Vagyonkezelői beszámoló az Allianz Nyugdíjpénztár Igazgatósága részére 2014 Q1

Budapest, 2014. április 11.

Portfólió teljesítmény

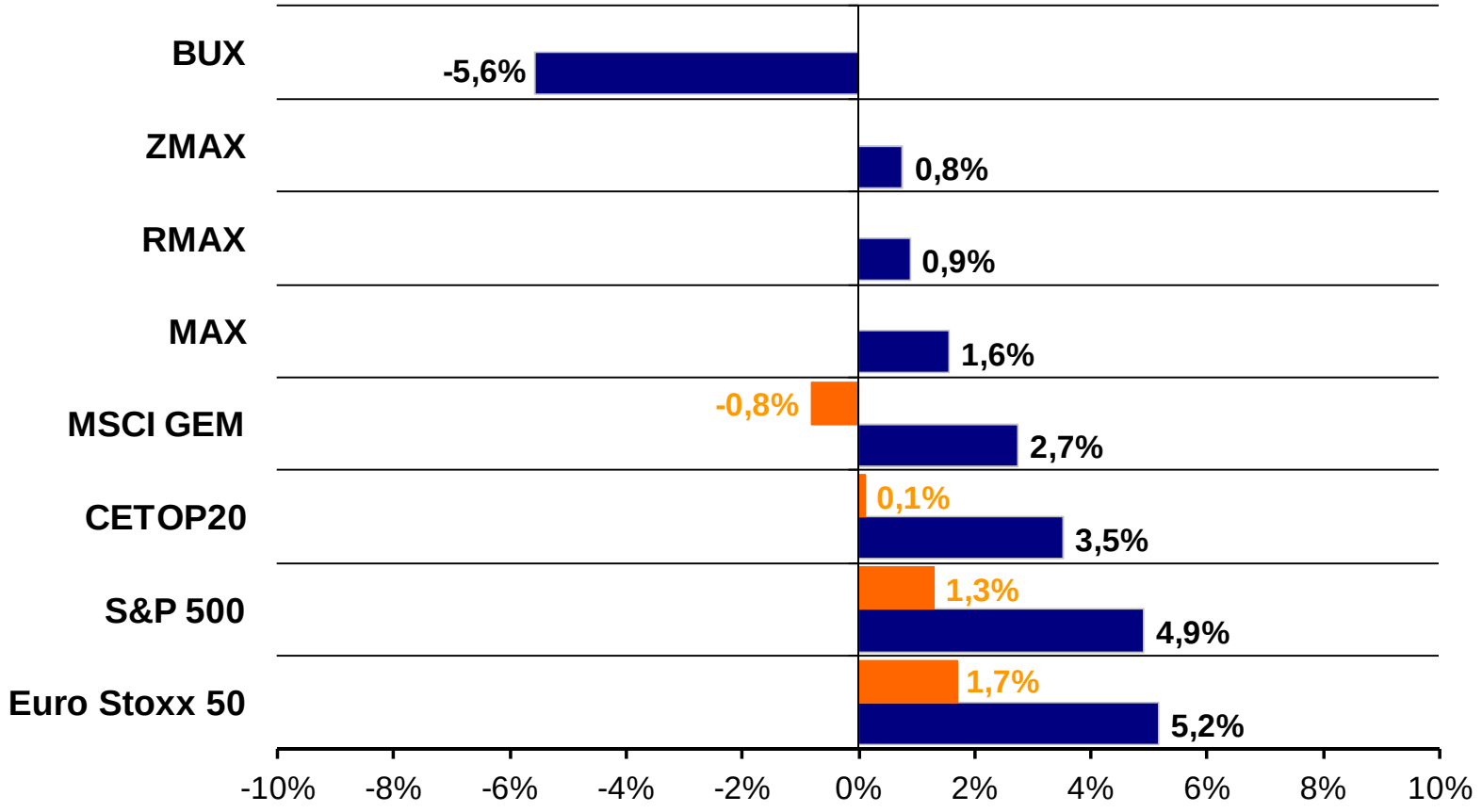
Portfóliók teljesítménye 2013.12.31-től 2014.03.31-ig

Portfóliókezelt alapok	Portfóliókezelői bruttó hozam	Benchmark hozam	Alul / Felülteljesítés	Kezdő dátum	Kezdő vagyon	Záró dátum	Záró vagyon
Önkéntes Klasszikus	0,77%	0,76%	0,00%	2013.12.31	9 216 289 184	2014.03.31	9 183 553 371
Önkéntes Kiegyensúlyozott	1,62%	1,79%	-0,18%	2013.12.31	112 695 306 197	2014.03.31	114 192 143 670
Önkéntes Középutas	1,84%	1,87%	-0,03%	2013.12.31	3 935 607 129	2014.03.31	3 301 588 912
Önkéntes Növekedési	1,83%	2,06%	-0,23%	2013.12.31	6 822 705 578	2014.03.31	7 364 578 551
Önkéntes Kockázatvállaló	3,71%	3,68%	0,04%	2013.12.31	2 053 267 917	2014.03.31	2 137 317 846
Önkéntes Függő	0,76%	0,76%	0,00%	2013.12.31	175 079 272	2014.03.31	196 784 760
Önkéntes Szolgáltatási	0,69%	0,76%	-0,07%	2013.12.31	287 078 167	2014.03.31	284 893 225
Önkéntes LIK_MUK	0,76%	0,76%	0,00%	2013.12.31	1 282 476 519	2014.03.31	1 293 013 973

