

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

Budapest, 2014. január 10.

Allianz 

Portfólió teljesítmény

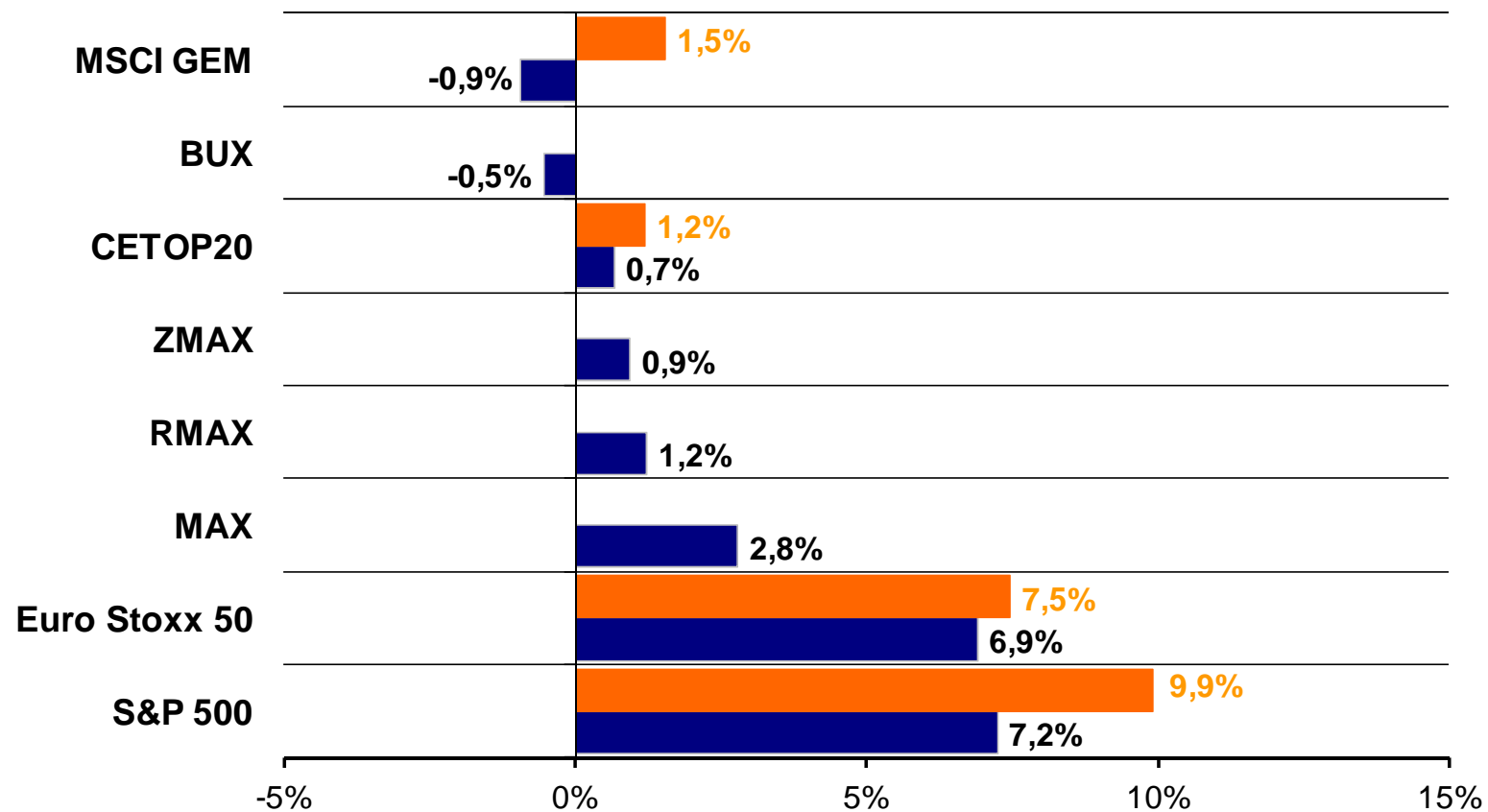
Portfóliók teljesítménye 2013.09.30-tól 2013.12.31-ig

Portfóliókezelte alapok	Portfóliókezelői bruttó hozam	Benchmark hozam	Alul / Felül teljesítés	Kezdő dátum	Kezdő vagyon	Záró dátum	Záró vagyon
Önkéntes Klasszikus	1,13%	0,93%	0,20%	2013.09.30	9 145 933 667	2013.12.31	9 216 289 184
Önkéntes Kiegyensúlyozott	2,89%	2,65%	0,24%	2013.09.30	109 081 470 218	2013.12.31	112 695 306 197
Önkéntes Középutas	2,65%	2,68%	-0,03%	2013.09.30	3 755 446 434	2013.12.31	3 935 607 129
Önkéntes Növekedési	2,99%	2,73%	0,27%	2013.09.30	6 456 820 711	2013.12.31	6 822 705 578
Önkéntes Kockázatvállaló	3,33%	2,72%	0,61%	2013.09.30	1 944 087 505	2013.12.31	2 053 267 917
Önkéntes Függő	0,94%	0,93%	0,01%	2013.09.30	38 514 492	2013.12.31	175 079 272
Önkéntes Szolgáltatási	1,00%	0,93%	0,07%	2013.09.30	289 299 595	2013.12.31	287 078 167
Önkéntes LIK_MUK	1,20%	0,93%	0,26%	2013.09.30	1 279 083 001	2013.12.31	1 282 476 519

