

# VAGYONKEZELŐI BESZÁMOLÓ

## ALLIANZ ÖNKÉNTES NYUGDÍJPÉNZTÁR

2020. II. NEGYEDÉV

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

2020.07.10.





# TARTALOM

**1**

**BENCHMARK HOZAMOK ÉS TELJESÍTMÉNYEK**

**2**

**MAKROGAZDASÁGI ÖSSZEFOGLALÓ**

**3**

**RÉSZVÉNYPIACOK**

**4**

**HITELVISZONYT MEGTESTESÍTŐ  
ÉRTÉKPAPÍROK MINŐSÍTÉSE**

**5**

**UTÓLAGOS KÖLTSÉGTÁJÉKOZTATÓ**

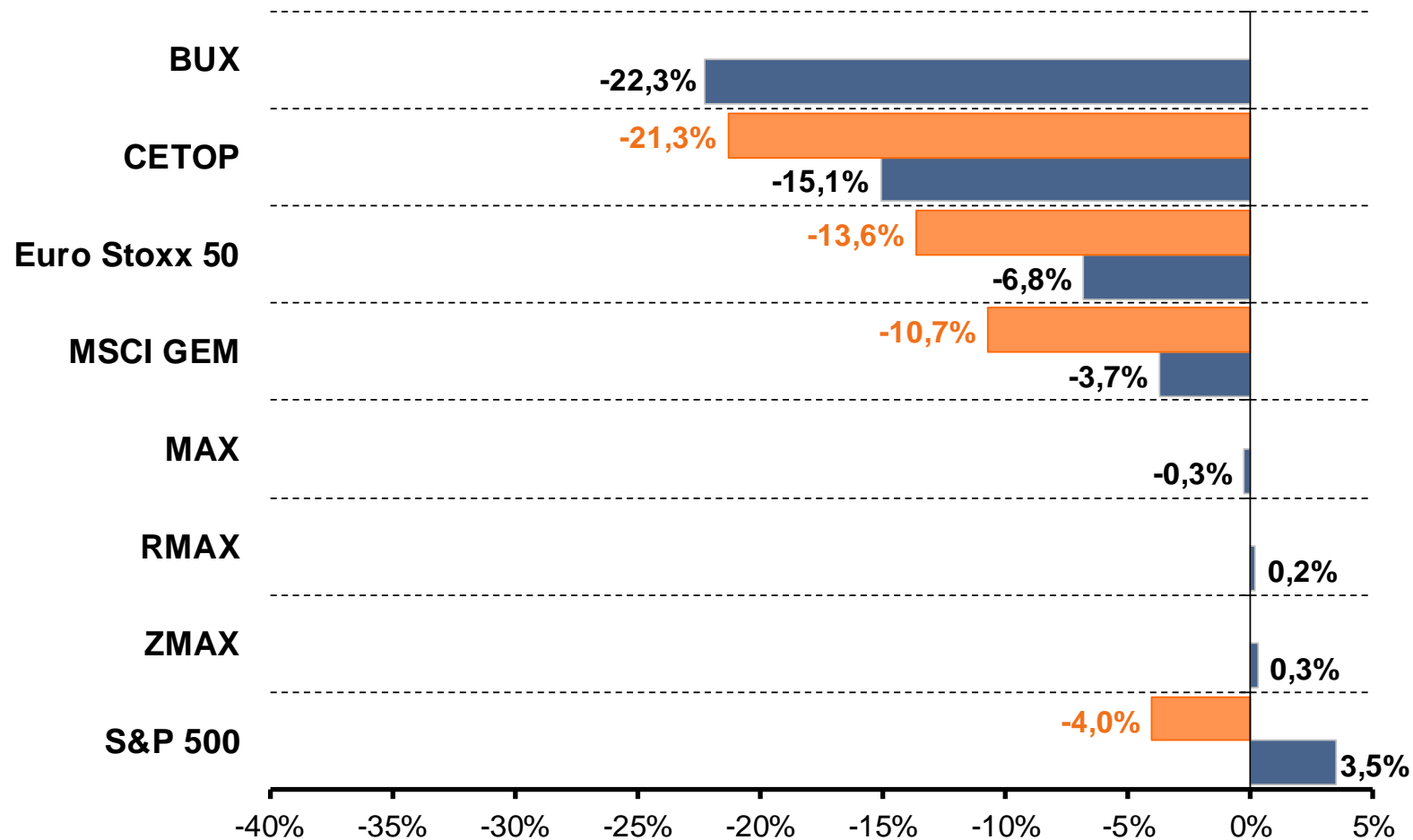
# BENCHMARK HOZAMOK ÉS TELJESÍTMÉNYEK

# 1





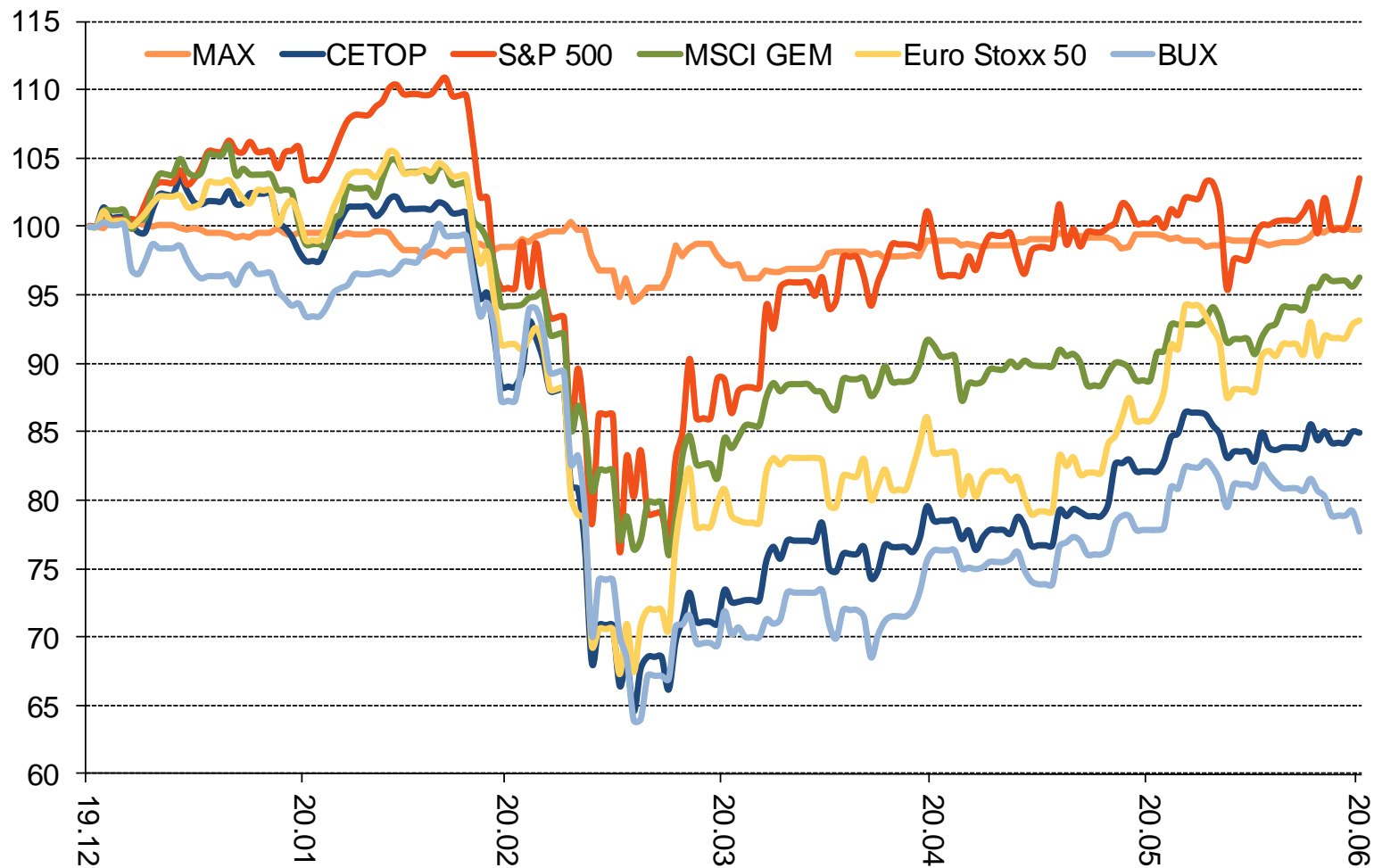
# FŐBB INDEXEK TELJESÍTMÉNYE 2020 YTD (HUF ÉS SAJÁT DEVIZA)



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő



# FŐBB INDEXEK ALAKULÁSA 2020 YTD (HUF)



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

MAKROGAZDASÁGI  
ÖSSZEFOGLALÓ

2





# USA GAZDASÁGI ADATOK

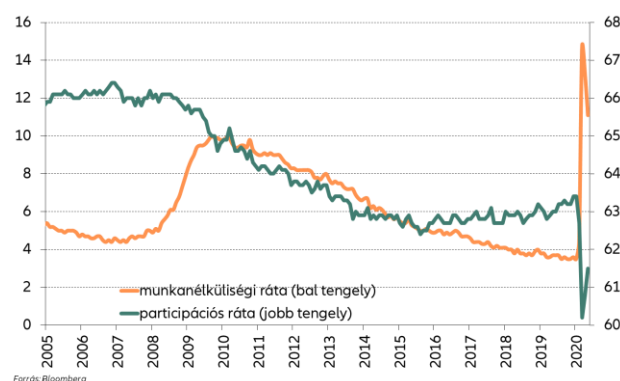
- Az USA gazdasága 2020. első negyedében évesítve 5%-os csökkenést mutatott, míg az előző negyedévre vonatkozóan még 2,1%-os bővülésről beszéltünk. A következő negyedév sem ígérkezik szépnek, de az első becslésre július végéig még várni kell. A kiskereskedelem és az ipari termelés márciusban már érezhetően visszaesett, de igazából április volt a drámaibb, kétszámjegyű negatív lett az adat. Májusra mindkettő statisztika már pozitív tartományban volt, sőt a fogyasztás májusi bővülése nagyjából ellensúlyozta az áprilisi visszaesést. A Bloomberg által megkérdezett elemzők 07.07-én 5,5% körüli reál GDP csökkenést jósoltak 2020-ra. Látszik, hogy a V-alakú kilábalás egyre valószínűtlenebb, áprilisban ez az adat még 3% volt.
- A munkanélküliségi ráta áprilisban rekord léptékkel 14,7%-ra ugrott. Az újonnan munkanélküli segélyekért jelentkezők száma az április eleji közel 7 millió főről (heti adat!) csak lassan csökkent, a jelen sorok írásakor is még 1,5 millió körül van. Viszont úgy néz ki, jelentősek voltak a felvételek is, mert a tartósan munkanélküliek száma májusban már csökkenésnek indult és a májusi munkanélküliségi ráta is a várt további jelentős romlás helyett javult, míg júniusra már 11,1%-ra mérséklődött. Ez azonban még mindig nagyon magas a korábbi válságokkal is összemérve.
- Az infláció, mint ahogy válságok során megszokhattuk, beszakadt. A májusi évesített adat 0,1% lett, a PCE magindex 1%-ra ért. Az olajáresés hatása az elmúlt hónapok emelkedése után már kezd kiárazódni, viszont a járvány miatti kereslet-csökkenés még hat. Érdekes kérdés az agresszív monetáris politika hatása, ez hosszabb időtávon emelheti az indexeket.

USA reál GDP növekedése

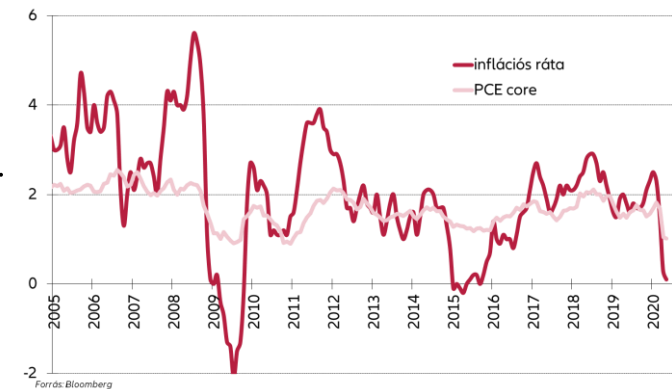


Vagyonkezelői beszámoló | Allianz Alapkezelő Zrt. |  
© Copyright Allianz 2020. július 10.

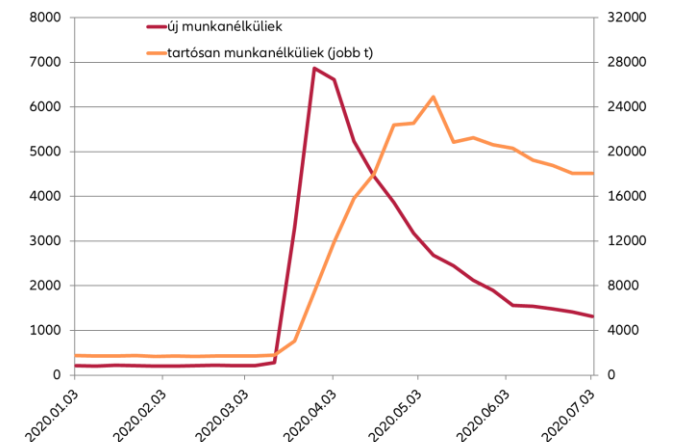
USA munkaerőpiac



USA infláció

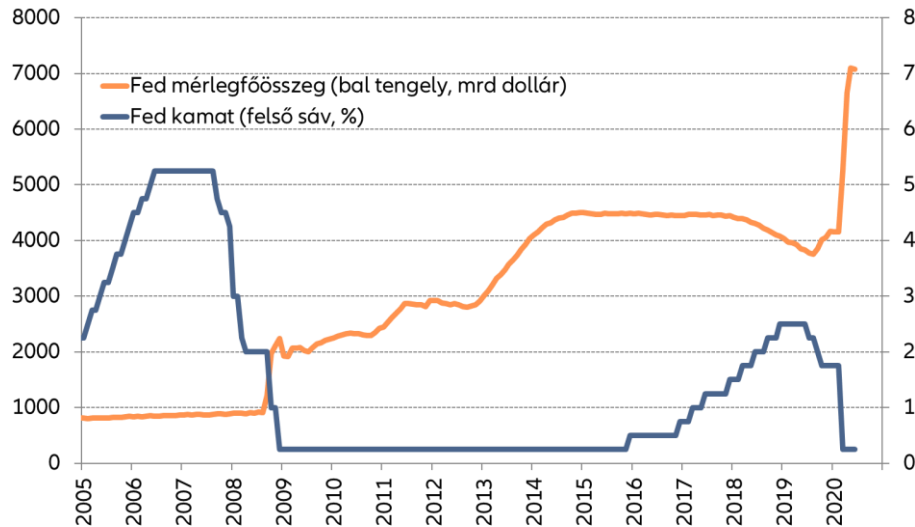


Munkanélküliségi segélyért jelentkezők száma



# USA – MONETÁRIS POLITIKA

USA monetáris kondíciók



Forrás: Bloomberg

- 2019-ben már a kereskedelmi háborús feszültségek és a globális gazdasági lassulás hatására megfordult a Fed szigorítási ciklusa. A gyorsan terjedő világjárvány ugyanakkor drasztikusan rontotta a kilátásokat, a döntéshozók pedig láthatólag gyorsan felismerték: egy mély gazdasági és pénzügyi válság következhet be pillanatok alatt. Nem is várt a Fed a döntéssel a következő FOMC ülésig, hanem már 03.03-án 50 bázispontos kamatváltásról határozott, melyet hamarosan újabb 100 bázispont követett. Ezzel gyakorlatilag 0-ba vágta a Fed a rövid kamatokat. Ezt követően már nem volt további kamatcsökkentés, mivel a Fed láthatólag tart a negatív kamatok káros mellékhatásaitól, és mielőtt a kamatokat negatív tartományba vágná, más eszközökkel igyekszik biztosítani a laza monetáris környezetet.
- A Fed 2017 őszén határozott mérlege fokozatos leépítéséről, azonban ez 2019 közepén, a korábban vártnál hamarabb befejeződött. Az év végével már kincstárjegyek vásárlásába kezdtek, azonban ezt kommunikációban igyekeztek a korábbi QE-ktől elhatárolni.
- A járvány hatására 03.15-én döntött a Fed az eszközvásárlás (QE) újraindításáról, magas keretösszegek meghatározásával, egy hétre rá ugyanakkor már gyakorlatilag korlátlanra vált a program. A vásárolható eszközök körét is kiterjesztették, így többek közt önkormányzati, kereskedelmi ingatlan fedezetű és vállalati kötvényekre.
- A júniusi kamatdöntő ülésen frissítette a Fed a döntéshozók várakozásairól készített táblázatát. Ez azért érdekes, mert erre negyedévente kerül sor, és a márciusi alkalommal még kevésbé látszott a járvány hatása. A GDP ez alapján idén 6,5%-ot csökkenhet, míg jövőre 5%-os emelkedés jöhet. A munkanélküliség valamivel 9% felett alakulhat 2020-ra, míg 2021-re 6,5% közelében lehet. Az inflációs magindexet a döntéshozók év végére 1%-ra becsülik, ami jövőre fél százalékponttal emelkedhet. Ami talán a legérdekesebb volt, hogy a kamatok a 0-0,25% sávban várhatók 2022 végéig.
- A júniusi ülés másik fontos mozzanata, hogy a Fed vállalta, hogy a következő hónapokban a jelenlegi eszközvásárlási ütemet legalább tartják (ami kb. 80mrd állampapír és 40mrd MBS, de márciusban napi 75mrd állampapírvásárlásra is volt példa).

