

# Vagyonkezelői beszámoló az Allianz Önkéntes Nyugdíjpénztár Igazgatósága részére 2012. I. negyedév

Budapest, 2012. április 12.

Allianz 

# Portfólió teljesítmény

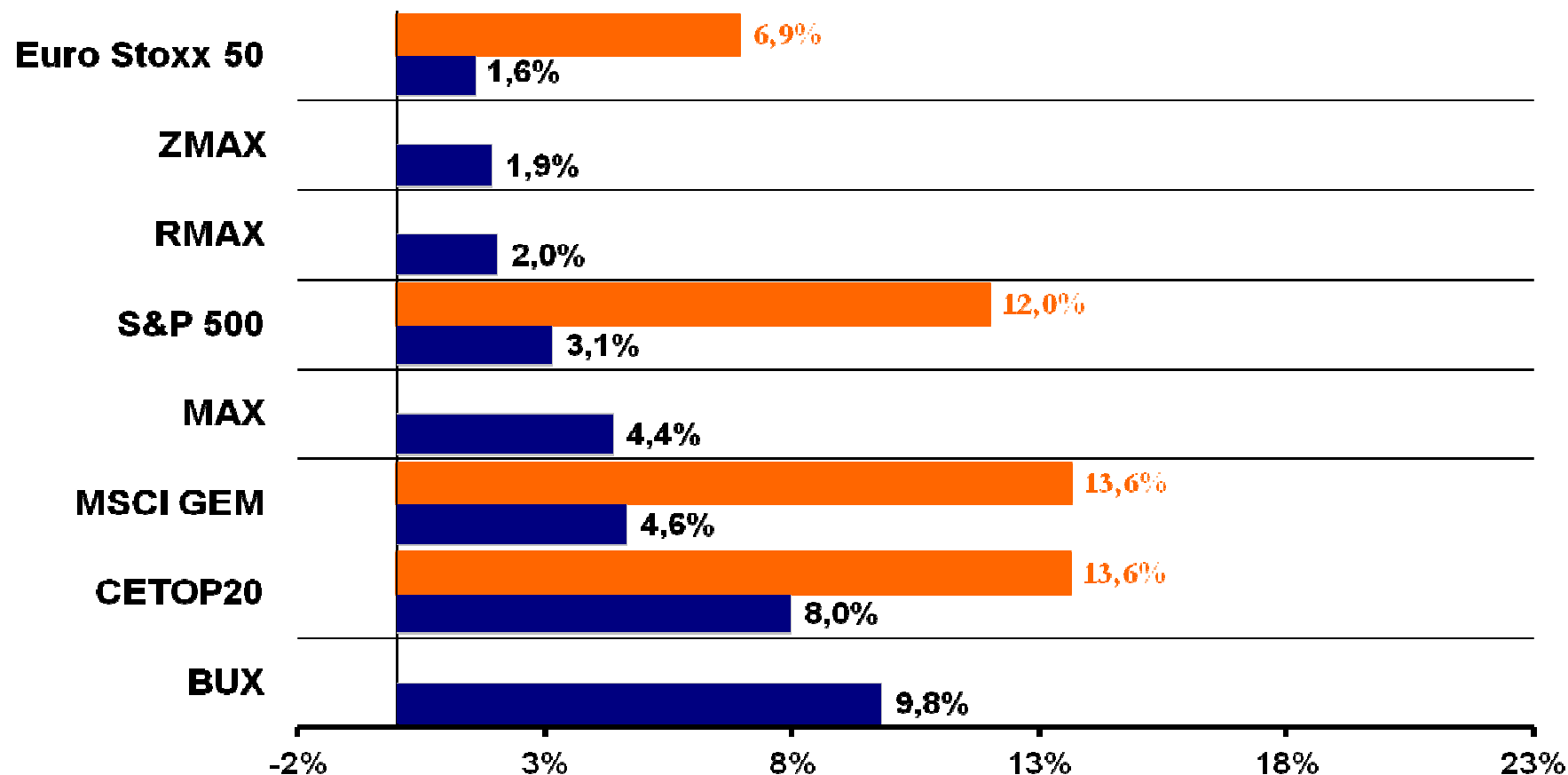
## Portfóliók teljesítménye 2011.12.31-től 2012.03.31-ig

Portfóliókezelte alapok	Portfóliókezelői bruttó hozam	Benchmark hozam	Alul / Felülteljesítés	Kezdő dátum	Kezdő vagyon	Záró dátum	Záró vagyon
Önkéntes Klasszikus	1,94%	2,02%	-0,08%	2011.12.31	2 902 425 620	2012.03.31	8 468 982 736
Önkéntes Kiegyensúlyozott	4,38%	4,25%	0,13%	2011.12.31	94 205 927 671	2012.03.31	95 896 757 736
Önkéntes Középutas	4,39%	4,44%	-0,05%	2011.12.31	3 045 097 426	2012.03.31	3 020 024 515
Önkéntes Növekedési	4,46%	4,54%	-0,08%	2011.12.31	4 446 227 309	2012.03.31	4 990 836 527
Önkéntes Kockázatvállaló	4,85%	5,06%	-0,22%	2011.12.31	1 379 915 257	2012.03.31	1 516 130 533
Önkéntes Független	2,63%	2,02%	0,61%	2011.12.31	431 091 929	2012.03.31	144 404 328
Önkéntes Szolgáltatási	1,80%	2,02%	-0,22%	2011.12.31	227 714 270	2012.03.31	250 567 201
Önkéntes LIK_MUK	1,71%	2,02%	-0,31%	2011.12.31	1 064 636 737	2012.03.31	1 250 403 746

A portfóliókezelői bruttó hozam a portfóliókezelő teljesítményét hivatott mérni, mely nem feltétlenül egyezik meg a jogszabályban előírt bruttó és nettó hozammal metodikai különbség miatt.

