

Vagyonkezelői beszámoló az Allianz Nyugdíjpénztár Igazgatósága részére 2013. II. negyedév

Budapest, 2013. július 12.

Allianz 

Portfólió teljesítmény

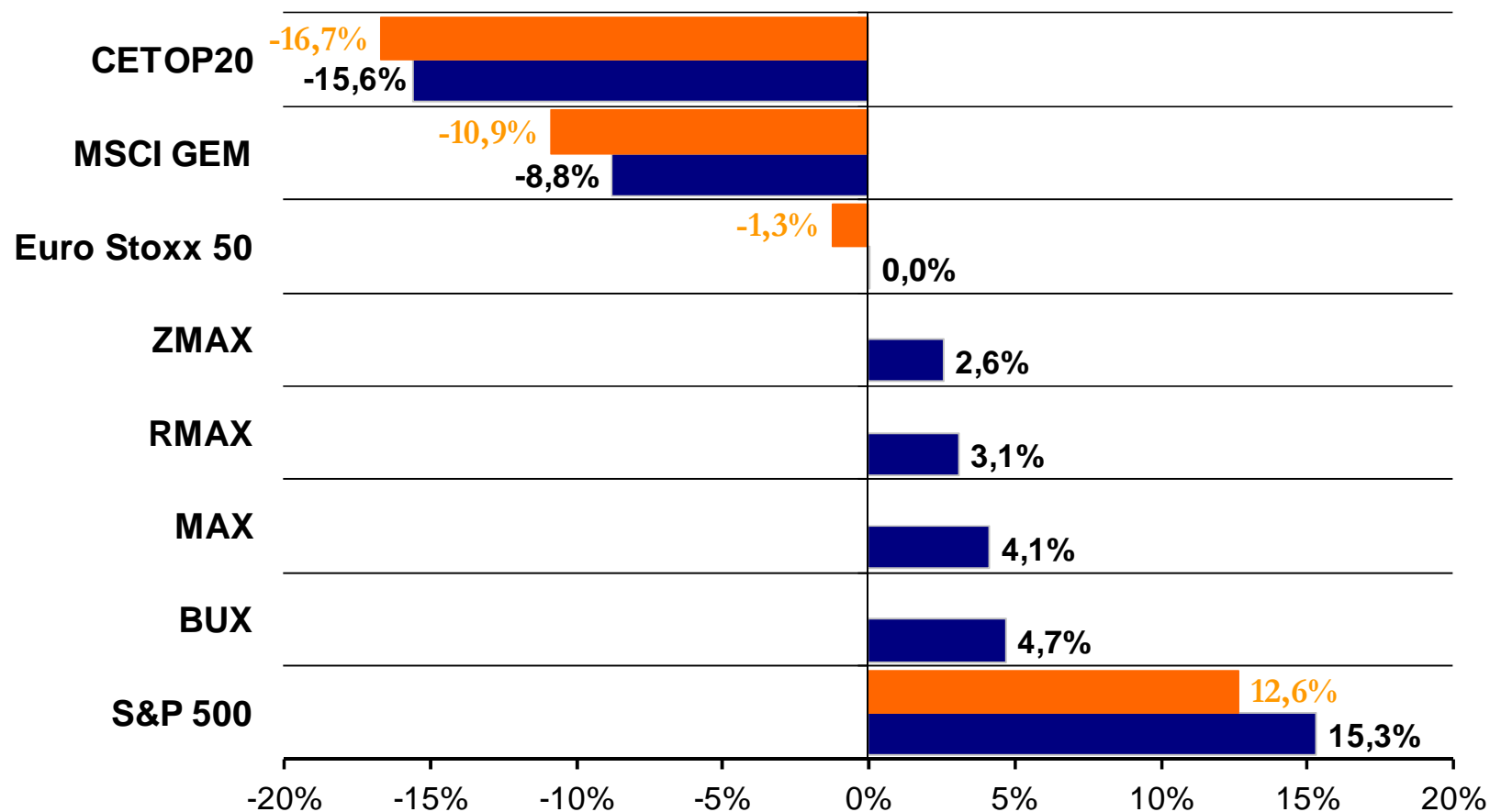
Portfóliók teljesítménye 2012.12.31-től 2013.06.30-ig

Portfóliókezelte alapok	Portfóliókezelői bruttó hozam	Benchmark hozam	Alul / Felültejesítés	Kezdő dátum	Kezdő vagyon	Záró dátum	Záró vagyon
Önkéntes Klasszikus	3,03%	2,55%	0,47%	2012.12.31	8 963 855 955	2013.06.30	8 992 855 383
Önkéntes Kiegyensúlyozott	3,57%	2,93%	0,64%	2012.12.31	105 041 843 235	2013.06.30	106 273 995 037
Önkéntes Középutas	3,08%	2,59%	0,49%	2012.12.31	3 393 913 564	2013.06.30	3 562 059 109
Önkéntes Növekedési	2,75%	1,79%	0,95%	2012.12.31	5 881 334 007	2013.06.30	6 122 146 973
Önkéntes Kockázatvállaló	-2,48%	-4,38%	1,91%	2012.12.31	1 830 802 936	2013.06.30	1 789 898 298
Önkéntes Független	3,92%	2,55%	1,37%	2012.12.31	54 913 149	2013.06.30	86 389 930
Önkéntes Szolgáltatási	3,07%	2,55%	0,52%	2012.12.31	281 034 796	2013.06.30	299 657 376
Önkéntes LIK_MUK	2,95%	2,55%	0,39%	2012.12.31	1 234 917 799	2013.06.30	1 276 550 962

