző 50-es határérték alatt. Az energiaárak utóbbi időszakban látott süllyedése pozitívum, ám a magas kamatszint továbbra is ellenszelet jelent, miközben a kínai lassulás az exportra hat negatívan. Az EKB hangvétele ennek ellenére továbbra is szigorú. A piaci várakozásokkal ellenben még nem jeleztek kamatsökkentést, „adatvezérelt” üzemmódot folytatnak.

Az öreg kontinensen is a technológia szektor vitte a prímet az év végi raliban, ám ennek súlya jóval kisebb a benchmarkon belül. Azonban most nagy súllyal szereplő tradicionálisabb iparágak (pénzügy, autógyártás, közmű, ipari termelés) is jelentősen hozzá tudtak járulni a teljesítményhez. Még a főként a kereskedelmi ingatlanokkal kapcsolatos félelmek (magas kamat, home office, e-kereskedelem) miatt megtépázott ingatlanszektor is szépíteni tudott. Az index Q4-ben látott emelkedését azonban nem tudták az eredményvárakozások lekövetni. Ehhez hozzájárulhatott, hogy a Q3-as eredményszezon nem alakult túl acélosan. Bár az aggregált eredmény a várakozások környékén alakult, év/év még így is 1,9%-os visszaesés látható. A P/E alapú árazás így év végére 12,2-re emelkedett. Ez viszont még továbbra is 10%-kal alacsonyabb a 10 éves átlagnál. Az S&P 500-hoz mért relatív árazási diszkont a megelőző negyedéves szűkülést követően Q3-ban tovább tágult. Így historikus és relatív értelemben sem nevezhető továbbra sem drágának a régió.

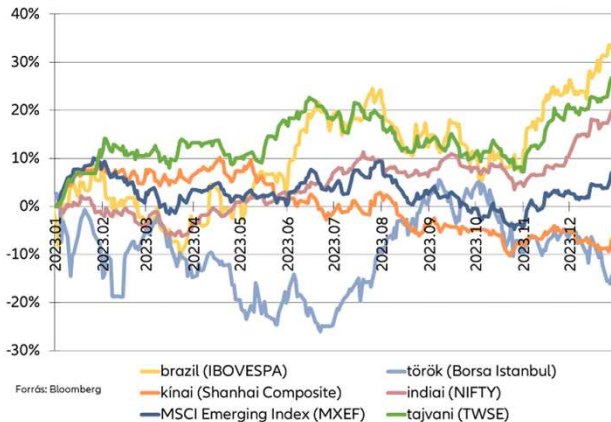


NEMZETKÖZI RÉSZVÉNYPIACOK - FELTÖREKVŐ

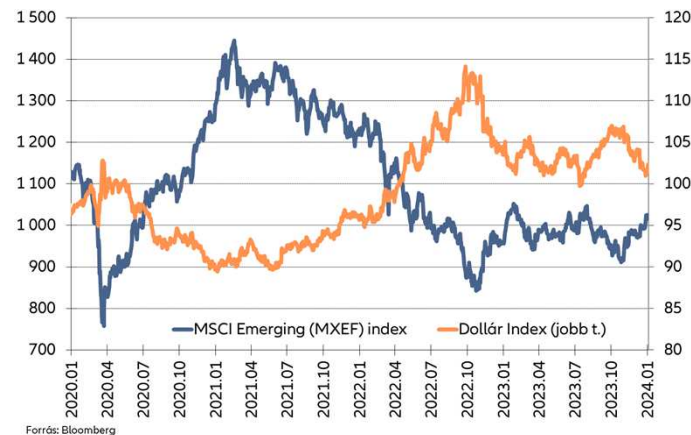
Az év során alulteljesítő globális feltörekvőpiaci (MXEF) index is 7,5%-kal emelkedni tudott Q4-ben, a teljes évet így 7%-os erősődéssel zárta. Ezt az időszak során zajlott jelentős dollárgyengülés is támogatta. Az egész évben gyengélkedő kínai indexeket ez sem hatotta meg. A strukturális problémák enyhítésére hozott fiskális, monetáris és piaci intézkedések sem tudtak még érdemben segíteni. Az USA-val való konfliktus fokozódása közben rontja a tőkevonzó képességet. A január 13-i tajvani elnökválasztás hozhat újabb fejleményeket. A Kína short azonban régóta az egyik „legsúfoltabb” trade a professzionális befektetők körében, így már indokolt lehet ezzel az óvatossággal.

