

# VAGYONKEZELŐI BESZÁMOLÓ

## ALLIANZ ÖNKÉNTES NYUGDÍJPÉNZTÁR

2024. III. NEGYEDÉV

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

2024.10.11.

**Allianz** 



# TARTALOM

**1**

**BENCHMARK HOZAMOK ÉS TELJESÍTMÉNYEK**

**2**

**MAKROGAZDASÁGI ÖSSZEFOGLALÓ**

**3**

**RÉSZVÉNYPIACOK**

**4**

**EGYÉB TÁBLÁK, ADATOK, INFORMÁCIÓK**

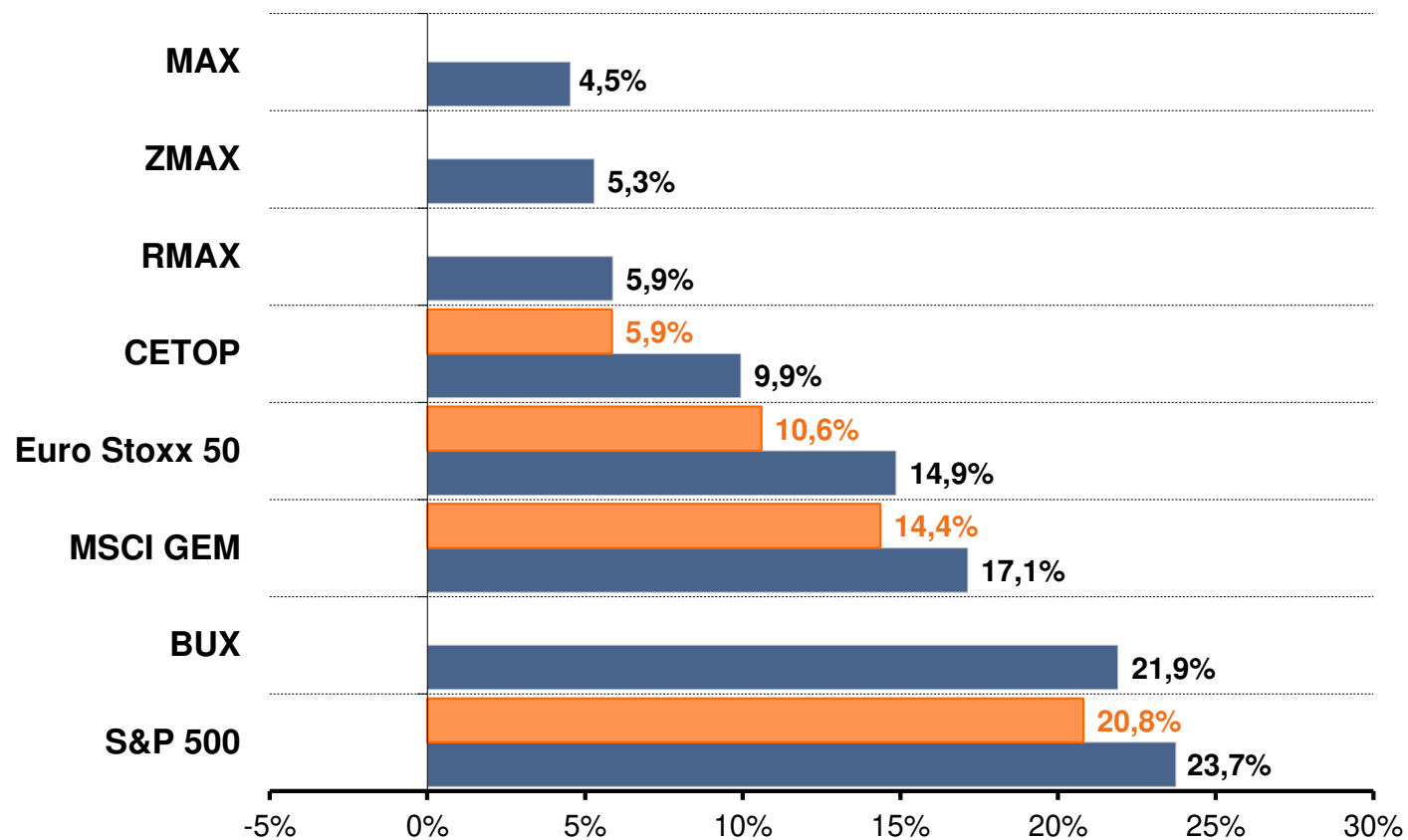
# BENCHMARK HOZAMOK ÉS TELJESÍTMÉNYEK

# 1





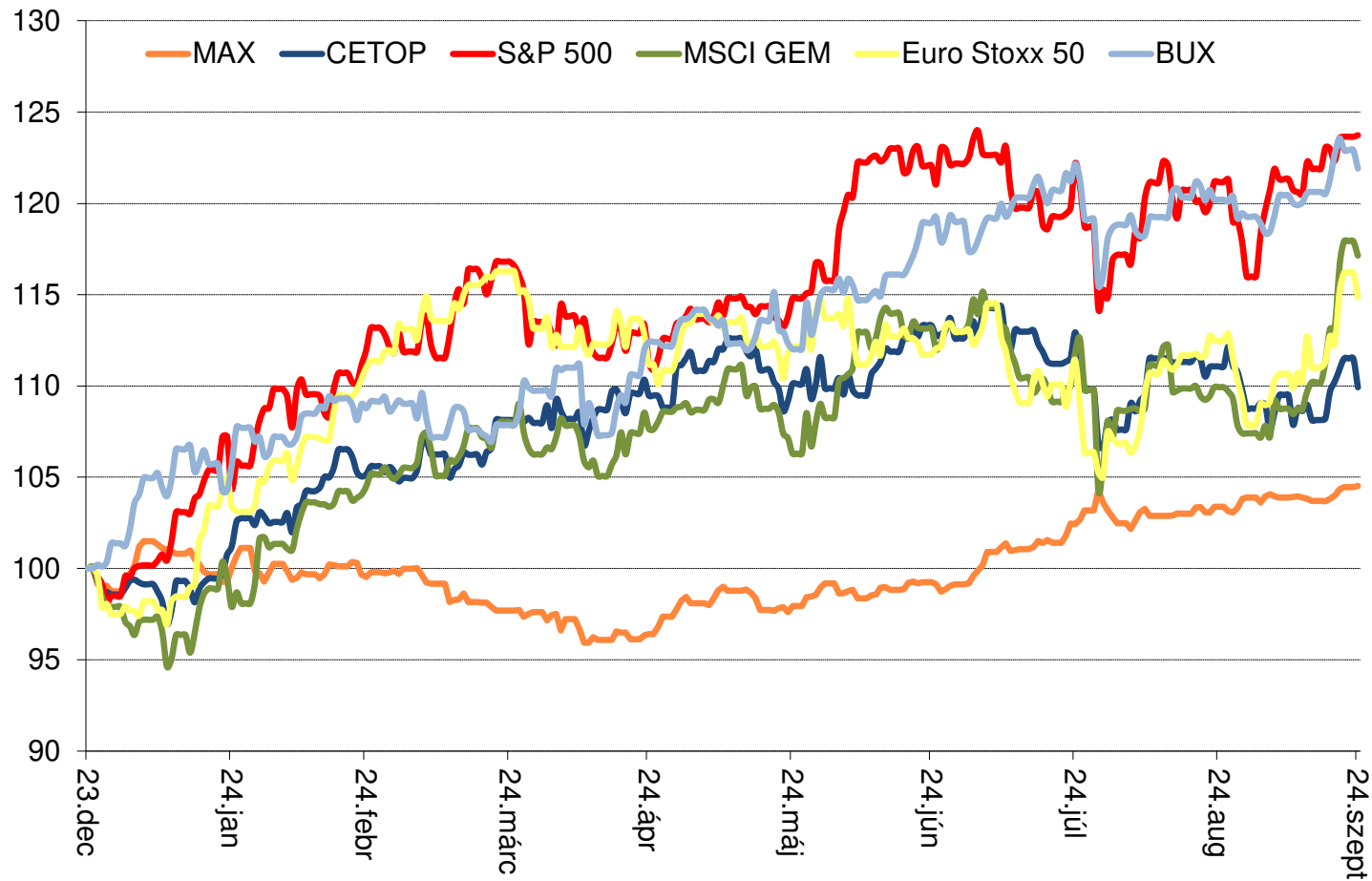
# FŐBB INDEXEK TELJESÍTMÉNYE 2024 YTD (HUF ÉS SAJÁT DEVIZA)



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő



# FŐBB INDEXEK ALAKULÁSA 2024 YTD (HUF)



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

MAKROGAZDASÁGI  
ÖSSZEFOGLALÓ

2

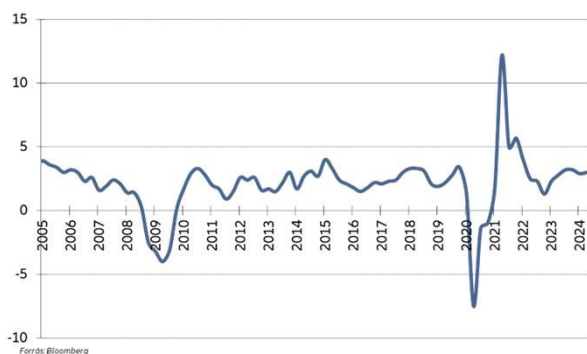




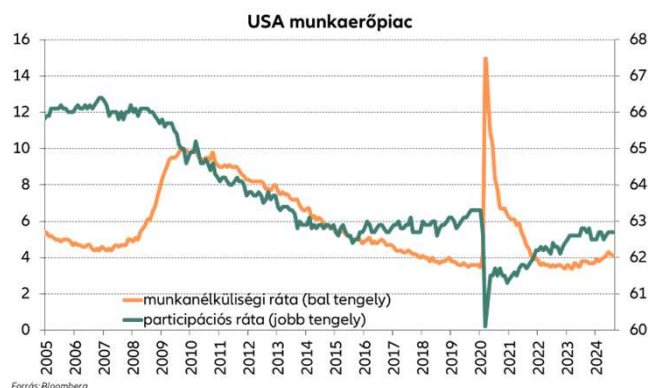
# USA GAZDASÁGI ADATOK

- A második negyedévben ismét nagyobb ütemben nőtt az Egyesült Államok gazdasága: az USA reál GDP-je nagyjából 0,7%-kal lett magasabb az előző negyedévhez képest. Az év/év módon számolt bővülés lényegében szinten maradt (3%). A Bloombergnek leadott előrejelzések jelenleg (10.03-án) 2,6% körüli növekedést prognosztizálnak az idei évre (kicsit nagyobb, mint amit előző negyedévben láttunk), 1,8%-ot 2025-re. A kiskereskedelmi forgalom továbbra is mérsékelt bővülést mutat, az elmúlt hónapokban 2-3% körüli év/év adatokat láttunk.
- A munkanélküliségi ráta 2023 elejétől csak lassan emelkedett, az elmúlt pár havi adat ugyanakkor még kissé erősebb is lett (szeptember 4,1%). Az aktivitási ráta az elmúlt egy évben inkább csak stagnált. A bérek növekedése csak lassan mérséklődik, a legutóbbi adat is 4% lett, és enyhe emelkedést jelentett az előző hónaphoz.
- A deflációs folyamat tavaly az első félévben igen erőteljes volt, de majdnem egy évig 3-3,5% körül ragadt. Júliusban már 3% alá értünk, augusztusban pedig a 2,5% már belátható távolságba került a 2%-os célhoz. A komponenseket elemezve azt látjuk, hogy a tartós fogyasztási cikkeknek már fél százalék körüli a negatív hozzájárulása az árindexhez. Az energiaárak hatása most nem jelentős, az élelmiszerek részindexe is csak minimális növekedést mutat. A szolgáltatások továbbra is magas szinten ragadtak, ahol a munkaerőpiac feszítettsége jelentős tényező.