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

Indexek teljesítménye

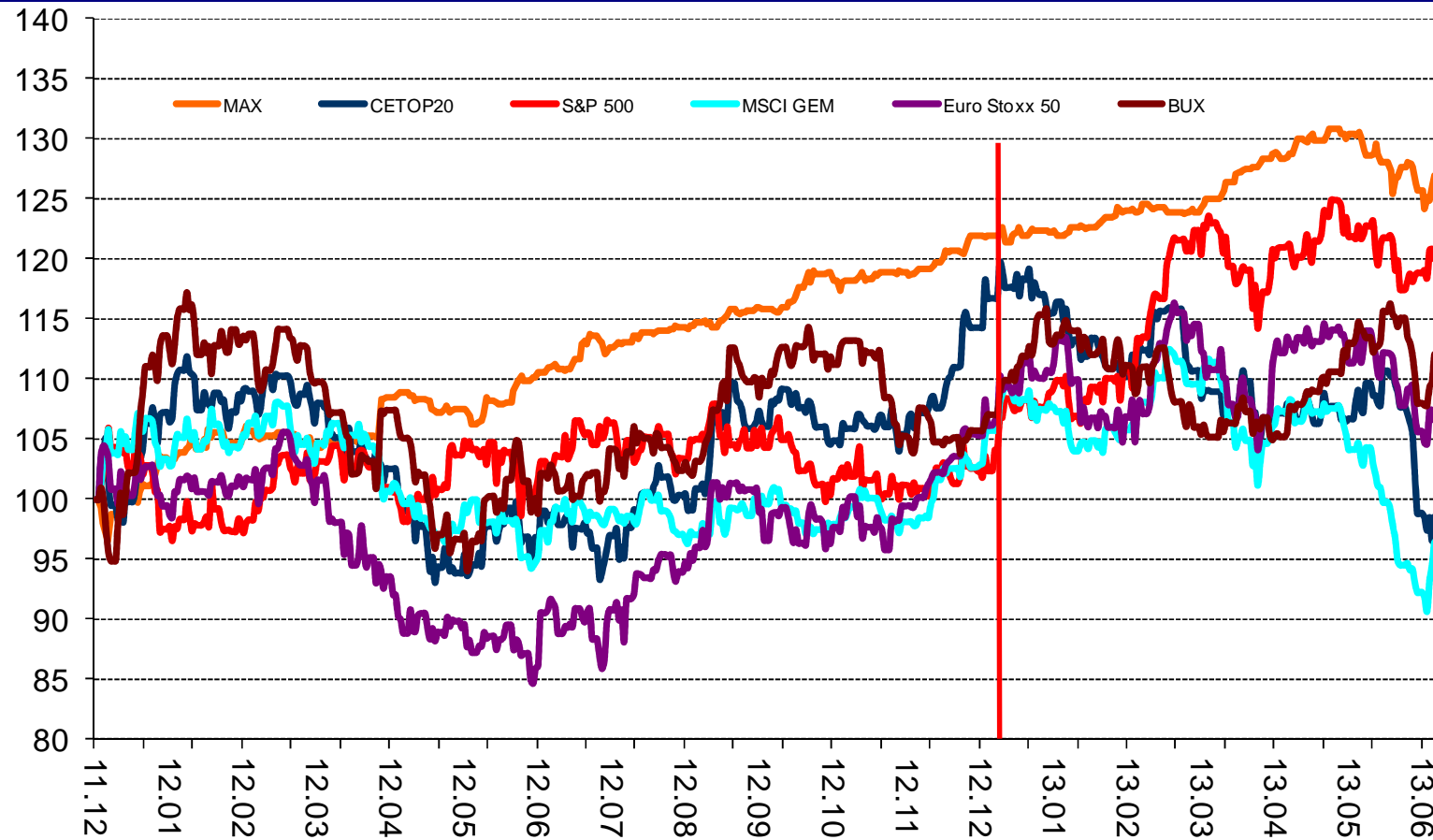
Főbb indexek alakulása 2013 H1-ben (HUF-ban és saját devizában)



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

Indexek alakulása

Főbb indexek alakulása (2011.12.31-2013.06.30. HUF-ban)



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

Globális trendek I.

EMU: Ciprus – haircut, kamatcsökkentés, LTRO, gyengülő kilátások

- Az eurózónában paradigmaváltás következett be a második negyedévben:
 - Ciprust már csak erős haircut-tal volt hajlandó kimenteni, az egyszeri leírás a nagyobb bankbetéteket érintette.
 - Az északi (finanszírozó) államok elérték, hogy az ESM-t régebbi, felhalmozódott rossz adósságok leírására ne lehessen használni (nincs mérlegtisztítás EU pénzből). Adósmentés esetén a nagybetéteken és kockázatos eszközökön elkönyvelt veszteség a folyamat természetes velejárója lesz (kötelező a private sector involvement).
 - Az EMU növekedési kilátásai romlottak, az új IMF előrejelzések szerint 2013-ra 0,6%-os recesszió várható a monetáris unióban, 2014-ben csupán 0,9%-os lesz a növekedés.
 - Az ECB 25 bázisponttal mérsékelte alapkamatát, kommunikációjában hangsúlyozta, hogy hosszabb ideig fent kívánja tartani az alkalmazkodó kamatpolitikát. A lejárt LTRO állományok miatt szűkülő likviditást engedékeny kommunikációval és újabb LTRO programok kilátásba helyezésével próbálta ellensúlyozni a jegybank.
 - Az Európai Bizottság lazítani akar a hitelezési feltételeken: a túlzott költségvetési szigor tovább mélyítheti a recessziót – ez a hozzáállás átütő változást hozhat a válságkezelésben.

Globális trendek II.

USA: alacsony költségvetési hiány, érezhető javulás után a QE végét kezdik árazni a piacok

- Az automatikusan életbe lépett kiadáscsökkentő lépések jelentősen javították a költségvetés helyzetét: 2013-ra a GDP arányos hiány várhatóan 4,7% lesz (2010-2012 között a deficit 8-10% között mozgott).
- A várakozásokkal ellentétben a költségvetési kiadáscsökkentő automatizmusok – bár rontották a kilátásokat – nem csökkentették drasztikusan a növekedési mutatókat. Az Egyesült Államok gazdasága gyakorlatilag minden mutató tekintetében javulást tudott felmutatni. A termelőkapacitások kihasználtsága, a feldolgozóipari aktivitás, a fogyasztás, az új munkahelyek száma, a háztartások vagyoni helyzete azt igazolta, hogy a FED ösztönző programja sikerrel járt.
- A piac ennek megfelelően a QE program kivezetését kezdte árazni, ami megindította a globális eszközátcsoportosítást: a kötvények eladói nyomás alá kerültek, a hozamok megugrottak (elvált egymástól az UST10Y és a 10 éves Bund hozam), a feltörekvő piacokból elindult a tőke kivonás. A dollár jelentős mértékben erősödött a többi devizához képest.
- A FED nem habozott gyorsan korigálni a piaci folyamatokat és enyhíteni a dollárra nehezedő felértékelődési nyomást. Bár a gazdaság minden tekintetben jobb állapotban van, mint az előző negyedévben, a jegybank szerint a munkaerő-piaci folyamatok messze nem olyan biztatóak még, mint ami a számokból látszik – ennek köszönhetően még nem tervezi a QE program leállítását.

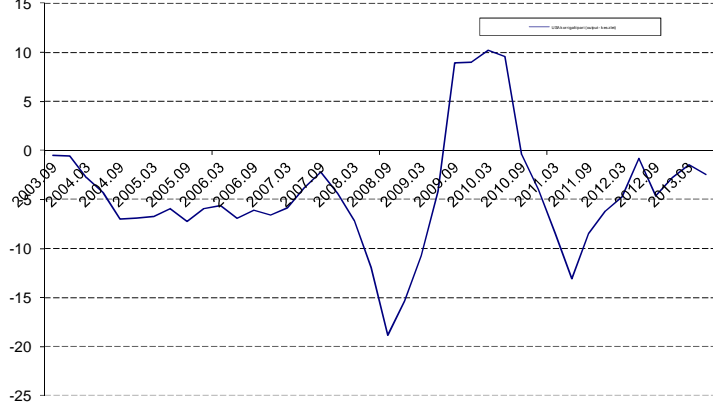
Globális trendek III.

