

VAGYONKEZELŐI BESZÁMOLÓ

ALLIANZ ÖNKÉNTES NYUGDÍJPÉNZTÁR

2024. II. NEGYEDÉV

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

2024.07.10.





TARTALOM	1	BENCHMARK HOZAMOK ÉS TELJESÍTMÉNYEK
	2	MAKROGAZDASÁGI ÖSSZEFOGLALÓ
	3	RÉSZVÉNYPIACOK
	4	EGYÉB TÁBLÁK, ADATOK, INFORMÁCIÓK

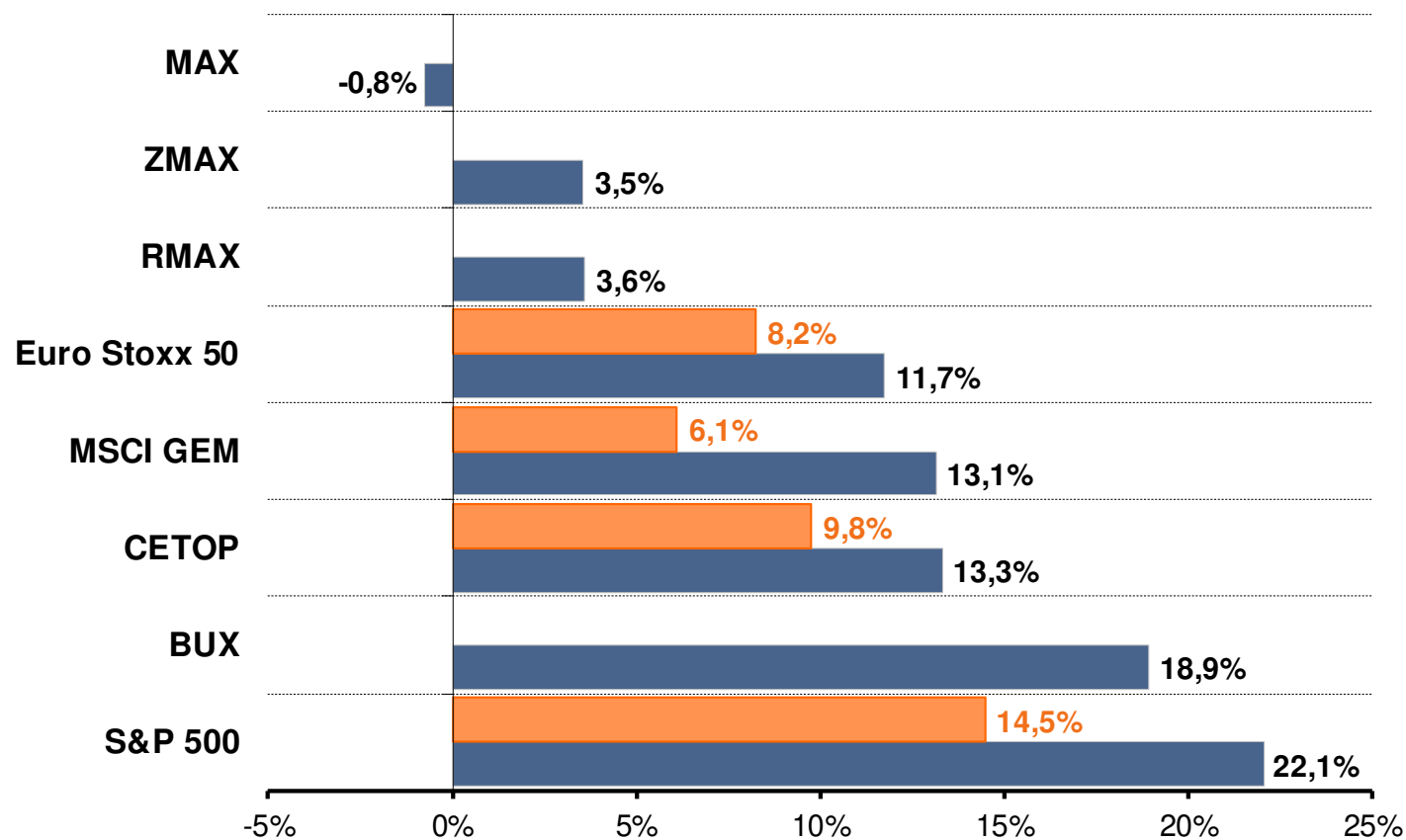
BENCHMARK HOZAMOK ÉS TELJESÍTMÉNYEK

1





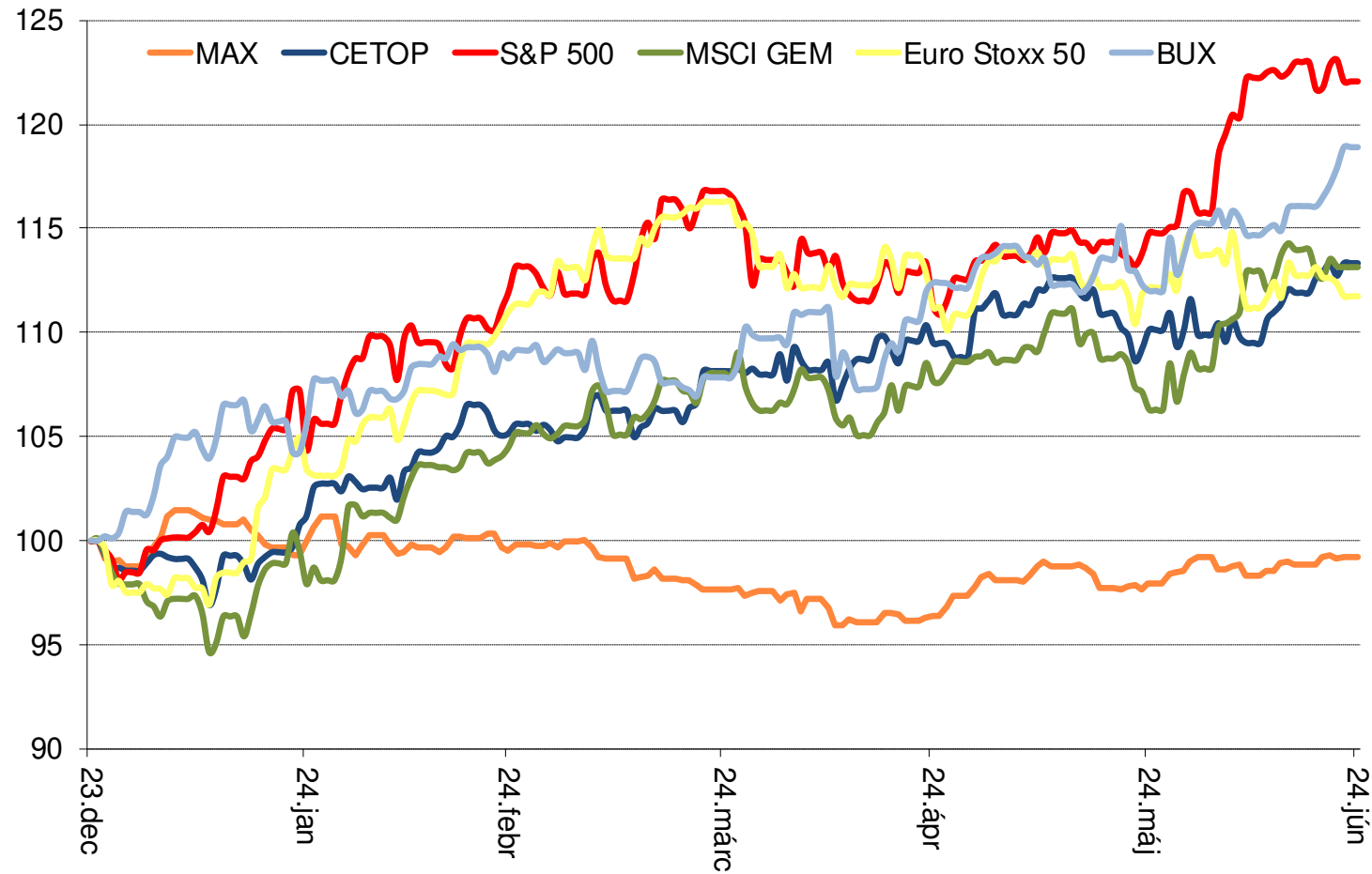
FŐBB INDEXEK TELJESÍTMÉNYE 2024 YTD (HUF ÉS SAJÁT DEVIZA)



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő



FŐBB INDEXEK ALAKULÁSA 2024 YTD (HUF)



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

MAKROGAZDASÁGI ÖSSZEFOGLALÓ

2

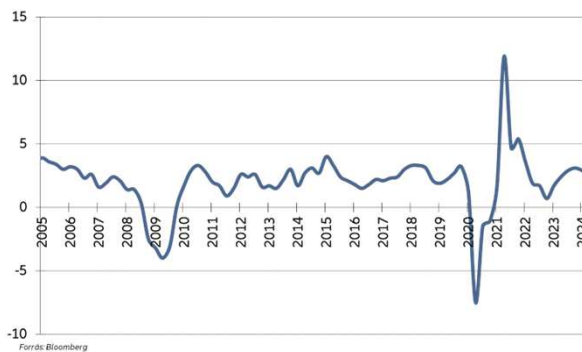




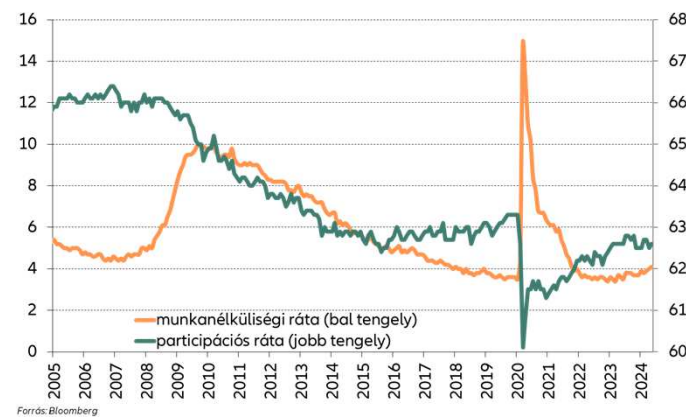
USA GAZDASÁGI ADATOK

- Az első negyedévben kissé tovább lassult a világ legnagyobb gazdasága, az USA GDP-je nagyjából 0,4%-kal nőtt az előző negyedévhez képest inflációval kiigazítva. Az év/év módon számolt bővülés alig mérséklődött, 2,9% lett. A Bloombergnek leadott előrejelzések jelenleg (07.10-én) 2,3% körüli növekedést prognosztizálnak 2024-re, ami lényegi változást nem jelent a negyedéve megfigyelt értékhez képest. A kiskereskedelmi forgalom továbbra is mérsékelt bővülést mutat, májusban bő 2%-kal növekedett év/év alapon.
- A munkanélküliségi ráta idén lassan emelkedett, de a júniusi 4,1% historikus távlatban még mindig erősnek mondható. Az aktivitási ráta az elmúlt egy évben inkább csak stagnált. A bérek növekedése idén némileg szelődött, de még mindig 4% körüli volt júniusban is, azaz jelentősen meghaladja a Fed inflációs célját.
- A deflációs folyamat tavaly az első félévben igen erőteljes volt, azóta – azaz immár nagyjából egy éve – inkább csak stagnált az inflációs ráta, a májusi adat is 3% felett állt. A komponenseket elemezve azt látjuk, hogy a tartós fogyasztási cikkek enyhe negatív hozzájárulása az árindexhez idén már visszatért. Az energiaárak hatása most nem jelentős, az élelmiszerek részindexe is csak mérsékelt növekedést mutat. A szolgáltatások azok, ahol a defláció csak nagyon lassan mutatkozott meg az elmúlt időszakban, itt természetesen a munkaerőpiac feszítettsége jelentős tényező. Az inflációs várakozások esetében nem láttunk érdemi javulást idén, az éves és az 5-10 éves időhorizontú felmérések egyaránt 3% körüli értéket mutatnak.