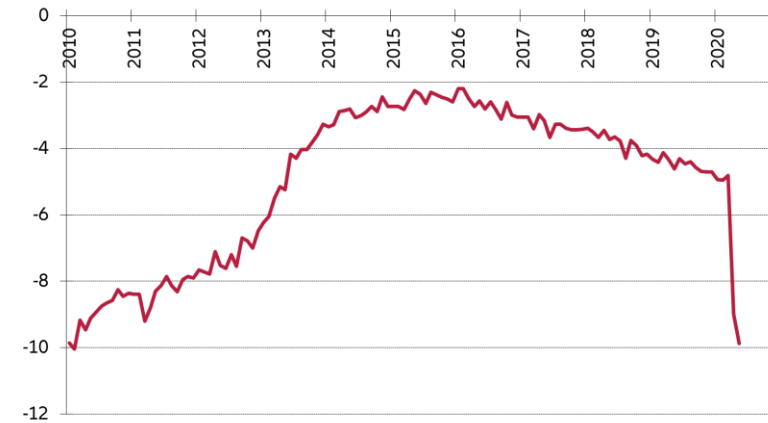




# USA ÁLLAMPAPÍRPIAC

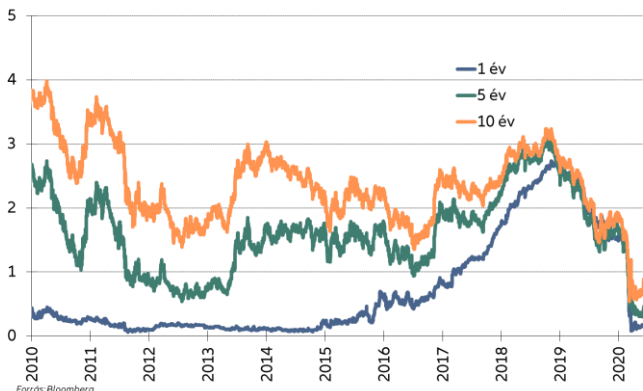
- A monetáris mellett a fiskális politika is válságkezelő üzemmódba kapcsol, és az amerikai szövetségi kormányzat is jelentős költségekbe kezdett márciusban. A hatalmas kiadási intézkedések ugyanakkor a növekvő állampapír-kibocsátás ellenére sem okozták az állampapír-hozamok felfelé tolódását, hiszen a Fed monetáris lazítása jelentősen növelte a keresleti oldalt.
- A 10 éves USA államkötvény hozama így rekord szintre 0,5% közelébe esett márciusban, a rövid lejáratok (pl. 3 hónap) negatív tartományban is jártak. Ezt követően már nagy mozgásokat nem láttunk a 2. negyedévben, a március végi és a júniusi záró hozamgörbe szinte megegyezik, meredeksége pozitív, tehát jelentős további kamatvágások ebből nem olvashatók ki.
- A Fed egyelőre hivatalosan nem vezette be a hozamgörbe megcélzását (yield curve targeting) a japán jegybank mintájára, de ha az utóbbi hónapok hozammozgásaira ránézünk, akkor a gyakorlatban valami hasonlót látunk (annál is inkább, mert közben az eszközvásárlások üteme időben változott).

USA szövetségi deficit/GDP (gördülő, %)



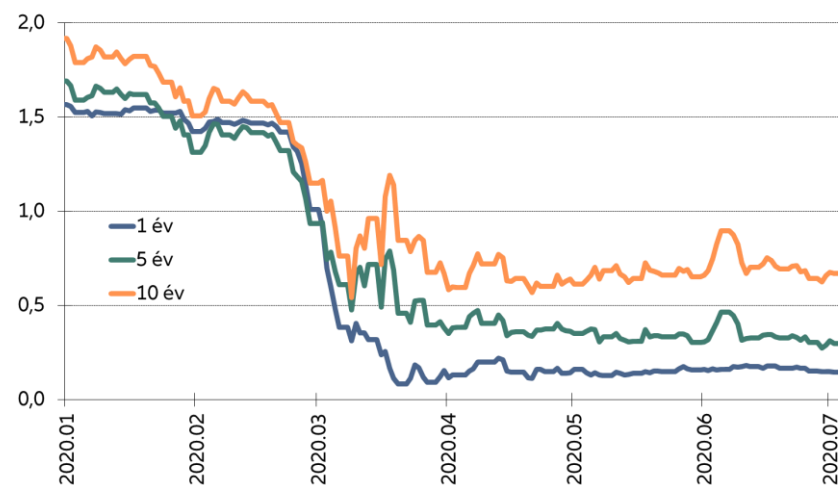
Forrás: Bloomberg

Állampapír hozammozgások



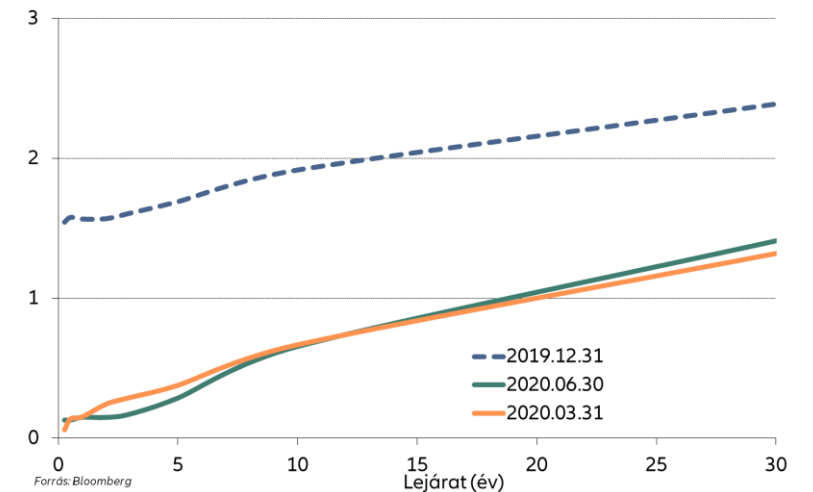
Forrás: Bloomberg

Állampapírpiac 2020-ban



Forrás: Bloomberg

Hozamgörbe

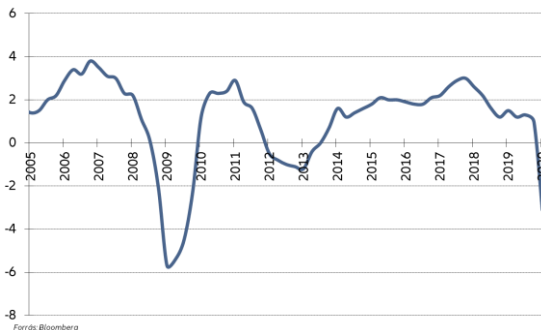


Forrás: Bloomberg

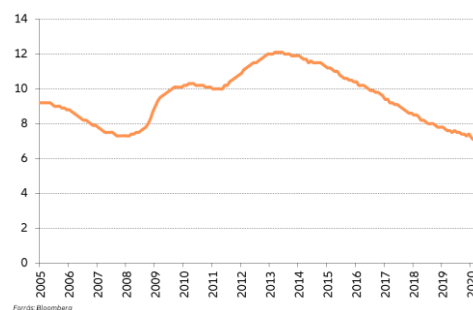
# EURÓZÓNÁS GAZDASÁGI ADATOK

- Az eurózána gazdasága 2019-ben még fel tudott mutatni egy 1%-os éves növekedést, de 2020 első negyedéve az előző év azonos időszakához képest már 3,1%-kal alacsonyabb lett. Az előző negyedévhez képest 3,6% a csökkenés. Első pillantásra ez jobbnak tűnik, mint amit az USA esetében írtunk (-5%), de ezt csak a GDP adatok közlésének eltérő hagyománya miatt lehet így: ha az EU adatát évesítenénk, akkor látszik, hogy az eurózána gazdaságokat sokkal jobban megviselte a járvány az első negyedévben. Németország 2% körüli negyedéves (nem évesített) csökkenéssel a jobbak közé sorolható, az olasz gazdaság ugyanakkor egy negyedév alatt 5,3%-ot zuhant. Előre tekintve a frissebb Bloomberg által gyűjtött előrejelzések jelentős, 8% körüli gazdasági visszaesést várnak 2020-ra az eurózána vonatkozóan (negyedéve még csak 5%-ot írtunk), míg Olaszországban jó eséllyel kétszámjegyű lesz ez az érték. Az eurózána kiskereskedelem májusban az előző két hónap kétszámjegyű havi esése után magára talált, és így az egy évvel korábbi értékhez képest csak 5% elmaradás látszott. Az ipari termelésre még nincs májusi adat, de ott könnyen lehet, hogy az USA-hoz hasonlóan nem volt még ekkora korrekció.
- Az eurózána munkanélküliségi ráta lassú mérséklődése februárig még kitartott, akkor 7,3%-ra ért. Minden biztonnyal ez egy lokális minimum lesz, és könnyen 10% közelébe érhet megint, mint az előző válságban. Spanyolországban már látjuk a munkanélküliség változásának márciusi számát, ami meghaladta a 300 ezer főt, aminél az április csak egy hajszállal volt jobb, miközben a 2008-2009-es csúcsértékek havi 200 ezer körül megálltak.
- Az infláció a válság hatására az eurózánaiban is beszakadt, és májusra évi 0,1%-ra ért, az olajár májusi emelkedése júniusban is tartott, így nem teljesen meglepő, hogy a júniusi (még csak előzetes) adat árnyaltnyival magasabb, 0,3% lett. A magindex kicsivel 1% alá került.

