

Vagyonkezelői beszámoló az Allianz Önkéntes Nyugdíjpénztár Igazgatósága részére 2012. III. negyedév

Budapest, 2012. október 12.

Allianz 

Portfólió teljesítmény

Portfóliók teljesítménye 2011.12.31-től 2012.09.30-ig

Portfóliókezelte alapok	Portfóliókezelői bruttó hozam	Benchmark hozam	Alul / Felülteljesítés	Kezdő dátum	Kezdő vagyon	Záró dátum	Záró vagyon
Önkéntes Klasszikus	6,12%	6,28%	-0,17%	2011.12.31	2 902 425 620	2012.09.30	8 695 362 636
Önkéntes Kiegyensúlyozott	12,65%	12,19%	0,47%	2011.12.31	94 205 927 671	2012.09.30	100 578 929 996
Önkéntes Középutas	11,28%	11,26%	0,02%	2011.12.31	3 045 097 426	2012.09.30	3 195 203 777
Önkéntes Növekedési	9,96%	9,25%	0,71%	2011.12.31	4 446 227 309	2012.09.30	5 455 123 868
Önkéntes Kockázatvállaló	6,78%	3,85%	2,93%	2011.12.31	1 379 915 257	2012.09.30	1 657 954 130
Önkéntes Független	8,19%	6,28%	1,91%	2011.12.31	431 091 929	2012.09.30	84 410 747
Önkéntes Szolgáltatási	6,05%	6,28%	-0,23%	2011.12.31	227 714 270	2012.09.30	258 183 045
Önkéntes LIK_MUK	5,76%	6,28%	-0,52%	2011.12.31	1 064 636 737	2012.09.30	1 193 341 755

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

Portfólió teljesítmény

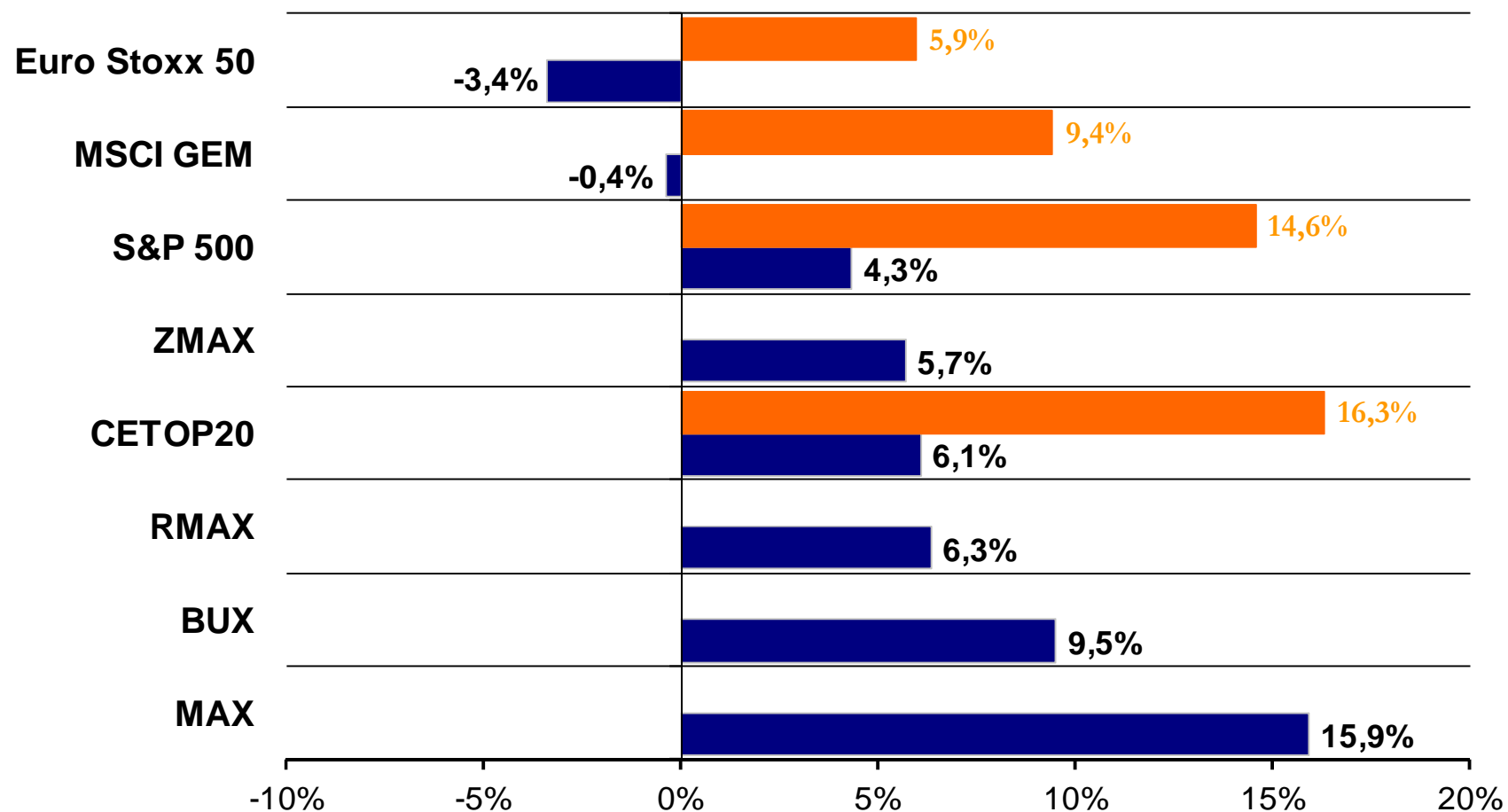
Portfóliók teljesítménye 2012.06.30-tól 2012.09.30-ig

Portfóliókezelte alapok	Portfóliókezelői bruttó hozam	Benchmark hozam	Alul / Felültejesítés	Kezdő dátum	Kezdő vagyon	Záró dátum	Záró vagyon
Önkéntes Klasszikus	2,01%	2,07%	-0,06%	2012.06.30	8 378 131 758	2012.09.30	8 695 362 636
Önkéntes Kiegyensúlyozott	4,59%	4,41%	0,18%	2012.06.30	97 275 090 443	2012.09.30	100 578 929 996
Önkéntes Középutas	4,28%	4,42%	-0,14%	2012.06.30	3 060 407 178	2012.09.30	3 195 203 777
Önkéntes Növekedési	4,64%	4,37%	0,27%	2012.06.30	5 140 135 393	2012.09.30	5 455 123 868
Önkéntes Kockázatvállaló	6,13%	4,58%	1,55%	2012.06.30	1 527 095 200	2012.09.30	1 657 954 130
Önkéntes Függő	2,74%	2,07%	0,67%	2012.06.30	116 397 064	2012.09.30	84 410 747
Önkéntes Szolgáltatási	2,04%	2,07%	-0,02%	2012.06.30	263 739 697	2012.09.30	258 183 045
Önkéntes LIK_MUK	1,95%	2,07%	-0,12%	2012.06.30	1 121 689 595	2012.09.30	1 193 341 755