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

Indexek teljesítménye

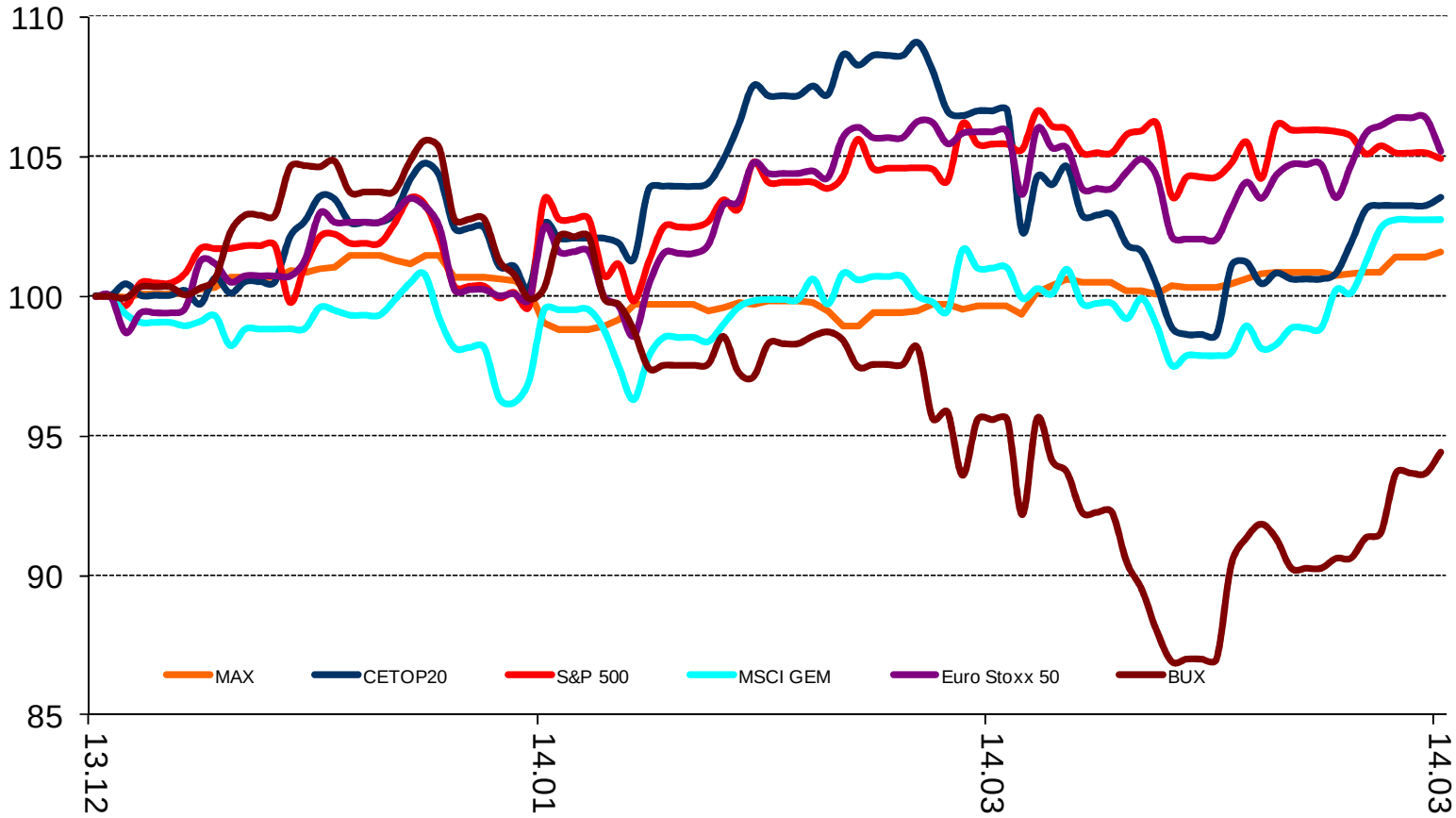
Főbb indexek alakulása 2014 Q1-ben (HUF-ban és saját devizában)



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

Indexek alakulása

Főbb indexek alakulása (2013.12.31-2014.03.31. HUF-ban)



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

Globális trendek I.

EU: bankunió, toporgó gazdaság, ECB mennyiségi könnyítés a láthatáron

- A gazdasági unió tagországai távolról sem egységes pályán mozogtak a negyedév során: a peremállamok a negyedév során tértek csak vissza a tőkepiacra (most futottak ki az EU-IMF programok), a francia gazdaság szerkezeti problémái és adósságpályája egyre nyilvánvalóbb problémákat mutatnak, miközben a német kereskedelmi aktívum a tagországok vezetőinek rosszallását váltja ki.

- A negyedév során a tagországok hozamainak divergenciáját sikeresen megállította az ECB – többségében verbális intervencióval. Az európai döntéshozók hosszas egyeztetés után véglegesítették az egységes bankfelügyelet és az újabb pénzügyi védelmi mechanizmus tervét. (A megvalósítás problémáira jellemző, hogy az eszközvásárlásokra használni kívánt alap tőkéjét még el sem kezdték feltölteni a tagállamok). Az elfogadott rendelkezések szerint az EMU-ban innentől a csődbe jutó pénzintézetek részvényesei kötelesek lesznek az eddigieknél jóval nagyobb részt vállalni a veszteségek finanszírozásából, nem háríthatják át ezt az EU szupranacionális eszközalapjaira, azaz nem fizettethetik ki a rossz hiteleket a többi ország költségvetési tartalékai és adóssága terhére.

- A következő negyedévben nagyobb piaci aktivitást várunk az ECB-től. Mind a növekedési problémák, mind pedig a deflációs kockázatok elkerülése arra utalnak, hogy az európai jegybank aktív piaci jelenléte több, mint kívánatos. A jelenlegi folyamatok változatlansága mellett (alacsony növekedés, emelkedő core hozamszintek, defláció) szinte biztosra vehető, hogy több tagország finanszírozási nehézségekkel nézne szembe, ami a bizonytalan növekedési kilátásokat tovább rombolná. Várakozásaink szerint a második negyedévben az ECB beindítja eszközvásárlási programját.

Globális trendek II.

USA: tapering, stagnáló fogyasztás, erős ipari termelés, növekvő készletállományok

- Az Egyesült Államok jegybankja folytatta a 2013 végén megkezdett tapering-et, a mennyiségi könnyítés során a gazdaságba pumpált többlet-likviditás folyamatos kivezetését. A FED élén történt vezetőváltás sem okozott ebben változást. Érdemi monetáris politikai fordulópontként csak a megváltozott kommunikációt emelhetjük ki: mivel a munkanélküliségre korábban kitűzött célszámot már elérte a gazdaság, ám a FED nem akarta szűkíteni saját mozgásterét a tapering gyorsításával, így előtérbe helyezte a „forward guidance" politikát, ami egy komplexebb gazdasági helyzetértékelés mentén engedi kialakítani a monetáris lépéseket.

- Feldolgozóipar és a fogyasztás az év első negyedében nem talált magára igazán. Az autógyártás erős mutatóit beárnyékolta a készletállományok jelentős növekedése, illetve a gyáripari megrendelések számának csökkenése és a bizalmi indexek negyedév végi romlása. A munkaerő-piac nem talált magára március végéig. Bár a munkahelyek száma fokozatosan bővült, ennek üteme a negyedév során átlagosan elmaradt a munkaképes lakosság számának emelkedésétől, így a participációs ráta nem javult érdemben. Az új munkahelyek jelentős hányada csak idénymunka vagy részmunkaidős állás volt, ami ugyan a statisztikai főszámokban nem mutatkozik meg, a fogyasztási adatokban azonban igen.

- Bár az Egyesült Államok gazdaságának növekedési kilátásai sokkal biztatóbbak, mint Európáé vagy Ázsiáé, nem szabad elfelednünk, hogy a jelenlegi részvénypiaci árazás meglehetősen optimista eredményvárakozásokra épül (pontosabban a likviditásbőség miatt torzult az árazás) és a dollár, mint globális tartalékdeviza szerepének visszaszorulásával a core piaci hozamszintek sem tűnnek minden szempontból igazoltnak. Elképzelhetőnek tartjuk tehát, hogy a negyedév során lassul majd a tapering üteme és az első kamatemelés várt időpontja is lényegesen hátrébb tolódik majd.