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

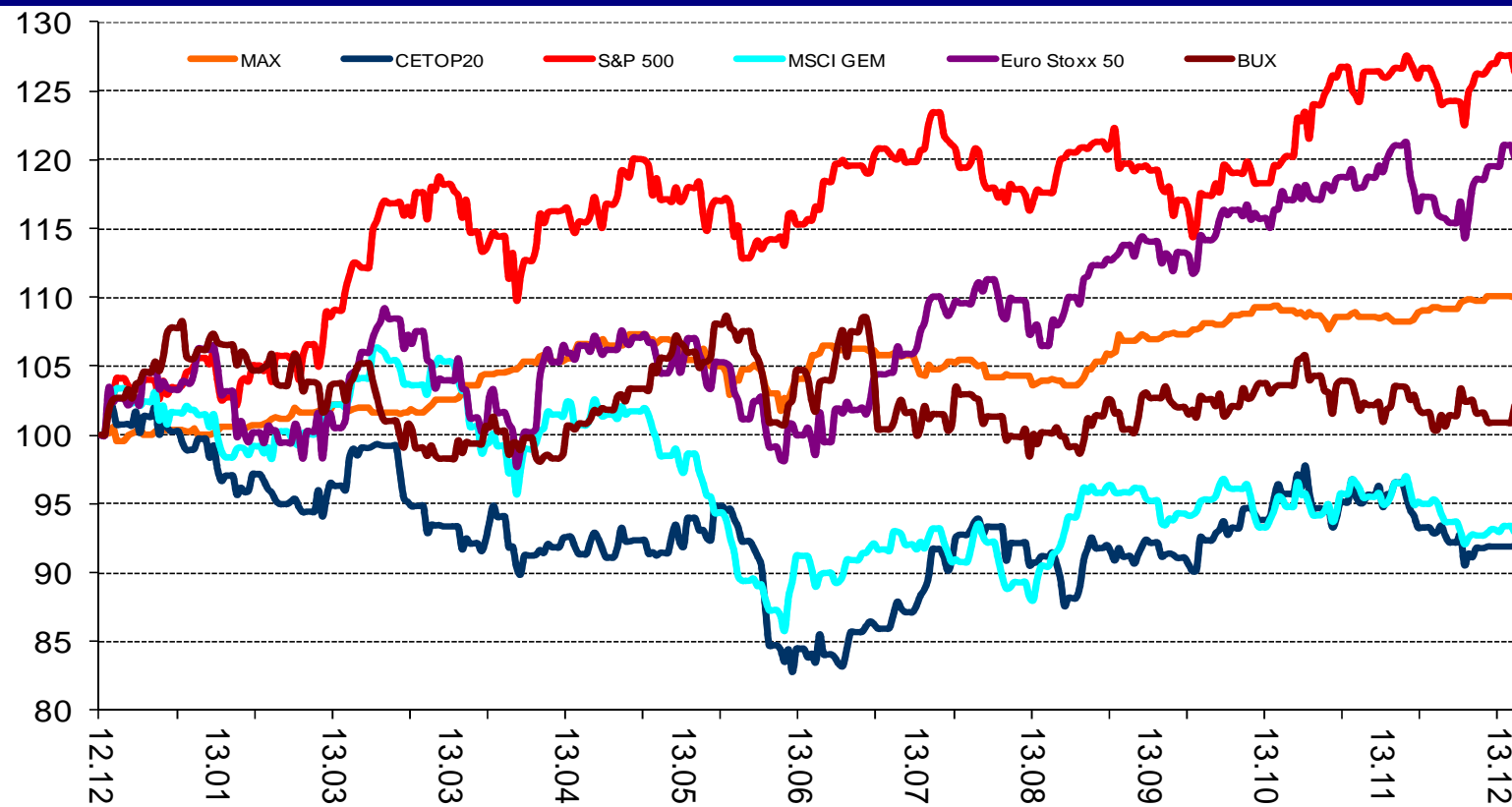
Főbb indexek alakulása 2013 Q4-ben (HUF-ban és saját devizában)



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

Indexek alakulása

Főbb indexek alakulása (2012.12.31-2013.12.31. HUF-ban)



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

Globális trendek I.

EMU: ECB kamatcsökkentés, alacsony növekedés, kiugró munkanélküliség, bankunió

- Viszonylag nyugodt negyedévet tudhat maga mögött az EU, 2013 utolsó három hónapjában komolyabb turbulenciákat nem tapasztalhattunk. A kötvényhozamok lassú emelkedése a világpiaci trendbe illett (FED tapering várakozások erősödése/visszahúzódása mentén). Komolyabb változást csak az ECB kamatcsökkentése, illetve az utána kiadott, támogató kamatpályát előrejelző kommentárok okoztak. Az alapkamat 25 bp-os mérséklésére az alacsonyabb inflációs előrejelzések és a gyengélkedő növekedés miatt volt szükség. A teljes eurozóna gazdasága stagnált, ezt kritikusan magas, 10% feletti munkanélküliség kísérte. Európa defláció felé halad, folyamatai kellemetlen analógiát mutatnak a Japánban megismert „elvesztett évtizedében” tapasztaltakkal. Az ECB lépése ezt hivatott enyhíteni.
- 2013Q4 jelentős vívmánya volt a bankunió irányába tett jelentős előrelépés. Az erős német befolyással meghozott reform lényege, hogy az EU 2026-ra egy 55 milliárdos alapot hoz létre, mely összetett, de mégis átlátható kritériumok alapján adhat segítséget bajba jutott bankoknak. Lényeges szempont, hogy a kimentés már nem a költségvetésekből történik (nem adófizetők pénzén rendezik a banki mérlegeket) a költségekből sokkal nagyobb részt vállalnak a kötvény és részvénytulajdonosok. A folyamat pozitív, de a megvalósítási terv még rengeteg kérdést hagyott nyitva, így nem tudta érdemben csökkenteni az EU bankrendszerével kapcsolatos aggodalmakat.
- A következő hónapok vízválasztók lehetnek az EU-ban: egyrészt több „kimentett” ország is vissza kíván térni a piaci finanszírozáshoz, másrészt a FED tapering megindulása miatt szűkülő likviditás magasabb volatilitás és erősebb piacok közötti differenciálást eredményez, ami az alacsony növekedés és a rendkívül magas munkanélküliség miatt finanszírozási és politikai feszültségeket, sőt akár újabb jegybanki beavatkozást is eredményezhet

Globális trendek II.

USA: Javuló mutatók, megindult a QE program kivezetése (tapering)

- Az Egyesült Államok gazdasága kiegyensúlyozottabb növekedési képet mutatott 2013 Q4-ben, s ez kellő teret biztosított a FED mennyiségi könnyítési programjának megváltoztatására. Az USA jegybankja 10 mrd dollárral mérsékelte az eszközvásárlásokra fordított havi keretet, ezzel megindult a tapering. A lépésnek komolyabb piaci hatásai nem voltak: a várakozások szinte teljesen beárazódtak már a hozamszintekbe. (A FED fordított repo műveletekkel az eddigieknél aktívabban kívánja majd irányítani a rövidebb kamatok alakulását is)
- A két éves költségvetési megállapodás elfogadásával a fiskális oldalon a következő időszakban komolyabb akadályokkal nem találkozhatunk, ám a munkaerőpiaci és feldolgozóipari folyamatok még nem mutatnak egységesen pozitív képet. Az aktivitási ráta közel 30 éves mélyponton van, a foglalkoztatás bővülése elmaradt a várttól, a munkanélküliségi ráta elsősorban adminisztratív okok miatt mutatott jelentősebb javulást. Az új munkahelyek között az idénymunkák aránya különösen magas, így a bővülés nem csapódik le a fogyasztás javulásában (sőt a rendelkezésre álló jövedelem hónapok óta esik).
- Az Egyesült Államok előrébb tart a kilábalásban, mint Európa vagy Ázsia gazdaságai, ez a monetáris politikában és a kamatkörnyezet alakulásában is tetten érhető, de a korrekció még gyenge lábakon áll. A gazdaságban lévő extra likviditás lassú kivezetésének elindítása befektetői oldalon szigorúbb kockázati elemzéseket hozhat, ami a most tapasztalható torzult eszközértékeltségi szinteket alaposan megváltoztathatja. Komoly kockázatot látunk a részvényt piacok árazásában, ahol az implikált bevételi mutatószámok jelentősen meghaladják a történelmi átlagot, így azt sem tartjuk kizártnak, hogy 2014-ben nagyobb részvényt piaci korrekció és a QE kivezetésének átalakítása is bekövetkezhet.