Az olaj árfolyamáról a kínai mellett a globális kereslettel kapcsolatos félelmek is leolvashatóak. Szeptember végén még jóval 90 dollár felett is jártak jegyzésárak. Az ezt követő süllyedésben azonban az Izrael-Hamász konfliktus elmérgesedése is csak rövid felpattanást hozott (a Hormuzi-szorossal és az Iránnal kapcsolatos félelemek hatására). Decemberben az OPEC+ is próbált beavatkozni, de a további, napi 900 ezer hordós termelés csökkentés nem hatotta meg a piaci szereplőket. A tagok megosztottsága okozott bizonytalanságot. A termelés csökkentést a megszokottól eltérően nem egységesen, hanem tagállamonként jelentették be. Az ezt ellenző Angola később ki is lépett a szervezetről. Szaúd-Arábia (napi 1 m hordó) és Oroszország (napi 0,5 m hordó) korábbi önkéntes vállalását változatlanul fenntartja.

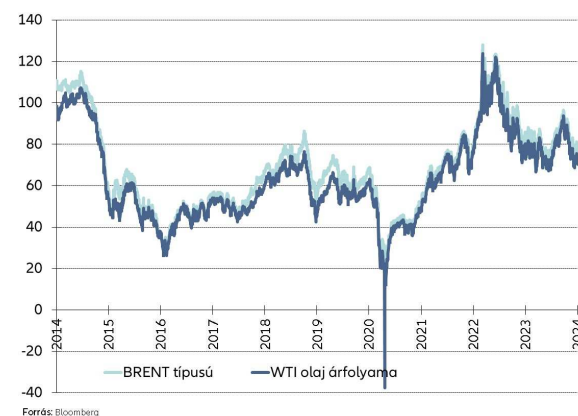
Feltörekvő piacok teljesítménye dollárban 2023



MXEF index és a dollár index alakulása



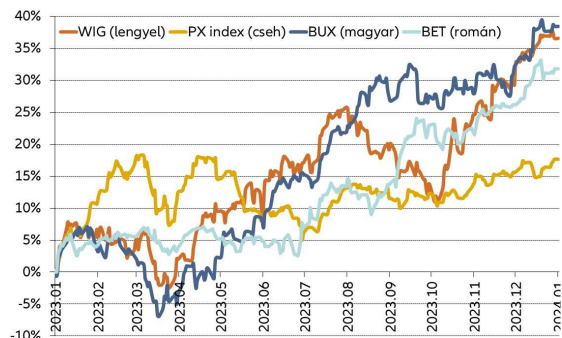
Olajárak alakulása (dollár/hordó)





RÉGIÓS RÉSZVÉNYPIACOK

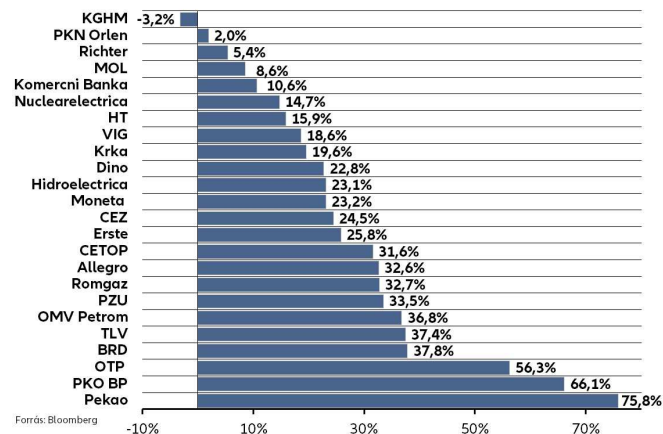
Régiós részvényindexek teljesítménye 2023