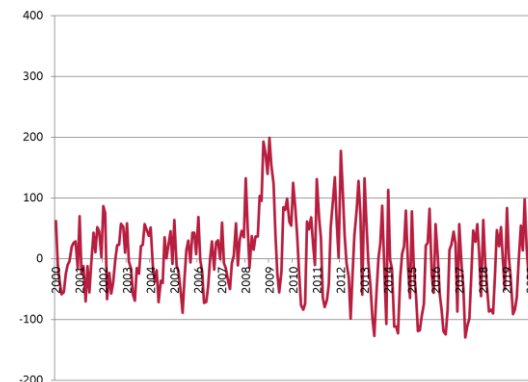
Eurózána reál GDP növekedés



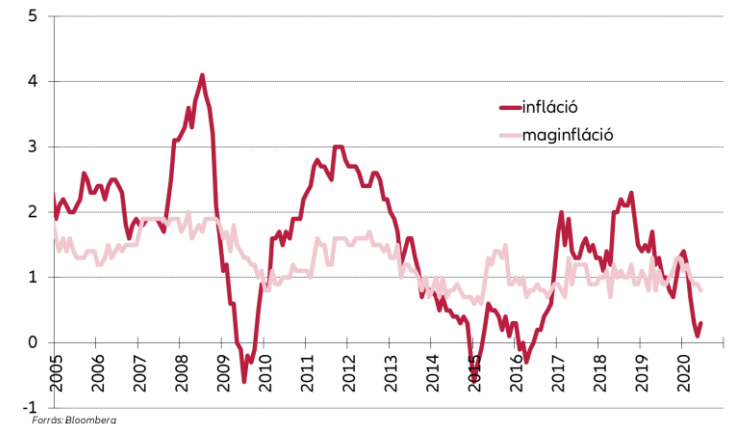
Eurózána munkanélküliségi ráta



Spanyol munkanélküliség változása



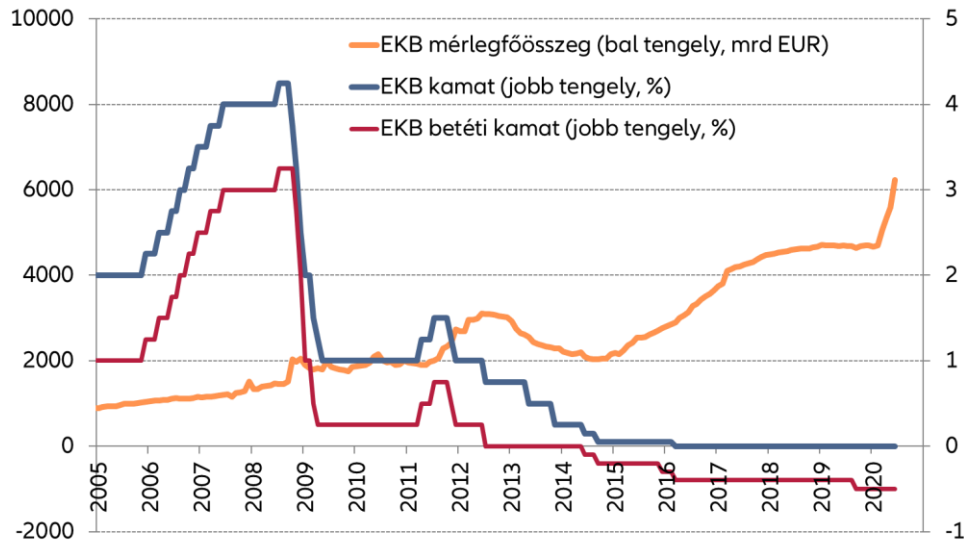
Eurózána infláció





# EKB – MONETÁRIS POLITIKA

EKB monetáris kondíciók



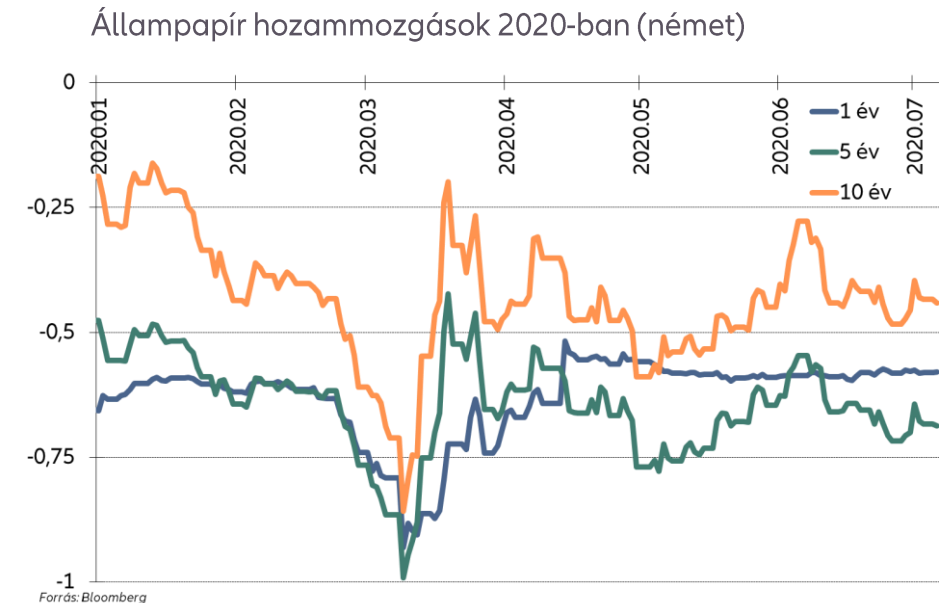
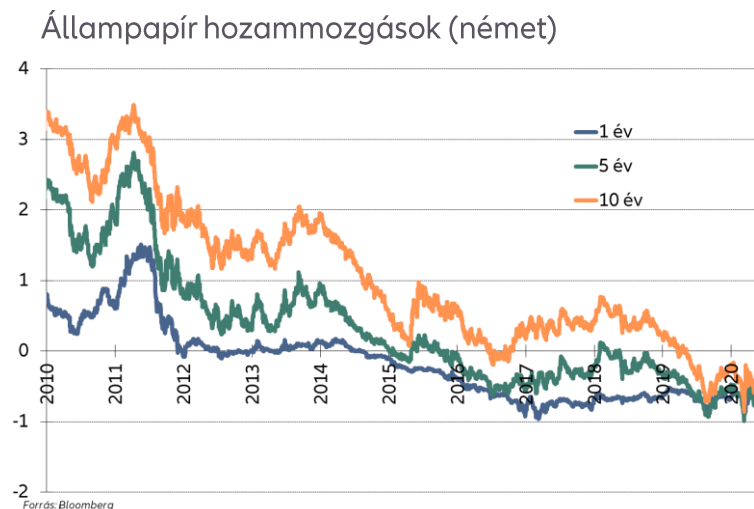
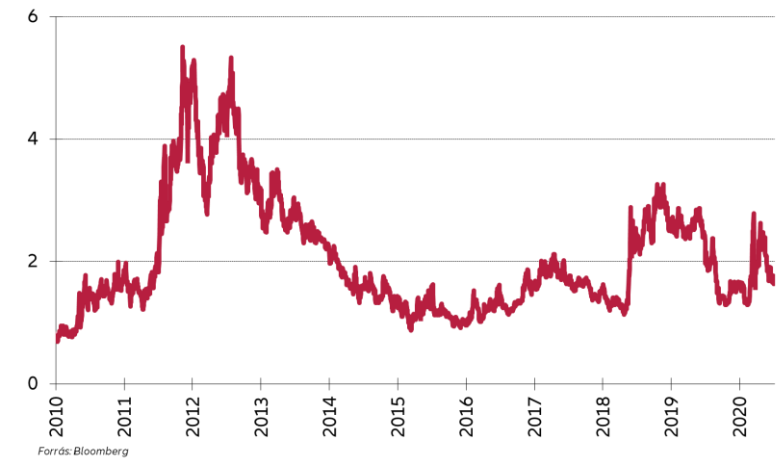
Forrás: Bloomberg

- Március 12-én az EKB is lazítást jelentett be, de ez nem a betéti ráta vágásában nyilvánult meg, feltehetőleg a bankrendszerre gyakorolt negatív hatás miatt. Kedvezőbb irányba módosították ugyanakkor a kedvezményes kamatozású hosszú lejáratú hitel (TLTRO) kamatkondícióit. Ezt tovább „faragták” az áprilisi kamatdöntő ülésen, így akár -1% kamattal is elérhető lesz az aktívan hitelező bankok számára. Egy új kifejezetten válságkezelésre indított hiteleszközt (PELTRO) is létrehozta.
- Ezen felül márciusban egyszeri 120 milliárd QE összegről döntöttek, majd mivel a lépések láthatólag nem győzték meg a piacokat (az európai állampapír-hozamok jelentősen emelkedtek), hamarosan újabb 750 milliárd eurós kötvényvásárlást hirdettek (PEPP), amely állampapírokra és vállalati kötvényekre is irányul, és az országok közötti allokáció is szabadabb mint az eddigi QE-k esetében volt.
- Júniusban az EKB is frissítette a gazdasági előrejelzéseket. Az idei évre 8,7% GDP csökkenést várnak, amit jövőre 5,2% bővülés követhet. Az infláció 2020-ban 0,3%, míg 2021-ben 0,8% lehet. Az új várakozásokkal is megtámogatva a Kormányzótanács a PEPP 600 milliárdos kibővítése mellett döntött, így a keret 1350 milliárd forintra duzzadt, ami a korábbi 120 milliárdos egyszeri és a havi 20 milliárd havi összegben felül értendő. A PEPP időhorizontjáról eddig annyit tudtunk, hogy legalább év végéig tart, ezt is fél évvel kitölték.
- Fontos figyelni arra, hogy a Német Alkotmánybíróság májusban megkérdőjelezte az EKB eszközvásárlásait. A német alkotmánybírók álláspontja szerint a vásárlások nem voltak szükségesek az EKB célja (inflációs cél elérése) szempontjából. Ennek cáfolatára 3 hónap áll rendelkezésre (augusztusban jár le). A dolog azért érdekes, mert egy tagállami bírói szerv kérdőjelez meg egy uniós szintű intézkedést. Nem valószínű kimenetel, de szélsőséges esetben a német alkotmánybírók eltilthatják a Bundesbankot az EKB eszközvásárlásokban való részvételtől, ami alapvetően ingathatja meg a bizalmat végső soron magában az euróban. A kérdés elsimítása több szalon is folyik.

# EURÓZÓNÁS ÁLLAMPAPÍRPIAC

- A gazdaság lassulása már 2019-ben jelentős német hozamcsökkenést idézett elő. Ez gyorsult be miután egyre rosszabb hírek jöttek a járvánnyal kapcsolatban. Igazi zuhanást március elején láttunk, amikor a világ jegybankjai egymásra lícitáltak a lazítási lépésekben. A 10 éves államkötvény hozama 03.09-én -0,9%-re ért napon belül. Ezt követően, ahogy a költségvetési tervek miatti magasabb kibocsátásokat is bekalkulálták a befektetők, az EKB kezdeti lépéseivel kapcsolatban pedig csalódottak voltak, visszaemelkedett a hozam, majd a második negyedévben már kisebb mozgásokat láttunk.
- A perifériaként emlegetett olasz és spanyol kötvénypiacokon más volt a helyzet, mint a menekülőeszközként tartott német bund esetében. Elmaradt a március eleji rali, majd március közepén a globális kockázatkerülés és a lokális vírushelyzet (gazdasági aktivitásra, költségvetésre gyakorolt hatások) miatt jelentős hozamemelkedést szenvedtek el. Természetesen nem csak az abszolút hozamszintek, hanem a némethez képest a spreadek is tágultak. Később az EKB újabb kötvényvásárlási programjának (PEPP) meghirdetése és feltételeinek lazítása hírére megfordult a folyamat, ereszkedtek a hozamok, szűkültek a spreadek.

A 10 éves olasz és német államkötvények hozamkülönbsége





# AZ ÚJ TÍPUSÚ KORONAVÍRUS TERJEDÉSE

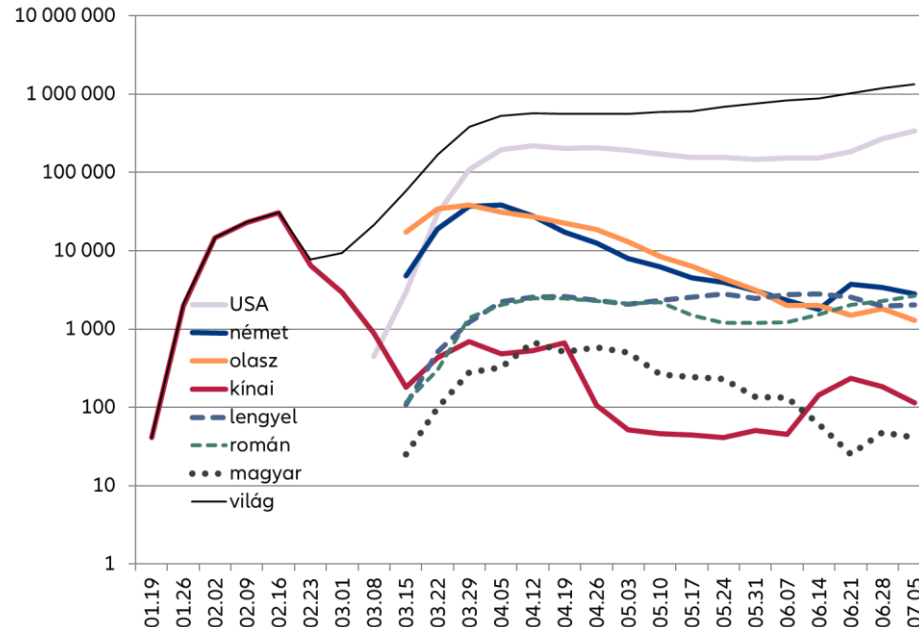
- A koronavírus gyors terjedése Kínában kezdődött, majd a világ többi részén is megjelent. Márciusban a WHO világjárvánnyá is nyilvánította a megbetegedést.
- Kína igen drasztikus módon zárta le a fertőzött területeket, korlátozta az emberek szabad mozgását. Ezért február végére már jelentősen csökkentek az új megbetegedések, és népszerűságon a jelentett kumulált megbetegedésszám alacsony maradt. A fokozatos újranyitást követően a gazdaság is elkezdhetette a kilábalást.
- Európa, majd az USA lett a következő gócpont. Az öreg kontinensen belül a déli államok, különösen Olaszország volt leginkább érintett, az egészségügyi rendszer túlterhelődött, és így ott voltak szükségesek a legszigorúbb korlátozó intézkedések. Németország kevésbé volt érintett. A régióink pedig meglehetősen jól átvészelte eddig a megbetegedést.
- Július elején az európai új esetszámok mérsékeltek, bár több országban is újból növekedésnek indultak, van ahol ismét jelentős a fertőzésszám változása. Erre sajnos a régióinkban is több példát hozhatnánk (Románia, Ukrajna, Szerbia, hogy csak párat említsünk). Ami a világgazdaság szempontjából fontos, hogy az USA megbetegedések jelenleg is gyorsulva nőnek.

Az USA, kínai és német részvények relatív teljesítménye



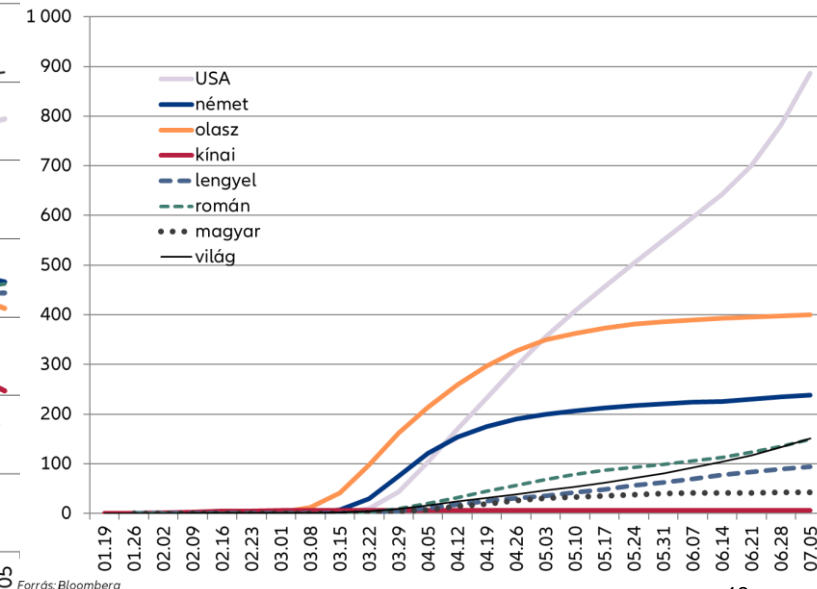
Forrás: Bloomberg

A heti új megbetegedések száma az egyes országokban



Forrás: Bloomberg

100 ezer lakosra jutó megbetegedések (kumulált)

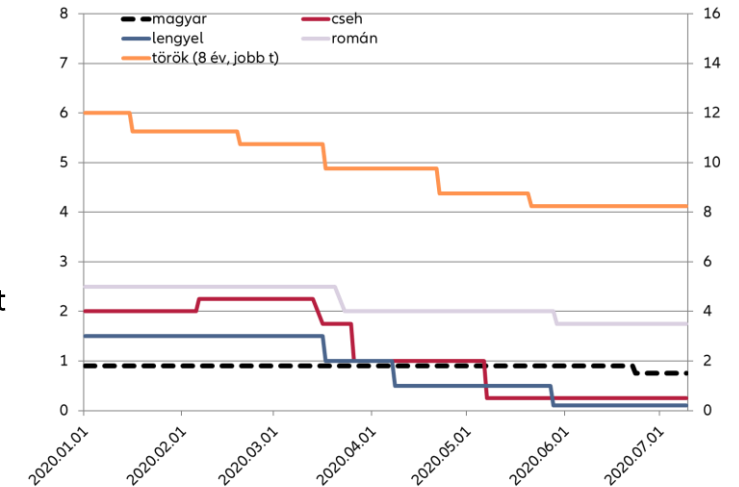


Forrás: Bloomberg

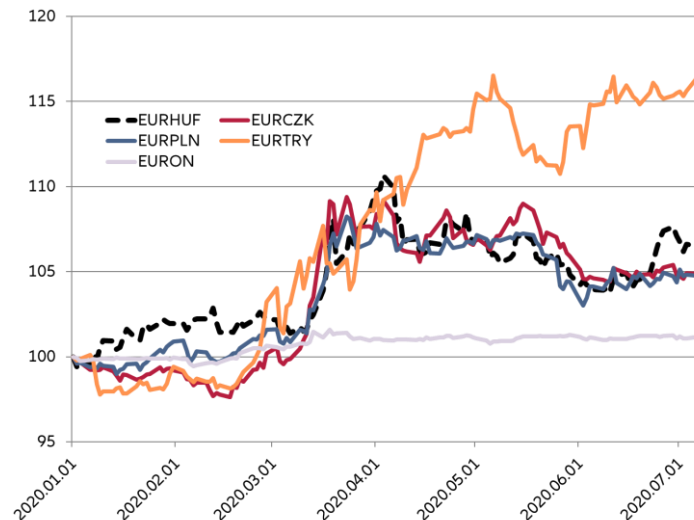
# RÉGIÓS PIACOK

- A **lengyel** jegybank 03.17-én 50 bázisponttal, 1%-ra csökkentette az alapkamatot és állampapír-vásárlást is hirdetett. Április elején újabb 50bp-os lépésben csökkentették a kamatot, amellyel Lengyelország lett a világ legnagyobb negatív reálkamatot fizető országa. Május végén a piacokat meglepve 0,1%-ra vágta a kamatot. A kormányzat márciusban a GDP 10%-ára rúgó átfogó csomagot jelentett be, amit később bővítettek.
- A **cseh** jegybank 03.16-án 50bp-tal, majd 03.25-én újabb 75bp-tal csökkentette az irányadó kamataát. Megteremtették a lehetőségét az állampapír-vásárlásoknak is. Május elején újabb 25bp-os lépéssel az alapkamat 0,25%-ra ért. A bejelentett cseh kormányzati program a GDP közel 20%-ára rúg, nagyobb részben garancianyújtást tartalmaz.
- A **román** nemzeti bank márciusban 50bp-os vágást hajtott végre, és államkötvény-vásárlásról is született döntés. Május végén egy újabb 25 bázispontos lépés után 1,75%-ra került az alapkamat. A román költségvetésnek kisebb volt a mozgástere, így költségvetési csomag sem éri el a régiós szintet.
- **Törökország** már a COVID járvány elterjedése előtt is kamatcsökkentésbe kezdett, amit a válságban folytattak: március-április 100-100bp mértékben, májusban még 50bp, így 8,25%-ra ért a kamatszint.
- Általánosságban azt látjuk, hogy a régiós devizák és kötvényhozamok márciusban jelentősen gyengültek (itt Románia kivétel a magas alapkamat és kötvényhozamok miatt), ezt követően ugyanakkor egy megnyugvást láthattunk a piacokon (itt Törökországot mondhatjuk kivételnek az agresszív kamatvágások miatt).