Globális trendek III.

Ázsia: Kína – gazdasági irányváltás

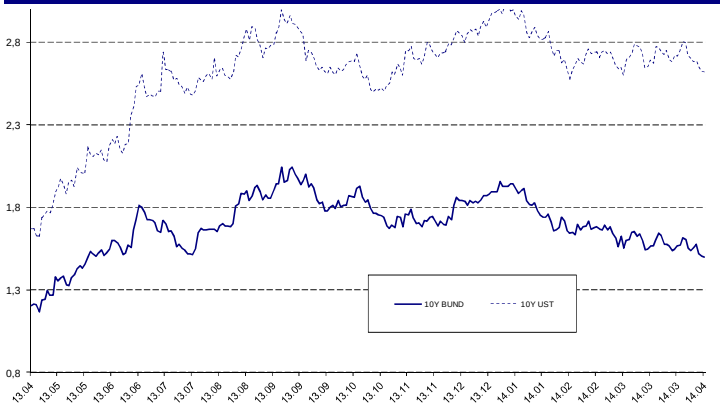
- A kínai gazdasági folyamatok fordulóponthoz érkeztek az első negyedévben. A központi irányítás határozott lépések mellett kötelezte el magát: beruházások esetében a fókuszt az infrastrukturális fejlesztések felé tolják, ami a bővülés szerkezetének egészségesebbé tételét hivatott szolgálni. A finanszírozás szerkezetében az árnyék-bankrendszer visszaszorítását tűzték ki célul, mely érzékenyen érintette a bankközi likviditást, és előre hozott néhány csődeseményt is. A hitelesemények 2014-ben a figyelem középpontjában lesznek Kínában, ebben az évben ugyanis kiemelkedően sok önkormányzati hitel törlesztése válik esedékessé.

- A jüan konvertibilitás előkészítésének egyik lépése volt a deviza ingadozási sávjának kiszélesítése, ami rövid távon gyengülést eredményezett. A lépés a tőkepiacok nagyobb nyitottságának előkészítésekét szolgálja, ami utat nyithat a jüan tartalékdeviza-szerepének erősödéséhez.

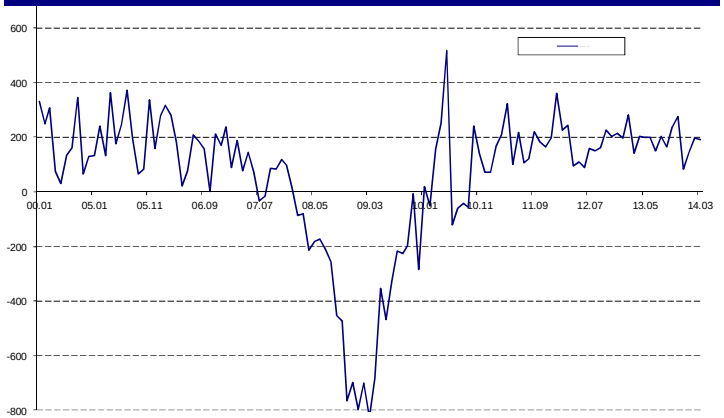
- Meglátásunk szerint 2014-ben Kína esetében a gazdasági fordulat komolyabb növekedési áldozatok nélküli levezénylése nehezen teljesíthető kihívás elé állítja a gazdasági döntéshozókat. Az alacsonyabb növekedés ugyan lazább munkaerőpiacot eredményez, ezzel csökkenti az inflációs nyomást, az ingatlanpiaci buborék megléte és az ABS piac értékeltségi problémái miatt azonban kerülni kell a túlzott lassulást, ami sokkszerű válaszreakciót indukálhat. Ha mégis ez történne, a kínai vezetésnek újfent élénkítő intézkedéseket kell alkalmaznia. Ezzel együtt viszont kezelni kell az árnyék-bankrendszer és a likviditásbőség miatt kialakult helyzetet is – amihez épp ellenirányú lépések lennének szükségesek.

Globális trendek IV.

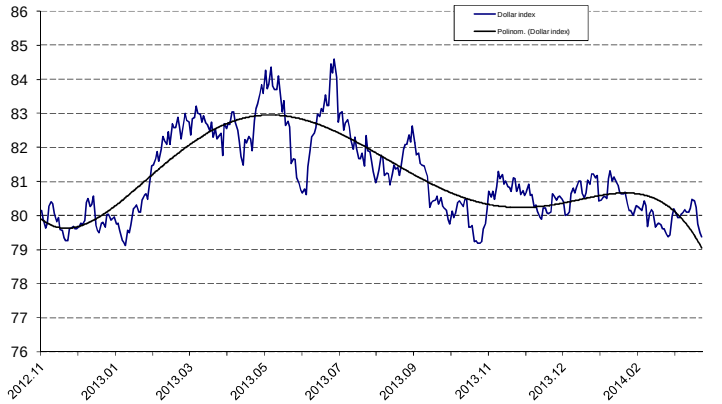
10Y UST és 10Y Bund



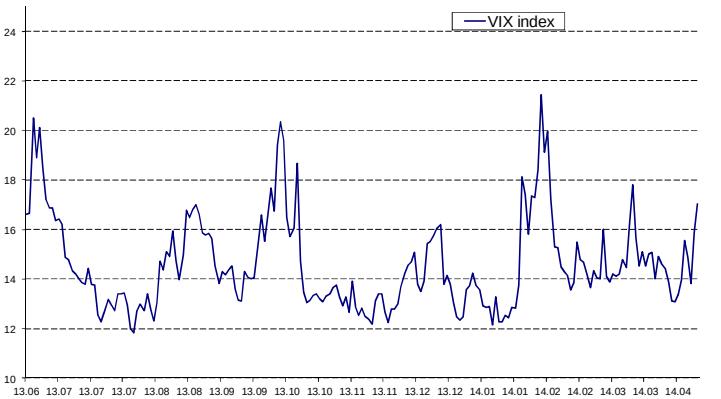
Non-farm payroll



Dollár index (USD vs 6 major world currencies)



VIX index



Hazai makrofolyamatok I.

Kamatcsökkentési ciklus a végéhez közeledik, élénkülő ipar, erős külkereskedelmi aktívum

- Az MNB folytatta a monetáris lazítás politikáját 2014 első negyedévében, de a lépésköz 10 bázispontra mérséklődött, így az alapkamat március végére 2,6%-ra csökkent. A jegybanki kommunikáció szerint az alapkamat közelíti a gazdasági növekedés támogatásához szükséges mértéket, így a lazítás időszaka lassan a végéhez ér. Az MT tagjainak nyilatkozatai és az ülések jegyzőkönyve szerint a Tanács a külpiaci befektetői hangulat hirtelen romlásától tette függővé a tervezett kamatpálya megvalósítását. A feltörekvő piacokról megindult tőkekivonás és a geopolitikai kockázatok kiéleződése ellenére sem gyengült a forint olyan mértékben, illetve emelkedtek a hozamok olyan ütemben a negyedév során, ami jegybanki beavatkozást indukált volna.