## Benchmark indexek teljesítménye

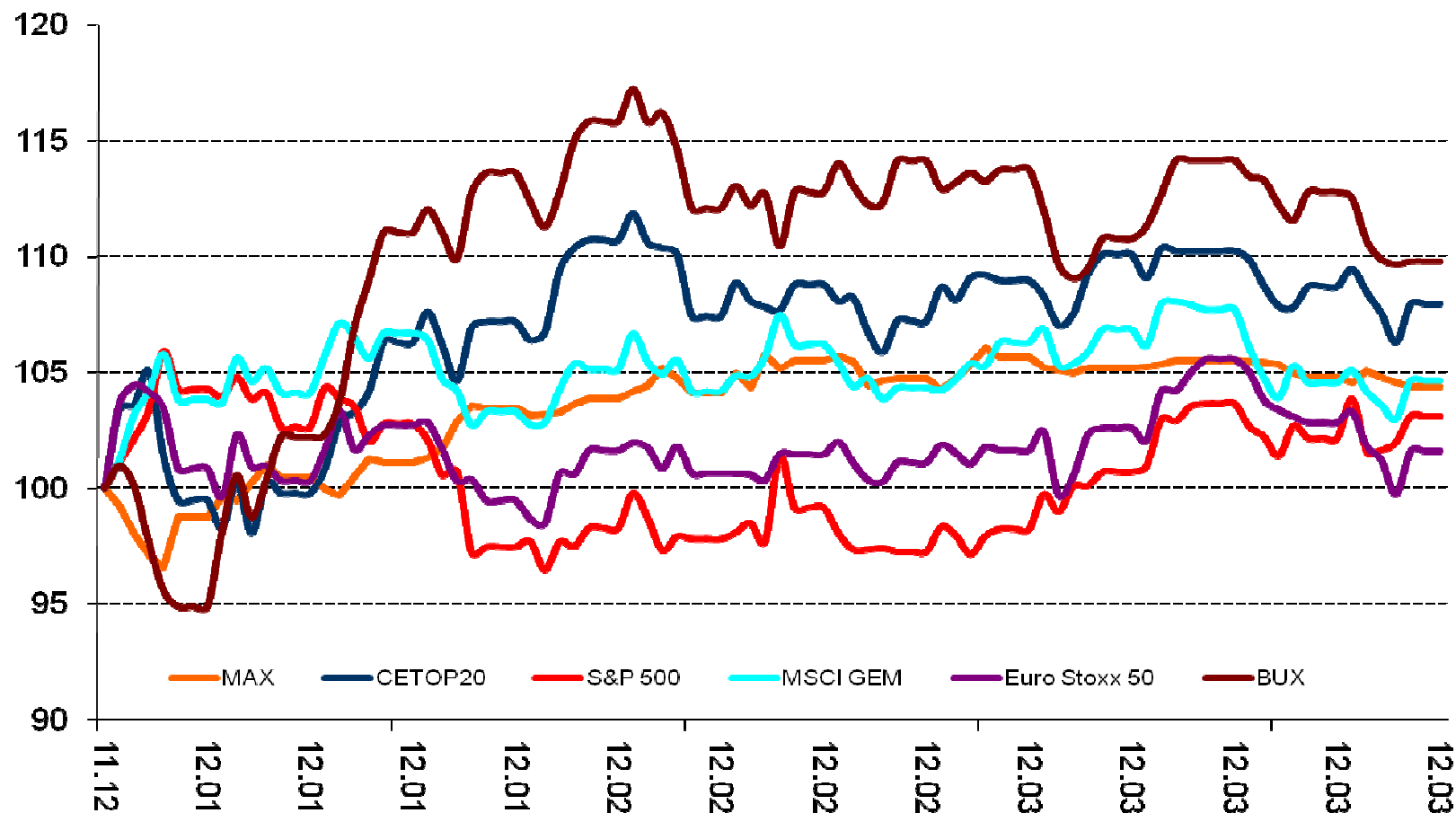
### Főbb indexek teljesítménye (HUF-ban és saját devizában)



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

## Benchmark indexek teljesítménye

### Főbb indexek alakulása 1Q12-ben (HUF-ban)



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

## Globális trendek I.

### EMU – rendezett görög csőd, romló növekedési kilátások

- 2012 első negyedében az EMU lezárta a görög adósságválság legkritikusabb fejezetét: a befektetők túlnyomó többségével egyezségekre jutottak az adósság-elengedésről (haircut) illetve a fennmaradó adósságállomány átütemezéséről (illetve a teljes kötvényállomány lecseréléséről). Bár a több éve húzódó problémát sikerült lezárni, de a helyzet összetettségét jól mutatja, hogy a kötvénycsere utáni héten már egy újabb görög hitelcsomag szükségességéről nyilatkoztak az ECB vezető képviselői.
- Az azonnali csőd veszélyének megszűnésével korrigáltak a piacok, ehhez hozzájárult az ECB LTRO – hosszú távú finanszírozási eszköz – segítségével a piacra juttatott többlet likviditás, mely azonban röviddel a művelet után visszakerült az ECB-hez overnight betétbe, tükrözve a piaci szereplők kockázatelutasítását. A peremállamok hozamai így csak rövid ideig tudtak korrigálni, a vizsgált periódus vége felé – a költségvetési megszorítások ellenére - a német államkötvényekhez viszonyított spread-ek ismét tágultak. A folyamat különösen kritikus, ha figyelembe vesszük, hogy az EMU által kialakított védőmechanizmusok ereje jóval kisebb jelenleg, mint a befektetői kockázatelutasítás által fenyegetett országok adósságállománya, azaz az EU-IMF páros képtelen lenne megbirkózni egy több országot érintő megingással.
- A tagállamok közötti szorosabb fiskális együttműködés azt mutatja, hogy a Németország által képviselt vonal győzött a kilábalás lehetséges módjai közül. A szigorú költségvetési politika rövid távon elkerülhetetlen növekedési áldozatokat eredményez majd a tagállamokban, s a német külpiaci aktivitás átmeneti enyhülésével együtt megnő az esélye, hogy az egész gazdasági övezet nulla körüli átlagnövekedéssel zárja az évet.

## Globális trendek II.

### USA: fiskális korlátok, kedvező piaci hangulat, gyenge háttér adatok

- Az Egyesült Államok gazdasága jól teljesített az első negyedévben, a piaci folyamatok kedvezőek voltak, a bizalmi indexek emelkedtek, az ipari termelés folyamatosan nőtt. A gazdaságnak segített a 2012 januárjában megindult dollárgyengülés, mely kedvezőbb helyzetbe hozta az exportőr vállalatokat.
- A korábban elért, megemelt, majd újból megközelített adósságplafon szigorú keretek közé szorította az amerikai költségvetést. Sem ez, sem pedig a közelgő elnökválasztás nem teszi lehetővé, hogy a gazdaság új költségvetési stimulust kapjon, márpedig a munkaerőpiaci és fogyasztási adatok arra utalnak, hogy a most tapasztalt fellendülés rendkívül törekeny lábakon áll, tartóssága megkérdőjelezhető. A közeljövő legnagyobb kérdése az lehet, hogy az amerikai jegybank szerepét betöltő FED aktivizálja-e ismét magát a tőkepiacokon, vagy elérkezettnek látja az időt a stimulusok lassú, fokozatok kivezetésére, hogy elejét vegye az infláció megugrásának. A gyakorlatilag tetszhalott ingatlanpiac, a nehezen magára találó munkaerőpiac és a rendkívül alacsony fogyasztás mellett a megugró készletállományok is arra utalnak, hogy a Q1 jó teljesítmény átmeneti volt, így monetáris oldalról szükség lesz további lépésekre (a FED már foglalkozott egy részben sterilizált kötvényvásárlási program gondolatával, ahol a gazdaságban maradó pénzmennyiség felhasználásnak szabályozásával akarják beindítani a hitelezést).
- Az Egyesült Államok esetében komoly problémának látjuk a rendkívül magas megújítandó hitelállományt, mely a QE program kiesésével egyre inkább piaci alapon finanszírozódik. Ennek velejárójaként számítanunk kell a hozamszintek tartósabb emelkedésére és a dollár erősödésére (mindkét faktor rontja a gazdaság növekedési kilátásait).