Ázsia: Kína – lassulás után felszínre kerülő problémák, Japán: a QE első eredményei

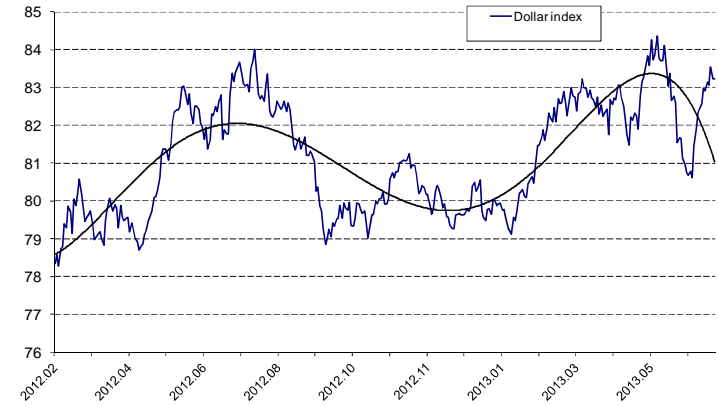
- A kínai gazdaság a soft-landing állapotból tovább csúszott a lassulás felé. Ázsia legerősebb gazdasága lassuló mértékben bővült a második negyedévben, a feldolgozóipari aktivitás és a külkereskedelmi forgalom is mérséklődött, ami a következő negyedévekre vonatkozóan is gyengülő trendet indikál. A következő negyedévekben a jegybank és a kormányzat is kénytelen lesz ismét „felkarolni” a növekedést, hogy a változás ne legyen túlzottan drasztikus. A jegybank részéről alapkamat-csökkentésre és a kötelező tartalékráta mérséklésére számítunk, míg a költségvetésnek pótolnia kell a kieső fogyasztást a beruházáson keresztül.
- Sajnos a beruházások termelőképessége a globális lassulás miatt jelentősen romlott, emiatt a hitelek megtérülése is kérdésessé vált. A kínai gazdaságra rátelepülő, a nagy hiteligényt és a pénzbőséget nem ellenőrizhető módon összekapcsoló ún. árnyék-bankrendszer kezdi megérezni az alacsony megtérülést. Várakozásaink szerint a központi költségvetési szerveknek ki kell majd váltaniuk az önkormányzatok felé nyújtott hitelek egy részét, de elegendő haircut-ot követelnek majd a árnyék-bankrendszer semlegesítéséhez. (Ebben a rendszerben forgó strukturált hiteltermékek erős hasonlóságot mutatnak az Egyesült Államok válság előtti időszakában felpörgetett CDO/CMO piacával).
- Japánban gazdasága az első negyedévben 4,1%-kal bővült, a hatalmas méretű monetáris lazítási program kezdi megmutatni eredményeit. A folyamat azonban még nem mondható stabilnak (egy negyedévből messzemenő következtetéseket még nem érdemes levonni), ráadásul Kína gazdaságának problémái komoly kockázatot jelentenek a térség összes országára nézve.

Globális trendek IV.

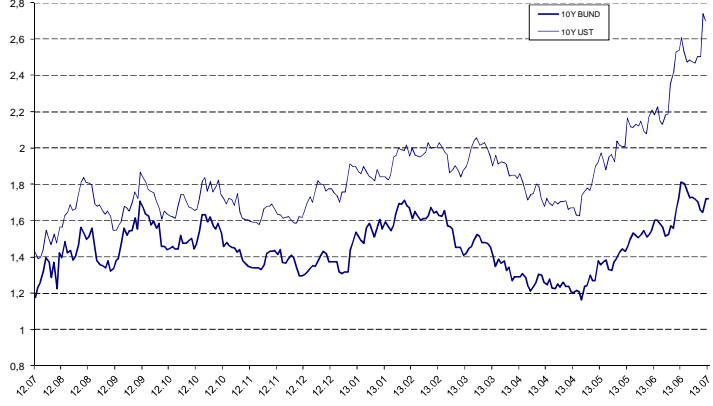
USA ipari termelés - készletállomány változás



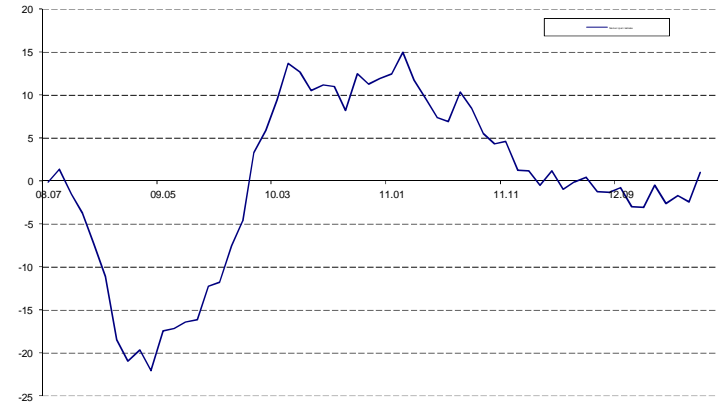
Dollár index (USD vs 6 major world currencies)



10Y UST és 10Y Bund



Német ipari termelés év/év



Hazai makrofolyamatok I.

MNB cél alatt az infláció, újabb kamatvágások, MNB növekedési program, újabb adók

- Hazánk 2013 második negyedévében kikerült a túlzott deficit eljárás alól – az EU igazoltnak és fenntarthatónak látta a 3%-ot meg nem haladó költségvetési hiányt a jelenlegi folyamatok alapján. Ipari termelésünk stagnált, a kiskereskedelmi forgalom végre emelkedni kezdett, exportunk erős maradt, így a külkermérleg és a folyó fizetési mérleg is stabilizálta a forintot.
- Várakozásainknak megfelelően komoly problémák merültek fel a költségvetés bevételi oldalának megvalósíthatóságával kapcsolatban – a növekedés és az infláció is magasabb volt a tervekben, mint amit a tényleges adatok mutattak. A keretszámok tartása érdekében a pénzügyminisztérium újabb bevételnövelő intézkedéseket jelentett be (Varga csomag).
- Az alacsony növekedés, rekord alacsony infláció és a viszonylag stabil forint lehetővé tette, hogy az MNB folytassa kamatcsökkentési sorozatát. A jegybanki alapkamat a negyedév végére 4,25%-ra csökkent. Az MNB an angol „funding for lending” mintájára növekedésösztönző programot indított, melynek keretén belül kamatmentes hitelt csatornáz a kereskedelmi bankokon keresztül kis- és középvállalatoknak (maximált marzs mellett) az eddig elhalasztott beruházások megvalósítására.
- Kiemelten fontosnak tartjuk megemlíteni, hogy az MNB az eddigieknél jóval aktívabb szerepet vállal a bankközi devizalikviditás biztosításában, ami érdemi csökkenést hozott az EURHUF bázis-swap jegyzésekben (csökkentette a hazai kereskedelmi bankok devizához jutásának költségeit és stabilabbá tette a finanszírozást)