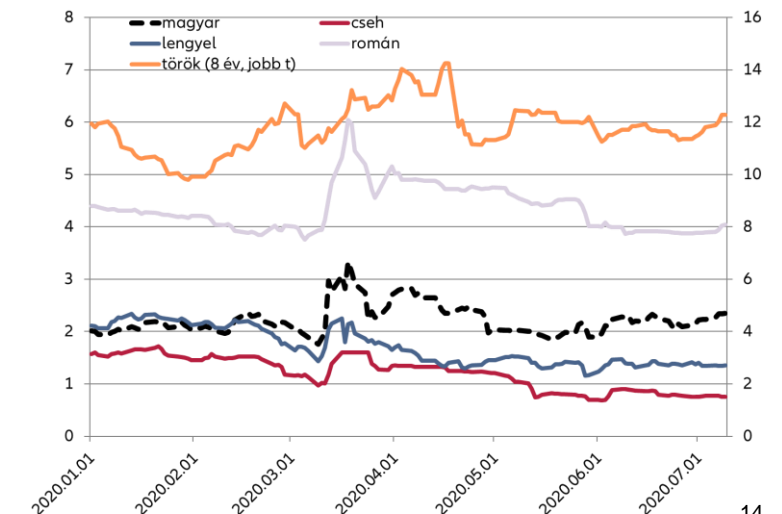
A régiós alapkamat szintek



A régiós devizák relatív teljesítménye



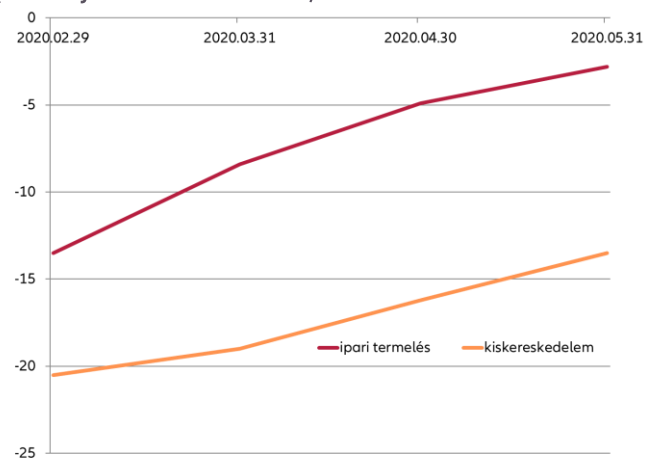
10 éves kötvényhozamok



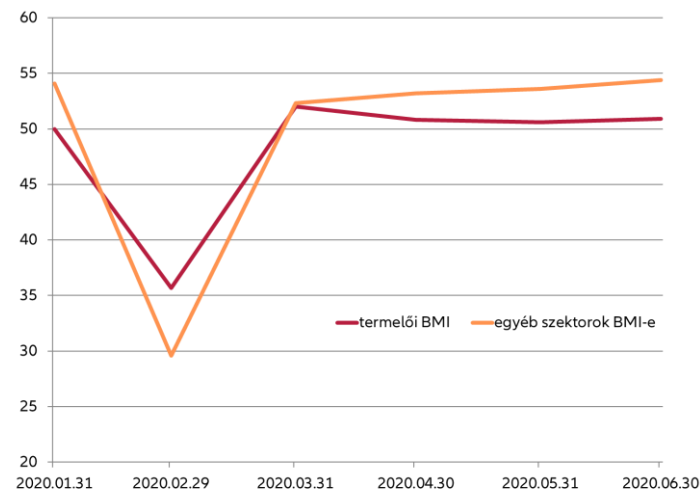
# ÁZSIA

- **Japánban** a járvány terjedése – részben köszönhetően annak, hogy a japán kultúrának a távolságtartás eleve jobban része – viszonylag lassú volt, azonban a vészhelyzet bejelentését ők sem tudták elkerülni. A fiskális csomag 108 trillió jenre rúg, ami a GDP 20%-a. A Bank of Japan nem csökkentette tovább a -0,1%-os alapkamatot és a 10 éves kötvény 0%-os célhozamát, de természetesen lazító intézkedéseket itt is hoztak, jócskán megemelték az eszközvásárlásokat és új hitelprogramot is indítottak.
- **A kínai** hatóságok az első negyedév végén már folyamatosan oldották fel a vírus terjedésének lassítására hozott rendelkezéseket, és fiskális valamint monetáris stimulusokban sem volt hiány. Így a termelés fokozatosan újraindul, és az áprilisi és a májusi ipari termelési adat már nagyjából 4%-kal haladta meg az egy évvel korábbi értéket. Ha a január-májusi időszakot egyben nézzük, csak közel 3%-kal marad el a termelés 2019 hasonló időszakához képest. A fogyasztás azonban nagyobb ütemet kapott. Ez a májusi havi adaton önmagában nem látszik, mert 2019. májusához képest mindössze 3%-os a visszaesés, viszont a január-május még 13,5%-os elmaradásban van. Az első negyedéves GDP adat -6,8% év/év alapon, ami számos fejlett piaci országhoz képest nagy visszaesésnek tűnik, de ne felejtjük el, hogy Kínában korábban futott fel a járvány, hamarabb történt és drasztikus volt a lezárás, a második negyedévben viszont már sokkal kevesebb volt a korlátozás, és mint fentebb láttuk, már jobb adatok érkeznek. Így, sok más országnál jobb lehet majd a 2. negyedév növekedési adata. Az év egészére jelenleg gazdasági növekedést vár az elemzők többsége, a Bloomberg felmérésének mediánja szerint, valamivel 2% alatti lehet majd.

Kínai ipari termelés és kiskereskedelem  
(év elejétől kumuláltan, az előző év azonos időszakához)



Kínai BMI-k





# EGYÉB KOCKÁZATOK

A koronavírus-járvány további terjedése mellett lehet még néhány kockázatot most is azonosítani

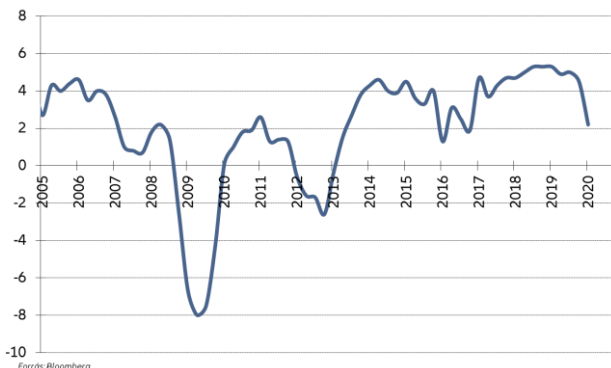
- Az **USA elnökválasztás** november elején lesz, azonban a belpolitikai csatározások már most fellángoltak. Politikai vita lett a gazdasági korlátozások feloldásából, és az USA-szerte látható tüntetésekből is próbál hasznot húzni a politika mindkét oldalán. Trump elnök ellenlábasa, Obama korábbi alelnöke, Joe Biden sok szempontból előnyös pozícióban van: egy gazdasági válság, magas munkanélküliség sosem kedvez a hivatalban lévő erők újraválasztásának, és első ránézésre a rasszizmus-ellenes tüntetések is ellene dolgoznak. E mellett nehéz egyelőre a koronavírus-járvány kezelését is győzelemnek eladni, az új megbetegedések száma folyamatosan csúcsot dönt, és hiába nagy ország az USA, lakosságárányosan is rosszak az adatok. Viszont kár lenne Trumpot még leírni, hiszen a gazdaságot laza monetáris és expanzív költségvetési politika támogatja, a tüntetések mellett óhatatlanul megjelenő zavargások sokakban ellenérzést kelthetnek, a koronavírusra pedig nem kizárt, hogy lesz hatékony gyógyszer addig.
- Az **USA-Kína** kereskedelmi ellentétek a januárban aláírt első körös megállapodásokkal nem kerültek nyugvópontra, bár egyelőre a kereskedelmi háború újraéledéséről még nem lehet beszélni. A koronavírus-járvány kezdetben eltolta a hangsúlyt a tárgyalások folytatásáról, majd újabb konfliktusok forrásává is vált. Trump elnök egyre nyíltabban támadta Kínát a járvány kapcsán. Itt nem elsősorban Kína vírus megjelenésével kapcsolatos közvetlen felelősségéről van szó (bár ez is felmerült), hanem például a kezdeti szakaszban a többi ország tájékoztatásának hiányosságairól, illetve a nemzetközi utasforgalom korlátozásának késedelméről. A közelgő elnökválasztás miatt sem tűnik elképzelhetetlennek, hogy az elmúlt hetekhez hasonlóan hallunk egy-egy Kínával szemben szigorító, nem vám-jellegű lépést, azonban nagy valószínűséggel a teljes konfrontáció nem áll Trump érdekében, mert annak gazdasági, piaci hatásai ronthatják újraválasztási esélyeit.
- A **Brexit** tárgyalások ismét folytatódnak júliustól. Az Egyesült Királyság január 31-én kilépett az Európai Unióból, és jelenleg egy átmeneti időt élünk év végéig, amely biztosítja, hogy a vállalatok és a magánszemélyek életében csak minimális legyen a változás ahhoz képest, ami a tagság idején volt. A járvány a fókuszot elvette a tárgyalásokról, ugyanakkor az EU és az Egyesült Királyság jövőbeli kapcsolatrendszerének, különösen kereskedelmi kapcsolatainak kidolgozása egy igen összetett feladat. Ennek ellenére a brit fél ragaszkodott hozzá, hogy a határidő ne kerüljön kitolásra. Amennyiben az elkövetkező hónapokban nem sikerül a feleknek közelíteni az álláspontokat és elkezdni lefektetni a jövőbeli együttműködés keretrendszerét, akkor a Brexit ismét negatívan befolyásolhatja az európai tőkepiacokat.



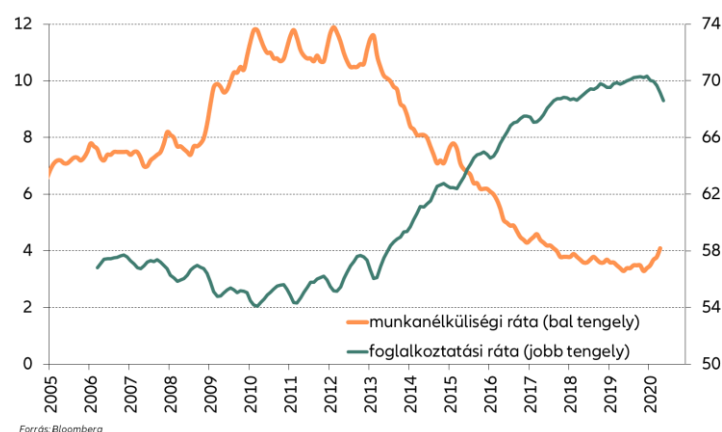
# HAZAI GAZDASÁGI ADATOK

- A magyar gazdaság az első negyedévben szépnek mondható évi 2,2%-os reálnövekedést ért el. A második negyedév ennél rosszabbnak ígérkezik. A Bloombergnek beszámoló elemzők hazánk esetén is rosszabb várakozásokat tesznek közzé, mint április elején, most -4,6% a medián előrejelzés. A kiskereskedelem áprilisi bő 10%-os csökkenés után májusra már csak 2% körüli visszaesést mutat az előző év azonos hónapjához viszonyítva. Az ipari termelés ennél kedvezőtlenebbül alakult: a nagy leállások, valamint az autóipar globális gyengélkedése miatt az áprilisi közel -37%-os év/év érték májusra csupán -27,6%-ra mérséklődött.
- A februári munkanélküliségi adat még 3,5%-on állt. Ehhez képest a májusi 4,1% egy jónak mondható szám lenne, de a hivatalos magyar adatok háromhavi átlaggal dolgoznak, így most a romló trendben a tényleges értékeket alulbecslik. A KSH közöl havi adatokat is: májusra 4,7%-os munkanélküliségi ráta adódik, a foglalkoztatottak száma 4,4 millió, 134 ezerrel kevesebb, mint egy éve. Az áprilisi bérnövekedési adat 7,8%, most már jócskán elmaradtunk a kétszámjegyű bővüléstől.
- Az infláció az év első két hónapjában a toleranciasáv felső értékét meghaladta, márciusra csökkent ismét az alá, májusra 2,2%-ra zuhant, hogy júniusra nagyjából az inflációs céllal egyezzen meg. A visszacsökkenést segítette az extrém olajáresés, ugyanakkor a járvánnyal kapcsolatos pánikvásárlások az élelmiszerárakat emelték, míg a gyengülő forint az importtermékeket drágította. Az MNB által kiemelten figyelt adószűrt maginfláció lassabban, de szintén mérséklődött: júniusra 3,5%-ra ért. Előre tekintve az MNB-hez hasonlóan volatilis inflációs adattal számolhatunk, a fő kérdés, hogy a magindexek mennyire tudnak csökkenni. Az MNB jelenleg a begyűrűző alacsony európai inflációra és a keresletvisszaesés miatt a korábban jelentős ütemben emelkedő hazai szolgáltatások fékeződésére számít.

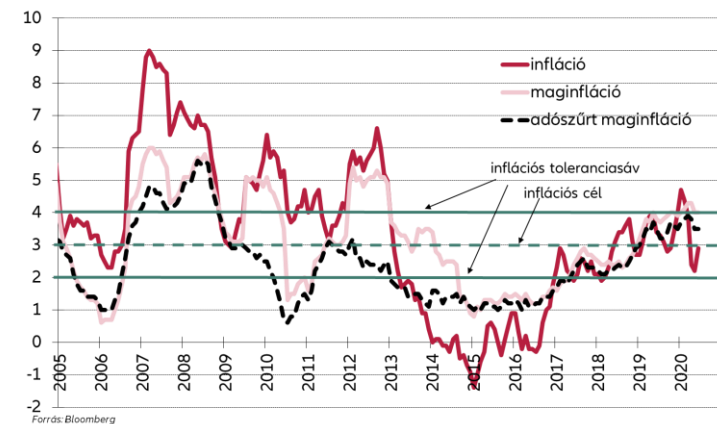
Magyar reál GDP növekedése



Hazai munkanélküliségi ráta



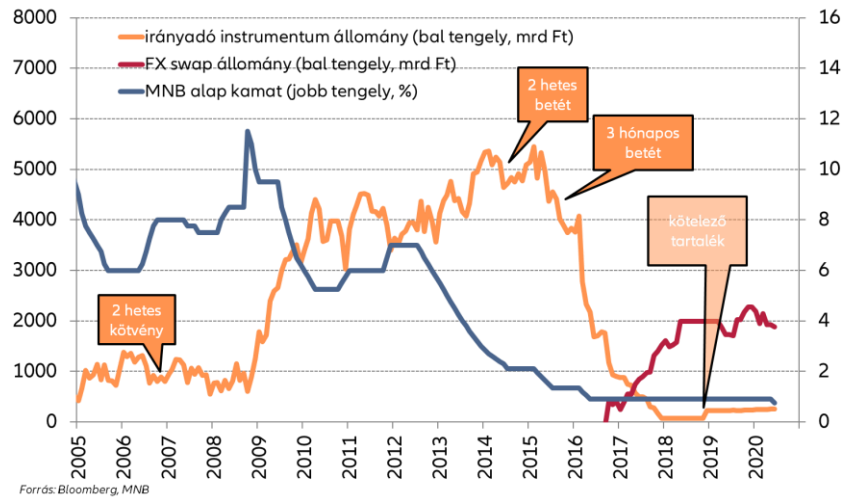
Infláció



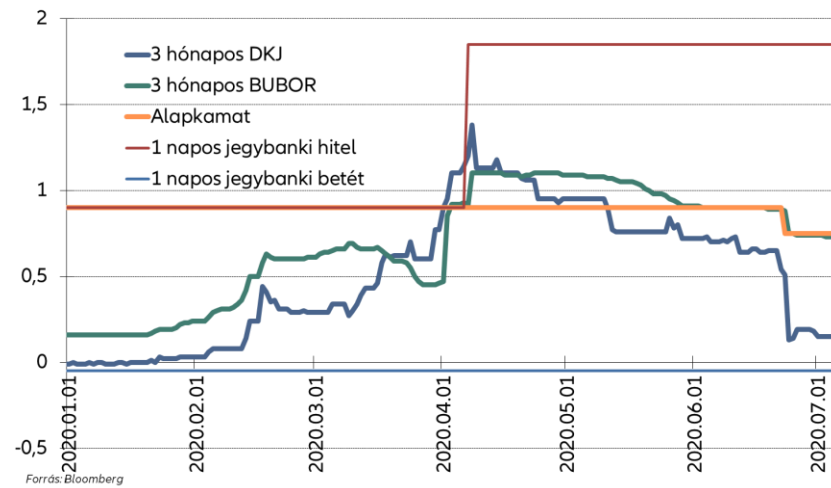


# HAZAI MONETÁRIS POLITIKA

Hazai monetáris kondíciók (alapkamat, FX swap állomány)