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

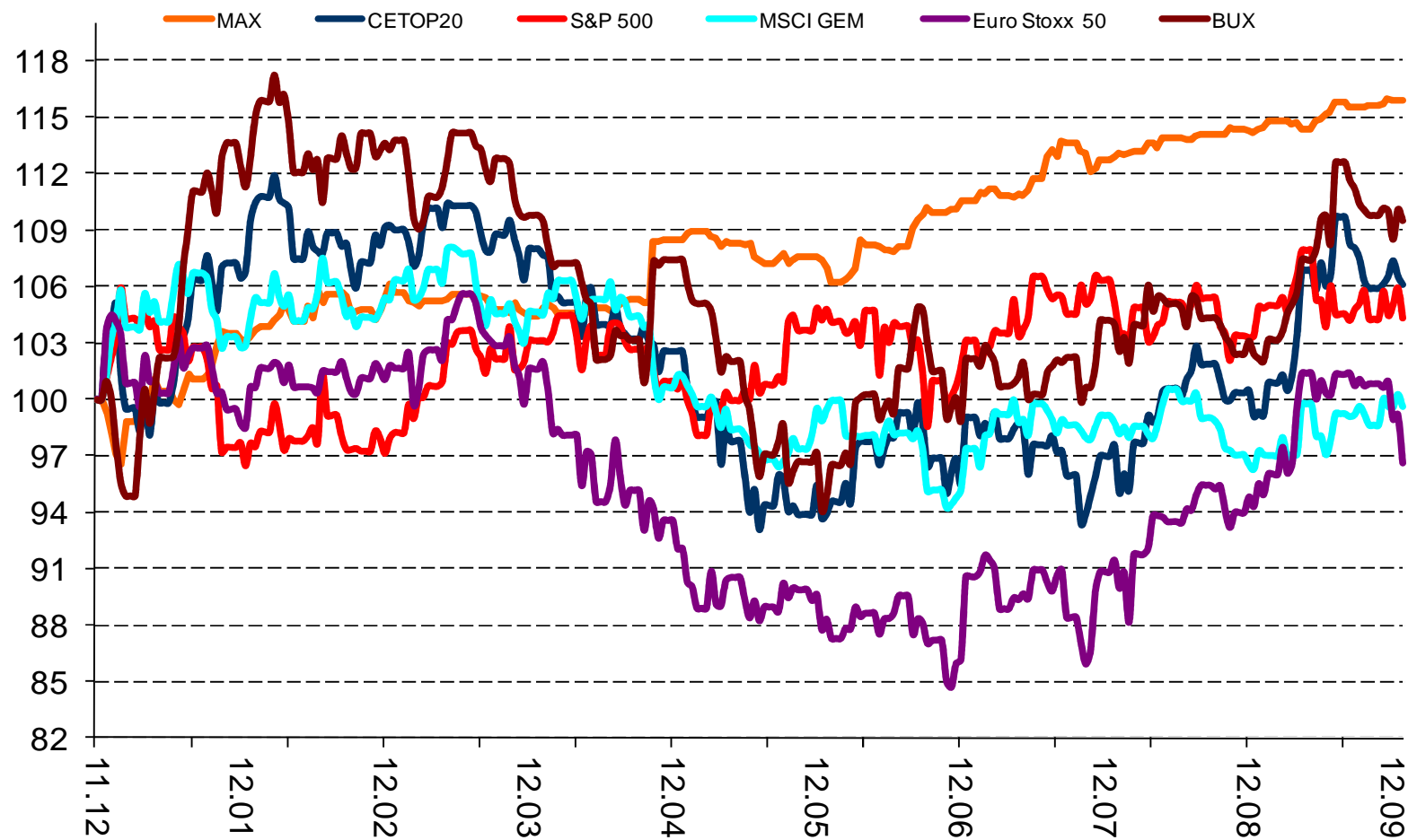
Főbb indexek YTD alakulása (HUF-ban és saját devizában)



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

Benchmark indexek teljesítménye

Főbb indexek alakulása (2011.12.31-2012.09.28, HUF-ban)



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

Globális trendek I.

