

Vagyonkezelői beszámoló az Allianz Hungária Nyugdíjpénztár részére 2013. III. negyedév

Budapest, 2013. október 11.

Allianz 

Portfólió teljesítmény

Portfóliók teljesítménye 2012.12.31-től 2013.09.30-ig

Portfóliókezelte alapok	Portfóliókezelői bruttó hozam	Benchmark hozam	Alul / Felültejesítés	Kezdő dátum	Kezdő vagyon	Záró dátum	Záró vagyon
Önkéntes Klasszikus	4,36%	3,70%	0,66%	2012.12.31	8 963 855 955	2013.09.30	9 145 933 667
Önkéntes Kiegyensúlyozott	6,58%	6,05%	0,53%	2012.12.31	105 041 843 235	2013.09.30	109 081 470 218
Önkéntes Középutas	6,51%	5,82%	0,69%	2012.12.31	3 393 913 564	2013.09.30	3 755 446 434
Önkéntes Növekedési	6,49%	5,36%	1,14%	2012.12.31	5 881 334 007	2013.09.30	6 456 820 711
Önkéntes Kockázatvállaló	4,34%	1,20%	3,14%	2012.12.31	1 830 802 936	2013.09.30	1 944 087 505
Önkéntes Független	5,26%	3,70%	1,56%	2012.12.31	54 913 149	2013.09.30	38 514 492
Önkéntes Szolgáltatási	4,56%	3,70%	0,86%	2012.12.31	281 034 796	2013.09.30	289 299 595
Önkéntes LIK_MUK	4,36%	3,70%	0,66%	2012.12.31	1 234 917 799	2013.09.30	1 279 083 001

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

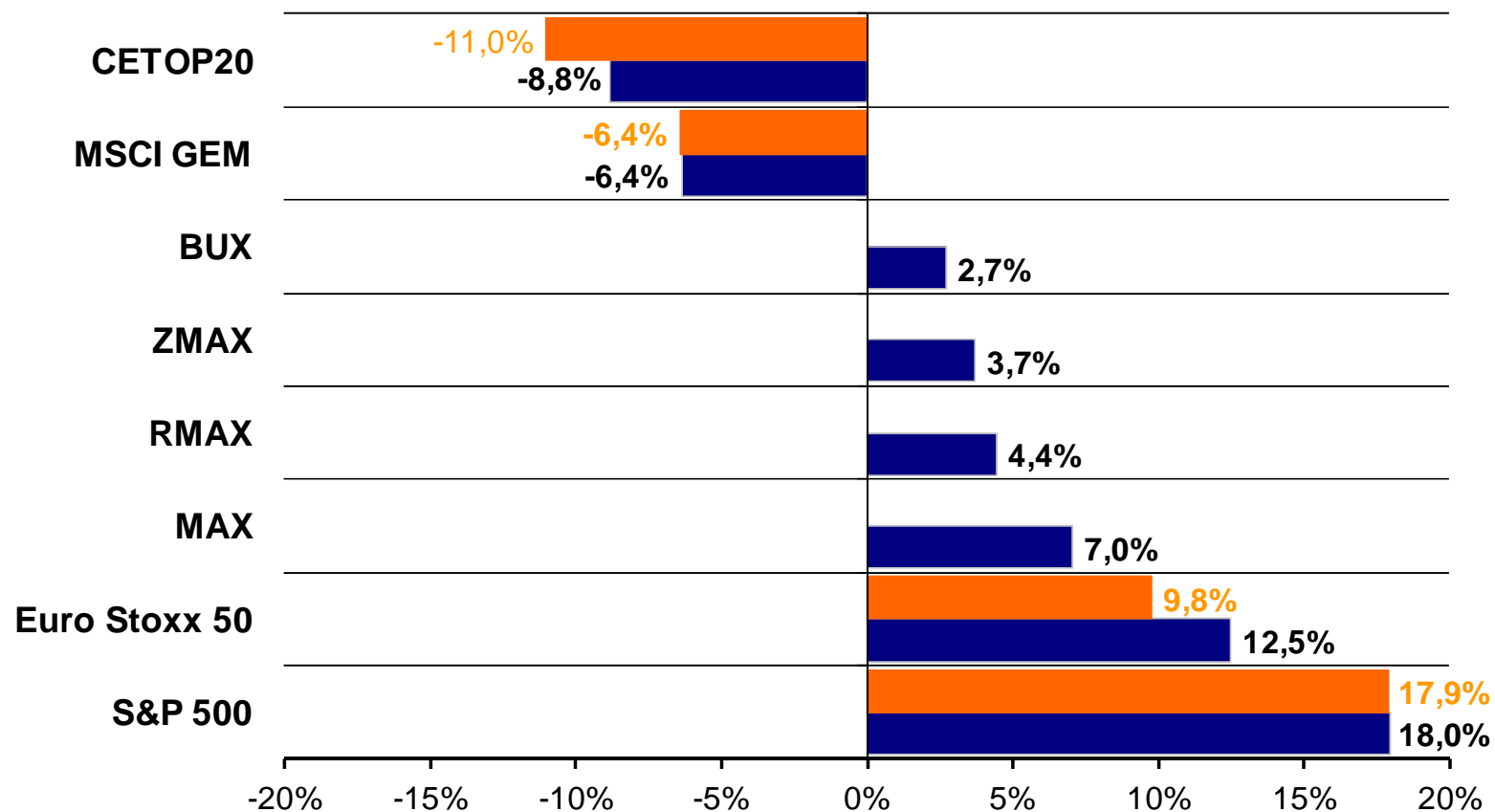
Portfóliók teljesítménye 2013.06.30-tól 2013.09.30-ig

Portfóliókezelte alapok	Portfóliókezelői bruttó hozam	Benchmark hozam	Alul / Felülteljesítés	Kezdő dátum	Kezdő vagyon	Záró dátum	Záró vagyon
Önkéntes Klasszikus	1,30%	1,12%	0,18%	2013.06.30	8 992 855 383	2013.09.30	9 145 933 667
Önkéntes Kiegyensúlyozott	2,91%	3,03%	-0,12%	2013.06.30	106 273 995 037	2013.09.30	109 081 470 218
Önkéntes Középutas	3,33%	3,16%	0,18%	2013.06.30	3 562 059 109	2013.09.30	3 755 446 434
Önkéntes Növekedési	3,65%	3,50%	0,15%	2013.06.30	6 122 146 973	2013.09.30	6 456 820 711
Önkéntes Kockázatvállaló	6,98%	5,84%	1,15%	2013.06.30	1 789 898 298	2013.09.30	1 944 087 505
Önkéntes Független	1,29%	1,12%	0,17%	2013.06.30	86 389 930	2013.09.30	38 514 492
Önkéntes Szolgáltatási	1,45%	1,12%	0,33%	2013.06.30	299 657 376	2013.09.30	289 299 595
Önkéntes LIK_MUK	1,38%	1,12%	0,26%	2013.06.30	1 276 550 962	2013.09.30	1 279 083 001