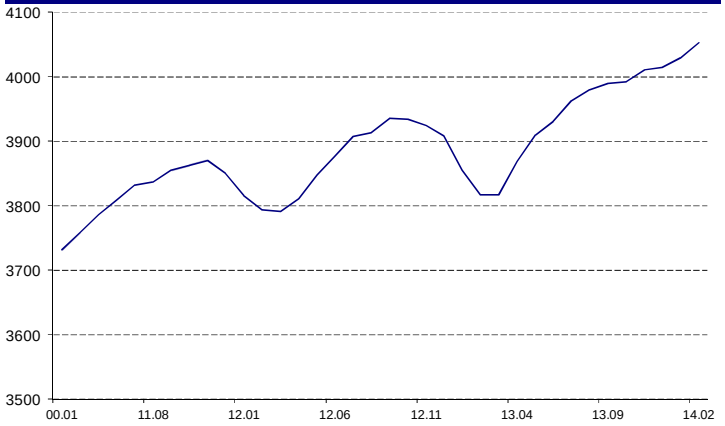
- A makrogazdasági mutatók alapján indokoltnak tűnt a további monetáris lazítás: a gazdaság továbbra is a potenciális ütem alatt bővül, a beruházások mértéke messze elmarad a korábbi évekétől, a fogyasztás ugyan élénkül, de még távol van az inflációt generáló mértéktől.

- Az ipari termelés magára talált és a németországi folyamatokkal párhuzamosan bővült. A zömmel exportra irányuló termelés miatt tovább bővült az ország külkereskedelmi aktívuma, s ez segített az alacsony alapkamat ellenére is viszonylag stabilan tartani a forint árfolyamát.

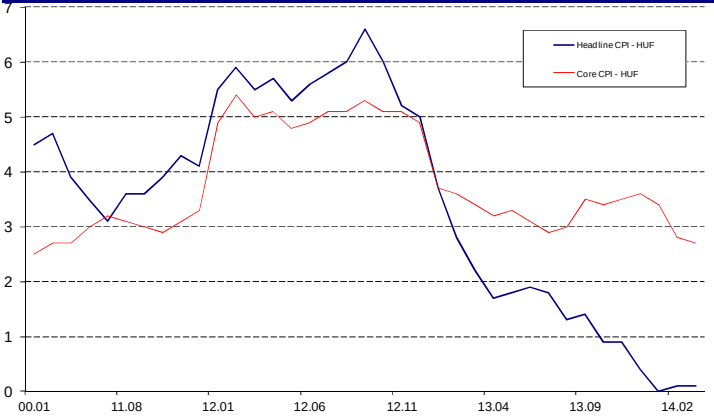
- Várakozásaink szerint az MNB a következő negyedévben befejezi a kamatcsökkentési ciklust és amíg a külpiaci folyamatok erre lehetőséget adnak, a mostani rekord alacsony szinten tartja az alapkamatot. Emellett számíthatunk a növekedési hitelprogram folytatására is, amit esetleg a kormány fiskális ösztönzőkkel egészít majd ki, hogy elősegítse a hitelkereslet élénkülését.

Hazai makrofolyamatok II.

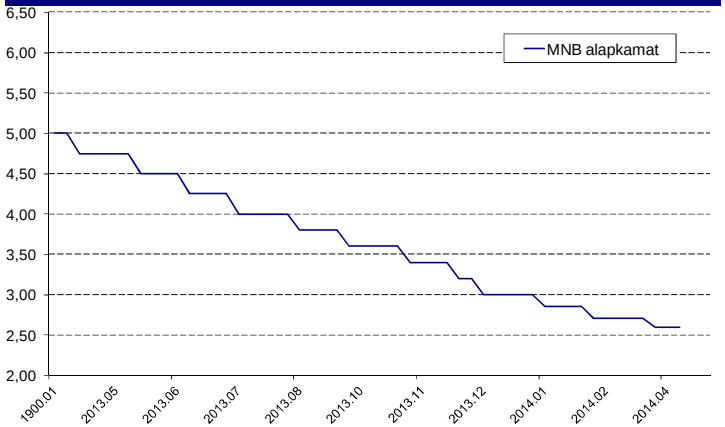
Foglalkoztatottak száma (e fő)



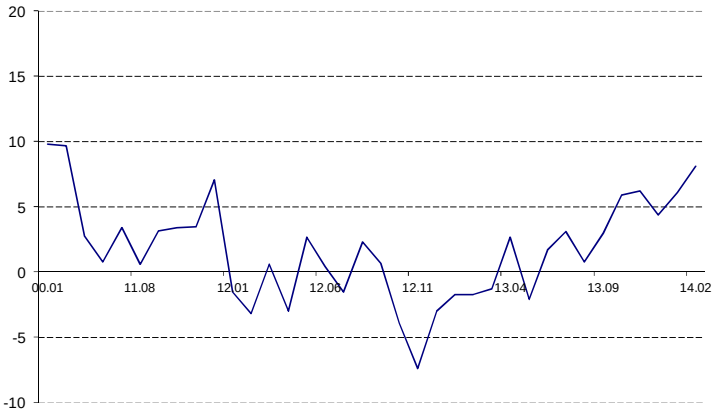
Forint headline és maginfláció alakulása



MNB alapkamat



Ipari termelés év/év



Hazai állampapír-piaci folyamatok I.

Stabil rövid oldal, emelkedő volatilitás a hosszabb lejáratokon

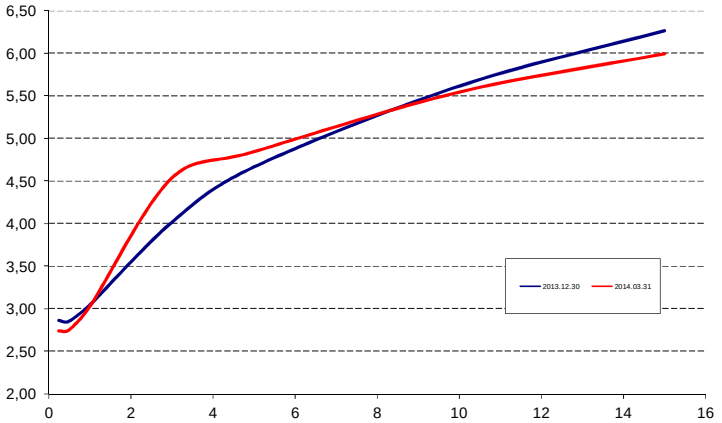
- Az MNB folytatta kiszámítható kamatpolitikáját és sikeresen horgonyozta le a hozamokat a görbe elején a másodpiacon. A hosszabb terminek esetében a kereslet ingadozását ez már nem tudta kompenzálni, itt a külpiaci kockázatéhség változásai irányították a folyamatokat. A hosszabb papírok a negyedév eleji tőkekivonási trendet és a feltörekvő piaci bizonytalanságot megszenvedték, de később korrigálni tudtak. A steepening trade-ek kifutása miatt a 2-3 éves szegmens az előző negyedévi záró szinthez képest emelkedett (10-25 bp), a hosszabb lejáratok csökkentek (7-20 bp) így a görbe a negyedév végére ellaposodott.