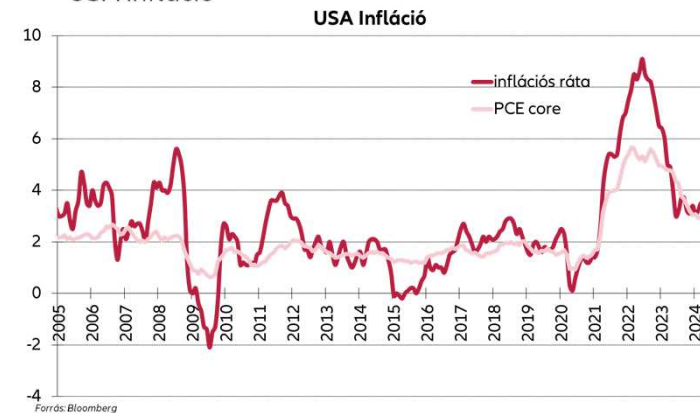
USA reál GDP növekedése (év/év)



USA munkaerőpiac



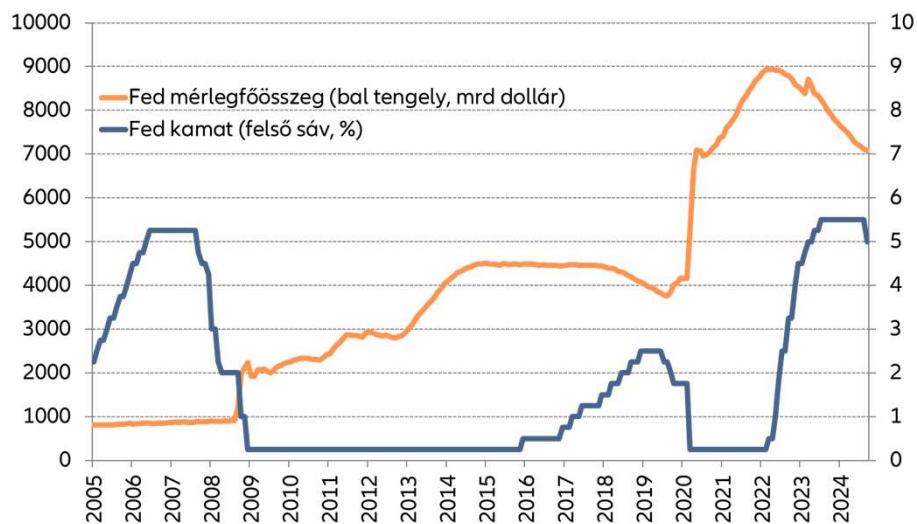
USA infláció





# USA – MONETÁRIS POLITIKA

USA monetáris kondíciók



Forrás: Bloomberg

- A Fed egy évig 5,25-5,5% magas szinten tartotta a rövid kamatszinteket. A kamatdöntések utáni közleményekben rendszeresen megjelent, hogy addig nem csökkentik a döntéshozók a kamatszintet, ameddig nagyobb bizonyosságot nem szereznek, hogy az infláció közelít a 2%-os célhoz. A júliusi ülésen már a piaci szereplők egy része várt egy 25 bázispontos kamatvágást, azonban a Fed óvatosabb volt. Augusztusban érkezett a vártnál lényegesen rosszabb munkaerőpiaci és kedvezőbb inflációs adatsor, ami nem csak meggyőzte a döntéshozókat a kamatvágás szükségességéről, hanem egyenesen nagyobb, 50 bázispontos lépés mellett döntöttek.
- A piaci várakozások ebben a negyedévben ismét optimistábbakká váltak, az időszak végén 2024-re még két-három vágás volt visszaszámolható a tőzsdei jegyzésekből, egy éves időtávra pedig már 3% körüli szinttel kalkuláltak a piaci szereplők. Az október elején megjelent adatok hatására körülbelül egy kamatvágás kiárazódott.

- A mérleglépítés (QT) üteme júniusig havi 95 milliárd dollár volt, azóta ez 60 milliárdra csökkent, ezen belül az állampapír részt vágták erőteljesebben, azaz a jelzálogkötvények piacát arányaiban jobban támogatja a Fed. A QT további mérséklése egyelőre nincs napirenden, mivel a banki tartalékok továbbra is bőségesek, és ahogy a fenti ábrán is láthatjuk, a Fed nem konvencionális eszközökkel megvalósuló piactámogatása még historikusan igen magas szinten áll, a COVID előtti időszak mérlegfőösszegéhez még közel sem értünk vissza.
- A Fed döntéshozók a GDP növekedésre vonatkozó előrejelzésüket szeptemberben sem módosították érdemben (a következő évekre 2% körüli). A munkanélküliség tekintetében azonban egy szemmel látható felfelé tolódást látunk az ideitől a következő néhány évre is (2024-25-re is 4,4%-ot várnak most a döntéshozók). A PCE inflációt és maginflációt ezzel párhuzamosan lejjebb várják, mint júniusban; az ideitől az infláció 2,3%, jövőre 2,1% lehet. A kamatpályát illetően a fentiekkel összhangban igen jelentős volt a változás, idén még két 25 bázispontos vágás jöhet, jövő év végére pedig 3,5% környékére csökkenhet a kamatszint a jelenlegi információk alapján.





# USA ÁLLAMPAPÍRPIAC

- A tavaly év végi makroadatokat a kamatpálya szempontjából igen kedvezőek voltak, és a decemberi ülésen a Fed döntéshozók már elkezdték vizsgálni a kamatcsökkentés lehetőségét. Ez a hosszú állampapírok piacán jelentős rallyt indított el. Az év eleji adatok ezt nem igazolták vissza, így 2024 első felében egy markáns korrekciót láttunk. A gyengülés megállását, majd a lassú fordulatot támogathatta a Fed QT mérséklése is, illetve az is, hogy áprilistól az infláció lassú ereszkedésbe kezdett.
- A negyedéves mozgásokra térve, július közepén láthattunk kötvénypiaci erősödést a vártnál alacsonyabb, 3%-ra mérséklődő infláció kapcsán. Ezután jött július végén a szintén kedvező irányban meglepetést hozó GDP árindex, majd a munkaerőpiacról meglehetősen borús képet festő adatsor. Ekkor a hozamcsökkenés különösen heves volt. Az augusztusi foglalkoztatási adatok is erősítették a trendet, de itt már kisebb volt a hatás, egyrészt a korábbi jelentős hozamesés miatt, másrészt mert maguk az adatok már vegyesebb képet mutattak (a gyenge új foglalkoztatottak mellett a munkanélküliségi ráta csökkent). Az október elején megjelent gazdasági adatok gyors gyengülést hoztak.
- A hozamgörbe alakja is változott valamelyest a negyedév során. Azon kívül, hogy lefelé tolódott, a rövid hozamok jelentősebben estek, így a görbe meredeksége nőtt, közelítünk a normál hozamgörbéhez, ahol a futamidő növekedésével nagyobb hozamokat látunk. A recessziós indikátornak tartott, a 10 év – 2 év állampapír hozamkülönbség már szeptember elejétől pozitív.

USA szövetségi deficit/GDP (gördülő, %)



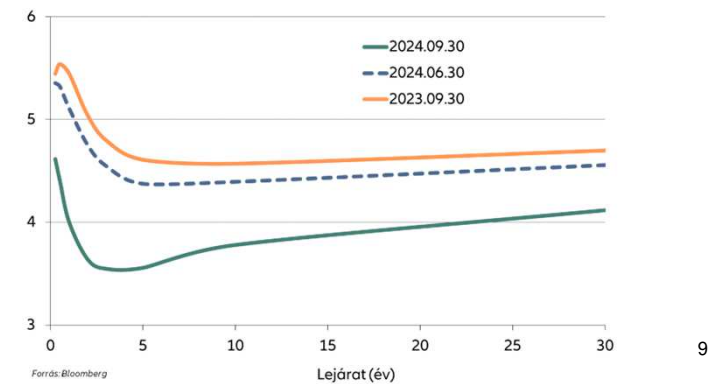
Állampapír hozammozgások



Állampapírpiac az elmúlt évben



Hozamgörbe

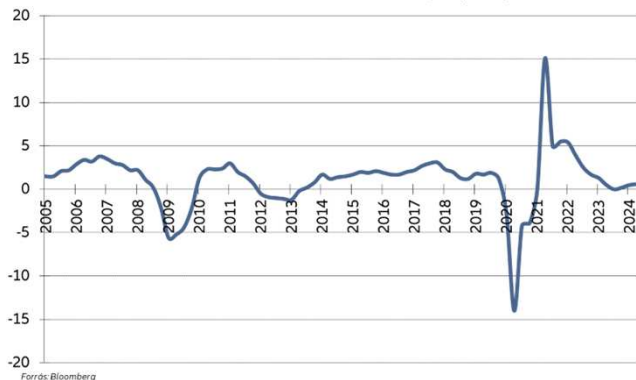




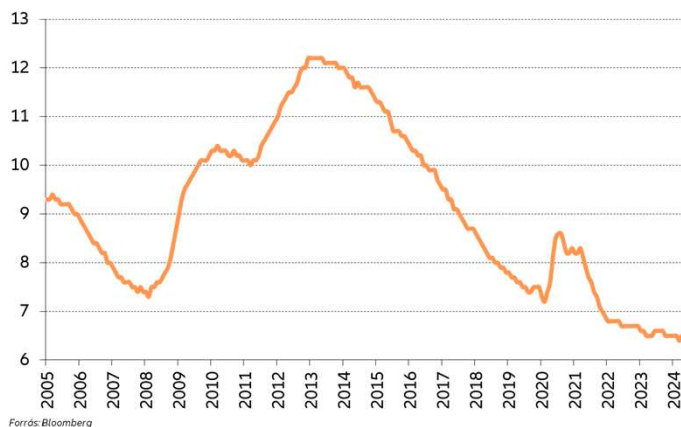
# EURÓZÓNÁS GAZDASÁGI ADATOK

- Az eurózána GDP növekedése a második negyedévben az előzőhöz hasonló, 0,2% lett, az év/év adat csak minimálisan emelkedett, 0,6% bővülést mutatott. A Bloombergnek küldött előrejelzések középértéke 2024-re nem változott a negyed éve látotthoz képest (0,7%), jövőre 1,3%-os emelkedésre számítanak az elemzők. A kiskereskedelmi adatok nem nagyon tudnak javulni, stagnálást mutat az év/év statisztika. A fogyasztói bizalmi index viszonyt kicsit tovább araszolt felfelé. Az ipari termelés kapcsán sem látni még fordulatot, -3% körüli adatközléseket láttunk az elmúlt hónapokban. A gyenge reálgazdaság továbbra is támogatja a dezinflációs folyamatot.
- A munkanélküliségi ráta idén keveset változott (minimálisan csökkent), augusztusban 6,4%-on állt. A munkaerőpiac feszességének bérnövelő hatását az EKB szerint a vállalatok profitjukból nagyrészt kompenzálják, így bér oldalról egyelőre nem azonosítható nagyobb árfelhajtó hatás.
- Az eurózána is igaz, hogy az infláció a nyári hónapokig inkább csak stagnált. Az augusztusi érték már az EKB inflációs céljának közelébe ért, a szeptemberi előzetes adat (1,8%) pedig már alatta is volt. A maginfláció csökkenése a régióban is csak lassabb folyamat, még csak kicsivel csökkent 3% alá. Az inflációs várakozások az év folyamán lassan, de csökkennek az EKB célja felé. Tehát az infláció most sokkal kedvezőbb képet mutat, mint amiről negyed éve be tudtunk számolni.

