

VAGYONKEZELŐI BESZÁMOLÓ

ALLIANZ ÖNKÉNTES NYUGDÍJPÉNZTÁR

2024. IV. NEGYEDÉV

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

2025.01.10.

Allianz 

TARTALOM

1

BENCHMARK HOZAMOK ÉS TELJESÍTMÉNYEK

2

MAKROGAZDASÁGI ÖSSZEFOGLALÓ

3

RÉSZVÉNYPIACOK

4

EGYÉB TÁBLÁK, ADATOK, INFORMÁCIÓK



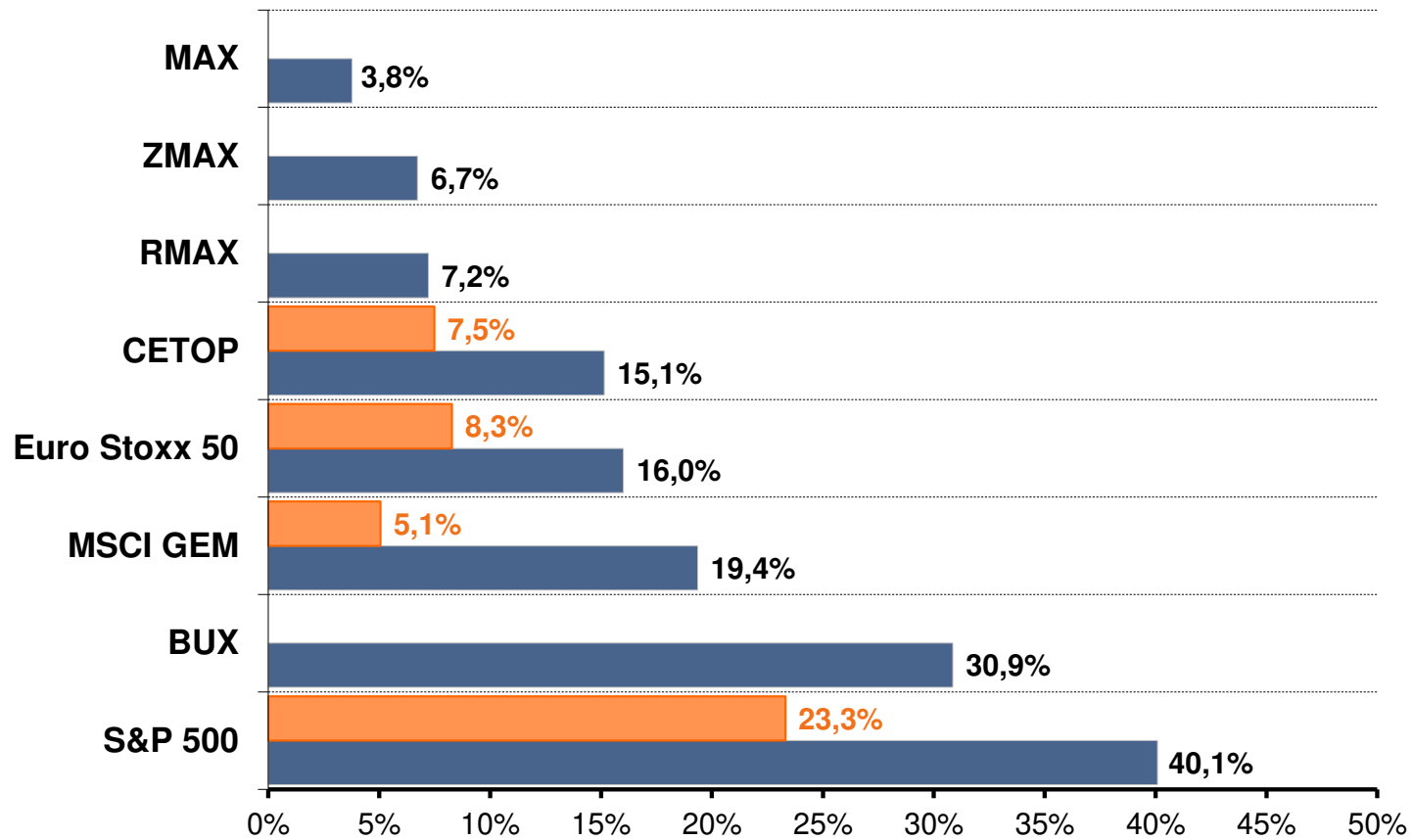
BENCHMARK HOZAMOK ÉS TELJESÍTMÉNYEK

1





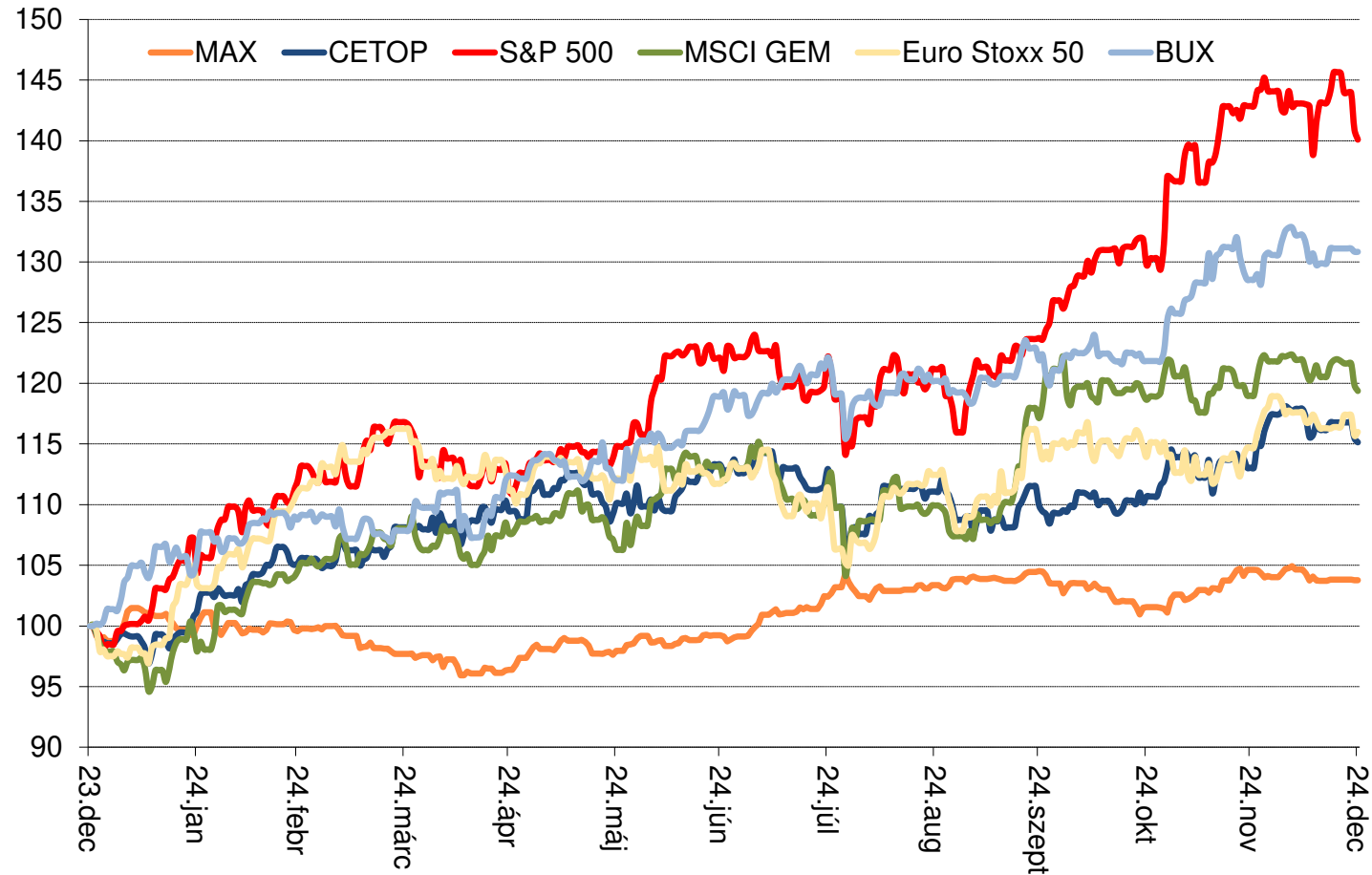
FŐBB INDEXEK TELJESÍTMÉNYE 2024 (HUF ÉS SAJÁT DEVIZA)



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő



FŐBB INDEXEK ALAKULÁSA 2024 (HUF)



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

MAKROGAZDASÁGI
ÖSSZEFOGLALÓ

2

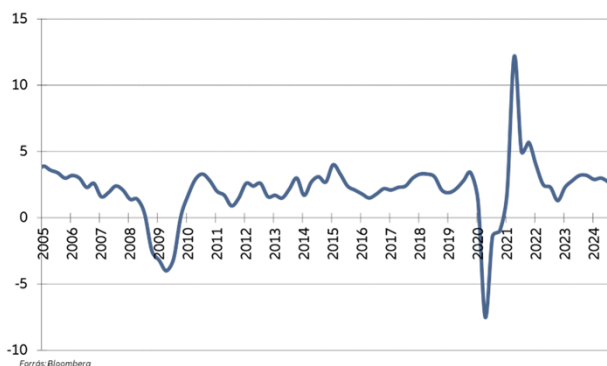




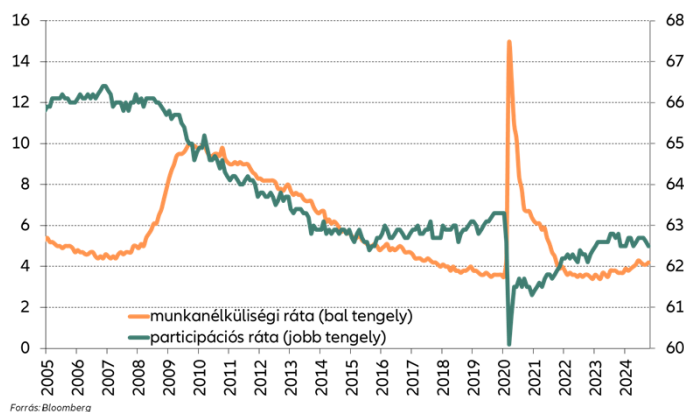
USA GAZDASÁGI ADATOK

- A harmadik negyedévben a másodikhoz hasonló ütemben, közelítőleg 0,8%-kal nőtt az Egyesült Államok gazdasága az előző negyedévhez képest. Az év/év módon számolt bővülés csak enyhén csökkent (2,7%). A Bloombergnek leadott előrejelzések jelenleg (01.09-én) 2,7% körüli növekedést prognosztizálnak 2024-re, míg az idei évre 2,1%-ot, ami némileg meghaladja az előző negyedévben látottakat. A kiskereskedelmi forgalom bővülése is kedvezően mutat, már 4% közelében volt novemberben az év/év adat.
- A munkanélküliségi ráta 2024 elején még emelkedett kissé, de nyár óta nem mozdult el lényegesen, novemberben is historikusan erős szinten, 4,2%-on állt. Az aktivitási ráta az elmúlt két évben inkább csak stagnált. A bérnövekedés az inflációs célhoz képest továbbra is magas, 4% körüli.
- Az infláció tavaly az első félévben 3-3,5% körül ingadozott, majd júliusban került 3% alá, azóta 2,5% közelében jöttek ki az adatok. A komponenseket elemezve azt látjuk, a tartós fogyasztási cikkeknek már az év nagy részében enyhén negatív volt a hozzájárulása az árindexhez. Az energiaárak hatása most szintén kissé lefelé húzza az inflációt. Az élelmiszerek részindexe csak minimális növekedést mutat. A szolgáltatások áremelkedése továbbra is magas szinten ragadt, itt a munkaerőpiac feszítettsége az egyik fő ok.