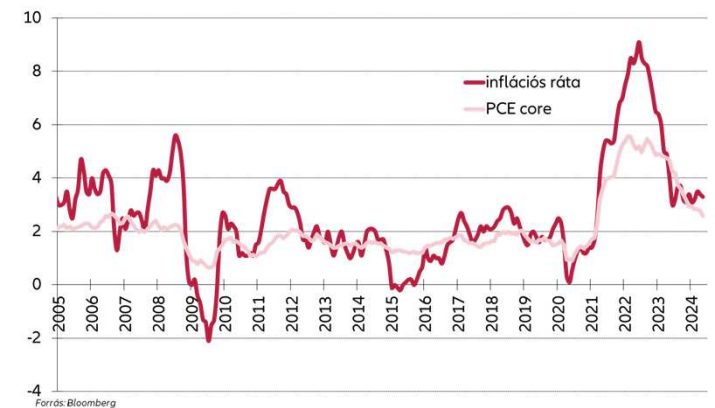
USA reál GDP növekedése (év/év)



USA munkaerőpiac



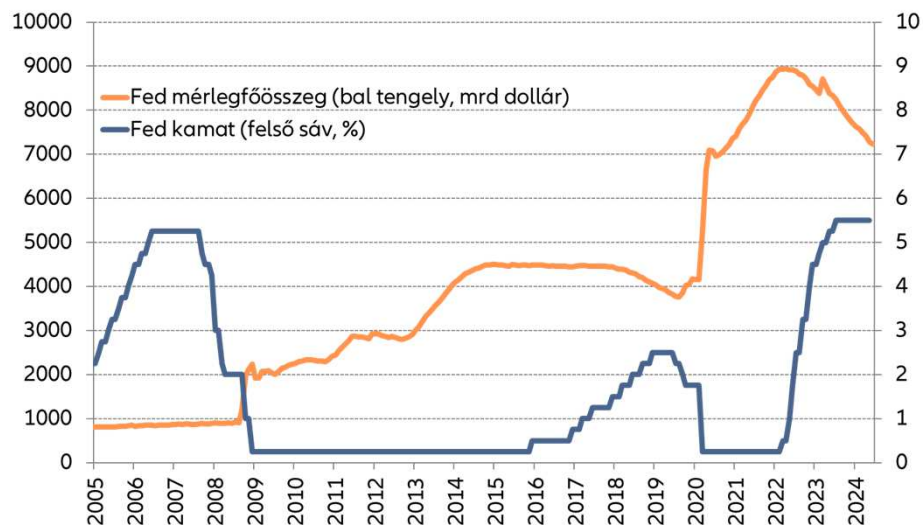
USA infláció





USA – MONETÁRIS POLITIKA

USA monetáris kondíciók



- A Fed tavaly júliusban emelte utoljára a kamatokat, majd szeptembertől a tartás mellett döntött. A kamatdöntések utáni közleményekben idén rendszeresen megjelent, hogy addig nem csökkentik a döntéshozók a kamatszintet, ameddig nagyobb bizonyosságot nem szereznek, hogy az infláció közelít a 2%-os célhoz. E mellett a sajtótájékoztatón elhangzottak arra utaltak, hogy a munkaerőpiac jelentősebb gyengülésének első jeleire a Fed lépne a kamatok csökkentésével. Ezt azért nem tekinthetjük alapesetnek, mivel a Fed gazdasági növekedéssel és alacsony munkanélküliséggel számol az idei évben és a rákövetkező időszakban is.
- A piaci várakozások ebben a negyedévben tovább hűltek a kamatvágásokkal kapcsolatban, de év végéig két vágás így is visszaszámolható a tőzsdei jegyzésekből. A 2023. év végi optimizmus (akkor még nagyjából 6 kamatvágást vizionáltak a szereplők) nagyobb részt még az előző negyedévben kiárazódott.

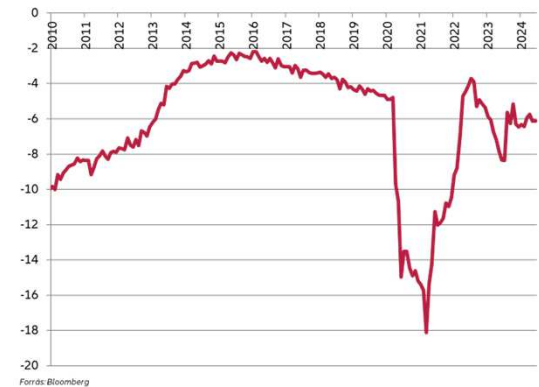
- A mérlegleépítés (QT) üteme júniusig havi 95 milliárd dollár volt, azonban májusban már döntés született ennek 60 milliárdra történő csökkentéséről. Ez az állampapír rész jelentős levágásával valósul meg. Azt eddig is tudtuk, hogy a mennyiségi eszközök hatása nem a kamatokhoz hasonlóan adagolható, azokhoz képest még kevésbé lineáris a hatás. Ezt az előző QT tapasztalata is megerősíti, akkor ugyanis a QT-hez (is) köthető piaci visszaesés meglehetősen váratlanul és heves mozgásokkal érkezett. A márciusi sajtótájékoztatón megtudtuk, hogy azon az ülésen már foglalkoztak a jegybankárok a QT mérséklésével, így a májusi bejelentés nem volt váratlan.
- A Fed döntéshozók júniusban a GDP növekedésre vonatkozó előrejelzésüket nem módosították (a következő évekre 2% körüli). A munkanélküliség tekintetében árnyalatnyi, 0,1 százalékpontos növekedés látszik 2025-re és azt követően (4-4,2% az előrejelzési időhorizonton). A PCE inflációt és maginflációt ugyanakkor az idei évre 0,2 százalékponttal feljebb várják. 2024-re a döntéshozók jelenleg 1-2 kamatvágással számolnak már csupán, és a hosszú távú egyensúlyi kamatra vonatkozó becslés is kicsit emelkedett (2,8%).



USA ÁLLAMPAPÍRPIAC

- 2023. végén a munkaerőpiaci adatok gyengébbek lettek, az inflációs ráta pedig csökkenést mutatott. A decemberi üléshez kapcsolódó Fed sajtótájékoztatón pedig már elhangzott, hogy elkezdték a döntéshozók vizsgálni a kamatcsökkentés lehetőségét. Ezek voltak a fő okai annak, hogy a piaci várakozások év végével nagyon optimisták lettek az idei kamatvágást illetően, ami a hosszú állampapírok hozamára is kedvezően hatott. Az év eleji makroadatokat (erős munkaerőpiac és növekedés, magas bérnövekedés, magasabban ragadt infláció) ezt sajnos nem igazolták vissza, így 2024 első negyedében egy markáns korrekciót, hozamemelkedést láttunk.
- Áprilisban még folytatódott a kötvénypiaci gyengülés, majd egy mérsékelt erősödő trend bontakozott ki. A fordulatban szerepe lehetett a Fed QT mérséklésének is, illetve annak is, hogy a májusi és júniusi inflációs adatok ismét kedvezőbb képet mutattak. Az infláció javulása pedig a júniusi Fed ülés közleményében is említésre került.
- A hozamgörbe alakja csak kismértékben változott a negyedév során, enyhén felfelé tolódott. A görbe negatív meredeksége (különösen figyelt a 10 év – 2 év hozamkülönbség) már 2022. nyaratól fennáll, azonban recesszió azóta sem valósult meg. Ebben szerepe lehet a korábbi QE programok eredményeként még mindig jelentős piaci likviditásnak.

USA szövetségi deficit/GDP (gördülő, %)



Állampapír hozammozgások

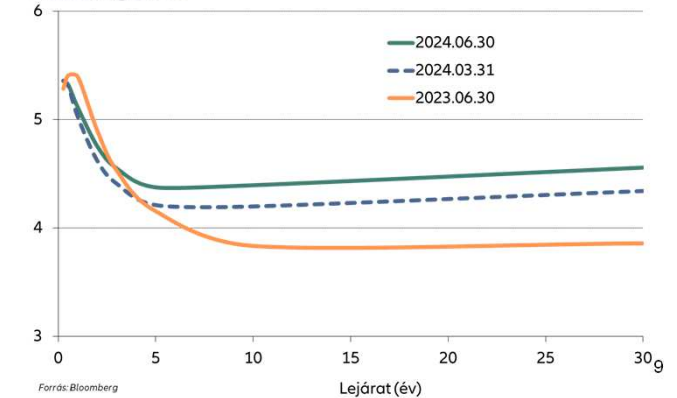


Vagyonkezelői beszámoló | Allianz Alapkezelő Zrt. |
© Copyright Allianz 2024. július 10.