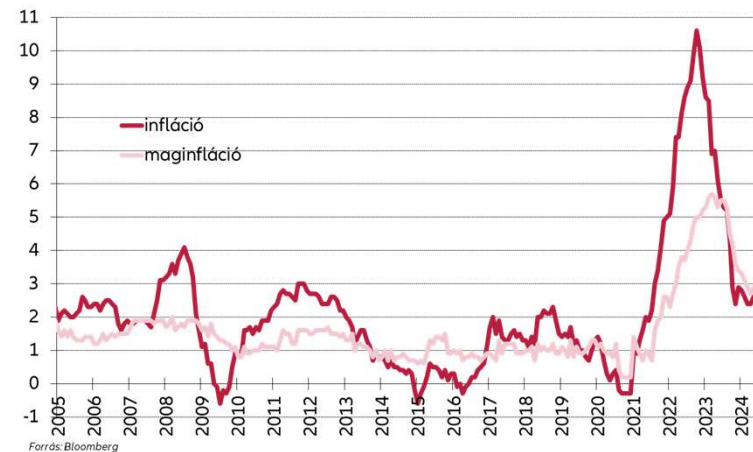
Eurózána reál GDP növekedés (év/év)



Eurózána munkanélküliségi ráta



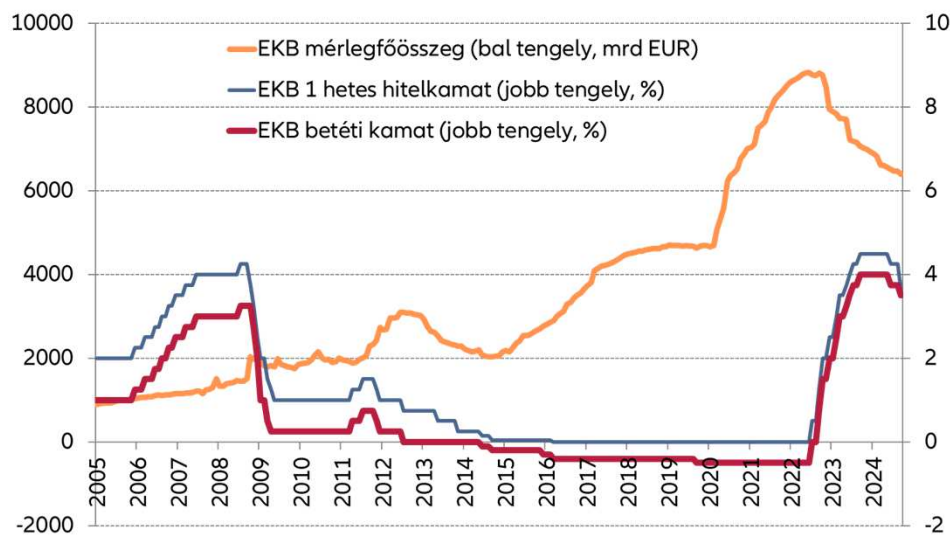
Eurózána infláció





# EKB – MONETÁRIS POLITIKA

EKB monetáris kondíciók



Forrás: Bloomberg

- Az EKB elemzői stáb a szeptemberi előrejelzésben csak kis mértékben módosított a júniusi értékekhez képest. Az idei évre az inflációt továbbra is 2,5%-ra várják, 2025-re már gyakorlatilag elérhető az inflációs cél, 2,2% a várakozás. A maginfláció idén még viszonylag magasan ragadhat (2,9%), de jövő évtől az is 2% közelébe érhet. A GDP 2024-ben 0,8%-kal nőhet, míg jövőre némileg magasabb bővülést valószínűsítenek.
- Az idei harmadik negyedévben az eszközvásárlások ütemezését érintő új döntés nem született. A korábbi években végrehajtott általános célú értékpapír-vásárlások (APP program) fennálló állományát az EKB már 2023. márciustól nem fektetette be újra, az össz mennyiség tehát a lejáratokkal megegyező ütemben csökken. A pandémiás eszközvásárlási program (PEPP) lejáratait az EKB még az idei első félévben teljesen megújította. A második félévben már csak részleges az állomány visszapótlása, havi 7,5 milliárd euró összegben határozták meg a portfólió zsugorításának ütemét. 2025-ben a tervek szerint már egyáltalán nem lesznek vásárlások.

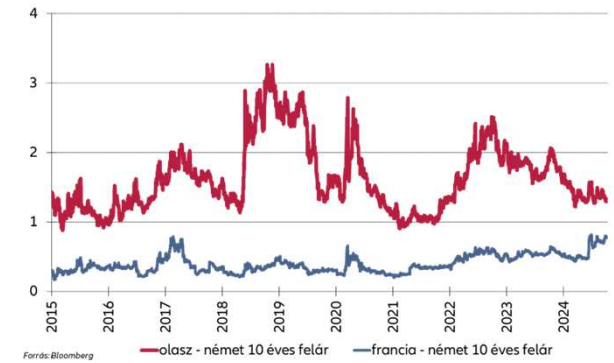
- Az EKB 2023. szeptembertől 2024. júniusig tartotta viszonylag magasan, 4%-on az irányadónak tekintett betéti kamatát. Ekkor indította meg a kamatcsökkentéseket egy piac által is várt, 25 bázispontos vágással. Az akkori sajtótájékoztató meglehetősen szigorú hangvételt ütött meg, ami nem annyira meglepő annak fényében, hogy az inflációs tényadatok akkor még nem mutattak teljesen megnyugtató csökkenést. A júliusi ülés nem hozott elmozdulást.
- Szeptemberben azonban újabb 25 bázispontos lazításra került sor. Ezt részben az inflációs kockázatok csökkenése, részben a gazdaság gyengébb kilátásai indokolták. A betéti kamatnál nagyobb mértékben, 60 bázisponttal csökkentették az egynapos hitelfelvétel (MLF) és az egyhetes hitel (MRO) kamatát. Ez nem okozott piaci reakciót, részben azért, mert a kamatfolyosó szűkítése egy hónapokkal korábban bejelentett lépés volt, másrészt azért, mert ezekben az eszközökben jelenleg igen kis állomány van. Jelentőségük inkább a mérleg további jelentős leépítése esetén lehet.



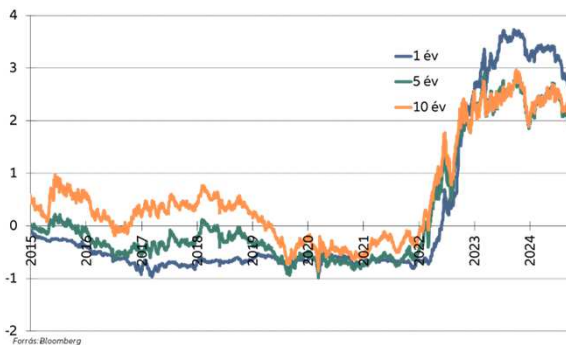
# EURÓZÓNÁS ÁLLAMPAPÍRPIAC

- Az USA állampapírpiacnál bemutatott mozgások az eurózónában is hasonló mintázatot mutattak: 2023. utolsó két hónapjában meredek hozamesés, majd az idei első félév nagyobb részében trendszerű kötvénypiaci gyengülés. A júniusi EKB kamatvágás és az európai parlamenti választások körüli bizonytalanság segítette a német hozamok csökkenését. Az USA és eurózónás inflációs adatok javulása és a növekedési kilátások romlása miatt a német hozamok a harmadik negyedévben jelentősen csökkentek.
- A hozamgörbe alakja az elmúlt időszakban nem változott jelentősen.
- A perifériaként emlegetett országok német hozamokhoz képest számolt kötvényfelára a 2022-es kiugró értékekhez képest fokozatosan mérséklődtek. Az eszközvásárlások csökkenése ezt a folyamatot tartósan nem írta felül. Azonban 2024 végével a PEPP megújítás is leáll, így ezen piacok sérülékenysége növekszik, igaz végső esetben az EKB használhatja a még 2022-ben kidolgozott (bár sosem használt) TPI eszközt, amellyel az EKB gyakorlatilag korlátlan várásásokat hajthat végre egy adott piacon. Az európai parlamenti választások után Macron elnök új választásokat írt ki. Az ezzel kapcsolatos bizonytalanságok tartósabban növelték a francia felárat.