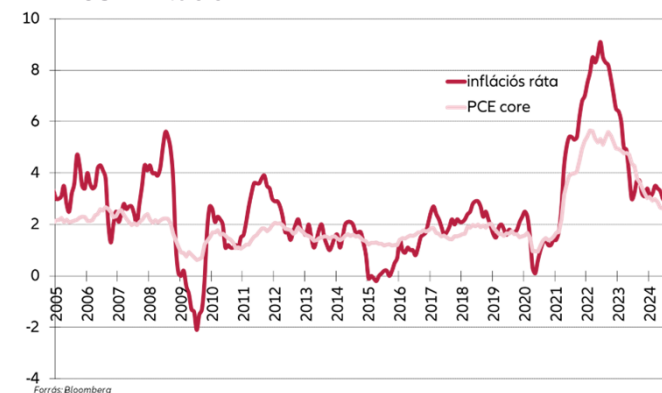
USA reál GDP növekedése (év/év)



USA munkaerőpiac



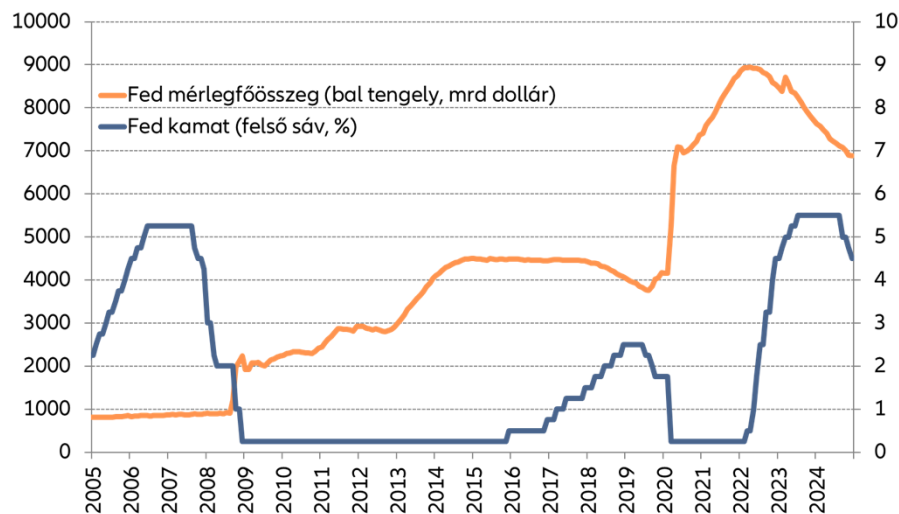
USA infláció





USA – MONETÁRIS POLITIKA

USA monetáris kondíciók



Forrás: Bloomberg

- A Fed egy évig 5,25-5,5% szinten tartotta a rövid kamatozatokat. A júliusi ülésen már a piaci szereplők egy része várt egy 25 bázispontos kamatvágást, azonban a Fed óvatosabb volt. Augusztusban érkezett egy vártnál lényegesen rosszabb munkaerőpiaci és kedvezőbb inflációs adatsor, ami nem csak meggyőzte a döntéshozókat szeptemberben a kamatvágás szükségességéről, hanem egyenesen nagyobb, 50 bázispontos lépés mellett döntöttek. Azóta 25 bázispontos ütemben folytatódott a lazítás, decemberre 4,25-4,5% szintre értünk.
- Az alapvetően folyamatosan jól teljesítő gazdaság, a magas bérnövekedés és a cél feletti infláció miatt a piaci várakozások a jövőbeli kamatszintekre vonatkozóan a negyedik negyedévben ismét pesszimistábbak lettek. Jelenleg 2025-re csupán egy-két 25 bázispontos lépést valószínűsítene a piaci szereplők, ami a negyedévvél ezelőtti állapothoz képest majdnem egy teljes százalékpontos felfelé tolódást jelent.

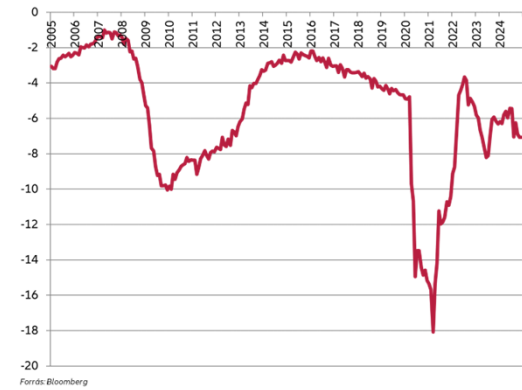
- A mérlegleépítés (QT) üteme júniusig havi 95 milliárd dollár volt, azóta ez 60 milliárdra csökkent. Ezen belül az állampapír részt vágták erőteljesebben, azaz a jelzálogkötvények piacát arányaiban jobban támogatja a Fed. A QT további mérséklése egyelőre nincs napirenden, mivel a banki tartalékok továbbra 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 decemberben csak 2024-re vonatkozóan emelték érzékelhetően (2%-ról 2,5%-ra), a következő évekre továbbra is 2% körüli növekedést várnak. A munkanélküliség becslése a szeptemberi várakozásoknál alacsonyabb lett pár tizeddel 2024-re és 2025-re. A PCE infláció és maginfláció tekintetében a korábbi 2,1% illetve 2,2%-nál magasabb értékre számítanak 2025-re: 2,5% mindkét szám az előrejelzési dokumentumban. A kamatpályát illetően a fentiekkel összhangban jelentős volt felfelé tolódás, mind az idei mind a jövő évre vonatkozóan 50bp-tal került feljebb a várakozás (2025-re 3,9% a medián).



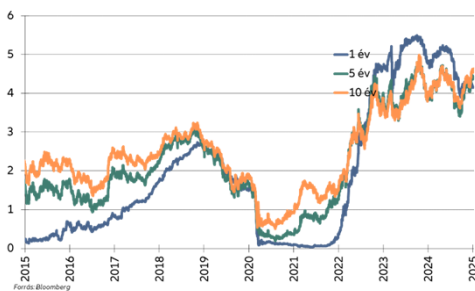
USA ÁLLAMPAPÍRPIAC

- A 2023. év végi makroadatok a kamatpálya szempontjából igen kedvezőek voltak, és a decemberi ülésen a Fed döntéshozók már vizsgálták a kamatcsökkentés lehetőségét. Ez a hosszú állampapírok piacán jelentős ralit indított el. A 2024. év eleji adatok ezt nem igazolták vissza, így az év 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.
- Ezt követően július közepén a vártnál alacsonyabb, 3%-ra mérséklődő inflációhoz köthetően egy kötvénypiaci erősödés bontakozott ki. Július végén érkezett egy szintén kedvező irányban meglepetést hozó GDP árindex, majd egy meglehetősen borús munkaerőpiaci adatsor. Ekkor a hozamcsökkenés különösen hevesse vált. Az augusztusi foglalkoztatási adatok erősítették a trendet.
- Az október elején megjelent gazdasági mutatók gyors gyengülést hoztak, és év végéig a Fed kamatpályára vonatkozó optimista előrejelzések kiárazódásával egy folyamatos eladói nyomás érvényesült a kötvénypiacon. Az elnökválasztás is tovább hajtotta a trendet, mivel az elemzők úgy értékelték, hogy mindkét jelölt esetében maradhat/növekedhet a szövetségi költségvetés amúgy is masszív hiánya, csak legfeljebb más okból (Donald Trumpnál az adócsökkentések, míg Kamala Harrissnél a juttatások miatt).
- A hozamgörbe alakja az év folyamán inverzből normállá változott, azaz a hosszabb lejáratú kötvények sok idő után ismét hozamprémiummal forognak.

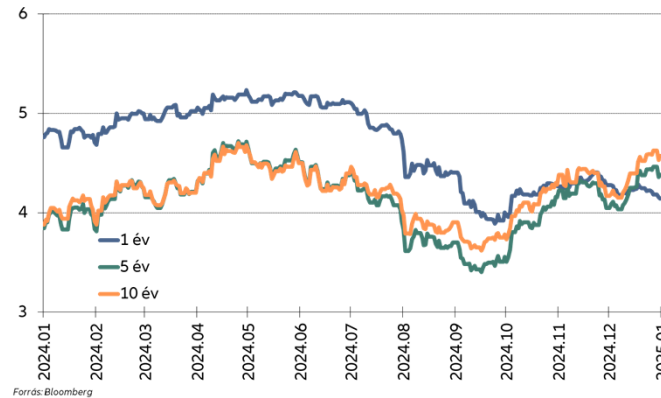
USA szövetségi deficit/GDP (gördülő, %)