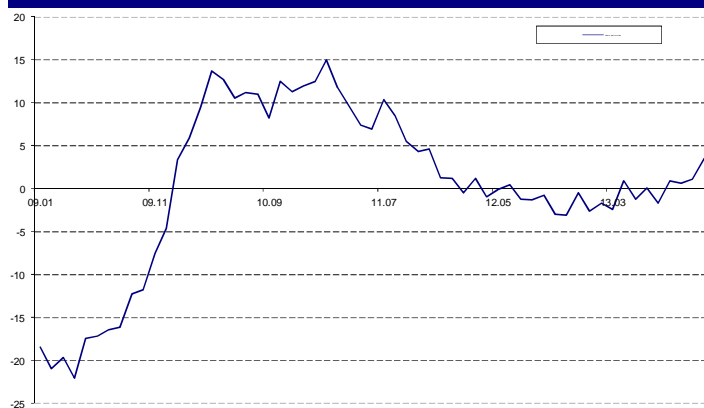
Globális trendek III.

Ázsia: Japán – mennyiségi könnyítés, Kína – gazdasági irányváltás

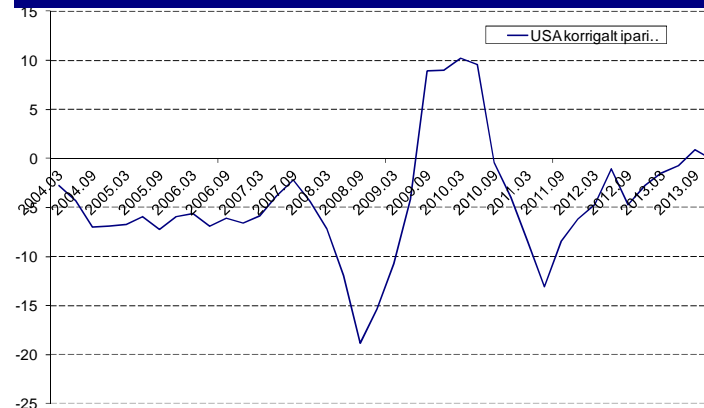
- Ázsia gazdasági folyamatait két fő tényezőre bonthatjuk: 2013 Q4-ben Japánban folytatódott a mennyiségi könnyítés az új gazdaságpolitikai rezsim alatt, mely eleinte látványos eredményeket hozott a növekedési adatokban, később azonban lendületét veszítette. A piacokra pumpált likviditás nem talált utat a reálgazdaságba, így az a befektetők eszközvásárlásokra használták fel (így komoly pozitív hatás nélkül emelkedett tovább az összevételekből adósságtörlesztésre fordított arány). A folyamatnak az európai peremállamok adósságának finanszírozására volt leginkább kedvező hatása: a japán befektetők eddig nem látott mértékben vásároltak portugál, görög, ír és olasz állampapírokat. A szigetország várakozásaink szerint folytatja ezt a politikát, megpróbál kilépni az évtizedes deflációs környezetből.
- Kína feldolgozóiparának bővülési üteme érzékelhetően lassult a negyedik negyedévben. Ennek legfontosabb oka a gazdasági vezetés által elfogadott módosítások állnak, melyek az alacsony megtérüléssel járó beruházások helyett urbanizációs programra és az ezzel járó fogyasztásbővülésre, infrastrukturális fejlesztésekre helyezte a hangsúlyt. Nem szabad azonban figyelmen kívül hagynunk a kínai pénzügyi közvetítő rendszer súlyosbodó problémáit, melyek komoly teherként jelentkeznek majd a következő hónapokban.
- Az állami irányítású bankrendszer mellett Kínában hatalmas méretű „árnyék bankrendszer” nem, vagy csak alig szabályozott pénzügyi rendszer alakult ki, mely gyakorlatilag korlátozás nélkül nyújtott hiteleket és bővítette a gazdaságban mozgó pénz mennyiségét. A finanszírozott beruházások megtérülése alacsony, a nem teljesítő hitelek aránya ugrásszerűen bővül, az átláthatatlanság miatt a helyzet kezelése komoly növekedési és politikai kockázatot jelent majd Kínának, és érdemben visszafoghatja a világgazdaság növekedési ütemét 2014-ben.

Globális trendek IV.

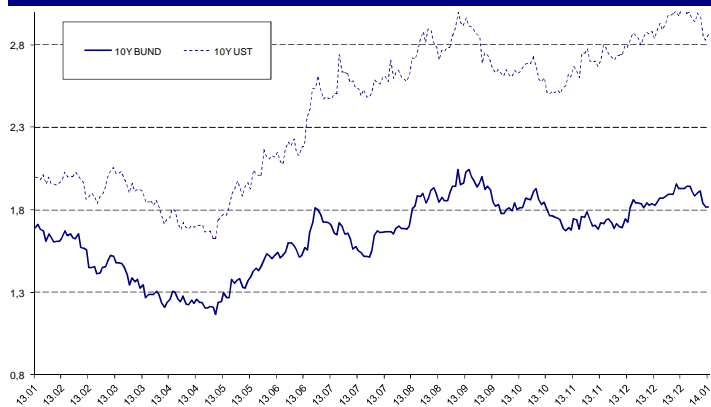
Német ipari termelés év/év



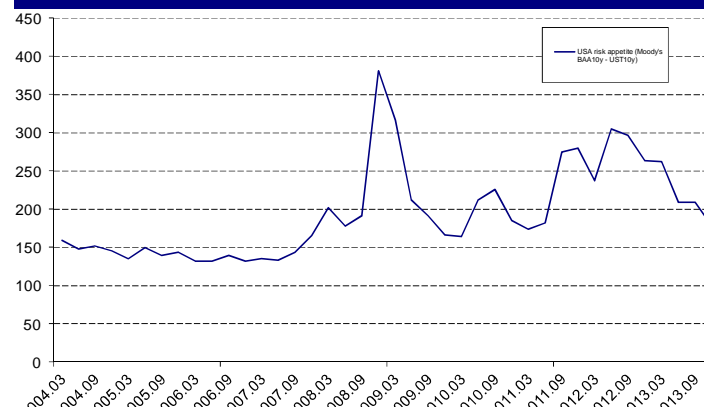
USA ipari termelés - készletállomány változás



10Y UST és 10Y Bund



USA risk appetite



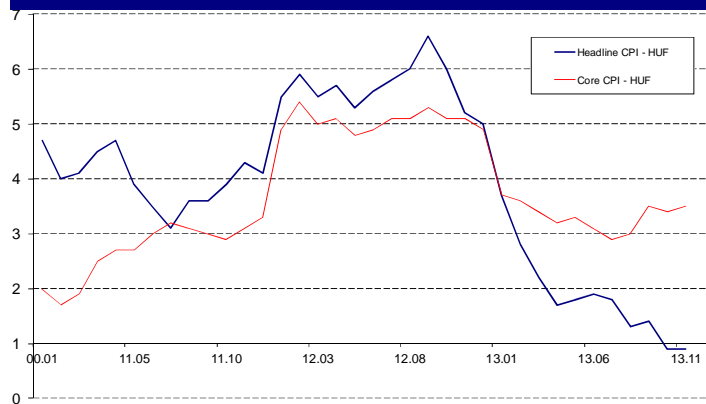
Hazai makrofolyamatok I.