Hazai monetáris kondíciók (kamatok) és rövid hozamok



EURHUF árfolyam



- Az MNB év elején a forint likviditást nyújtó FX swap állományt magas szinten tartotta, igen laza monetáris kondíciókat teremtett. A forint ebben a környezetben valamelyest tovább gyengült (régiós viszonylatban is), de csak februárban került bele a szigorítás lehetősége a kamatdöntés utáni közleménybe.
- Márciusban a világjárvány hatására a környezet igen változókonnyá vált, amit az MNB is lekövetett. Számos intézkedéssel javították a bankok tőke- és likviditási helyzetét, és egy hosszú lejáratú fedezett hiteleszközt is bevezettek. A kedvezőtlen külső környezet a forint hirtelen gyengüléséhez vezetett, amelyet az MNB egy új 1 hetes betéti eszközével normalizált április elején, tovább emelve a rövid kamatokat. Ezt a későbbi kamatfolyosó-tágítás is erősítette.
- A hazai gazdasági kilátások romlása, az inflációs folyamatok fékeződése, valamint a régiós jegybankok lépései hatására a júniusi kamatdöntő ülésen a piaci szereplők jó részét meglepve 15 bázispontos alapkamat csökkentésről határoztak, amit nem követett a kamatfolyosó változása. Az látszik ugyanakkor, hogy az alapkamat jelentősége hosszú idő után ismét nőtt a döntéshozók szemében, amit jól mutat, hogy az egyhetes betéti kamat és a fedezett hiteltenderek kamata is lekövette a változást, bár írásbeli elkötelezettséget a rugalmasság megtartása miatt az MNB ezen eszközök kondícióinak alapkamaton tartására sosem vállalt. Az FX swap eszköz jelentősége ugyanakkor jelentősen csökkent.

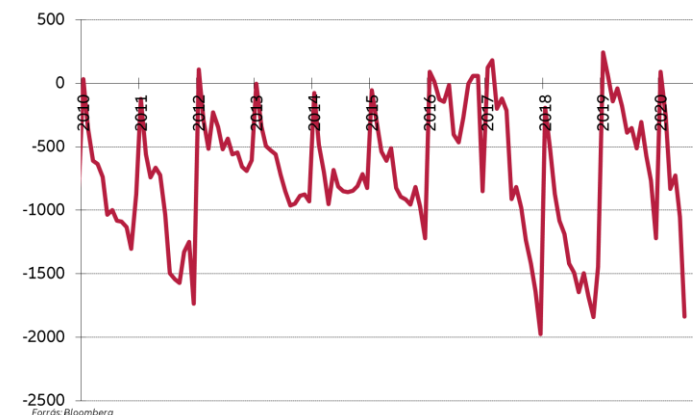


# GYORSAN VÁLTOZÓ ÁLLAMPAPÍR-FINANSZÍROZÁS

Az államadósság-kezelésben a korábbi prioritások még fennállnak, azonban a válság nehezíti ezek betartását:

- Az államadósság/GDP mutató csökkentése idén nem lehet cél, mivel finanszírozni kell azokat a kormányzati válságkezelő programokat, amely a munkanélküliség emelkedését és a potenciális kibocsátás csökkenését ellensúlyozza. A decemberben kiadott 2020-ra vonatkozó állampapír-kibocsátási terveket így már kétszer módosítani kellett, mivel lényegesen nagyobb lett a finanszírozási igény. A legfrissebb hírek szerint hamarosan jöhet egy újabb módosítás is.
- A devizaarány csökkentését az MNB az elmúlt években nagyon fontosnak tartotta, és a PM-et/ÁKK-t is sikerült meggyőzni. Idén év elején is sok devizakötvény járt le és visszavételek is voltak. A második negyedévben megvalósult devizakibocsátások (3,5 milliárd euró) felett még 500 millió eurónyi kötvényt várhatunk a legutóbbi terv alapján, és az EU koronavírus mentőalapjából is lehetnek még hitellehívások. Mindez a lejáratok és visszavásárlások miatt a devizaadósság államadósságon belüli súlyát csak az előző év végi szintekre emelte, ugyanakkor segítette az átlagos futamidő növelését és a jegybanki devizatartalék is emelkedhetett.
- A lakossági kötvények értékesítése most alacsonyabb ütemben zajlik. A romló gazdasági körülmények közepette csökkenhet a befektetési kedv, tehát a kockázatkerülők inkább számlapénzen „ülnek”, aki pedig vállalkozó szellemű, az állampapír helyett inkább a jelentősebb korrekció utáni, a hatalmas monetáris/fiskális csomagokkal megtámogatott részvénypiacot részesítheti előnyben.
- Ezeket összeadva azt látjuk, hogy a forint intézményi kibocsátásokra lényegesen nagyobb szerep hárul idén, mint amit év elején gondoltunk. A megnövekedett kibocsátási aktivitás miatt az államkötvény aukciók gyakorisága áprilistól kéthetiről hetire változott, és a 15-20 éves futamidőkre kevesebb kibocsátást terveznek. Egyelőre a 2019-ben már elkezdett futamidő-hosszabbítási stratégia még érvényesülni látszik.

Államháztartás pénzforgalmi hiánya (mrd Ft)



Kibocsátási naptár

régebben		3 év	5 év	10 év	15 év	20 év
hetek	1					
	2					
	3					
	4					
	5					
	6					
	7					
	8					
2020 terv		3 év	5 év	10 év	15 év	20 év
hetek	1					
	2					
	3					
	4					
	5					
	6					
	7					
	8					
2020 új terv		3 év	5 év	10 év	15 év	20 év
hetek	1					
	2					
	3					
	4					
	5					
	6					
	7					
	8					



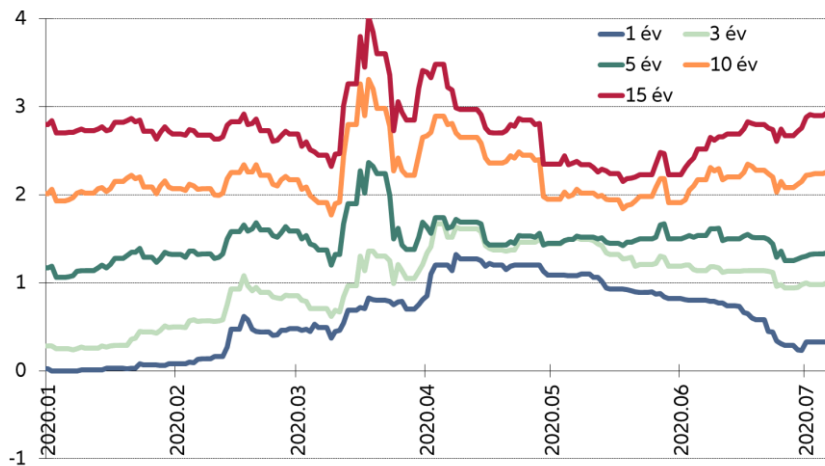
# HAZAI ÁLLAMPAPÍRPIAC

- Igen fordulatos volt az év eddigi része. A DKJ aukciók az évet a magas bankközi likviditásnak köszönhetően nagy érdeklődés és alacsony, 0% körüli hozamok mellett kezdték, míg április elején a benyújtott ajánlatok 3 és 12 hónapra sem érték el a meghirdetett mennyiséget, a hozamok pedig 1% fölé kerültek. Ezt követően fokozatos megnyugvás volt tapasztalható, és a DKJ-hozamok ismét a 0 szinthez érték közel. Ezt elősegítette a külső környezet kedvezőbbé válása (a gazdaságok újraindítása, monetáris és fiskális intézkedések miatt javuló kockázatvállalási hajlandóság), az időszak végén a kamatcsökkentési várakozás, egy nagyobb állampapír-lejárat, és az, hogy az ÁKK a diszkont kincstárjegyek felajánlását jelenleg tudatosan visszafogja, hogy helyette hosszabb papírokat adjon el.
- A fix államkötvények esetében is hasonló volt a tendencia. Március 12-én a 10 és 20 éves kibocsátást az alacsony érdeklődés miatt törölni kellett, és 5 évre is csak 18 milliárd ajánlat érkezett a 20 milliárdos meghirdetésre. A másodpiacon is jelentős hozamemelkedést láttunk ekkor, és amit a mellékelt grafikonok (következő oldal) nem is tudnak megragadni, az a napon belüli volatilitás megugrása, és az árjegyzők óvatosabbá válása miatt a vételi és eladási hozamok közti különbség növekedése, azaz a kereskedés „drágulása”.
- A fordulatot az MNB új hosszú hiteleszköze hozta, így 03.26-án már az óvatosan meghirdetett aukción mindkét kötvényre egészséges volt a túljegyzés, és meg is tudta emelni a kibocsátott mennyiséget az ÁKK. Ezt követően tovább javult a helyzet, amit az MNB állampapír-vásárlási programja is segített májusban. A Jegybank ugyanakkor május folyamán fokozatosan csökkentette, majd gyakorlatilag leállította a programot. A májusi (05.26) kamatdöntő üléshez kapcsolódó közlemény ezt magyarázni is igyekszik: „A Monetáris Tanács az állampapír-vásárlási programra válságkezelő eszközként tekint, amelyet a szükséges ideig és a szükséges mértékben kíván használni.” Ez a fordulat némileg elbizonytalanította a kötvénybefektetőket, így a hosszabb államkötvények hozamai kissé emelkedtek június során, és mint láttuk, közben a rövid hozamok tovább csökkentek, így a hozamgörbe meredeksége ismét megnőtt. A likviditással ugyanakkor jelenleg nincsen baj.
- A változó kamatozású kötvény esetében is aukcióról aukcióra csökkent a benyújtott ajánlatok száma áprilisig, bár ehhez a korábban részletezett okok mellett hozzájárult, hogy az ÁKK idén egy új sorozatot indított, és ott természetes is a kezdeti „lelkesezés” után egyfajta telítődés. Májusban és júniusban itt is normalizálódott a helyzet, de az is látható, hogy a változó kamatozású kötvény kibocsátása jelenleg nincs az ÁKK fókuszában.
- A másodpiaci hozamok egyébként érdekes módon, az év elejéhez képest a félév végén alig mutatnak eltérést.
- Devizás állampapír-kibocsátásban sem volt hiány, április végén egy 2026-os és egy 2032-es lejáratú eurós állampapír került kibocsátásra (1-1 milliárd névértékben), majd június elején 1,5 milliárd eurónyi zöld kötvény kibocsátásra került sor, 2035-ös lejárattal.



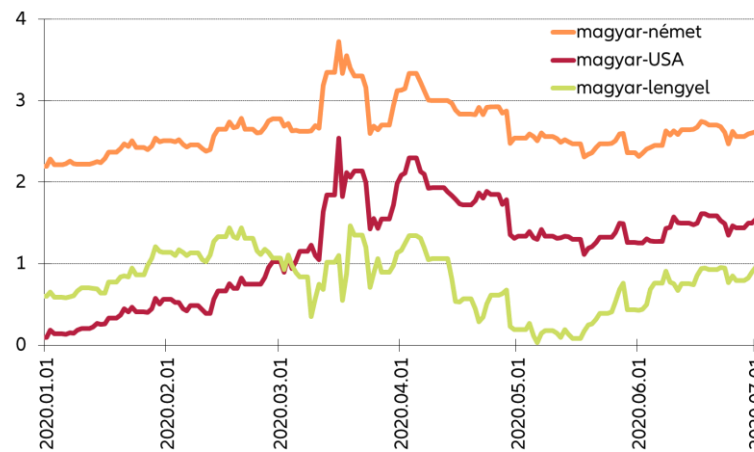
# HAZAI ÁLLAMPAPÍRPIAC - GRAFIKONOK

Állampapír hozamok 2020-ban



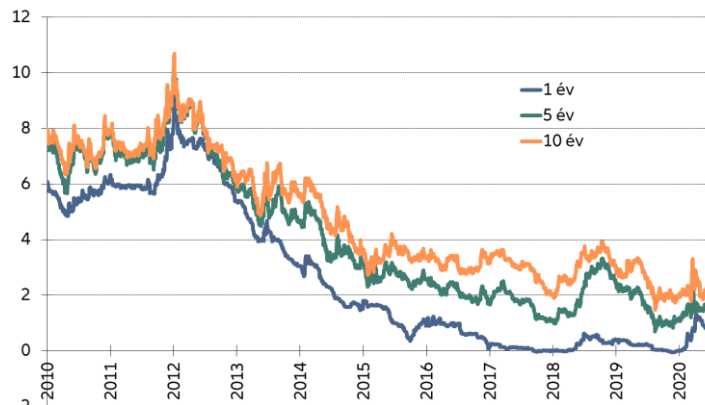
Forrás: Bloomberg

Nemzetközi összehasonlítás (10 éves futamidő)