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

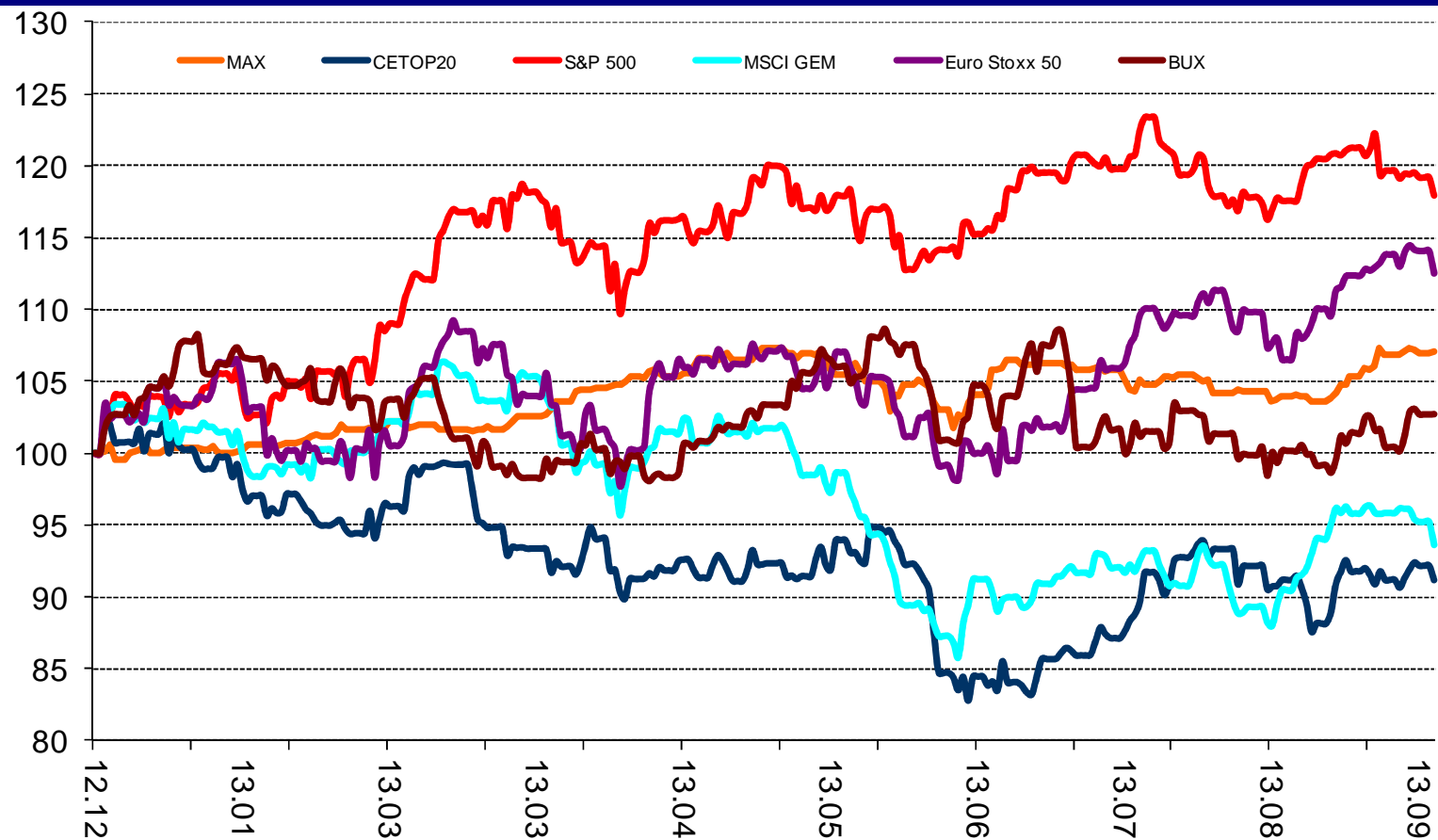
Főbb indexek alakulása 2013 szept. 30-ig (HUF-ban és saját devizában)



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

Indexek alakulása

Főbb indexek alakulása (2012.12.31-2013.09.30. HUF-ban)



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

Globális trendek I.

EMU: rendeződő költségvetések, német választások, ECB újabb eszközvásárlást tervez

- Nagy lépést tettek a monetáris unió országai a költségvetésük rendbetétele terén. A strukturális reformok a legtöbb országban sikeresnek bizonyultak – ám tagadhatatlanul erős növekedési áldozatokkal jártak.
- Az EMU 2014-es növekedési előrejelzései 0,8-0,9% körül mozognak, s bár a munkahatékonysági mutatók érdemben javultak, a lanya globális növekedési kilátások miatt a felfelé mutató kockázatok elhanyagolhatóak. (Ezt támasztja alá, hogy Európa húzógazdaságában is stagnál az ipari termelés és lassul az export)
- Az ECB nem csökkentette tovább alapkamatát, de újabb LTRO programot helyezett kilátásba, amennyiben nem kap erőre a gazdasági növekedés és az eszközárzási problémák újfent felszínre kerülnek.
- Az alacsony gazdasági aktivitás miatt feltételezzük, hogy 2013Q4-ben a finanszírozási problémák ismét felszínre kerülnek, azt sem tartjuk elképzelhetetlennek, hogy a peremállamok után Franciaország esetében is napirendre kerül ez a kérdés.
- A német választások után Merkel megőrizte kancellári pozícióját. A koalíciós tárgyalások folyamatából úgy látható, hogy a szigorú költségvetési politika, a munkaerő-piaci reform, s az ebből eredő hatékonyságnövelés marad főirányként. A feltételeket nem teljesítő országok kimentése egyre nehezebb lesz a jelenlegi működési keretek között, de az ECB vélhetően kellő felhatalmazást kap egy esetleges beavatkozásra amennyiben élénkül a globális kockázatelutasítás.