Forrás: Bloomberg

A régiós CETOP index is kilőtt, Q4-ben 16,1%-kal került feljebb. A teljes évet így kimagasló, 31,6%-os pluszban zárta. A lengyel zloty és a forint is érdemben erősödni tudott, ezzel is hozzájárulva az euróban denominált benchmark teljesítményéhez. A növekvő kockázati étvágy és a dollárgyengülés megindította a tőkeáramlást a feltörekvő piacok irányába. Ezen belül a brazil, a tajvani és az indiai piac mellett a CEE régió is meglehetősen vonzóan mutatkozott. Régióink esetében ezt az olcsó (historikus és relatív) árazások, a fundamentumok (külső egyenlegek javulása, energiaárak és infláció süllyedése, kamatcsökkentések) is támogatták. Az eredményvárakozások emelkedése azonban itt is csak részben tudta ellensúlyozni az árfolyamemelkedést. Ez azonban egyáltalán nem jelent problémát, hiszen továbbra is hatalmas (26%) a 10 éves átlaghoz viszonyított P/E árazási diszkont. A fejlett piacokhoz mérve is jelentős az alulárazottság. Az USA-hoz mérten Q4-ben még tovább is emelkedett, az eurózónához képest stagnált.

CETOP részvények teljesítménye 2023



Forrás: Bloomberg

Q4-ben az összes régiós országban emelkedést láthattunk, a lengyel részvénypiac kimagaslóan teljesített. Bár a korábban kormányzó PiS kapta a legtöbb szavazatot az októberi választáson, ám ez kevés volt a kormányalakításhoz. Ennek köszönhetően az EU barát Polgári Platform által vezetett ellenzéki koalíció került hatalomra Donald Tusk vezetésével. Ez az EU-s pénzcsapok azonnali megnyitását jelenti, igaz ezek jelentős része továbbra is az igazságügyi reform végrehajtásához kötött. A pénzügyi szektor tudott erre a legjobban emelkedni, miközben a régió többi országában is meggyőző teljesítményeket láthattunk az iparágtól. A magasabb kamatkörnyezet miatt megugró kamatbevételek, a magas likviditás (ami a jegybankoknál elhelyezve komoly bevételt hozott) és a rendkívül alacsony kockázati költségek ellensúlyozták a hitelezési aktivitás lassulását. A jövőben a kamatmarzsok szűkülhetnek (jegybanki kamatcsökkentések, miközben a kötelező tartalékokra a cseh jegybank és az EKB sem fizet már kamatot). Egy optimista forgatókönyv esetén viszont a reálbérek növekedése, a visszatérő gazdasági növekedés és a kamatcsökkentésekkel támogatott hitelállomány bővülés ezt ellensúlyozhatja.

HAZAI RÉSZVÉNYPIAC



A BUX index is tovább erősödött Q4-ben (+8,6%), az évet 38,4%-os emelkedéssel zárta. A politikai csaták, a még mindig magas infláció, a gazdaságpolitika és az MNB súrlódásai és a magas költségvetési hiány ellenére voltak most azért kedvező fejlemények is. A folyó fizetési mérleg energiaárak és fogyasztás csökkenése miatti stabilizálódása és a decemberben feloldott 10,2 milliárd euró EU-s forrás is ezek között említhető. Igaz kb. 20 milliárd euró továbbra is zárta. A részvény árazás továbbra is iszonyatosan nyomott.

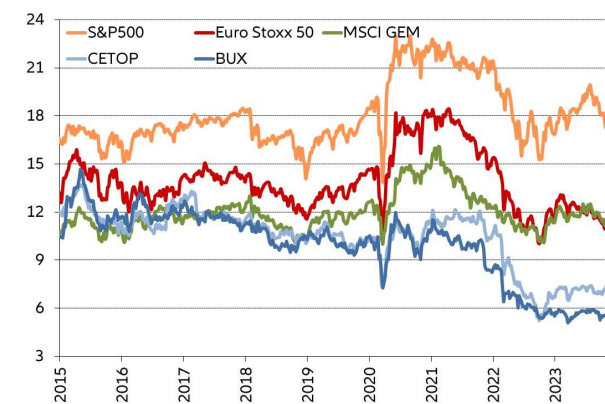
A kedvező nemzetközi hangulatban az OTP 16.000 forintig kapaszkodott. A Q3-as jelentésben csak némileg árnyalta a képet, hogy az üzég akvizíció miatt egyszeri badwill leírást kellett végrehajtani. A kockázati költségek szintje viszont elhanyagolható volt. A profit jóval a várakozások felett alakult (308 milliárd forint). Az első három negyedévben (780 milliárd forint) meghaladta az elemzők teljes évre vonatkozó várakozást.