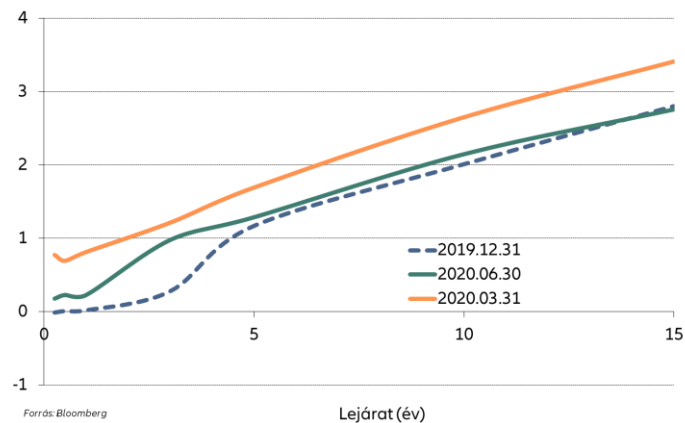
Forrás: Bloomberg

Állampapír hozammozgások



Forrás: Bloomberg

Hozamgörbe

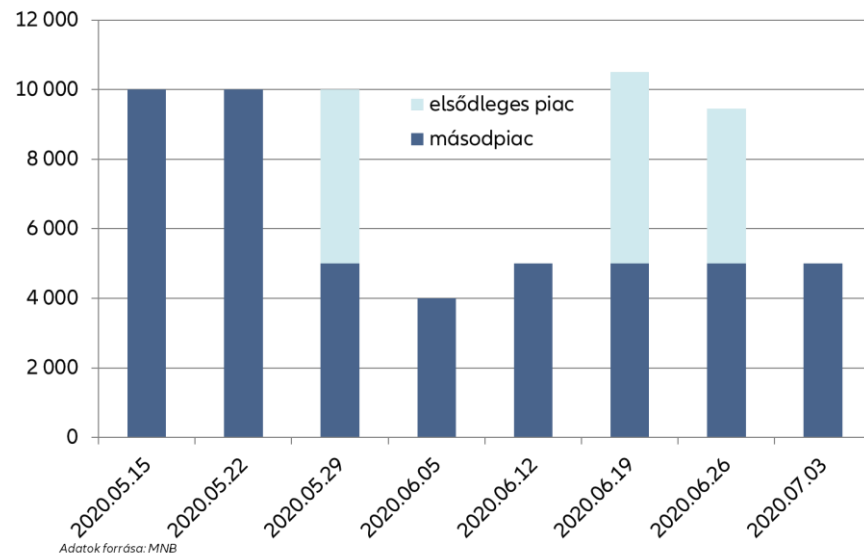


Forrás: Bloomberg

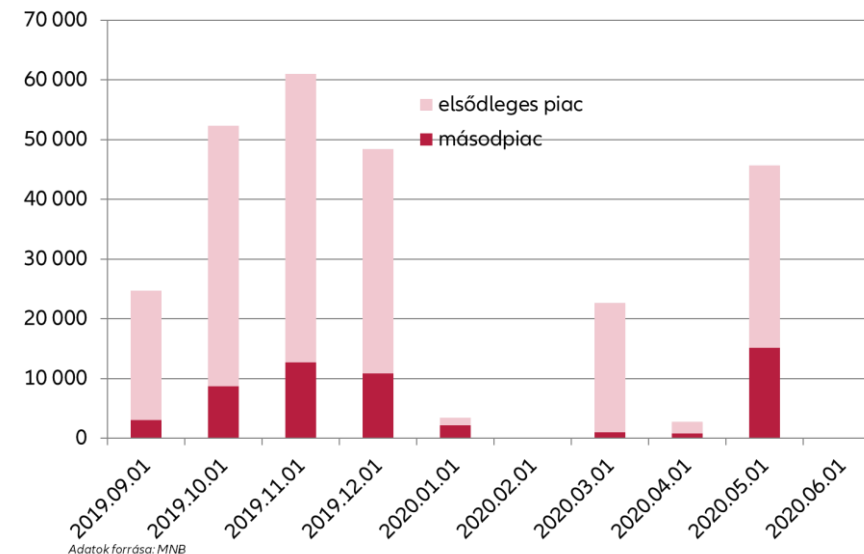
# JELZÁLOGLEVELEK, VÁLLALATI KÖTVÉNYEK

- Májusban az MFB 2025-ös lejáratú fix kamatozású kötvényt bocsátott ki, 35 milliárd névértékben. A nagy érdeklődés miatt azonban a hozamfelár az állampapír felett minimális volt.
- A Takarékszövetkezetek és az Unicredit jelzálogbankjai voltak az elsődleges piacon aktívak idén. A jelzáloglevél-piacon a felárakban már látszik a negyedév során indított jegybanki jelzáloglevél-program hatása, az átlagos aukciós állampapír felárak a jegybanki vételek miatt negatívba fordultak, és a maximális felárak is jelentős csökkenést mutattak. A kibocsátói aktivitás ennek ellenére inkább kicsit visszafogottnak mondható.
- Az MNB a másodpiacon is elkezdte a jelzáloglevél-vásárlásokat májustól, és ezek az állampapír QE leállítását követően is folytatódtak, bár kissé csökkenő ütemben.
- Az MNB idén is folytatta az NKP programot, sőt kiterjesztették a futamidőt és megnövelték az egy szereplővel szembeni maximális jegybanki kitétséget. Új kötvény a második negyedévben is került piacra.

MNB jelzáloglevél-vásárlások (millió Ft)



NKP vásárlások (millió Ft)



RÉSZVÉNYPIACOK

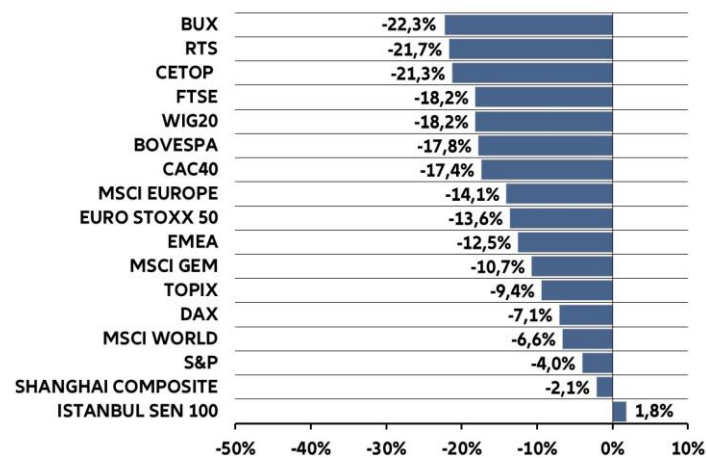
3



# NEMZETKÖZI RÉSZVÉNYPIACOK

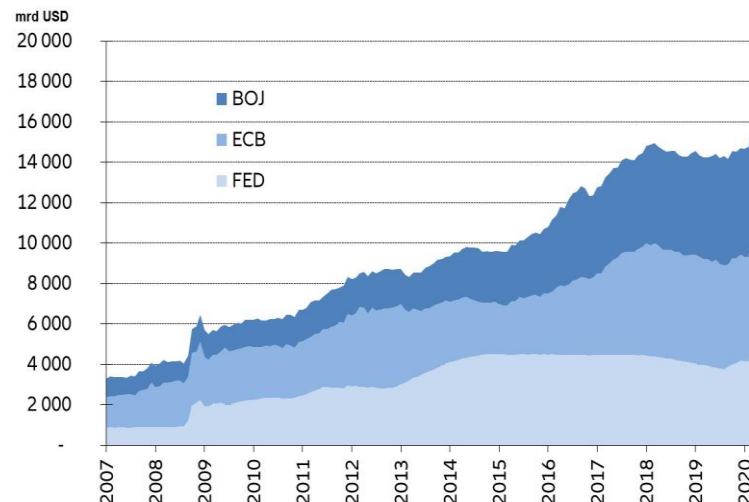
Az év eddigi részében a koronavírussal kapcsolatos hírek, ezek gazdasági hatásai, valamint az ezek enyhítése érdekében hozott kormányzati és jegybanki intézkedések mozgatták a részvénypiacokat. Q1-ben még a járvány globális terjedése és az egészségügyi rendszer túlterhelésének elkerülése érdekében hozott korlátozó intézkedések gazdaságra gyakorolt hatásai okoztak riadalmat. Erre heves esés bontakozott ki, véget vetve a 11 éve tartó bikapiacnak. Ezt követően azonban - vélhetően tanulva a 2008-ban kirobbant válság hibáiból - a döntéshozók minden erőfeszítésükkel arra törekedtek, hogy elkerüljék a gazdasági szereplők fizetőképtelenségét. Ezen mentőcsomagok sok ezer milliárd dollárral növelték a globális likviditást, ami a gazdaságok újraindításával kapcsolatos értesülésekkel felerősítve a március végi mélypontokat követően északnak indította az eszközárakat. Ezzel a piacok ledolgozták a zuhanás egy részét. Ezt az eredményvárakozások nem tudták követni, így eközben a P/E alapú értékeltetés meglehetősen feszítetté vált. A vírus eközben továbbra is terjed, mostanra a járvány gócpontja főként a fejlődő világba helyeződött át, de az USA-ban sem megnyugtató a helyzet. Nem csoda, hogy a félév végéhez közeledve profitrealizálási hullám indult, amihez a FED, az OECD és az IMF is jelentősen romló GDP előrejelzései is hozzájárultak. A pandémia végleges, tartós megnyugvást hozó megoldása továbbra is várat magára. A remények szerint azért előbb lesz vakcina (talán már jövő év elején), minthogy a sok emberáldozattal járó nyájimmunitás kialakuljon.

Részvényindexek teljesítménye 2020 H1



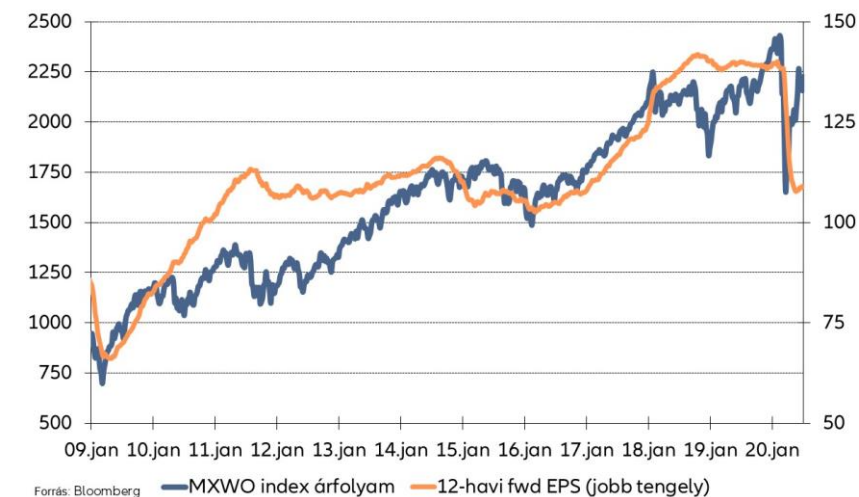
Forrás: Bloomberg

Nagy jegybankok mérlegfőösszegének alakulása



Forrás: Bloomberg

MSCI World index árfolyam és 12 havi előretekintő EPS



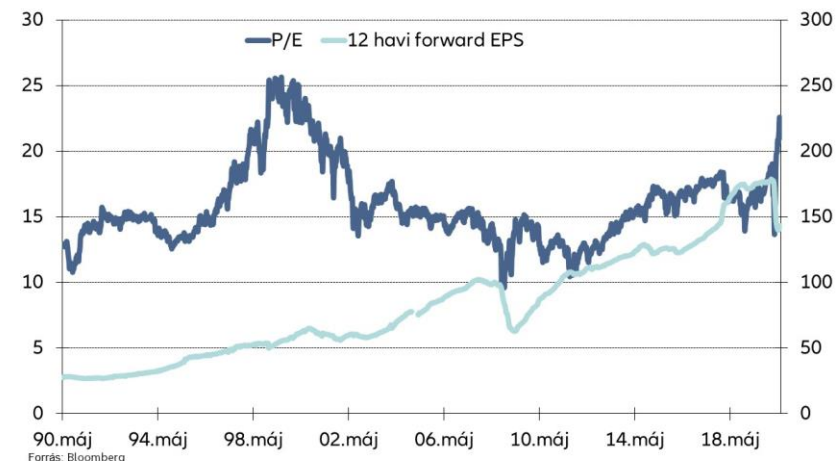


# NEMZETKÖZI RÉSZVÉNYPIACOK - USA

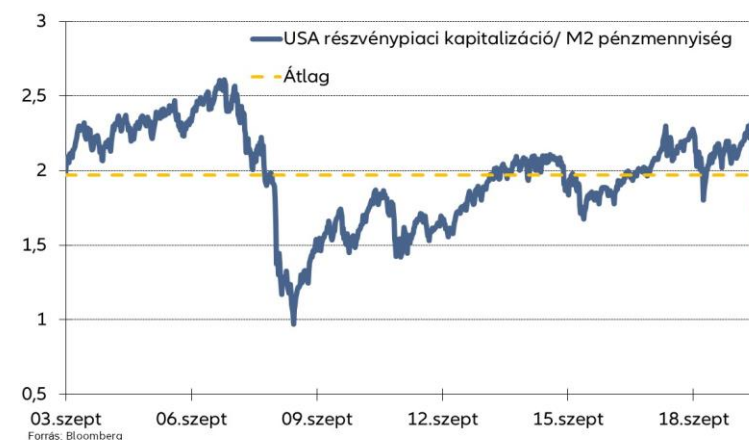
Az S&P 500 index június elejére – a vártnál jóval kedvezőbb májusi munkanélküliségi adat közzését követően – egészen a tavalyi év végén látott 3.230 pontos szintig szárnyalt. Ez 44,5%-os ralit jelent a márciusi mélyponttól. Az eredményvárakozások ezt itt sem tudták lekövetni, így a P/E alapú árazás a „dotkom lufi” óta nem látott szintekre emelkedett. Innen június második hetében éles lefordulás következett, meglehetősen ritkának számító 5,9%-os napi esést is láthattunk. Később megnyugodtak az indulatok, így összességében az első félévet a körülményekhez képest szolid, 4%-os visszaeséssel zárta a benchmark. Ennek okai azonban jelenleg nem az erős belső piacon, vagy az amerikai gazdaság vezető erejében, inkább a gazdasági stimulusok hatásában és a kedvezőbb szektorális összetételben keresendők. Az idén eddig kimagaslóan teljesítő technológia részvények magas súllyal szerepelnek az indexben. Ezek relatív felülteljesítését jól reprezentálja, hogy a félévet a technológiai Nasdaq index historikus csúcson zárta. A szektor népszerűsége vélhetően abban is keresendő, hogy „szociális távolságtartás” idején megnő az igény a termékeik és szolgáltatásaik iránt (pl. home office). Máshol a befektetők továbbra is a sztorit árazzák (pl. Tesla). Emellett a legjelentősebb szereplők közül az Apple, a Microsoft, a Facebook és a Google is kimagaslóan magas nettó készpénzállománnyal rendelkezik. Ez pedig jelentősen növeli válságállóságukat.

Az árfolyamok további, tartós emelkedéséhez azonban vélhetően szükség lenne a fundamentumok javulására is. Igaz a FED zérókamat politikája, a havi 120 Mrd dolláros eszközvásárlás és ezen az újonnan bejelentett 750 Mrd dolláros vállalati kötvény vásárlási program eddig meggyőzte a befektetőket. A piaci likviditáshoz viszonyítva így nem is drágák a részvények. A fiskális oldali élénkítés finanszírozására történő állampapír kibocsátások azonban a jövőben jelentős összegeket vonhatnak el a rendszerből. Ráadásul eközben egyéb kockázatok is jelen vannak, elég csak az USA-Kína viszony további éleződésére, a közelgő elnökválasztásra, vagy a George Floyd meggyilkolását követő zavargásokra gondolnunk.

S&P 500 P/E és 12 havi előretekintő EPS

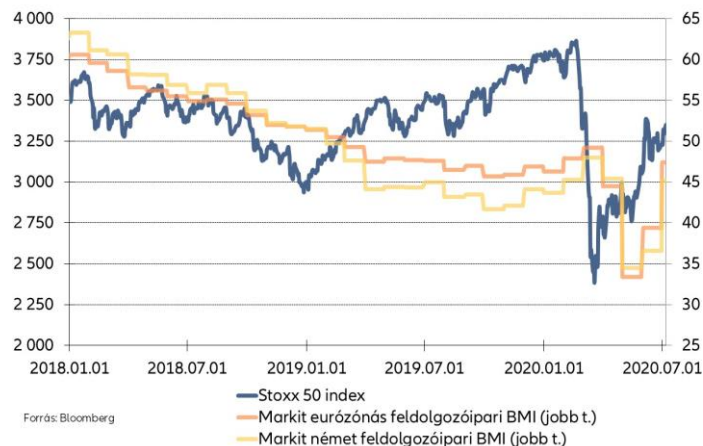


Részvénypiaci kapitalizáció és M2 pénzmennyiség hányadosa:

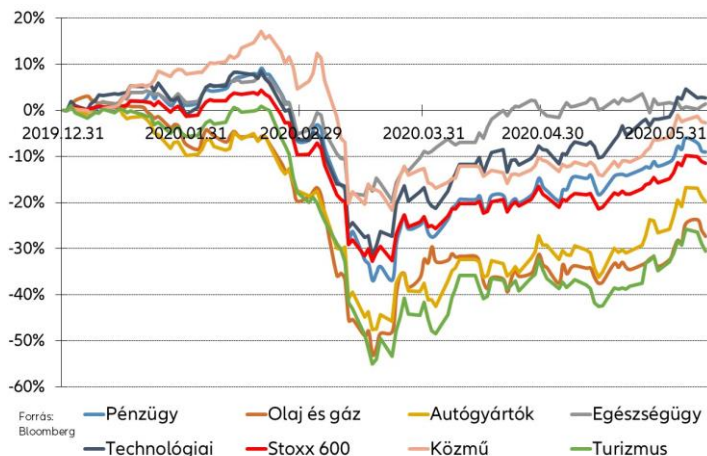


# NEMZETKÖZI RÉSZVÉNYPIACOK - EURÓPA

Stoxx50 index és feldolgozóipari PMI-k alakulása:



Stoxx600 index és egyes szektorainak teljesítménye:



Európában a járványt megelőzően már éppen kezdett volna beindulni a gazdasági növekedés a feldolgozóipari PMI-k tanulsága szerint. Ehhez képest mostanra az IMF a fejlett régiók közül már itt várja a legnagyobb, 10,2%-os GDP visszaesést idénre a korábban prognosztizált 5,9%-os összehúzóással szemben. Igaz, ezzel párhuzamosan 4,7-ről 6%-ra emelték a jövő évi növekedésre vonatkozó prognózist. Az exportorientált térség megszenvedi a korlátozásokat és a világkereskedelem összeomlását. Az Európai Autógyártók Szövetségének (ACEA) adataira tekintve például láthatjuk, hogy csak az eurózónában idén 25%-kal eshet vissza az autópiac - ami a 2013-as szintekre történő visszatérést jelent -, miközben az első öt hónapban 41,5%-os visszaesést láthattunk. Ennek fényében még öröndetesebb az európai részvénypiacok Q2-ben látott remek teljesítménye. A márciusi mélypontokhoz képest az Stoxx50 értéke 36,2, a DAX-é pedig 45,6%-kal került feljebb. A tengerentúli indexekéhez hasonló bravúrt viszont itt nem láthattunk. Bár itt is remekelt a technológiai és egészségügyi szektor, ezek relatív alacsony súlya következtében az indexeknek még nem sikerült érinteni a tavalyi zárószinteket. A Stoxx50 index 13,6 a DAX pedig 7,1%-ot veszített értékéből az első félév során.