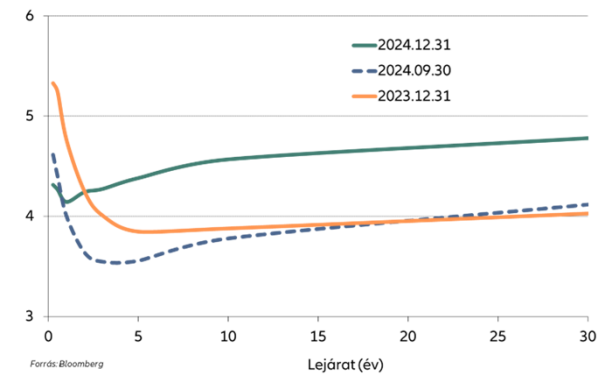
Állampapír hozammozgások



Állampapírpiac az elmúlt évben



Hozamgörbe

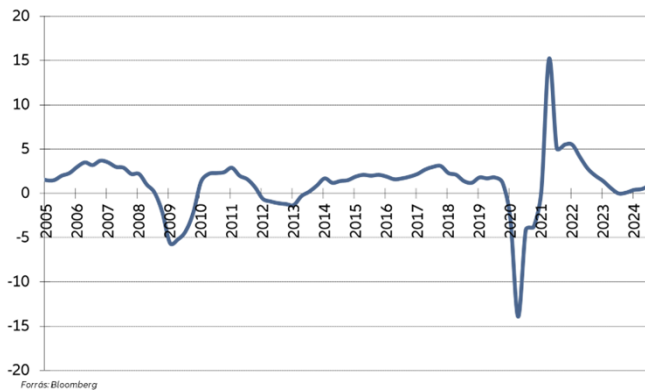




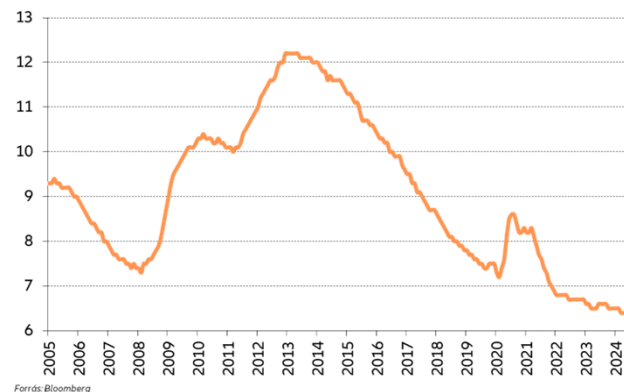
EURÓZÓNÁS GAZDASÁGI ADATOK

- Az eurózána negyedéves GDP növekedése a harmadik negyedévben enyhe javulást mutatott, 0,4% lett. Az év/év index is ismét emelkedni tudott, közel 1% lett. A Bloombergnek küldött előrejelzések középértéke 2024-re 0,8%, az idei évre 1% (kissé csökkent). A kiskereskedelmi adatok augusztustól már inkább bővülést jeleznek (októberre 1,9%-ot közöltek). A fogyasztói bizalmi index viszont továbbra is igen nyomott szinteken áll. Az ipari termelés kapcsán sem látni még fordulatot, továbbra is enyhe szűkülést látunk. A gyenge reálgazdaság támogatja a dezinflációs folyamatot és a további kamatcsökkentéseket.
- A munkanélküliségi ráta 2024-ben keveset változott, de azért minimálisan csökkent, kicsivel 6% felett áll. A munkaerőpiac feszségének bérnövelő hatását az EKB szerint a vállalatok profitjukból nagyrészt kompenzálják, így bér oldalról egyelőre nem azonosítható nagyobb árfelhajtó hatás. Ettől függetlenül ez mindenképpen egy felfelé mutató inflációs kockázatot jelent.
- Az eurózána is igaz, hogy az infláció a nyári hónapokig inkább csak stagnált. Az augusztusi érték már az EKB céljának közelébe ért, és azóta is 2% körüli értékeket láthatunk. A maginfláció csökkenése a szolgáltatások alindexe miatt a régióban is egy lassabb folyamat, de már 3% alá ért ez a mutató is. Az inflációs várakozások a 3 éves időhorizonton már szeptemberben és októberben lényegében az inflációs céllal megegyezők voltak.

Eurózána reál GDP növekedés (év/év)



Eurózána munkanélküliségi ráta



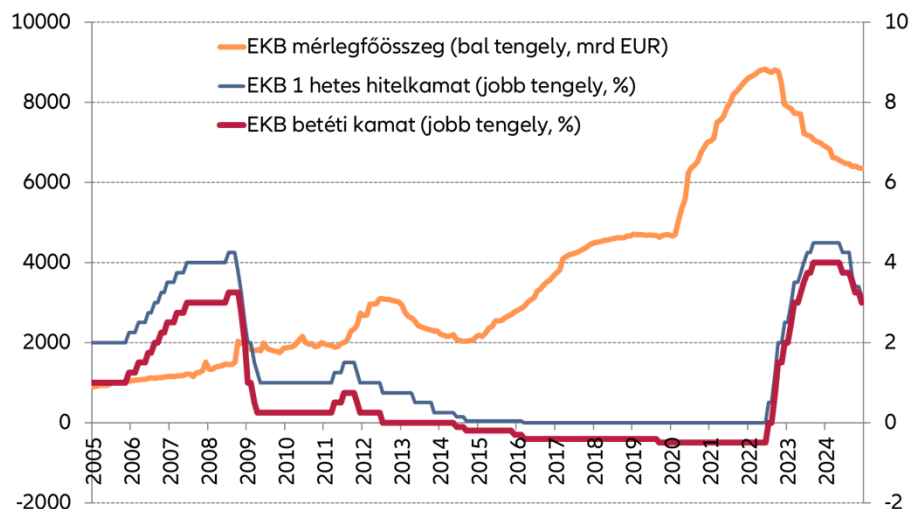
Eurózána infláció





EKB – MONETÁRIS POLITIKA

EKB monetáris kondíciók



Forrás: Bloomberg

- Az EKB elemzői stáb a decemberi előrejelzéseket csak kismértékben módosította a szeptemberi állapothoz képest. 2025-re az inflációt 2,1%-ra várják, a maginfláció tekintetében nem történt változás, továbbra is 2,3% szerepel az anyagban. A GDP idén 1,1%-kal nőhet, ami kisebb lefelé módosítás a szeptemberi állapothoz képest.
- A negyedik 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 fektette be újra, az össz mennyiség így a lejáratokkal megegyező ütemben csökken. A pandémiás eszközvásárlási program (PEPP) lejáratait az EKB még 2024. első félévben teljesen megújította. A második félévben már csak részlegesen, havi 7,5 milliárd euró állománycsökkenést megcélözva fektettek be. Idén a tervek szerint már egyáltalán nem lesznek vásárlások. A bankoknak nyújtott kedvezményes, hosszabb lejáratú refinanszírozási hitelek (TLTRO-k) 2024. év végéig kifutottak, így a mérlegcsökkentés ennél a tételnél lezárult.

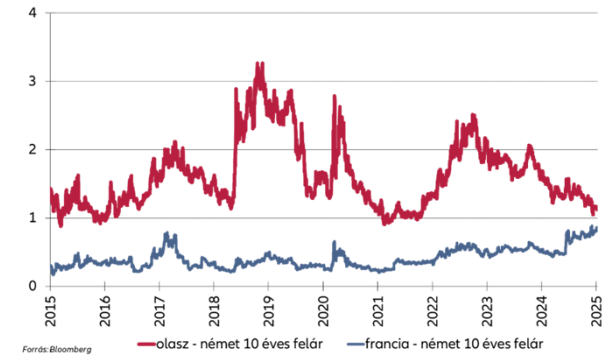
- Az EKB 2024. júniusig tartotta 4%-on az irányadónak tekintett betéti kamatát. Ekkor indította meg a kamatcsökkentéseket egy piac által is várt, 25 bázispontos vágással.
- A júliusi ülés nem hozott elmozdulást. Azóta azonban 25 bázispontos lépésközzel folytatódott a lazítás. A decemberben 3%-ra értünk.
- Szeptemberben 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 hónappal korábban bejelentett lépés volt, másrészt azért, mert ezekben az eszközökben jelenleg igen kis állomány van. Jelentőségük inkább a mérleg további leépítése esetén nőhet meg. Azóta ezek a kamatszintek is ismét a betéti kamatvágásokkal azonos mértékben változtak.



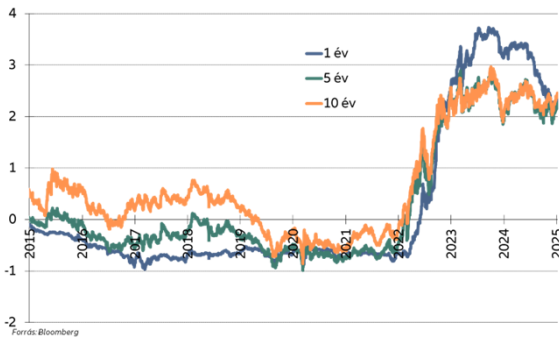
EURÓZÓNÁS ÁLLAMPAPÍRPIAC

- Az USA állampapírpiacnál látott mozgások az eurózónában is hasonló mintázatot mutattak: 2023. utolsó két hónapjában meredek hozamesést, majd az ezt követő félév nagyobb részében trendszerű kötvénypiaci gyengülést figyelhettünk meg. A júniusi EKB kamatvágás és az európai parlamenti választások körüli bizonytalanság segítette a német hozamok ismételt csökkenését. Az USA és eurózónás inflációs adatok javulása és a növekedési kilátások romlása miatt a német hozamok tovább estek a harmadik negyedévben. A negyedik negyedévben kicsit elváltak a mozgások a tengerentúltól, mert a gazdasági és inflációs adatok az EKB kamatvágások felé mutattak továbbra is, itt nem volt olyan drasztikus kamatvágás-kiárazódás, mint amit az USA esetében említettünk.
- 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. Az európai parlamenti választások után Macron elnök új választásokat írt ki, azóta kormányváltások sorát látjuk az országban, ami a francia felárakra is rányomta a bélyegét.