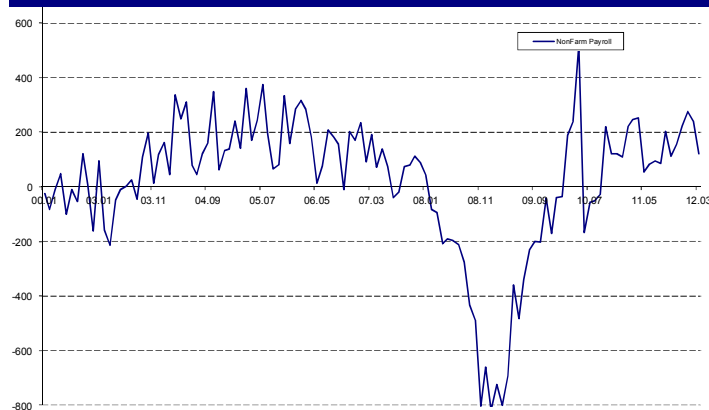
## Globális trendek III.

### Kína: soft / hard landing, gazdasági irányváltás

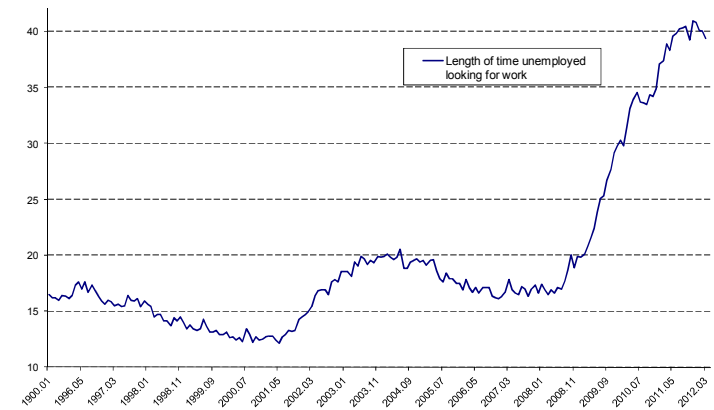
- A kínai gazdaság 2012-ben már nem tudja fenntartani a korábban megszokott növekedési ütemet. A legfrissebb központi előrejelzések szerint a gazdaság bővülési üteme „csak” 7,5% lesz idén, a melynek egyre növekvő részét adja majd a gyenge júannal támogatott export helyett a belső fogyasztás. A gazdaságpolitikai irányváltás következménye a külső finanszírozási potenciál fokozatos csökkenése (ez a core hozamok emelkedését hozhatja) illetve az infláció fokozatos emelkedése.
- Az ingatlanárakban bekövetkezett jelentős negatív korrekció miatt korábban felmerült a hirtelen gazdasági lendületvesztés (hard landing) lehetősége, de a központi irányítás lépéseiből az olvasható ki, hogy Kínának bőséggel akadnak még eszközei ennek elhárítására (alapkamat, kötelező tartalékráta, belső fiskális élénkítés). Érdekes módon hasonló céllal várhatunk aktívabb IMF-szerepvállalást, az így visszacsatornázott pénzzel végső soron exportpiacait stabilizálja Kína, segítve ezzel saját gazdaságát is.
- Összességében viszont számolnunk kell a térség aktivitásának (véltetőleg átmeneti) csökkenésével, ami enyhítheti a nyersanyagárakra nehezedő nyomást és enyhítheti a nyomást a fémek és az olaj piacán. Ez a folyamat analóg a fejlett ipari államok által korábban követett úttal, mely a nyersanyagárakon keresztül „exportálta” a lassabb gazdasági növekedést a beszállító országokba, s az így kialakuló rendkívül kedvező beruházási környezetben technológiai ugrást eredményezett.

# Globális trendek IV.

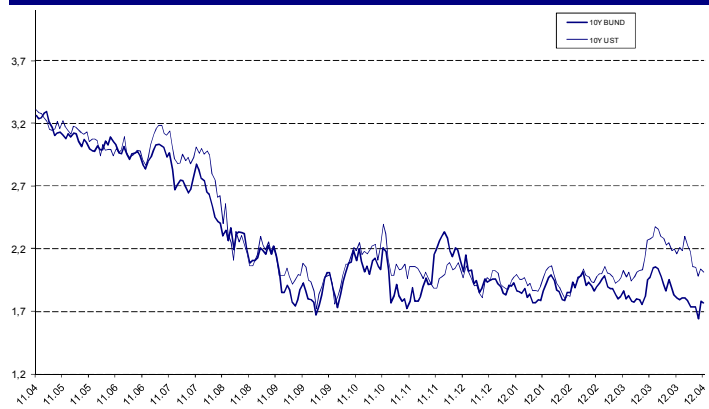
Non-farm payroll



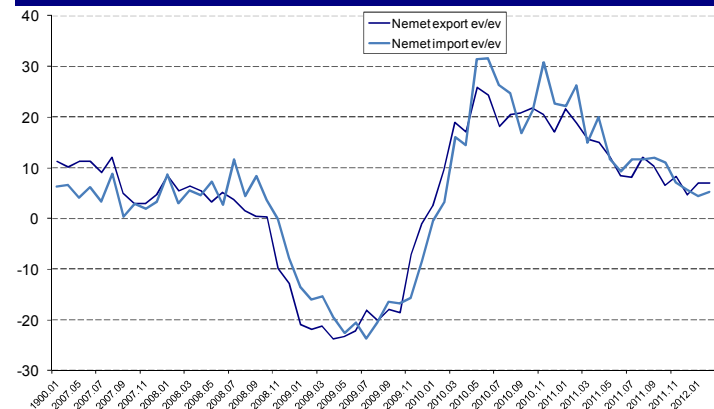
Álláskeresés átlagos ideje (USA, hetekben)



10Y UST és 10Y Bund



Német export / import (év/év)