Itt is jelentős hajtóerőt jelentett, hogy mindent megtesznek a fiskális és monetáris döntéshozók a gazdaságok életben tartása érdekében. Összességében több ezer milliárd euróról beszélhetünk. Elég csak az EKB eszközvásárlási programjának vártnál nagyobb (600 Mrd euró) összegére, vagy a 750 Mrd eurós (amiből 500 Mrd vissza nem térítendő támogatás) EU-s mentőalap felállítására tekintenünk, hogy a tagországoként hozott lépéseket ne is említsük.

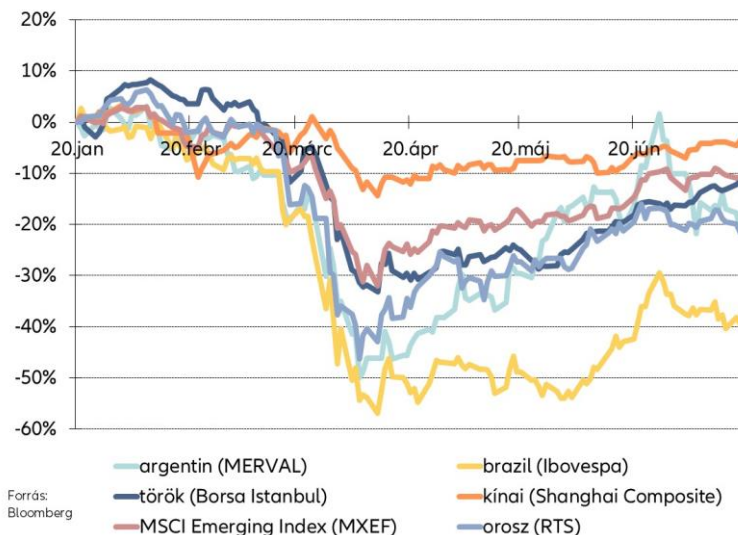
A második negyedév egyik külön kiemelést érdemlő szomorú mellékszövegje, hogy Németországban botrány robbant ki, miután kiderült, hogy az online fizetési megoldásokkal foglalkozó, DAX Index tag Wirecard hamisította a könyvelését. A cég 4 Mrd eurós tartozást halmozott fel, fizetéképtelenné vált és 2Mrd eurós lyuk tátong a mérlegében. A cég részvényeinek árfolyama 94,67%-os mínuszban zárta az első félét.

# NEMZETKÖZI RÉSZVÉNYPIACOK - FELTÖREKVŐ

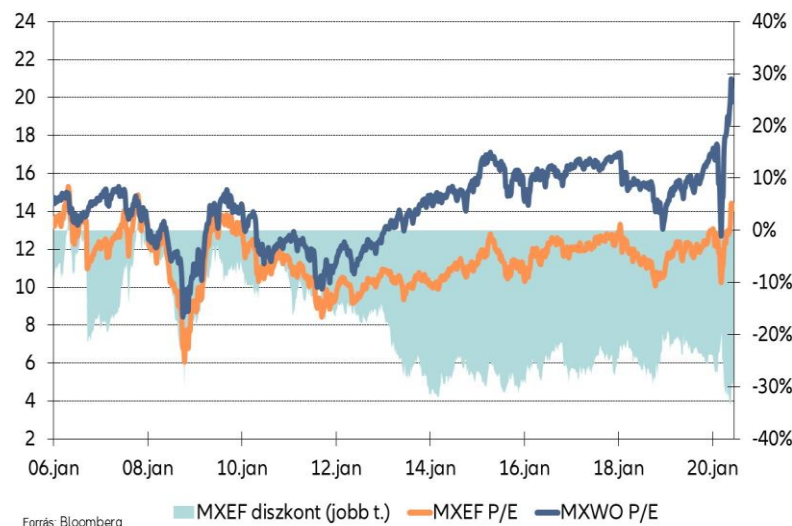
A félév végére a globális feltörekvő piacoknak is sikerült javítani teljesítményüket. Az MSCI Emerging index értéke így mindössze 10,7%-os visszaesést jelez idén. A kínai index eközben csak 2,1%-kal van tavalyi záró értéke alatt. Ez részben annak köszönhető, hogy a kínai vezetés támogatása mellett élen járnak a gazdaságújryányításában, miközben az újból eszkalálódó USA-Kína külpolitikai csatározások ellenére továbbra is életben van a januári kereskedelmi részmegállapodás. Azonban a bizonytalanság itt is jelen van, mértékét jól jelzi, hogy az előrejelzések pontosságáról „híres” kínai pártvezetés nem adott ki előrejelzést az idei GDP növekedésre vonatkozóan.

A globális fejlett és feltörekvő piacok közötti P/E alapú árazási különbség tovább tágult. Ezt a jövőben mérsékelheti a dollár gyengülő pályára kerülése mellett a globális hozaméhség és az olajpiac stabilizálódása is. Az OPEC+ országok 9,7 m hordós kitermeléscsökkentéséről szóló megállapodása július végéig biztosan érvényben marad. Márpedig ez „életmentő” volt a járvány hatására kieső napi 20-30 m hordós globális kereslet ellentételezésére. Az anomáliákat jól szemlélteti, hogy a májusi határidős WTI kontraktus lejáratához közeledve -40 dollár környékén is járt a kurzus. Ennyire gyenge volt a felvevőpiac a fizikai szállításra a telített tárolókapacitások következtében.

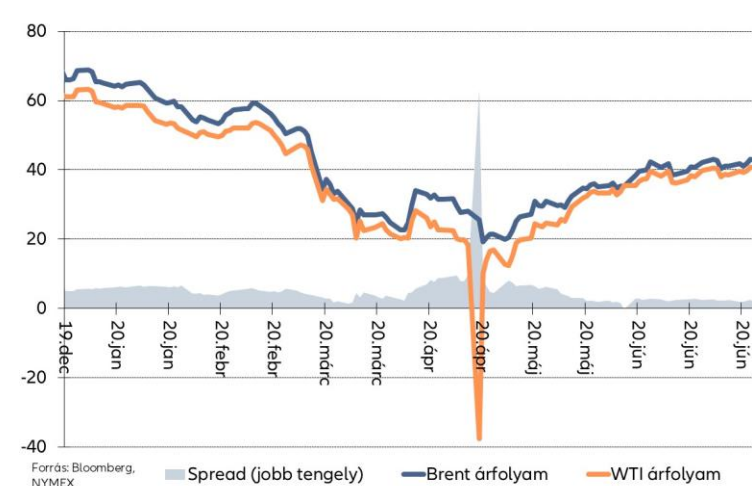
Feltörekvő piaci indexek teljesítménye dollárban 2020 H1



Fejlett és fejlődő piacok P/E alapú árazása és a spread

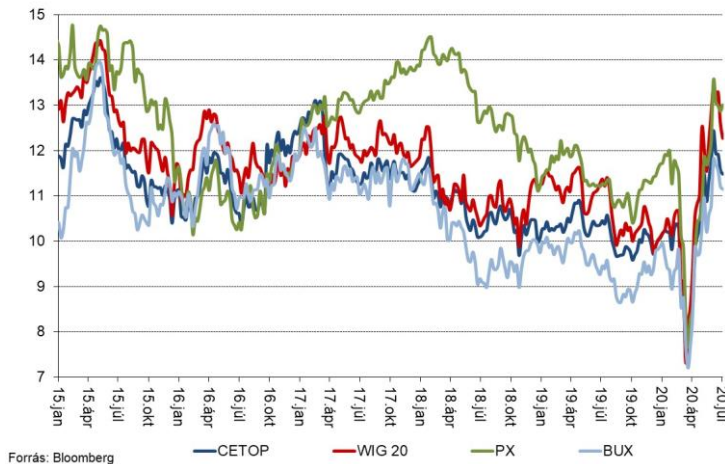


Brent és WTI típusú olaj árának alakulása

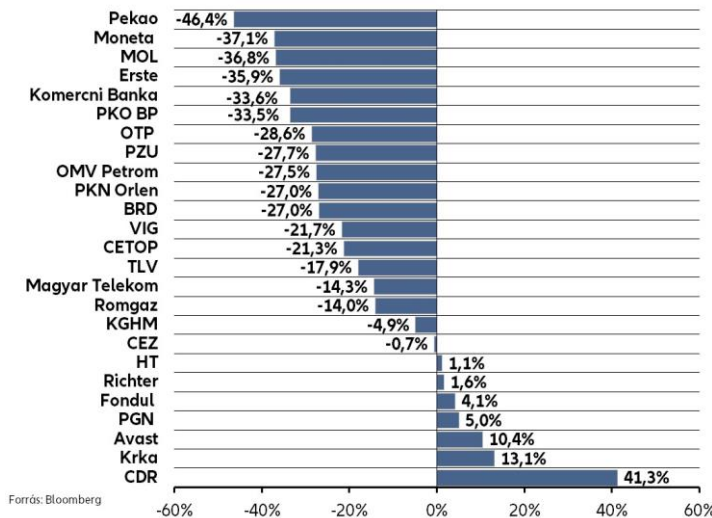


# RÉGIÓS RÉSZVÉNYPIACOK

Régiós indexek 12 havi előretekintő P/E



CETOP részvények teljesítménye 2020 H1



A régiós részvénypiacok is követték a nemzetközi trendeket, a második negyedévben valamelyest javítani tudták az ideai teljesítményüket. A CETOP index így ideai mélypontjától 30,4%-kal került feljebb, ezzel 21,3%-ra mérsékelve ideai veszteségét. Bár a régió országaiban eddig viszonylag enyhe a járvány lefolyása, a korlátozások hatását itt is megérezték. Ezek kicsi és nyitott gazdaságok lévén mindig sokként élük meg az eurozóna lassulását, az autógyárak leállítását, vagy a turizmus visszaesését. Ezek most egyszerre voltak jelen az egyes belföldi piacok visszaesésével együtt, és okoztak bizonytalanságot. Ennek következtében a régiós cégek menedzsmentjei sem igazán tudnak idei évre vonatkozó várakozásokat adni. Sokan „tartalék üzemmódba” kapcsolnak, visszafogva vagy halasztva a részvényes juttatásokat (osztalékfizetés, részvény visszavásárlás) és a beruházásokat. Emellett a feltörekvő piaci árazási diszkont, a szektorális összetétel (bank és olajszektor magas súlya) és a régiós devizák gyengülése is nehezítette az emelkedést. Pozitívum ellenben, hogy ezáltal az eredményalapú mutatók értéke nem kiugró.

A leggyengébb teljesítményt a bankszektor és az olajszektor nyújtotta. A kormányzati segélycsomagok finanszírozása érdekében kivetendő különadók, a likviditási problémákkal küzdő adósok védelmében hozott moratóriumok, a gazdasági visszaesés következtében növekvő kockázati költségek és a csökkenő kamatszintek sújtják a pénzügyi szektort. A lengyel jegybank például meglepetésre 0,1%-ra vágta az alapkamatot, ezt már szinte lehetetlen áthárítani a fogyasztókra a betéti oldalon. Az olajszektor helyzete is kihívásokkal teli. Először a beszakadó olajár és a finomított termékek iránt visszaeső kereslet, később az összeomló finomítói marzsok okoztak fejtörést. Az erős mérleggel rendelkező egészségügyi és az IT cégek itt is felülteljesítők voltak és pozitív teljesítményt tudtak felmutatni. A Cyberpunk 2077 körüli felfokozott várakozásokból profitáló CD projekt ismét szárnyalt, 41,3%-kal tudott idén emelkedni. A játékszoftver megjelenése novemberre várható.

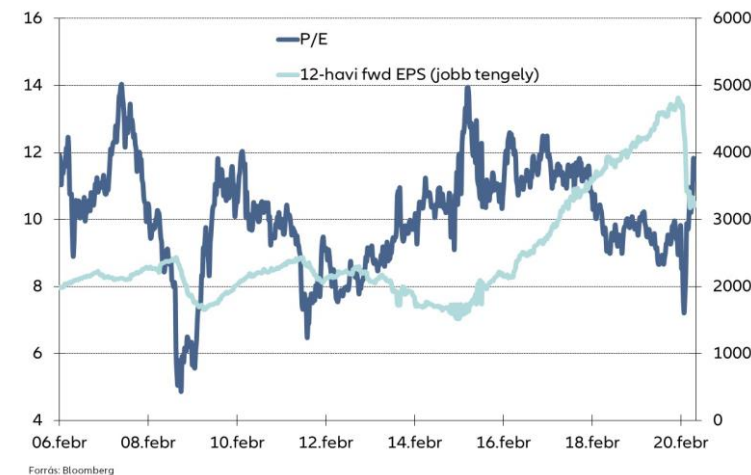


# HAZAI RÉSZVÉNYPIAC

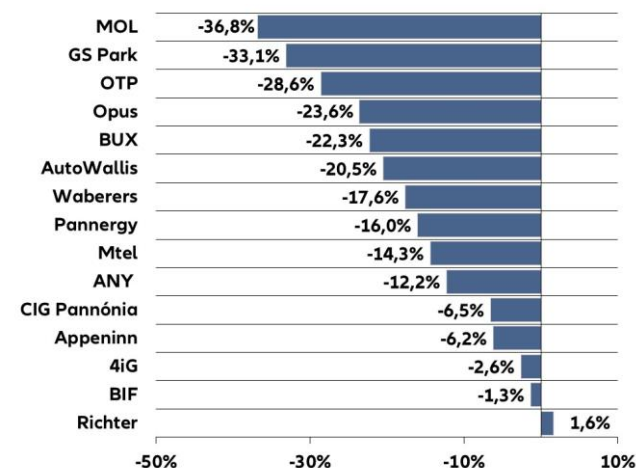
A régiós indexhez hasonlóan a hazai piac is tudott szépíteni, de lemaradónak számít. 15,7%-kal került feljebb az idei mélyponttól, így idén eddig összességében 22,3%-kal esett vissza az értéke. Nem is csoda hiszen az OTP és a MOL adja az index értékének több mint 60%-át. Cserébe az értékeltség itt sem extrém.