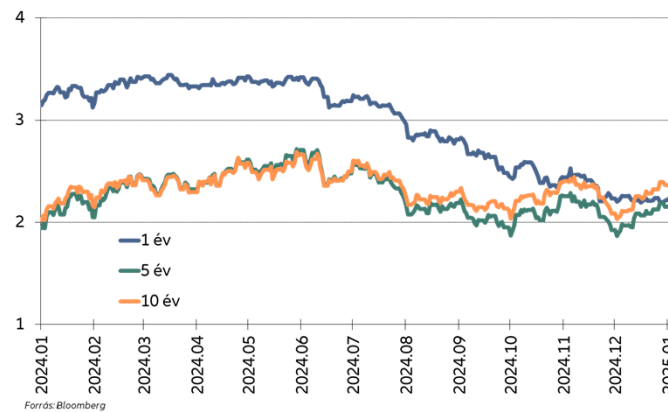
A 10 éves állampapír hozamkülönbségek



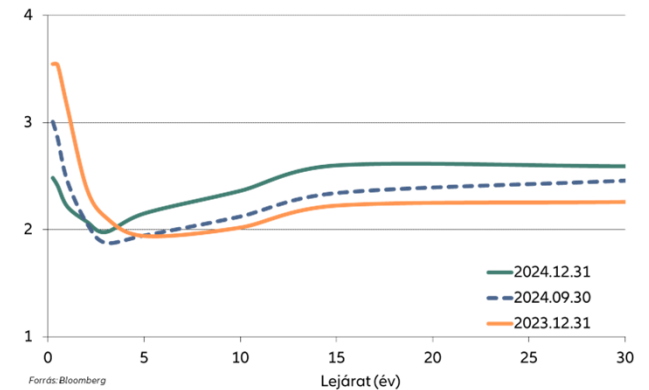
Állampapír hozammozgások (német)



Állampapír hozammozgások az elmúlt évben (német)



Állampapír hozamgörbe (német)

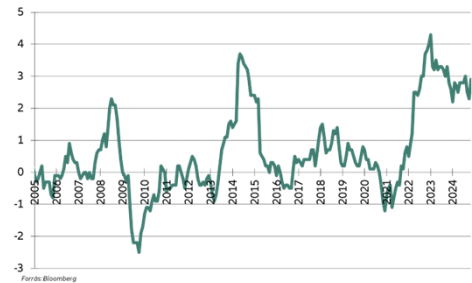


JAPÁN, KÍNA

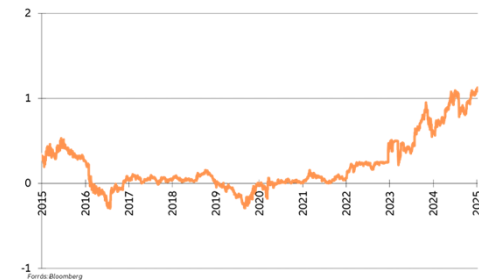
- Míg a Fed és az EKB az ereszkedő infláció mellett már kamatvágási ciklusba kezdett, a japán jegybank inkább a kamatemeléseket fontolgatja. Az infláció utoljára egy évtizede volt ugyan hasonló szinten, de akkor a kiugró érték után hamar ismét esett az árindex. A bérnövekedés ugyan a júniusi 4,6%-os értékről némileg szelődött, de a legutóbbi 3%-os adat historikusan még mindig magasnak számít. A kiskereskedelmi forgalom is mérséklődött az elmúlt hónapokban, de japán mércével ez sem csekély, és inkább az áremelkedés irányába hat még. Márciusban már 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). Azóta tartás mellett döntöttek, részben a makroadatok előbb említett kisebb normalizálódása, részben az USA választások eredményének kivárása miatt (a világgazdasági irány esetleges változása okán). Szintén óvatosság irányába hatnak a befektetők jelentős tőkeáttételes pozíciói, ugyanis ezek gyors leépítése növelheti a volatilitást a jen piacán és a részvényekre is negatív hatást gyakorolhat.
- Az ingatlanpiac, az exportpiaci kilátások és a csökkenő fogyasztás szükségessé, az alacsony infláció pedig lehetőségessé tette egy nagyszabású élénkítőcsomag bejelentését Kínában. Az intézkedések során többek közt fél százalékponttal csökkent a nagybankok jegybanki tatalékkötelezettsége, 20 bázisponttal az egyhetes repo 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. Azóta újabb fiskális és monetáris bejelentések érkeztek, amik támasztották a részvénypiacot.



Japán infláció



A 10 éves japán állampapír hozama



Relatív tőzsdeindexek

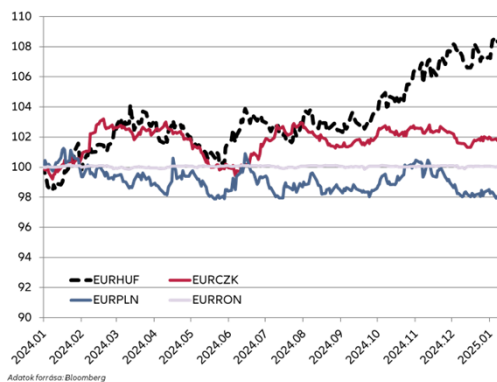




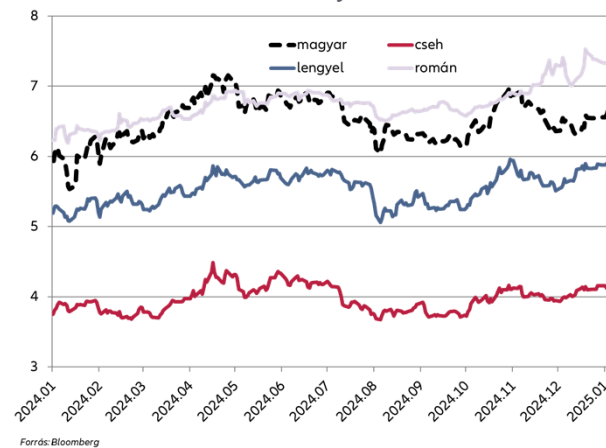
RÉGIÓS PIACOK

- A lengyel infláció a márciusi 2% után fokozatosan emelkedett, s szeptembertől 5% közeli adatközléseket láttunk. A maginfláció év elején még csökkenni tudott, de onnantól 4% körül ragadt. A cseh pénzromlás 2%-os év eleji értéktől szintén emelkedett, de év vége felé is még 3% alatt volt. Romániában az infláció kicsit más pályán mozgott, májusig kitarzott még a defláció, utána 5% körül stagnált.
- A lengyel jegybank 2024-ben nem változtatott az alapkamaton (5,75%). Ha az 5% körül ragadt inflációs szintet nézzük, ez nem is meglepő. A zloty részben a szoros EU-s kapcsolatok következtében nem gyengült. A cseh jegybank a kedvező inflációs dinamikát kihasználva egész évben folytathatta a monetáris lazítást, év végére az alapkamat 4%-ra ért. A korona gyengülése leginkább a februári és a júniusi határozottabb kamatvágások környékén volt erőteljesebb, egyébként stabil volt az árfolyam. Romániában júliusban és augusztusban 25-25 bázispontos kamatvágásokkal, 6,5%-ra csökkentet az alapkamat, a magas költségvetési hiány és az 5% körüli infláció korlátozta a további lazítást.
- A régiós állampapírok mozgása nagy vonalakban a fejlett kötvénypiaci folyamatokat követte le. Az év első négy hónapjában gyengülést, a harmadik negyedévben jelentősebb hozamcsökkenést, onnan ismét gyengülést láttunk.

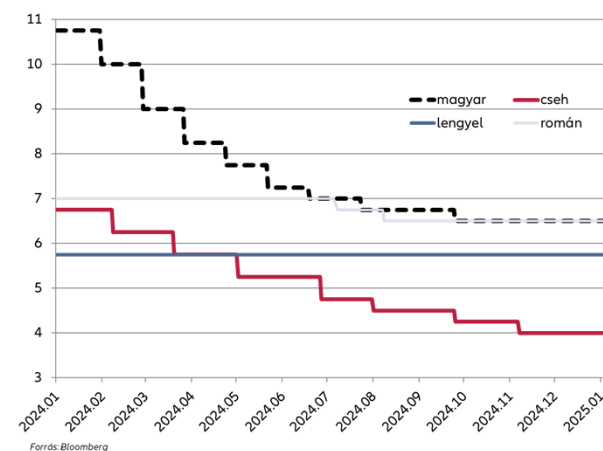
A régiós devizák relatív teljesítménye



10 éves kötvényhozamok



A régiós alapkamat szintek

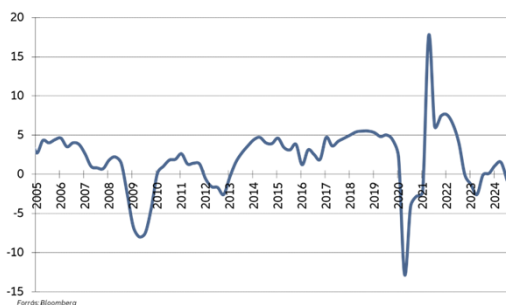




HAZAI GAZDASÁGI ADATOK

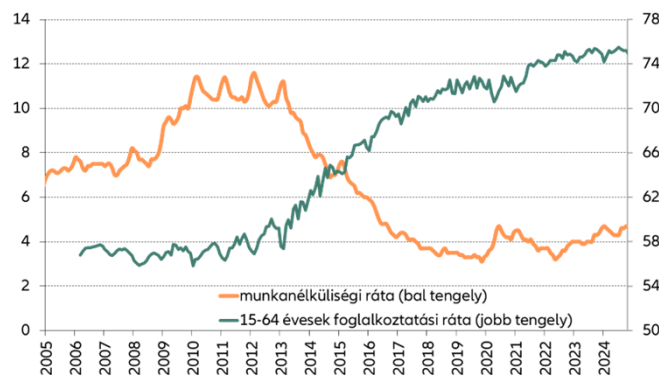
- A KSH a harmadik negyedévre csalódást keltő GDP adatokat közölt. Negyedéves alapon a várt 0 körüli érték helyett -0,7%-os változást láttunk. Az év/év növekedés is negatív lett (-0,8%). A Bloombergnek nyilatkozó elemzők 2024-re már csak 0,7%-os becslést adnak, 2025-re szintén jelentősen csökkent az előrejelzés, 2,5%-ot várnak. Az MNB a decemberi inflációs jelentésében 2024-re 0,3-0,7, míg az idei évre 2,6-3,6%-ot valószínűsít. A kiskereskedelmi forgalmi adatok 2024. januártól már pozitív tartományban voltak, márciustól érzékelhető, de azért visszafogottnak nevezhető 3-4% körüli növekedést publikáltak. Az ipari termelési adatok sem kedvezők, lényegében két éve negatív adatközléseket láttunk csak. A fogyasztást a magas bérnövekedés és kormányzati intézkedések segíthetik, az iparnak reményt adhatnak 2024-ben termelésbe álló nagy külföldi beruházások.
- A munkanélküliségi rátában 2022 második felétől látszott egy gyengülő tendencia, 2024-ben ez megállni látszott, 4-4,5% körül szóródtak az adatok. A foglalkoztatottság enyhén növekvő trendje egyelőre még nem tört meg. A bérnövekedés bőven két számjegyű tartományban maradt. A jövő évi béremelkedést támogatja az új minimálbér megállapodás is. A bérkiáramlás a szolgáltatások árára azon keresztül pedig az inflációra jelent kockázatot.
- Az infláció 2024-ben már nagyrészt a toleranciasávon belül tartózkodott. Az utolsó negyedévben trendszerűen gyengülő forint és adóhatások miatt a következő hónapokra az MNB emelkedő, 4% fölé növekvő pénzromlásra számít. Azt követően valószínűleg a dezinfláció ismét érzékelhető lesz, és az év nagyobb részében várhatóan a toleranciasávon belül tartózkodik majd. Az inflációs cél tartós elérését ugyanakkor az MNB már inkább csak 2026-ra várja.