## Hazai makrofolyamatok I.

### Kritikus költségvetési folyamatok, IMF hitel, MNB program

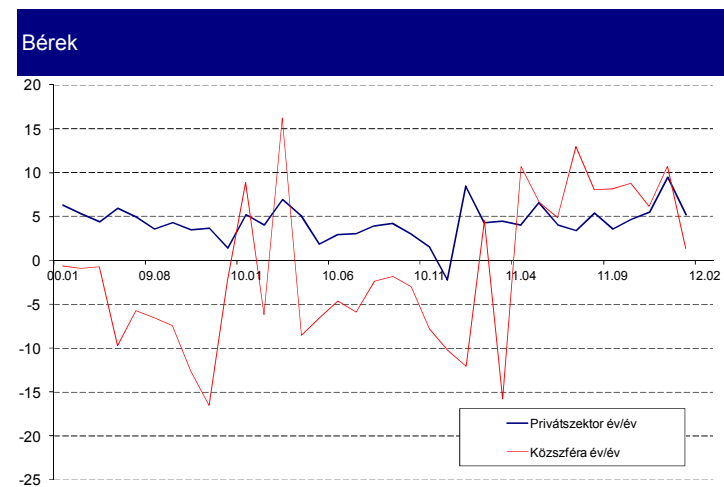
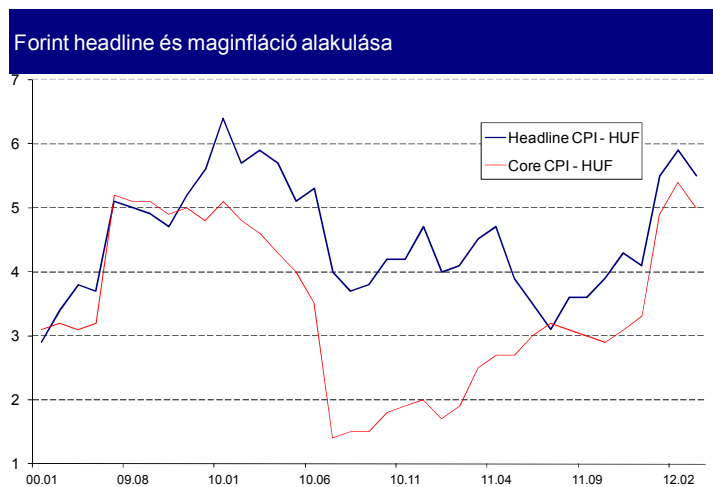
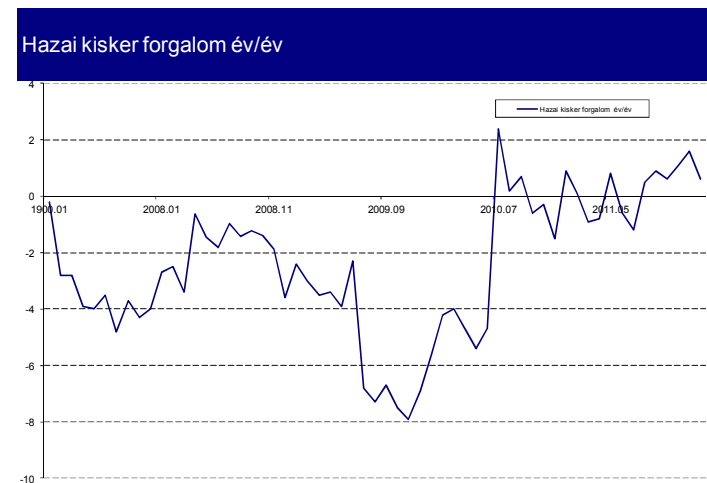
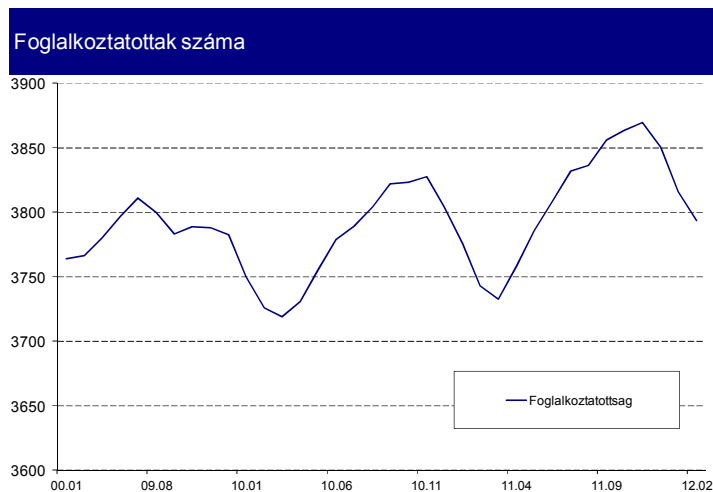
- Az adóváltozások és a gyenge forint hatására jelentős mértékben emelkedett a hazai infláció: a headline mutató év/év alapon 5,9%-ig ugrott, a maginfláció 5,4%-ig emelkedett. Érdeemes megjegyezni, hogy a korábbi évekkel ellentétben a kereskedelem szereplői az adóváltozások hatásait szinte teljes mértékben áthárították a fogyasztókra, ami erősebb másodkörös hatásokra enged következtetni. A jegybank ezeket a folyamatokat kiemelten figyeli majd, de az éven belüli lefutás miatt arra következtethetünk, hogy önmagában az ÁFA emelés hatása nem generál majd monetáris politikai válaszlépést.
- A hazai külpiaci aktivitás és az ipari termelés a német folyamatokat 1-2 hónapos késéssel követve csökkent, kiskereskedelmi forgalmunk csak az alacsony bázis miatt tartózkodik év/év alapon pozitív tartományban. A hazai munkanélküliség a negyedév során 11% fölé emelkedett, erre utoljára 2010 márciusára volt példa. Ezek az adatok arra utalnak, hogy hazánk szerencsésnek mondhatja magát ha a most aktivált beruházásokkal elkerüli 2012-ben a recessziót.
- Az első negyedévben az MNB nem változtatott a 7%-on álló alapkamaton, ám a jegyzőkönyvek szerint az MT ülésein az év első három hónapjában mind az emelésre mind pedig a kamatcsökkentésre tettek javaslatot a Tanács tagjai. Az látható, hogy hazánk kockázati megítélése a január végi, február eleji korrekció után ismét romlani kezdett, ami érdemben szűkítheti majd az MT mozgásterét, de a korábban vázolt makro folyamatok miatt a gazdaságnak égető szüksége lenne az alacsonyabb kamatkörnyezetre. Ki kell emelnünk, hogy a kormányzati lépéseknek köszönhetően jelentősen csökkentett lakossági FX kitettség jelentős mértékű kockázatot vett ki a rendszerből.