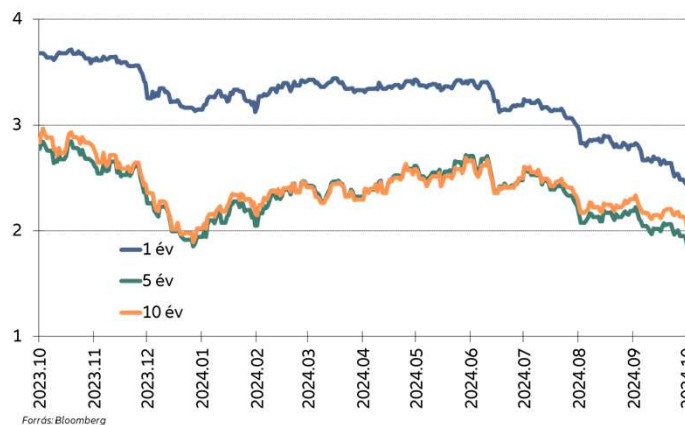
A 10 éves állampapír hozamkülönbségek



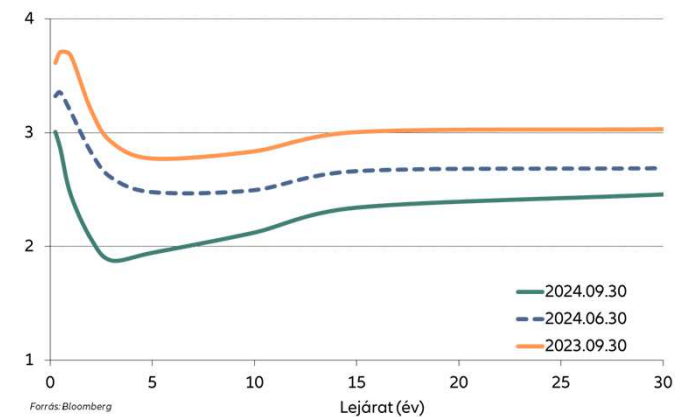
Állampapír hozammozgások (német)



Állampapír hozammozgások az elmúlt évben (német)



Állampapír hozamgörbe (német)



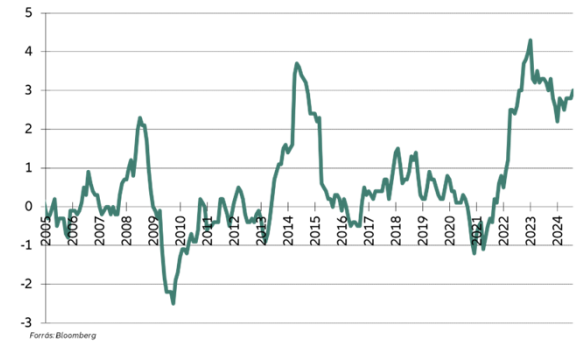
# JAPÁN, KÍNA



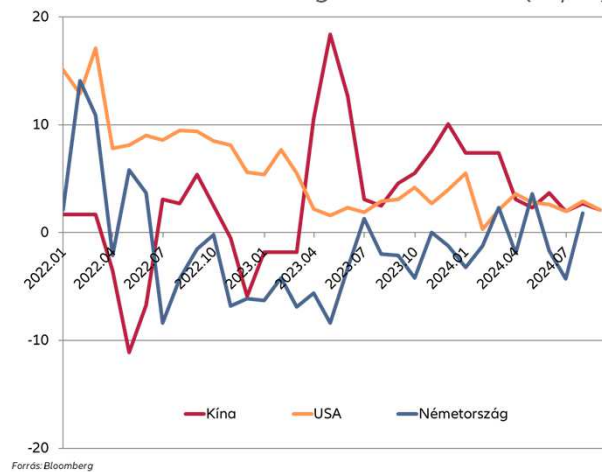
- A japán jegybank a Fed és az EKB-hoz képest más helyzetben van. Az infláció utoljára egy évtizede volt ugyan hasonló szinten, de a kiugró érték után hamar ismét esett az árindex. Előtte a 80-as évek vége, 90-es évek első fele mutatott 3% körüli értékeket. A bérnövekedés és a kiskereskedelmi fogyasztás is az áremelkedések irányába hat. Márciusban az alapkamatot óvatosan, pozitív tartományba emelte a jegybank. A júniusi kamatdöntés kapcsán pedig bejelentették, hogy az állampapír-vásárlások jelentős visszafogása következik. Az irányadó kamatot júliusban ismét emelték (0,25%-ra). További szigorítás várható még, de a jegybank óvatos lesz, mivel tőkeáttételes pozíciók gyors leépítése növelheti a volatilitást a jen piacán és a részvényekre is negatív hatást gyakorolhat.

- A borús lokális ingatlanpiac, a romló exportpiaci kilátások és a csökkenő lakossági fogyasztás szükségessé, az alacsony infláció pedig lehetségessé tette egy nagyszabású élénkítőcsomag bejelentését Kínában. Az intézkedések során többek közt 0,5 százalékponttal csökkent a nagybankok jegybanki tatalékkötelezettsége, 20 bázisponttal az egyhetes repó ráta, valamint mérsékeltek egyes jelzáloghitelek önrészének minimumát. Ennek hatására jelentősen megugrott a korábban fejlett piacokhoz képest elmaradásban lévő kínai részvénypiac, és e mellett általánosan javult a globális befektetői hangulat is.

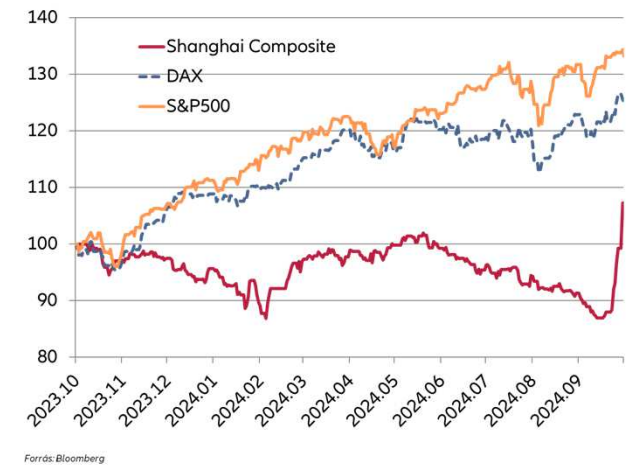
Japán infláció



Kiskereskedelmi forgalom változása (év/év)



Relatív tőzszeindexek



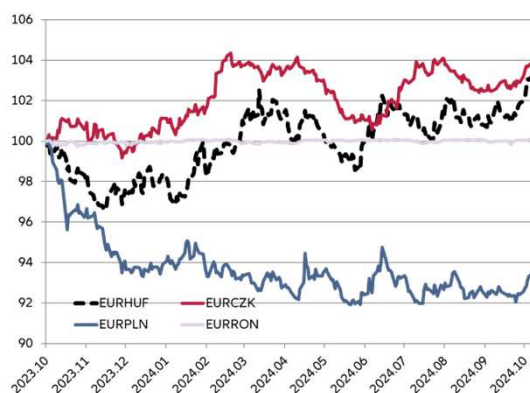




# RÉGIÓS PIACOK

- A lengyel infláció a márciusi 2% után fokozatosan emelkedett, a szeptemberi előzetes adat már 4,9% lett. A maginfláció májusig még csökkenni tudott, de ott 3,7% körüli szinten ragadt. A cseh pénzromlás 2% volt már februárban, de a rákövetkező értékek csak időlegesen mutattak némi emelkedést, augusztusra 2,2%-ot láthattunk. Romániában az infláció magasabb szinten mozog, májustól nem látszik érdemi dezinfláció, és kedvezőtlen, 5% körüli értékeket tesznek közzé.
- A lengyel jegybank idén egyelőre nem változtatott az alapkamaton, 5,75%-on áll. A fő probléma az infláció. Itt a korábban vártnál alacsonyabb gazdasági aktivitás miatt lehet kisebb a nyomás az áron, a jegybank bízik abban, hogy 2025. 2. negyedévében ismét lazítani lehet a monetáris kondíciókon. A zloty még a kormányváltás után rendeződő EU-s kapcsolatok következtében erősödött, azóta inkább sávban mozog az árfolyam. A cseh jegybank folytatta a monetáris lazítást, a negyedév végére 4,25%-ra ért a kamatszint. Az inflációs folyamatok kedvezőbbek, mint a régió többi országában, bár a szolgáltatások áremelkedésére itt is figyelmet igényel. A korona gyengülése leginkább a februári és a júniusi határozottabb kamatvágások környékén volt erőteljesebb, a legutolsó negyedév ilyen meglepetéseket nem tartogatott, az árfolyam stabilizálódott. Romániában a negyedévben két lépésben, 6,5%-ra csökkentették a kamatot, de a magas költségvetési hiány korlátozhatja a további lazítást.
- A régiós állampapírok mozgása nagy vonalakban a globális kötvénypiaci folyamatokat követte. Az év első négy hónapjában gyengülést, majd május-júniusban inkább sávozást láttunk, majd hozamcsökkenés a harmadik negyedév végéig.

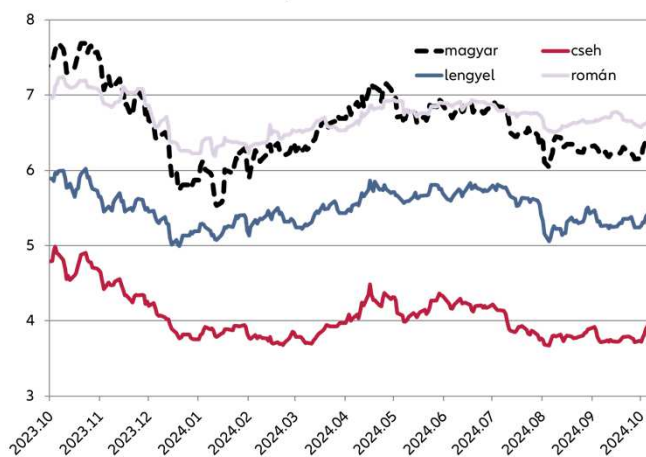
A régiós devizák relatív teljesítménye



Adatok forrása: Bloomberg

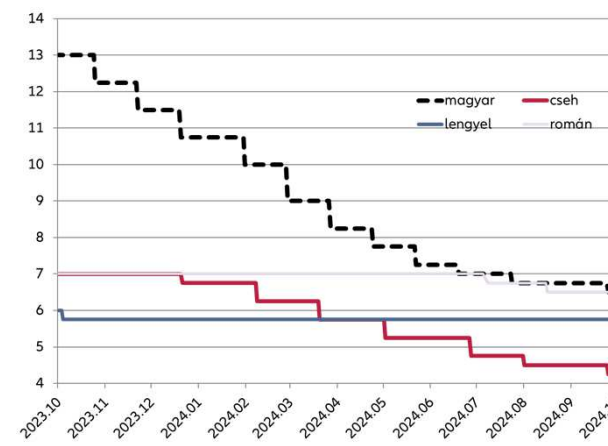
Vagyonkezelői beszámoló | Allianz Alapkezelő Zrt. |  
© Copyright Allianz 2024. október 11.

