

VAGYONKEZELŐI BESZÁMOLÓ

ALLIANZ ÖNKÉNTES NYUGDÍJPÉNZTÁR

2024. I. NEGYEDÉV

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

2024.04.10.





TARTALOM

1

BENCHMARK HOZAMOK ÉS TELJESÍTMÉNYEK

2

MAKROGAZDASÁGI ÖSSZEFOGLALÓ

3

RÉSZVÉNYPIACOK

4

EGYÉB TÁBLÁK, ADATOK, INFORMÁCIÓK

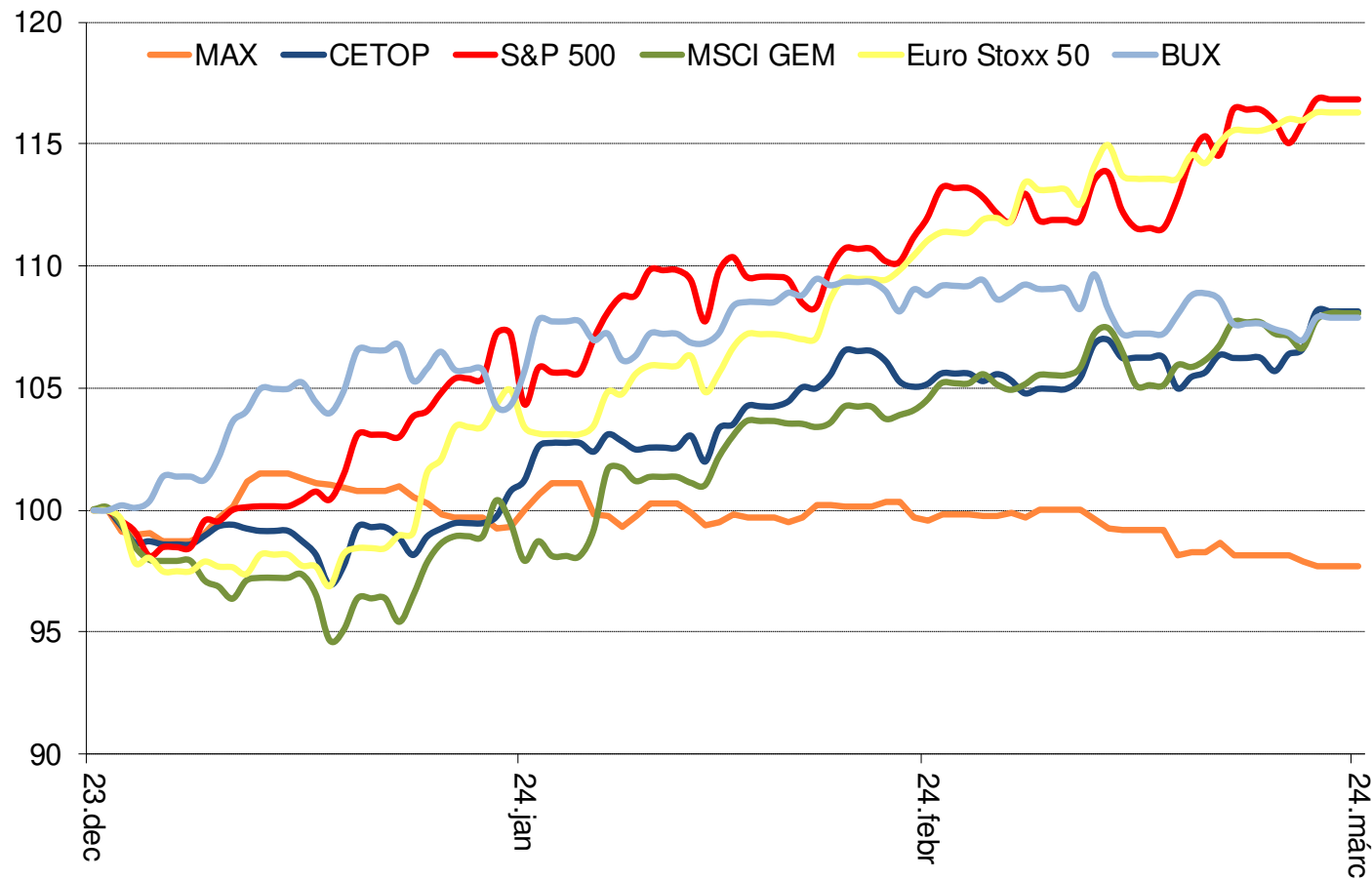
BENCHMARK HOZAMOK ÉS TELJESÍTMÉNYEK

1





FŐBB INDEXEK ALAKULÁSA 2024 YTD (HUF)



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

MAKROGAZDASÁGI ÖSSZEFOGLALÓ

2

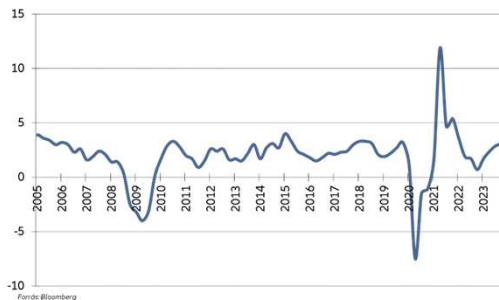




USA GAZDASÁGI ADATOK

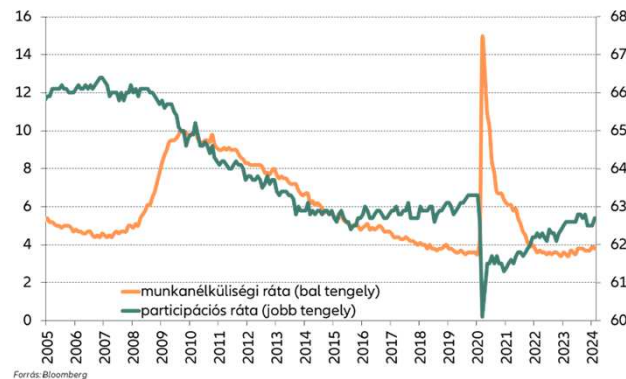
- A negyedik negyedévben az előzőnél alacsonyabb, de így is magasnak mondható, 0,8%-os reál GDP növekedést mutattak ki az Egyesült Államokban (negyedév/negyedév). Az év/év módon számolt bővülés immár 3,1%-ra nőtt. A Bloombergnek leadott előrejelzések jelenleg (04.10-én) 2,2% körüli növekedést vetítenek előre 2024-re, ami közel egy százalékponttal magasabb, mint három hónappal ezelőtt. A kiskereskedelmi forgalom az USA esetében továbbra is bővül, februárban ugyan csak 1,5%-os növekedés látszott az egy évvel megelőző állapothoz képest.
- A munkanélküliségi ráta lényegében stagnált az elmúlt nagyjából két évben, tavaly egy enyhe romlást láttunk, de 2024. márciusban még így is csupán 3,8%-on állt. A foglalkoztatottság 2021-től kezdett emelkedni a COVID mélyponttól, de az aktivitás növelése jobban elhúzódott, mint a munkanélküliség visszarendeződése. Az, hogy volt munkaerőtartalék, amely fokozatosan visszatért, segíthette, hogy nem alakult ki még nagyobb béremelkedés (így is 4% feletti még mindig az éves bérnövekedés), így támogatta az infláció gyors visszatérését. Kérdés, hogy egy esetleges újabb keresletnövekedés (akár monetáris lazítás megindulása után) nem okoz-e olyan feszültséget, ami ár-bér spirál kialakulásához vezethet és ezáltal az infláció további csökkenését, célhozérését nehezíti.
- A dezinflációs folyamat tavaly az első félévben igen erőteljes volt, azonban a júniusi 3% után inkább csak stagnált az érték (március 3,5%). Az adatok mögé nézve zömmel azért kedvező kép tárul elénk. Az energiaár most nem nagyon torzítja az indexet. Az árupiacon már vagy egy éve 0 körüli az áremelkedés, az élelmiszerek pedig év vége körül értek el hasonlóan alacsony értékeket. A szolgáltatások esetében ugyanakkor lassult a dezinfláció, és ez erősen függ a munkaerőpiac feszítettségétől. A kockázatokat jelzi, hogy a márciusi szolgáltatások részmutató most még érezhető emelkedést is mutatott.

USA reál GDP növekedése (év/év)

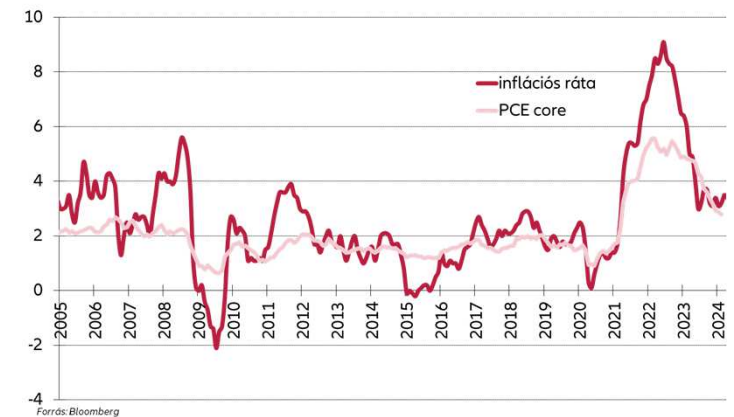


Vagyonkezelői beszámoló | Allianz Alapkezelő Zrt. |
© Copyright Allianz 2024. április 10.