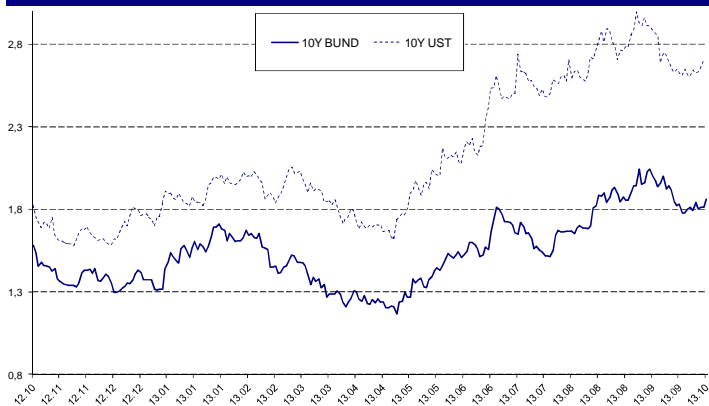
Globális trendek II.

USA: csúszik a QE kivezetése, politikai huzavona és költségvetési plafon

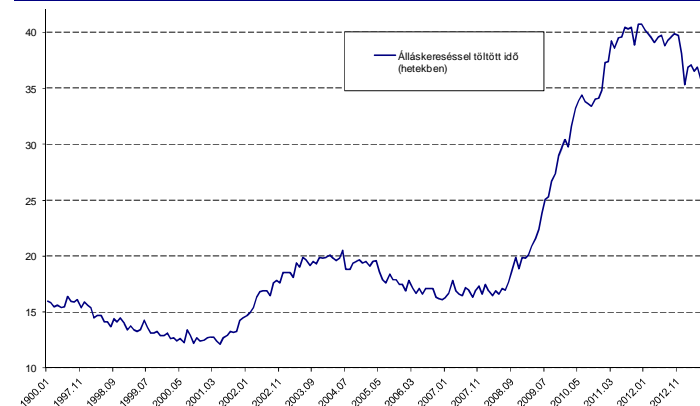
- A negyedév legfontosabb globális eseménye a FED által folytatott QE (mennyiségi könnyítési) program várható kivezetésének idejére vonatkozó spekuláció volt. A negyedév elején a magasabb hozamú piacokról (így hazánkból is) megindult a tőke visszaáramlása a tapering várakozások miatt egyre kecsegtetőbb amerikai piacok felé, így a dollár erősödött, a feltörekvő piacok pedig eladói nyomás alá kerültek.
- Az általános várakozásokkal ellentétben azonban a FED a negyedév során nem kezdte el csökkenteni a QE keretein belül piacra pumpált pénzmennyiséget. A döntés indoklásaként a nem elég stabil munkaerő-piaci helyzetet és a még mindig erőtlennek vélt növekedést említették. Tekintve, hogy a munkaképes népességnek csak 63%-a dolgozik (azoknak jelentős része ráadásul részmunkaidőben) nem meglepő, hogy sem a fogyasztás, sem az ipari termelés, sem a szolgáltatások nem húzzák a növekedést.
- Amennyiben a jelenlegi kedvező trendek tovább folytatódnak, esélyt látunk arra, hogy a FED nagyon óvatosan elkezdje csökkenteni a havi eszközvásárlási keretösszeget. Érdeemes azonban figyelembe venni, hogy a 2014-es költségvetés mentén kialakult politikai vita gazdasági hatásai nem kedveznek a növekedésnek (ez eleve hátráltatja a taperinget), illetve hogy a FED leendő elnöke Janet Yellen az engedékeny monetáris politikai irányvonalat képviseli.

Globális trendek III.

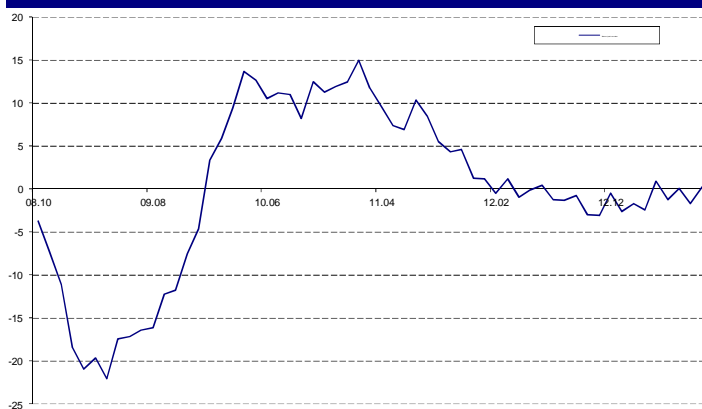
10Y UST és 10Y Bund



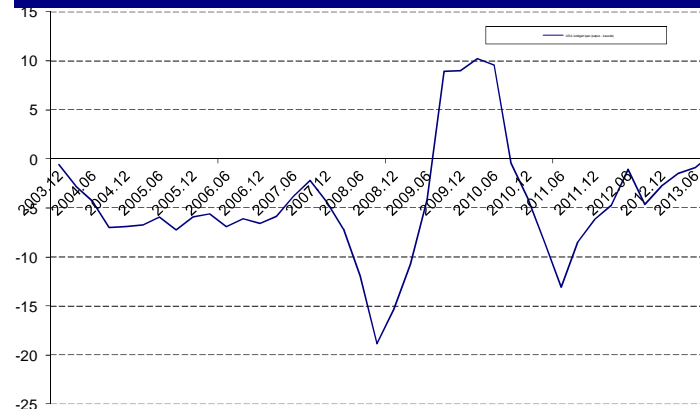
Álláskeresés átlagos ideje (USA, hetekben)



Német ipari termelés év/év



USA ipari termelés - készletállomány változás



Hazai makrofolyamatok I.