10 éves kötvényhozamok



Forrás: Bloomberg

A régiós alapkamat szintek



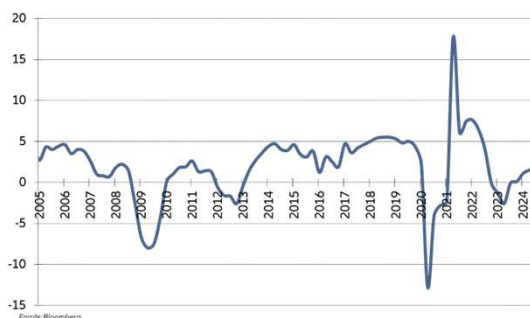
Forrás: Bloomberg



# HAZAI GAZDASÁGI ADATOK

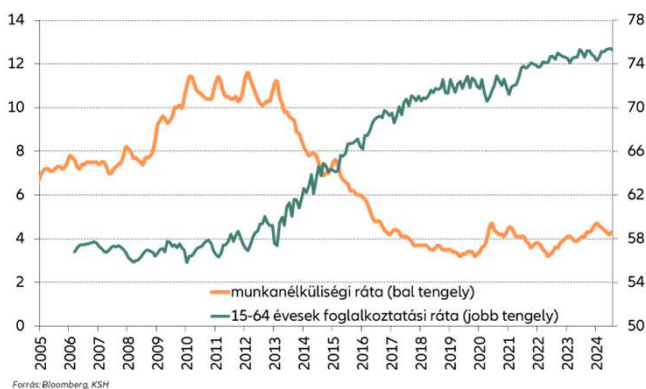
- A második negyedévben a hazai GDP adat ismét igen gyenge képet mutatott, negyedéves alapon enyhe szűkülést láttunk. Az év/év növekedés 1,5% lett. A Bloombergnek nyilatkozó elemzők 1,9%-ra csökkentették a növekedési előrejelzésüket, jövőre 3,3%-ot várnak. Az MNB szeptemberi inflációs előrejelzése ennél pesszimistább, 1-1,8%-os sávba vágta vissza a kilátásokat, és a jövő évre is áthúzódó negatív hatásokkal számolnak (bár ez az előrejelzés az elemzői átlaghoz közel esik). A kiskereskedelmi forgalmi adatok januártól már pozitív tartományban voltak, bár inkább csak visszafogott 3-4% körüli értékeket láttunk. Jövőre a kormányzati szándék a fogyasztás felpörgetése irányába hat, ami némileg növeli az inflációs kockázatokat.
- A munkanélküliségi rátában 2022 második felétől látszott egy gyengülő tendencia, de idén márciustól kicsivel 4% felett stabilizálódni lászik a mutató. A foglalkoztatottság enyhén növekvő trendje egyelőre még nem tört meg. A bérnövekedés bőven két számjegyű tartományban maradt. Egyéb munkaerőpiaci adatokat nézve az MNB látja már a munkaerőpiac feszítettségének az enyhülését, de összességében úgy gondoljuk, még nem beszélhetünk az ezzel kapcsolatos inflációs kockázatok megszűnéséről. A jövő évi bérnövekedés is valószínűleg magas lesz, a kormányzati szándék is ez. A szolgáltatások, valamint a hazai előállítású termékek áremelkedése szempontjából ez rejt némi veszélyt.
- Az infláció idén márciusig csökkent, utána 3,5-4% körül ingadozott. Az augusztusi érték a vártnál alacsonyabb (3,7%) lett. A jegybank rövid távú inflációs előrejelzése alapján még pár erős adat várható, de év végéig 4% fölé érhetünk. A dezinflációs folyamat a jövő év első felében indulhat meg újra, a maginfláció is ekkor csökkenhet érezhetően 5% alá. A forint árfolyamának és az olaj árának novemberi megugrása még jelenthet kihívást, amennyiben a kiváltó okok tartósabbak lesznek.

Magyar reál GDP növekedése (év/év)



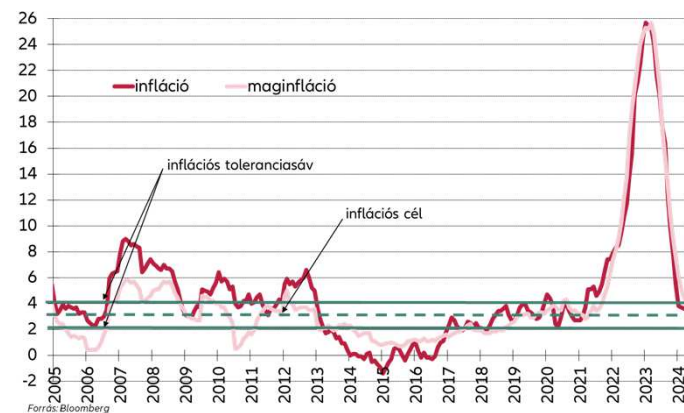
Vagyonkezelői beszámoló | Allianz Alapkezelő Zrt. |  
© Copyright Allianz 2024. október 11.

Hazai munkanélküliségi ráta



Forrás: Bloomberg, KSH

Infláció

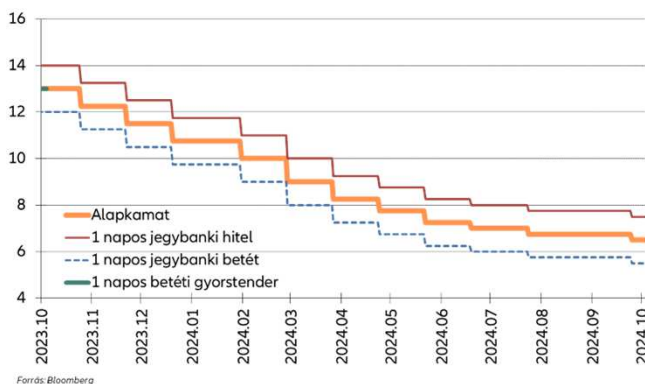


Forrás: Bloomberg



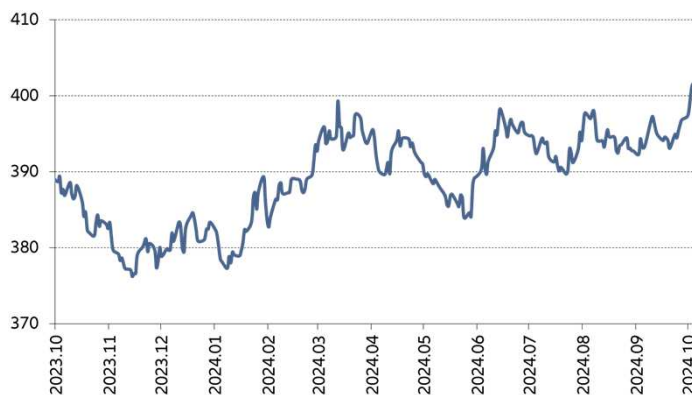
# HAZAI MONETÁRIS POLITIKA

MNB kamatkondíciók, pénzületi hozamok hozamok



Forrás: Bloomberg

EURHUF árfolyam



Adat forrása: Bloomberg

- A jegybank a szeptemberi Inflációs jelentés alapján az inflációt 2024-re 3,5-3,9%-ra, 2025-re 2,7-3,6%-ra várja. A kis emelkedést a tranzakciós illeték változása okozta. A gazdasági növekedés (reál GDP) az elemzői stáb szerint idén már csak 1-1,8%, jövőre már 2,7-3,7%-os sávba eshet, ami nagyjából 1 százalékpontos rontás júniushoz képest. Kihívást jelent az exportpiacaink gyengélkedése (pl. Németország) és a beruházások mérséklődése. Támogatólag hat a stabil munkaerőpiac és a jelentős bérnövekedés.
- A szeptemberi kamatlétszámítás még igen kedvező nemzetközi környezetben zajlott, de ott is óvatos maradt az MNB, az év végére vonatkozó korábbi iránymutatáson nem változtatott, ami azt jelenti, hogy alapesetben egy kamatlétszámításra számíthatunk. Az azóta kijött amerikai munkaerőpiaci adatok, az éleződő közel-keleti helyzet, az ezek hatására 400 fölé gyengülő forint és emelkedő olajár most az októberi létszámítás valószínűségét jelentősen csökkentik. Rendeződő piaci viszonyok ugyanakkor a gazdaság lassulása miatt hozhatnak akár 25-25 bázispontot az év utolsó két ülésén.

- Az első negyedévben a kamatlétszámítások még a határozott dezinflációs folyamat és a magas nemzetközi kamatlétszámítás mellett nagy lépszámításokkal (75-100bp) mehettek. A forint közben érezhetően gyengült, ahogy a fejlett piacokon is kiárazódtak a gyors kamatlétszámítások. Mindez óvatosságra inthette a jegybankot, 50 bázispontot lassított, a júniusi környezet pedig már csak 25 bázispontot tett lehetővé. Ekkor még konzervatívabb üzenetet közvetített az MNB, miszerint, a monetáris létszámítás adatfüggő módon valósulhat meg, a következő létszámítás tartás és kis (azaz 25 bázispontos) létszámítás közül fognak választani a létszámítások.





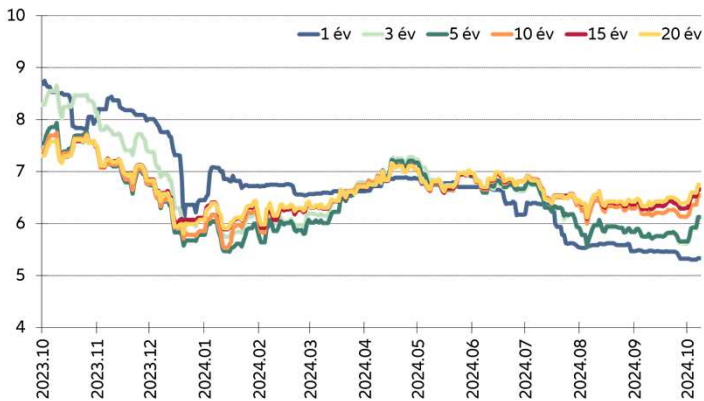
# HAZAI KÖTVÉNYPIAC

- A harmadik negyedévben a magyar kötvénypiac erősödött. Ez részben a kedvezőbb nemzetközi inflációs kilátások és gyengülő növekedési várakozások miatti optimista kamatvárakozásból adódtak. Magyar részről a kedvező folyó fizetési mérleget és a költségvetési kiigazításokat sorolnánk a támogató tényezők közé. E mellett a bankokra vonatkozó állampapír-vásárlásokkal kapcsolatos elvárásokat is pontosította a Nemzetgazdasági Minisztérium, amely többlet keresletet eredményezett hazai oldalról (miközben az adatok alapján az látszik, a külföld inkább mérsékelte a magyar állampapír kitétségét).
- A **fix államkötvények aukciója** jellemzően magas kereslet mellett zajlott, a banki könyveknek leginkább ideális öt éves futamidő volt a legkeresettebb. A megelőző évek alapján várható (és az aukciókon szeptemberben ez már látszott is), hogy a forint intézményi kibocsátás az év vége felé haladva jellemzően mérséklődik, mivel az ÁKK az év elején tartalékot szokott felhalmozni, év végén pedig a GDP arányos államadósság mutató csökkenését biztosítani kell. Az ÁKK a likviditás növelése érdekében új sorozatok helyett inkább a meglévőkre bocsátott rá, a sorozatok növelése a cél. A harmadik negyedévben az éven túli benchmarkpapírok nem változtak.
- A **csereaukciókon** és a kéthetente megtartott benchmark aukciók közötti időszakban az ÁKK olyan állampapír-sorozatokot ajánlott fel idén, amelyekből a piacon levő állomány igen szűk volt tavaly. Így a hozamgörbén az árazási különbségek nem voltak jelentősek a legtöbb esetben.
- A **zöld kibocsátások** továbbra is ritkák, a negyedévben csupán egy 2032/G tartott az ÁKK, 2051/G ezúttal nem került felajánlásra.
- A **DKJ-k** piacán a harmadik negyedévben újra beindult a gyors hozamcsökkenés. Ez részben a bankok állampapír-vásárlási kötelezettségeihez köthető. A májusban először bemutatkozó DKJ csereaukciók ebben a negyedévben is folytatódtak hétfőnként.
- A **változó kamatozású állampapírok** piacán is jelentős volt a kereslet, mivel ezek a rendszeres átárazódás miatt jól illeszkednek a banki eszköz-forrás menedzsmentbe.
- Az **államilag garantált** forint aukciók a harmadik negyedévben – feltehetőleg a nyári hónapok miatt – kicsit ritkábbak voltak, de így is megközelítette a 100 milliárdos összeget az aukciós összvolumen. Az átlagfelárak 40-50 bázispont környékén ingadoztak, ami hasonló az elmúlt egy év értékeihez, de lényegesen elmarad a korábbi időszakhoz képest.
- A **jelzáloglevél piacon** a harmadik negyedévben is voltak kibocsátások. Az MBH két 2029-es fix sorozattal jelentkezett, melyek közül az egyik zöld volt. E mellett egy MBH és egy Unicredit változó kamatozású kibocsátás is volt, illetve egy unikumnak mondható jelzáloglevél csere aukció, ahol az MBH Jelzálogbank lejáratához közeli változó kamatozású kötvényét lehetett 2032-es változóra cserélni.