Újabb kamatcsökkentések, élénkülő ipar, erős külkereskedelmi aktívum

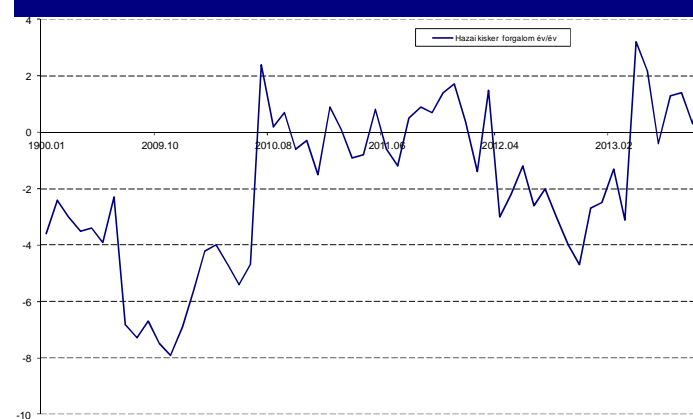
- Gyenge keresleti oldali aktivitás, visszafogott növekedés és a rezsicsökkentések miatt jóval a középtávú cél alá eső infláció jellemezte a hazai gazdaságot 2013 utolsó negyedében. Viszonylag nyugodt befektetői környezet és javuló országgockázati megítélés mellett az MNB folytathatta kamatcsökkentési ciklusát. A kéthetes irányadó kamat év végére 3%-ra csökkent (a jegybank kitarzott a 20 bp-os vágások mellett). Bár a pénzromlási ütem év/év alapon 1% alá esett, nem szabad figyelmen kívül hagynunk, hogy a maginflációs mutató 3% felett ragadt be, ami növelheti a hivatalos fogyasztói kosár és az észlelt infláció közötti eltérést, és visszahúzó erőként működhet 2014-ben, mikor a bázishatások jelentős része eltűnik a rendszerből.
- Ipari termelésünk hosszú idő után visszatért a pozitív tartományba (év/év alapon) az építőipar és a feldolgozóipar élénkülése miatt. A járműipari beruházások aktiválása és termelésük felfutása komoly lendületet adott az exportnak, így külkereskedelmi mérlegünk egyenlege tovább javult (dec vége 803 mio EUR) erős támaszt adva a hazai fizetőeszköznek.
- A foglalkoztatottak száma 2013 év végére 4 millió fölé emelkedett, a munkanélküliségi mutatónk ezzel összhangban 10% alá mérséklődött. A folyamatnak érezhető pozitív hatásai vannak a kiskereskedelem alakulására is, ami a feldolgozóipari folyamatok mellett stabil alapot teremthet a 2014-es tervezett 2%-os növekedéshez.

Hazai makrofolyamatok III.

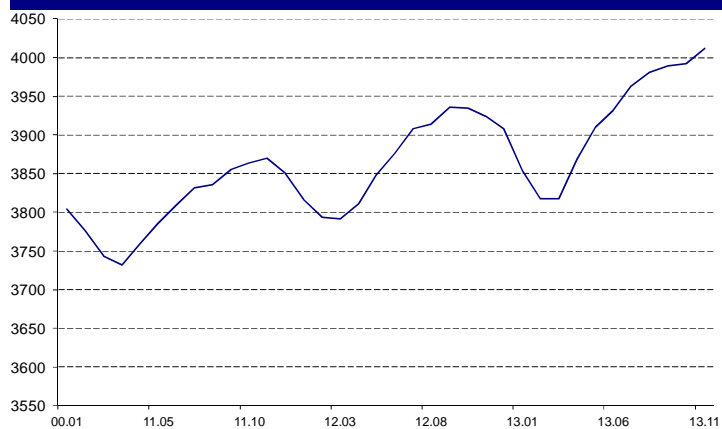
Forint headline és maginfláció alakulása



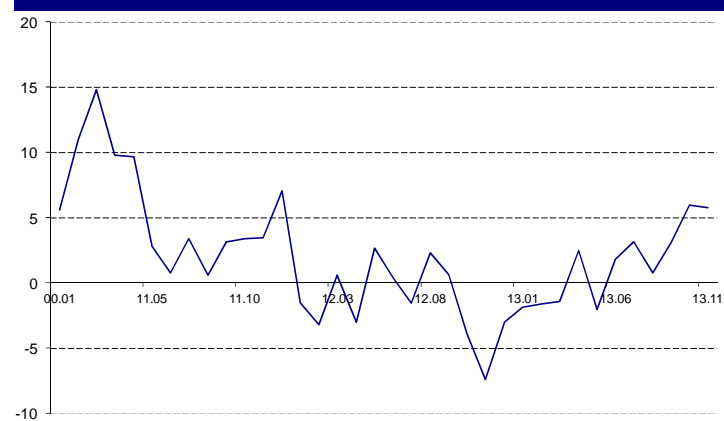
Hazai kiskereskedelem év/év



Foglalkoztatottak száma (e fő)



Ipari termelés év/év



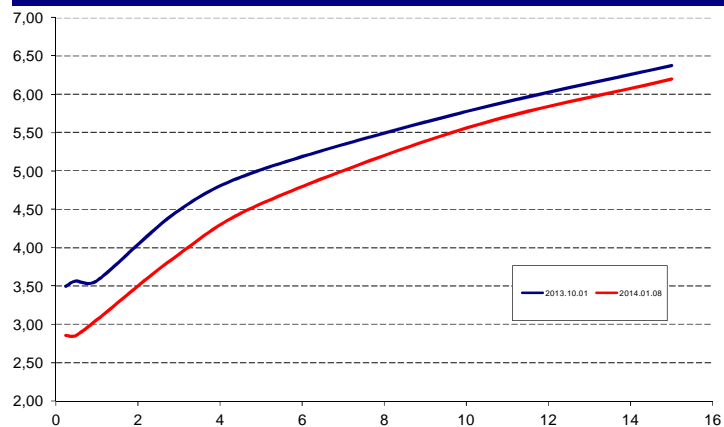
Hazai állampapír-piaci folyamatok I.