USA munkaerőpiac



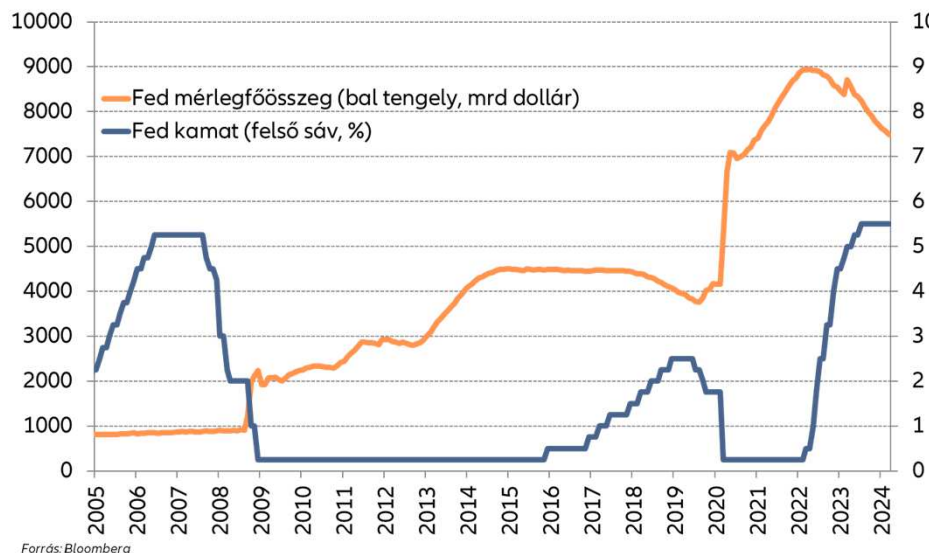
USA infláció





USA – MONETÁRIS POLITIKA

USA monetáris kondíciók



- A Fed tavaly júliusban emelte utoljára a kamatokat, majd szeptembertől a tartás mellett döntött. A szeptemberi döntéshozói várakozások alapján még lehetett egy kamatemelésre számítani, de végül az összességében kedvező makroadatokat miatt erre nem került sor.
- A decemberi előrejelzés alapján már nagy valószínűséggel lehetett látni, hogy a szigorítási ciklus a végéhez ért. A piac ugyanakkor elég agresszíven kezdett már a lazításra spekulálni. December végén a tőzsdei határidős jegyzések már márciusi kamatvágási várakozásról árulkodtak, egész évre vonatkozóan pedig nagyjából 150 bázispontos csökkentést lehetett számolni az adatokból. A dezinfláció lassulása és a továbbra is erős munkaerőpiac hatására a várakozásokból lényegesen visszavettek a piaci szereplők, így most, április elején már csak szűk 75 bázispontot számítanak, és az első kamatvágási időpont is nyárra tolódott.
- Az 2023 elején látott bankcsődöket a Fed megfelelően kezelhette, azóta hasonló nagyságrendű piaci turbulencia nem volt. Mivel azonban a finanszírozási költségek tartósan magasak, vállalati és banki oldalon sem kizárt, hogy legyenek forrásbevonási nehézségek.
- A mérlegleépítés (QT), továbbra is jelentős, havi 95 milliárd dolláros ütemmel zajlik. Az összes, piacon lévő likviditástöbblet (maga az állomány) még a nagyjából két éve tartó folyamat mellett is igen jelentős, a korábbi historikus szinteket lényegesen meghaladja. Arra azonban már jó ideje felhívják a közgazdasági tankönyvek a figyelmet, hogy mennyiségi eszközök hatása nem a kamatokhoz hasonlóan adagolható, még kevésbé lineáris a hatás. Ezt az előző QT tapasztalata is megerősíti, így a Fed már ideje korán, feltehetőleg a következő hónapokban bejelenti a mérlegcsökkentés ütemének mérséklését.
- A Fed márciusi gazdasági előrejelzésében az idei GDP növekedésre volt egy jelentősebb emelés (1,4%-ról 2,1%-ra), illetve a PCE maginflációt várják kicsivel feljebb (2,6%-ra) a döntéshozók. A kamatpályára is pár tizeddel magasabb szinteket látunk a későbbi évekre, ami a dezinflációs folyamat kihívásairól árulkodik.
- **Tehát a Fed a vártnál tovább tartja a kamatokat. Az első kamatcsökkentés ugyanakkor már a nyáron megérkezhet, a mérlegleépítés pedig hamarosan lassulhat.**



USA ÁLLAMPAPÍRPIAC

- A hosszú hozamok 2023 nyarán egy nagyjából fél éves oldalazás, sőt inkább enyhe ereszkedést követően emelkedni kezdtek. Akkor már sejthető volt, hogy a Fed elérhette a kamatemelési ciklusának a végét, de azért a Fed hangvétele szigorú maradt, a munkaerőpiaci illetve növekedési adatok is erősek lettek, az infláció csökkenése pedig megállt, sőt az augusztusi és a szeptemberi adat érzékelhetően magasabb is volt az előzőeknél. A november elején megjelent munkaerőpiaci számok azonban gyengébbek lettek, majd a hó közepén publikált inflációs ráta is csökkenést mutatott. Ez indíthatta meg a hozamok ütemes ereszkedését 2023 utolsó két hónapjában. A decemberi üléshez kapcsolódó Fed sajtótájékoztatón már elhangzott, hogy elkezdtek vizsgálni a kamatcsökkentés lehetőségét, ez egy újabb lökést adott a kamatcsökkentési várakozásoknak.
- A kötvény- és kamatpiacokon kialakult nagyon optimista hangulatot azonban az év eleji makroadatokat (erős munkaerőpiac és növekedés, magas bérnövekedés, fent ragadt infláció) és a Fed döntéshozók véleménye (óvatosak a kamatvágást illetően) nem igazolták vissza, így az idei első negyedévben trendszerű hozamemelkedést láttunk.
- A hozamgörbe alakja nem sokat változott a negyedév, vagy akár az egy évvel korábbi állapothoz képest, csupán felfelé tolódott. A görbe negatív meredeksége (különösen figyelt: 10 év – 2 év) továbbra is fennáll, azonban az ilyenkor jellemzően bekövetkező recesszió nem valósult meg. Ebben szerepe lehet a korábbi QE programok eredményeként még mindig jelentős piaci likviditásnak.

USA szövetségi deficit/GDP (gördülő, %)

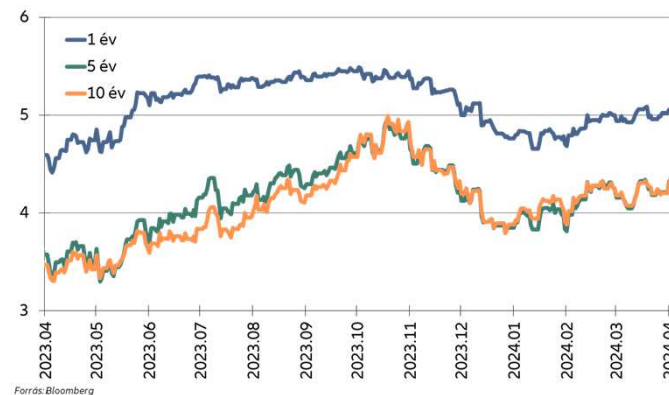


Állampapír hozammozgások

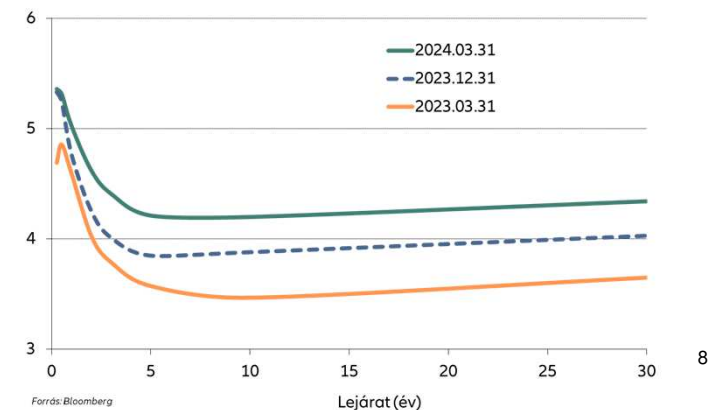


Vagyonkezelői beszámoló | Allianz Alapkezelő Zrt. |
© Copyright Allianz 2024. április 10.

Állampapírpiac az elmúlt évben



Hozamgörbe

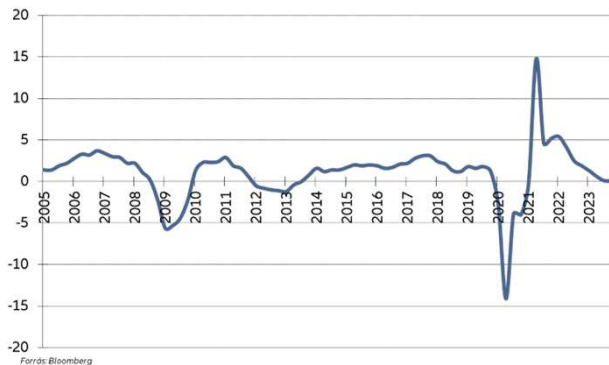




EURÓZÓNÁS GAZDASÁGI ADATOK

- Az eurózána gazdasága az előző negyedévekhez hasonlóan a legutóbbi negyedévben is 0 körüli növekedést ért el, és ez az év/év adat is stagnálást jelzett. A Bloombergnek küldött előrejelzések középértéke 2024-re 0,5% (megegyezik a negyedéve látottal). A kiskereskedelem egyelőre nem tud fellendülni, továbbra is enyhe visszaesést látunk, év/év alapon -1% körül. Ez a további defláció irányába hat. A fogyasztói bizalomban tapasztalható enyhe javulás, de még mindig negatív. Az ipari termelés az erős szűkülés jeleit mutatja, a legutóbbi (januári) adat 7% körüli visszaesést jelez. Ezek mind a lazább monetáris politika felé mutatnak.
- A munkanélküliségi ráta 2023 első negyedévében még javult, majd lényegében stagnál. Az februárban 6,5%-on állt. Ez felfelé mutató inflációs kockázatot, emiatt óvatos az EKB a kamatcsökkentés megkezdésével.
- Az infláció az eurózánaiban is meredeken csökkent 2023 nagyobb részében. Megtorpanást igazából csak a decemberi adaton láttunk, azt követően pedig ismét csökkenést mutatnak a számok. A márciusi előzetes 2,4%-os értéke már eléggé megközelítette az EKB célját. Az egy éves időhorizonton kért inflációs várakozások is süllyedtek valamelyest az elmúlt hónapokban, itt február-ra vonatkozóan 3,1%-ot láttunk. Ez ugyan októberben még 4% körül volt, de a 2%-os célhoz képest azért így is kedvezőtlen. A 3 évre vonatkozó adat viszont bő fél éve, relatíve magasan, 2,5% körül ingadozik. Az infláció alakulása tehát kedvez a kamatcsökkentésnek, a várakozásokra viszont figyelni kell (azért is, mert a bérigényekhez is szorosan kapcsolódik).