Állampapírpiac az elmúlt évben



Hozamgörbe

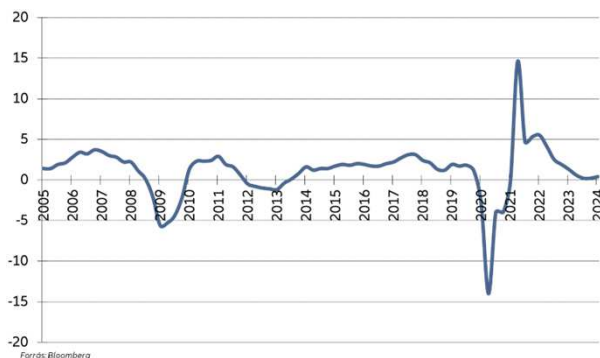




EURÓZÓNÁS GAZDASÁGI ADATOK

- Az eurózána gazdasága az első negyedévben az előző negyedévek stagnálását követően 0,3% emelkedést mutatott, az év/év adat is minimális, 0,4% bővülést hozott már. A Bloombergnek küldött előrejelzések középértéke 2024-re 0,7%, vagyis kicsit emelkedett ahhoz képest, mint amit negyed éve láttunk. A kiskereskedelmi adatok is kedvezőbb képet kezdenek mutatni, márciustól már pozitív az év/év változás. A fogyasztói bizalomban a lassú javulás fennmaradt, de még mindig negatív az index. Az áprilisi ipari termelés még csökkent az előző év azonos időszakához képest, de már csak 3%-kal. A gyenge reálgazdaság támogatja a dezinflációs folyamatot.
- A munkanélküliségi ráta idén kismértékben csökkent, májusban 6,4%-on állt. A munkaerőpiac felfelé mutató inflációs kockázatot rejt, emiatt óvatos az EKB a kamatcsökkentés megkezdésével.
- Az infláció az eurózánaiban is meredeken csökkent 2023. nagyobb részében. Decemberben volt egy megugrás, ami után ismét lefelé vette a mutató az irányt, de csak lassú csökkenő tendencia látszik egyelőre. A júniusi 2,5%-os előzetes adat már közel van az EKB céljához. Az egyéves időhorizonton kérdezett inflációs várakozások viszont egyértelműen mérséklődnek, már 3% alatti az érték. A 3 évre vonatkozó várakozás is ereszkedett az utóbbi hónapokban, a májusi érték már eléggé összevág az EKB céljával. Tehát az inflációs adatok ugyan csak lassú javulást mutatnak, de a lakossági várakozások némi bizakodásra adhatnak okot.

Eurózána reál GDP növekedés (év/év)



Eurózána munkanélküliségi ráta



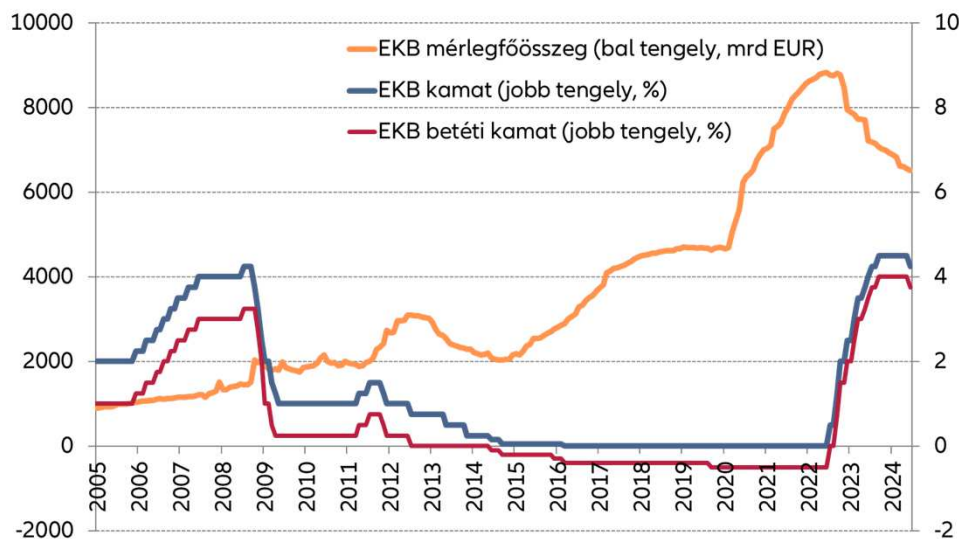
Eurózána infláció





EKB – MONETÁRIS POLITIKA

EKB monetáris kondíciók



Forrás: Bloomberg

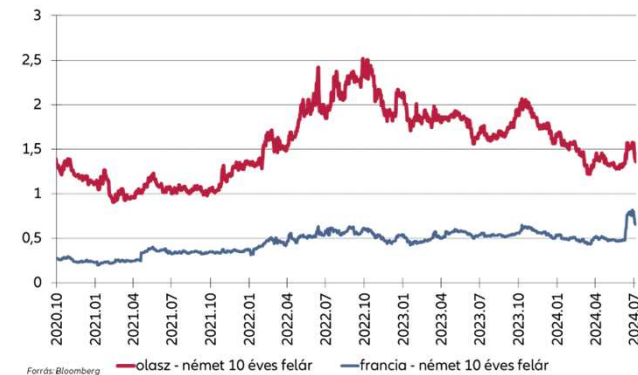
- Az EKB 2023. szeptemberben zárta le a kamatemelési ciklusát. Decemberig az egyik fő üzenet az volt, hogy az infláció túl régóta túl magas szinten áll. A januári és a márciusi ülés hangvétele már némileg optimistább lett, a márciusi döntéshez kapcsolódó előrejelzésben pedig az inflációs várakozást jelentősen csökkentették. Ez megágyazott annak, hogy közelebb kerüljön a kamatvágások lehetősége, akár a következő alkalomra. Az akkori sajtótájékoztatón is hangsúlyozták, hogy az EKB ülésről ülésre dönt a beérkező adatok fényében. A piac áprilisra azonban még nem várt lépést, mivel a negyedéves eurózónás munkaerőpiaci adatok megjelenése csak májusban volt esedékes. A másik ok, hogy a márciusi jegyzőkönyvben látszott, hogy az EKB csökkenő olajárakkal számolt, míg a döntés után inkább emelkedést figyelhettünk meg.
- Júniusban végül meglepte az EKB a várt 25 bázispontos kamatcsökkentést, azonban a sajtótájékoztató első hallásra meglehetősen szigorú hangvételt ütött meg.
- Ami egy kamatvágás mellett meglepő volt, hogy az EKB elemzői stáb júniusi inflációs előrejelzése az idei évre vonatkozóan megemelte mind az inflációs (2,3%-ról 2,5%-ra), mind a maginflációs (2,6%-ról 2,8%-ra) várakozásokat, sőt még a 2025-ös értékeket is feljebb húzták. A GDP-prognózist pedig szintén növelték 2024-re (0,6%-ról 0,9%-ra). Egy ehhez hasonló várakozás-változás inkább egy tartást támasztott volna alá, mint lazítást. Ami talán feloldhatja ezt a paradoxont az az, hogy a sajtótájékoztató alapján az EKB a munkaerőpiaci folyamatokkal most komfortosabb, és figyelembe vette azt is, hogy az inflációs várakozások is jelentősen csökkentek.
- Az APP program keretében lejáró értékpapírokat az EKB már jó ideje nem fektetette be újra. A PEPP kapcsán decemberben született döntés: 2024 első félévében még a lejáratokat teljesen megújítják, ezt követően havi 7,5 milliárd euró összegben célozzák meg a portfólió leépítését, 2025-től pedig a tervek szerint már egyáltalán nem lesznek vásárlások. A júniusi EKB ülés ezt a menetrendet megerősítette.



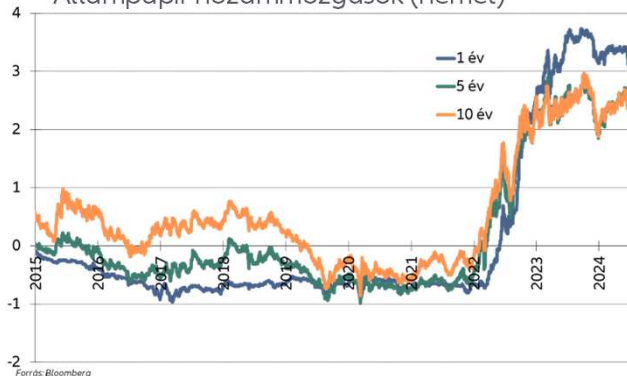
EURÓZÓNÁS ÁLLAMPAPÍRPIAC

- Az USA állampapírpiacnál bemutatott mozgások az eurózónában is hasonló mintázatot mutattak: 2023 utolsó két hónapjában meredek hozamesés, majd a második negyedév közepéig kötvénypiaci gyengülés. A júniusi EKB kamatvágás és az európai parlamenti választások körüli bizonytalanság segítette a német hozamok csökkenését.
- A német hozamgörbe alakja az elmúlt időszakban nem nagyon változott.
- A perifériaként emlegetett országok német hozamokhoz képest számolt kötvényfelára a 2022-es kiugró értékekhez képest fokozatosan mérséklődtek, ahogy az inflációs ráták és a költségvetési hiányok is kedvező irányba mozdultak, miközben a gazdasági növekedésük a németet meghaladta. Az eszközvásárlások csökkenése ezt a folyamatot tartósan nem írta felül. A PEPP megújítás keretében 2024 év végéig az EKB még támogathatja ezen országok állampapír piacát, de ez már csak kis volument jelent. Egy globális kockázatkerülési hullám bármikor felszínre hozhat kockázatokat és hirtelen megnőhet a volatilitás. Ugyanakkor végső esetben még ott lehet egy eddig még nem alkalmazott eszköz (TPI), amellyel az EKB jelentős vásárlásokat hajthat végre. Az európai parlamenti választások után Macron elnök új választásokat írt ki. Az ezzel kapcsolatos bizonytalanságok növelték a felárakat.

A 10 éves állampapír hozamkülönbségek



Állampapír hozammozgások (német)

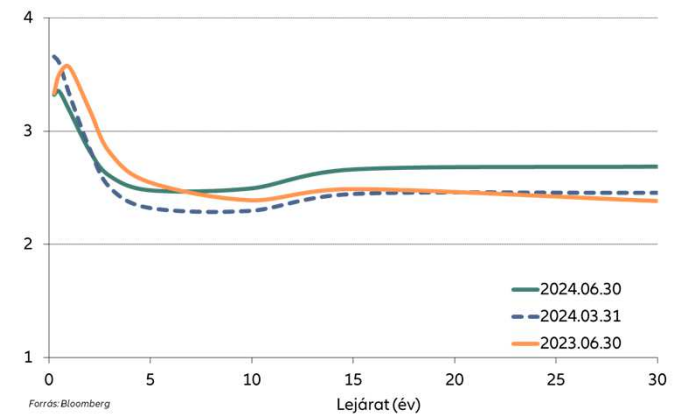


Vagyonkezelői beszámoló | Allianz Alapkezelő Zrt. |
© Copyright Allianz 2024. július 10.