Magyar reál GDP növekedése (év/év)



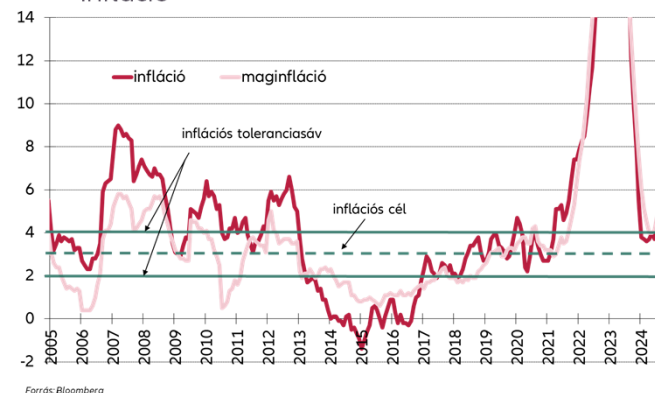
Vagyonkezelői beszámoló | Allianz Alapkezelő Zrt. |
© Copyright Allianz 2025. január 10.

Hazai munkanélküliségi ráta



Forrás: Bloomberg, KSH

Infláció

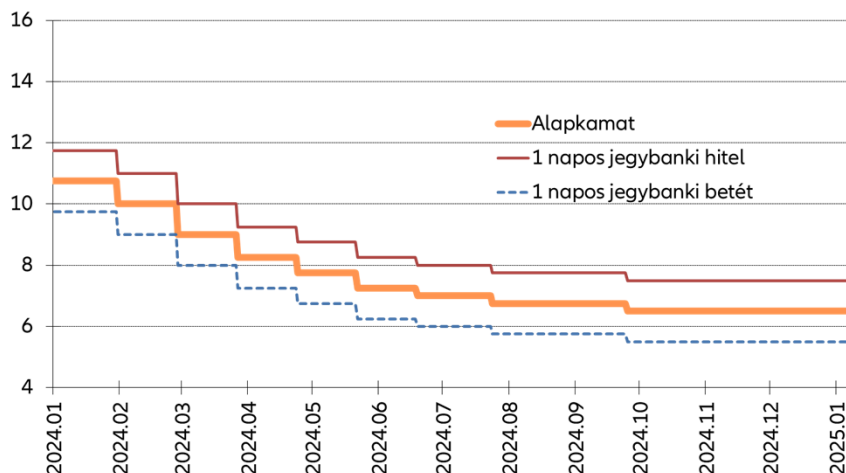


Forrás: Bloomberg



HAZAI MONETÁRIS POLITIKA

MNB kamatkondíciók



Forrás: Bloomberg

EURHUF árfolyam



Adat forrása: Bloomberg

- Az első negyedévben lezárult a gyors kamatvágások (alkalmanként 75-100 bázispont) időszaka. A második negyedévben még összesen 125 bázispontra volt mozgástér, a harmadikban már csak két alkalommal, összesen 50 bázispontot vágott az MNB. Az utolsó három hónapban 6,5%-on tartották az alapkamatot, de a Fed és EKB kamatvágásokkal hiába nőtt fejlett piacokhoz számolt kamatkülönbözet, a forint gyengülő trendbe került. Ez inflációs szempontból is kedvezőtlen hír, és a további lazításokat korlátozza. A jelenlegi jegybanki iránymutatás ki is árazta a rövid távú kamatvágásokra vonatkozó várakozásokat.
- Az MNB a decemberi Inflációs jelentés szerint az inflációt 2024-re 3,6-3,7%-ra, 2025-re 3,3-4,1%-ra várja. A szeptemberi dokumentumhoz képest látható, 2025-re vonatkozó, fél százalékpontnyi emelkedést jórészt adóhatások és a forint gyengülésének importtermékekre kifejtett hatása indokolják. A gazdasági növekedés (reál GDP) az elemzői stáb szerint 2024-re már csak a 0,3-0,7%, jövőre már azonban a 2,6-3,6%-os sávba eshet. A 2025-ös várakozás csak árnyalatnyit romlott a negyedéve látottakhoz képest. Kihívást jelent az exportpiacaink gyengélkedése (pl. Németország). Támogatólag hat ugyanakkor a stabil munkaerőpiac és a jelentős bérnövekedés.



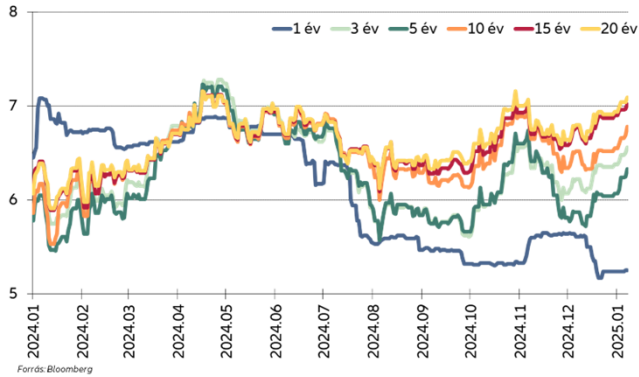
HAZAI KÖTVÉNYPIAC

- A negyedik negyedévben a magyar kötvénypiac meglehetősen változatosan alakult, összességében inkább gyengülésről beszélhetünk. A dollár és az amerikai kötvénypiac gyengülése egyértelműen ellenszét jelentett. A novemberben jelentősen beerősödő német kötvénypiacot ugyanakkor a hazai követni tudta, amiben szerepet játszhattak szabályozói hatások (extraprofit adó csökkentés miatt banki és ezúttal már biztosítói vásárlások is) és technikai elemek (kamatfizetések, lejáratok, MAX index változása, év végével csökkenő állampapír-kibocsátási aktivitás és növekvő befektetői pénzköltési hajlandóság). December első hetében negatívan hatott, hogy a Moody's hitelminősítő Magyarország minősítésének kilátását negatívra változtatta, de az ezt követő Fitch lépés (kilátás stabilra javítása) ezt ellensúlyozta.
- A **fix államkötvények aukciója** a negyedévben jellemzően magas kereslet mellett zajlott, továbbra is az öt éves futamidő volt a legkeresettebb, mivel a banki vásárlásoknak az a legkedvezőbb szegmens. A másodpiacon erős volt az érdeklődés még a 2030-2034-es lejáratokra. A hozamgörbén jelentős elárazások alakultak ki ennek hatására, amelyek jó eséllyel megszűnnek 2025 elején, mivel az ÁKK hangsúlyt fektet a nem benchmark papírok kibocsátására is a forgalmazói igények szerint. A 2025-ös kibocsátási terv amúgy is nagyobb összegben tartalmaz forint intézményi aukciókat. Megfigyelhető még a terven az ÁKK hosszítási szándéka is, több 10 éves és hosszabb kibocsátás várható. A negyedik negyedévben a három éves benchmark papír változott, a 2027/A-t a már meglévő 2028/B váltotta. 2025 elején az öt éves 2029/A helyett 2030/A jön. Erre az évre is jellemző lesz, hogy a benchmark váltásoknál már meglévő papírra bocsátanak rá, hogy a piaci likviditást növeljék.
- A **zöld kibocsátások** tekintetében csupán egy 2032/G és egy 2051/G aukcióról tudunk beszámolni, azonban 2025-ben némileg több forint zöld kötvény jöhet a piacra.
- A **DKJ-k** piacán októberben volt egy kis visszarendeződés, de decemberben a vártak megfelelően jelentős rali bontakozott ki. Egyedül a csereaukciókon maradt szerényebb az érdeklődés. A **változó kamatozású állampapírok** piacán is jelentős volt a kereslet, mivel ezek a rendszeres átárazódás miatt jól illeszkednek a bankok és biztosítók eszköz-forrásmenedzsmentjébe.
- Az előző évekhez hasonlóan 2025-ben is kihasználta a piaci lehetőséget az ÁKK a **nemzetközi kötvénykibocsátásra**. A tranzakció keretében 1,5 milliárd euró 10 éves és 1 milliárd eurónyi zöld 15 éves kötvény került a piacra, jelentős túlkereslet mellett. Az év hátralevő részében, 2024-hez hasonlóan már csak korlátozott devizás volumenre lehet számítani, mivel az ÁKK a 30%-os maximális devizaarány limitének közelében van (bár ez nem törvényi korlát, módosítható).
- Az **államilag garantált** forint aukcióból a negyedik negyedévben kevesebb volt, a volumen 100 milliárd alatt maradt. A befektetői érdeklődés fókuszát is elvitték az állampapírok, így csökkent az ajánlatok volumene és a felárak is kissé felfelé mozdultak. A **jelzáloglevél-piac** sem tartogatott sok izgalmat az utolsó hónapokban, egy Erste fix és egy MBH változó kibocsátást érdemes említeni.