Eurózána reál GDP növekedés (év/év)



Eurózána munkanélküliségi ráta



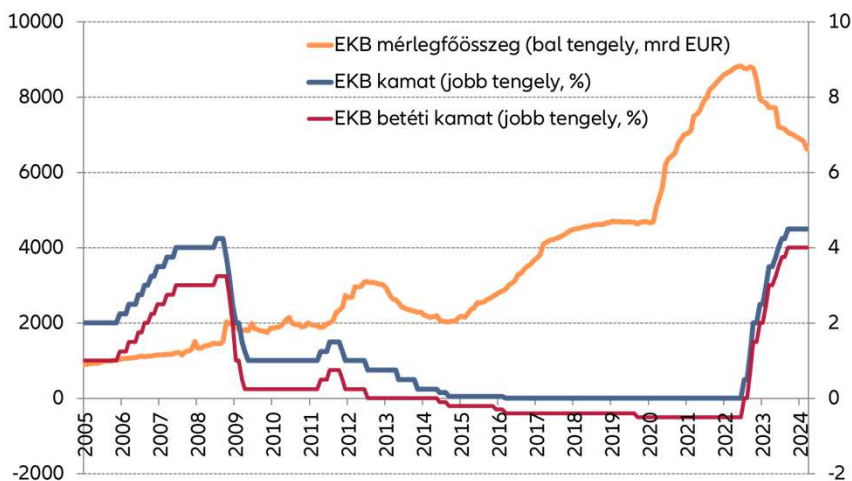
Eurózána infláció





EKB – MONETÁRIS POLITIKA

EKB monetáris kondíciók



Forrás: Bloomberg

- A USA-hoz képest az eurózónában az infláció konzisztensebb csökkenést mutat, e mellett a gazdasági növekedés problémás (fogyasztás is gyenge, az ipar is szűkül). Az EKB-nak csak inflációs célja van, de természetesen a döntéshozók figyelembe veszik ezt a szempontot is, főleg mert a gazdaság két vetülete nem független egymástól. Ezért elképzelhető, hogy a Fed-nél korábban lép az EKB, ugyanakkor az USA világgazdasági szerepe miatt az ottani inflációs és munkaerőpiaci dinamika igen lényeges.
- Az APP program keretében lejárató értékpapírokat az EKB már egy ideje nem fektetette be újra. A PEPP kapcsán decemberben született döntés: 2024 első félévében még a lejáratokat teljesen megújítják, majd havi 7,5 milliárd euró összegben célozzák meg a portfólió leépítését. Ezt követően a tervek szerint már nem lesznek vásárlások.
- Az EKB elemzői stáb márciusi inflációs előrejelzése az idei évre vonatkozóan ismét jelentősen csökkent, 2,7%-ról 2,3%-ra. A GDP-prognózis ismét lefelé módosult (0,8%-ról 0,6%-ra). A következő évre az infláció már az EKB 2%-os célja körül lehet, a növekedés pedig 1,5% környékén.
- **Az EKB kamatemelések lezárultak. Kérdés, hogy a kamatvágások mikor kezdődnek. A piac itt is túlszaladt kissé év végén, de az első kamatvágás azért hamarosan bekövetkezhet.**



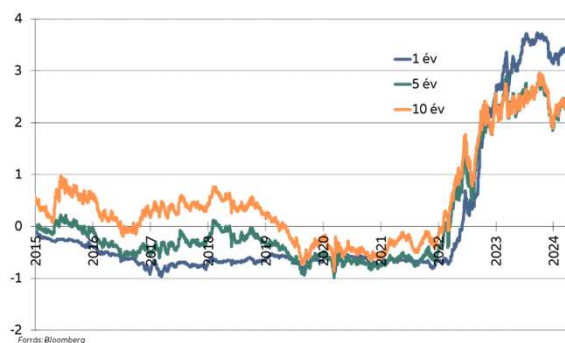
EURÓZÓNÁS ÁLLAMPAPÍRPIAC

- Az USA állampapírpiacnál bemutatott mozgások az eurózónában is hasonló mintázatot mutattak: 2023 őszéig hozamemelkedés, majd az év utolsó két hónapjában meredek hozamesés. Az idei első negyedév az eurózónában is a hozamok lassú, de trendszerű emelkedésének jegyében telt.
- A hozamgörbe alakja az elmúlt időszakban hasonló maradt, egy negyedév alatt azonban a korábban részletezett növekedési és inflációs dinamikában megfigyelt különbségek miatt mérsékeltabb volt a hozamszintek felfelé tolódása, mint az USA esetében. Az egy évvel korábbi állapothoz képest a német hozamokban nem volt lényeges elmozdulás.
- Az olasz és spanyol kötvények német hozamokhoz képest számolt felára a 2022-es kiugró értékekhez képest fokozatosan mérséklődött. Az eszközvásárlások csökkenése ezt a folyamatot tartósan nem írta felül. A PEPP megújítás keretében 2024 év végéig az EKB még támogathatja a perifériaként emlegetett országok állampapír piacát, de ez a korábbi évekhez képest lényegesen szűkebb mozgástér, 2025-től pedig várhatóan megszűnik minden kötvényvétel. Ez tehát növeli a sérülékenységet, amit egy globális kockázatkerülési hullám bármikor felszínre hozhat. Végző esetben azonban még mindig ott lehet az eddig még nem alkalmazott eszköz (TPI), amellyel az EKB jelentős várásásokkal léphet fel.

A 10 éves olasz-német hozamkülönbség



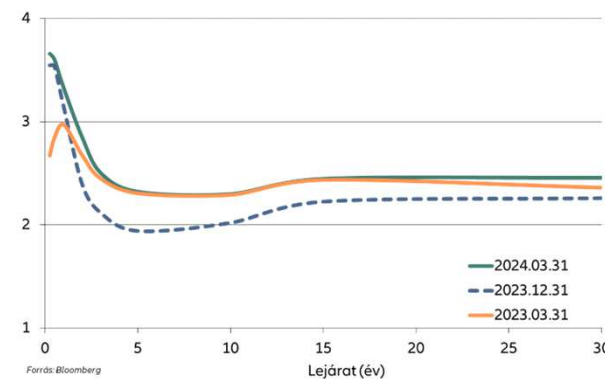
Állampapír hozammozgások (német)



Állampapír hozammozgások az elmúlt évben (német)



Állampapír hozamgörbe (német)





RÉGIÓS PIACOK

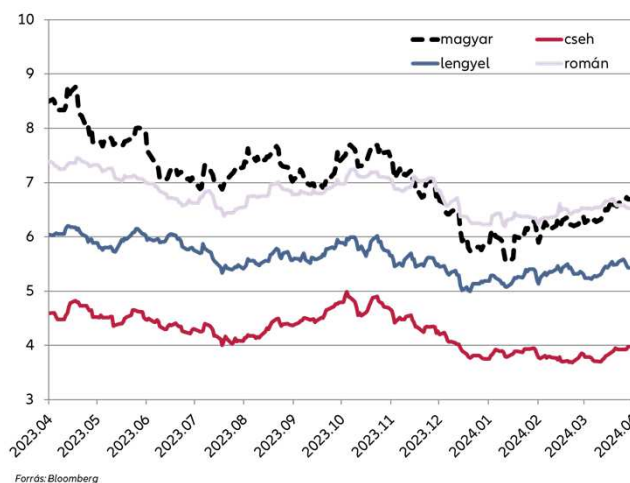
- A régió inflációs mutatói is összességében kedvező képet mutattak. A lengyel áremelkedés különösen kedvező pályán volt, a márciusi előzetes adat 1,9% lett. A cseh pénzromlás ehhez hasonlóan februárban és márciusban is 2% volt csupán. A bázishatások miatt azonban ezeken a piacokon hamarosan emelkedő értékeket láthatunk majd. Románia kilóg a sorból, mivel a januári infláció a várt felett emelkedett, és a február sem lett lényegesen jobb (7,2%).
- Lengyelország szeptemberben még meglepte a piacot a vártnál nagyobb, 75 bázispontos kamatvágással, amit októberben még 25 bázispont követett. Azóta az alapkamathoz nem nyúltak, 5,75%-on áll. A lengyel deviza a kamatvágást követő turbulenciát követően erősödött, de ez önmagában nem a kamatpolitikának, inkább a kormányváltás után az EU-val történő viszony lényeges javulásának tulajdonítható. A cseh jegybank decemberben 25 bázispontot, majd még az első negyedévben kétszer 50 bázispontot vágott, így szintén 5,75-re ért. A korona gyengülése idén is folytatódott. Romániában nemigen volt mozgástér a kamatvágásra, 7%-on tartották az irányadó rátát, a devizaárfolyamban nagy kilengések az elmúlt hónapokban sem voltak tapasztalhatók.
- A régiós állampapírok a globális kötvénypiaci raliba illeszkedve, jelentősen felértékelődtek év végén. Ezt követően ugyanakkor az első negyedévben inkább gyengülésről lehet beszélni, bár a hazai mozgásokhoz képest ezek mérsékeltebbek voltak.