- Az ÁKK a negyedév során a tervezettnek megfelelő mértékben bocsátott ki forintkötvényeket. A megingó külpiaci hangulat esetén sem láthattunk tartósan aluljegyzett aukciókat, bár ekkor az FRA jegyzésekbe beépült kamatvárakozások már bőven az alapkamat felett jártak. Az éves devizafinanszírozási szükséglet 2/3-át teljesítette a Kincstár márciusban, amikor 5 és 10 éves USD denominált kötvényeket értékesített. A spreadek mindkét lejárat esetében magasabbak voltak mint a másodpiaci szintek, de közel 40 ponttal alacsonyabbak, mit a 2013 Q4 dollárkötvény kibocsátáskor.

- A negyedév során a külföldi befektetők tulajdonában lévő állampapír állomány érdemben csökkent, ami a 2014/C koncentrált tulajdonosi struktúrájának tudható be. Érdemes megfigyelni, hogy bár az állomány korrekciója csak töredéke a csökkenésnek, sem a forint, sem a hozamok tekintetében nem tapasztalhattunk ebben az időszakban drámai változásokat: az outright eladók és az ÁKK kibocsátások is kellően erős vételi érdeklődéssel álltak szemben. A vételi oldalt feltételezésünk szerint a hazai banki könyvek adták, s várhatóan adják később is, ami csökkenti a hozamfelszúrások kockázatát az év hátralevő időszakában is.

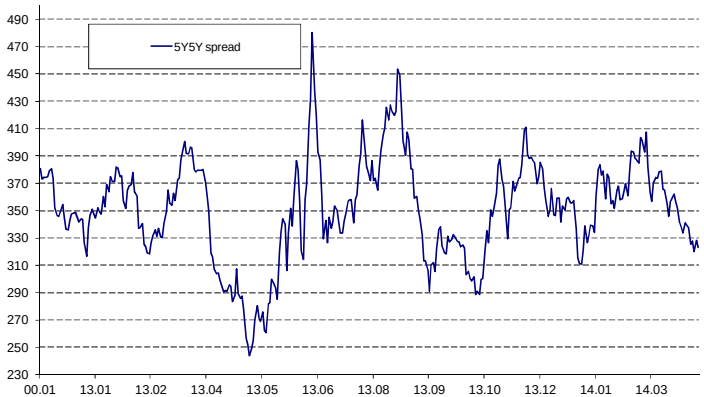
Hazai állampapír-piaci folyamatok II.

HGB görbe változása

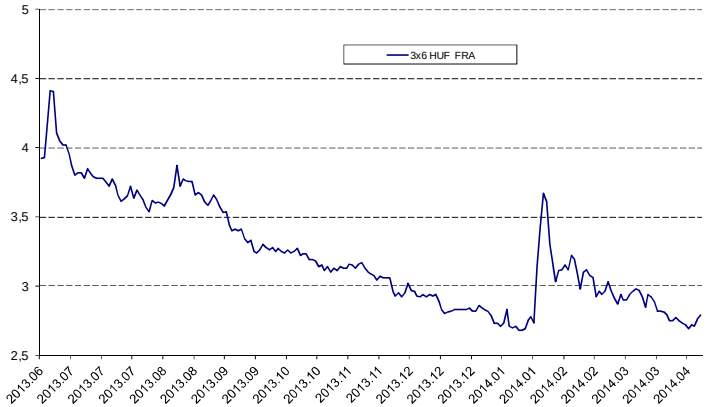


Külföldi befektetők állampapír-állománya

5Y5Y spread EUR jegyzések felett (bázispontban)

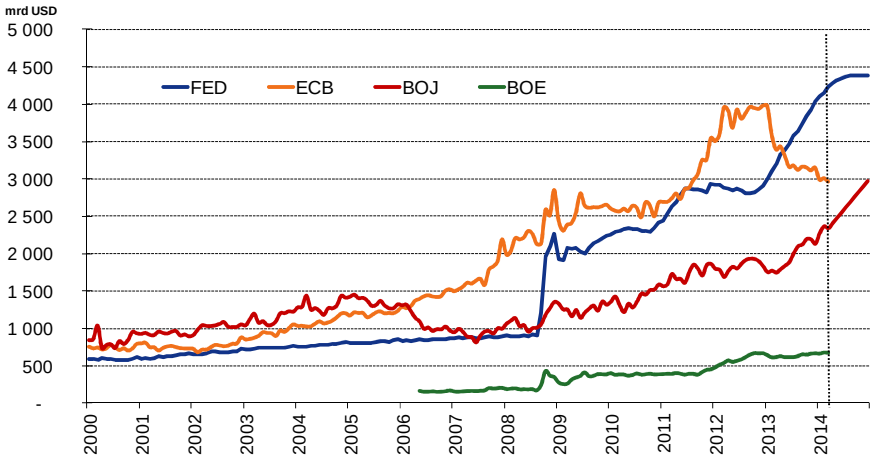


HUF 3x6 FRA



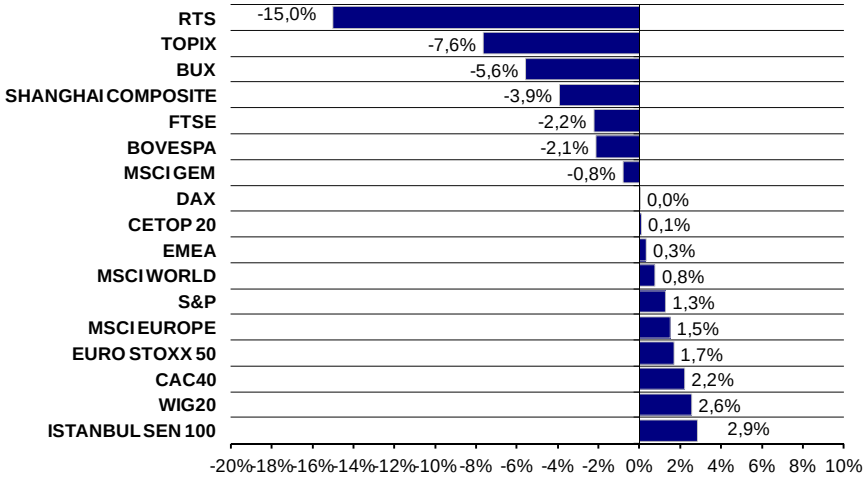
„Tapering”, kínai lassuló növekedés és geopolitikai feszültségek

FED, ECB, BoJ és BoE mérlegfőösszeg alakulása



Forrás: Bloomberg

A releváns részvényindexek teljesítménye 2014 Q1(saját devizában)