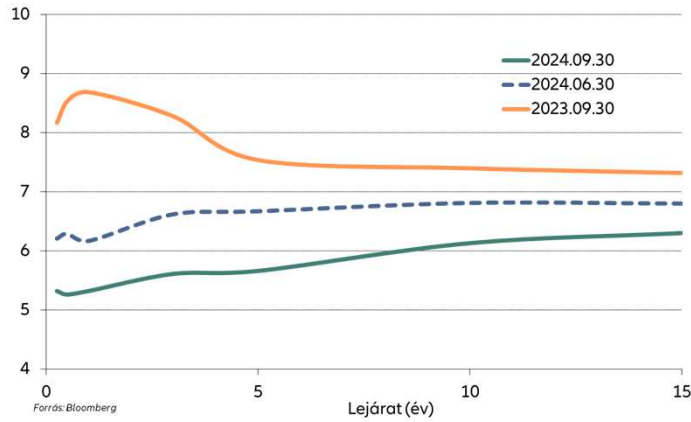
# HAZAI ÁLLAMPAPÍRPIAC - GRAFIKONOK

Állampapír hozamok az elmúlt évben



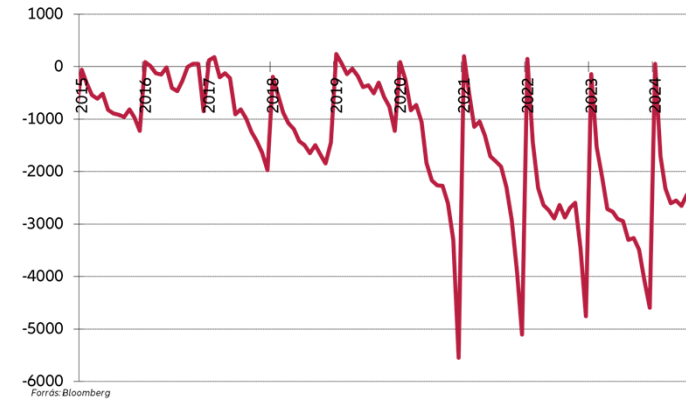
Forrás: Bloomberg

Hozamgörbe



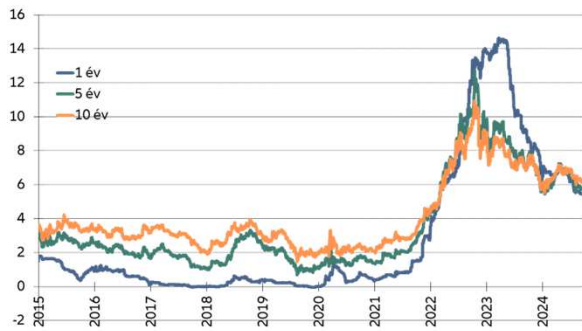
Forrás: Bloomberg

Kumulált államháztartási hiány (mrd)



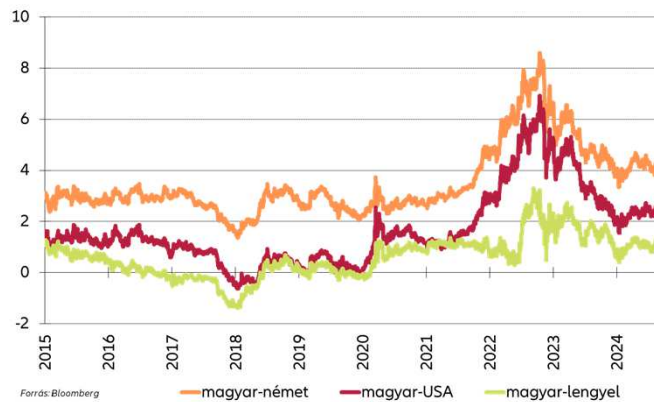
Forrás: Bloomberg

Állampapír hozammozgások



Forrás: Bloomberg

Nemzetközi összehasonlítás (10 éves futamidő)



Forrás: Bloomberg

Külföldiek HUF állampapír állománya (mrd)



Forrás: Bloomberg

RÉSZVÉNYPIACOK

3



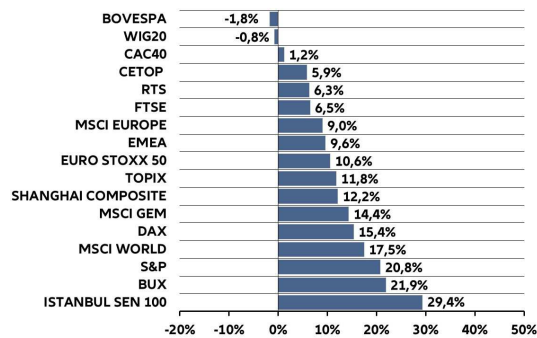


# NEMZETKÖZI RÉSZVÉNYPIACOK

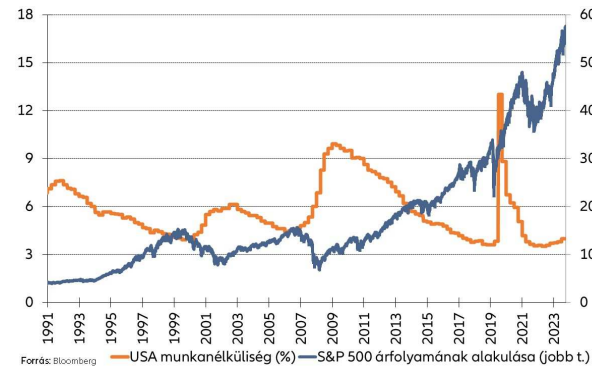
A 2023 október végén indult (AI sztorival, FED kamatcsökkentési várakozásokkal táplált) rali Q1 végéig kitartott. Áprilisban viszont korrekció érkezett a részvénypiacokra. A megugró USA infláció (március 3,5% év/év) és a sorban érkező masszív gazdasági adatok hatására elkezdtek kiárazódni a FED kamatcsökkentési várakozások. Április végétől ismét emelkedés következett az újból süllyedő infláció (április 3,4% év/év) és kedvező Q1-es profitszámok hatására. Ez július közepéig tartott a technológiai szektor húzóerejével. Ezután utóbbi kifulladt, bár az elképesztően magas várakozásokat jórészt megugrották a cégek Q2-ben is, de a piac óvatosabbá vált, elkezdett kiárazódni az eufória. Emellett egyre inkább a gyengébb USA gazdasági adatok (ld. ISM manufacturing, munkaerőpiaci adatok) kerültek a csökkenő infláció helyett fókuszba.

A jemből finanszírozott carry trade pozíciók egy részének likvidálása (jelentős jen erősödés, BOJ kamatemelés hatására) pánikhangulatban csúcsosodott ki augusztus 5-én. A BOJ látva a heves reakciókat nyugtatni kezdte a piacokat óvatosabb szigorítást ígérve a jövőben, amire ismét felpattantak a részvények. Jackson Hole után nyilvánvalóvá vált, hogy szeptemberben már indulhat a FED kamatvágás, ami tovább javította a hangulatot. Ráadásul végül 50 bázisponttal indított a FED annak ellenére, hogy az USA növekedésben még csak enyhébb mérséklődés látszik. Mindez tovább táplálta a soft landing várakozásokat. A FED kamatcsökkentési ciklus folytatása, a novemberi USA elnökválasztás és a geopolitikai feszültségek (orosz-ukrán, a kínai-tajvani, izraeli-iráni konfliktus) hatására továbbra is magas maradhat a volatilitás.

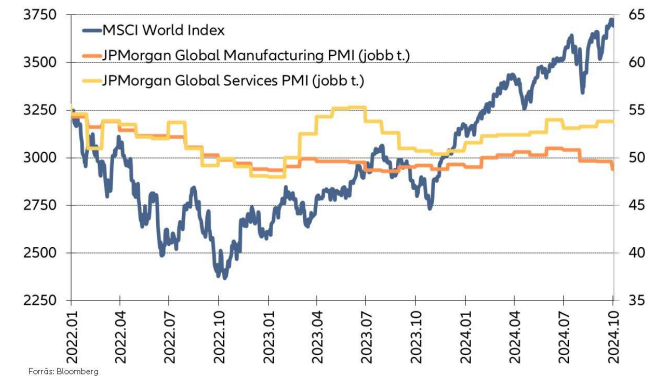
Részvényindexek teljesítménye 2024 YTD



USA munkanélküliség és az S&P 500 alakulása



MSCI World index és a globális PMI-k



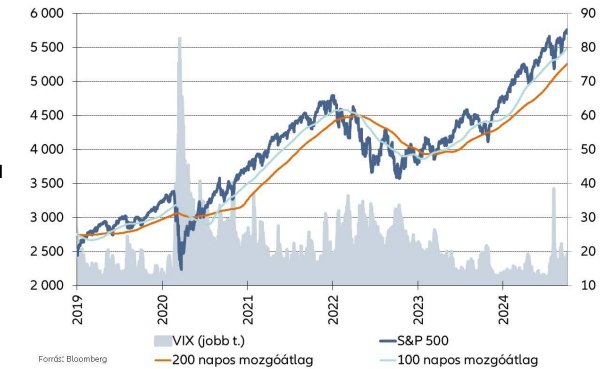
# NEMZETKÖZI RÉSZVÉNYPIACOK - USA



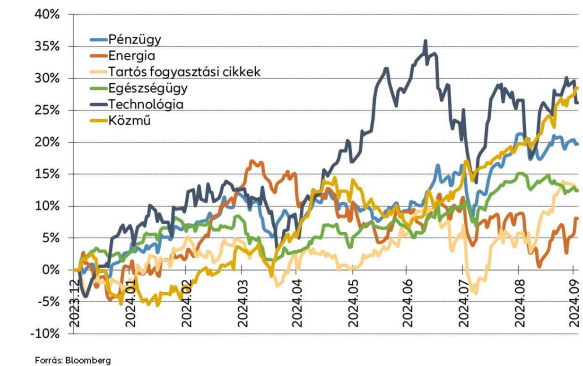
Az S&P 500 (5,5%) Q3-ban is folytatni tudta az erősödést, már 20,8%-nál jár idén. Az elmúlt időszakban azonban jelentősen megemelkedett a volatilitás. A július közepi csúcsdöntést 8,5% körüli korrekció követte, majd egy gyors visszapattanás után a szeptember újabb 4,5% körüli visszaeséssel indult. Innen újabb heves emelkedést követően ismét historikus csúcsra (5.733 pont) ment a vezető benchmark. Az erős, 10,7%-kal várt feletti Q2-es vállalati eredmények és a 12 havi eredményvárakozás dinamikus növekedése ellenére továbbra is magas szinten (19%-kal a 10 éves átlag felett) van a P/E alapú árazottság (21,7). Az USA gazdasági lassulás mérséklődése lefele mutató kockázat, amit a profitmarzsok javulása vélhetően csak részben tudna ellensúlyozni. Az elemzők év végi várakozásainak Bloomberg konszenzusa feljebb toldott 5.480 pontra, de ez is jócskán a piaci ár alatt van.