Kezdetben még erősödött a MOL árfolyama Q4-ben, később azonban elfogyott a lendület. Az állammal kötött megállapodás értelmében a hazai szénhidrogénkitermelés 2023-as és 24-es szintjére vonatkozó minimumának meghatározásáért cserébe a bányajáradék terhe jelentősen (400-450 millió dollárral) csökken. A különadó terhelés azonban továbbra is magas, miközben az iparági környezet normalizálódik. A Q3-as tisztított 344 milliárdos EBITDA csinos, de jóval elmarad a korábbi rekordokhoz képest.

A Richter esetében a román leányvállalat eladása és az erős forint lefele húzta a Q3-as bevételi számokat. Erre azonban számítani lehetett, míg a 70% fölé javuló bruttó fedezet meglepetést okozott a magasabb árrésű termékek nagyobb súlya miatt. Az EBIT így 7,8%-kal felülmúlva a konszenzust 49,4 milliárd forint lett.

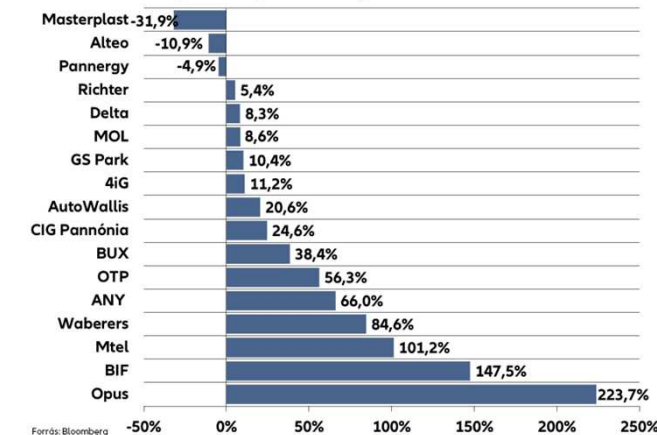
Az Mtel tovább szárnyalt. Az inflációkövető díjemelések, a mobil adathasználat és a szélessávú internet előfizetések számának növekedése és az adóterhelés csökkenése adják továbbra is a fő húzóerőt. Már 837 forint a Bloombreg elemzői célárak konszenzusa, miközben vannak jóval 900 forint feletti előrejelzések is.

Részvényindexek előretekintő 12 havi P/E árazása



Forrás: Bloomberg

BUX részvények teljesítménye 2023



Forrás: Bloomberg



POZÍCIÓK A NEGYEDÉV SORÁN

Állampapírok, duration súlyok

- Az éven túli lejáratokon jellemzően súly közelében vagy enyhe alulsúlyban tartottuk a durationt.
- Ismét vásároltunk változó kamatozású kötvényeket, mivel a DKJ-khoz és rövidebb futamidejű állampapírokhoz képest jelentős kamatelőnyük van.

„Feláras” kötvények

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

„Zöld” kibocsátások

- Tovább 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 két legnagyobb pozíciónkat, a Magyar Telekom és az OTP felülsúlyt a negyedév során is fenntartottuk. Ugyanakkor csökkentettük a Dino Polska és a KGHM arányokat, melyekből befolyó összeg egy részét PKN Orlen-be fektettük. A globális fejlett részvényt piacon benchmark súlya közelében tartottuk az európai kitétséget, míg az amerikai részvényekből a célértéknél kevesebb volt a portfóliókban. A feltörekvő részvényekben továbbra is tartjuk a korábban kiépített enyhe alulsúly pozíciót.

EGYÉB TÁBLÁK, ADATOK, INFORMÁCIÓK

4





ALACSONY MINŐSÍTÉSŰ HITELVISZONYT MEGTESTESÍTŐ ÉRTÉKPAPÍROK PORTFÓLIÓNKÉNT 2023.12.31-ÉN

Alacsony minősítésű hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok 2023.12.31-én			
Portfólió	Értékpapír megnevezése	Névérték	Minősítés oka
Allianz Önk. Kiegyen	WING 2024/II	297 500 000	
Allianz Önk. Növek.	WING 2024/II	30 000 000	

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



SFDR, SFDR RTS ÉS TAXONÓMIA RENDELET SZERINTI JELENTÉS 2023.12.31-ÉN

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