

Vagyonkezelői beszámoló az Allianz Nyugdíjpénztár Igazgatósága részére 2011. IV. negyedév

Budapest, 2012. január 10.

Allianz 

Portfólió teljesítmény

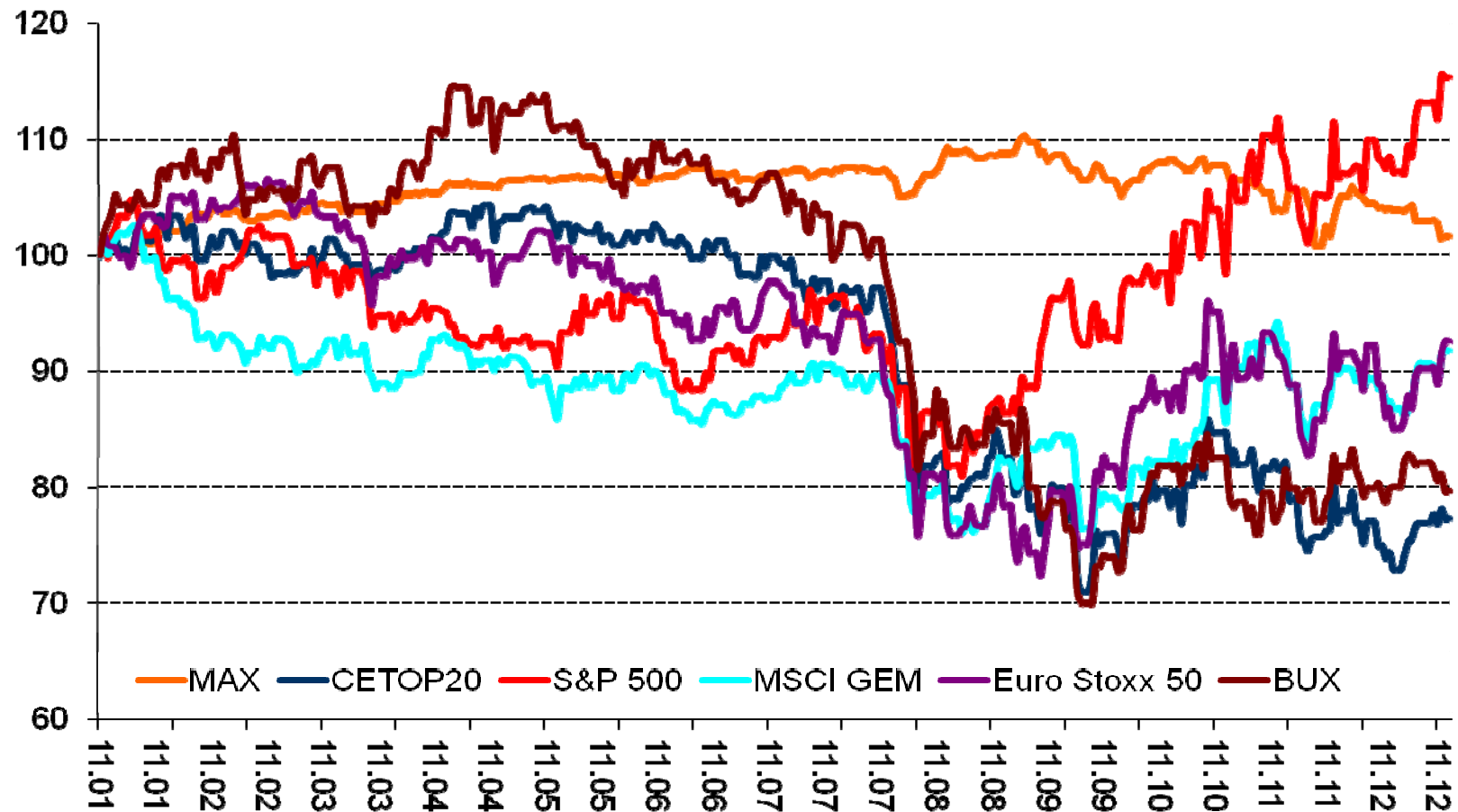
Portfóliók teljesítménye 2011.09.30-tól 2011.12.31-ig