Q3-ban lemaradóvá vált a korábbi vezető technológiai szektor. Hiába sikerült a legtöbb esetben az egekben lévő Q2-es eredményvárakozásokat megugrani, több cég (köztük az AI rali zászlóvivő Nvidia) esetében sem győzték meg a befektetőket a negyedéves jelentések és kommentárok. Volt ahol a meglepetés mértékét kevesellték, máshol a magas AI beruházási költségek későbbi megtérülése miatt aggódtak. Mindezek mellett Trump Tajvannal kapcsolatos kijelentései (fizessenek a katonai védelemért), a Tesla „robotaxi” bemutató elhalasztása, az Nvidia-val szemben felmerült monopolellenes vizsgálat híre és a blackwell chip kapcsán felmerült gyártási nehézségek is rontották az iparág megítélését. A jénből finanszírozott pozíciók egy részének leépítése is kifejezetten negatívan hatott a szektorra. Beszédesebb, hogy a BofA befektetői felmérésében a technológia long és a jén short hosszú ideje a legsúfoltabb trade-ek között szerepelt. Persze korai még temetni az AI sztorit, elég a várhatóan magasabb áramigény hatására szárnyaló közműszektorra tekintenünk. Az elmúlt negyedévben a FED kamatcsökkentés beindítása és a soft landing remények támogatták a tradicionális szektorokat. Persze sok múlhat a novemberi elnökválasztáson is. Biden helyére Kamala Harris lépett demokrata jelöltként, aki jelenleg esélyesebb Trump-nál.

S&P 500 és a VIX (félelem) index



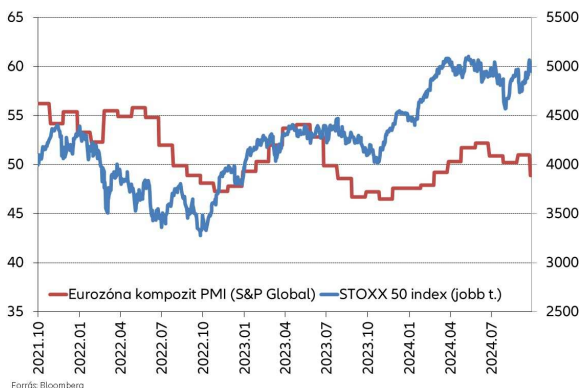
S&P 500 szektorok teljesítménye 2024 YTD



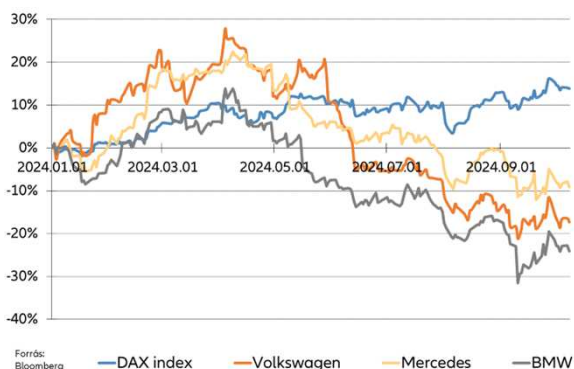


# NEMZETKÖZI RÉSZVÉNYPIACOK - EURÓPA

Eurozóna kompozit PMI és a Stoxx 50 alakulása



DAX index és német autógyártók 2024 YTD



A Q2-es visszaesést követően augusztus elején még újabb lokális mélypontokra süllyedtek az eurózónás indexek ám az ezt követő hegymenetnek hála Q3-ban végül pozitív negyedévet zártak. A Stoxx 50 2,2, a DAX pedig 6%-kal került feljebb a negyedév során, idén ezzel rendre 10,6 és 15,4% a teljesítményük. A DAX közben új historikus csúcson (19.500 pont) is járt. A gazdaság teljesítménye továbbra is jóval gyengébb mint a tengerentúlon. Az eurózóna nem képes kikecmeregni a recesszió közeli állapotból, ráadásul már a kilátások is romlásnak indultak. Az S&P kompozit PMI indexe május óta süllyed, legutóbb már az 50-es határérték alatt (48,9-en) zárt. A gáz- és villamosenergia árak normalizálódása és a visszatérő reálbér növekedés ellenére a lakossági fogyasztás továbbra is gyenge. Az exportpiacokat pedig a kínai lassulás sújtja. Az EKB kamatvágásai segíthetnek ugyan, ám a strukturális problémákat biztosan nem ezek fogják megoldani.

A korábban gyengélkedő ingatlanszektor esetében azonban fellélegzést hozott a finanszírozási kondíciók enyhülése. Emellett a defenzívebb szektorok is felülteljesítettek Q3-ban (közmű, telekom). A pénzügyi szektornak is sikerült ledolgozni az augusztusi visszaesést. A luxuscikkek gyártói a kínai stimulus bejelentésére hatalmasat raliztak. A technológiai szektor és az autószektor viszont jelentősen alulteljesített. Előbbire főként a nemzetközi környezet romlása hatott, utóbbi esetében viszont meglehetősen nehéz a helyzet. Itt a ciklikus visszaesésnél (augusztusban 18,3%-kal év/év esett vissza az új autó értékesítés az EU-ban) sokkal komolyabb problémák körvonalazódnak. A Kínával vívott vámháború nem csitul, az amerikai és kínai EV gyártókkal szembeni versenyhátrány hatására komoly költségcsökkentési intézkedések érkehetnek (ld. Volkswagen elbocsátások). A Mercedes és a BMW profit warning tovább rontotta a szektor befektetői megítélését. Ráadásul a bajor gyártó esetében mintegy 1,5 millió járművet kell visszahívni fékproblémák hatására. A 2023. decemberében (költségvetési problémák hatására) hirtelen megszüntetett elektromos autóvásárlási támogatás után hamarosan újabb program indulhat, ami azért valamelyest javíthat a helyzeten. A Stoxx 50 és a DAX historikus P/E alapú árazása nagyjából a 10 éves historikus átlag körül található. A tengerentúli indexekhez képest továbbra is jelentős a diszkont, az utolsó negyedévet tekintve nem változott érdemben.



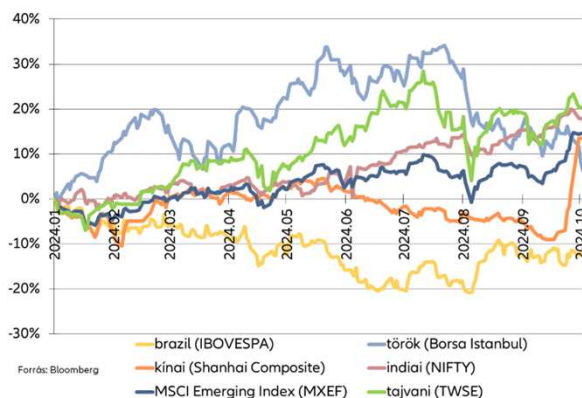


# NEMZETKÖZI RÉSZVÉNYPIACOK - FELTÖREKVŐ

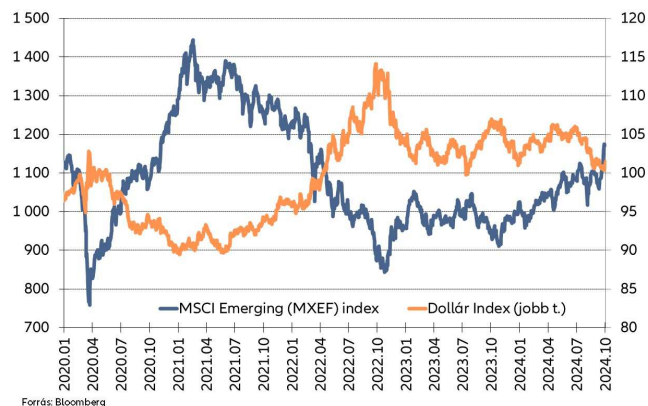
A globális feltörekvőpiaci (MXEF) index Q3-ban meglódult és 7,8%-kal erősödni tudott. Ezzel idén 14,4%-ra javult a teljesítménye. Ehhez a FED kamatcsökkentés és a jelentős dollárgyengülés mellett a kínai piacok időszak végi ralija is hozzájárult. Az újonnan bejelentett széleskörű gazdaságélénkítő csomag hivatott az ingatlan és részvénypiac helyzetének stabilizálásával javítani a fogyasztói hangulatot, beindítani a belső keresletet és elűzni a deflációs félelmeket. Bár az elemzők megosztottak ennek sikerével kapcsolatban, rövid távon jelentős a részvénypiaci hatás (shortzárások, spekulatív tőkeáramlások). A kínai vezetés megerősítette idei 5%-os növekedési célját.

Q3-ban tovább süllyedt az olaj ár, járt 66 dollár környékén is a WTI olaj a keresletcsökkenési félelmek hatására. Bár volt pár jelentősebb felpattanás, ezek leginkább geopolitikai események hatására következtek be (ld. Izrael-Irán konfliktus, líbiai polgárháborús kockázatok). Az IEA jelentése idén már csak napi 900 ezer hordós fogyasztásbővülésre számít, ami 2020 óta a leggyengébb érték. Emellett jövőre is csak napi 950 ezer hordós növekedést várnak. Ezzel szemben az OPEC-en kívüli országok (USA, Guyana, Brazília) a vártnál nagyobb mértékben növelhetik a kitermelést idén és jövőre is (napi 1,5 m hordó). Ez az OPEC-en belül is növeli az ellentéteket, bár egyelőre a kínálat növelést októbertől 2025 januárra halasztották. A FED kamatvágás és a kínai stimulus azért javíthatja az olajpiaci kilátásokat is.