MNB kamatvágások, zuhanó infláció, növekedési program keretösszege 2000 mrd HUF

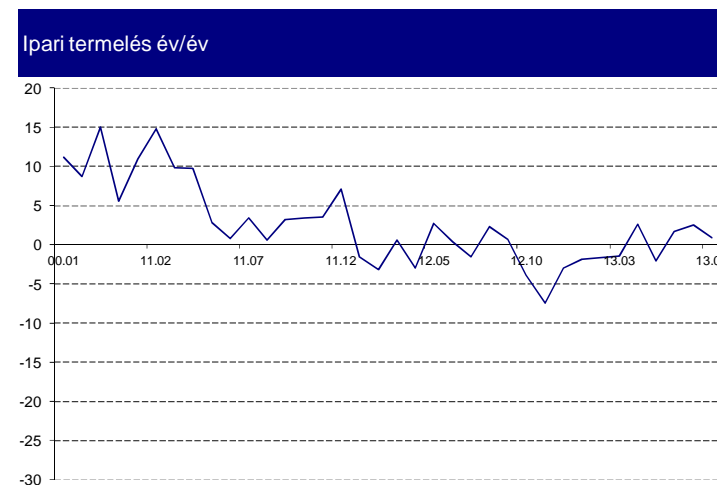
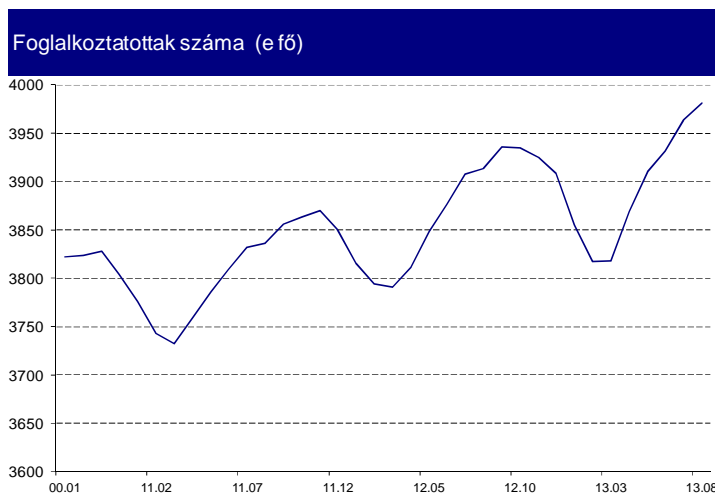
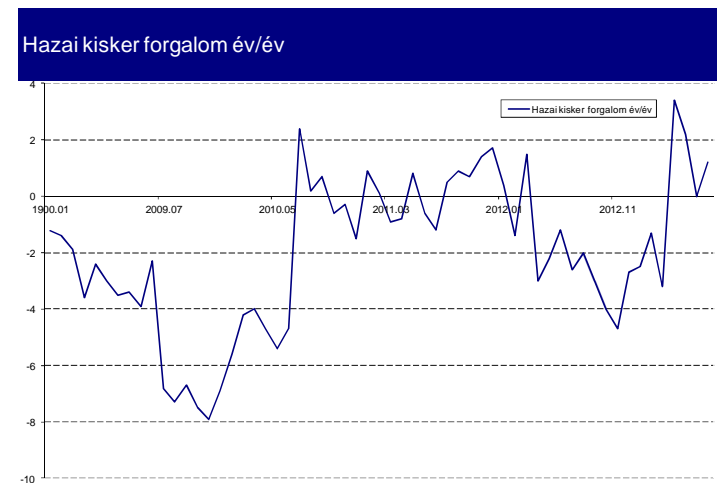
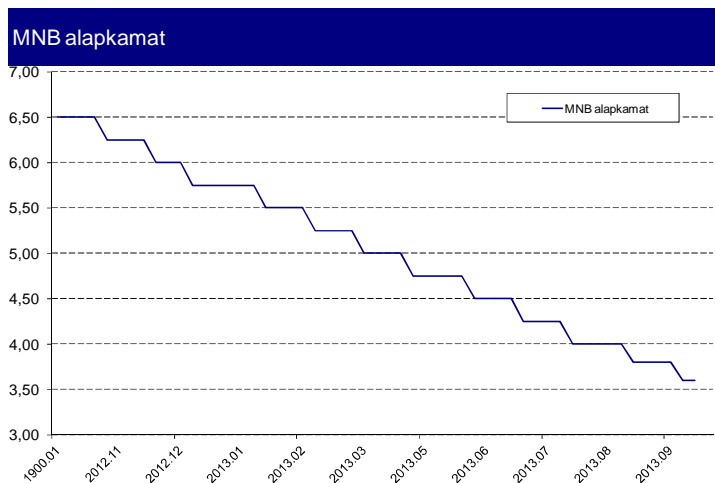
- A túlzott deficit eljárás alól kikerült Magyarország, de a korábban bejelentett kormányzati intézkedések megterhelték a kiadási oldalt, így újabb bevételnövelő intézkedéseket jelentett be a pénzügyminiszter. A 120 milliárdos kiigazítás a korábban látott lépések irányába illeszkedik: a költségvetés egyenlege javul, de a termelékenységet, a befektetések jövedelmezőségének kiszámíthatóságát és a stabil szabályozói környezetről alkotott képet tovább rontja a csomag. Amennyiben a 2013-as költségvetésen túlmutató trendeket nézzük (és a már megindult választás előtti költségvetési lazítást) ez az irányvonal aggályos képet fest. Nem tartjuk elképzelhetetlennek, hogy a 2014-es GDP bővülés elmarad a tervezettől, és a bevételi oldalon újabb kiigazításokra kerül sor.
- Az MNB folytatta kamatcsökkentési ciklusát, s három alkalommal, összesen 65 bázisponttal 3,6%-ra mérsékelte az irányadó kamatot. A Növekedési Program keretösszegét 2000 milliárd forintra bővítette a jegybank, s az eddigi inflációs célkitűzés politikáját ECB féle „forward guidance”-re cserélte, melyben a középtávú inflációs cél elérése mellett hasonlóan fontos szerepet kap majd a pénzügyi stabilitás és a reálgazdaság helyzete. Ez a mix az agresszív bázis-swap árazás mellett hatékonyan szolgálhatja a gazdaság stabilizálását, ám hatását csak abban az esetben éri el, ha a nemzetközi kamatkörnyezet is alacsony marad. Ha a QE likviditás csökkentése csak kis lépésekkel indul meg, akkor a headline infláció emelkedése mellett is bőven van tere az MNB-nek a gazdaságélénkítő politika folytatására, ám amennyiben a FED tapering nagyobb eladásokat generál a fejlődő piacokon, a jegybank könnyen kényszerhelyzetben találhatja magát és az alacsony infláció és gyenge növekedési adatok ellenére is emelésre kényszerülhet.

Hazai makrofolyamatok II.

Zuhanó infláció, növekvő foglalkoztatás, gyenge növekedés

- A negyedév során a költségvetési körbe tartozó pénzintézetek sikeres forrásbevonásokat hajtottak végre (EXIM, MFB), az állam nem jelentkezett kibocsátóként a devizapiacra – miközben az IMF hitelünket előtörlesztettük a devizatartalék rovására.
- Egyszeri intézkedések (rezsicsökkentés) és a tartósan alacsony kereslet hatására a headline infláció a negyedév során 2% alá esett, a maginfláció viszont 3% közelében ragadt. Reális esélynek látjuk, hogy a bázishatások kifizetésével a pénzromlás üteme visszakorrigál a maginflációs szintekhez, ami a reáljövedelmek terén erős kihívások elé állítja majd a kis és nagykereskedőket (a GDP fogyasztási része várakozásaink szerint továbbra is igen gyenge marad). A foglalkoztatottsági index ugyan nő, de a számbavételi változások (részmunkaidő, külföldi munkavégzés) eredményeképp, így nem beszélhetünk átfogó javulásról.
- Az ipari termelés – a német folyamatokat követve – gyengélkedik, az új termelési kapacitások becsatolása ellenére sem tud magára találni. Külkereskedelmi mérlegünk ennek ellenére továbbra is nagy aktívumot mutat, ami némi védelmet ad a hazai fizetőeszköznek.