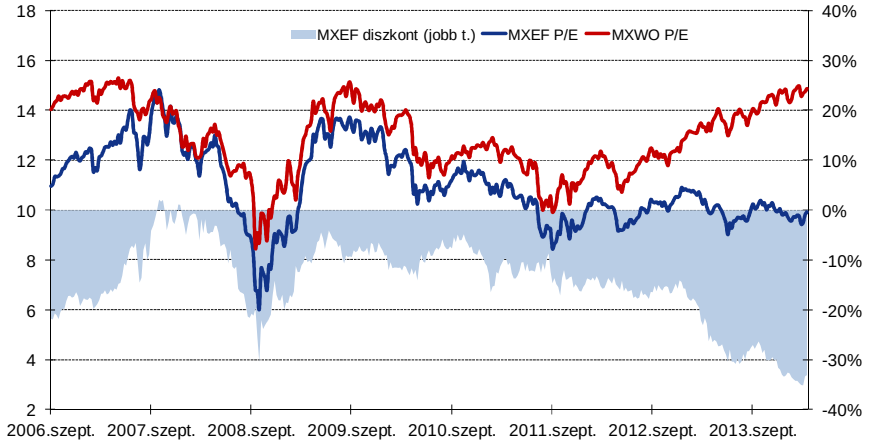


Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

- Az idei első negyedév elsősorban FED „tapering-ről”, a kínai növekedés lassulásáról, a török líra drasztikus zuhanásáról és az ukrán-orosz geopolitikai feszültség kibontakozásáról szólt a részvénypiacokon. A társaságok negyedik negyedéves eredményei nagyságrendileg megfeleltek a várakozásoknak. Várakozások feletti eredménybővülés híján az értékeltségi szintek további növekedése nem indokolt. Ahogy azt előző negyedéves beszámolónkban is írtuk, a fejlett részvénypiacok 10% feletti emelkedése 2014-ben már nem valószínű, vagy amennyiben mégis megtörténik, jó kiszállási pontot jelenthet majd.
- Fenti események következtében a részvények kimagasló volatilitás mellett viszonylag alacsony hozamokat produkáltak. Az S&P mindössze 1,3%-ot tudott emelkedni, míg a DAX stagnált. A válság kapcsán érintettebb részvénypiacok ugyanakkor jelentős leértékelődésen mentek keresztül. Az orosz RTS 15%-ot, míg az OTP jelentős ukrán kitettsége miatt a BUX index 5,6%-ot esett. Törökországban és Magyarországon ráadásul önkormányzati, illetve parlamenti választásokat tartottak, melyek külön növelték a helyi eszközökbe való befektetések bizonytalanságát.

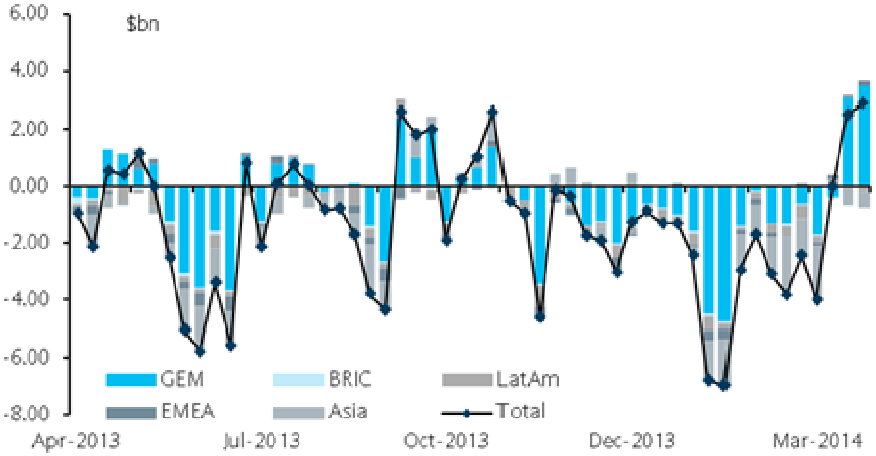
Továbbra is jelentős a feltörekvő részvények diszkontja

MSCI EM diszkont alakulása



Forrás: Bloomberg

Feltörekvő részvénypiacokra érkező friss tőke

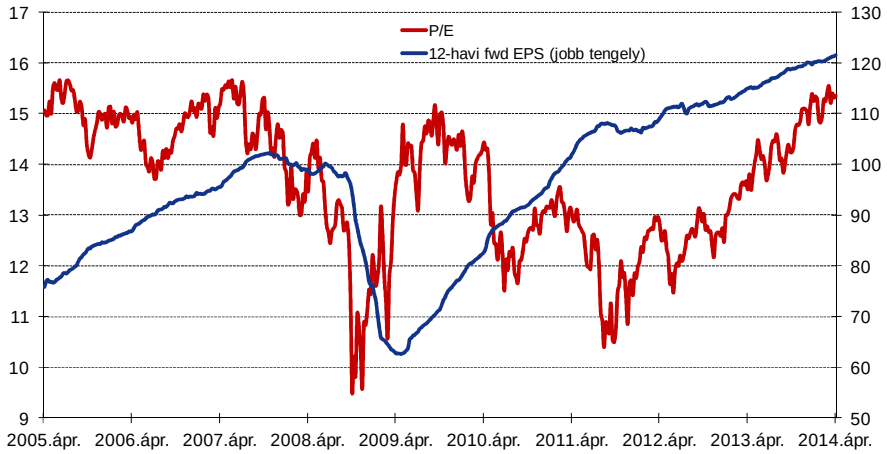


Forrás: Barclays Research

- A fejlett piacok szárnyalása tehát megállt. A negyedév során az MSCI World P/E rátája 14,8x-es szinten stabilizálódott, s mivel a feltörekvő piacok átlagos P/E-je már jó ideje 10x körül ingadozik, így diszkont is maradt hozzávetőleg 33%. A feltörekvő részvény piacokról egészen március végéig folyamatosan áramlott ki a tőke. A teljes részvénypiacra 30 milliárd dollár friss pénz érkezett, ami a fejlett piacokba fektetett 64 milliárd és a feltörekvőkről kivont 34 milliárd eredőjeként alakult ki. A trend március utolsó és április első hetében tört meg, amikor is 3-4 milliárd közötti értékben csoportosítottak át ide pénzt a befektetők.
- Az átcsoportosítás a kimagasló feltörekvő piaci alulértékeltség miatt indokolt. Az ollónak hosszú távon szűkülnie kellene egy fair-nek tekinthető hozzávetőleg 20%-os szintig. Ez természetesen megvalósulhat a fejlett piacokon bekövetkező áreséssel, vagy a feltörekvő piacok felzárkózásával is; ezt majd a piaci hangulat fogja eldönteni.