## Hazai makrofolyamatok II.

### Kritikus költségvetési folyamatok, IMF hitel, MNB program

- Hazánkban az év első három hónapját az IMF hitel körüli huzavona jellemezte. Az év elején tapasztalt kritikus piaci hangulat enyhült, amint szóba került, hogy a kormány hajlandó érdemi lépéseket tenni a megegyezés felé, de a befektetői bizalom a tárgyalások késlekedésével egyre inkább gyengült. A módszer már ismerős lehet a Törökország és az IMF közötti tárgyalások elhúzódásából. Vélhetően itthon is ezzel a forgatókönyvvel kell számolnunk, azaz ha fizetőeszközünk nem gyengül jelentősen és a hozamok nem maradnak tartósan a finanszírozhatatlanságot jelentő 9%-os szint felett, akkor nem számítunk gyors megegyezésre és a hitelkeret-megállapodás megkötésére.
- Erre viszont szükség lenne, mivel a hazai költségvetési folyamatok aggasztóak: az év első három hónapjában a központi költségvetés hiánya elérte az egész évre tervezett pénzforgalmi deficit 90%-át, a várthoz képest elmaradások mutatkoznak adóbevételekben, amit vélhetően az alultervezett infláció sem tud kompenzálni. Belső fogyasztás nincs, a megtakarítási hajlandóság miatt ez vélhetően nem is változik érdemben, a kereskedelmi banki működési környezet jelentősen rontotta a beruházási hitelek kínálatát (forrásbevonási kockázatok emelkedtek), a központi költségvetésvetés korlátozott mozgástere nem tesz lehetővé komolyabb stimulust.
- A kereskedelmi bankok hitelezési gyakorlatán változtathat az a negyedév során bejelentett MNB program, mely értékpapír-fedezet és alacsony forrásköltség mellett hosszú távra stabil forrást biztosít a bankrendszernek. Az MNB ezzel az LTRO-hoz hasonló credit easing programot indított meg hazánkban.

# Hazai makrofolyamatok III.

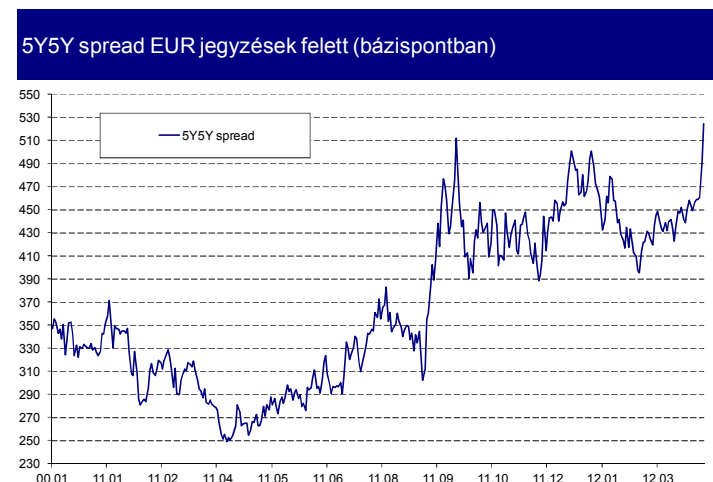
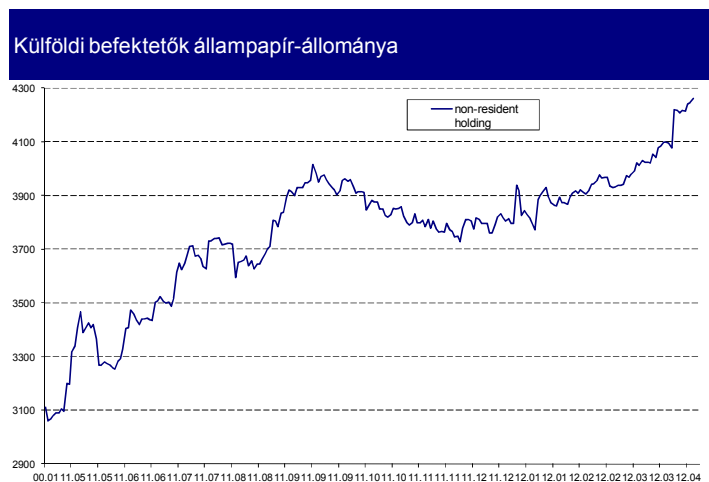
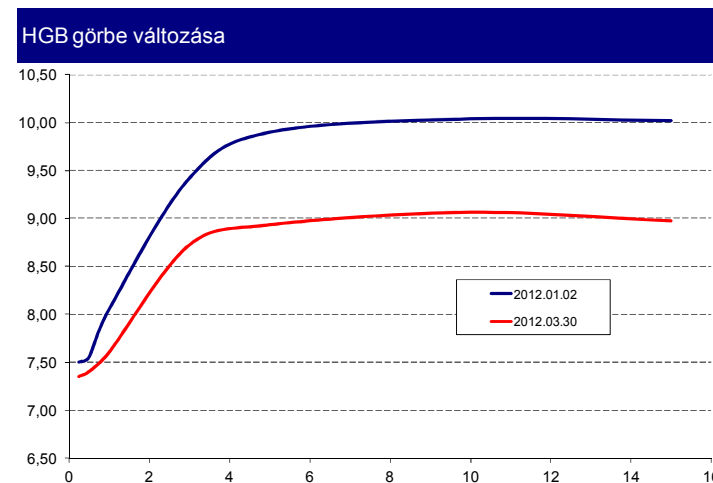
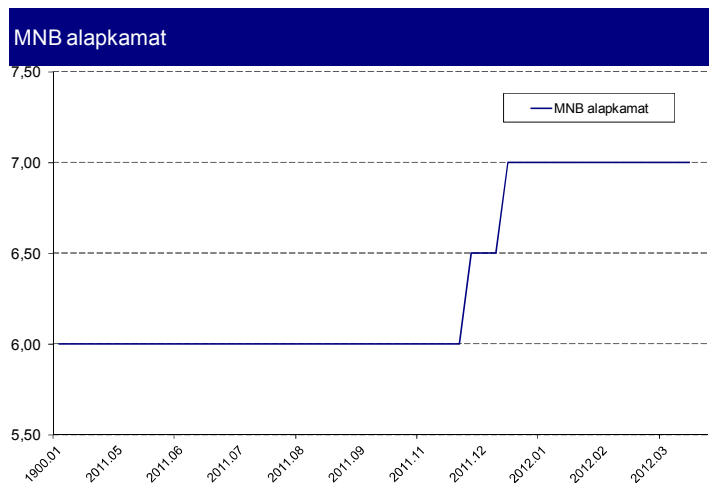