Hazai makrofolyamatok III.



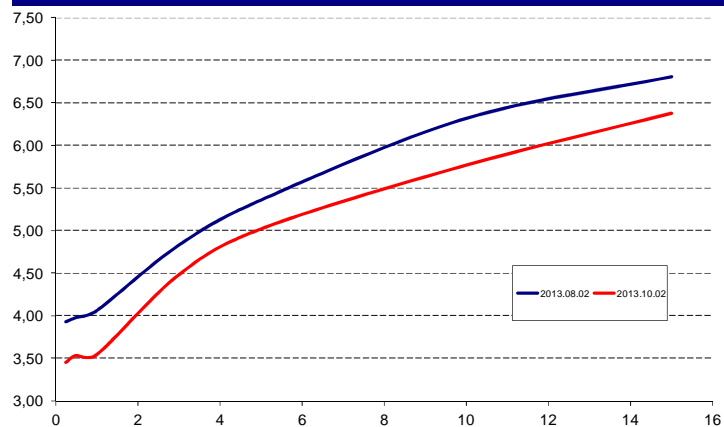
Hazai állampapír-piaci folyamatok I.

Konzervatív ÁKK kibocsátási politika, meredekebb hozamgörbe, kritikus 2014-es lejárát

- Az MNB már-már kiszámítható kamatvágási politikáját követve a negyedév során folyamatosan csökkentek az éven belüli hozamok, mind a DKJ szintek, mind pedig az FRA jegyzések 3% körüli alját áraznak az alapkamatban. A hozamgörbe hosszabb lejáratú mozgások jóval kiszámíthatatlanabbak voltak, a keresletet sokkal inkább a globális kockázatvállalási hajlandóság irányította, mint a hazai makrogazdasági folyamatok alakulása, így a másodpiacon a rövid és hosszú lejáratú állampapírok hozamai közötti eltérés továbbra is rekord közeli szinteken maradt. A DKJ szintek 3-3,5% körül mozogtak, a leghosszabb lejárát továbbra is 6,5%-on állt.
- Az ÁKK a negyedév végére gyakorlatilag teljesítette a 2013-ra vonatkozó nettó finanszírozási tervét, így az év hátralevő időszakában alacsonyabb kibocsátási mennyiségekre és nagyobb rugalmasságra számíthatunk, ezzel az ÁKK hatékonyabban tudja csillapítani a piaci mozgásokat.
- A külföldi kézben lévő állampapírok állománya a FED döntés előtti eladási hullám után ismét 5000 milliárd forint közelébe emelkedett, ám az állomány átlagideje tovább csökkent, azaz a külföldi vásárlók a negyedév során a rövid állampapírokat részesítették előnyben. Ez magyarázza lényegében a hozamgörbe kiugró meredekségét. Tekintve, hogy a 2014-es lejárátok tulajdonosi struktúrája meglehetősen koncentrált, komoly refinanszírozási kockázattal terhelt a következő időszak, talán ez is indokolja az ÁKK rendkívül kockázatkerülő forrásbevonási politikáját.

Hazai állampapír-piaci folyamatok II.

HGB görbe változása



Külföldi befektetők állampapír-állománya



HUF 3x6 FRA

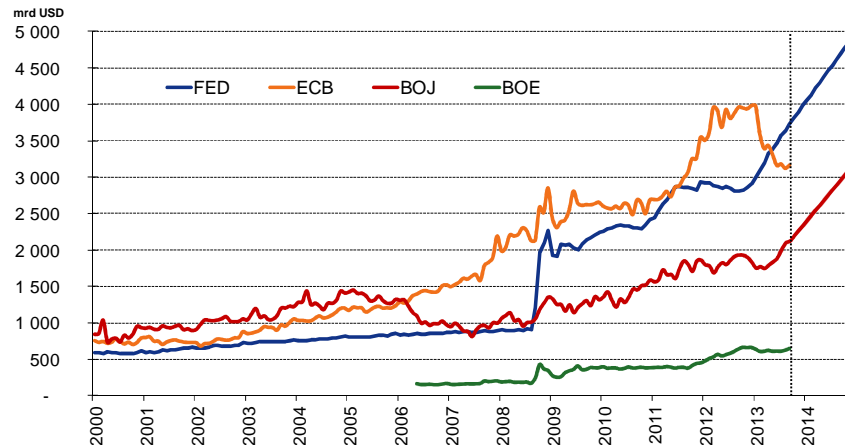


5Y5Y spread EUR jegyzések felett (bázispontban)