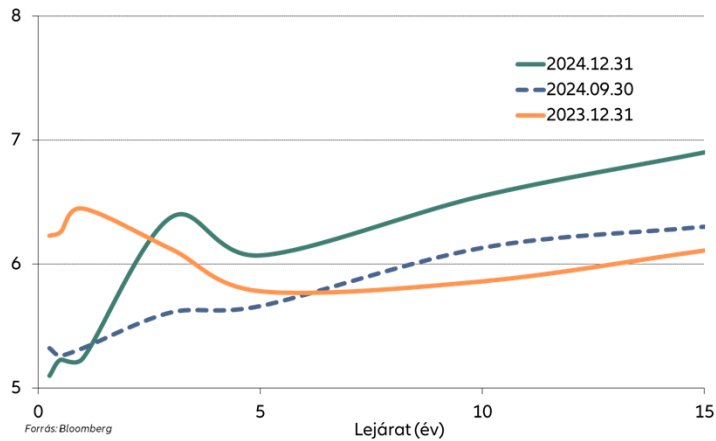


HAZAI ÁLLAMPAPÍRPIAC - GRAFIKONOK

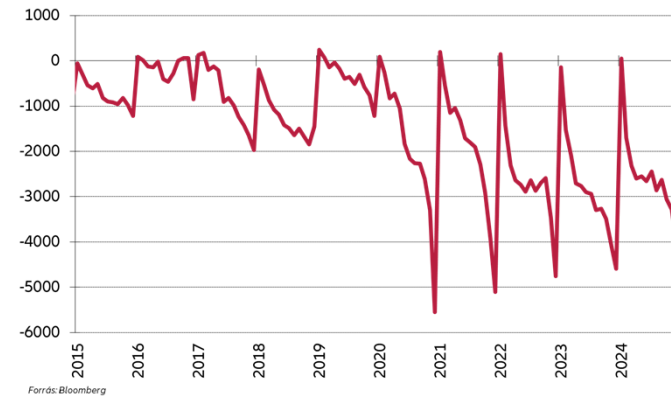
Állampapír hozamok az elmúlt évben



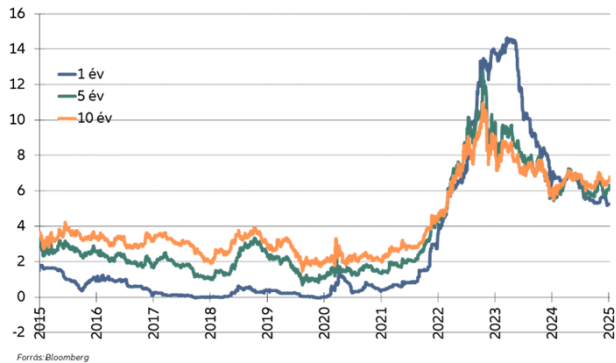
Hozamgörbe



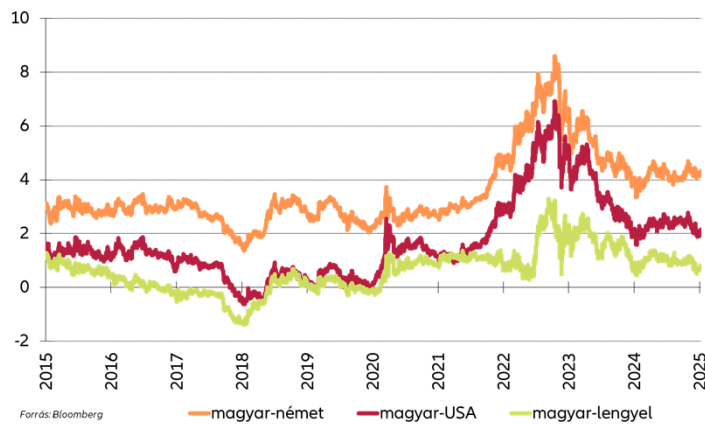
Kumulált államháztartási hiány (mrd)



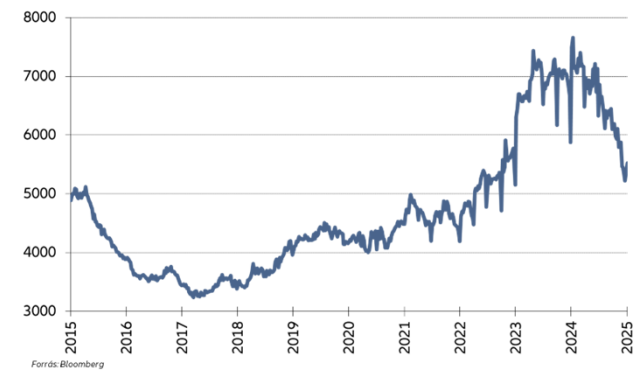
Állampapír hozammozgások



Nemzetközi összehasonlítás (10 éves futamidő)



Külföldiek HUF állampapír állománya (mrd)



RÉSZVÉNYPIACOK

3



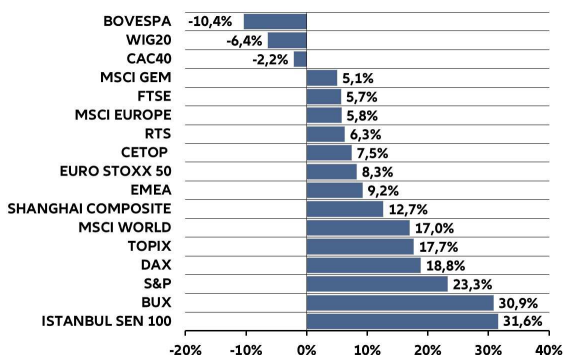


NEMZETKÖZI RÉSZVÉNYPIACOK

Az első félévben még főként az infláció alakulása és az AI sztori foglalkoztatta a részvénypiaci befektetőket. Az áprilisi korrekció is főként a (3,5%-ig év/év) megugró inflációnak volt betudható. Ezt követően azonban ismét süllyedésnek indult a pénzromlás üteme, ami a kedvező Q1-es profitszámokkal jó táptalajt adott az ismételt erősödésnek. Ez július közepéig kitartott a „Magnificent 7” cégek vezetésével. Ezek bár Q2-ben is nagyrészt hozták az egyre magasabbra ugró várakozásokat, a piac mégis óvatosabbá kezdett válni. Ezt közben tovább tetézték a beérkező gyengébb USA gazdasági adatok (pl. ISM manufacturing, munkaerőpiaci adatok). Végül a jemből finanszírozott carry trade pozíciók egy részének likvidálása (jelentős jen erősödés, BOJ kamatemelés hatására) minipánikban csúcsosodott ki a nemzetközi részvénypiacokon augusztus 5-én.

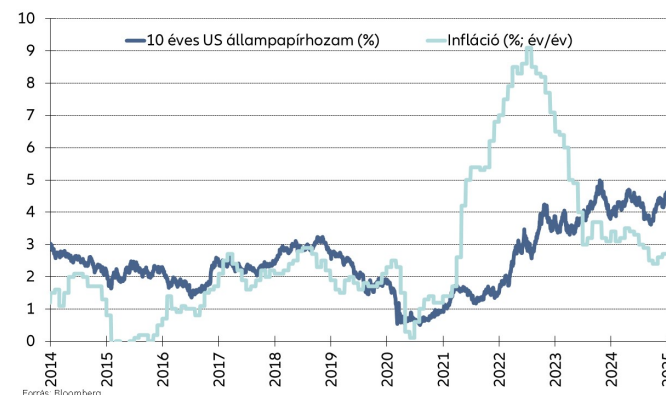
A BOJ ezt követően (látva a heves reakciókat) elkezdte megnyugtatni a piacokat, óvatosabb szigorítást ígérve a jövőben. Jackson Hole után pedig nyilvánvalóvá vált, hogy szeptemberben a FED kamatvágási ciklus is elindulhat. Ráadásul ez egyből 50 bázispontos csökkentéssel történt annak ellenére, hogy az USA növekedésben továbbra is csak enyhébb mérséklődés látszott. Ezt további kétszer (szeptember, december) 25 bázispontos mérséklés követte. Trump választási győzelme újabb lökést adott az USA részvényeknek, igaz év végére itt is elfogyott a lendület. Az ígért büntetővámok és a Trump-trade (erősödő dollár és emelkedő USA hozamok) hatására a többi régióban mérsékeltabb volt a hangulat. A sokasodó geopolitikai feszültségek (orosz-ukrán, a kínai-tajvani, izraeli-iráni konfliktus) továbbra is fokozott kockázatot jelentenek.

Részvényindexek teljesítménye 2024



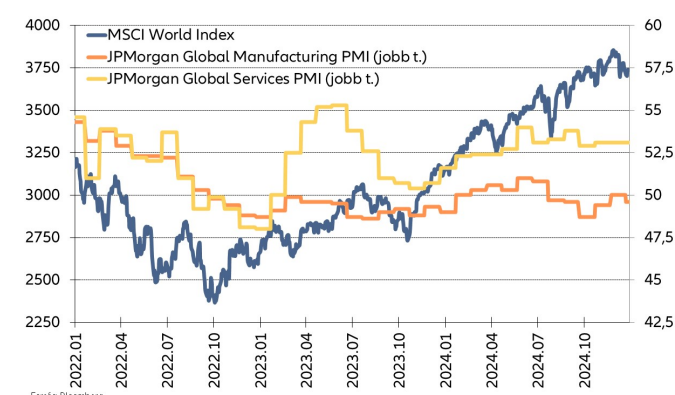
Forrás: Bloomberg

USA infláció és 10 éves állampapírhozam



Forrás: Bloomberg

MSCI World index és a globális PMI-k



Forrás: Bloomberg

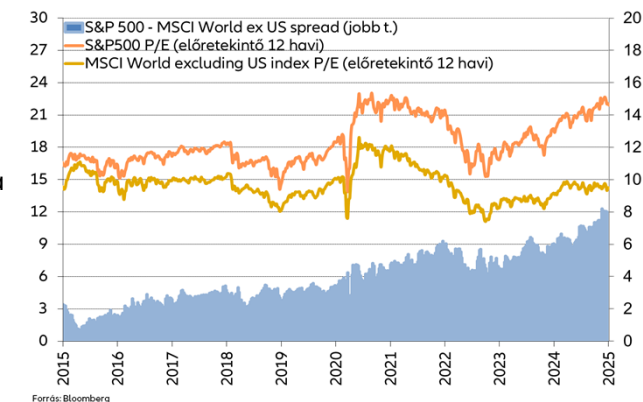


NEMZETKÖZI RÉSZVÉNYPIACOK - USA

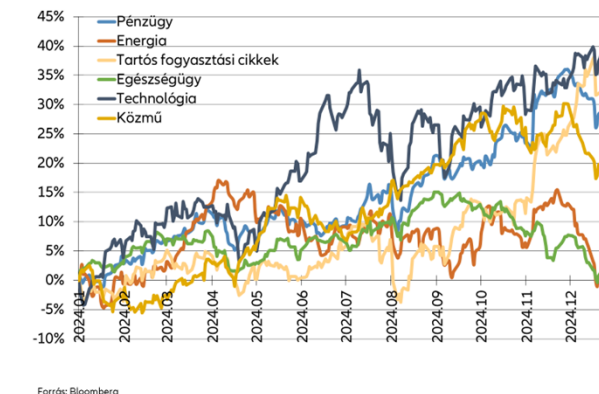
Az S&P 500 Q4-ben is tovább tudott erősödni(+2,1%), járt új historikus csúcson is (6.100 pont környékén). A teljes évet ezzel 23,3%-os pluszban zárta. Az USA elnökválasztást megelőzően ugyan látszott egy kis elbizonytalanodás, de Trump és a republikánusok magabiztos győzelmét követően szárnyalni kezdett az amerikai részvénypiac. Év végéhez közeledve azonban elromlott a hangulat, miután lejjebb jöttek a FED kamatcsökkentési várakozások 2025-re. Emellett az adóssághatár körüli szokásos politikai hercehurca sem javította a hangulatot. Mindemellett a Q3-as jelentési szezon most valamivel kisebb figyelmet kapott. A számok összességében kedvezően alakultak, az aggregált eredmény 6,8%-kal meghaladta a várakozásokat. A 12 havi eredményvárakozás is tovább növekedett, ennek ellenére a P/E alapú árazás 21,6 körül jár. Ez kb. 17%-kal a 10 éves historikus átlag feletti. Ennél is beszédesebb, hogy az MSCI World ex USA indexhez képest 55%-os a prémium.