EMU – kamatcsökkentés, új kötvényvásárlási program, gyengélkedő periféria

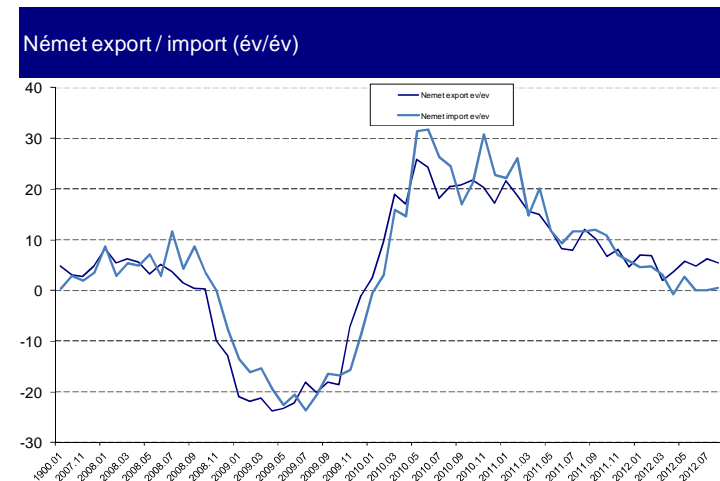
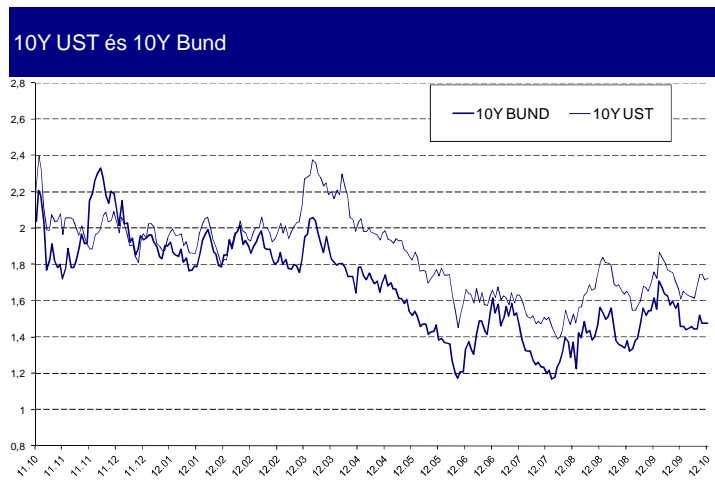
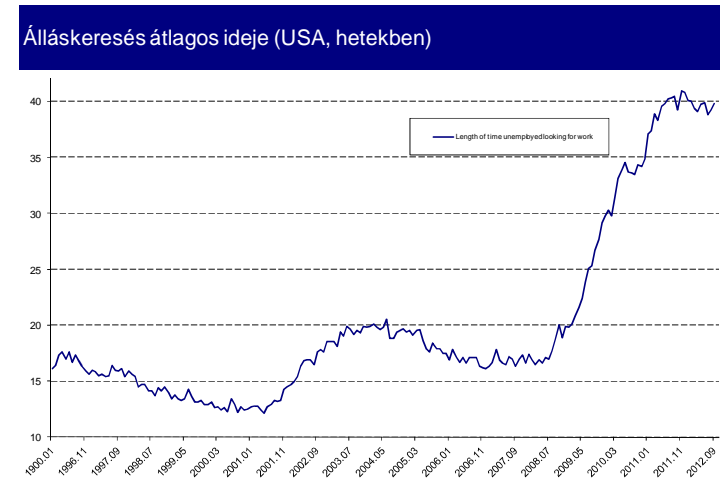
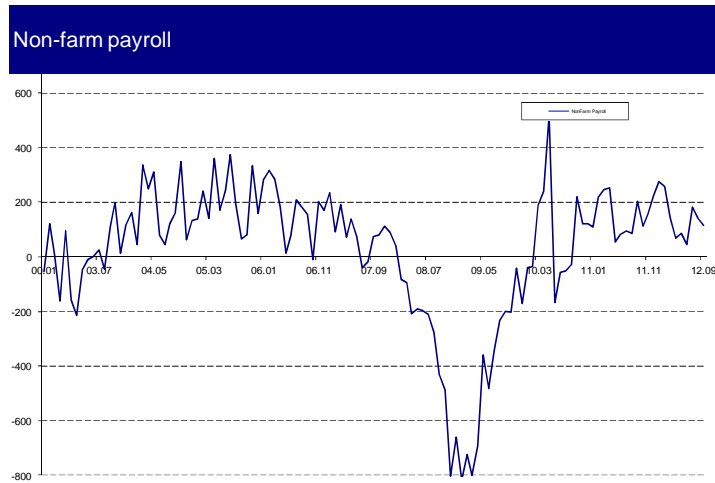
- EMU – A görög mentőcsomag nem lesz elégséges, az ország újabb haircut-ra, vagy további csomagokra, esetleg a jelenlegi hitelszerződés törlesztési idejének meghosszabbítására szorul majd. Az elhúzódó válság miatt egyre kisebb a valószínűsége további költségvetési takarékosági programok bejelentésének, illetve sikeres végrehajtásának. Ennek ellenére Görögország várhatóan az EMU-ban marad.
- Felmerült a közös európai bankfelügyelet terve. Az északi (finanszírozó) országok erős ellenállásán megbukott az ESM direkt bankrendszeri feltőkésítésre alkalmazásának ötlete. Az integráció mélyülésének kényszerű folyamata zajlik az Unióban, de az északi/déli törésvonal miatt a folyamat igen lassú. Az egységes fiskális politika kialakítása a szuverenitás egy részének feladását jelenteni. Erre nincs meg a megfelelő politikai akarat szinte egyik tagországban sem, így a több ütemű eurózóna kialakulásának esélye egyre nő.
- ECB: 25 bp-os kamatcsökkentés, majd sterilizált kötvényvásárlási program – a jegybank 3 év lejáratig korlátozás nélkül vesz kötvényeket a piacon, így sikerült valamelyest leszorítani a peremállamok hosszú kötvényeinek hozamát. Tartós változást az eddigi folyamatok szerint viszont csak a mélyebb integráció hozhat.
- Egységesebb politikai akarat kialakulásáig várhatóan marad a szigorú fiskális politika követelménye, ami jelentősen visszaveti a gazdasági aktivitást, és melynek várható következménye lesz az európai gazdasági övezet térvesztése a világpiacon.

Globális trendek II.

USA: gyenge munkaerőpiac, QE3, Kína – lassuló növekedés, geopolitikai kockázatok

- Az amerikai elnökválasztás előtt a FED az operation twist folytatásán túl újabb quantitative easing program folytatása mellett döntött. Az európai jegybanki programmal ellentétben az amerikai jegybank szerepét betöltő intézmény egy nem sterilizált programot jelentett be, ráadásul időbeli korlát nélkül. Az ülésről kiadott jegyzőkönyv szerint a FED 2013-2014-ben tartja a nulla közeli kamatcél, illetve a QE3-at addig tervezi folytatni, míg annak kézzelfogható következményei nem lesznek a munkaerőpiaci mutatókban (itt eddig csak rendkívül lanyha javulást figyelhettünk meg).
- Az USA növekedési kilátásaival kapcsolatban erős aggodalmak fogalmazódtak meg: a korábban vezetett fiskális ösztönző programok kifutásának hatása drámai változásokat hozhatnak a fogyasztási mutatókban, ami magával ránthatja a beruházási aktivitást is.
- A kínai gazdasági vezetés az elmúlt negyedévben lefelé módosította idei és jövő évi növekedési kilátásait, és egyúttal elindult a korábbi hitelexpanziót fékező lépések fokozatos kivezetése. A jegybanki alapkamat csökkentése mellett a kereskedelmi banki hitelezési keretszámok emelésével is a hard landing elkerülése lett a fő vezérelv. A feldolgozóipar lassulása azonban még mindig tart, ez a folyamat várakozásaink szerint a nyersanyagárak mérséklődése ellenére sem törik meg a következő 4-6 negyedévben.
- Japán és Kína területi vitájának következtében a szigetország számos vállalata leállította a termelést kínai gyáregységeiben, ami tovább rontja a gazdasági kilátásokat, illetve lehúzhatja a globális GDP előrejelzéseket is.

Globális trendek III.



Hazai makrofolyamatok I.

Javuló külső megítélés, kamatcsökkentés, gyenge belső folyamatok

- Sem beruházás, sem fogyasztás oldalon, sem az exportteljesítményünk alapján nem számíthatunk arra, hogy Q3-as gazdasági teljesítményünk jelentős mértékben javulni tudjon az előző negyedévi -1,3%-os szintről. Ennek ellenére a forint eszközök iránt komoly kereslet mutatkozott az elmúlt hónapokban: a forint folyamatosan a 290-es szint alatt tudott maradni, az országhoz fűződő kockázati mérőszámként használt CDS felárunk a júliusi 500-as értékekről a vizsgált időszak végére 400 alá esett, a német 10 éves benchmark kötvényhez viszonyított hozamszórás érezhetően szűkült. A belső folyamatainkat vizsgálva azonban látható, hogy ez leginkább a FED és az ECB monetáris lazítási programjának köszönhető.
- Ipari teljesítményünk követve a német trendet tovább csökkent – tehát a kecskeméti összeszerelő üzem elindítása rövid távon nem váltotta be a hozzá fűzött reményeket. Ugyan a hazai foglalkoztatottsági mutató emelkedik, a munkahelyteremtési lehetőségeket figyelembe véve okkal feltételezhetjük, hogy a közmunkaprogramok elindulásáról lehet szó – ami csak hosszabb távon hat kedvezően a költségvetésre. A költségvetés kiadási oldalának mind szigorúbb kontrollja visszafogta a kiskereskedelmi forgalmat is, mely év/év alapon is visszatért a negatív tartományba. A beruházási mutatók drámai mértékben csökkentek – ebben sajnos része van a gyorsan változó szabályozói környezetnek is.
- Az adó- és járulékemelések, illetve az energiahordozók drágulása miatt tovább gyorsult a pénzromlás üteme hazánkban. A vizsgált időszak végére az év/év mutató 6,6%-ra emelkedett, ami jelentősen meghaladja mind az MNB 3%-os inflációs célját, mind pedig a 2012-es költségvetésben szereplő 4,5%-os szintet.