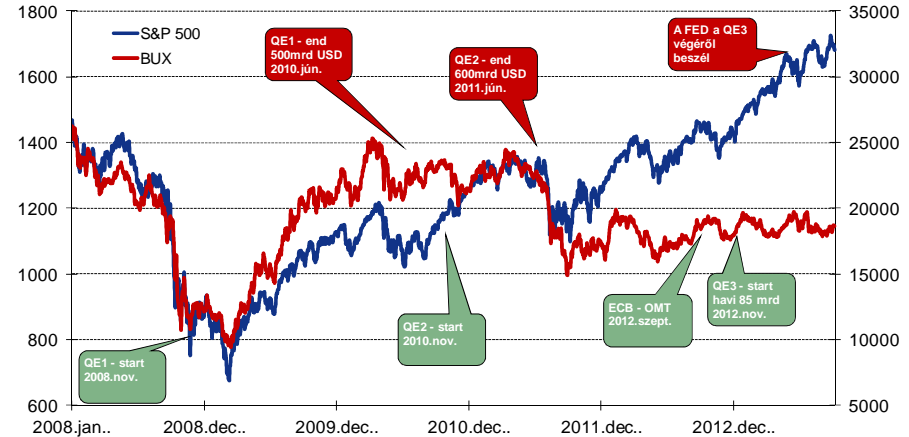
Egyelőre nem lassít a FED

FED, ECB, BoJ és BoE mérlegfőösszeg alakulása



Forrás: Bloomberg

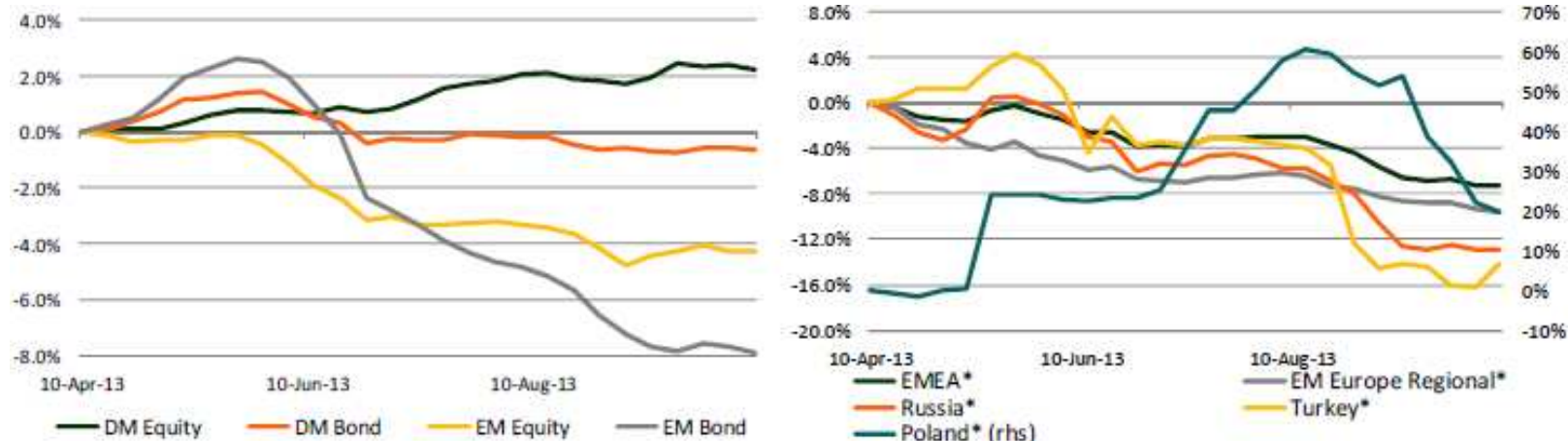
A FED QE programjai és a részvénytörzsek



Forrás: Bloomberg

- Az idei év eddig a FED és a BoJ mennyiségi lazításáról, illetve az ezek hátán emelkedő részvényárfolyamokról szólt. A várakozásokkal ellentétben a FED szeptemberben nem csökkentette a havi 80 milliárd dolláros eszközvásárlási programját, továbbra is nagy lendülettel nyomtatják a dollárt. A várható „tapering” nyomán azonban a fejlett piaci kötvények hozama jelentősen emelkedett és a belőlük kiáramló pénz is a részvénytörzsekön keresi a helyét. Ennek köszönhetően továbbra is részvények felülteljesítése várható, azon belül is inkább a fejlett piaci részvényeket favorizáljuk.
- A Q1 és Q2 lezárását követően volt némi korrekció a részvénytörzsekön, ezúttal azonban ennek az ellenkezője zajlik, legalábbis egyelőre. Májustól, vagyis a FED likviditásöszönzésének visszavonásáról szóló megszólalások óta az S&P 500 tovább tudott emelkedni és már az 1700 pontot is átlépte. Ezzel szemben sajnos a magyar részvények nem képesek lekövetni a nemzetközi trendet a számos magyar specifikus negatívum miatt. A tranzakciós adó és a telekom percadó emelése, a devizahiteles kérdés és a MOL horvátországi konfliktusai sajnos erősen rányomják bélyegüket a hazai részvények megítélésére.

6 hónapos kumulált pénzbeáramlás (NAV %-ban)



Forrás: Wood&Co EME Strategy 2013. október 11.

- Az elmúlt hat hónap egyértelmű nyertesei a fejlett piaci részvények voltak. Ezen befektetési alapokba a nettó eszközértékük 2%-át is meghaladó friss tőke áramlott, miközben a fejlett piaci kötvényekből és a feltörekvő piacok eszközeiből folyamatos tőkeáramlás volt tapasztalható. A legnagyobb veszteséget a feltörekvő kötvénypiacok szenvedték el; az ezen piacokra befektető alapok nettó eszközértékének mintegy 8%-át vonták vissza. A mi régióink részvénypiacai kivétel nélkül veszítettek vonzerejükből, a tőke 8-15% vándorolt el a második és a harmadik negyedév során, így nem meglepő, hogy ezen eszközosztály az egyik leggyengébben teljesítő volt eddig a 2013-as év során. A folyamat egyelőre csupán lassulást mutat, de még nem állt meg, így az év hátralevő részére is ezen trend fennmaradására számítunk.

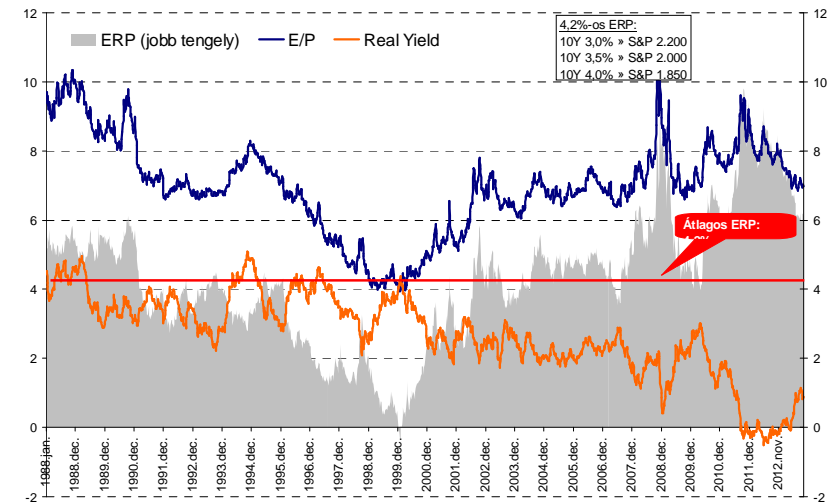
Részvénypiacok: Amerika megállíthatatlan