Sikeres USD kibocsátás, kiugróan meredek hozamgörbe

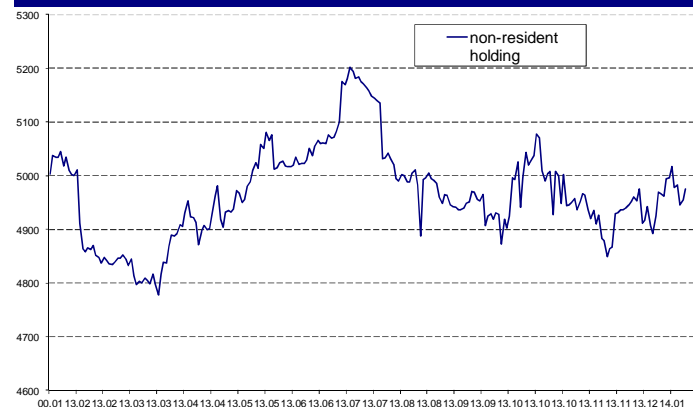
- Az MNB kiszámítható politikája jelentősen csökkentette a másodpiaci jegyzések volatilitását 2013-ban. A 20 bázispontos lépések rendre, fokozatosan beárazódtak az FRA jegyzésekbe, így a döntés, és a viszonylag egységes irányultságot mutató kommentárok sem zavarták meg a folyamatos hozamcsökkenési trendet.
- A negyedév végére a rövid oldali jegyzések 2,8-3% közelébe kerültek, a hozamgörbe leghosszabb lejáratái azonban még mindig 5% feletti szinteken mozogtak, így a hazai hozamgörbe meredeksége történelmi csúcsra emelkedett. A jelenség nem ország specifikus, gyakorlatilag a fejlett és fejlődő piacok mindegyikén hasonló változások mentek végbe. A lengyel másodpiacon például a miénknél is nagyobb eltérést tapasztalhattunk a rövid és hosszú lejáratoknál. Alacsony növekedés és kiugróan alacsony infláció mellett a hazai 5% körüli hozamszintek nehezen kitermelhető kamatkiadásokat eredményeznek, ezt a közeljövőben valamilyen formában kezelni kell. A jelenlegi CDS jegyzéseknél ugyan komoly aggodalomra nincs ok, a globális likviditás megtalálja útját piacainkra, de a core marketekhez viszonyított szűkülő spread-ek korlátozhatják a további erősödést.
- A negyedév során az ÁKK sikeres devizakötvény kibocsátást hajtott végre (10Y USD, midswap + 325 bp), ezzel fedezetet teremtett a 2013-as és a 2014 első negyedévében esedékes kifizetések jelentős részére. A kialakult felár a nagy kereslet miatt kedvezőbb volt, mint az első félévi aukció. Tekintve, hogy az ÁKK prudens módon, túlbiztosítva von be devizaforrásokat, 2014Q1-ben is számíthatunk további kibocsátásra, így időarányos túlfedezéssel, kényelmes mozgástérrel vághat neki az elő félévnek

Hazai állampapír-piaci folyamatok II.

HGB görbe változása



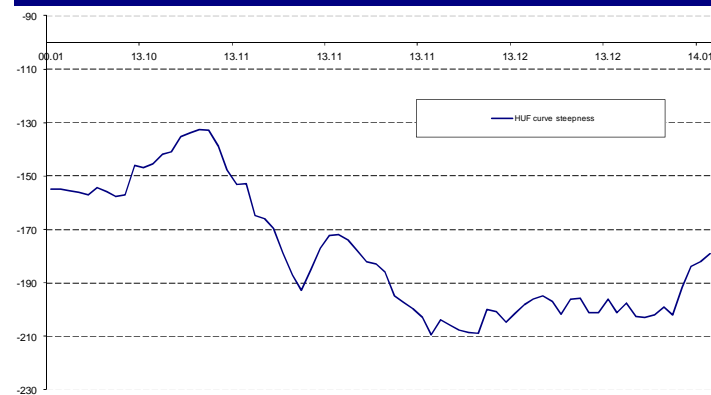
Külföldi befektetők állampapír-állománya



HUF 3x6 FRA



2-10 spread (HUF swap görbe)



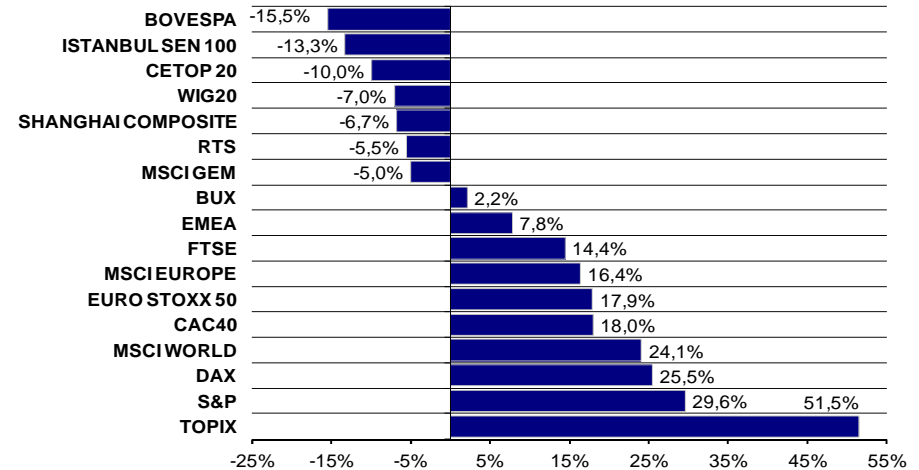
A „great rotation” éve

Kumulált tőkebeáramlás a globális kötvény és részvénypiacokra (2009-13)



Source: EPFR Global, BofAML Global Investment Strategy

A releváns részvényindexek teljesítménye 2013-ban (saját devizában)