Állampapír hozammozgások az elmúlt évben (német)



Állampapír hozamgörbe (német)



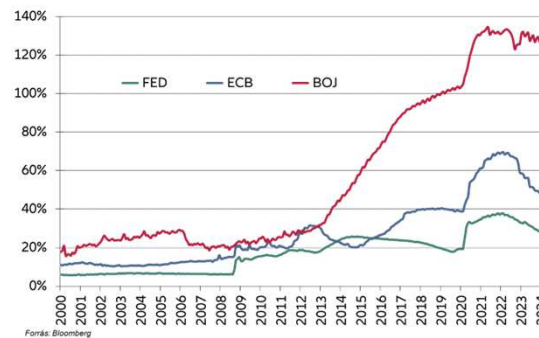


JAPÁN, KÍNA

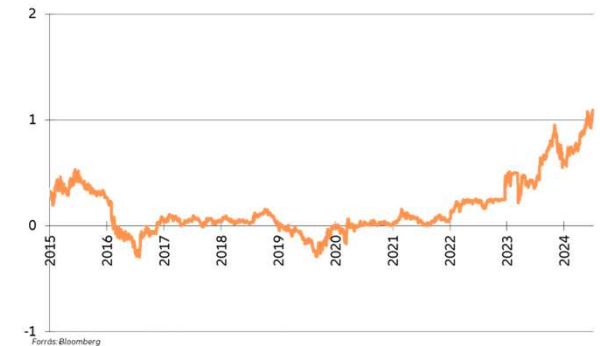
- A japán jegybank a korábban látottaktól kicsit eltérő utat jár most be. Miután az infláció hosszú idő után tartósan pozitív, mi több a jegybanki cél feletti volt és a bérnövekedés emelkedett, márciusban véget ért a negatív kamatok kora. Az állampapír QE még folytatódik, de a júniusi kamatdöntés kapcsán bejelentették, hogy ennek jelentős visszavágása következik a piaci szereplőkkel történő egyeztetést követően. Az irányadó kamat további emelésének lehetősége is kiolvasható volt a döntéshez kapcsolódó sajtótájékoztatóból. Mindezek alapján a 10 éves japán kötvényhozam jelentősen emelkedett az első után a második negyedélvben is.
- Sok hírt lehet olvasni a kínai ingatlanpiac túlfeszítettségéről és a hitelpiac problémáiról, de ennek ellenére a kínai gazdaság számos területen jobban teljesít a versenytársaknál. A fogyasztás bővülése az elmúlt egy évben volt 10% körüli is, az ipari termelés terén pedig különösen nagy volt a kontraszt az USA és főleg Németország viszonylatában.
- E mellett inflációs nyomásról Kínában egyáltalán nem beszélhettünk az utóbbi időszakban, így a monetáris kondíciók lazulhattak az elmúlt évben, ezzel is tompítva a mélyebben meghúzódó problémákat.

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

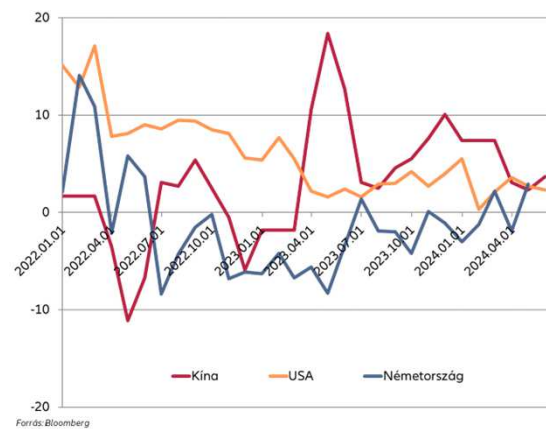
Nagy jegybankok GDP arányos mérlegfőösszege



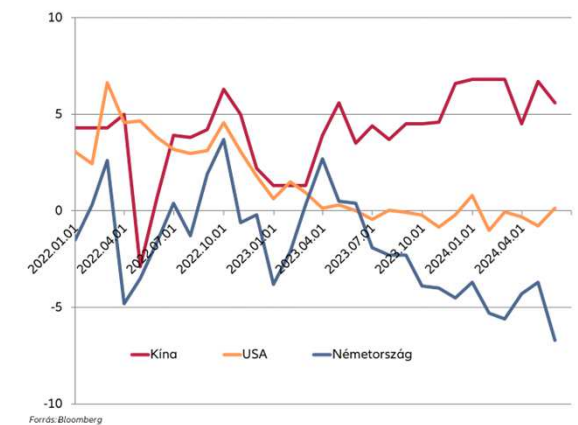
10 éves japán kötvényhozam



Kiskereskedelmi forgalom változása (év/év)



Ipari termelés változása (év/év)





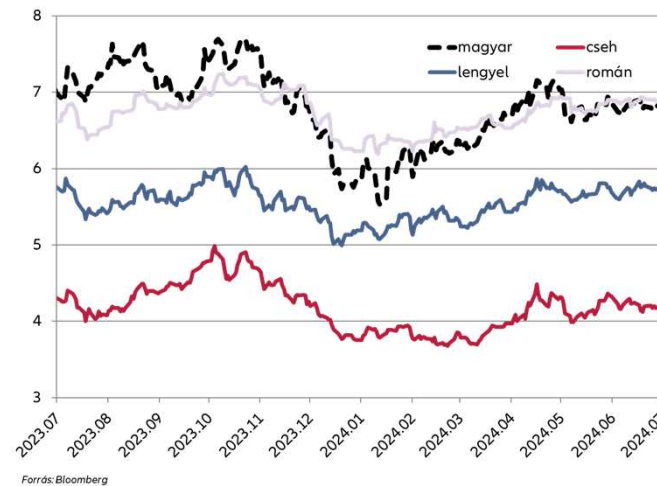
RÉGIÓS PIACOK

- A lengyel infláció enyhe emelkedést mutatott: a márciusi 2% után a júniusi előzetes adat 2,6% lett. A maginfláció közben még csökkenni tudott, de ezzel még csak 3,8%-ra ért. A cseh pénzromlás ugyanúgy 2% volt márciusban, a legfrissebb statisztika májusra szól csak, ami viszont szintén 2,6%. Románia ismét kilóg a sorból, ebben a negyedévben a lefelé mozgás miatt, de a májusi statisztika még így is 5% felett állt kicsivel.
- A lengyel jegybank idén még nem változtatott az alapkamaton, 5,75%-on áll. A zloty a kormányváltás után rendeződő EU-s kapcsolatok következtében erősödött, a második negyedévben már inkább oldalazott. A cseh jegybank az első félévben négyszer 50 bázispontot vágott, így 4,75%-ra ért. A korona gyengülése leginkább a februári és a júniusi kamatvágások környékén volt erőteljesebb, amikor a piac kisebb lazításra számított. Romániában az utóbbi időben nem volt mozgástér a kamatvágásra, 7%-on tartották az irányadó rátát, a devizaárfolyam továbbra is igen stabil.
- A régiós állampapírok mozgása nagy vonalakban a globális kötvénypiaci folyamatokat követte le. Az év első négy hónapjában gyengülést, majd május-júniusban inkább sávozást láttunk.

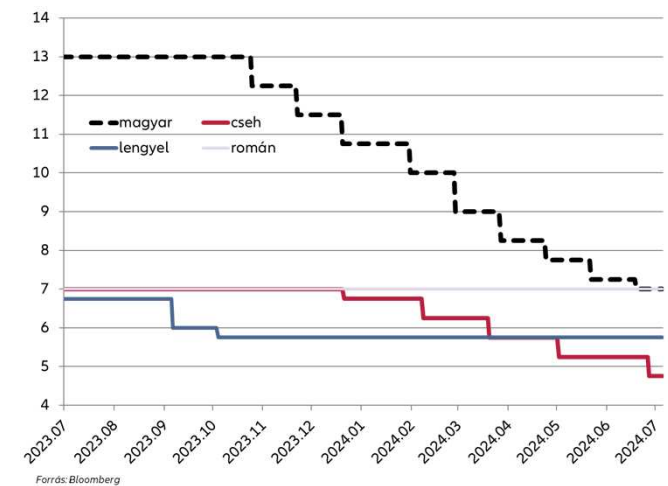
A régiós devizák relatív teljesítménye



10 éves kötvényhozamok



A régiós alapkamat szintek

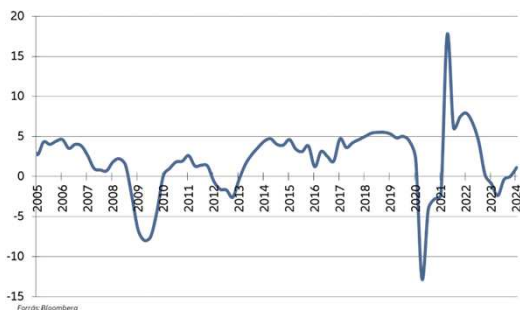




HAZAI GAZDASÁGI ADATOK

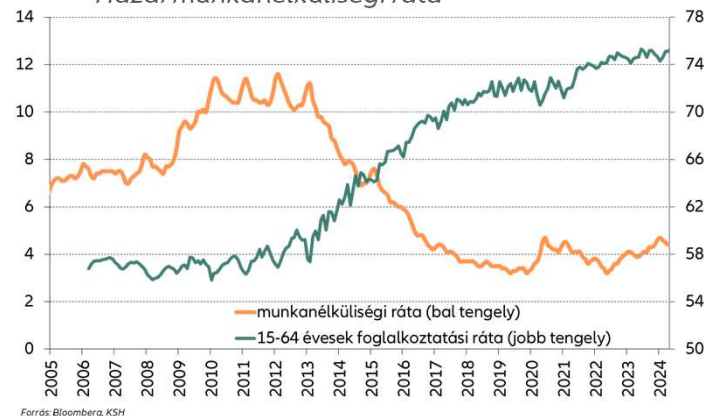
- A magyar gazdaság az előző negyedév stagnálása után 0,8%-kal nőtt negyedév/negyedév alapon. Az éves növekedés is kicsivel 1% fölé került. Összehasonlításképpen: a román és a cseh GDP éves növekedése fél, a lengyelé 2% körüli. A Bloombergnek nyilatkozó elemzők 2024-re 2,3%-os bővülést várnak, ami nem jelent érdemi elmozdulást a negyed éve látottakhoz képest. A kiskereskedelmi forgalmi adatok januártól már pozitívak voltak, a májusi 3,6% (év/év) lett. Az idei évre a Kormány gazdasági terveivel némileg tovább növekvő fogyasztás lenne konzisztens. Ennek persze megvannak a maga inflációs kockázatai.
- A munkanélküliségi rátában 2022 második felétől látszott egy gyengülő tendencia, de ez márciustól úgy néz ki, megfordult. A májusi érték gyakorlatilag visszatérés a tavalyi év végi szintekhez. A foglalkoztatottsági adatban az előző hónapokban kibontakozó enyhe romlás szintén megfordult. A bérnövekedés az utóbbi hónapokban sem csökkent látványosan, még mindig bőven kétszámjegyű. A kormányzat a fogyasztás növekedését részben reálbérnövekedéssel szeretné elérni. Ezt pedig támogatják az új külföldi beruházások is.
- Az infláció idén még márciusig enyhén csökkent, de az elemzők és a jegybanki stáb által is várt kedvezőtlen fordulat bekövetkezett: az energiaárak és a bázishatások következtében elmozdultunk a lokális minimumtól. A Kormány a üzemanyagpiaci szereplőket sikeresen meggyőzte a régiós átlagárhoz történő visszatérésre, ez a májusi és júniusi pénzromlásban meg is mutatkozott. A júniusi érték (3,7%) így csak hajszállal nagyobb a márciusinál. Ugyanakkor számos kihívást azonosíthatunk: a feszített munkaerőpiac miatt a szolgáltatások részindexe nehezen csökken. A kiskereskedelemben a kötelező akciózás kivezetése kilengést eredményezhet. A forint árfolyama és annak volatilitása az importtermékek inflációját nagyban befolyásolja, így ebből a szempontból is érdemes figyelni.