A választási ígérek (vámok kivétele, adócsökkentés, dereguláció) a technológiai, a pénzügyi és a tartós fogyasztási cikkek szektorainak adták a legnagyobb löketet. Utóbbi esetében jelentős hozzájárulást nyújtott a Tesla szárnyalása (Q4-ben 54,4%). Ez nagyrészt Elon Musk kampányban mutatott aktivitásának és kormányzati szerepvállalásának köszönhető, hiszen lényegében az állami hatékonyság javításáért lesz felelős. Az olajszektor esetében mérsékelt volt az optimizmus. Itt a gyenge keresleti várakozások mellett attól félhettek a befektetők, hogy szabályozás enyhítése, a kitermelés drasztikus felfuttatása és a geopolitikai feszültségek esetleges enyhülése jóval alacsonyabb árfolyamot eredményezhet. A zöldenergia sosem volt Trump szívügye, az egészségügyi szektor esetében a beígért árcsökkentések aggasztják a piaci szereplőket. Scott Bessent (korábbi hedge fund manager) pénzügyminiszteri jelölését ellenben pozitívan fogadták. A piacokat jól ismerő szakember bár támogatja az adócsökkentési és vámkivételei terveket, de a gazdasági és piaci stabilitást helyezné előtérbe.

S&P 500 P/E és MSCI World USA nélkül P/E



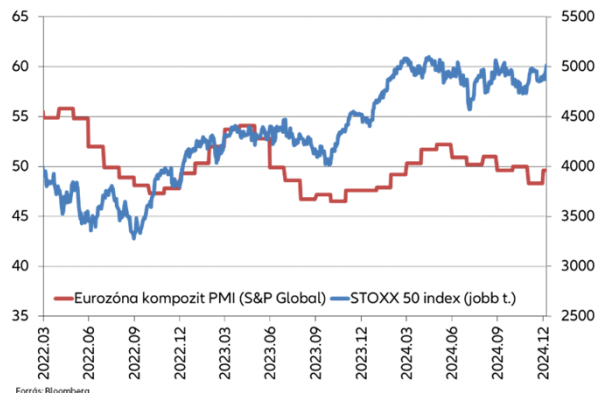
S&P 500 szektorok teljesítménye 2024





NEMZETKÖZI RÉSZVÉNYPIACOK - EURÓPA

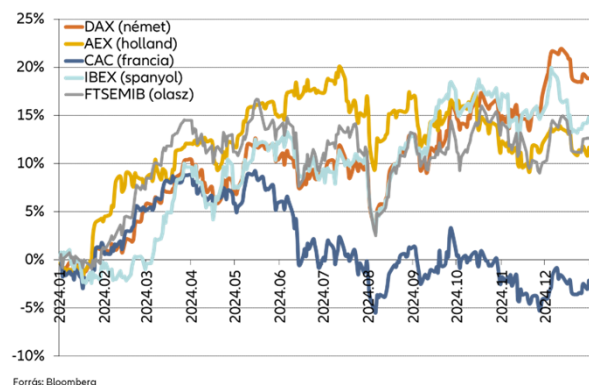
Eurozóna kompozit PMI és a Stoxx 50 alakulása



A Trump megválasztását követő gyengélkedést ugyan még november végétől követte egy felpattanás az eurózónás részvénypiacokon, ám év végéhez közeledve itt is mérséklődtek a teljesítmények. A DAX járt új historikus csúcson is, de végül nem sikerült 20.000 pont felett zárnia az évet. Összességében 3%-kal erősödött Q4-ben, miközben a Stoxx 50 (-2,6%) jóval gyengébb teljesítményt nyújtott. Ezzel rendre 18,9 és 8,3% lett a teljesítményük 2024-ben.

A gazdasági teljesítmény még mindig jóval gyengébb mint az USA-ban. A régió továbbra sem képes kikecmeregni a recesszió közeli állapotból. Az S&P kompozit PMI indexe május óta süllyedő trendben, továbbra is az 50-es határérték alatt (49,5) tanyázik. A magas energiaárak hátráltatják az ipart, a reálbér növekedés ellenére gyenge a fogyasztás, az exportpiacokat pedig a kínai lassulás sújtja. A vámháború tovább ronthat ezen. Az EKB kamatvágásai segíthetnek, de egy német költségvetési stimulus vélhetően hatásosabb lenne. Erre talán a februári előrehozott választást követően sor kerülhet. Hosszabb távon a Draghi-jelentésben foglaltak alkalmazása javíthatná a versenyképességi problémákat.

Főbb eurózónás indexek teljesítménye 2024



A német mellett a francia belpolitikai viszályok is tovább borzolták a kedélyeket. A bizalmatlansági szavazást követően kinevezett miniszterelnöktől (Francois Bayrou) várják a helyzet rendezését és a költségvetési megállapodást. A probléma súlyát jól szemlélteti, hogy november végétől „összeért” a görög és a francia 10 éves állampapírok hozama. Persze a részvénypiacokra is nyomást gyakorolt mindez, főként, hogy a francia indexben jelentős súllyal szereplő bankszektor megítélésére is rendkívül negatívan hatott. Emellett a másik jelentős szektornak számító luxuscikkgyártás is szenved a kínai kereslet lassulása miatt. Persze az ezer sebből vérző eurózónás autószektor sem rakja ki a polcra a 2024-es évet. A kínai gyárókkal vívott háborút tovább súlyosbíthatja, ha az amerikai vámok hatására még jobban elárasztják az európai autópiacot. Eddig a volumengyártók (Volkswagen, Stellantis) szenvedték meg legjobban a helyzetet. A Stoxx 50 index P/E alapú árazása továbbra is a 10 éves átlag környékén van, a DAX index kisebb mértékben (3,4%-kal) elrugaszkodott ettől. Az S&P 500-hoz mért diszkont egyik esetében sem változott jelentősen Q4 során.

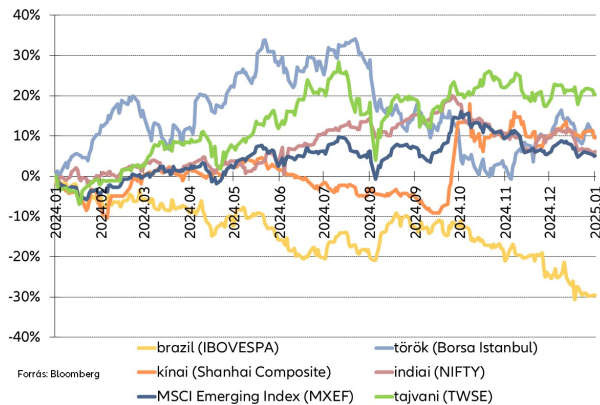


NEMZETKÖZI RÉSZVÉNYPIACOK - FELTÖREKVŐ

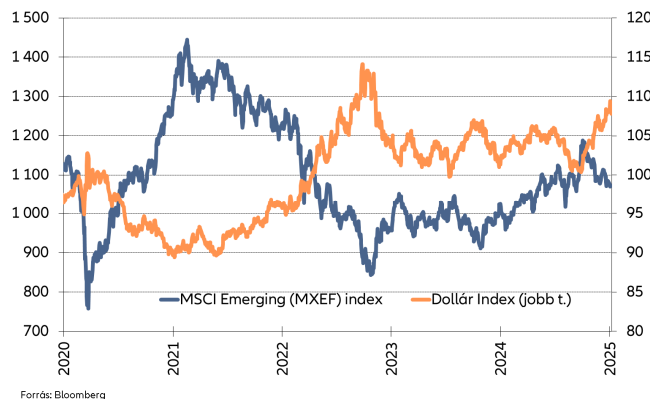
A globális feltörekvőpiaci index Q3-at még éves csúcsponton zárta, főként a kínai gazdaságélénkítő csomag bejelentésének köszönhetően. Q4-ben azonban 8,2%-kal süllyedt az értéke, 2024-et mindössze 5,1%-os erősődéssel zárta. A hangulatromlás több tényezőnek tudható be. A kínai stimulussal kapcsolatos kiábrándulás (mértéke elmarad a befektetők által várt 2.000-3.000 milliárd jüanos mértéktől) mellett Trump megválasztása is negatívum. További 10%-kal növelné a vámokat a kínai termékekre, míg Mexikóra 25%-os vámot vetne ki. Ráadásul a „Trump-trade” miatti heves dollárerősödés is jelentős ellenszét jelentett. A kínai vezetés további stimulusokkal próbálhatja a jövőben élénkíteni a defláció közeli gazdaságot. Elemzői várakozások szerint a kínai költségvetési hiány 2025-ben 4%-ig emelkedhet.

Q4-ben kezdetben a kínai gazdaságélénkítéssel kapcsolatos hírek és az Irán-Izrael konfliktus eszkalációja támogatták az olajárfolyamot. Felmerült, hogy Biden iráni olajlejtésmények elleni légitámadásokat engedélyezne. Ez az iráni olajexport mellett a Hormuzi-szorost is veszélyeztette. Erre 77 dollárig szárnyalt a WTI olaj hordónkénti ára. Később oldódott a geopolitikai feszültség (Izrael-Hezbollah tűzszünet). Emellett az olajkereslettel kapcsolatos gyenge várakozások és a felpörgő kínálat (pl. Líbia), valamint a dollár erősödése is az árak süllyedésének irányába hatott. Ezek hatására az OPEC+ 3 hónappal elhalasztotta az olajtermelés növelésére vonatkozó döntését.