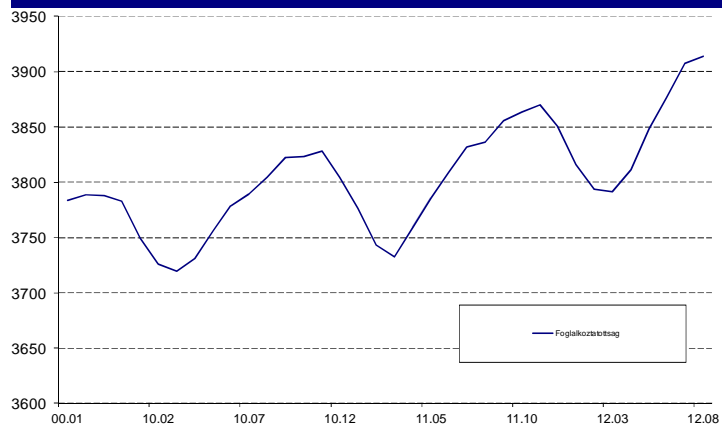
Hazai makrofolyamatok II.

Javuló külső megítélés, kamatcsökkentés, gyenge belső folyamatok

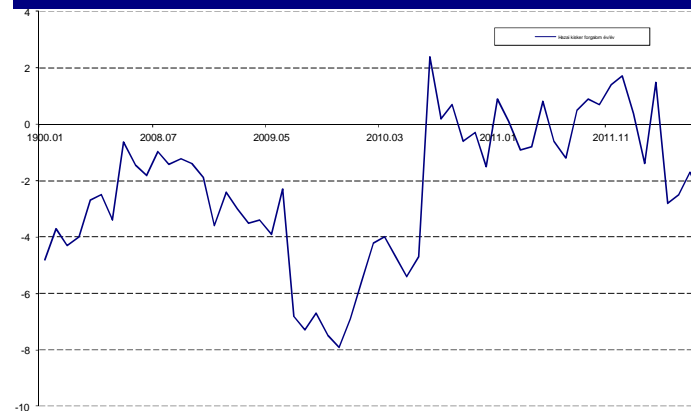
- Továbbra is arra számíthatunk, hogy a kormány az IMF megállapodást a lehető legtovább húzza, csak abban az esetben vállalja fel az ezzel járó korlátokat, ha semmilyen más módot nem talál a finanszírozásra. Amennyiben a folyamatot sikerült 2013 márciusáig elnyújtani, feltételezhetjük, hogy az új MNB vezetéssel már nyitottabb párbeszéd kezdődhet a szükséges MNB tartalékok nagyságáról, illetve ennek kapcsán a külföld felé fennálló adósság törlesztésének mikéntjéről.
- 2013-ra a kormány jelentős mértékben lefelé korrigálta növekedési kilátásait, ezzel összhangban újabb „egyenlegjavító” gazdasági lépéseket tartalmazó csomagot jelentett be. Továbbra is fenntartjuk azt az elképzelést, hogy a jövő évi költségvetésben szándékosan alultervezett lesz az infláció, a jegybanki tartalékok egy részének felhasználásával olcsóbbá válik a deviza forrásbevonás, illetve nem vetjük el azt a lehetőséget sem, hogy az IMF megegyezés kellő elodázása után újra előkerül az MNB kéthetes betét megadóztatásának kérdése.

Hazai makrofolyamatok III.

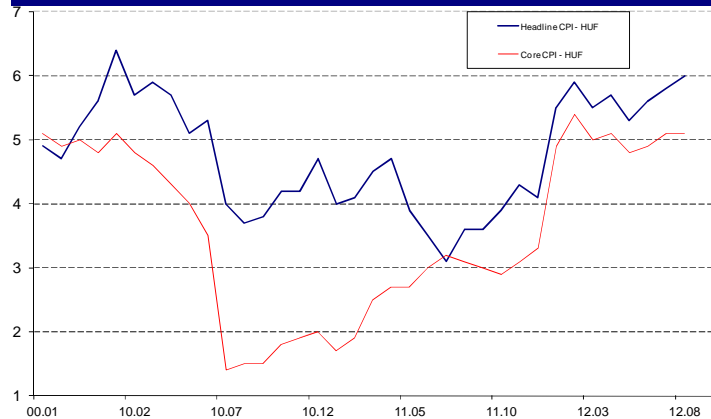
Foglalkoztatottak száma



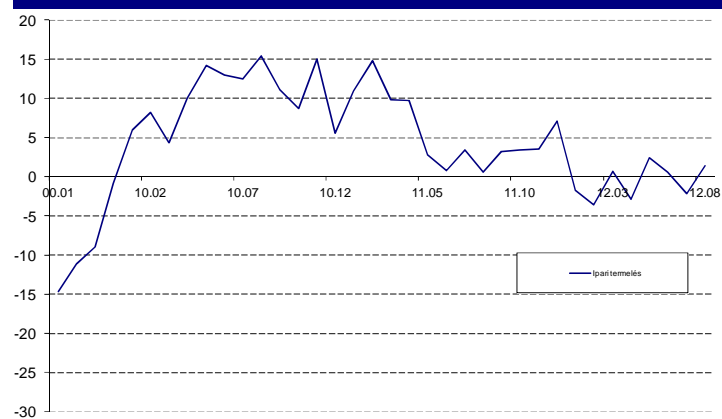
Hazai kiskereskedelem év/év



Forint headline és maginfláció alakulása



Ipari termelés év/év



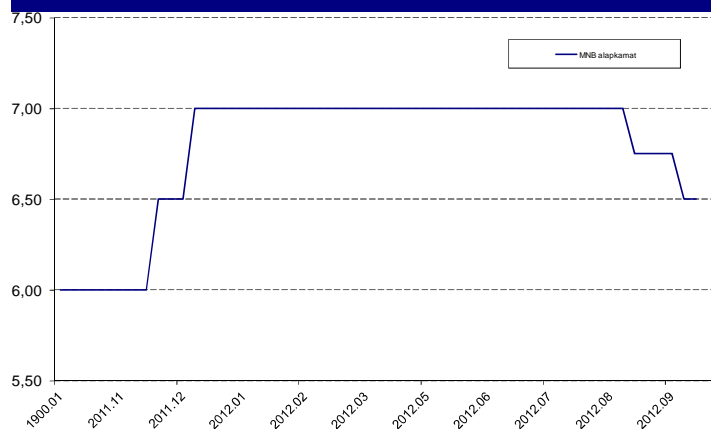
Hazai állampapír-piaci folyamatok I.