Portfóliókezelte alapok	Portfóliókezelői bruttó hozam	Benchmark hozam	Alul / Felülteljesítés	Kezdő dátum	Kezdő vagyon	Záró dátum	Záró vagyon
Magán Klasszikus	0,74%	0,72%	0,03%	2011.09.30	651 137 632	2011.12.31	643 907 480
Magán Kiegyensúlyozott	-0,37%	-0,51%	0,13%	2011.09.30	3 610 067 612	2011.12.31	3 584 267 502
Magán Növekedési	3,73%	3,46%	0,27%	2011.09.30	17 400 335 437	2011.12.31	18 103 276 324
Magán Függető	1,47%	0,72%	0,75%	2011.09.30	212 478 300	2011.12.31	207 278 299
Magán LIK_MUK	1,42%	0,72%	0,70%	2011.09.30	21 022 064	2011.12.31	23 690 186
Önkéntes Klasszikus	0,84%	0,72%	0,13%	2011.09.30	3 042 609 444	2011.12.31	2 902 425 620
Önkéntes Kiegyensúlyozott	-0,26%	-0,36%	0,10%	2011.09.30	95 512 524 718	2011.12.31	94 205 927 671
Önkéntes Középutas	1,84%	1,30%	0,54%	2011.09.30	3 025 766 820	2011.12.31	3 045 097 426
Önkéntes Növekedési	4,75%	3,98%	0,77%	2011.09.30	4 127 305 479	2011.12.31	4 446 227 309
Önkéntes Kockázatvállaló	10,79%	10,17%	0,63%	2011.09.30	1 191 365 946	2011.12.31	1 379 915 257
Önkéntes Függető	1,55%	0,72%	0,83%	2011.09.30	122 735 829	2011.12.31	431 091 929
Önkéntes Szolgáltatási	1,13%	0,72%	0,41%	2011.09.30	228 752 713	2011.12.31	227 714 270
Önkéntes LIK_MUK	0,95%	0,72%	0,23%	2011.09.30	1 162 509 010	2011.12.31	1 064 636 737

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 alakulása (HUF-ban)



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

Globális trendek I.