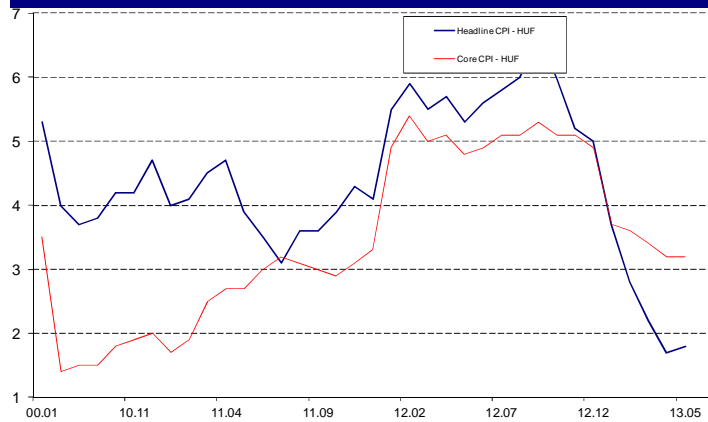
Hazai makrofolyamatok II.

Zuhanó infláció, újabb kamatvágások, halmozódó költségvetési kockázatok

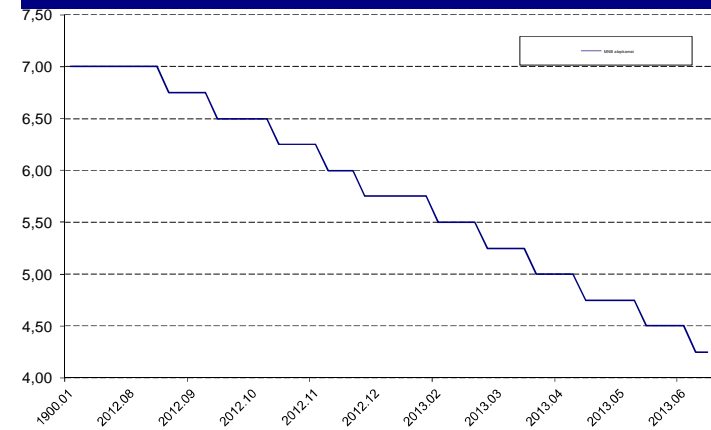
- Az ÁKK sikeres USD kötvény kibocsátást hajtott végre a negyedév során, illetve folytatódott az EUR denominált prémium magyar államkötvények értékesítése (mely az erős vételi érdeklődés miatt az eredetinel nagyobb keretösszeggel teljesült). A költségvetés bruttó deviza finanszírozási igényének több mint kétharmadát a második negyedév végére sikerült fedezni, ami nagyon kényelmes helyzetbe hozta az ÁKK-t és jelentősen csökkentette hazánk refinanszírozási kockázatát.
- Várakozásaink szerint az MNB a következő negyedévben tovább mérsékli az alapkamatot, de a döntések időzítésében egyre nagyobb figyelmet szentel az EURHUF árfolyamnak és a befektetők hozamelvárásainak. Sem az infláció, sem a növekedés oldaláról nem látunk korlátozó tényezőket, így az egyedüli akadály a befektetői kedv hirtelen romlása lehetne. Nem tartjuk elképzelhetetlennek, hogy irreálisan magas volatilitás esetén az MNB akár koordinálhatja is az árfolyam és hozammozgásokat.

Hazai makrofolyamatok III.

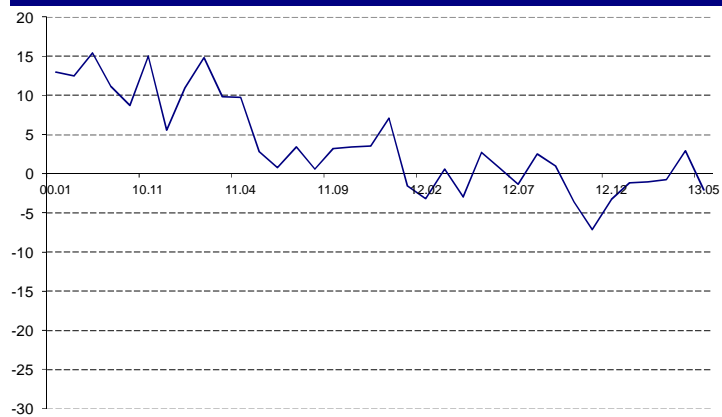
Forint headline és maginfláció alakulása