S&P előretekintő P/E



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

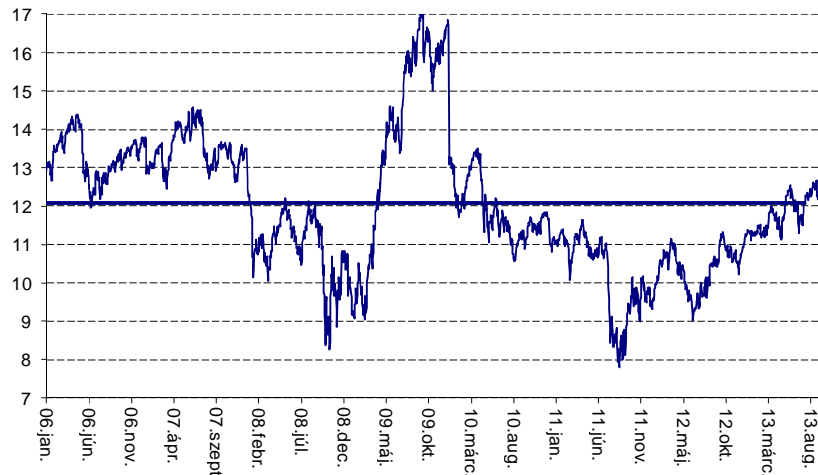
USA FED modell



- Előbbi megállapítások leképeződése az S&P 500 idei eddigi 18%-os emelkedése. Az index P/E alapú értékeltsége ugyan már meghaladta a sokéves átlagát, de mivel extrém túlértékeltiségről még nem beszélhetünk, ezért az USA állampapírok hozamainak további emelkedésétől tartó befektetők egyik reális választása a részvényindex papírjainak vásárlása. A kötvényből részvényre cserélés egyértelmű jele, hogy a likviditásbővítés visszavonásának májusi napirendre kerülése óta az index kisebb törésekkel ugyan de folyamatosan emelkedik.
- Az amerikai társaságok fundamentumaira igen optimisták az elemzők, hiszen átlagosan 118 dollár EPS-t várnak a jelenlegi 106 dolláros szinttel szemben, ami 11%-os bővülést jelentene. Erre természetesen van esély, csakúgy mint az árfolyamok további emelkedésre. Ha az amerikai kötvény eszközosztályhoz hasonlítjuk őket, akkor a részvények még mindig relatív olcsónak tekinthetők. A FED modelltől kiindulva és 4,2%-os kockázati prémiummal kalkulálva egy esetleg tovább emelkedő, és akár 3,5%-ot elérő 10 éves állampapír mellett az S&P 500 index mintegy 2000 pont körül tekinthető arányosan árazottnak.

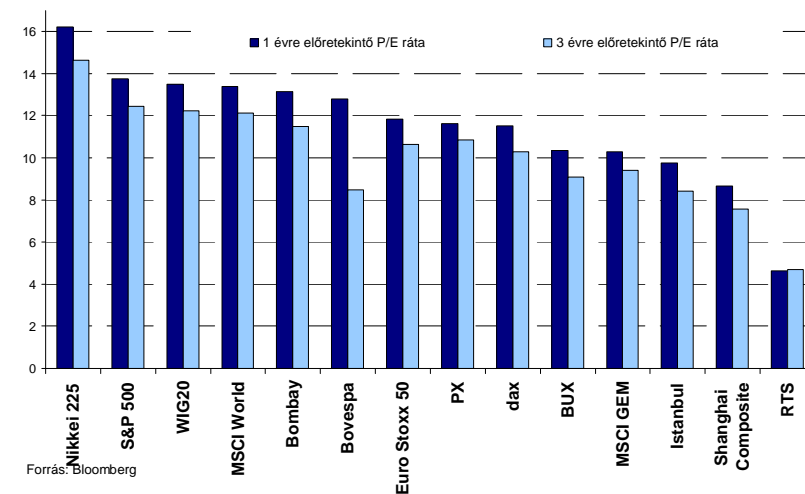
Részvénypiacok: a DAX az európai piacok motorja

DAX előretékintő P/E



Forrás: Bloomberg, Allianz Alápközvetítő

1 és 3 évre előretékintő P/E ráták

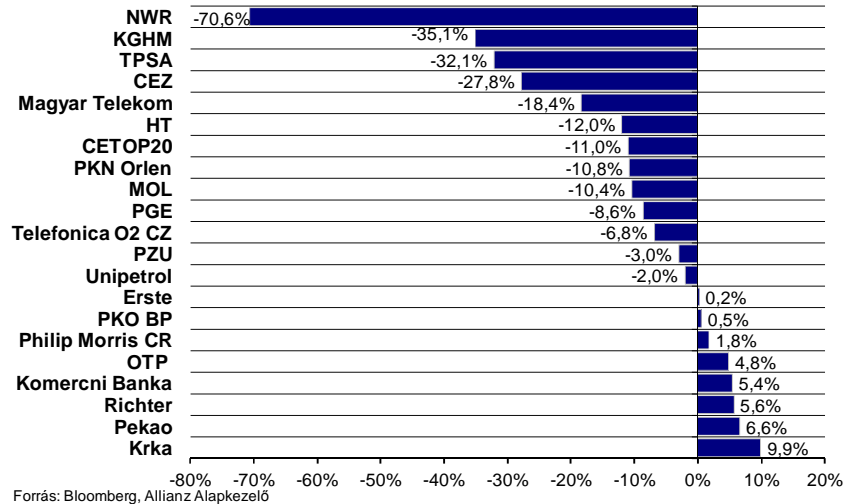


Forrás: Bloomberg

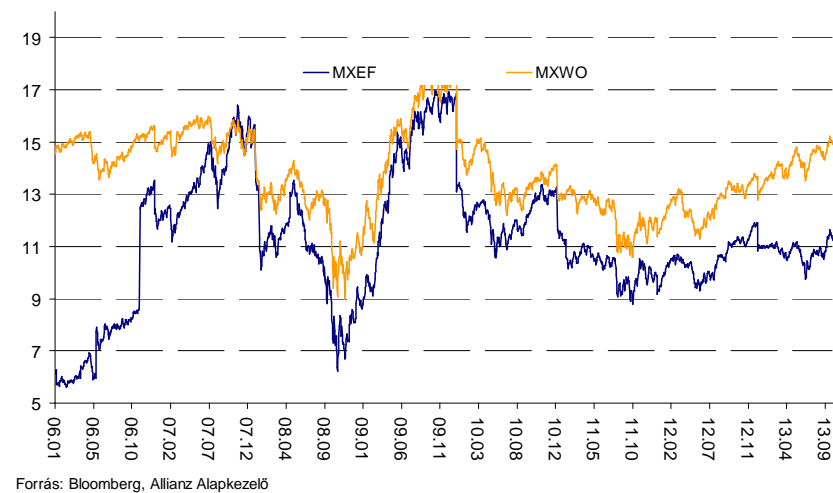
- Európában a kép már sokkal árnyaltabb. A nagyobb részvényindexek közül csak a DAX képes némi eredménynövekedést felmutatni. A többi meghatározó ország (francia, olasz, spanyol) vállalatai jellemzően stagnálást mutatnak, míg a nagyobb megszorításokat végrehajtó országok cégeinek eredménye egyelőre csökken. A mostanra szinte teljes Európára jellemző fiskális szigor (kb. 1% megszorítás évente) persze jókora hatása van ebben, így ennek végeztével kissé növekedhetnek majd az eredmények 1-3 éves távlatban. Illetve természetesen változhat a kép, amennyiben a globális konjunktúra esetleg lábra kapna. Az elemzők mindenesetre most már sokkal optimistábbak Európát illetően, egyre kevesebben tartják elsődleges gócpontnak.
- A DAX 3 évre előretékintő P/E rátája mindössze 10, a világ fejlett piaci átlagának 12-es értékével szemben, így az utóbbi 1-2 év szárnyalása ellenére sem tartjuk extrém drágának.