Kamatcsökkentés, stabil külföldi érdeklődés, erős aukciók

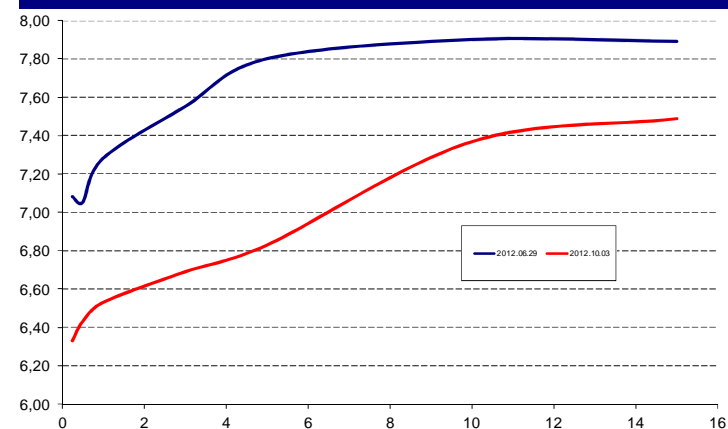
- A FED és ECB által megindított programok előtti pozitív befektetői hangulat már elegendőnek bizonyult ahhoz, hogy a feltörekvő piaci alapok újabb pénzeket fektessenek be hazánkban. A negyedév végére a külföldi befektetők kezében lévő állampapír állomány már meghaladta a 4700 milliárd forintot – igaz ezek átlagideje folyamatosan csökkent, mivel a meglehetősen erős kamatcsökkentési várakozások miatt a befektető érdeklődés inkább a 3-5 éves szegmensre irányult.
- A várakozások beigazolódtak, a Jegybank a harmadik negyedévben 2 alkalommal, összesen 50 bázisponttal csökkentette irányadó kamatát. A forint árfolyama stabil maradt, a befektetői érdeklődés nem hanyatlott – ezt mutatták a rendre túljegyzett (és rábocsátással végződő) aukciók, a 100 bp körüli szintről 30-50 bp-ra szűkülő asset-swap spread-ek. Mi több, a beárazott várakozások szerint ez a trend nem is törik meg: a negyedév végére a 3x6 FRA jegyzések már a 6%-os szint közelébe kerültek.
- A másodpiaci hozamok a negyedév során 70-100 bázisponttal kerültek lejjebb. Kivétel ez alól a 15 éves benchmark papír „csupán” 40 bázispontos teljesítményével. A folyamatosan túljegyzett aukcióknak köszönhetően tovább emelkedett a KESZ állomány, így az ÁKK-nak bőséges mozgástere keletkezett ahhoz, hogy a globális befektetői hangulat rosszabbra fordulása esetén csak a jelenleginél jóval kisebb mértékben, vagy egyáltalán ne bocsásson ki adósságpapírokat. Feltételezhetjük továbbá, hogy az IMF tárgyalásokról megjelenő hírek miatt az év hátralevő részében lesz majd visszatesztje ennek az erősödésnek, de drámai hozamemelkedésre az említettek miatt nem számítunk.

Hazai állampapír-piaci folyamatok II.