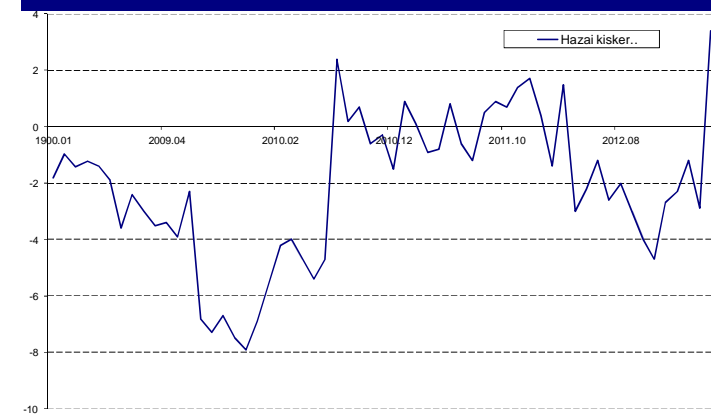
MNB alapkamat



Ipari termelés év/év



Hazai kisker forgalom év/év

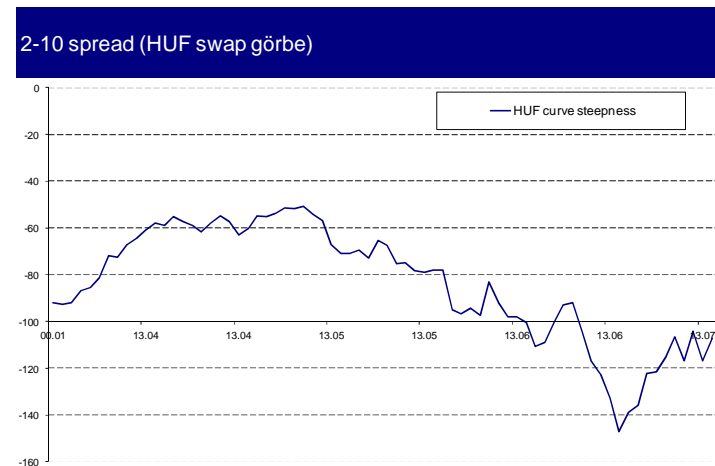
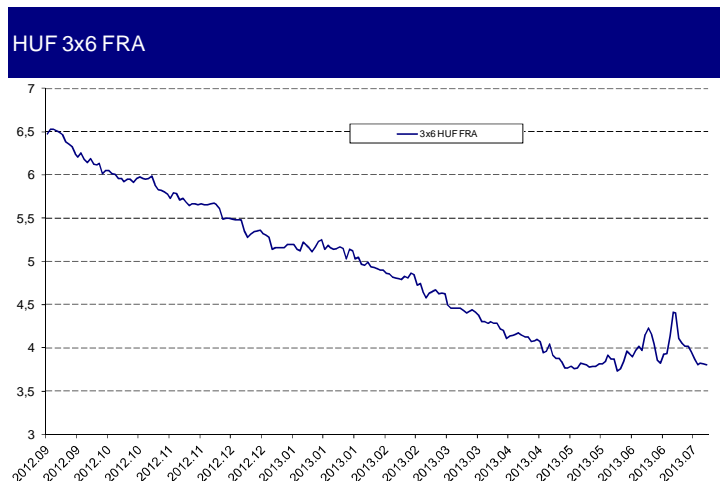
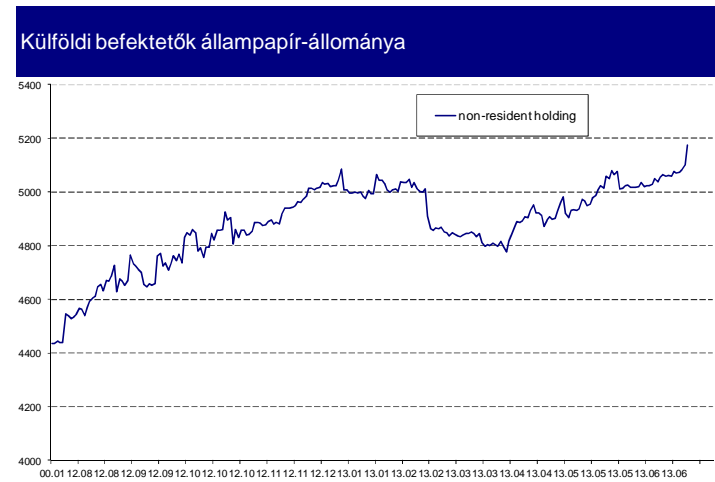
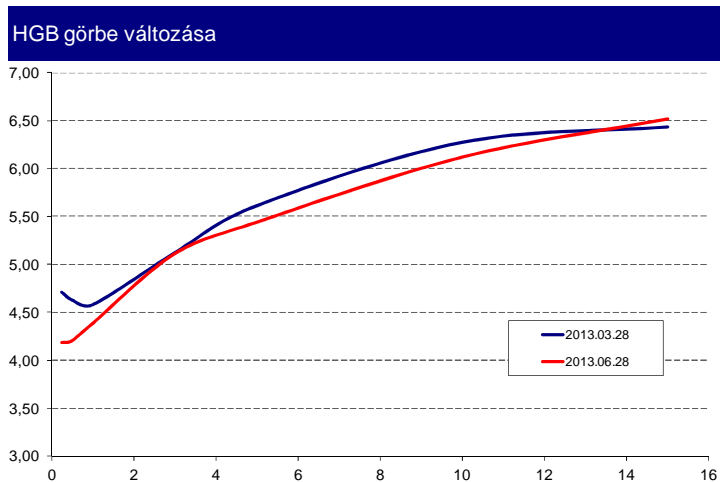


Hazai állampapír-piaci folyamatok I.

Tovább emelkedett a külföldi állomány, meredekebb a hozamgörbe, emelkedik a volatilitás

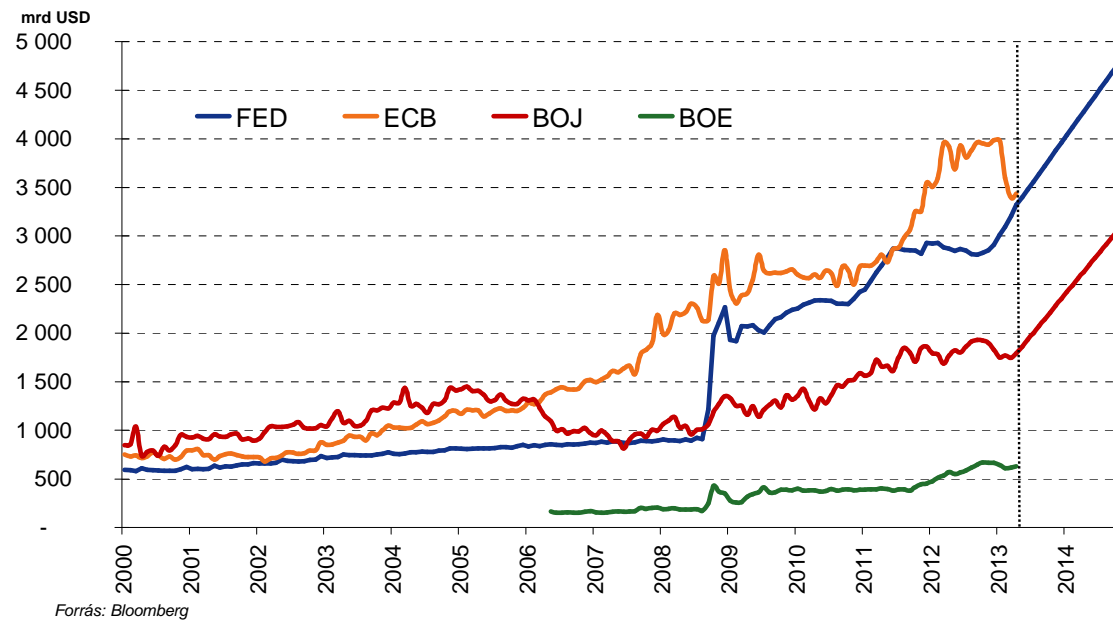
- Bár negyedéves összehasonlításban nem produkált nagy elmozdulást a forint hozamgörbe, talán az egyik legvolatilisabb időszakot zárta a hazai állampapírpiac. Az MNB kamatvágási trendje miatt a rövidebb lejáratok és az FRA jegyzések stabilak maradtak, a hosszabb lejáratok viszont a globális befektetői hangulatot követve csapódtak fel több alkalommal is. (az időszak végi állapotokat figyelembe véve a másodpiaci hozamok éven túli terminek esetében 20-25 ponttal változtak csak).
- A negyedév során a külföldi befektetők tulajdonában lévő állampapír állomány az egyre csökkenő reálhozamok ellenére is tovább emelkedett – sőt biztató jelként ez a trend az amerikai hozamok felpattanása és a nemzetközi tőkeátcsoportosítás beindulása után sem tört meg. 2013 június végére a külföldiek állománya majdnem elérte az 5100 milliárd forintot.
- A hozamgörbe meredeksége – az EURHUF volatilitással párhuzamosan – tovább emelkedett, s elérte a 140 bázispontot is. Érdeemes kiemelni, hogy a forint gyengülése ellenére befektetői bizalom rendkívül erős maradt a hazai kötvénypiacon, outright eladást keveset láttunk a piacon, helyette EURHUF vétellel vagy swap vétellel fedeztek a piaci szereplők, ami az asset swap package árakat abszurd szintekre szűkítették. A túlfeszített rendszer ugyan kedvezőnek tűnhet (ha elfogadjuk, mint a kockázat egyik mérőszámát) de feltételezhetjük, hogy a globális pénzbőség miatt kialakult befektetési kényszer torzította a folyamatokat, így nem tartjuk elképzelhetetlennek, hogy egy komolyabb risk-off hullám esetén a hozamok irreálisan nagy emelkedést mutatnak majd.