Részvénypiacok: A CEE régió mélyen alulteljesített

CETOP20 tagok teljesítménye 2013-ban



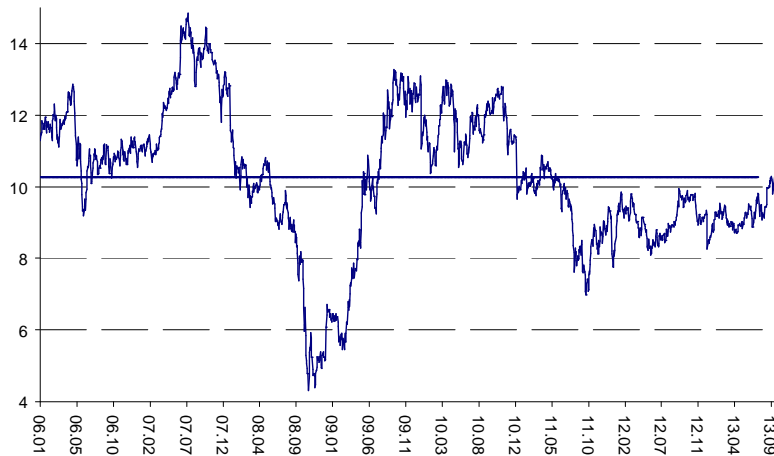
MSCI EM vs MSCI DM előrettekintő P/E



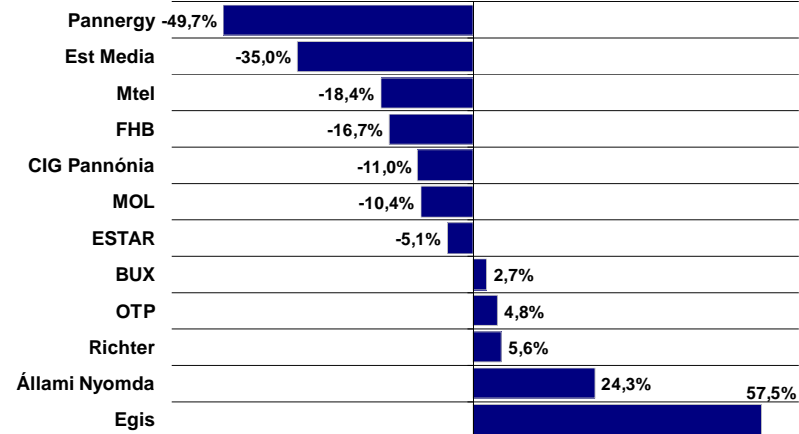
- A feltörekvő piacok továbbra is mélyen alulteljesítenek, az év folyamán eddig 6,4%-ot veszítettek értékükből. A CE3 régióban minden egyes országban jó oka van a gyenge teljesítménynek. A lengyel kormány a nyugdíjpénztárak „reformjával” rengette meg a befektetők lelkesedését. A Tusk kabinet az eszközök 51,5%-át konfiskálja és a jövőbeni maradási szándékról is nyilatkozni kell a tagoknak. Aki nem nyilatkozik annak jövőbeli nyugdíjjáruléka az első pillérbe kerül. A lengyel részvénypiacra áramló friss tőke mértéke ezzel jelentősen megcsappan majd, így árazása közelíthet majd a cseh, német szinthez.
- Csehországban a baloldali ellenzék borítékolható elsőprő győzelme és az általuk beígért extra adók tartják nyomás alatt az árakat. A magyar mintához hasonlóan a csehek is a bank, az energia és a telekommunikációs szektort tervezik extra adóval sújtani. Mindezek mellett a szénbányák a csőd szélére kerültek a folyamatosan zuhanó árak nyomán, ami a részvénypiacon az NWR teljesítményében tükröződik. Az áram ára az év során közel 36 euróra esett MWh óránként, amivel új beruházás már nem indítható pozitív NPV-vel. Mindez jól látszik a CEZ árfolyamán, mely idén eddig 28%-ot zuhant.

Részvénypiacok: a magyar részvények felülteljesítették a régiót

BUX előrettekintő P/E



Főbb magyar részvények teljesítménye 2013-ban



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

- A BUX idén eddig 2,7%-ot erősödött, amivel a régióban kiemelkedett, de a fejlett piacokhoz képest ez mély alulteljesítést jelent. A +2,7% szélsőséges egyedi mozgások átlagaként alakult ki. A pozitív oldalon a gyógyszercégek állnak. A Richter és az Egis is viszonylag jó eredményeket publikált, de ez még önmagában kevés lett volna az 5,6%-os és az 57,5%-os teljesítményhez. A Richter esetében az MSCI indexbe való visszakerülés a fő hajtóerő, mely a negyedév végét követően is tovább hajthatja majd az árfolyamot. Az Egis szárnyalása pedig a fő tulajdonos Servier nyilvános vételi ajánlatának köszönhető. A francia anyacég 28,000 forintot szeretne hozzájutni a még birtokán kívül lévő részvényekhez.
- A mérleg másik oldalán az Magyar Telekom és a Mol található. Az Mtel szeptemberben 34 milliárd forintért 2022-ig meghosszabbította az állammal a 900MHz és 1800MHz-es frekvenciák használati jogát. A hír stratégiaileg inkább pozitív, viszont a 800MHz (4G) várható idei tenderével együtt – mely hasonló nagyságrendű összegbe kerülhet majd – a 2014 tavaszi osztalék meglehetősen kérdésessé vált, szerintünk 0 forint lesz. A MOL jogi és gazdasági vitái Horvátországban immár politikai síkra terelődtek, ami nagy mértékben csökkenti a mindkét fél számára kedvező kompromisszum megkötését, ami azonnal tükröződött is az árfolyamban. Rövid távon ez várhatóan további nyomást helyez majd a Mol papírokra.

E-Star

- Szeptember 6-án Az E-Star tájékoztatta a befektetőket, hogy Fővárosi Ítéltábla 15. Cspkf.44.218/2013/6. számon hozott végzésével az adós és a hitelezők csődegyezségét jóváhagyta és a Társaság csődeljárását befejezetté nyilvánította.
- A másodfokú döntés értelmében megkezdődhet a hitelezői megállapodás végrehajtása. Várakozásunk szerint az idei évben jóváírásra kerülhetnek az ügyfelek értékpapírszámláin a megfelelő mennyiségű részvények, de optimista esetben akár már november elejére megtörténhet a tranzakció.