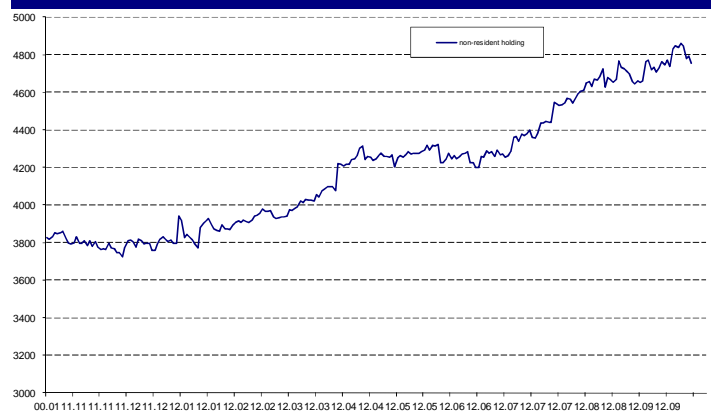
MNB alapkamat



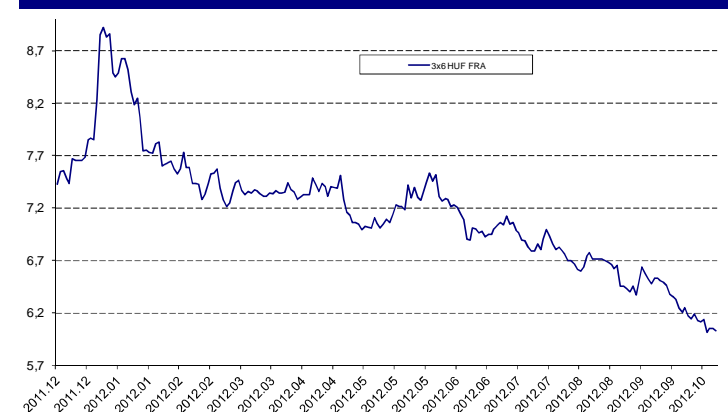
HGB görbe változása



Külföldi befektetők állampapír-állománya

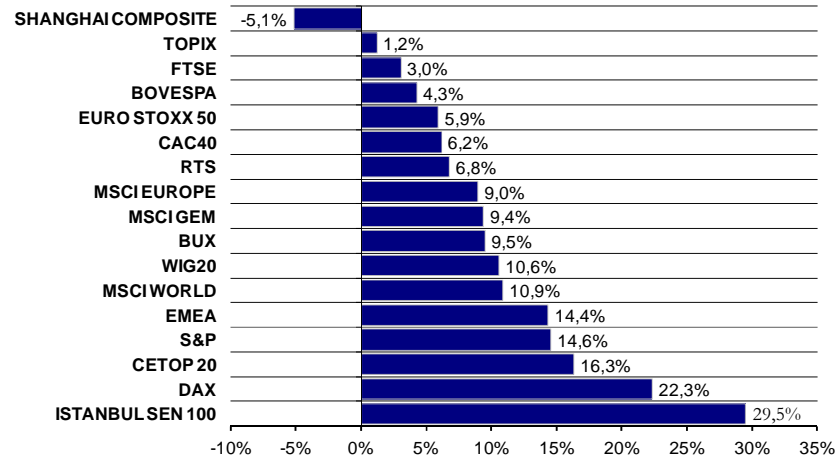


HUF 3x6 FRA



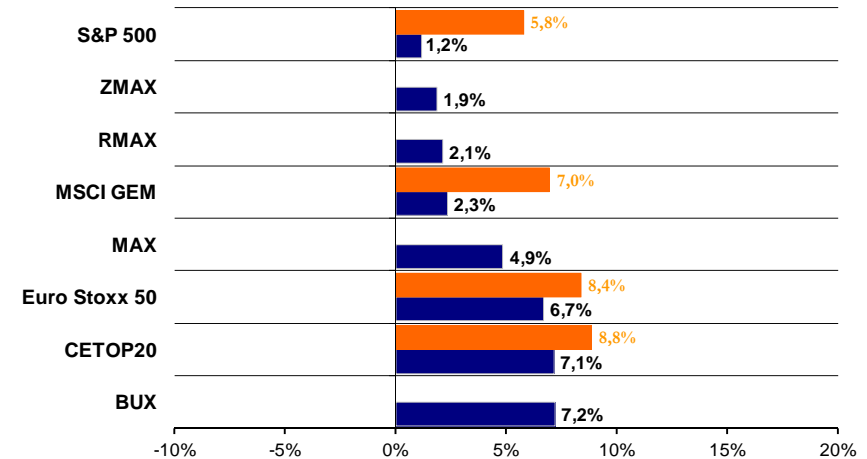
Részvénypiacok - nemzetközi kockázatvadászat

A releváns részvényindexek teljesítménye YTD (saját devizában)



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

Főbb indexek alakulása 3Q12-ben (HUF-ban és saját devizában)

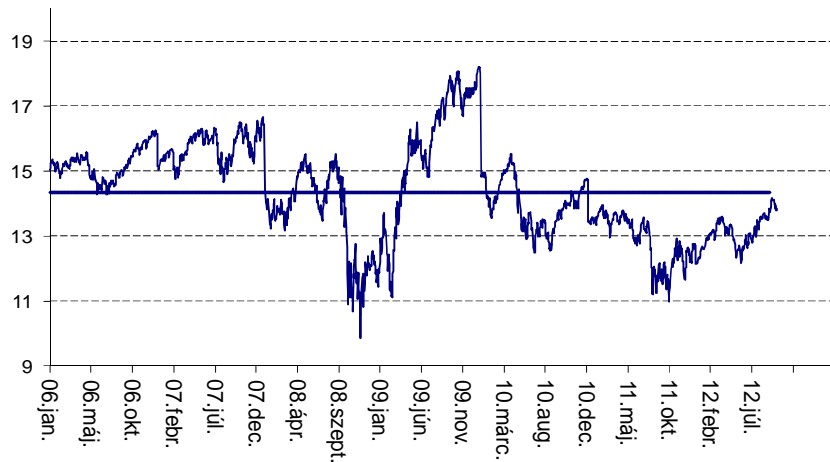


Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

- A májusi megingás után újult erővel láttak neki a befektetők a részvények vásárlásának. Szeptember végéig szinte végig erős vételi momentum jellemezte a piacokat.
- Az Atlanti-óceán mindkét partján éhesek voltak a befektetők a kockázatra, ami inkább a kedvező monetáris politikai fordulatoknak volt köszönhető, mint a fiskális oldal rendbetételének. Az árazások a fejlett piacok többségében tovább közeledtek a múltbéli átlagukhoz, néhol el is érve azt.
- Az össztermék nagyobb növekedésével kecsesgató fejlődő országok ezúttal is a részvénypiacok élére álltak, de nem volt jelentős az előnyük. A pénzesőből ezúttal is a kínai részvények maradtak ki, mert úgy tűnik, a befektetők nagy része nem hisz a mesterséges, beruházás-vezérelt növekedés fenntarthatóságában.

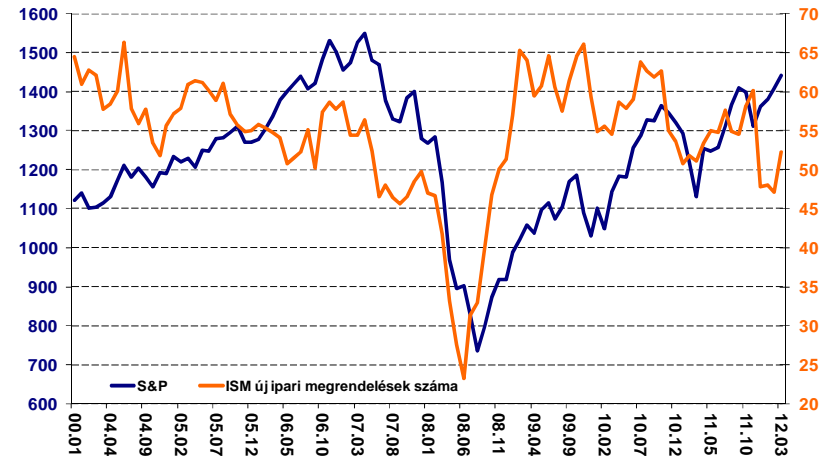
Az USA még mindig erős teljesítményt mutatott

S&P előretekintő P/E



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

S&P500 és ISM új feldolgozóipari megrendelések száma

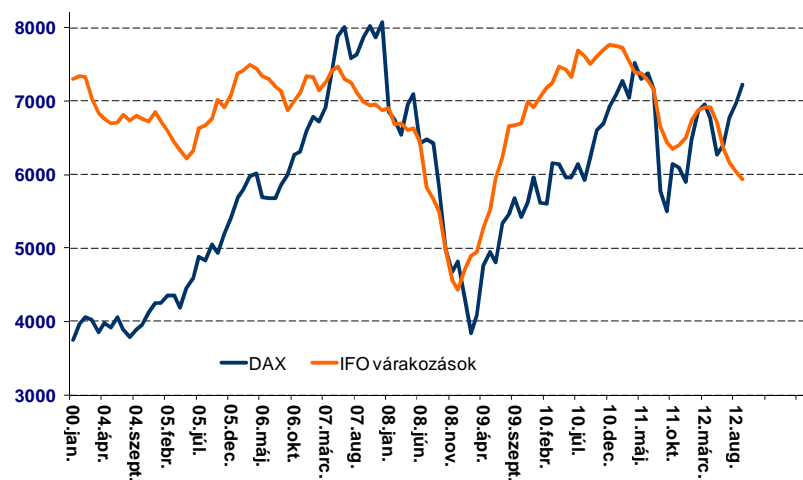


Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

- A Fed – lényegében időkorlát nélküli – monetáris élénkítésének bejelentése a piaci szereplők nem elhanyagolható részét pozitív meglepetésként érte a negyedév végén. A többi szereplő pedig már a megelőző hónapokban erre számítva vette a kockázatos eszközöket. Az erős, négy hónapos amerikai hegymenetet elsősorban a pénznyomtatásra vonatkozó várakozások táplálták.
- Az amerikai vállalatok egyre romló árbevételekről számoltak be, viszont az EPS-eket hatékonyság növeléssel egyelőre relatíve magas szinten tudták tartani.
- A múltbeli átlagához ezért egyelőre inkább a pénznyomtatás és az arra vonatkozó várakozások húzták vissza az előretekintő P/E rátát, semmint a csökkenő átlagos EPS várakozások, holott erre többek között a csökkenő ISM és egyéb előrejelző indikátorok alapján már óvatosan lehetne következtetni.