A régiós devizák relatív teljesítménye



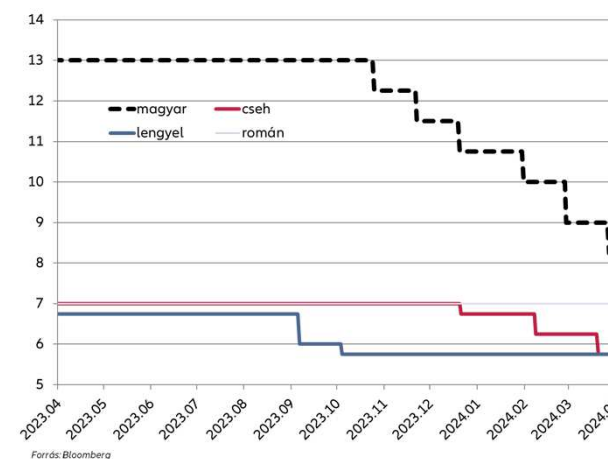
Vagyonkezelői beszámoló | Allianz Alapkezelő Zrt. |
© Copyright Allianz 2024. április 10.

10 éves kötvényhozamok



Forrás: Bloomberg

A régiós alapkamat szintek



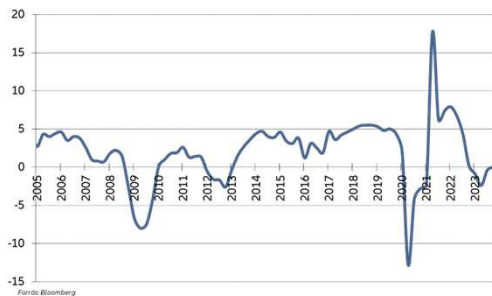
Forrás: Bloomberg



HAZAI GAZDASÁGI ADATOK

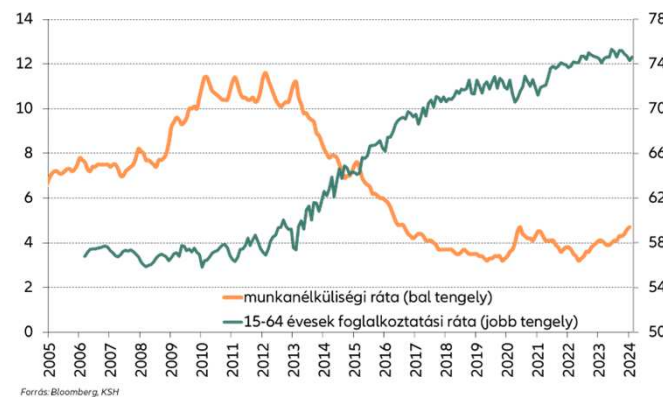
- A magyar gazdaság a negyedik negyedévben stagnált éves és negyedéves alapon is. A román GDP éves növekedése 3%, a lengyel 1%, egyedül a cseh mutat hozzánk hasonló teljesítményt, de optikája annak jobb, mivel legalább pozitív lett. A Bloombergnek nyilatkozó elemzők 2024-re 2,4%-os bővülést várnak, ami majd fél százalékponttal alacsonyabb, mint amit negyed éve láttunk. A kiskereskedelmi forgalmi adatok tavaly márciustól fokozatosan javultak, a januári érték már pozitív, a februári 1,1% (év/év) lett. Az idei évre a Kormány a gazdaság növekedését tűzte ki célul, ezen belül a fogyasztás felpörgetése is fontos elem. Ez inflációs kockázatot rejt.
- A munkanélküliségi ráta 2022 második felétől lassú gyengülő tendenciát mutat. A februári 4,6%-os érték azonban historikusan még mindig nagyon kedvező. Az elmúlt néhány foglalkoztatottsági adat ugyan mutatott némi visszaesést, de ha kissé hátrébb lépünk, akkor az elmúlt nagyjából két évben lassú emelkedést figyelhettünk meg. A bérnövekedés az utóbbi hónapokban nem csökkent, még mindig 14% körüli. A kormányzat a fogyasztás növekedését részben reálbérnövekedéssel szeretné elérni.
- Az infláció 2023. októberében került 10% alá, és azt követően is az elemzői várakozásoknál rendre jobban ereszkedett. A februári adat 3,7% lett. Az, hogy az infláció már két hónapja a jegybanki toleranciasávbán van, ugyan adott muníciót a jegybanki kamatcsökkentésekhez, de az MNB még nem dőlhet hátra, hiszen a bázishatások miatt hamarosan ismét 4% feletti értékeket mutathat ki a KSH. A háztartási energia például most még az indexet a maga -9%-os árváltozásával erősen lefelé húzza, miközben az elmúlt hónapokban az olaj ára emelkedett. Kedvező, hogy az élelmiszerek és a tartós fogyasztási cikkek esetében már csak 2% a drágulás. A szolgáltatások ugyanakkor még mindig 10%-kal kerültek többbe.

Magyar reál GDP növekedése (év/év)

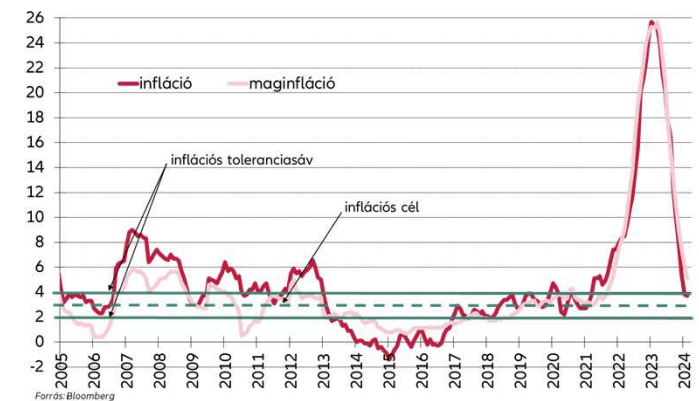


Vagyonkezelői beszámoló | Allianz Alapkezelő Zrt. |
© Copyright Allianz 2024. április 10.

Hazai munkanélküliségi ráta



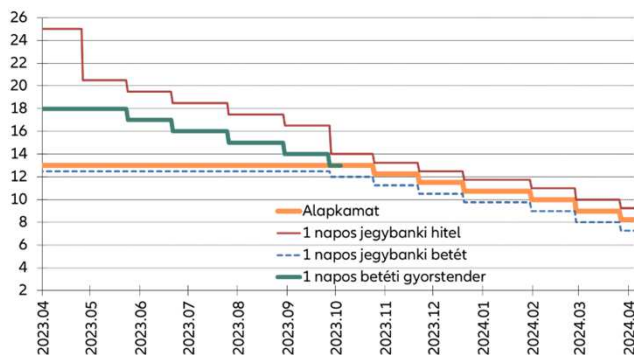
Infláció



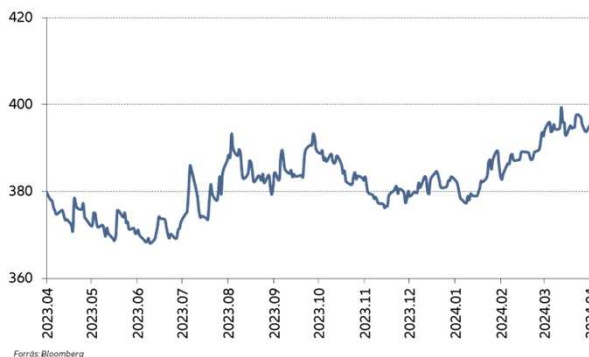


HAZAI MONETÁRIS POLITIKA

Hazai jegybanki kamatkondíciók



EURHUF árfolyam



- Az MNB a márciusi Inflációs jelentés alapján 2024-re 3,5-5%-ra (a negyedévvél korábbihoz képest fél százalékponttal lejjebb került a sáv), 2025-re 2,5-3,5%-ra (ez nem változott) prognosztizálja az áremelkedés ütemét.
- A GDP növekedés az elemzői stáb szerint idén 2-3% közé eshet (ez fél százalékponttal pesszimistább a decemberihez képest), jövőre már 3,5-4,5%-os lehet (itt nem módosítottak).