Hazai állampapír-piaci folyamatok II.



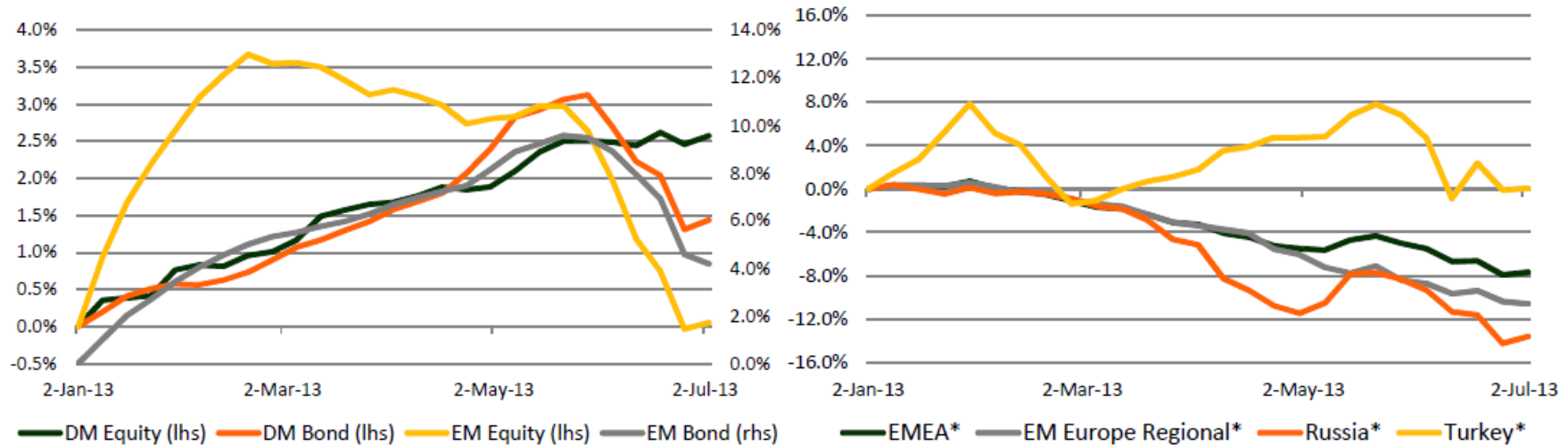
QE, QE, QE....

FED, ECB, BoJ és BoE mérlegfőösszeg alakulása



- Néhány részvénypiac új csúcsára érkezett 2013 első felében, amiben óriási szerepe volt/van a jegybankok rendkívül laza monetáris politikájának. A FED az ECB és BOJ is ezer milliárd számra pumpálja a dollárt, eurót és jen-t a tőkepiacokra, amivel rekord alacsony szintre értek a kötvények hozamai és egyúttal töretlen kockázatvállalási hajlandóság mellett döntenek új csúcsokat a részvénypiacok is. Amíg a főbb jegybankok nem változtatnak ezen a politikán, addig jó eséllyel a piacok tovább lovagolhatnak ezen a hullámon.

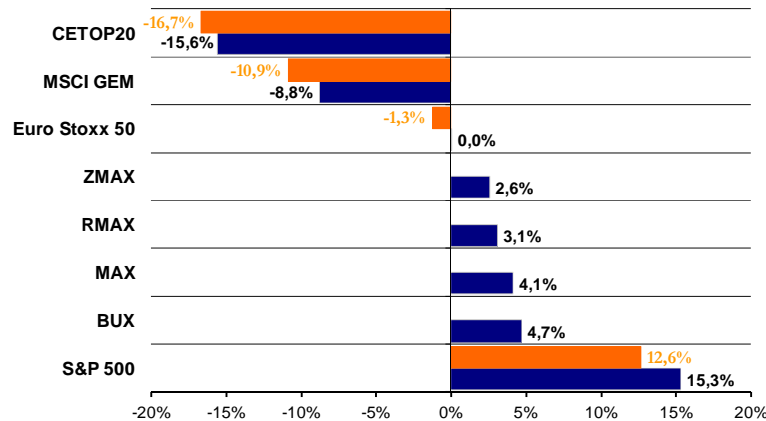
6 hónapos kumulált pénzbeáramlás (NAV %-ban)



- A félév jelentős részében tovább fűtötte a piacokat a QE láz, így számottevő emelkedésnek lehettünk tanúi. Május folyamán azonban a FED QE exit előtérbe kerülése révén intenzív korrekció indult be globális tőkepiacokon. A tőke rendkívüli gyorsasággal menekült mindenféle kockázatos eszközből. A fejlett kötvényalapokból a teljes kezelt vagyon 1,5%-a, a feltörekvő kötvényalapokból 6%-a (!), míg a feltörekvő részvénypiacokból 3%-a távozott egy hónap leforgása alatt. Ezek fényében nem csoda, hogy a részvénypiacok 5-10%-ot korrigáltak a május közepi csúcsaikról. Európát ráadásul a félév végén további bizonytalansággal sújtotta a Portugál kormányválság is, melyről végül belátták a befektetők, hogy elszigetelt, s így fertőző hatással nem jár. A mintegy 3 hetes ijedség után a FED finomította kijelentéseit így a piacok ismét emelkedő trendbe kerültek.