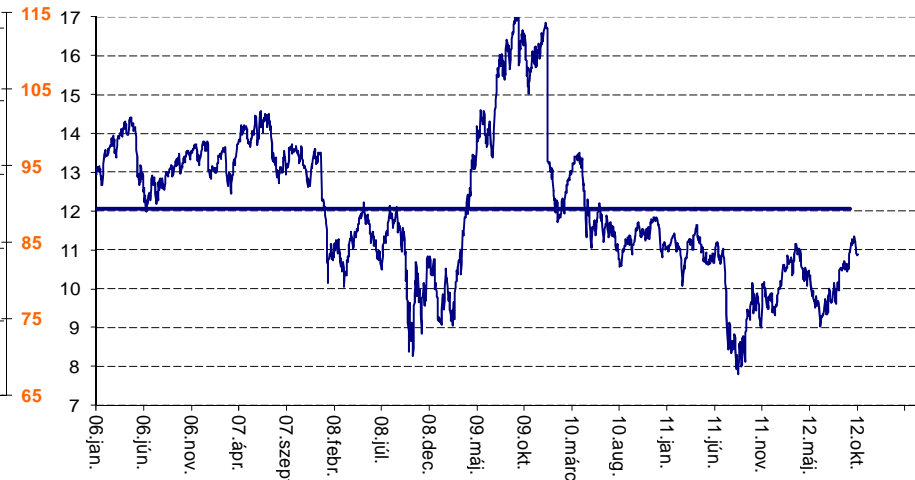
EU: A szétesés esélye csökkent, a növekedés esélye nem nőtt

DAX és IFO várakozások alindex



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

DAX előretekintő P/E

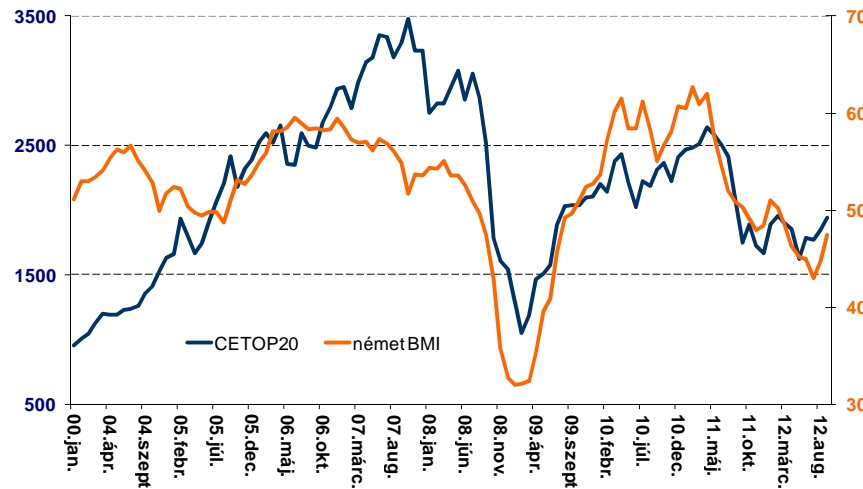


Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

- Az ECB feltételekhez kötött rövid-kötvény vásárlási programja és az ESM felállása oly mértékben javította az európai hangulatot, hogy a DAX a harmadik negyedévben is az egyik legjobban teljesítő részvényindex volt a világon, csak úgy mint az év eddigi részében is.
- További megszorítások és/vagy reformok bejelentésével a periféria országok csődjével kapcsolatos kockázatok mérséklődtek, ezért a harmadik negyedévben már a EuroStoxx 50 index is közel együtt emelkedett a DAX-szal, némileg szépítve az év eddigi részében elszenvedett jelentős lemaradást.
- A DAX előretekintő P/E rátája megközelítette múltbéli átlagát ugyan, de azt el nem érte. Túlárazottnak nem mondható ugyan, de a kockázatok jelentősek, hiszen sem az IFO várakozások alindex, sem a német BMI adatok nem festenek rózsás képet Németország várható növekedése, illetve a helyi értékesítési fókuszú vállalatok árbevétele szempontjából, ami idővel többnyire az EPS-ek csökkenésébe is átgyűrűzhet. Ugyanakkor a globálisan diverzifikált vállalatok is gondban lehetnek, mert a fejlődő piacok növekedési üteme is csökken.