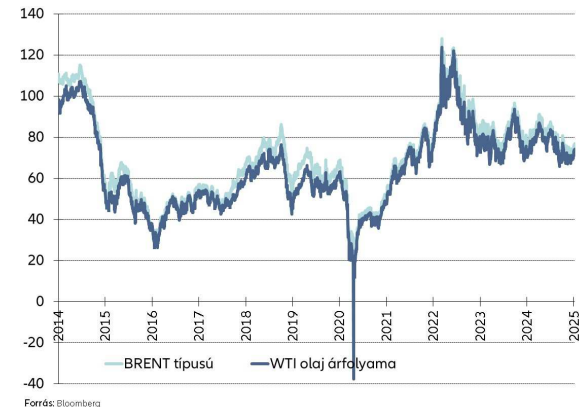
Feltörekvő piacok teljesítménye dollárban 2024



MXEF index és a dollár index alakulása



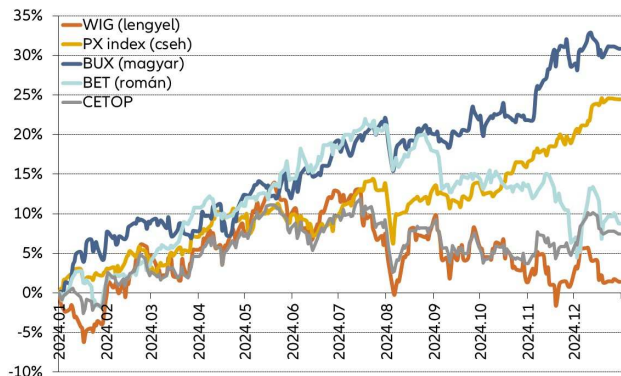
Olajárak alakulása (dollár/hordó)





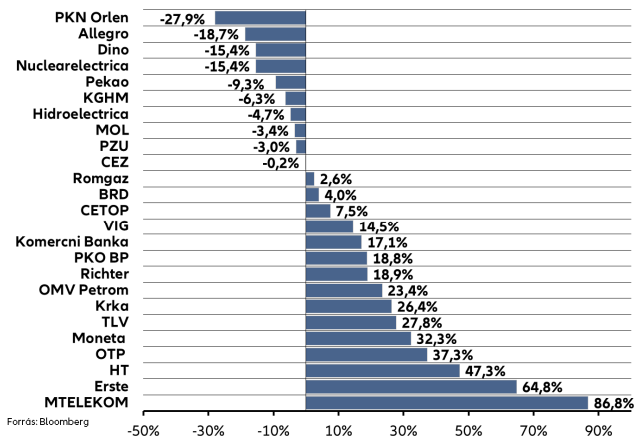
RÉGIÓS RÉSZVÉNYPIACOK

Régiós részvényindexek teljesítménye 2024



Forrás: Bloomberg

CETOP részvények teljesítménye 2024



Forrás: Bloomberg

Q4-ben nem teljesített túl acélosan a régiós CETOP index (1,5%), a teljes évet így végül 7,5%-os teljesítménnyel zárta. Bár a cseh és magyar index jelentősen emelkedett, ez kevés volt az üdvösséghez. A drágának számító román piac az egyre mélyülő politikai válság (érvénytelenített elnökválasztás és szélsőjobb előretörése) következtében gyengült. A régióban legnagyobbak számító lengyel börze sem brillírozott. A Donald Tusk vezette kormányváltást követő rali május végén kifulladt. Az ezt követő alulteljesítésben több tényező is közrejátszott. Nem segített, hogy bár ért el sikereket az új vezetés (pl. hozzáférnek az EU helyreállítási alaphoz), Andrzej Duda köztársasági elnök továbbra is keresztbe tesz ahol tud. Ráadásul Trump csapata is a korábban kormányzó Jog és Igazságosság pártjával (PIS) ápol erősebb kapcsolatokat. Az orosz-ukrán háborúval kapcsolatos Q4-es eszkaláció (nagy hatótávolságú amerikai rakéták bevetése, orosz nukleáris doktrína módosítása) is éreztette hatását a lengyel eszközárakon.

Előre tekintve talán kedvezőbb a kép. Az árazás továbbra is rendkívül vonzó, főként, hogy a választásokat követően a jelentős állami szerepvállalással rendelkező lengyel cégek menedzsmentjeibe piacbarát szakemberek kerülhettek. Ha Trump tényleg legalább mérsékelni tudná az orosz-ukrán konfliktust, az is jelentős felértékelődést hozhatna. Hosszabb távon az újjáépítésből is profitálhatnak a régiós cégek. A CETOP historikus és relatív árazása is vonzó továbbra is. A 10 éves átlaghoz és a fejlett piacokhoz mért diszkont is hatalmas.

Kiemelkedően teljesített Q4-ben a pénzügyi szektor. A hitelállományok növekedése és a magas kamatszintek segítettek ezt. A lengyel devizahiteles problémák peren kívüli kezeléséről jövőre talán végre tényleg megszülethet a végső megállapodás. A biztosítók esetében az árvizeket követően indokolatlanul nagyot estek az árfolyamok, később kiderült sok kockázat viszontbiztosításokkal fedezve volt. A lengyel retail szektor is elkezdett magára találni, miután a szereplők jól reagáltak a jelentős élelmiszerinfláció okán visszaeső kiskereskedelmi forgalomra. Az energiaszektor a növekvő költségek és szabályozói változások miatt került nyomás alá.

HAZAI RÉSZVÉNYPIAC



A BUX index Q4-ben ismét begyűjtötte a rakétákat (7,4%). A teljes évet nézve (30,9%) is impozáns a teljesítmény. Mindez sajnos nem a magyar gazdaság remeklésének tudható be, hiszen hazánk ismét technikai recesszióba süllyedt. A belföldi fogyasztás felpörgése és EU-s pénzek nélkül továbbra is szorított lehet a költségvetés helyzete a 2026-os választás közeledtével. A kockázatokat az árazási diszkont továbbra is hűen tükrözi.

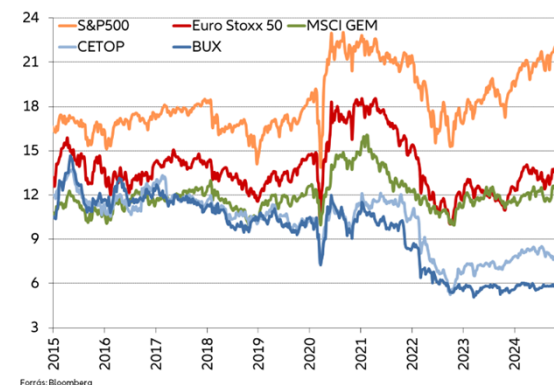
Az OTP (16,2%) Q4-ben is jelentősen hozzájárult a kiváló teljesítményhez. A Q3-as profit ismét várt felett alakult. Ez főként a hitelvolumen bővülésének és az egyéb bevételek megugrásának köszönhető. Ezzel már 826 mrd-nál jár a profit (Q1-Q3), a teljes évre várt 1.000 mrd felülteljesülhet. Kevésbé pozitív, hogy az extraprofitadó-terhelés mintegy 40 Mrd forinttal emelkedik jövőre.

A MOL (2,3%) is emelkedni tudott, de a teljes évben (még osztalékkal is) lemaradó volt. Q3-ban a kedvezőtlen fundamentumok ellenére (csökkenő olajár, brent-ural különbség, finomítói marzs) várt felett alakult a tisztított EBITDA. Ez a magas kitermelési volumennek és finomított termékértékesítésnek volt köszönhető. Év/év alapon azonban továbbra is visszaesés látszik. Az árbevétel arányos különadó és a bányajáradék is megszűnik 2025-től. Szlovákia ellenben új szolidaritási adót vetne ki 150-200 m dollár közötti értékben. Az orosz olajjal kapcsolatos ellátási aggodalmak sem csitulnak, várhatóan csak 2026 végére tudnak erről leválni.

A Richter (-5,4%) is némileg elgyengült a 11.420 forintos historikus csúcs elérését követően. Ez inkább csak átmeneti megtorpanás lehet, hiszen a fundamentumok továbbra is erősek. A bevétel és a tisztított EBIT is várt felett alakult Q3-ban. A lentebbi sorokat egyszeri tételek húzták le, amit a Q4-es forintgyengülés ellensúlyozhat.

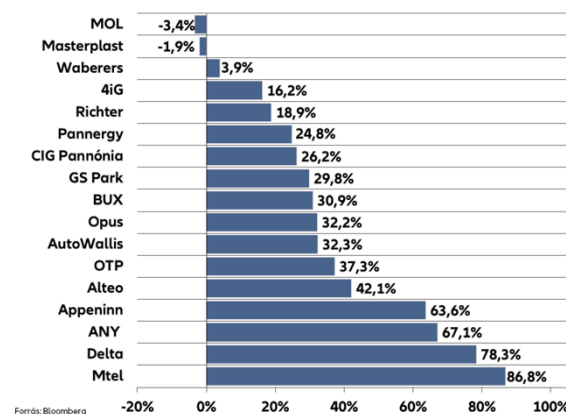
Az Mtel (21,3%) töretlenül tör előre. Folytatódott a jelentős bevételnövekedés (inflációkövető díjkorrekció), miközben a költségek csak mérsékeltebben növekedtek. Ezzel a profit 45,9 mrd (+86,4%-kal év/év) forintra ugrott. A menedzsment 150 mrd forintos eredményt vár 2024-re.

Részvényindexek előretekintő 12 havi P/E árazása



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 kisebb tételeket vettünk még, mivel a floaterek kedvező árfolyamtrendbe kerültek.
- DKJ-kban a negyedév elején még vevők voltunk, az októberi lejáratok és év végén jellemzően megugró keresletre számítva.

„Feláras” kötvények

- A negyedévben a portfólió ezen része nem változott lényegesen.

„Zöld” kibocsátások

- A negyedév során kissé tovább növeltük a zöld állampapírok állományt.

Részvények

- A negyedév során folyamatosan voltak egyedi értékpapírkiválasztásaink a régiókban, melyet enyhe felülsúlyban tartunk a portfóliókban.
- A globális részvénypiacon számottevő pozíciót ezúttal nem vállaltunk. Benchmark súlya közelében tartottuk az amerikai, az európai és a feltörekvő piaci részvényeket is.

EGYÉB TÁBLÁK, ADATOK, INFORMÁCIÓK

4





ALACSONY MINŐSÍTÉSŰ HITELVISZONYT MEGTESTESÍTŐ ÉRTÉKPAPÍROK PORTFÓLIÓNKÉNT 2024.12.31-ÉN

Alacsony minősítésű hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok 2024.12.31-én			
Portfólió	Értékpapír megnevezése	Névérték	Minősítés oka

Nincs ilyen értékpapír



SFDR, SFDR RTS ÉS TAXONÓMIA RENDELET SZERINTI JELENTÉS 2024. 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.