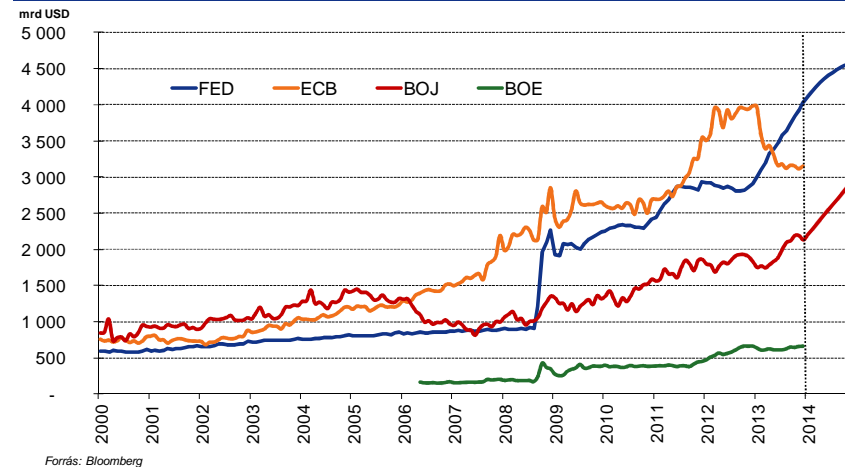


Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

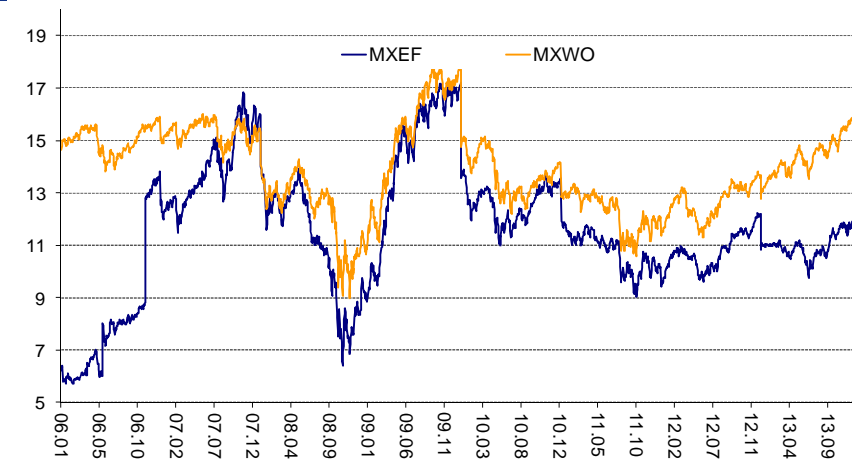
- 2013 a fejlett piaci részvények éve volt. A japán részvények 50%-ot emelkedtek a szuperlaza monetáris politika nyomán, de a „great rotation” jegyében 30%-ot emelkedő S&P500 is a legjobb évét zárta 1997 óta. Az amerikai részvényekével közel azonos mértékben emelkedtek a német papírok is. A DAX 26%-ot, míg a DJ EuroStoxx50 18% emelkedett 2013-ban. A fejlett piaci kötvénytulajdonosok ugyanakkor jelentős értékvesztést voltak kénytelenek elkönyvelni. A hosszú amerikai kötvények mintegy 13%-ot estek a hozamok 100 bázispontot meghaladó emelkedése nyomán. Hasonlóan jártak a német kötvények tulajdonosai is, de ott csak hozzávetőleg 60 bps hozamemelkedés történt az elmúlt 12 hónapban.
- A „great rotation” tehát minden kétséget kizáróan megtette hatását. A válság kezdete óta immár 381 milliárd dollár friss tőke áramlott a globális részvénypiacokra, ráadásul ennek közel fele (!!!) 2013-ban. Mindeközben a kötvénypiacra összességében 682 milliárd dollár, viszont Bernanke tavaszi, első „tapering” beszéde óta innen hozzávetőleg 100 milliárdot vontak ki a befektetők, ami jól láthatóan a fejlett részvénypiacokon landolt.

Ismét eltávolodott a fejlett és feltörekvő részvények értékeltsége

FED, ECB, BoJ és BoE mérlegfőösszeg alakulása



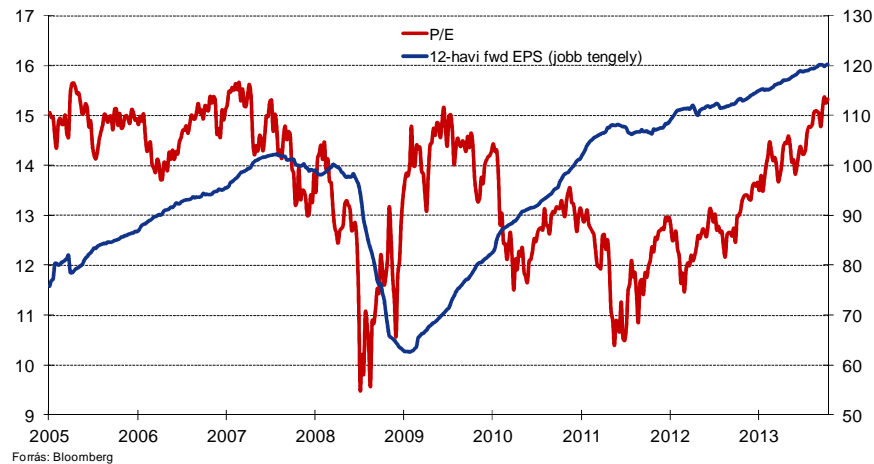
MSCI EM vs MSCI DM előretekinő P/E



- A két eszközosztály (fejlett részvény, fejlett kötvény) közötti tőkeáramlásra kívül továbbra is a FED monetáris lazításának „áldásos” hatása volt a meghatározó. A Fed kommunikációjából következő elemzők elsöprő többsége szeptemberre várta a QE mennyiségének csökkentését, az azonban egészen decemberig váratott magára. Az összesen 10 milliárd dolláros vágás egyáltalán nem rázta meg a piacokat, sőt a jó GDP és vártak megfelelő foglalkoztatási adatok láttán még tovább emelkedtek az amerikai részvényárfolyamok.
- Eközben a feltörekvő piacok nagyon gyenge teljesítményt nyújtottak; az MSCI feltörekvő piacokat tömörítő indexe 5%-ot veszített értékéből. A két nagy régió nagy mértékű ellentétes irányú mozgásának következtében a feltörekvő piacok diszkontja ismét 30% körüli szintre tágult, amit utoljára 2006-ban láthattunk. Leginkább a nagy forrásigényű, kevésbé stabil, magasabb folyó fizetési hiánnyal rendelkező – ezért a globális likviditásbőségtől leginkább függő – országok részvényei zuhantak (Brazília, Törökország stb)