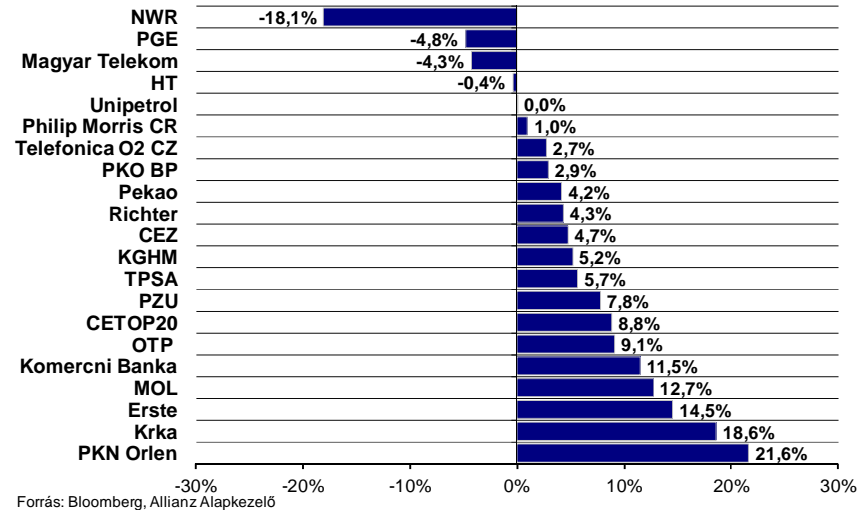
Közép-Európa ismét az élmezőnyben

Német BMI és CETOP20 index



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

CETOP20 tagok teljesítménye 3Q12-ben

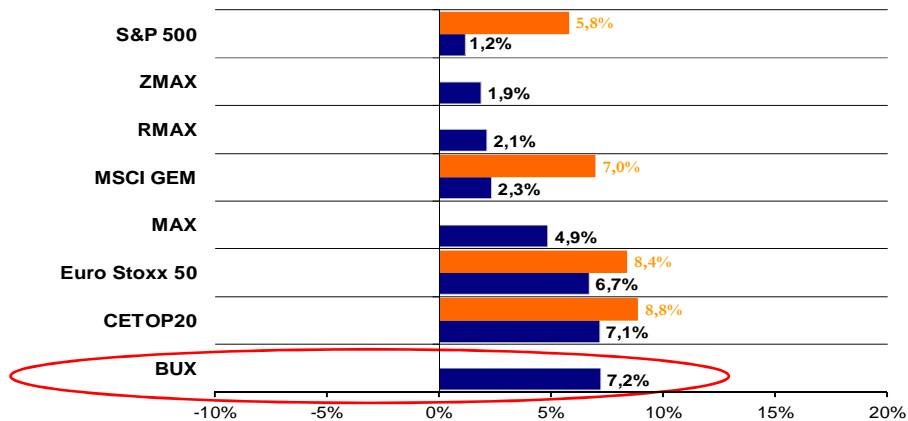


Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

- A CETOP20 index 8,8%-os harmadik negyedéves emelkedése mutatja, hogy régióink ezúttal is szépen együtt mozgott a német DAX indexszel (+12,5%). Év eleje óta a CETOP20 az egyik legjobban teljesítő részvényindex saját devizájában nézve.
- Régióinkban a szektorok között kialakult sorrend megfelel annak, amit jó hangulatban megszokhattunk. Inkább a vezető energia cégek (PKN, MOL) húzták a CETOP20 indexet. Nekik a jellemzően magas bétájukon túl az is kedvezett, hogy az ideig-óráig kellemes finomítói környezetből is eltehettek némi extra profitot a harmadik negyedévben. Hozzájuk társultak az élmezőnybe a nagyobb bankpapírok közül az Erste a Komercni Banka és az OTP, miközben a telekommunikációs cégek többnyire hátul kullogtak, jellemzően nulla körüli hozamokkal. Közülük is a Magyar Telekom a legnagyobb lemaradó 4,3%-os esésével.

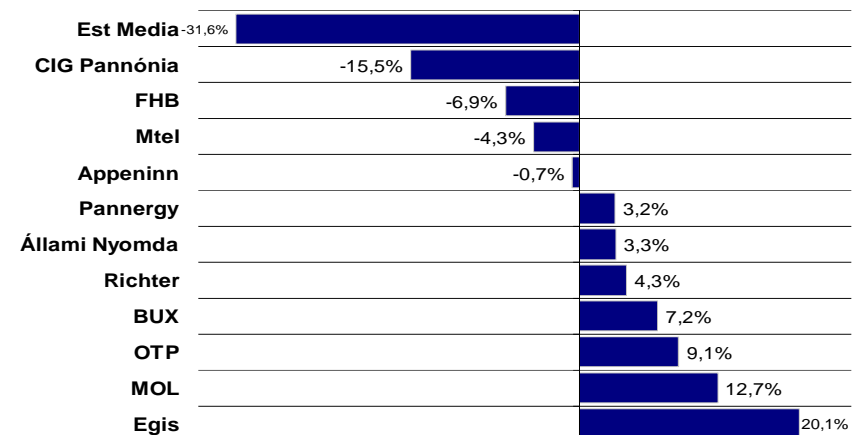
A részvény volt a legvonzóbb magyar eszközosztály

Főbb indexek alakulása 3Q12-ben (HUF-ban és saját devizában)



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

Magyar részvények teljesítménye 3Q12-ben



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

- Az örömtias hangulat egyik fő haszonélvezője az a BUX index lett, mely 7,2%-os emelkedésével nyomába eredt az év eddigi részében jelentős előnyre szert tevő MAX indexnek, ami 4,9%-ot hozott 3Q12-ben. Az EU-val és az IMF-fel folytatott „pávatánc” folytatódását ezúttal nem csak a kötvénypiaci, hanem immáron a magyar papírokból valószínűleg többnyire alulpozicionált részvénytársasági döntéshozók is elkezdtek pozitívan értékelni. A magyar részvénytársaság így a GEM, az EMEA és a közép-európai részvénytársaságokat megtestesítő indexeket is felülteljesítette.
- Érdekes kiemelni az Egis felül-teljesítését és a Magyar Telekom alul-teljesítését. A félév végére az Egis-ből valószínűleg eltűnt az a nagy eladó, aki addig rendkívül nyomott szinteken tartotta a részvényt, ezért a harmadik negyedévben 20%-ot emelkedett az árfolyam.
- A Magyar Telekom esetében pedig a cég defenzív jellege és a negyedik mobilszolgáltató megjelenésétől való félelem voltak 11,5%-os alulteljesítés főbb okai.

Részvénypiaci kilátások

- A nagyobb részvénypiacok historikus átlaghoz közeli árazását, illetve azt figyelembe véve, hogy egy erős négy hónapos momentumon vagyunk túl, a további részvénypiaci emelkedés előtt limitált tér van, elsősorban az amerikai költségvetés problémája és Kína lassulása miatt. Ezért a részvény eszközosztályhoz taktikai szempontból semleges viszonyulunk.
- Ugyanakkor könnyen átrendeződhet a nagyobb részvényindexek között kialakult sorrend a következő fél évben Európa javára és az USA rovására, mert a világgazdaság kockázati gócpontja áttolódhat az USA-ra.
- Az USA-ban időben egyre közelebb kerül a GDP 4%-át érintő „fiskális szakadék” kockázatának esetleges materializálódása, ami a legkedvezőtlenebbnek vélt forgatókönyv bekövetkezése esetén akár recesszióba is taszíthatja a világgazdaság legnagyobb szereplőjét.
- Az Eurózóna szétesésének valószínűsége viszont jelentősen csökkent a negyedév során. Egyre inkább úgy tűnik, hogy lassan és nyögvenyelősen bár, de összehangolódnak a költségvetési politikák, amiért cserébe nem kevés kötvénypiaci támogatást is kaphatnak az ESM-től és az ECB-től a működésüket fokozatosan, de hitelesen ésszerűsítő tagországok. A fő kérdés az lesz, hogyan bírják majd a periféria szavazók a több éven át tartó, fokozatos megszorítás és/vagy reform áradatot. A politikai szándék egyelőre világosnak tűnik, mert a kötvénypiaci döntéshozók szerencsére sakkban tartják a kormányokat.
- Magyarország esetében az EU/IMF megállapodás valószínűsége nehezen megmondható, mert a magas kockázati étvágyat elnézve nem biztos, hogy megkötjük azt, a hangulat viszont gyorsan változhat. A BUX index átlagos előtekintő P/E rátája közel 10x, ami közel van a historikus átlaghoz, így kevés támpontot ad egy jelentős taktikai részvény-eszközallokációs döntéshez.

Köszönöm a figyelmet!

Elérhetőség:

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