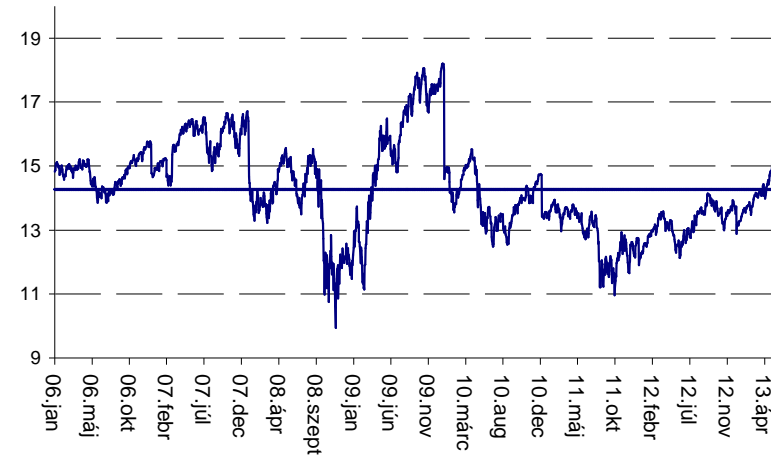
Részvénypiacok: Amerika az élen

Főbb indexek alakulása 2013 H1-ben (HUF-ban és saját devizában)



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

S&P előretekinő P/E

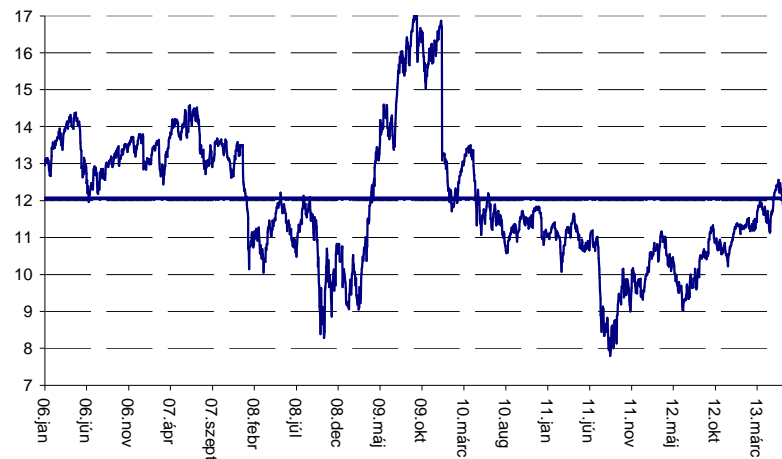


Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

- A QE lázban a két kimagasló tőkepiacot említhetünk meg. A 12%-ot erősödő S&P-t és a 30% feletti szárnyalást produkáló Nikkei-t. Utóbbi kimagasló teljesítménye a szuper laza monetáris politikába kezdő japán jegybanknak köszönhető, mely intézkedéseinek következtében tavaly október óta közel 30%-ot míg idén 16%-ot gyengült a jen a dollárral szemben. A japán társaságok nagy exportkitettsége miatt részben indokolt a rendkívül jó teljesítmény.
- Ami az amerikai társaságokat illeti, folyamatosan javuló fundamentumokról adnak tanúbizonyságot negyedévről-negyedévre. A válság kitörése előtt az S&P 500 vállalatai átlagosan mintegy 100 dollár EPS-t termeltek, s ugyanezen társaságoktól az előttünk álló 12 hónapra vonatkozólag már 117 dollárt várnak az elemzők. Ezen cégek tehát nemcsak visszatértek a válság előtti profit szintekhez, de már 17%-kal több eredményt állítanak elő mint azelőtt. Az 1650 körüli S&P érték így „mindössze” 14-es P/E rátát takar, ami nagyságrendileg megfelel a historikus átlagnak; túlárazottságról tehát nem beszélhetünk.

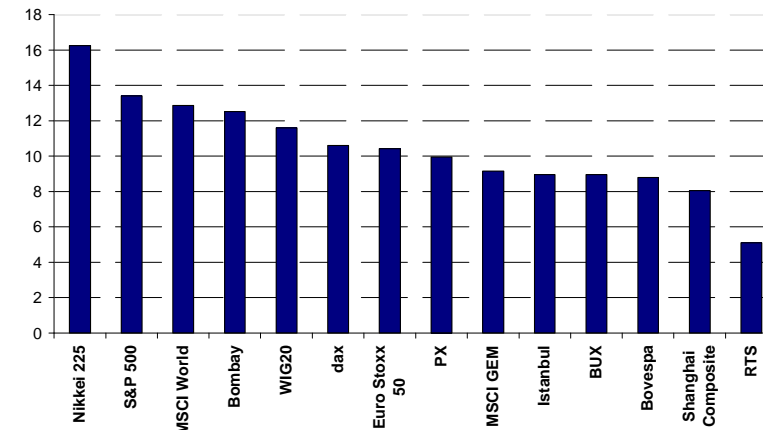
Részvénypiacok: Európában a németek tartják a lelket