Magyar reál GDP növekedése (év/év)

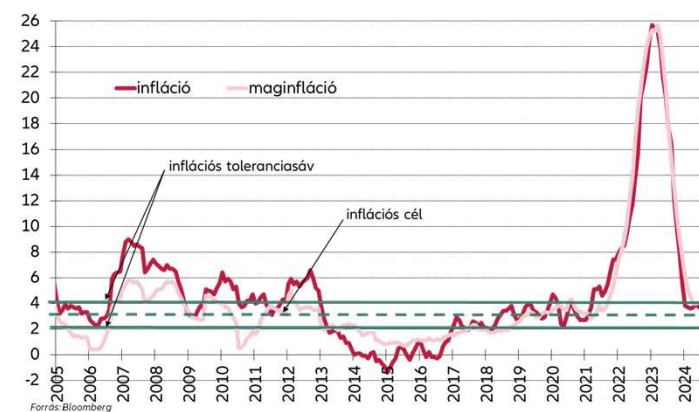


Vagyongazdálkodási beszámoló | Allianz Alapkezelő Zrt. |
© Copyright Allianz 2024. július 10.

Hazai munkanélküliségi ráta



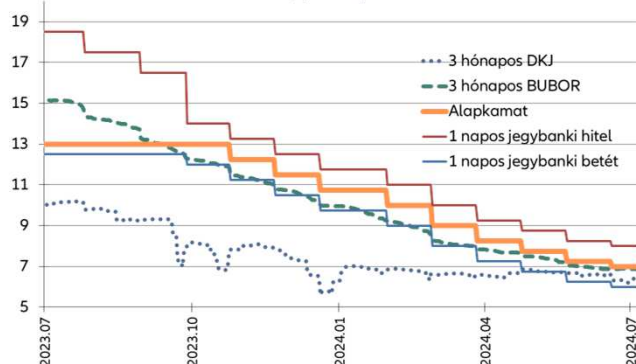
Infláció





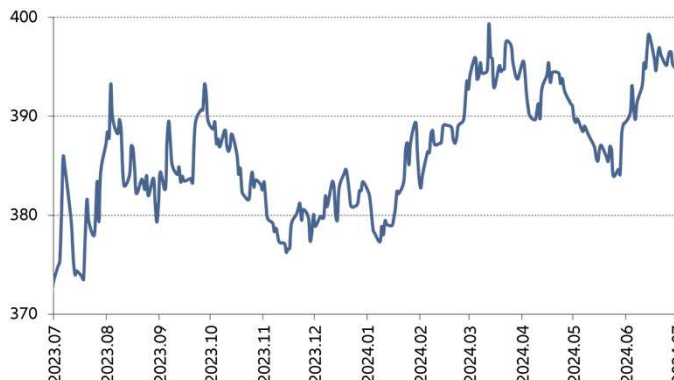
HAZAI MONETÁRIS POLITIKA

MNB kamatkondíciók, pénzpiaci hozamok



Adatok forrása: Bloomberg

EURHUF árfolyam



Adat forrása: Bloomberg

- Tavaly szeptembertől a monetáris lazítás 75 bázispontos alapkamatvágásokkal ment tovább. A begyorsuló dezinflációs folyamatok alapján az év végén volt piaci várakozás a lépésköz növelésére. Ugyanakkor az EU-s források körüli bizonytalanság, illetve a magyar eszközöket érintő piaci turbulencia miatt erre csak februárban látott mozgásteret a Jegybank, 100 bázispont következett. A piac ezt rosszul értelmezhetette, pedig sem a közlemény, sem a háttérbeszélgetés nem utalt a lazítás gyors ütemének tartósságára, e mellett a globális folyamatok is kedvezőtlenebbek voltak, mint év végén. Mindenesetre a forint márciusban kilépett a korábbi sávból és az EURHUF a lélektani 400-at közelítette. Márciusban így ismét 75 bázispont vágás jött, a jövőbeli kamatpályával kapcsolatban pedig óvatosabb üzenet: a nagy lépésekkel folytatott lazítás véget ért, a félév végére a korábban jelzett 6-7%-os sávnak inkább a felső részére (6,5-7%) várható az alapkamat.
- A piac leginkább 3x50 bázispontra számított a második negyedévben. Azonban szűkült a fejlett piacokhoz képest a felár, a piac inflációs növekedéssel számolhatott, az EU-s és önkormányzati választások is fokozták a bizonytalanságot. Ebben a környezetben ismét gyengült a forint júniusban, így az utolsó hónapban 25bp valósult csak meg, ezzel a korábban kommunikált sáv tetejét elérve (7%). Az iránymutatás most még óvatosabbá vált, érdemi mozgástér év végéig egyelőre a jelenlegi inflációs trendek és globális pénzügyi folyamatok mellett nem látszik. Ettől függetlenül a határidős kamatlábügyletek és a BUBOR árazása alapján néhány 25 bázispontos lépést azért valószínűnek tart a piac.

- Az MNB a júniusi Inflációs jelentés alapján az inflációt 2024-re 3-4,5%-ra (a negyedévvél korábbihoz képest kissé lejjebb került a sáv), 2025-re 2,5-3,5%-ra (ez nem változott) várja.
- A gazdasági növekedés az elemzői stáb szerint idén 2-3% közé eshet, jövőre már 3,5-4,5%-os lehet (egyikben sem történt változtatás az előző negyedéves dokumentumhoz képest).



FIX KAMATOZÁSÚ FORINT ÁLLAMKÖTVÉNYEK, DKJ-K

- Az első negyedévben már kifutottak befektetési alapokat és a banki extraprofit adót érintő szabályozói hatások, amik a hozamokat lefelé húzták. 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. A második negyedévben ugyan az infláció csökkenése megállt, sőt megfordult, de erre számítani lehetett (sőt a tényadat kedvezőbb is lett), az USA hozamok sem emelkedtek tovább, így a magyar hosszú kötvényhozamok is inkább csak oldalaztak.
- A fix államkötvények aukciója általában kimondottan jó kereslet mellett zajlott, a hosszabb lejáratokon volt inkább mérsékeltebb az érdeklődés. Időarányosan még a módosult tervet is túlhaladta az eddig megvalósult kibocsátás. Az első félévben az intézményi aukciók tervének közel kétharmada teljesült már (a teljes ÁKK kibocsátás sem marad el ettől lényegesen). Kérdés, hogy a választások után az eddigi hírek alapján elég biztosnak vehető kiigazítás elegendő lesz-e az egyelőre kedvezőtlen költségvetési folyamatok (pl. várttól elmaradó ÁFA bevételek) ellensúlyozására, vagy további tervemelésre lesz szükség. A több éves tapasztalat ugyanakkor azt mutatja, hogy a forint intézményi kibocsátás az év vége felé haladva jellemzően mérséklődik, mivel az ÁKK az év elején tartalékot szokott felhalmozni.
- A csereaukciókon és a kéthetente megtartott benchmark aukciók közötti időszakban az ÁKK olyan állampapír-sorozatokot ajánlott fel az idei évben, amelyekből a piacon levő állomány igen szűk volt korábban. Ezzel már az első negyedévben bezárult sok félreárazás, és a második negyedévben sem alakultak ki jelentősebb alul- illetve felülértékeltségek.
- Az ÁKK a likviditás növelése érdekében új sorozatok helyett inkább a meglévőkre bocsátott rá benchmarkváltás esetén. Ezt láttuk áprilisban az 5 éves (2028/A helyett 2029/A), majd júniusban a 3 éves (2026/H helyett 2027/A) futamidőn. A 2035/A sorozat leváltása mérete és futamideje miatt még nem esedékes.
- A zöld kibocsátások továbbra is ritkák, a negyedévben egy 2032/G és egy 2051/G aukciót tartott az ÁKK.
- A hozamgörbe rövid oldalán idén megakadt a gyors hozamcsökkenés. A tavaly nyári szabályozási változások és a szokásos év végi „pénzköltési hajrá” hozamcsökkentő hatásai is kifutottak, az MNB kamatvágási lehetőségei is egyre szűkültek. Az aukciókon a kereslet változó volt, áprilisban inkább alacsony, majd nagyobb lejáratok miatt május-júniusban kimondottan jelentős tételek látszottak. A hozamok így ismét lefelé vették az irányt. A rövid oldalon a sorozatok likviditásán sokat segít, hogy az ÁKK idén már lényegesen kevesebb lejáratra hirdet aukciót, a mennyiségek kevesebb sorozatra koncentrálódnak. E mellett májustól DKJ-ban is hirdet az ÁKK csereaukciót, így a lejárat előtt is könnyebben meg lehet újítani a rövidebb DKJ-ket. Az MNB kötvény intézményi befektetők részére történő értékesítési tilalom a második negyedévben már nem volt érvényben, így a portfóliók rövid részében ismét alternatívává vált az MNB kötvény.