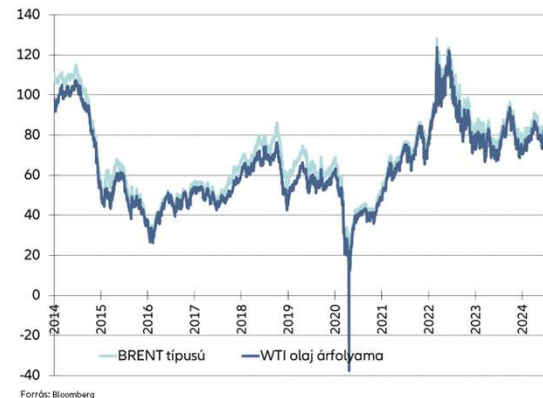
Feltörekvő piacok teljesítménye dollárban 2024 YTD



MXEF index és a dollár index alakulása



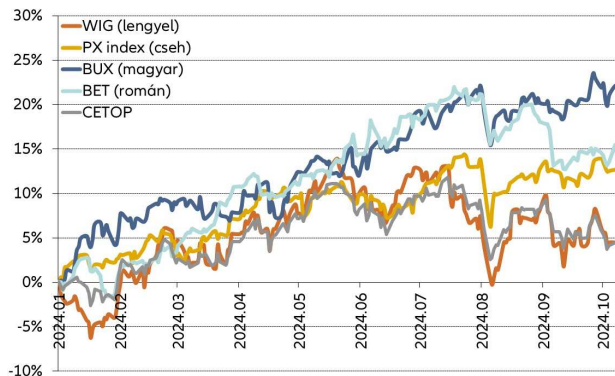
Olajárak alakulása (dollár/hordó)





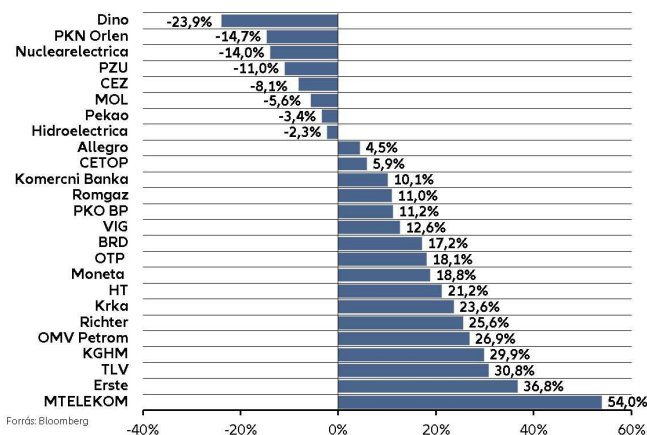
# RÉGIÓS RÉSZVÉNYPIACOK

## Régiós részvényindexek teljesítménye 2024 YTD



Forrás: Bloomberg

## CETOP részvények teljesítménye 2024 YTD



Forrás: Bloomberg

Az augusztus eleji „minipánik” a régiós CETOP index árfolyamán is nyomot hagyott és ezt nem is sikerült teljesen ledolgozni. Q3-ban 3,6 %-kal süllyedt az index értéke, így idén mindössze 5,9%-nál jár. Főként az indexben legnagyobb súllyal szereplő lengyel piac gyengélkedése okolható ezért. A cseh és a magyar piacok jelentősen jobban teljesítettek. A mélypontot követő emelkedésben a BUX új historikus csúcsra ment és a cseh piac is meg tudta közelíteni júliusi lokális csúcspontját. A régiós devizák a nagyhatású globális események ellenére meglehetősen jól tartották magukat Q3-ban. A FED kamatvágások beindulása növeli a régiós jegybankok mozgásterét. Régióknak historikus és relatív árazása továbbra is vonzó. A 10 éves átlaghoz viszonyított diszkont továbbra is hatalmas, Q3 végéhez viszonyítva kicsivel növekedett. A fejlett piacokhoz (S&P 500, Stoxx 50) mérten is tovább tárgult az árazási diszkont. Az orosz-ukrán háború lezárása jelentősen javítaná a megítélést, ám ez továbbra is vágyalom.

A vállalati fundamentumok sokat javultak az elmúlt bő egy évben. Az inflációs csúcsot követően beindult a kamatszintek normalizálódása és újra pozitívvá vált a reálbérnövekedés, miközben a munkanélküliség továbbra is alacsony. A legfőbb kereskedelmi partner eurózána gyenge gazdasági teljesítménye viszont beárnyékolja mindezt. A lengyel piacon a tavalyi választásokat követő rali után mérséklődött a hangulat. A jegybank az energiaárak befagyasztásának részleges feloldása után óvatosabbá vált, emellett a nyáron (az EU-s reformok végrehajtása nyomán) kiújuló politikai csatározások is rontották a hangulatot. A régiós pénzügyi szektor továbbra is élvezheti a magas kamatmarzs, az alacsony kockázati költség és a likviditásbőség előnyeit. Persze a biztosítási szektor ideai eredménykilátásait jelentősen rontották a szeptemberi árvíz okozta károk. A defenzív szektorok (telekom, egészségügy) jól teljesítettek. Ellenben az olajszektor szereplői kifejezetten gyengék voltak Q3-ban a romló iparági környezet hatására (csökkenő és meglehetősen ingadozó olajár, süllyedő finomítói marzsok).

A szeptemberi indexfelülvizsgálatkor az LPP kiesett a CETOP-ból, az MTEL és a KGHM visszakért a benchmarkba.



# HAZAI RÉSZVÉNYPIAC



Q3-ban a hazai BUX index (2,5%) is csak mérsékeltebben tudott erősödni. A teljes évet nézve (21,9%) még így is az élményben tartózkodik. Az infláció normalizálódása és a jegybanki alapkamat csökkenése mellett a folyó fizetési mérleg jelentős többlete is pozitívum. A gyenge növekedés, a magas költségvetési hiány (és az ennek kompenzálására szánt különadók) és az EU pénzek hiánya azonban továbbra is rontják a megítélést.

Az OTP (1,83%) mérsékelten erősödött Q3-ban. Q2-ben kicsivel várt feletti, 442 Mrd forintos eredményt szállított a bankcsoport. A júliusban bejelentett újabb kormányzati terhek (extraprofitadó kitolása 2025-re, tranzakciós illeték megemlése, devizaváltási illeték) eredményre gyakorolt hatása vélhetően alacsonyabb lesz, mint amit a piac előzetesen várt. Bőven akad így keret az újabb 60 Mrd forintos részvény visszavásárlási programra. Kevésbé öröndetes, hogy Nagy Márton kérésére „önkéntesen” 5% alá kéne szorítani a bankoknak a lakáshitelek THM-jét.

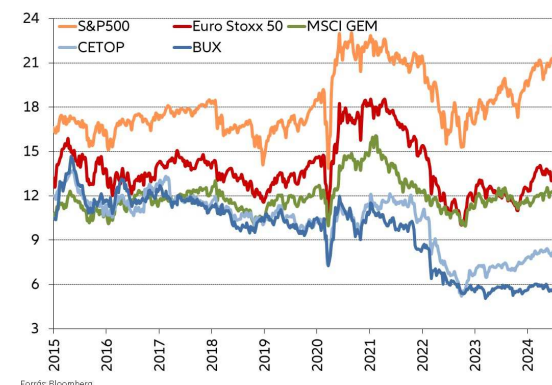
A MOL (-7,3%) meglehetősen gyengén teljesített. Q2-ben várt felett alakult a tisztított EBITDA (825 m dollár), de azóta sokasodnak a fellegek. Ennek okai az iparági környezet romlása, az adóterhek potenciális növekedése és az orosz olajjal kapcsolatos ellátási félelmek (ld. Lukoil szankció, Barátság kőolajvezeték esetleges lezárása).

A Richter (14,7%) ellenben új historikus csúcsra tudott menni. A cég jövő évtől mentesül az extraadó fizetési kötelezettség alól, miközben a Vraylar forgalma tovább növekszik (25% év/év). A Q2-es EBIT várt feletti lett (70,9 Mrd forint), miközben az akvizíciók és fejlesztések (biotechnológia, nőgyógyászati portfólió) gőzerővel haladnak.

Az Mtel (0,6%) a korábbi negyedévek szárnyalása után tartott egy szusszanásnyi pihenőt. A fundamentumok (inflációkövető díjemelések, extraprofitadó mentesség jövőre) változatlanul erősek, sőt a Q2-es jelentést követően a menedzsment 150 milliárd forintra emelte a részvényesi juttatások alapját képező eredményvárakozását. A hálózati infrastruktúra eszközeinek leválasztására vonatkozó tervek további értéknövelő tényezőt képezhetnek.

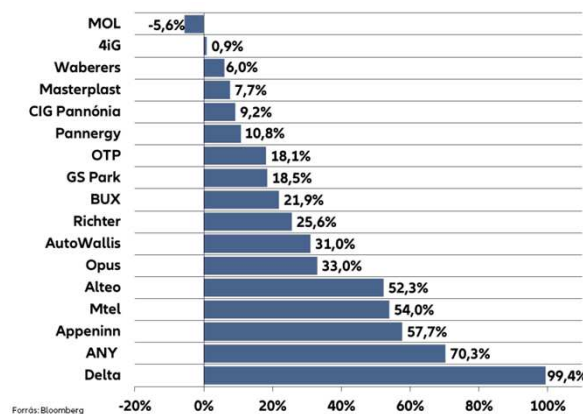
A szeptemberi felülvizsgálat során a BIF (-11,2%) nem teljesítette a kritériumokat így kiesett a BUX indexből.

Részvényindexek előretekintő 12 havi P/E árázása



Forrás: Bloomberg

BUX részvények teljesítménye 2024 YTD



Forrás: Bloomberg



# POZÍCIÓK A NEGYEDÉV SORÁN

## Állampapírok, duration súlyok

- Az éven túli lejáratokon jellemzően súly közelében tartottuk a durationt.
- Változó kamatozású kötvényekben jelentős tételeket vettünk, mivel az alacsony DKJ hozamok mellett ismét vonzóak lettek a floaterek.
- DKJ-kban a negyedév végén vevők voltunk, mivel októberben nagy lejáratok jönnek, és év vége közeledtével erősebb keresletre, így tovább csökkenő hozamokra számítottunk. A portfólió rövid részének kezelése során továbbra is használunk MNB kötvényeket, azonban ezek részaránya nem meghatározó.

## „Feláras” kötvények

- Aukción vettünk államilag garantált rövid kötvényeket.
- Két kibocsátótól is vettünk aukción változó kamatozású jelzálogleveleket, mivel a hitelkockázatuk hasonló az állampapírokhoz, de azokhoz képest felárunk még mindig jelentős volt.

## „Zöld” kibocsátások

- A negyedév során növeltük a zöld állampapírok állományt.

## Részvények

- A negyedév során folyamatosan voltak egyedi értékpapír kiválasztásaink a régiókban. Továbbra is tartjuk a Magyar Telekom felülsúlyt, míg az OTP longot teljesen leépítettük. A teljesesség igénye nélkül további pozíciók: PKN Orlen felülsúly, CEZ, KGHM, MOL alulsúly.
- A globális részvényt piacon számottevő pozíciót ezúttal nem vállaltunk. Benchmark súlya közelében tartottuk az európai és a feltörekvő piaci részvényeket is, míg az USA piacon kis mértékű, taktikai jellegű alulsúly pozíciót tartunk.

EGYÉB TÁBLÁK, ADATOK, INFORMÁCIÓK

4





# ALACSONY MINŐSÍTÉSŰ HITELVISZONYT MEGTESTESÍTŐ ÉRTÉKPAPÍROK PORTFÓLIÓNKÉNT 2024.09.30-ÁN

Alacsony minősítésű hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok 2024.09.30-án			
Portfólió	Értékpapír megnevezése	Névérték	Minősítés oka
			Nincs ilyen értékpapír



# SFDR, SFDR RTS ÉS TAXONÓMIA RENDELET SZERINTI JELENTÉS 2024.09.30-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.