- 2023. májusában indult el a monetáris lazítás az egynapos betéti gyorstender csökkentésével. Szeptemberre megvalósult ennek a kamatszintnek az alapkamathoz zárása. Ekkor az alapkamat vágása kezdődött meg, a korábbi 100 bázispontok után már csak 75 bázispontos lépésközökkel. A begyorsuló dezinflációs folyamatok alapján az év végétől volt olyan piaci várakozás, amely a lépésköz növelését várta. Ugyanakkor az EU-s források körüli bizonytalanság, illetve a magyar eszközöket érintő piaci turbulencia miatt erre csak februárban volt mozgástér.
- A februári 100 bázispontot ugyanakkor márciusban ismét 75 bázispont követte (ezzel 8,25%-ra ért az alapkamat). A döntéshez kapcsolódó háttérbeszélgetés ismét a piaci kockázatkerülést emelte ki. A jövőbeli kamatpályával kapcsolatban is óvatosabb üzeneteket közvetített a Jegybank: a nagy lépésekkel folytatott monetáris lazítás időszaka véget ért, a félév végére pedig a korábban jelzett 6-7%-os sávnak inkább a felső részére várható az alapkamat.
- A betéti kamatstoppal kapcsolatos, illetve az MNB kötvény intézményi befektetők részére történő értékesítését korlátozó kormányzati intézkedések kifutottak, ami a forint árfolyamot támogathatja, ez segíthet a forint gyengülő trendjét megfordítani, ami kissé növelheti az MNB lazítással kapcsolatos mozgásterét.
- **A kamatvágási ciklus tehát még nem fejeződött be, ugyanakkor a következő alkalmakkor várhatóan tovább csökken a lépésköz (jó eséllyel 50 bázispont). A félév végén az alapkamat 6,5-7% szintre érhet, a lépések ugyanakkor erősen függenek a hazai infláció alakulásától (bázishatások miatt emelkedhet) és a nagy jegybankok magatartásától.**



FIX KAMATOZÁSÚ FORINT ÁLLAMKÖTVÉNYEK, DKJ-K

- 2024 első negyedében már kifutottak a banki extraprofit adót érintő szabályozói hatások, amik a hozamokat lefelé húzták. Az infláció ugyan még rendre kedvezőbben alakult a várakozásoknál, de a gyors csökkenés szakasza lezárulni látszik. E mellett a túl optimista fejlett piaci kamatvágási várakozások kiárazódása, a kedvezőtlen magyar költségvetési helyzet, némi külpolitikai és fiskális-monetáris politikai súrlódás a hazai hosszú kötvényhozamok nagyságrendileg 50-100 bázispontos gyengülését hozták. Eközben a külföldiek kezében lévő állomány összességében inkább emelkedni látszott.
- A fix államkötvények aukciója általában kimondottan jó kereslet mellett zajlott. Az április elején megemelt kibocsátási terv az eredetihez képest bő 600 milliárddal magasabb forint intézményi államkötvény kibocsátásával számol. A terv növelése nem érte váratlanul a piacot, hiszen a Pénzügyminisztérium már korábban is nyilatkozott új hiánycélról. Időarányosan még a módosult tervet is túlhaladta az eddig megvalósult kibocsátás, az ÁKK szokásos módon év elején nagyobb összegekkel jön a piacra, ezzel csökkentve az év során a finanszírozási kockázatot. Az új éves kibocsátási tervezet ugyanakkor korántsem annyira piacot támogató, mint az eredeti, negatív nettó kibocsátást felvázoló dokumentum.
- A csereaukciókon és a kéthetente megtartott benchmark aukciók közötti időszakban az ÁKK olyan állampapír-sorozatokot ajánlott fel az idei első negyedében, amelyekből a piacon levő állomány igen szűk volt korábban. Így ezek túlárázódottsága jelentősen csökkent. E mellett a 2035/A benchmark sorozattá vált, és az így növekvő mérettel mérséklődött az alulárázottsága a görbén.
- Az ÁKK a likviditás növelése érdekében új sorozatok helyett inkább a meglévőkre történő rábocsátást választja már benchmarkváltás esetén. Ezt látjuk most az 5 éves futamidőn: a 2028/A helyett már a korábban is piacon lévő 2029/A az új benchmark sorozat.
- A zöld kibocsátások továbbra is ritkák, a negyedében csak egy 2032/G aukciót tartott az ÁKK. A tervek alapján nem lenne meglepő, ha a zöld kibocsátásra allokálható keret jó részét idén is a külföldi forgalomba hozatalok vinnék el.
- A hozamgörbe rövid oldalán is megakadt a gyors hozamcsökkenés. A befektetési alapokkal kapcsolatos tartási kötelezettség már az elmúlt évben kifejtette hozamcsökkentő hatását, e mellett a szokásos év végi pénzköltési hullám is kifutott. Az MNB idei kamatvágási lehetőségei is most szűkebbnek látszanak. Az aukciókon a kereslet változó volt, időről időre jött nagyobb vételi hullám feltehetőleg megújítási igényeknél, de az áprilistól kivezetésre kerülő betéti kamatplafon és a DKJ-kat is érintő (itt is 600mrd nagyságrendben emelt) új kibocsátási terv sem a meredeken eső hozamok irányába mutat. A rövid oldalon a sorozatok likviditásán sokat segíthet, hogy az ÁKK már lényegesen kevesebb lejáratra hirdet aukciót, a mennyiségek kevesebb sorozatra koncentrálnak.

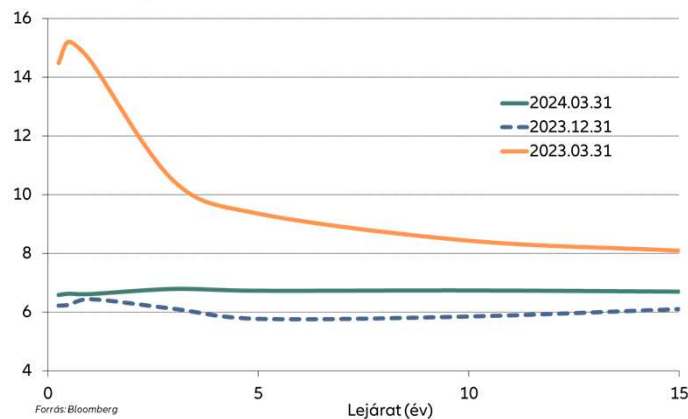


HAZAI ÁLLAMPAPÍRPIAC - GRAFIKONOK

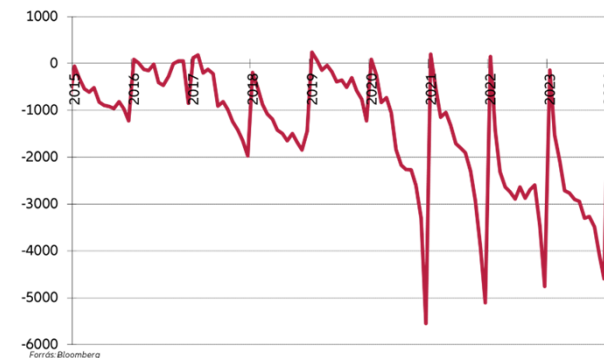
Állampapír hozamok az elmúlt évben



Hozamgörbe



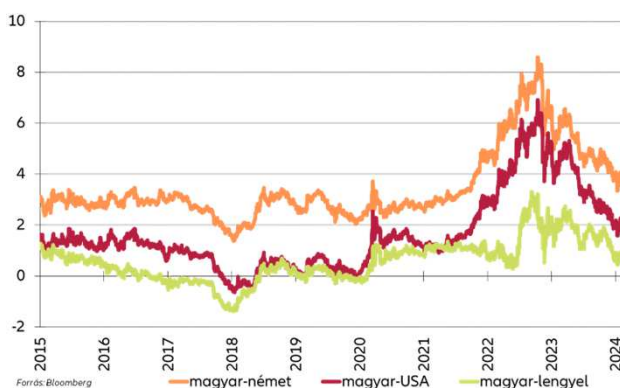
Kumulált államháztartási hiány (mrd)



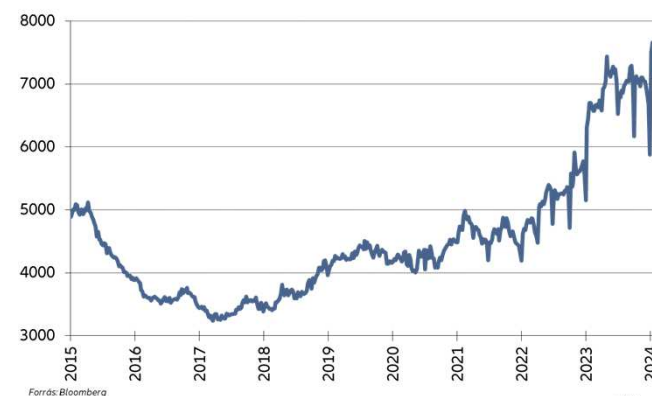
Állampapír hozammozgások



Nemzetközi összehasonlítás (10 éves futamidő)



Külföldiek HUF állampapír állománya (mrd)

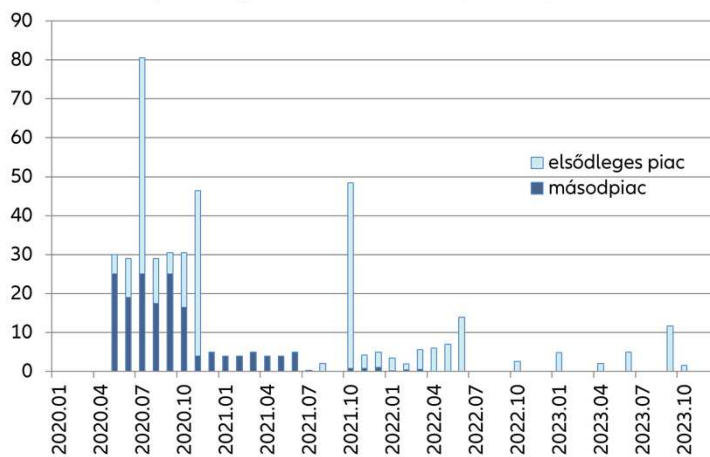




VÁLTOZÓ KAMATOZÁSÚ, DEVIZA- ÉS „FELÁRAS” KÖTVÉNYEK

- A **változó kamatozású államkötvények** kereslete erős volt a mostani negyedévben is, a leghosszabb, 2032/B ára még az elmúlt hónapokban is tudott emelkedni, de a fix állampapírok táguló swap felára (ASW) illetve az áprilistól elengedett betéti kamatlábak mellett relatív drágává váltak ezek az eszközök.
- A januári **deviza forrásbevonás** után még az április elején megemelt terv mellett is inkább csak kisebb devizakötvény-kibocsátás várható, leginkább a távol-keleti piacon.
- Az **államilag garantált** forint aukciók 2024 első negyedévében is rendszeresek voltak, bár összegük lényegesen elmaradt az előző évitől, így is 140 milliárd közeli értékről beszélünk. Az MFB idén még csak egyszer lépett piacra, míg az EXIM folyamatosan aktív volt. A befektetői kereslet igen magas volt, a felárak így az előző évekhez képest visszafogottan alakultak.
- A **jelzáloglevél-piac** az első negyedévben meglehetősen csendes volt. Az MBH Jelzálogbank egy fix zöld sorozattal lépett piacra, mindössze szűk 6 milliárd forint névértékben. MNB vásárlások a negyedévben nem voltak. Jelenleg csak az MNB jelzáloglevél megújítási programja aktív, a kibocsátók ennek keretében a fél éven belül az MNB portfóliójában lejáró jelzáloglevelüket újíthatják meg részlegesen. A zöld jelzáloglevél program továbbra is szünetel, így 2022 március óta nem volt vásárlás ennek keretein belül. Ettől függetlenül, mint ahogy fentebb is láttuk, zöld jelzáloglevéllel idén is számolhatunk, hiszen a zöld minősítés némileg növeli a befektetői érdeklődést, illetve kis mértékben csökkenti a felárakat.