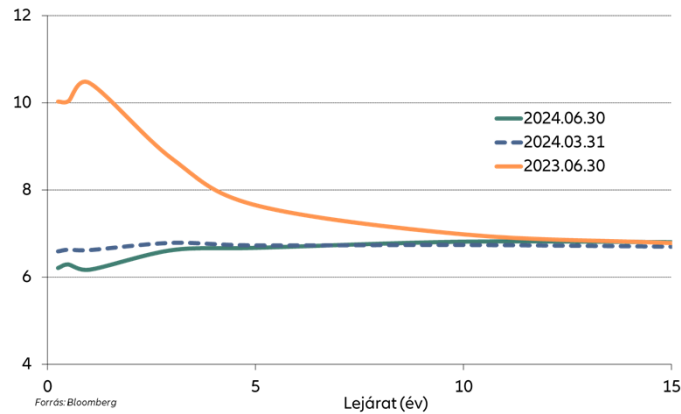


HAZAI ÁLLAMPAPÍRPIAC - GRAFIKONOK

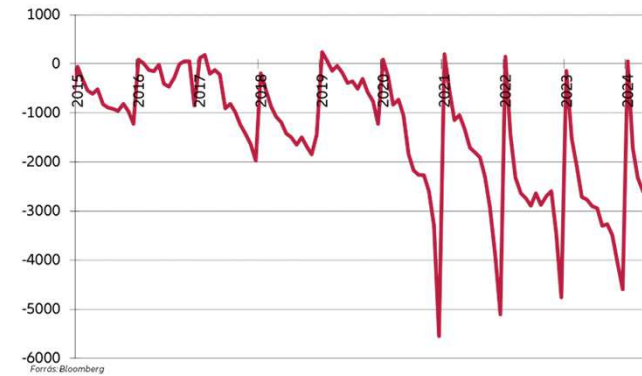
Állampapír hozamok az elmúlt évben



Hozamgörbe



Kumulált államháztartási hiány (mrd)



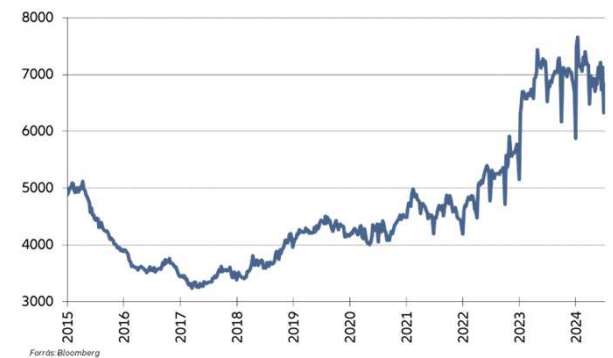
Állampapír hozammozgások



Nemzetközi összehasonlítás (10 éves futamidő)



Külföldiek HUF állampapír állománya (mrd)

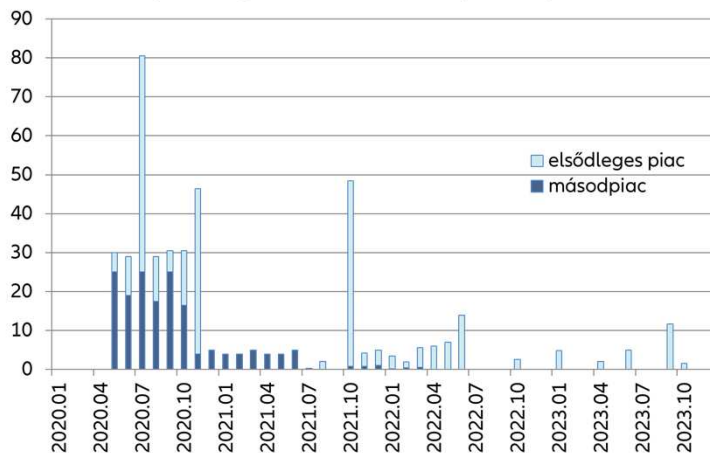




VÁLTOZÓ KAMATOZÁSÚ, DEVIZA- ÉS „FELÁRAS” KÖTVÉNYEK

- A **változó kamatozású államkötvények** kereslete általában erős volt a mostani negyedévben is, bár 2032/B-ben két alkalommal is csak alig lett magasabb a benyújtott ajánlatok mennyisége a felajánlottnál, az eladás is csökkent ezzel párhuzamosan.
- A januári **deviza forrásbevonás** után még az április elején megemelt terv mellett is inkább csak kisebb devizakötvény-kibocsátás várható, leginkább a távol-keleti piacon. A második negyedévben nem olvastunk devizakibocsátásról.
- Az **államilag garantált** forint aukciók a második negyedévben is rendszeresek voltak, volumenük lényegesen meghaladta az előző negyedévet, közel 250 milliárd összeget számolhattunk össze. Az EXIM havonta többször is aukcionált, de az MFB is többször piacra lépett. A befektetői kereslet magas maradt, a felárak még kicsit tovább szűkültek, így az előző évekhez képest lényegesen alacsonyabbak voltak.
- A **jelzáloglevél-piac** a második negyedévben némileg megélénkült. Az Erste Jelzálogbank egy fix zöld sorozattal lépett piacra, 20 milliárd forint névértékben, az MBH két aukción összesen 16 milliárd mennyiségben értékesített. E mellett az MBH egy változó jelzáloglevél csereaukciót is lebonyolított, 5 milliárd nagyságrendben. MNB vásárlások idén még egyáltalán nem voltak, de a megújítási program lezárásáról még egyelőre nem hallottunk hírt.

MNB jelzáloglevél-vásárlások (mrd Ft)



Adatok forrása: MNB, részben heti adatokból

RÉSZVÉNYPIACOK

3



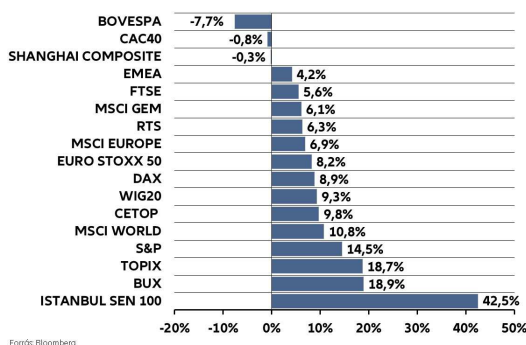


NEMZETKÖZI RÉSZVÉNYPIACOK

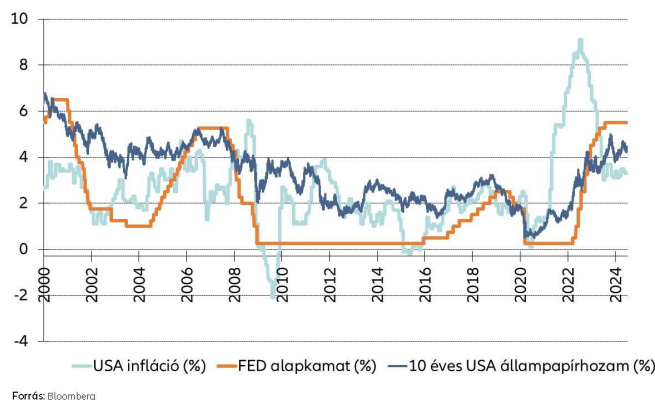
A 2023 október végén indult (AI sztorival, FED kamatcsökkentési várakozásokkal táplált) rali egy kisebb januári megingástól eltekintve 2024 Q1 végéig kitartott. Áprilisban azonban megérkezett a korrekció a fejlett részvénypiacokra. A megugró USA infláció (március 3,5% év/év) és a sorban érkező masszív gazdasági adatok hatására elkezdtek kiárazódni a FED kamatcsökkentési várakozások (USA 10 éves hozam 4,7%-ig emelkedett). A közel-keleti események (Izrael és Irán közötti konfliktus elmérgesedése) 87 dollár fölé lökték a WTI olaj árfolyamát, ami tovább fokozta a félelmeket. Április végéhez közeledve azonban megnyugodtak a kedélyek és újra emelkedés indult. Az ismét csökkenő USA inflációs adat (április 3,4% év/év) és a kedvező Q1-es vállalati eredményszámok is támogatták mindezt. Május második felétől azonban jelentősen szétvált a mezőny és csak részvények szűk köre tudott tovább erősödni az AI sztori zászlóvivő Nvidia vezetésével. Ez a magas piaci koncentráció sérülékennyé teheti a piacot.

Az év hátralévő részére a továbbra is célérték felett lévő USA infláció miatt „magasan” ragadó kamatok jelentik a fő kockázatot. A tengerentúli növekedésben egyelőre csak enyhébb mérséklődés látszik. Így az év eleji 6-7 után már mindössze 1-2 kamatcsökkentést vár a piac idénre. Emellett persze továbbra is vannak politikai kockázatok (2024 a választások éve) és geopolitikai feszültségek (orosz-ukrán, a kínai-tajvani, izraeli-iráni konfliktus). Ezek az energiahordozók árazása mellett a teljes vörös-tengeri áruszállításra kihatnak (a jemeni hűti lázadók támadásai miatt). A tajvani chipgyártásban (vagy szállításban) fellépő bármilyen zavar bizonyosan jelentős piaci turbulenciát okozna.

Részvényindexek teljesítménye 2024 H1



USA infláció, 10 éves hozam és FED alapkamat



MSCI World index és a globális PMI-k



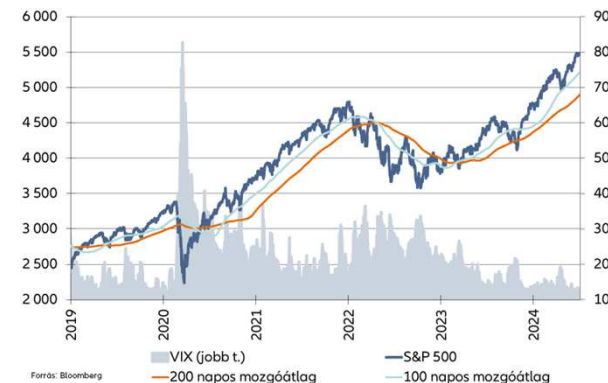


NEMZETKÖZI RÉSZVÉNYPIACOK - USA

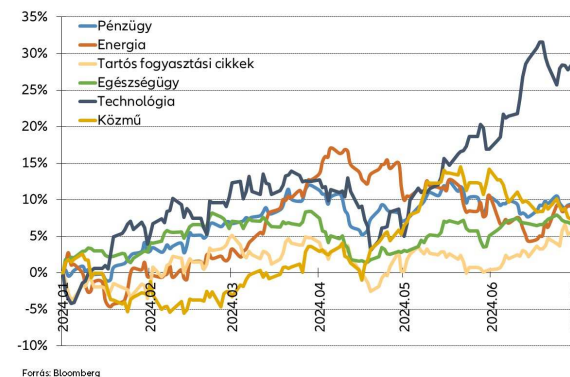
Az S&P 500 Q2-ben 3,9%-kal tudott erősödni, idén 14,5%-nál jár. Az áprilisi 5% feletti korrekciót követően újra lendületet vett a vezető részvényindex és sorra döntötte tovább a historikus csúcsoakat (idén eddig összesen 31-szer). Végül az 5.500 pontos szint akasztotta meg az emelkedést. Időközben az elemzők év végi várakozásainak Bloomberg konszenzusa is feljebb tolódott 5.310 pont környékére. A magas árazottság (21 feletti P/E) és a technikai túlvettség (70 körüli RSI) rövid távon óvatosságra ad okot. Az erős (8,3%-kal várt feletti) Q1-es vállalati eredmények és a 12 havi előretekintő eredményvárakozás idei dinamikus emelkedése (+6,7%) ellenben pozitívum.