## Hazai állampapír piaci folyamatok I.

### Változatlan alapkamat, lemorzsolódó optimizmus, FX kibocsátás

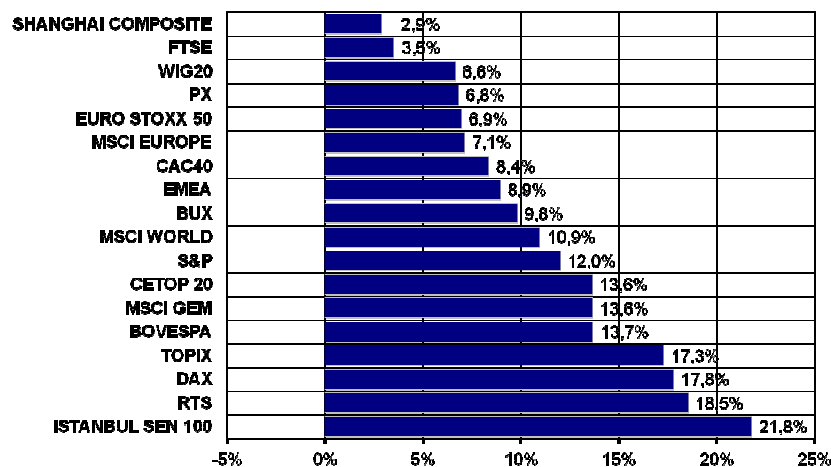
- Komoly kötvénypiaci korrekcióval indult az év a hazai másodpiacon. A 10%-ot meghaladó hozamszintekről a változó kormányzati kommunikáció és az IMF hitel lehetősége miatt gyorsan 8% alá estek a jegyzések, innen a piaci hangulat fokozatos romlásával tértünk vissza a 8-9%-is range-be. Az ÁKK 2012Q1-ben eleinte többször szembesült elégtelen aukciós kereslettel, de a kibocsátott mennyiség a későbbi megemelt aukciók miatt nem maradt el érdemben a tervezettől.
- A külföldi befektetők tulajdonában lévő állampapír állomány 2012 első negyedévében történelmi csúcsra emelkedett, március végére átlépte a 4200 milliárd forintos szintet köszönhetően a feltörekvő piaci alapokba irányuló pénzmozgásnak, mely heti szinten a negyedév alatt szinte végig pozitív tartományban maradt. Globális szinten hazánk a gazdasági bizonytalanság miatt még mindig enyhe alulsúlyban van, megnyugvó befektetői klímánál ez további emelkedést eredményezhet az év első felében.
- Az ÁKK tájékoztatása szerint hazánk még az IMF megállapodás előtt tervezi lejáró devizaadósságának egy részét piaci alapon megújítani. 2012Q1-ben a törlesztések rendben lezajlottak, pótlólagos forrásbevonásra még nem volt szükség, azonban Q2-ben erre sor kerülhet. A vélemények megoszlanak egy esetleges REPHUN kibocsátás piaci visszhangjáról, hiszen ezzel későbbre tolódhat a kiszámítható költségvetési politikát megkövetelő IMF megegyezés. Az mindenesetre bizonyos, hogy az összefoglaló írásakor fennálló piaci körülmények csak rendkívül magas kamatfelár melletti kibocsátást tesznek lehetővé, ami fenntarthatatlan szintre tolja a devizaadósság finanszírozási költségeit.

# Hazai állampapír piaci folyamatok II.



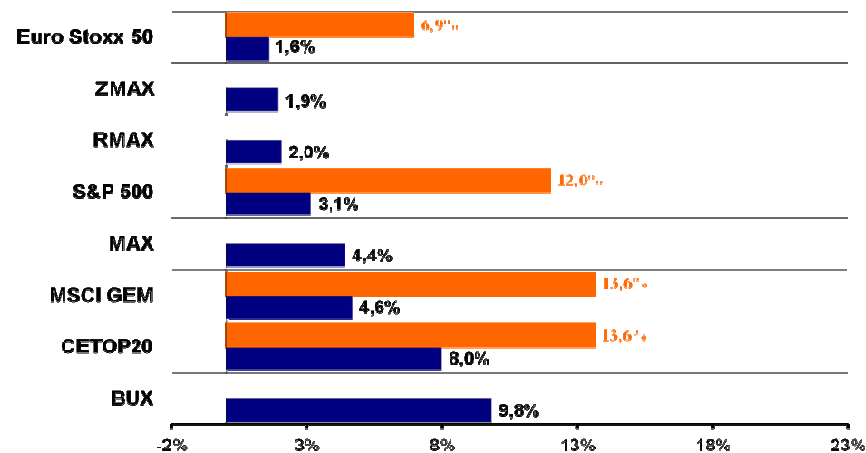
# Globális részvénypiacok: A likviditás dominált eddig

A releváns részvényindexek teljesítménye 1Q12-ben (saját devizában)



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

Főbb indexek teljesítménye (HUF-ban és saját devizában)

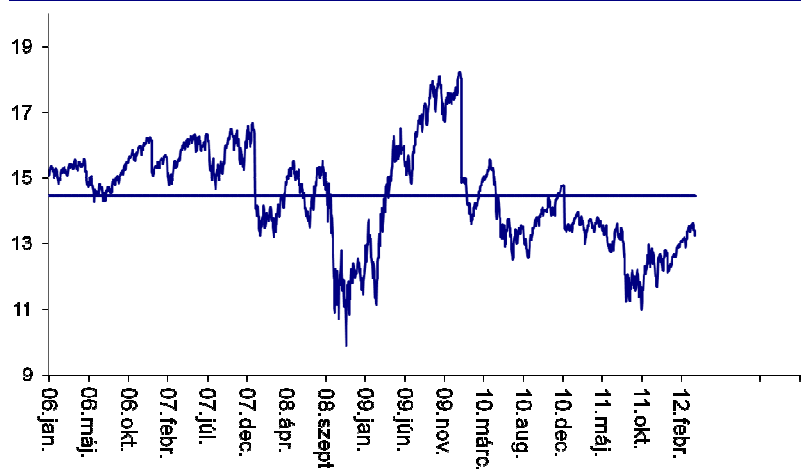


Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

- Két nagy ellentétes erő eredője tartotta egyensúlyban a globális részvénypiacokat 1Q12-ben. Az egyik a fejlett államok jegybankjai által generált likviditásbőség. A másik a fejlett államok deficit csökkentési lépései és az ebből származó növekedési kockázatok.
- Az év eddigi részében a likviditásbőség dominánsabb erőnek bizonyult, így a nagyobb részvényindexek mind szépen teljesítettek.
- Az USA-ban javultak az előrejelző indikátorok, szép lassan javult a munkaerőpiac. Európában átmenetileg rendeződött a görög probléma, tovább nőtt a tűzfal, s markáns nyomtatásba kezdett az ECB is. Kínában egyelőre elkerülhetőnek tűnik a kemény landolás elsősorban a monetáris politikában rejlő lazítási potenciál miatt.
- A kedélyek megnyugvása után a negyedév végére azonban előtérbe került egy esetleges spanyol és/vagy portugál adósságspirál kialakulásának kockázata.
- A fejlődő piacokon ezúttal is jelentős mennyiségű frissen nyomtatott likviditás landolt.