MNB jelzáloglevél-vásárlások (mrd Ft)



Adatok forrása: MNB, részben heti adatokból

RÉSZVÉNYPIACOK

3



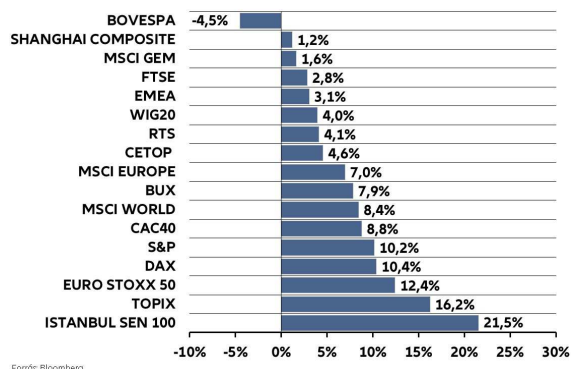


NEMZETKÖZI RÉSZVÉNYPIACOK

2024 Q1-ben folytatódott a tavaly november eleji Powell beszéd után indult rali a részvénypiacokon. Januárban ugyan volt kisebb megingás, de gyorsan túllendültek az indexek. A növekedés motorját jelentő technológiai részvényeket tömörítő Nasdaq mellett - többek között - az S&P 500, a DAX index és a Nikkei is új historikus csúcsra tudott menni. Utóbbi esetében több mint 30 éve nem történt ilyen. Kezdetben az emelkedést a folytatódó AI rali mellett a FED kamatemelések leállításával és kamatcsökkentések beindításával kapcsolatos várakozások táplálták. Év elején a piac még márciusra várta az első vágást. Később azonban a beérkező erős növekedési és munkaerőpiaci adatok, valamint a FED folyamatos figyelmeztetései hatására visszatértek a piaci árazások a FED előrejelzéséhez. Ezzel párhuzamosan a 10 éves USA hozamszint 4,3% fölé emelkedett. Utóbbi ugyan ellenszelet jelent, ám a piac most a kedvező gazdasági adatok hatására a legoptimistább forgatókönyvet árazza. Azért a soft landing megvalósulásával kapcsolatban továbbra is vannak kockázatok, egy esetleges no landing pedig a kamatcsökkentést veszélyezteti.

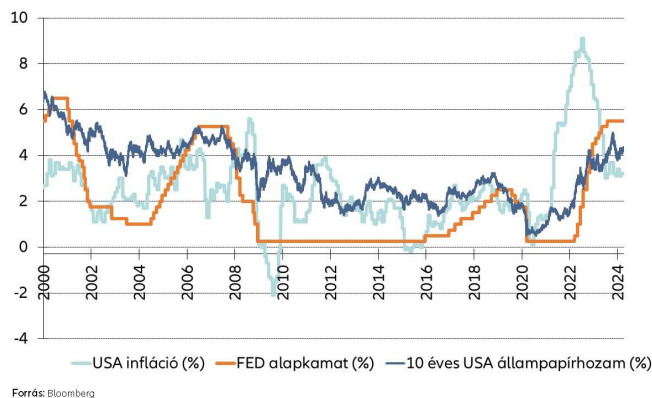
A jelenlegi magas kamatok és célérték feletti inflációs adatok mellett további kockázat, hogy 2024 a választások éve. A föld lakosságának mintegy fele járul az urnákhoz (ld. USA, EU, Oroszország és India). Közben a geopolitikai konfliktusok sem csitulnak. Elég az orosz-ukrán, a kínai-tajvani, vagy az izraeli-hamászi ellentétre gondolnunk. Utóbbi hatására megszaporodtak a jemeni húsz lázadók által a Vörös-tenger ellen elkövetett (áruszállító hajók elleni) támadások. Ez a szállítási idők és költségek növekedését okozza.

Részvényindexek teljesítménye 2024 Q1

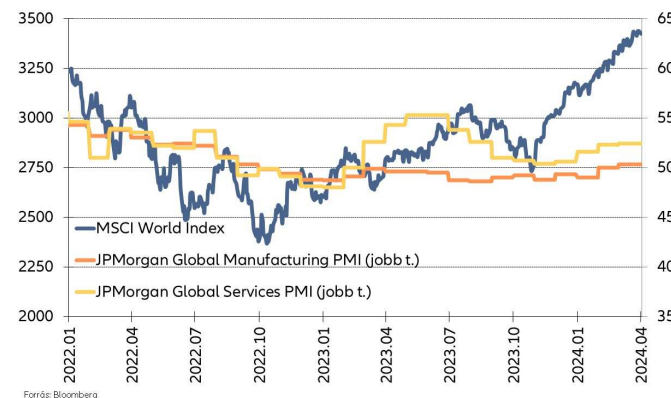


Vagyongkezelői beszámoló | Allianz Alapkezelő Zrt. |
© Copyright Allianz 2024. április 10.

USA infláció, 10 éves hozam és FED alapkamat



MSCI World index és a globális PMI-k





NEMZETKÖZI RÉSZVÉNYPIACOK - USA

Az S&P 500 idén Q1-ben 10,2%-kal tudott erősödni, ezzel a tavaly október végi lokális mélypontról már 25% feletti emelkedést láthattunk. Közben sorra új historikus csúcspontokat kijelölve 5.250 pont környékén zárta az időszakot. Ezzel párhuzamosan az elemzők is optimistábbak lettek, a Societa Generale 5.500 pontra emelte év végi célárát. A rali erejét jelzi, hogy az elmúlt 5 hónap mindegyikét emelkedéssel zárta a benchmark, miközben érdemi (5% feletti) korrekciót sem láthattunk. Bár a profitdinamika is javul, de a profitvárakozások emelkedése így sem tudott lépést tartani az árfolyamemelkedéssel. Az S&P 500 előretekintő 12 havi P/E mutatója így 21 fölé emelkedett.

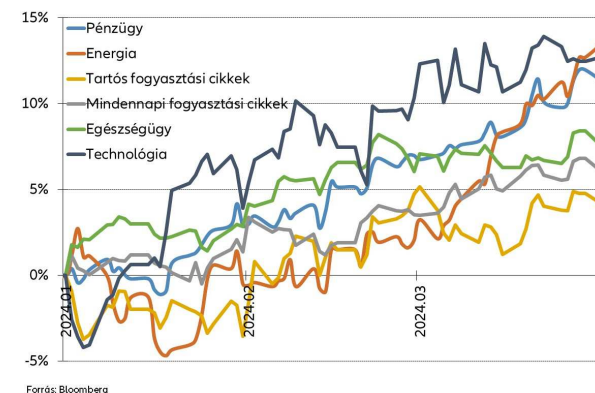
Q1-ben továbbra is a technológiai behemótok hozták az emelkedés nagy részét, ám az Apple és a Tesla már kifejezetten gyenge teljesítményt nyújtott. Az AI rali zászlóvivő Nvidia azonban továbbra is brilirozott. Ezt támogatta, hogy a cég eredményszámái ismét meghaladták a magas várakozásokat, és az elemzői várakozásokat meghaladó árbevételt prognosztizált a menedzsment a következő negyedévre is. A cég kapitalizációja átlépte a 2.000 milliárd dollár, ezzel a harmadik legnagyobb lett az USA-ban. Az árfolyam járt 970 dollár felett is, volt olyan nap amikor 100 milliárd dollár feletti értékben kereskedtek a részvényt.

A magas kamatszint ellenére továbbra is meglepően erős amerikai növekedései és munkaerőpiaci adatok a tradicionálisabb szektoroknak is kedveznek, így kiszélesedett az emelkedés Q1-ben. Optimista forgatókönyv esetében ezen iparágak akár profitálni is tudnának a technológiai szektorban végrehajtott profitrealizálásokból. Trump győzelme esetén a további fiskális lazítás (adócsökkentés) és az America First politika is segítheti ezeket. Az olajszektor kimagaslóan teljesített az olajár emelkedésével párhuzamosan. Biden győzelme azonban inkább a megújuló energiaforrásoknak kedvezne.