Az áprilisi korrekciót követően kezdetben még a szektorok széles köre erősödni tudott. A technológiai cégek immáron szokásosnak mondható tündöklése mellett a - magas eladósodottság és kamatszintek miatt korábban mellőzött - közműszektor is kiemelkedően szerepelt. Az AI miatt megemelkedő energiaszükségletben (ld. felhőszolgáltatások, adatközpontok) látnak fantáziát a piaci szereplők. Május végétől azonban szétnyílt az olló és már csak a big tech cégek emelkedése húzta az indexet. Az S&P 500 első féléves teljesítményének 60%-át ezen cégeknek köszönheti. Ezzel párhuzamosan a Microsoft, az Apple és az Nvidia piaci kapitalizációja is átlépte a 3.000 milliárd dollárt. A legdinamikusabb növekedésről persze továbbra is az Nvidia esetében beszélhetünk, hiszen Q1-ben még a 2.000 milliárd dolláros határ átlépését ünnepeltük. A cég továbbra is szállítani tudja a jobbnál-jobb számokat és ezt egyelőre semmilyen konkurens megoldás (hardver és szoftver) megjelenése nem veszélyezteti. A magas kereslet és a monopolhelyzet pedig továbbra is elképesztő növekedést és jövedelmezőséget biztosít. A nyomott (főként kínai) értékesítési számok miatt korábban gyengélkedő Apple is feltámadt Q2-ben. A WDC konferencián bemutatottak alapján az AI alkalmazások futtatásához a jövőben a gyengébb készülékek cseréjére lehet szükség. Kérdéses, hogy a tradicionálisabb szektorok is be tudnak-e csatlakozni az emelkedésbe. A FED politikája és a közelgő novemberi elnökválasztás fejleményei mindenképpen meghatározóak lesznek.

S&P 500 és a VIX (félelem) index



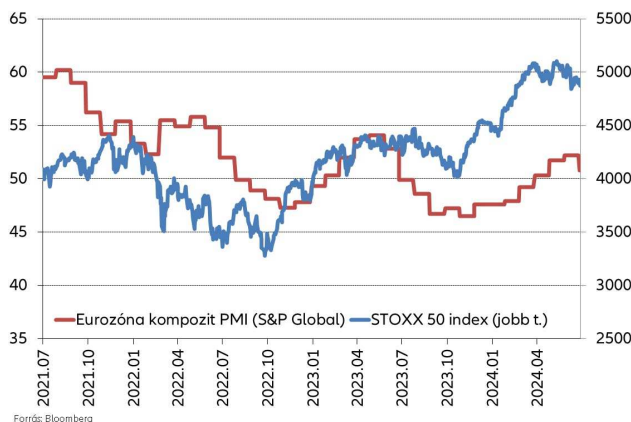
S&P 500 szektorok teljesítménye 2024 H1



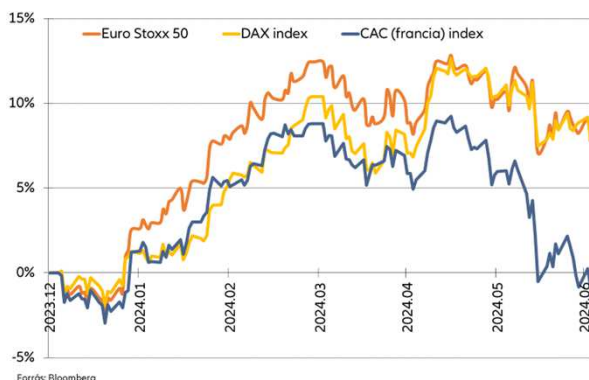


NEMZETKÖZI RÉSZVÉNYPIACOK - EURÓPA

Eurozóna kompozit PMI és a Stoxx 50 alakulása



Eurozónás részvényindexek teljesítménye 2024 H1



A Q1-es kiváló teljesítményt követően Q2-ben már kevésbé remekeltek az eurozónás indexek. A Stoxx 50-vel ellentétben a DAX még ki tudott menni új historikus csúcsra május első felében, ám az ezt követő lejtmenet hatására végül mindkét index mínuszos negyedévet zárt. A Stoxx 50 értéke 3,7, a DAX 1,4%-kal esett vissza, ezzel idén rendre +8,2 és +8,9%-nál járnak. A gazdasági teljesítmény továbbra is jóval gyengébb mint a tengerentúlon. Az eurózóna még mindig recesszió közeli állapotban van, ám javulnak a kilátások. Az S&P kompozit PMI indexe 2023. novembere óta emelkedésnek indult, és Q1-ben átlépte a bővülést jelző 50-es határértéket is. Járt 52 felett is, legutóbb 50,8 volt az értéke. A gáz- és villamosenergia árak normalizálódása és a visszatérő reálbér növekedés támogatja a lakossági fogyasztást. Az EKB júniusi 25 bázispontos kamatvágása is segíthet, ám a tájékoztatás szerint ez még mindig nem jelenti egy kamatcsökkentési ciklus kezdetét.

A technológiai szektor itt is kiemelkedően szerepelt, ám alacsony súlya miatt nem tudta megmenteni az indexeket. A pénzügyi szektor is sokáig tartani tudta az iramot a javuló iparági környezetben, ám az európai parlamenti választást követően elromlott a hangulat. A régió vezető kormányaival (német, francia) szemben növekvő elégedetlenség volt kiolvasható az eredményekből. Emmanuel Macron meglepetésre előrehozott választás kiírását kérte, miután Marine Le Pen szélsőjobboldali pártja kétszer annyi szavazatot (31,5%) zsebelt be. Ennek hatására 80 bázispontra emelkedett a francia-német 10 éves állampapírhozam különbözet, a tőzsdéken pedig eladói hullám bontakozott ki (főként a francia bankokat ütötték). Ezt követően érkezett a bejelentés, hogy az EU jelentős (17,4-38,1%) büntetővámok kivetését helyezi kilátásba a kínai EV gyártókkal szemben. A megtorlás miatti félelem következtében estek a Kínába exportáló cégek (főként autógyártók) részvényei. Érkezett is a válasz, aminek első körben leginkább az EU-s sertésexport lehet a kárvallottja. Bizakodásra adhat okot, hogy tárgyalóasztalhoz ülhetnek a felek, ám a strukturális problémákat ez nem fogja megoldani. Továbbra is jóval vonzóbb az eurózónás piacok árazása, a sokasodó kockázatok miatt mégis sokan az USA-t favorizálják.

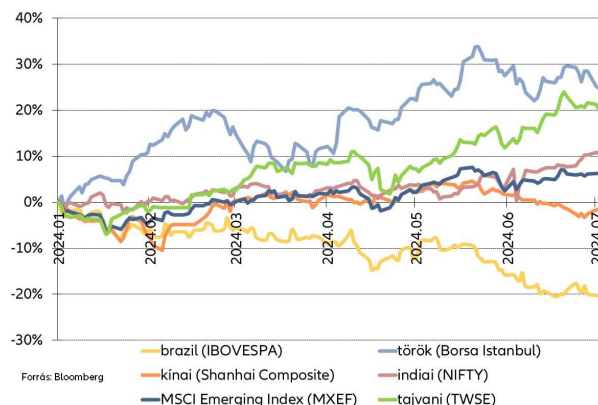


NEMZETKÖZI RÉSZVÉNYPIACOK - FELTÖREKVVŐ

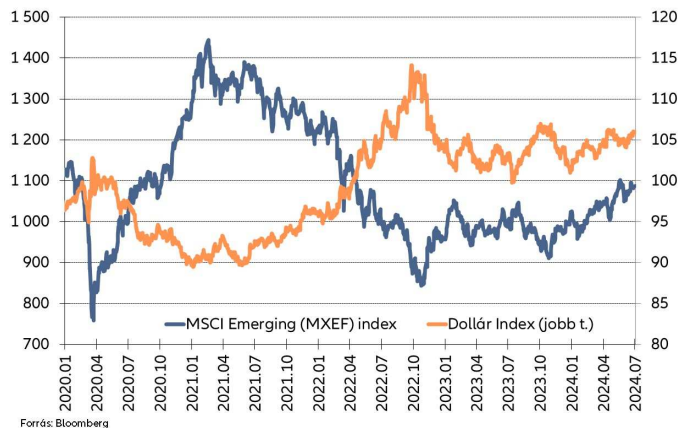
A globális feltörekvőpiaci (MXEF) index Q2-ben 3,5%-kal tudott erősödni, ezzel idén 6,1%-nál jár. A dollár ereje (kamatcsökkentés eltolódásának hatására) továbbra is ellenszelet jelent, bár április közepe és június eleje között volt egy korrekció ebben. A kínai gazdaság továbbra is gyengélkedik, enyhe reménysugarat az 50 feletti, emelkedő PMI adatok jelentenek. A részvényértékeltség továbbra is alacsony, ám a befektetőket továbbra is távol tartja a folyamatosan romló kapcsolat az USA-val és EU-val. Ebben az USA elnökválasztásig biztosan nem várható javulás. Törökországban kitartott az Erdogan tavalyi újráválasztása óta folytatott mérsékelt politikának (fiskális és monetáris) köszönhető lendület. Tajvan esetében a chipgyártás felfutása jelenti a hátszelet (Taiwan Semiconductor súlya 35% körüli az indexben).

Április elején 87 dollár felett is járt a WTI olaj hordónkénti ára az Izrael által indított damaszkuszi légitámadást követően. Ezt követték ugyan válaszlépések, de komoly eszkalációra nem került sor. Az olajár csökkenésnek indult, amit csak átmenetileg akasztottak meg az iráni olajlétesítmények (kikötők, hajózási cégek, finomítók) elleni újabb amerikai szankciók. 73 dollár környékén azonban ismét eljött a fordulat. Az OPEC+ júniusi ülésén az olajkereslet 5,7%-át (5,86 hordó/nap) kitevő termelés-csökkentés meghosszabbításáról döntött és a geopolitikai félelmek is újból erősödtek. Q2 végére 82 dollár környékére kapaszkodott vissza az árfolyam.