EMU - a válság következménye: jelentős lépés az integráció felé

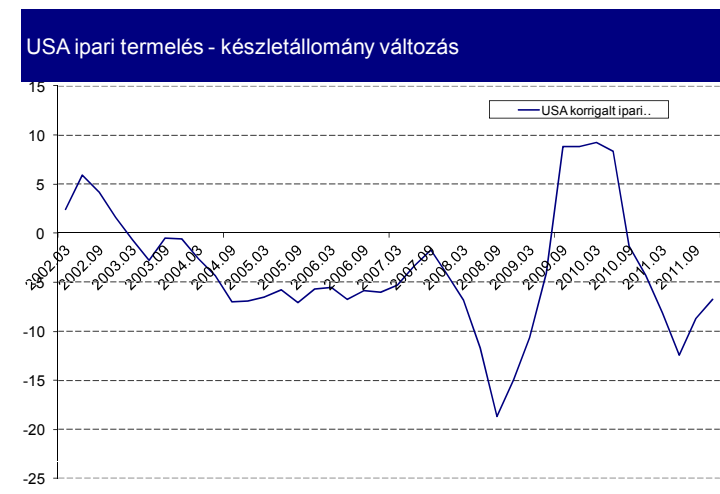
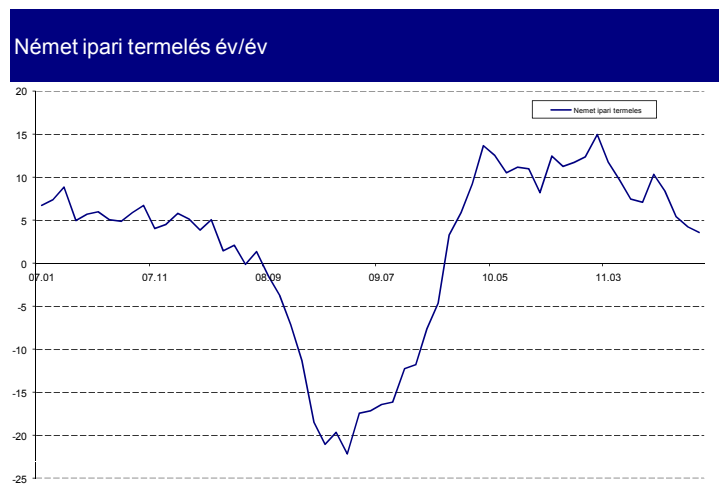
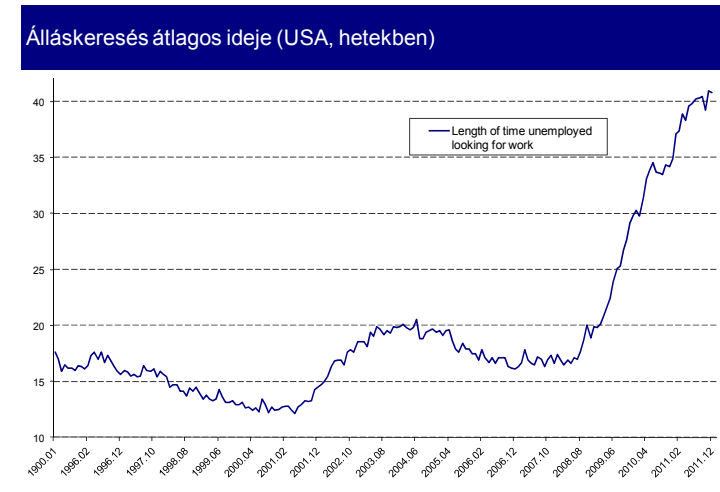
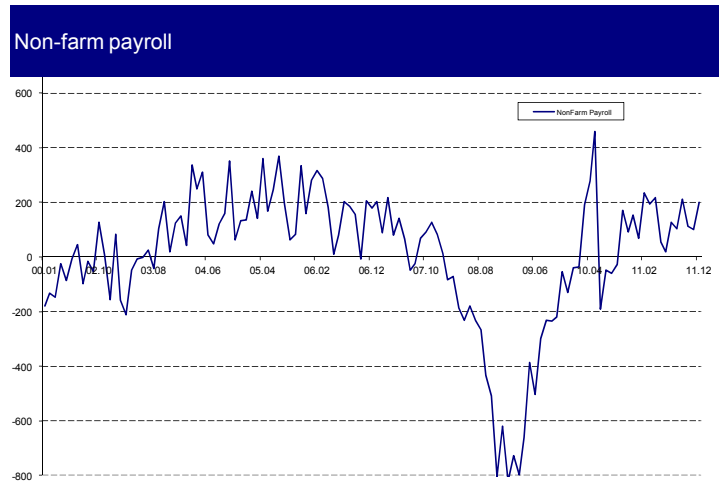
- 2011 legfontosabb kérdése Európában természetesen a monetáris unió sorsa volt. A tagállamok költségvetési folyamatainak fenntarthatatlansága és a rossz globális növekedési kilátások felszínre hoztak minden korábban a növekedés által elfedett problémát. A peremországok kénytelenek voltak felvállalni a szociális feszültséggel járó költségvetési megszorításokat, így hozzájuthattak az EU-IMF közös hitelprogramja által nyújtott forrásokhoz (ellenkező esetben fenntarthatatlan hozamszinteken kellett volna forrást bevonniuk). Több ország esetében azonban a politikai fordulat és a határozott tervek nem bizonyultak elegendőnek, a megvalósítás a bürokratikus akadályokon elbukott. Bár az EU fiskális integrációs törekvései a válság tovaterjedését voltak hivatottak ellensúlyozni, ellenőrző illetve bármilyen nemű visszacsatolási mechanizmus nélkül komoly hatása nem volt a központi bírálóknak. Az ingatag globális befektetői hangulatban a bankrendszer tőkeellátottsága bizonyult a pénzügyi „fertőzés” terjedési útvonalaának, ezt ellensúlyozandó az EU eszközvásárlási programot indított az ECB-ben és 3 hónapról 3 évre hosszabbította a LTRO (Long Term Refinancing Operation) futamidejét, egyúttal kibővítette az ECB repo képes értékpapírok körét.
- Év végére komoly összefogást láhattunk a világ nagy jegybankjaitól az USD források árának szabályozásában, ez vélhetően kifogja a szelet az EUR ellen spekulálók vitorláiból. Az EMU-ban (túl két kamatcsökkentésen) a helyzet valamelyest rendeződni látszik: a Basel III kritériumrendszer átmeneti lazításai ellenére (kockázati vizsgálatok után) komoly tőkeemelésre kötelezték az európai bankokat, az ECB a LTRO-n keresztül egyfajta mennyiségi könnyítési folyamatot indított meg, német vezetéssel az északi államok egyre összehangoltabban képviselik az uniós szintű fiskális politika fontosságát, de egyre inkább úgy tűnik, hogy ennek árát (ESM korai indítása) is hajlandóak vállalni.