S&P 500 és a VIX (félelem) index



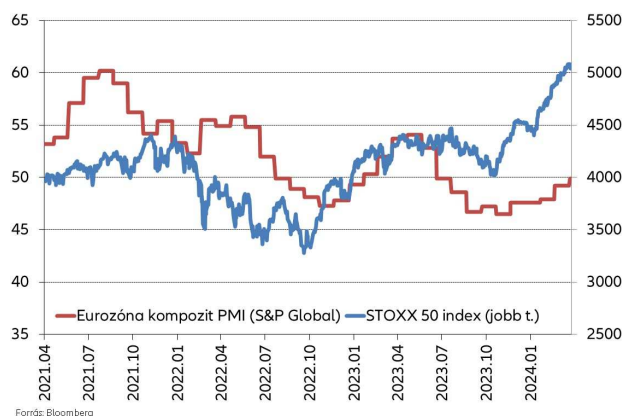
S&P 500 szektorok teljesítménye 2024 Q1



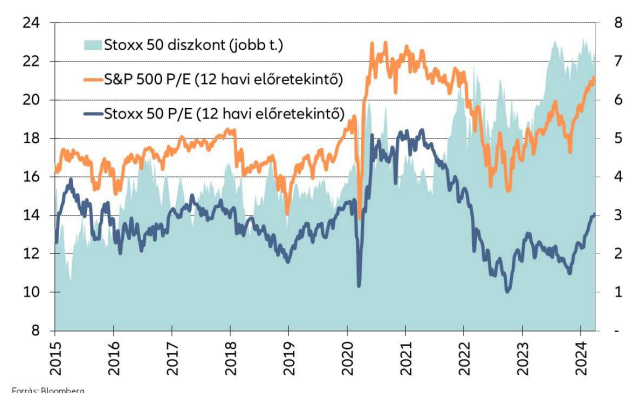


NEMZETKÖZI RÉSZVÉNYPIACOK - EURÓPA

Eurozóna kompozit PMI és a Stoxx 50 alakulása



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



A január első felében látott megtorpanást követően kiválóan teljesítettek az eurózónás részvénypiacok. Q1-ben a Stoxx50 12,4%-os erősödésével felülteljesítette tengerentúli vetélytársát. Az időszakot 5.100 pont környékén zárta, így már a 2000-es évben látott 5.500 pontos historikus csúcshoz is belátható közelségbe került. A német DAX 10,4%-kal tudott erősödni, az időszakot mindenkor csúcson (18.500 pont közelében) zárta. A gazdasági adatok továbbra is gyengébbek mint a tengerentúlon, az eurózóna továbbra is recesszió közeli állapotban van. Az ipari termelési és a kiskereskedelmi adatok továbbra is kiábrándítóak, de javulnak a kilátások. Legalábbis az S&P kompozit PMI indexe 2023. novembere óta erről árulkodik, mostanra már csak hajszálnyival van a bővülést jelző 50-es határérték alatt. A gáz- és villamosenergia árak mérséklődése is kedvez. Az elmúlt évtizedben látottnál magasabb kamatszintek a gazdasági szereplőknek ellenszemet jelentenek, a részvényekhez képest azonban továbbra sem jelentenek kedvező alternatívát. Nemsokára az EKB is kamatvágásba kezdhet.

A technológiai szektor mellett az indexekben nagy súllyal szereplő tradicionálisabb iparágak (pénzügy, autógyártás, ipari termelés) is jól szerepeltek. A nemzetközi tevékenység a régió gyenge keresletét segített ellensúlyozni, miközben a magasabb kamatok a pénzügyi szektor kamatbevételeit növelték, az ipart pedig a ciklus mélypontját követően a deglobalizáció segítheti. A kereskedelmi ingatlanokkal kapcsolatos aggályok (emelkedő finanszírozási költségek, home office, e-kereskedelem) miatt megtépzott ingatlanszektor alulteljesített. Az osztrák-német Signa csoport összeomlása fokozta a félelmeket. Igaz a korábban 28 milliárd euróra becsült ingatlanvagyonnal rendelkező konglomerátum problémáihoz a nehéz üzleti körülmények mellett a sorozatosan végrehajtott pénzügyi csalások is hozzájárultak. A régiós piacok heves emelkedését az alacsony árazási szintek is támogatták. Igaz az időszak végére már a Stoxx50 előretekintő 12 havi P/E árazás a 10 éves átlag közelébe emelkedett, az S&P 500-hoz mért árazási diszkont azonban csak minimálisan szűkült. Az év eleje óta csökkenő profitvárakozások növekedése további hajtóerőt jelenthetne. A Q4-es számok alapján aggregált szinten a Q4-es számok alapján az eurózónában is véget érhetett a profitrecesszió.

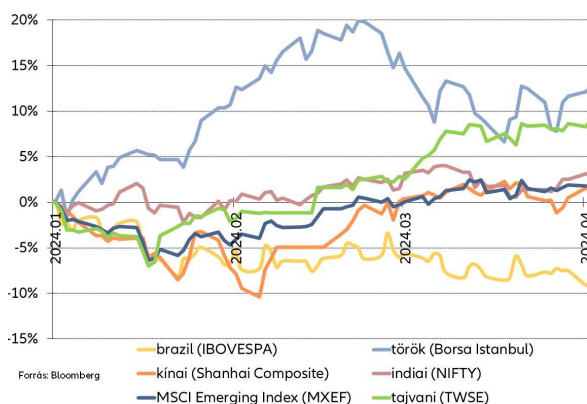


NEMZETKÖZI RÉSZVÉNYPIACOK - FELTÖREKVŐ

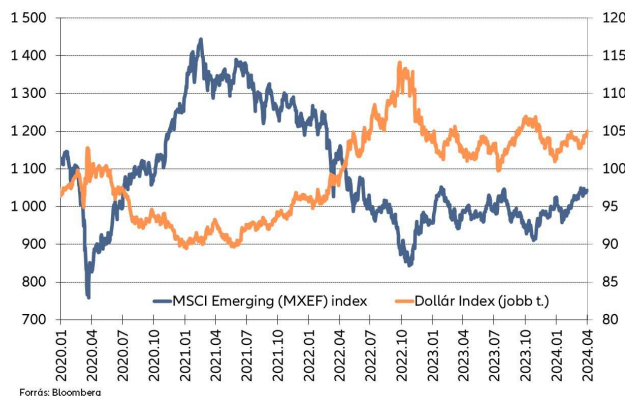
A globális feltörekvőpiaci index mindössze 1,6%-kal tudott erősödni Q1-ben. Ellenszelet jelentett a kiárazódó USA kamatcsökkentések hatására erősödő dollár. A kínai gazdaság problémái ellenére enyhe reménysugár az 50-es szint fölé emelkedő termelői PMI index. A pártvezetés 5% körüli növekedést tűzött ki idénre, ám ennek elérése nem lesz könnyű az ingatlan és adósságválság valamint a megtorpanó árnyomás közepette. A részvénytőke megítélése valamelyest javult a kínai vezetés által bejelentett intézkedések (pl. állami cégeken keresztül tervezett 300 milliárd dolláros részvényvásárlási program) és a kínai jegybank beavatkozásainak hatására, de a befektetők továbbra is félnek a nyugati szankcióktól. Nem enyhíti a feszültséget, hogy a tajvani választást a kormányzó Demokrata Haladó Párt jelöltje Lai Ching-te nyerte.

Az olajárak jelentősen emelkedtek Q1-ben, a WTI 83 dollár/hordó felett zárt. Amellett, hogy az OPEC+ márciusi döntésével Q2-re is meghosszabbította a napi 2,2 millió hordónyi kitermeléscsökkentést a Nemzetközi Energiaügynökség (IEA) napi 1,3 millió hordóra növelte a idei olajkereslet növekedésre vonatkozó becslést. Közben a geopolitikai kockázatok is árfelhajtó hatásúak (ld. Irán, vagy a húsz lázadó által megnehezített Vörös-tengeri szállítás). Oroszország emellett március 1-jétől váratlanul 6 hónapra betiltotta a benzinexportot (finomítói karbantartásokra hivatkozva). Utóbbi növeli a versenyt a közel-keleti szállítmányokért, ami az európai árakra is hatással van.

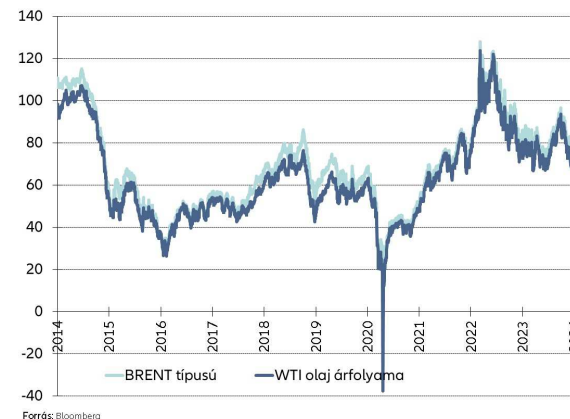
Feltörekvő piacok teljesítménye dollárban 2024 Q1



MXEF index és a dollár index alakulása



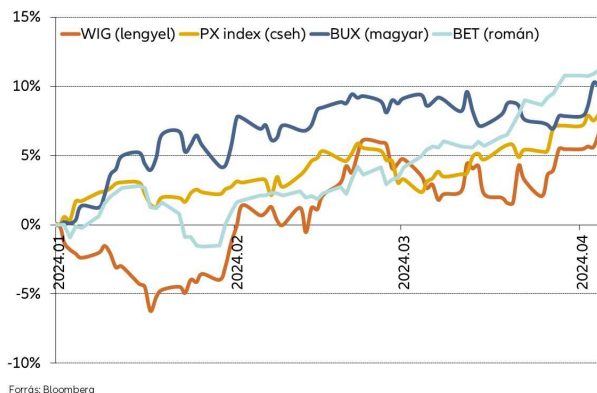
Olajárak alakulása (dollár/hordó)



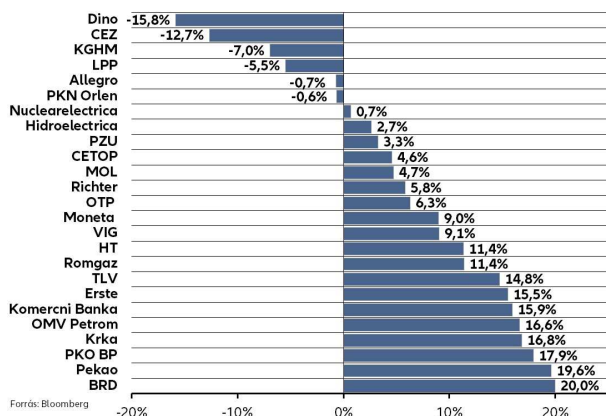


RÉGIÓS RÉSZVÉNYPIACOK

Régiós részvényindexek teljesítménye 2024 Q1



CETOP részvények teljesítménye 2024 Q1



A régiós CETOP index felülteljesítette a globális feltörekvő indexet 4,6%-os Q1-es teljesítményével. A továbbra is erős lengyel zloty valamelyest rontotta az euróban denominált benchmark teljesítményét. Vélhetően csoportosíthatnak át ide tőkét a befektetők a feltörekvő univerzumon belül a kínai eszközök irányából. Trump győzelme esetén ez a hatás tovább erősödhet, arról nem is beszélve, hogy a győzelmi ígéretek között szerepel az orosz-ukrán konfliktus rendezése. Régióinkat az olcsó (historikus és relatív) árazás is vonzóvá teszi. A 10 éves átlaghoz viszonyítva a CETOP P/E árazási diszkont jelentős (-27%). A fejlett piacokhoz mérve (S&P 500, Stoxx50) pedig még tovább is tárgult a diszkont. A gazdasági fundamentumok (külső egyenlegek javulása, energiaárak és infláció süllyedése, kamatcsökkentések) is támogatólag hatottak. Az eurozóna és Kína talpra állása a külső kereslet növekedésével még tovább javíthatná a megítélést.