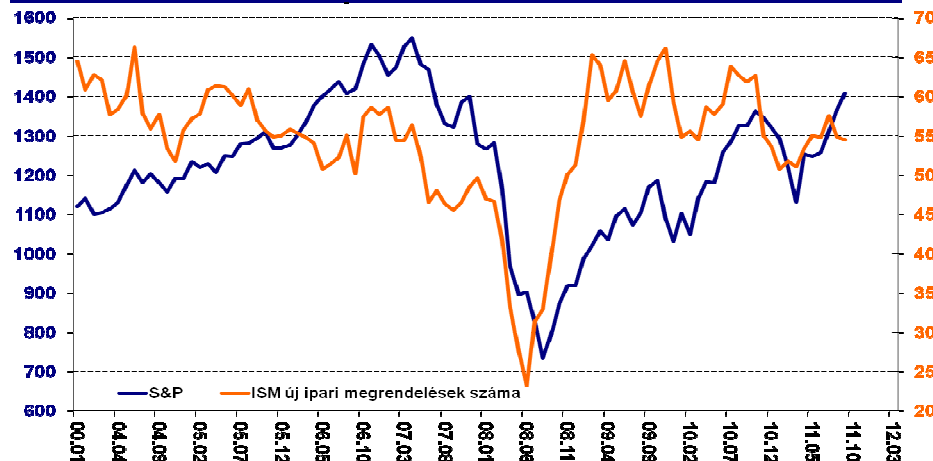
## USA: dupla stimulus = emelkedő részvényárak

### S&P előretékintő P/E



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

### S&P500 és ISM új feldolgozóipari megrendelések száma

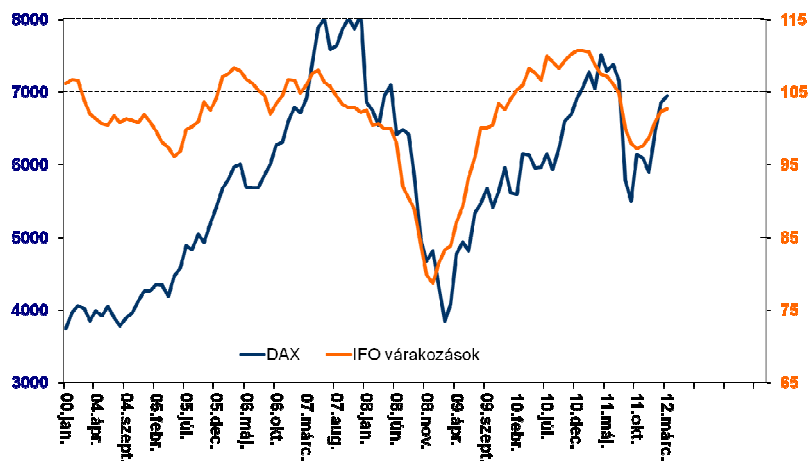


Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

- Az S&P500 index harmadik hónapja drágult, így egy rendkívül erős negyedéves teljesítményt hagyott maga után 12%-os emelkedésével (dollárban). A húzóerőt elsősorban a technológiai és a pénzügyi szektor jelentette. A fiskális és monetáris expanzió volt az elsődleges hajtóerő, ennek hatására a P/E ráta szépen húzott vissza a historikus átlagához a negyedév folyamán. Az csak ráadás volt, hogy az amerikai előrejelző indikátorok (ISM) az első negyedévben szépen alakultak, és a munkaerő-piaci adatokat is kedvezően ítélte meg a piac. A jókedvet még a Fed óvatosabbá váló kommunikációja sem tudta megrengetni. Az elkerülhetetlenül közelgő amerikai kiadásoldali megszorítások vélhetően továbbra sem játszottak fontos szerepet a befektetők döntéshozásában, egyelőre úgy tűnik a javuló adatok és a likviditásbőség diktáltak.
- Az amerikai vállalati szektor erősnek tűnik ugyan, mégis komoly veszélyek leselkednek rá a jövőben. A költségvetés stabilizálásának egyre nagyobb eséllyel lesz a készpénzben úszkáló vállalati szektor a vesztese, hiszen a lakosság így is épp elég terhet nyög, gondoljunk csak az olajjára. A kiadási oldalon várható vágások valószínűleg még nem fogják fenntartható pályára terelni a költségvetést, ahhoz vélhetően a bevételek növelésére is szükség lesz.

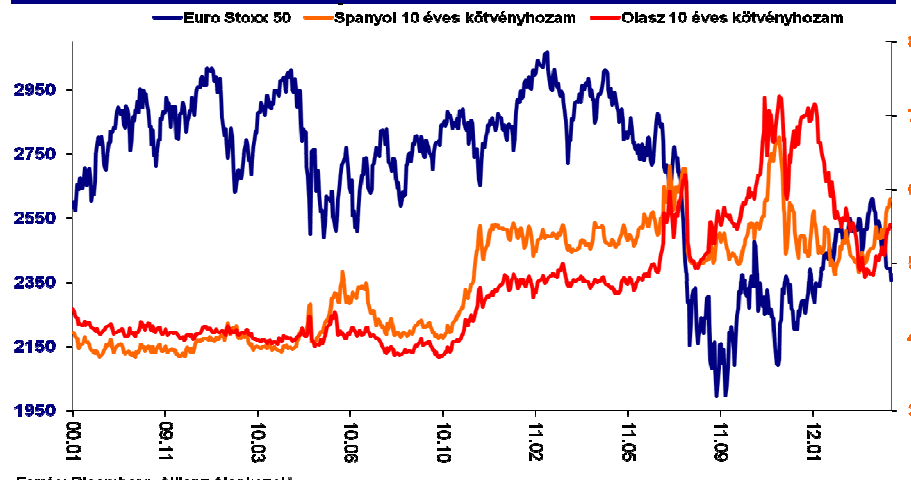
## EU: hibrid válságkezelés, megosztott zóna

DAX és IFO várakozások alindex



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

Kötvényhozamok vs. Euro Stoxx 50



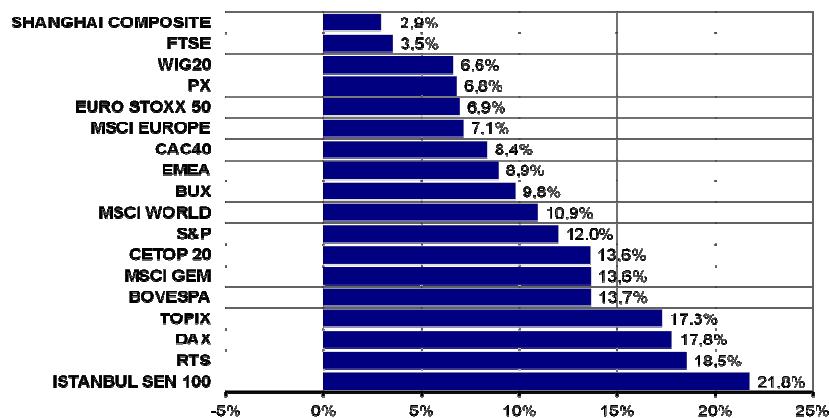
Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