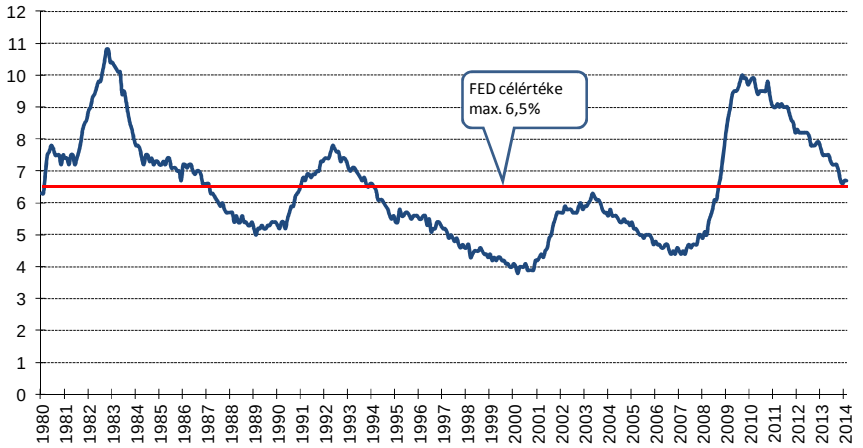
Amerika: tetőzött az értékeltség

S&P500 index EPS várakozás és P/E



Forrás: Bloomberg

Amerikai munkanélküliségi ráta (%)

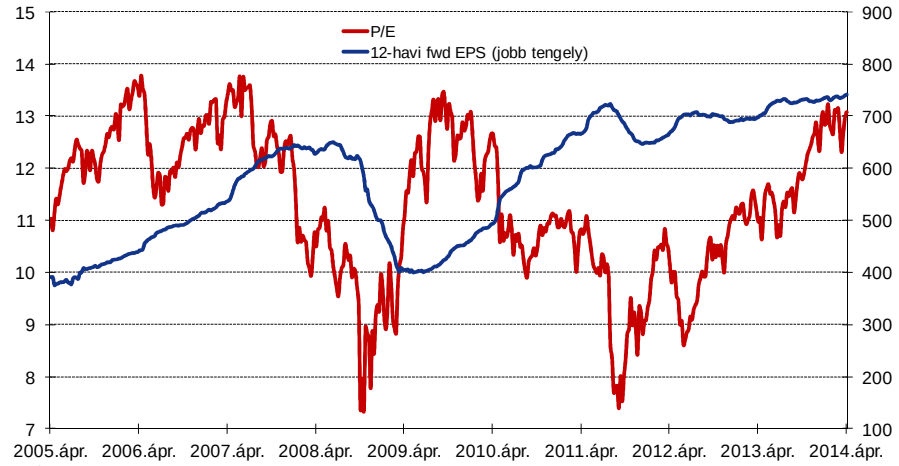


Forrás: Bloomberg

- Az S&P500 tavalyi 30%-os szárnyalása jórészt az értékeltség emelkedésének volt köszönhető, hiszen az eredményvárakozások az index szárnyalásnál jóval kisebb mértékben bővültek. Az P/E ráta az első negyedév végére maradt a december végi 15,3x-es szinten, miközben a 12-havi előretekintő EPS várakozások 1,4%-kal 121 dollár fölé nőttek. Az amerikai részvényárazás emelkedésének megtorpanása mögött talán leginkább a „tapering" folyamatos kivitelezése állhat, hiszen a FED márciusban már harmadik alkalommal csökkentette a QE-t. Így a havi állampapír és jelzáloglevél vásárlások összege már „csak" 55 milliárd dollár.
- Érdekesség, hogy az év eleje óta a fejlett részvényalapokba áramló 64 milliárd dollár ellenére a piacok alig tudtak erősödni. Az S&P továbbra sem volt képes áttörni az 1900 pontos határt, bár azért április első napjaiban új csúcsra, 1890 pontra ért.

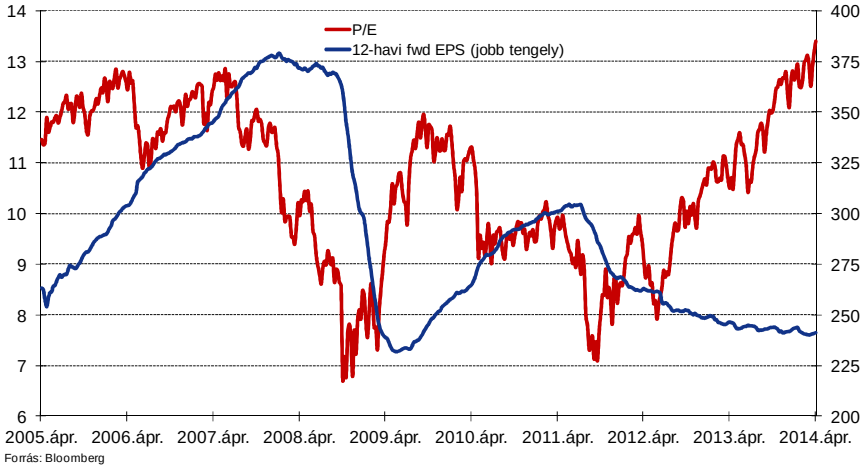
Európa: a periféria volt a negyedév sztárja

DAX index EPS várakozás és P/E



Forrás: Bloomberg

DJ EuroStoxx50 index EPS várakozás és P/E

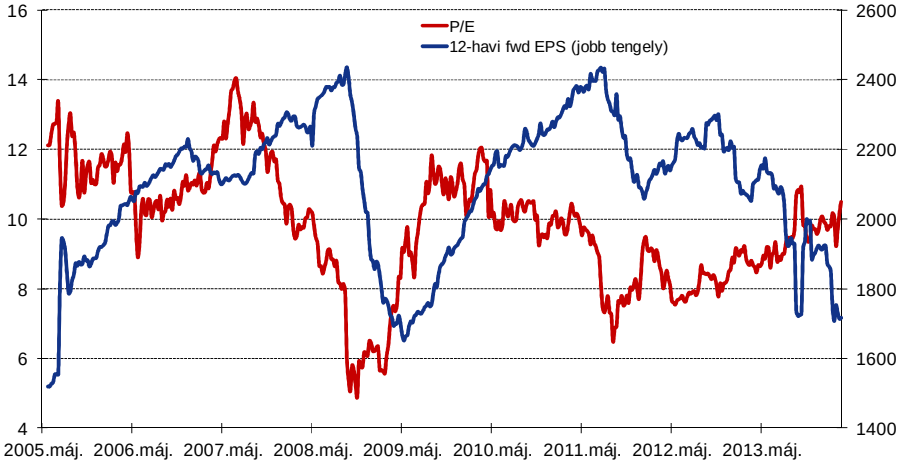


Forrás: Bloomberg

- Az eurózónában ezúttal a periféria vitte a prímet. Miközben a DAX stagnált, a már feltörekvőnek számító görög piac 15%-ot, a portugál 16%-ot, az olasz 14%-ot, az ír 10%-ot, a spanyol 4%-ot emelkedett. Mindez összhangban volt ezen piacok kötvénypiacainak teljesítményével is, hiszen a német bundhoz mért spread-ek számottevően csökkentek. Az olasz 10 éves kötvény hozama 4,1%-ről 3,3%-ra, a spanyol 4,1%-ről 3,2%-ra, a portugál 6,1%-ról 4%-ra (-210bps!!!) csökkent, miközben a 10 éves bund hozama csak 35 bázispontot esett. Folyik tehát a hozamvadászat. Ahogy nő a pénz a gazdaságban egyre kockázatosabb eszközökbe vándorol a tőke minden apró többlethozam reményében. A folyamat eklatáns példája a hosszú évek óta először tartott görög aukció, ahol 3 milliárd euró 5 éves kötvényt 4,95%-on tudtak értékesíteni. Ezzel a kör bezárult…