Részvénypiacok: Amerika volt az egyik favorit

S&P500 index EPS várakozás és P/E



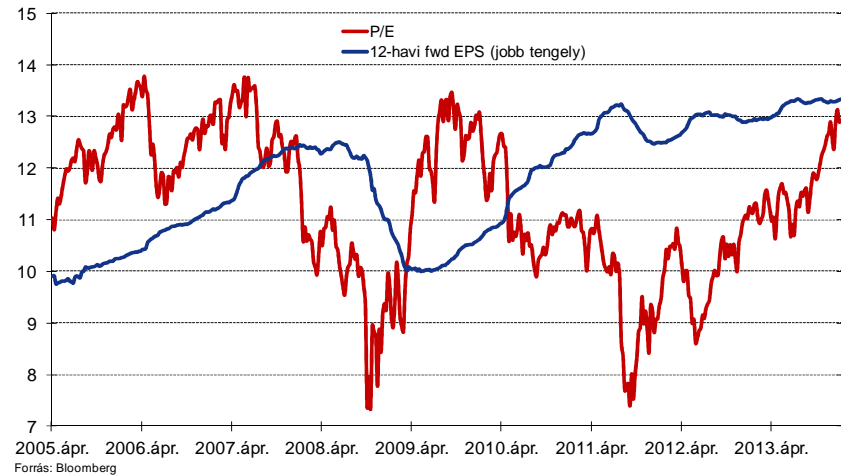
A FED QE programjai és a részvénypiacok



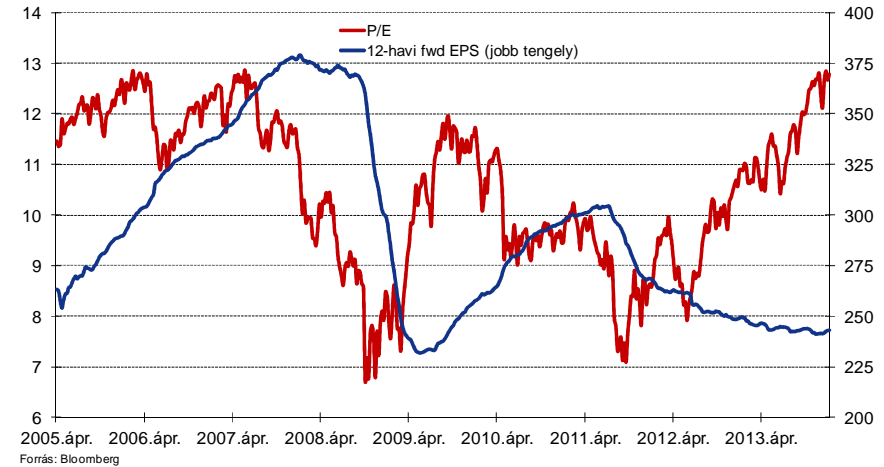
- Az amerikai részvénypiac 30%-os szárnyalása mögött elsősorban az értékeltség emelkedése állt, hiszen az eredményvárakozások mindössze 6%-kal növekedtek az év során. Az 2013 év eleji 113 dollár EPS várakozás mostanra 120 dollárra nőtt, és idén sem várható ennél nagyobb bővülés. Ezzel szemben a P/E ráta 12,5-ről 15 fölé emelkedett. Kicsit másképpen fogalmazva, az „equity risk premiumok” csökkentek csupán, amivel a kötvényekhez képest mért elárzás mérséklődött. Az értékeltség további növekedésében már kevés potenciált látunk, így 10% körüli emelkedés 2014-ben még lehet az indexben, de ennél szignifikánsan nagyobb mértékű bővülés jelenleg túlzottan merész várakozás lenne.
- A FED 2013 decemberében megkezdte a „tapering”-et, vagyis a QE3 csökkentését. Úgy tűnik a májusban megkezdett kommunikáció végülis sikeresnek mondható, hiszen az első 10 mrd dolláros vágást a részvénypiac nagyobb megingás nélkül tudomásul vette.

Részvénypiacok: a DAX az európai piacok motorja

DAX index EPS várakozás és P/E



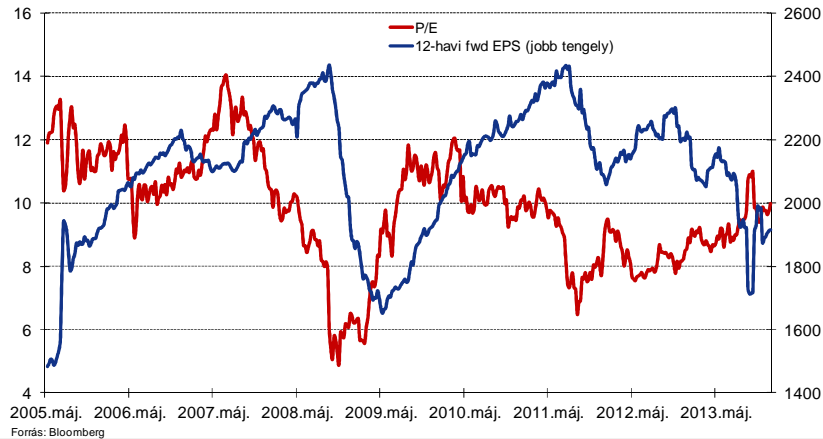
DJ EuroStoxx50 index EPS várakozás és P/E



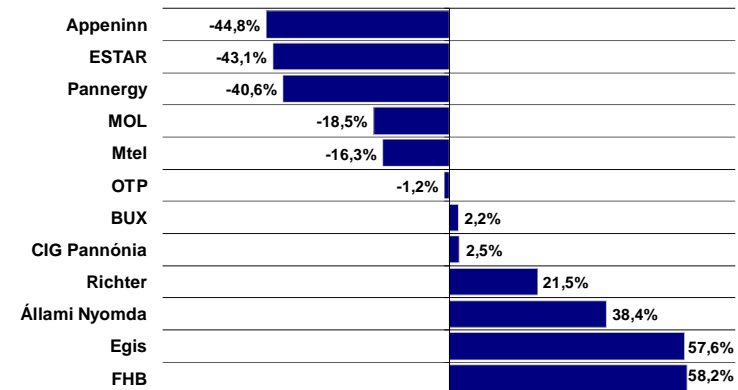
- Az európai részvénypiacok is szépen teljesítettek. Közülük is kiemelkedett a DAX, mely 26%-kal zárta magasabban 2013-at az előző évi utolsó értékénél, miközben az eurózónás átlag 18% volt.
- A DAX index részvényei is csupán 6%-os eredménybővülést tudtak felmutatni, így az index szárnyalása nagyrészt itt is az értékeltségi szintek jelentős növekedésének volt köszönhető. A német P/E immár 13, míg egy évvel korábban épphogy csak átlépte a 11-et. Ennél még egy fokkal figyelemre méltóbb a EuroStoxx50 index árazása, mely rendkívül nagyvonalúvá vált az év végére (szintén 13-as P/E), miközben a tavalyi évben a cégek elkövetkező 12 hónapra várható EPS-e 2,6%-kal csökkent. Az európai fiskális szigor tehát erősen rányomja bélyegét a társaságok eredménytermelő képességére is, de úgy tűnik a befektetők 2-3 éves időtávon jelentős eredménynövekedést áraznak be.

Részvénypiacok: a magyar index stagnált

BUX index EPS várakozás és P/E



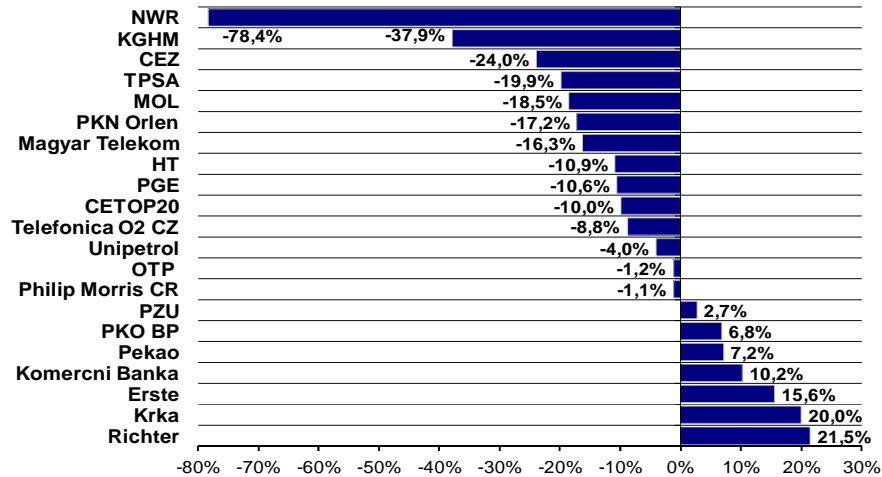
Főbb magyar részvények teljesítménye 2013-ban