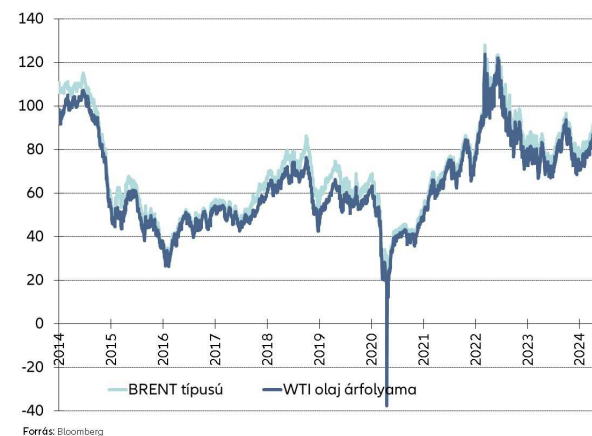
Feltörekvő piacok teljesítménye dollárban 2024 H1



MXEF index és a dollár index alakulása



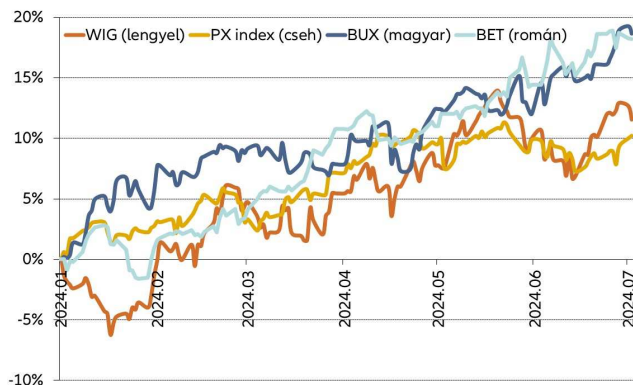
Olajárak alakulása (dollár/hordó)



RÉGIÓS RÉSZVÉNYPIACOK

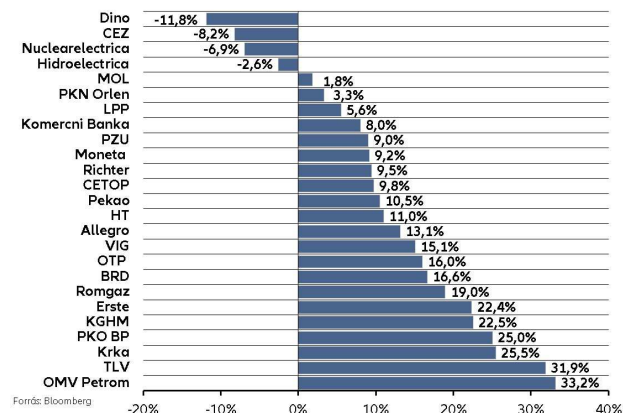


Régiós részvényindexek teljesítménye 2024 H1



Forrás: Bloomberg

CETOP részvények teljesítménye 2024 H1



Forrás: Bloomberg

A régiós CETOP index esetében az áprilisi (3,5% körüli) után még május közepétől is láthattunk egy jelentősebb (7% feletti) korrekciót, ennek ellenére sikerült Q2-ben pozitív (+4,7%) teljesítménnyel zárni. Ezzel idén már 9,8%-kal került feljebb a régiós index értéke. A benchmarkban alacsonyabb súllyal szereplő román és magyar részvényindexek jelentősen felülteljesítettek. Előbbit a nyugdíjpénztári pénzbeáramlás, az erős fundamentumok és a feltörekvő piaci státuszba történő felminősítéssel kapcsolatos várakozások is segítették. Mostanra azonban - a magyar piaccal ellentétben - itt az árazási szintek már jóval (1,5 szórással) a historikus átlagok felett járnak. A lengyel kilátásokat továbbra is javítja, hogy Donald Tusk vezetésével több mint 130 milliárd eurónyi EU-s forrás már lehívásra került. Régióink historikus és relatív árazása továbbra is vonzó. A 10 éves átlaghoz viszonyított diszkont nem változott érdemben. Az S&P 500-hoz mérten tágult ugyan a diszkont de csalóka, hogy a régiós benchmarkban kis súllyal szerepel a technológia szektor. Az eurózónával szemben valamelyest csökkent az alulárazottság.

Az elmúlt időszakban sokat javultak a fundamentumok, miután az inflációs csúcsot követően a régiós jegybankoknak terük nyílt a kamatcsökkentésekre és újra pozitívvá vált a reálbérnövekedés. Emellett a munkanélküliség továbbra is alacsony. Mindezeknek hatására javult a fogyasztói szentiment. Ez a régiós cégek Q1-es számaiban is visszaköszött. Jól teljesítettek a fogyasztáskapcsolt szektorok (e-kereskedelem, kiskereskedelem, divatipar). Emellett a pénzügyi szektornak is kedvez a környezet. Ehhez a magas kamatmarzs, az alacsony kockázati költség és a likviditásbőség is hozzájárult. A telekom szektor esetében az ügyfélszám növekedése hatott pozitívan. A lengyel élelmiszerkereskedő cégeknél viszont a fokozott verseny ellenszelet jelentett. Az extraprofitadók alakulását továbbra is érdemes figyelemmel kísérni (energia, pénzügy, kiskereskedelem, stb).

A globális növekedési kockázatok (főként a magasan ragadó hozamok és államadósságok) a régiós cégekre is kihatnak, ellenben az orosz-ukrán háborús kockázatok kiárazódása sokat tudna javítani a megítélésen.

HAZAI RÉSZVÉNYPIAC



A BUX index 9,6%-kal emelkedett Q2-ben, 18,9%-nál jár már idén. A jegybanki alapkamat 7%-ig csökkent, az infláció azonban nem tudott tovább mérséklődni. Ezzel szűkült a további mozgástér. A folyó fizetési mérleg jelentős többlete pozitívum, a magas költségvetési hiány azonban rontja a megítélést. A zárolt EU-s pénzek feloldása továbbra is kérdéses. A hitelminősítők (Moody's, Fitch) nem rontották az adóbsbesorolást, de várják a költségvetési kiigazítást (EP és önkormányzati választások lezártaival). A különadók kivezetésére így igencsak kérdéses.

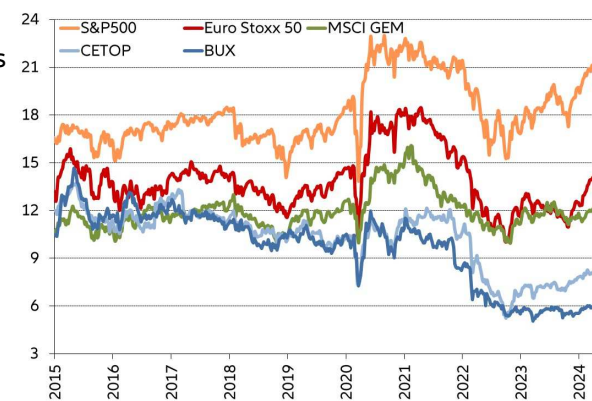
Az OTP járt 18.500 forint felett is, majd innen 17.000 közelébe süllyedt, végül 18.300 környékén zárt. Kezdetben keveselték a 3% körüli osztalékszelvényt a befektetők ám később kiderült, hogy újabb akvizíció készülődik. Vélhetően a Baltikum 3. legnagyobb bankja (Luminor Bank) a kiszemelt. Q1-ben kamatmarzs és a teljesítő hitelállomány is emelkedni tudott, miközben tovább javult a költséghatékonyság és céltartalék feloldás is történt.

3.080 forint környékén is járt a MOL árfolyama, ahonnan a 8,7%-os osztalékkifizetést követően 2.800-ig esett. A gázárak csökkenését és a gyenge vegyipari teljesítményt a stabil Brent-Ural különbszet és a magas finomítói marzs ellensúlyozta Q1-ben. A tisztított EBITDA így is alulteljesítette az elemzői várakozásokat (718,4 millió dollár).

A 4,5%-os osztalékszelvény levágása ellenére is emelkedni tudott a Richter. Q1-ben az EBIT némileg a várt felett alakult (65 milliárd forint). A profit hatalmasat emelkedett év/év (+77%), de ez főként egyszeri hatásnak (gyenge forint) volt köszönhető. Pozitívum, hogy a Vraylar szabadalmi védettségi fél évvel kitolódhat, miközben az akvizíciók (biotechnológia, nőgyógyászati portfólió) gőzerővel haladnak.

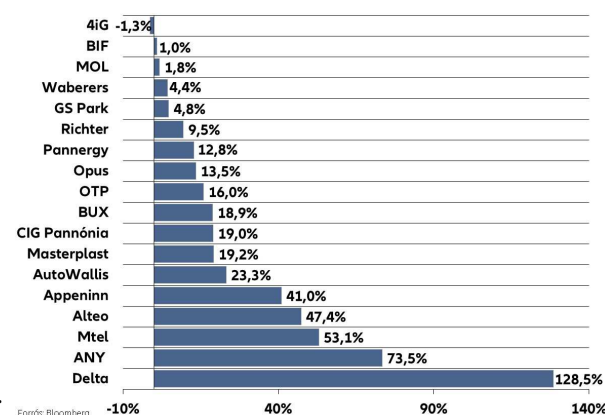
Az Mtel tovább szárnyalt, ezzel áttörve a 2007 óta nem látott 1.000 forintos szintet. A 45 forintos részvényenkénti osztalék kifizetésre került, a 24 milliárdos forintos részvény-visszavásárlást végül a piacon hajtotta végre a cég. Az inflációkövető díjemelések, a kedvező környezet és a közműadó kivezetés hatására a Q1-es EBITDA 84,6 milliárd forintra emelkedett. A menedzsment a korábbi 130-ról 140 milliárd forintra módosította idei eredményvárakozását.

Részvényindexek előretekintő 12 havi P/E árazása



Forrás: Bloomberg

BUX részvények teljesítménye 2024 H1



Forrás: Bloomberg



POZÍCIÓK A NEGYEDÉV SORÁN

Állampapírok, duration súlyok

- Az éven túli lejáratokon jellemzően súly közelében vagy enyhe alulsúlyban tartottuk a durationt. A negyedév végén enyhe felülsúlyt vettünk fel, részben technikai okokból (MAX benchmarkból kiesik a 2025/B, ami hosszú papírokban vételeket indíthat el).
- Változó kamatozású kötvényekben a negyedév elején még eladók voltunk, mivel a DKJ-khoz és rövidebb futamidejű állampapírokhoz képest jelentősen csökkent a kamatelőnyük és az árfolyam is kedvezőtlen trendben volt. Az időszak végén már vevőként jelentkeztünk, mivel a gyengülés megállni látszott és a jelentős DKJ rali után ismét vonzóak lettek a floaterek.
- DKJ-kban június elején vevők voltunk, mivel a hozamok kicsit magasabban ragadtak, de a hónap során kibontakozott DKJ rali után eladtunk az állományból.
- A portfólió rövid részének kezelése során ismét használtunk MNB kötvényeket, azonban ezek részaránya nem meghatározó.

„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 egyik jelzáloglevél zöld minősítésű, az egyik MFB kötvény pedig társadalmi („social”) kötvény volt.

Részvények

- A negyedév során folyamatosan voltak egyedi értékpapírkiválasztásaink a régiókban. A két legnagyobb pozíciónk, a Magyar Telekom és az OTP felülsúly. Előbbiből építettünk le a társaság részvényvisszavásárlásai során, utóbbit tartjuk, csakúgy, mint a CEZ 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 2024.06.30-ÁN

Alacsony minősítésű hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok 2024.06.30-án			
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

2024.06.30-ÁN

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