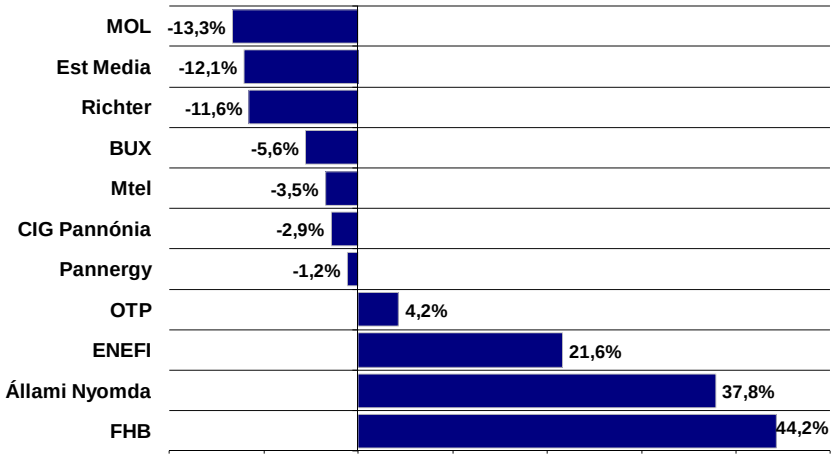
BUX: jó híreket csak nagyítóval

BUX index EPS várakozás és P/E



Forrás: Bloomberg

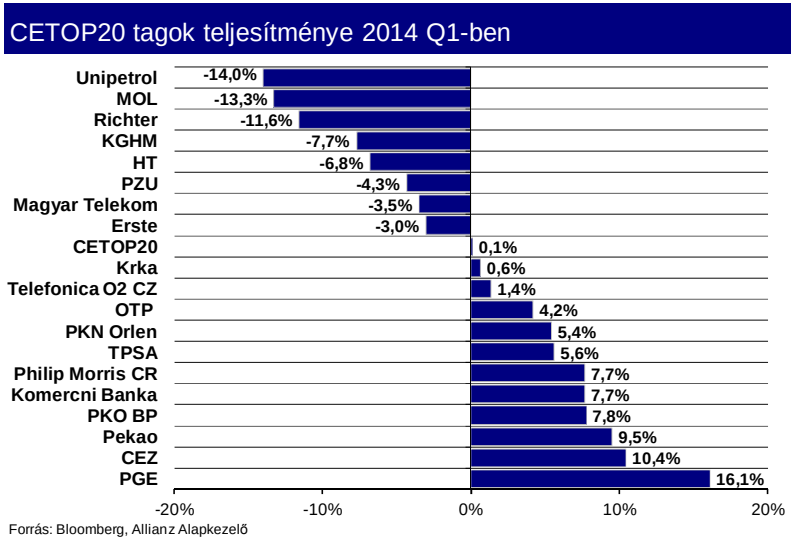
Főbb magyar részvények teljesítménye 2014 Q1-ben



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

- A BUX index igen szerény teljesítményt nyújtott; a negyedév során 5,6%-ot veszített értékéből. Szinte mindegyik nagy részvény tekintetében komoly árfolyammozgató események történtek. Az OTP-t az ukrán események mozgatták, melyek hatására a részvény 3500 forintig zuhant, majd a közvetlen háborús veszély elmúltával, dinamikus hajrával 4,2%-os pluszban zárt. A Richter 11% fölötti mértékben veszített értékből, miután az orosz rubel leértékelődése kapcsán az cég szintű EBIT margin 10% alá süllyedésére figyelmeztetett a társaság vezérigazgatója. A gyógyszercég árfolyama is komoly mélységeket járt meg, hiszen 4850 forintról 3500 alá süllyedt, majd onnan korrigálva 3890 forinton fejezte be a márciust. A Magyar Telekomnál egyértelművé vált az idei évi osztalék elmaradása, viszont a 800-as frekvencia aukcióját elhalasztották. Véleményünk szerint – amennyiben a menedzsment marad a jelenlegi osztalékpolitikánál – akkor szinte elképzelhetetlen a 2015-ös osztalékfizetés is. Ennek megfelelően az MTEL 3,5%-ot esett. A MOL vesszőfutása a gyengébb eredménynek, a kurdisztáni mezőkben rejlő érték csökkentésének és a horvát kormánnyal folytatott vita holtpontra jutásának következménye volt. A krími események után ráadásul csökkent annak az esélye, hogy a MOL orosz olajcégeknek értékesítse az INA pakettet. Ezzel a tárgyalási pozíciói jelentősen csökkentek a horvát féllel szemben.

CEE: nyugdíjvagyon államosítás Lengyelországban



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

- A 2013-as trendet megtörve ezúttal a WIG20 és a PX felülteljesítette a magyar börzét. A lengyelek 2,6%-kal, a csehek 1,7%-kal tudtak erősödni. De a török piac még ezeket is felülmúlta 2,8%-os emelkedéssel.
- A lengyel piac legfontosabb eseménye a nyugdíjpénztári vagyon több mint felének államosítása volt. Ezzel a pénztárak részvénysúlya átlagosan 85%-ra nőtt, így a teljes beérkező pénzmennyiséget ezentúl erre fogják költeni. Ugyanakkor már gyakorlatban is megnyílt számukra a lehetőség a külföldi eszközök vásárlására is. A kettős hatás rövid távú eredményét innen nem fogjuk tudni megfejteni, de közép-hosszú távon a részvénypiac értékeltsége várhatóan közelít majd a régiós szinthez. A lengyel GDP növekedésére vonatkozó várakozások az újabb adatok beérkezésével kedvezőbb képet festenek, ami egyértelműen növelte a bankrészvények iránti keresletet.
- Csehországban a legérdekesebb esemény a temelini atomerőmű bővítése kapcsán kibontakozó vita volt. Április elejére immár világossá vált, hogy az állam nem vállal semmilyen garanciát az áram árára, így a CEZ nem fogja megépíteni. Ezzel megnyílt az út a magasabb osztalékfizetés irányába, ami gyorsan be is épült a részvény árfolyamába.

Köszönöm a figyelmet!

Elérhetőség:

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