DAX előretekintő P/E



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

2014-es előretekintő P/E ráta

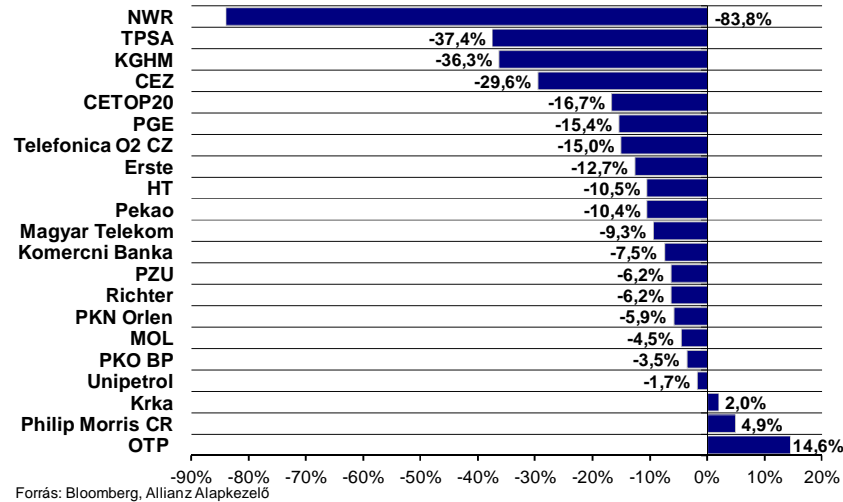


Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

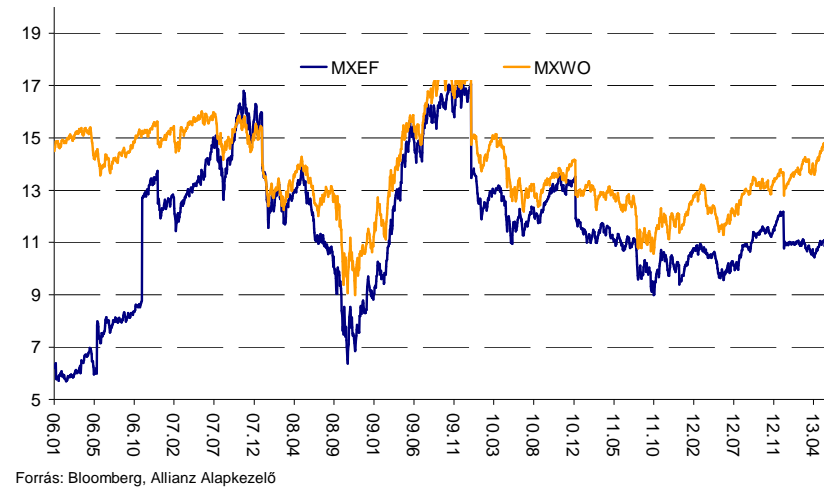
- Az amerikai társaságokról leírt pozitívumok sajnos egyáltalán nem mondhatók el az európai versenytársakról. Ez alól egyedül a németek képeznek kivételt.
- Az EuroSoxx50 vállalatai átlagosan még mindig 35%-kal kevesebb profitot képesek kimutatni, mind a válság kitörése előtt, ráadásul még nem látszik a fény az alagút végén. Az elemzők még mindig lefelé korrigálják EPS előrejelzéseiket. Ezzel szemben a még mindig versenyképes Németország vállalatai prosperálnak. A DAX-ban lévő 30 vállalat átlagos egy részvényre jutó eredménye 733 euróra nőhet az előttünk álló 12 hónapban, míg a válság előtti csúcs érték 650 euró volt. A DAX jelenleg 11-es P/E rátája a historikus átlag alatt van, úgyhogy a német részvénypiac még tartogat magában emelkedési potenciált a befektetők számára.

Részvénypiacok: A CEE régió mélyen alulteljesített

CETOP20 tagok teljesítménye 2013 H1-ben



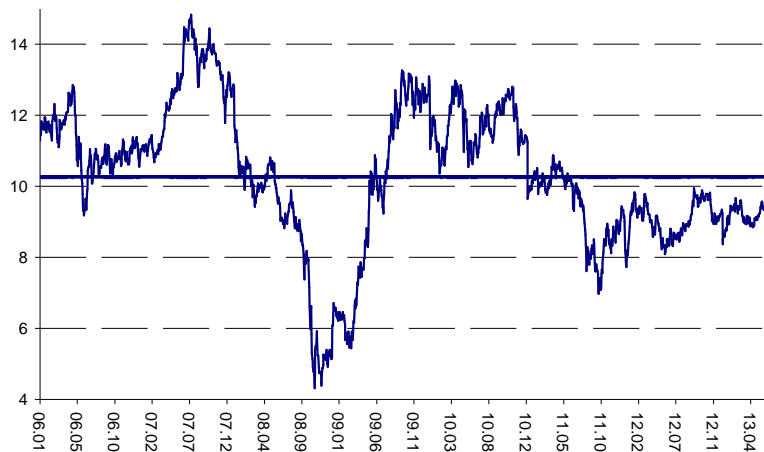
MSCI EM vs MSCI DM előretekinő P/E



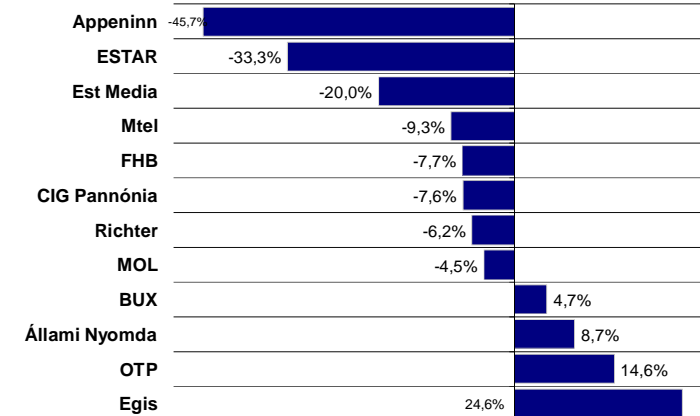
- A feltörekvő piacok mélyen alulteljesítették a fejletteket. Az MSCI GEM index 11%-ot esett, miután szinte az összes főbb régió (Kína, Latin-Amerika, EMEA) veszített értékéből. A kínai növekedés lassulása, és az ezzel együtt járó, vártnál alacsonyabb nyersanyag kereslet nagy mértékben sújtotta ezen régiókat.
- A feltörekvő piacokon belül is alulteljesített ugyanakkor a CEE régió; a CETOP20 index 17%-ot esett. A BUX 4,7%-os erősödése kiemelkedő a cseh PX index 15%-os és a lengyel WIG20 13%-os zuhanásához képest. Lengyelország esetében kisebb részben a vártnál alacsonyabb GDP növekedés nagyobb részben viszont a nyugdíjpénztári rendszer „reformja” okozta az árfolyamok csökkenését. A lengyel kormány az adósság csökkentése és a beruházások élénkítése céljából igyekszik rátenni a kezét a magánnyugdíjpénztári vagyron egy részére. A cseh piacon a kormány bukása, és a várhatóan elsöprő győzelmet arató baloldal majdani intézkedései helyeznek nyomást a részvényekre. A jelenlegi ellenzék 30%-os különadó bevezetését helyezte kilátásba a telekom, bank és közszolgáltató vállalatok számára hatalomra jutása esetén.

Részvénypiacok: a magyar részvények felülteljesítették a régiót

BUX előrettekintő P/E



Főbb magyar részvények teljesítménye 2013 H1-ben



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

- A BUX 4,7%-os erősődéssel tehát a régió élére állt. Ebben legnagyobb szerepe a közel 15%-ot emelkedő OTP-nek volt. A globális likviditásbőség jótékony hatása úgy tűnik felülmúlta a kormányzati intézkedések negatív hatásait. A bankoknak be kell fizetnie a költségvetésbe a tranzakciós adó kormány által tervezett és ténylegesen befolyt összegének különbségét. Ez mintegy 70-75 milliárd forintos extra terhet jelent a szektor számára. Ezzel viszont mentesült a szektor az állam által átvett önkormányzati hitelek 7%-ának adó formájában történő megfizetésétől, ami mintegy 40-45 milliárd forint lett volna. A Magyar Telekom számára a percadó 3 forintra történő emelése és a várható további rezsicsökkentés nehezíti az üzleti környezetet. Az MSCI indexből való kiesés réme és a EU Bíróság Franciaország javára történő döntése az ottani telekom adót illetően már csak hab volt a tortán az Mtel tulajdonosok számára.
- A gyógyszercegekről ugyanakkor jó hírek érkeztek. Az Egis 25%-ot erősödött miután a befektetők egyre inkább beárazzák a Celltrion együttműködésben rejlő potenciált és a társaság egyéb növekedési lehetőségeit (akvizíciók várhatóak). A jó negyedéves eredmények ellenére a Richter ugyanakkor 6%-ot veszített értékéből. A második félévben van lehetőség ezen veszteség korrekciójára, miután a nagyobbik gyógyszerpapírnak reális esélye mutatkozik az MSCI country indexbe való visszakerülésre.