Az OTP (-28,6%) Q1-et a rekord szintű kockázati költségek és a törlesztési moratóriummal kapcsolatban elszámolt veszteség hatására 4Mrd forintos veszteséggel zárta. Az ismét csökkenő kamatkörnyezet sem jó hír a banknak, igaz hazai fronton várhatóan a 15 bázispontos vágást mindössze egyetlen hasonló mértékű követheti. Hazánkban a verseny is fokozódik, miután az MKB, Budapest Bank és Takaréknál összeolvadása gőzerővel zajlik. A saját részvény vásárlások tompították a nyomást, eddig idén 48 Mrd forintot fordítottak erre. A MOL (-36,8%) eredményén is nyomot hagyott a gyenge iparági környezet. Igaz Q1-ben még 191,4 Mrd forint lett a tisztított EBITDA, ám a készletátértékelés hatását is tartalmazó nettó profit soron már 48,4 Mrd forint volt a veszteség. Q2-t eleinte a gyenge értékesítési volumen, később az összeomló finomítói marzs nehezítette. Az MTEL (-14,3%) esetében Q1-ben még a hang- és adatbevételek kompenzálni tudták a roaming és RI/IT szegmens miatti kiesést, így az EBITDA (46,4 Mrd forint) még stagnálni tudott év/év alapon. A gyenge forint okozta 11 Mrd forintos pénzügyi veszteség miatt viszont 800 m forint lett a nettó veszteség. A 20 forintos részvényenkénti osztalékfizetés mellett az 5,2 Mrd forintos részvényvisszavásárlási aukció is lezajlott. Üde színpont a Richter (+1,6%) pozitív teljesítménye, amit a gyógyszersektor általános felülteljesítése mellett egyedi tényezők is támogattak. Q1 rekord árbevétellel zárult és a gyenge forint is jelentősen hozzá tudott járulni a 29 Mrd forintos nettó profithoz. A jövőben a nőgyógyászati portfólió esetében a relugolix, a bioszimiláris szereknél a reuma elleni tocilizumab növelheti az értékesítést.

BUX index EPS várakozás és P/E



Főbb magyar részvények teljesítménye 2020 H1



# POZÍCIÓK A NEGYEDÉV SORÁN

## Állampapírok, duration súlyok

- Éven belüli futamidőkön a június vége felé koncentrálnó értékpapír-lejáratok miatt a negyedév nagyobb részében egyre csökkenő pénzgyenlegeket tartottunk. A lejáratokat cserével is menedzseltük, de a júliust még magasabb pénzállománnyal kezdtük, részben a piaci bizonytalanságok, részben a rövid hozamok jelentős esése után kedvezőtlennek tűnő újrabefektetési hozamszintek miatt.
- A változó kamatozású állampapírok súlyát növeltük, mivel historikusan kedvező diszkontokat láttunk.
- Az negyedév folyamán a benchmark körüli duration-t céloztunk.

## „Feláras” kötvények

- Az MNB jelzáloglevél-vásárlási programját kihasználva jelentős mennyiségben adtunk el jelzáloglevelet, nagyon kedvező hozamszinteken (állampapír hozam alatt).
- Az MFB- és jelzáloglevél-aukciók felára messze a hozamvárásunk alatt alakult, így ezekből vásárlások nem voltak a negyedév során.

## Részvények

- A fejlett piacok tekintetében a második negyedévben jórészt semleges pozíciót vettünk fel, mivel az első negyedéves sikeres alulsúly pozíciók lezárását követően nem láttuk tisztán, hogy a gazdaság teljes leállása, vagy a piacokra öntött sok ezer milliárd dollár hatása lesz meghatározóbb.
- A globális feltörekvő piacokon benchmark súlyon, illetve enyhe alulsúlyban voltunk az első negyedév során, amit április elején, a második negyedévben lezártunk.
- A magyar piacon és a többi közép-kelet európai országban a szokásoknak megfelelően enyhe alul/felülsúly pozíciókkal igyekeztünk többelhozamot elérni (példák):
  - Tovább tartottuk Magyar Telekom felülsúlyunkat, illetve kicsit még tovább növeltük.
  - 8400 és 8900 forint között több tételben OTP részvényeket vásároltunk, amiket június közepén 11.000 forint környékén értékesítettünk.
  - 55 zloty közelében Pekao részvényeket is vettünk, de ezek árfolyama még érdemben nem változott, így tartjuk a felülsúlyt.
  - Tartjuk Alteo felülsúlyunkat, ugyanis látunk még potenciált a társaság további EBITDA növekedésében.

# HITELVISZONYYT MEGTESTESÍTŐ ÉRTÉKPAPÍROK MINŐSÍTÉSE

# 4





# ALACSONY MINŐSÍTÉSŰ HITELVISZONYT MEGTESTESÍTŐ ÉRTÉKPAPÍROK PORTFÓLIÓNKÉNT 2020.06.30-ÁN

Alacsony minősítésű hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok 2020.06.30-án			
Portfólió	Értékpapír megnevezése	Névérték	Minősítés oka
Allianz Önk. Kiegyen	WING 2024/II	297 500 000	
Allianz Önk. Növek.	WING 2024/II	30 000 000	

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



UTÓLAGOS  
KÖLTSÉGTÁJÉKOZTATÓ

5



# KÖLTSÉGEK 2020 Q2

Allianz Önkéntes Nyugdíjpénztár Kiegyensúlyozott portfólió - 2020 Q2			
Közlendő költségtételek		Értékek összegben (Portfólió alapdevizanemben)	Értékek százalékban
A befektetési szolgáltatás nyújtásával kapcsolatos egyszeri költségek	Brókeri jutalék egyszeri	0	0,00%
	Egyéb tranzakciós, letétkezelői, felügyeleti díjak egyszeri	0	0,00%
	Kötvények, FX-ek implicit díja egyszeri	0	0,00%
A befektetési szolgáltatás nyújtásával kapcsolatos folyamatos költségek	Portfóliókezelési díj	226 733 783	0,14%
A befektetési szolgáltatás nyújtása során kezdeményezett tranzakciókkal kapcsolatos	Brókeri jutalék	2 227 473	0,00%
	Egyéb tranzakciós, letétkezelői, felügyeleti díjak	10 138 974	0,01%
	Kötvények, FX-ek implicit díja	-34 731 203	-0,02%
A kiegészítő szolgáltatásokkal kapcsolatos költségek	A fenti költségek között nem szereplő, kiegészítő szolgáltatásokkal kapcsolatos költségek és díjak	Letétkezeléssel összefüggő egyéb díjak	n.a.
Eseti költségek		0	0,00%

Költségek hozamra gyakorolt hatása:

- A portfóliókezelési díjat nem tartalmazza a portfóliókezelői bruttó hozam, így a portfólió tényleges hozama a táblázat szerinti értékkel kisebb lesz.
- A tranzakciókkal kapcsolatos költségek közül a brókeri jutalék illetve a kötvények, FX-ek implicit díjait a portfóliókezelői bruttó hozam már tartalmazza.
- A tranzakciókkal kapcsolatos egyéb tranzakciós, letétkezelői, felügyeleti díjakat a portfóliókezelői bruttó hozam nem tartalmazza, így a portfólió tényleges hozama a táblázat szerinti értékkel kisebb lesz.

# KÖLTSÉGEK 2020 Q2

Allianz Önkéntes Nyugdíjpénztár Klasszikus portfólió - 2020 Q2			
Közlendő költségtételek		Értékek összegben (Portfólió alapdevizanemben)	Értékek százalékban
A befektetési szolgáltatás nyújtásával kapcsolatos egyszeri költségek	Brókeri jutalék egyszeri	0	0,00%
	Egyéb tranzakciós, letétkezelői, felügyeleti díjak egyszeri	0	0,00%
	Kötvények, FX-ek implicit díja egyszeri	0	0,00%
A befektetési szolgáltatás nyújtásával kapcsolatos folyamatos költségek	Portfóliókezelési díj	10 006 108	0,14%
A befektetési szolgáltatás nyújtása során kezdeményezett tranzakciókkal kapcsolatos	Brókeri jutalék	0	0,00%
	Egyéb tranzakciós, letétkezelői, felügyeleti díjak	400 256	0,01%
	Kötvények, FX-ek implicit díja	-495 595	-0,01%
A kiegészítő szolgáltatásokkal kapcsolatos költségek	A fenti költségek között nem szereplő, kiegészítő szolgáltatásokkal kapcsolatos költségek és díjak	Letétkezeléssel összefüggő egyéb díjak	n.a.
Eseti költségek		0	0,00%

Költségek hozamra gyakorolt hatása:

- A portfóliókezelési díjat nem tartalmazza a portfóliókezelői bruttó hozam, így a portfólió tényleges hozama a táblázat szerinti értékkel kisebb lesz.
- A tranzakciókkal kapcsolatos költségek közül a brókeri jutalék illetve a kötvények, FX-ek implicit díjait a portfóliókezelői bruttó hozam már tartalmazza.
- A tranzakciókkal kapcsolatos egyéb tranzakciós, letétkezelői, felügyeleti díjakat a portfóliókezelői bruttó hozam nem tartalmazza, így a portfólió tényleges hozama a táblázat szerinti értékkel kisebb lesz.

# KÖLTSÉGEK 2020 Q2

Allianz Önkéntes Nyugdíjpénztár Kockázatvállaló portfólió - 2020 Q2			
Közlendő költségtételek		Értékek összegben (Portfólió alapdevizanemben)	Értékek százalékban
A befektetési szolgáltatás nyújtásával kapcsolatos egyszeri költségek	Brókeri jutalék egyszeri	0	0,00%
	Egyéb tranzakciós, letétkezelői, felügyeleti díjak egyszeri	0	0,00%
	Kötvények, FX-ek implicit díja egyszeri	0	0,00%
A befektetési szolgáltatás nyújtásával kapcsolatos folyamatos költségek	Portfóliókezelési díj	8 752 929	0,14%
A befektetési szolgáltatás nyújtása során kezdeményezett tranzakciókkal kapcsolatos	Brókeri jutalék	730 703	0,01%
	Egyéb tranzakciós, letétkezelői, felügyeleti díjak	760 200	0,01%
	Kötvények, FX-ek implicit díja	355 805	0,01%
A kiegészítő szolgáltatásokkal kapcsolatos költségek	A fenti költségek között nem szereplő, kiegészítő szolgáltatásokkal kapcsolatos költségek és díjak	Letétkezeléssel összefüggő egyéb díjak	n.a.
Eseti költségek		0	0,00%

Költségek hozamra gyakorolt hatása:

- A portfóliókezelési díjat nem tartalmazza a portfóliókezelői bruttó hozam, így a portfólió tényleges hozama a táblázat szerinti értékkel kisebb lesz.
- A tranzakciókkal kapcsolatos költségek közül a brókeri jutalék illetve a kötvények, FX-ek implicit díjait a portfóliókezelői bruttó hozam már tartalmazza.
- A tranzakciókkal kapcsolatos egyéb tranzakciós, letétkezelői, felügyeleti díjakat a portfóliókezelői bruttó hozam nem tartalmazza, így a portfólió tényleges hozama a táblázat szerinti értékkel kisebb lesz.

# KÖLTSÉGEK 2020 Q2

Allianz Önkéntes Nyugdíjpénztár Likvid - 2020 Q2			
Közlendő költségtételek		Értékek összegben (Portfólió alapdevizanemben)	Értékek százalékban
A befektetési szolgáltatás nyújtásával kapcsolatos egyszeri költségek	Brókeri jutalék egyszeri	0	0,00%
	Egyéb tranzakciós, letétkezelői, felügyeleti díjak egyszeri	0	0,00%
	Kötvények, FX-ek implicit díja egyszeri	0	0,00%
A befektetési szolgáltatás nyújtásával kapcsolatos folyamatos költségek	Portfóliókezelési díj	505 513	0,14%
A befektetési szolgáltatás nyújtása során kezdeményezett tranzakciókkal kapcsolatos	Brókeri jutalék	0	0,00%
	Egyéb tranzakciós, letétkezelői, felügyeleti díjak	20 341	0,01%
	Kötvények, FX-ek implicit díja	84 185	0,02%
A kiegészítő szolgáltatásokkal kapcsolatos költségek	A fenti költségek között nem szereplő, kiegészítő szolgáltatásokkal kapcsolatos költségek és díjak	Letétkezeléssel összefüggő egyéb díjak	n.a.
Eseti költségek		0	0,00%

Költségek hozamra gyakorolt hatása:

- A portfóliókezelési díjat nem tartalmazza a portfóliókezelői bruttó hozam, így a portfólió tényleges hozama a táblázat szerinti értékkel kisebb lesz.
- A tranzakciókkal kapcsolatos költségek közül a brókeri jutalék illetve a kötvények, FX-ek implicit díjait a portfóliókezelői bruttó hozam már tartalmazza.
- A tranzakciókkal kapcsolatos egyéb tranzakciós, letétkezelői, felügyeleti díjakat a portfóliókezelői bruttó hozam nem tartalmazza, így a portfólió tényleges hozama a táblázat szerinti értékkel kisebb lesz.

# KÖLTSÉGEK 2020 Q2

Allianz Önkéntes Nyugdíjpénztár Működési - 2020 Q2			
Közlendő költségtételek		Értékek összegben (Portfólió alapdevizanemben)	Értékek százalékban
A befektetési szolgáltatás nyújtásával kapcsolatos egyszeri költségek	Brókeri jutalék egyszeri	0	0,00%
	Egyéb tranzakciós, letétkezelői, felügyeleti díjak egyszeri	0	0,00%
	Kötvények, FX-ek implicit díja egyszeri	0	0,00%
A befektetési szolgáltatás nyújtásával kapcsolatos folyamatos költségek	Portfóliókezelési díj	3 123 741	0,14%
A befektetési szolgáltatás nyújtása során kezdeményezett tranzakciókkal kapcsolatos	Brókeri jutalék	0	0,00%
	Egyéb tranzakciós, letétkezelői, felügyeleti díjak	149 511	0,01%
	Kötvények, FX-ek implicit díja	606 372	0,03%
A kiegészítő szolgáltatásokkal kapcsolatos költségek	A fenti költségek között nem szereplő, kiegészítő szolgáltatásokkal kapcsolatos költségek és díjak	Letétkezeléssel összefüggő egyéb díjak	n.a.
Eseti költségek		0	0,00%

Költségek hozamra gyakorolt hatása:

- A portfóliókezelési díjat nem tartalmazza a portfóliókezelői bruttó hozam, így a portfólió tényleges hozama a táblázat szerinti értékkel kisebb lesz.
- A tranzakciókkal kapcsolatos költségek közül a brókeri jutalék illetve a kötvények, FX-ek implicit díjait a portfóliókezelői bruttó hozam már tartalmazza.
- A tranzakciókkal kapcsolatos egyéb tranzakciós, letétkezelői, felügyeleti díjakat a portfóliókezelői bruttó hozam nem tartalmazza, így a portfólió tényleges hozama a táblázat szerinti értékkel kisebb lesz.

# KÖLTSÉGEK 2020 Q2

Allianz Önkéntes Nyugdíjpénztár Növekedési portfólió - 2020 Q2			
Közlendő költségtételek		Értékek összegben (Portfólió alapdevizanemben)	Értékek százalékban
A befektetési szolgáltatás nyújtásával kapcsolatos egyszeri költségek	Brókeri jutalék egyszeri	0	0,00%
	Egyéb tranzakciós, letétkezelői, felügyeleti díjak egyszeri	0	0,00%
	Kötvények, FX-ek implicit díja egyszeri	0	0,00%
A befektetési szolgáltatás nyújtásával kapcsolatos folyamatos költségek	Portfóliókezelési díj	30 291 488	0,14%
A befektetési szolgáltatás nyújtása során kezdeményezett tranzakciókkal kapcsolatos	Brókeri jutalék	1 003 906	0,00%
	Egyéb tranzakciós, letétkezelői, felügyeleti díjak	1 732 066	0,01%
	Kötvények, FX-ek implicit díja	-1 531 867	-0,01%
A kiegészítő szolgáltatásokkal kapcsolatos költségek	A fenti költségek között nem szereplő, kiegészítő szolgáltatásokkal kapcsolatos költségek és díjak	Letétkezeléssel összefüggő egyéb díjak	n.a.
Eseti költségek		0	0,00%

Költségek hozamra gyakorolt hatása:

- A portfóliókezelési díjat nem tartalmazza a portfóliókezelői bruttó hozam, így a portfólió tényleges hozama a táblázat szerinti értékkel kisebb lesz.
- A tranzakciókkal kapcsolatos költségek közül a brókeri jutalék illetve a kötvények, FX-ek implicit díjait a portfóliókezelői bruttó hozam már tartalmazza.
- A tranzakciókkal kapcsolatos egyéb tranzakciós, letétkezelői, felügyeleti díjakat a portfóliókezelői bruttó hozam nem tartalmazza, így a portfólió tényleges hozama a táblázat szerinti értékkel kisebb lesz.