- A BUX index marginális 2,2%-os emelkedést produkált 2013-ban. Blue-chip részvényeink közül mindössze a Richter tudta megközelíteni a fejlett piacok eredményeit és 21,5%-ot erősödött az év során. Ezzel szemben a OTP 1,2%-ot, az MTEL 16,3%-ot, míg a MOL 18,5%-ot csökkent.
- A gyógyszerpapír kiváló teljesítményét a jó eredmények, az MSCI indexbe való visszakerülés és a Servier Egisre tett nyilvános vételi ajánlata is segítette. És ami szintén nagyon fontos, a stratégiai megállapodásnak megfelelően a kormány a gyógyszeresektort nem sújtotta különadókkal. Másik három fő részvényünk már kevésbé volt szerencsés; kedvezőtlen iparági trendek, élesedő versenyhelyzet és különadók sora gátolta az eredményesség javulását, s így a részvényárfolyamok emelkedését. A MOL esetében a helyzetet tovább rontotta a horvát kormánnyal fokozatosan élesedő vita az INA irányításáról, melynek csúcspontja a Hernádi Zsoltra kiadott nemzetközi elfogatóparancs volt. Az Magyar Telekom tulajdonosai valószínűleg kénytelenek lesznek lemondani a 2014 tavaszi osztalékról, hiszen ekkora mértékű adóztatás mellett az eladósodottsági politika keretein belül már nem tudják kigazdálkodni a frekvenciatenderekre kifizetendő összegeket. Az OTP-t a visszamenőlegesen kivetett tranzakciók illeték, a devizahitelek felszámolása mellett elkötelezettséget kommunikáló kormány és az elnök vezérigazgató nagyobb volumenű eladásai gátolták a jobb szereplésben. Az orosz leányvállalat rendkívül gyenge teljesítménye már csak szakmai körökben került szóba, mint az árfolyamra ható negatív tényező. Az OTP esetében 2014 első negyedéve is jelentős izgalmakat tartogat, hiszen a Kúria jogegységi határozatát követően vezető politikusok törvényhozási megoldást helyzetek kilátásba még a parlamenti választások megtartása előtt.

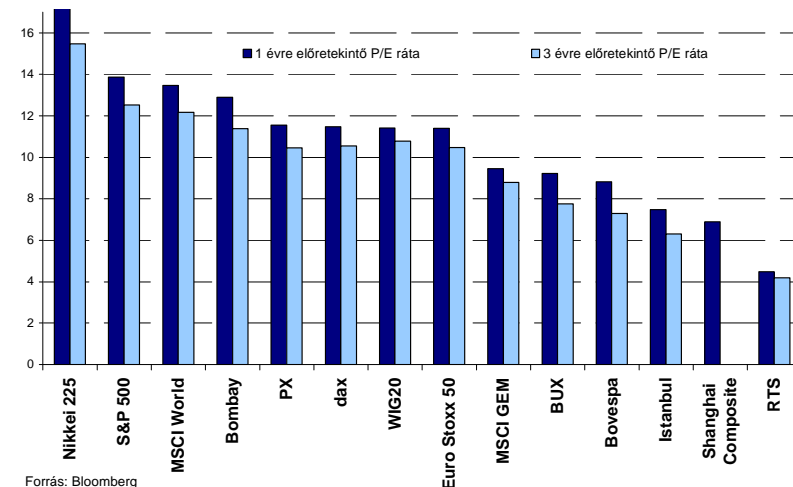
Részvénypiacok: A CEE régió mélyen alulteljesített

CETOP20 tagok teljesítménye 2013-ban



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

1 és 3 évre előretekinthető P/E ráták



Forrás: Bloomberg

- A CE3 régió másik két országának tőzsdéje még a magyarnál is gyengébben teljesített 2013-ban. A lengyel WIG20 7%-ot, míg a PX 5%-ot esett az év során. A WIG20 a 2012-es évet egy nagy emelkedéssel zárta, mellyel a részvények árazása kissé feszítetté vált, így már a bázis is magas volt. Ehhez jött a lengyel gazdaság szárnyalásának megtorpanása, mely a vállalati profitvárakozásokat is alaposan lehűtötte. A végső csapást a nyugdíjpénztárak államosítása jelentette, mellyel féltő, hogy a lengyel részvények iránti lokális kereslet megcsappanhat. Különösen a bankok és PKN árazása kimagasló a régiós szektortársakhoz képest. A Bank Pekao például október végén még 18-as P/E rátán forgott, miközben az OTP azonos értékeltségi mutatója 8, az Erste Banké pedig 11.
- A cseh piacon inkább egyedi társasági tényezők játszották a jelentősebb szerepet, de az őszi parlamenti választások is magas volatilitást okoztak, hiszen az extra telekom, energia és bankadó bevezetését zászlajára tűző szociáldemokrata párt elsőprő győzelmét várták a piaci szereplők, mely végül nem következett be. A választásokat ugyan megnyerték, de koalícióra kényszerültek, így a szektoradók egyelőre nem kerülnek bevezetésre. Az év végén a jegybank a korona gyengítése mellett tört lándzsát. A CNB intervenciójának és sikeres kommunikációjának következtében az EURCZK 25,5-ről 27,5-re gyengült.

E-Star

Az E-Star Alternatív Nyrt. csődegyezségének végrehajtása utolsó fázisaként a Társaság hitelezői részére kiosztásra kerültek követeléseik fejében az egyezség értelmében nekik járó részvények.

A kiosztásra került részvényekkel november 25-én indult el a tőzsdei kereskedés és amint arra számítani is lehetett, a hitelezők egy része jelentős mennyiségű részvényt kívánt eladni, így az árfolyam meredek esést követően 100 Ft-nál érte el lokális mélypontját. Ezt követően erős kilengésekkel emelkedés indult, de ilyen rövid idő elteltével ezt még bizonyára korai lenne trendszerűnek nevezni. Az árfolyam mélypontja erősen emlékeztet a csődeljárást megelőzően a Társaság által a kötvényekre bejelentett 26%-os árszintre (emlékeztetőül: a kötvények névértékét 366 Ft-os árfolyamon konvertálva jutottak a kötvényesek részvényekhez, vagyis a 26%-os kötvényárfolyamnak megfelelő részvényárfolyam $366\text{Ft} * 0,26 \sim 95\text{Ft}$).

A felszámolás kockázata az csődegyezség megszületésével és végrehajtásával enyhült, illetve mostanra nagyon alacsonnyá vált, hiszen a Társaság megszabadult fojtogató adósságától.