Q1-ben az összes régiós országban emelkedést láthattunk, ám a lengyel részvénytőke kormányváltást követő tavalyi utolsó negyedéves szárnyalása egyelőre mérséklődött. Folytatódott az EU-val való viszony rendezése (igazságszolgáltatás függetlenségének helyreállítása), amivel hozzáférhető lesz 137 milliárd eurónyi RRF és kohéziós forrás. Ez idén mérsékelten, 2025-ben már jelentősebben hozzájárulhat a GDP növekedéshez. Az állami cégek (PZU, PKO, PKN) menedzsmentjeinek átalakítása is elkezdődött a PiS közeli vezetők eltávolításával. Negatívum, hogy a belpolitikai csaták fokozódtak Andrzej Duda köztársasági elnök és Donald Tusk kormányfő között. Ez késleltetheti az EU pénzek felhasználását. A lengyel pénzügyi szektor folytatta előző negyedévben megkezdett raliját, de a régió többi országában is meggyőző teljesítményt nyújtott az iparág. Emellett az olajcégek is jól tudtak teljesíteni, az emelkedő olajárból és kedvező iparági környezetből profitálva. Meglepetésre azonban a lengyel kiskereskedelmi cégek (Dino, Allegro) továbbra sem vették ki részüket az emelkedésből. Az indexben frissen debütált ruhaipari LPP-re is igaz ez, bár ott ehhez az „elkendőzött” orosz piaci jelenlét és könyvelési hibákra alapuló Hindenburg jelentés is hozzájárult.

HAZAI RÉSZVÉNYPIAC



A BUX index 7,9%-kal emelkedett Q1-ben. Az infláció- és a jegybanki kamatszint süllyedése, a folyó fizetési mérleg stabilizálódása pozitívum, a magas költségvetési hiány továbbra is negatívum. A gazdaságpolitika és az MNB súrlódásai sem javítják a megítélést. EU-s kérdésekben ugyan történtek „előrelépések” (ukrán segélycsomagról szóló megállapodás, svéd NATO csatlakozás megszavazása), de a hangulat feszült. Legutóbb az Európa Parlament pert indított az Európai Bizottság ellen a Magyarország részére decemberben feloldott 10,2 milliárd eurós forrás miatt. A hazai piac árazási diszkontja továbbra is méretes historikus és relatív értelemben is.

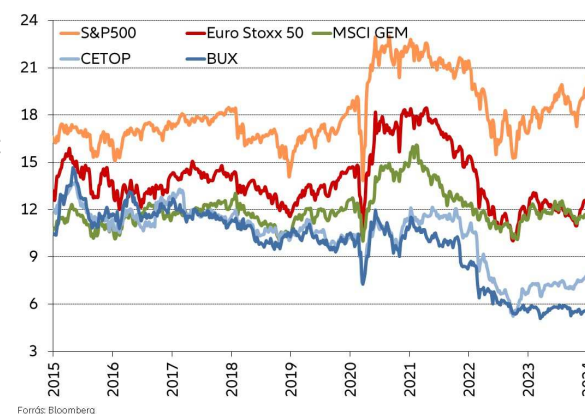
Az OTP emelkedését a 17.600 forintos szint többször megállította, végül innen lefordulva 17.000 forint alá süllyedt a kedvező fundamentumok ellenére. A Q4-et több egyszeri (akvizíciókkal, leánybankokkal kapcsolatos) negatív tétel terhelte. A 2023-as korrigált eredmény azonban meghaladta az 1.000 milliárd forintot. Vélhetően ehhez képest keveslik az 535 forint körüli részvényenkénti osztalékot és a 60 milliárd forintos részvényvásárlást a piaci szereplők.

A MOL a 3.000 forintos szinttel küzd. A Q4-es számok várt felettiek lettek a kedvező külső környezetnek és a bányajáradék csökkenésnek köszönhetően. A 2023-as tisztított EBITDA így várt felett alakult (3,4 milliárd dollár) és idénre is 3 milliárd dollár körül várja a menedzsment. A tavalyi 350 után idén 250 forintos (150 forint alap és 100 rendkívüli) részvényenkénti osztalékot javasol a cég, ami elmarad a piaci várakozástól.

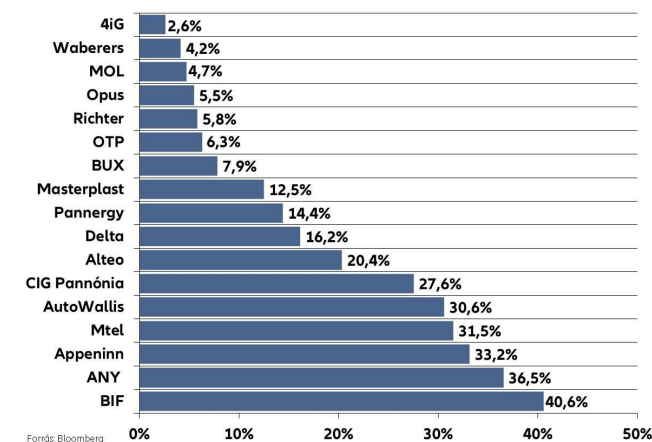
A Richter járt 10.000 forint közelében is ám innen lefordult az árfolyam. Q4-ben a Vraylar teljesítményére és a tisztított EBIT-re (59,1 milliárd forint) sem lehetett panasz, a forinterősödés viszont ellenszelet jelentett. A gyógyszergyártói extraprofitadó nem jelent új terhet, beszámítható lesz a globális minimumadóba.

Az Mtel-t tovább repíti az inflációkövető díjemelés (idén március 1-jétől újabb 15%) és a kedvező üzleti környezet hatása. Ráadásul 45 forintra emelték a részvényenkénti osztalékjavaslatot és 24 milliárdra forintra a saját részvény vásárlás keretösszegét. Mindeközben a 2024-es módosított eredményvárakozást 130 milliárd forintra növelték.

Részvényindexek előretekintő 12 havi P/E árazása



BUX részvények teljesítménye 2024 Q1





POZÍCIÓK A NEGYEDÉV SORÁN

Állampapírok, duration súlyok

- Az éven túli lejáratokon jellemzően súly közelében vagy enyhe alulsúlyban tartottuk a durationt.
- A papírsúlyok benchmarkhoz képest nézett eltérését jellemzően csökkentettük, mivel a korábban tapasztalt jelentős alul-felülértékeltségek jelentősen mérséklődtek.
- Változó kamatozású kötvényekben eladók voltunk, mivel ugyan a DKJ-khoz és rövidebb futamidejű állampapírokhoz képest még érzékelhető kamatelőnyük van, de az év végén jelentősebb árfolyamemelkedést láttunk ezekben az eszközökben és a betéti kamatstop negyedév végi kivezetése is hozhat kedvezőtlen árelmozdulást.

„Feláras” kötvények

- Aukción vettünk államilag garantált kötvényeket és jelzálogleveleket, mivel a hitelkockázatuk hasonló az állampapírokhoz, de azokhoz képest felárunk még mindig jelentős volt.

„Zöld” kibocsátások

- A negyedév során vásárolt jelzáloglevél zöld minősítésű volt.

Részvények

- A negyedév során folyamatosan voltak egyedi értékpapírkiválasztásaink a régiókban. A két legnagyobb pozíciónkat, a Magyar Telekom és az OTP felülsúlyt a negyedév során is fenntartottuk. Ugyanakkor lezártuk például a Dino Polska, a KGHM és a PKN Orlen-be pozíciókat. CEZ-ből tartunk kisebb alulsúlyt.
- A globális részvényt piacon számottevő pozíciót ezúttal nem vállaltunk. Benchmark súlya közelében tartottuk az európai, az amerikai és a feltörekvő piaci részvényeket is.

EGYÉB TÁBLÁK, ADATOK, INFORMÁCIÓK

4





ALACSONY MINŐSÍTÉSŰ HITELVISZONYT MEGTESTESÍTŐ ÉRTÉKPAPÍROK PORTFÓLIÓNKÉNT 2024.03.31-ÉN

Alacsony minősítésű hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok 2024.03.31-én			
Portfólió	Értékpapír megnevezése	Névérték	Minősítés oka
Allianz Önk. Kiegyen	WING 2024/II	297 500 000	A WING 2024/II-t NYP Igazgatósága előterjesztés alapján engedélyezte.
Allianz Önk. Növek.	WING 2024/II	30 000 000	



SFDR, SFDR RTS ÉS TAXONÓMIA RENDELET SZERINTI JELENTÉS

2024.03.31-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.