- Az Európában alkalmazott hibrid gazdaságpolitika (expanzív monetáris, restriktív fiskális) összességében a releváns indexek növekedését eredményezte, de a periféria és a mag országok közötti eltérés jelentős volt.
- A DAX még az S&P500-nál is jobban teljesített 23%-os emelkedésével (USD-ben). A görög problémák átmeneti megoldása megnyitotta a teret a robusztus német fundamentumok beárazódása előtt. Az IFO várakozások továbbra is jól alakultak, a beszerzési menedzser index azonban csökkent. A munkaerőpiac továbbra is egészséges.
- A EuroStoxx 50 azonban csak 11%-kal emelkedett. A negyedév végére előtérbe kerültek a Spanyolországgal kapcsolatos finanszírozási problémák, elkezdtek emelkedni a kötvényhozamok, ennek megfelelően az index lejtmenetbe kapcsolódott. A spanyol reformok megvalósítása az eddigi jelek alapján ráadásul vélhetően még az olasznál is nagyobb társadalmi ellenállásba ütközik majd.



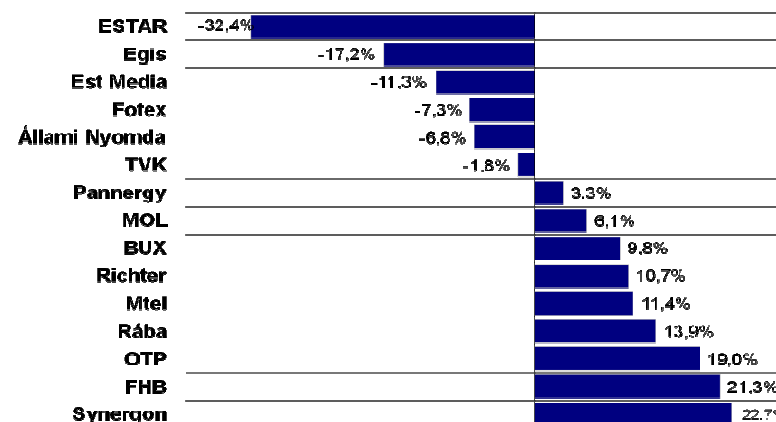
## BUX: felülteljesítette a régiót

A releváns részvényindexek teljesítménye 1Q12-ben (saját devizában)



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

Magyar részvények teljesítménye 1Q12-ben



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

- Januárban erős hegymenetbe kapcsolott a BUX és felülteljesítette a globális részvényt piacokat 17%-os emelkedésével, ami jó részt az EU/IMF megállapodás irányába mutató kormányzati kommunikációnak volt betudható. Február-márciusra azonban egyre nőtt a valószínűsége a piac szemében, hogy a tárgyalások elhúzódnak, vagy esetleg létre sem jönnek, így a negyedév végére az index hozama „csupán” 9,8%-osra apadt. Az év eleji hatalmas rally-nak köszönhetően azonban forintban kifejezve még így is felülteljesítette a BUX a cseh és lengyel részvényt piacot.
- A bankok felülteljesítették az indexet. Ennek oka a korábbi hatalmas alulteljesítés mellett vélhetően az volt, hogy a negyedév folyamán világossá vált, a 20-22%-os vagyonarányos végtörlesztési ráta mellett a bankok túléltek ezt az akciót, mi több az árfolyamrögzítésből közép távon akár még profitálhatnak is.
- Az Mtel esetében a közelgő osztalékfizetés és a különadó kivezetésének távoli opciója fűtötte az árfolyamot.
- Az Egis 28%-ponttal teljesítette alul a Richtert, ami relatíve magasabb magyar kitétségnek volt betudható.

## Részvénypiaci kilátások

---

- A világgazdaság várhatóan 2-2,5%-kal növekedhet idén, miközben szoros fiskális (az USA-t egyelőre kivéve) és ultra-laza monetáris politikával kezelik a nyomott növekedést és a magas adósságállományt a fejlett államok. Ez összességében várhatóan kedvez a részvénypiacoknak, de ezeken a szinteken a kockázat-hozam arány már nem kiemelkedően vonzó. Látni kell azt is, hogy Spanyolország és ezzel az Eurózána jövője egyelőre nem tisztázott, a reformok nem mennek olyan „gördülékenyen”, mint Olaszországban. Emellett Irán sem állt le atomprogramjával, az embargó nem elég hatékony. Patthelyzet alakult ki a felek között, de egy megelőző támadásnak és az olajár „robbanásának” esélyét még nem lehet teljesen kizárni. Ezt a kimenetelt továbbra is kis valószínűségűnek, de nagy hatásúnak tartjuk. Közép távon pedig az USA-ban a választások után várhatóan megkezdődő megszorítások borzolhatják a kedélyeket. A likviditásbőség azonban egyelőre elmoshatja ezeket a kockázatokat.
- Hosszú távú növekedési potenciált továbbra is inkább a fejlődő piacokban látunk, a monetáris enyhítés lehetősége és a jobb növekedési mutatók miatt. Ugyanakkor rövid távon már kevésbé vonzó ez a régió, mert viszonylag sok tőke áramlott már ide idén, illetve egyre erősebbnek tűnik a reflexió, azaz a fejlettek (elsősorban Európa) lassulása egyre jobban tükröződik a fejlődők számaiban és fordítva.
- Magyarország befektetési profilja vélhetően továbbra is egy szélsőséges esetnek számít majd, ezért komoly kilengésekkel nézhetünk szembe még idén. Mivel Magyarország az európai kockázatokhoz közel lévő, nyersanyagban szegény, nehezebben kiszámítható gazdaságpolitikával rendelkező, bővli kategóriába sorolt állam, ezért jelenleg nem tartozik a legvonzóbb befektetési célpontok közé, mint ahogy a kelet-közép európai régió úgy általában. Viszont a magas redisztribúciós rátát és az közjavak megtermelésének mérsékelt (bár lassan javuló) hatékonyságát elnézve rendelkezünk restrukúrálási tartalékokkal, amelyek fenntartható pályára terelhetik a költségvetést és az államadósságot, és amiket igen vaskos részvénypiaci hozamokkal díjazhatna a piac. Különösen, ha azt egy EU/IMF megállapodás kíséri, ami a Magyarország iránti üzleti bizalom gyors visszaépülését jelenthetné.

**Köszönöm a figyelmet!**

**Elérhetőség:**

Allianz Alapkezelő Zrt.  
1087 Budapest  
Könyves Kálmán krt. 48-52.  
Fax: +36-1-301-6384