Globális trendek II.

USA: emelkedő munkanélküliség és alacsony fogyasztás

- Az Egyesült Államok gazdasága a mennyiségi könnyítések és az állampapírpiac jegybanki megsegítése (operation twist) sem tudott lábra állni 2011-ben, ezekkel a lépésekkel csak a drámai vagyonhatást, azaz a piacok összeomlását sikerült elkerülni. A fogyasztás meg sem közelítette a válság előtti szinteket, a pénzügyi szektoron keresztül nem jutott pótlólagos likviditás a cégekhez (a credit easing ellenére sem), a központi költségvetés mozgásterét pedig a demokraták és a republikánusok között kialakult patthelyzet és az adósságplafon korlátozta. Bár a havi munkapiacok szerint 2011-ben 1,64 millió új munkahely keletkezett, hasonló növekedési ütemmel számolva még 5 évre lenne szükség, hogy a munkahelyek száma az USA-ban elérje a válság előtti szinteket. Év végére a tengerentúlon a munkanélküliségi ráta 9% alá esett, ám ez csak a statisztikai módszertannak köszönhető. Sokkal fájdalmasabb tény, hogy a munkakereséssel töltött idő már majdnem elérte a 41 hetet. Ilyen munkapiaci környezetben nem meglepő, hogy az amerikai gazdaság motorját jelentő kiskereskedelmi fogyasztás sem tudott magára találni: az év végi fellendülés is vélhetően csak egyszeri tételeknek köszönhető – amit a fogyasztási hitelek állományának megugrása is jelez.
- 2012-ben sem számítunk érdemi javulásra az USA esetében: választási év lévén a republikánusok várhatóan politikai kérdést csinálnak minden központi kiadási kérdésből, s amíg nem élénkül a hitelkereslet, a gazdaság nulla közeli növekedésben és likviditásbőségben reked. Központi kiadás nélkül azonban sem a feldolgozóipar, sem a fogyasztás, sem a hitelezés nem élénkíthető – ráadásul a várható ECB mérlegfőösszeg növelés miatt gyengülő euró rontja az amerikai exportőr cégek versenyképességét is. Mindezek függvényében nem tartjuk kizártnak, hogy az amerikai jegybank szerepét betöltő FED megindítja a mennyiségi könnyítés harmadik körét is.

Globális trendek III.



Hazai makrofolyamatok I.

Alacsony növekedés, aggasztó költségvetési folyamatok

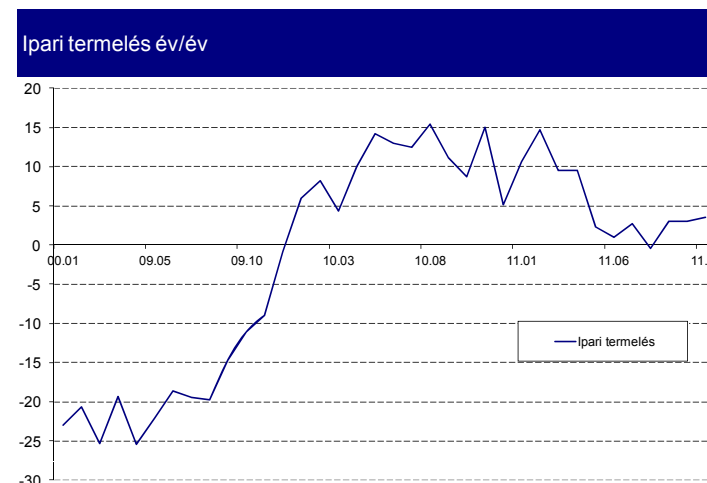
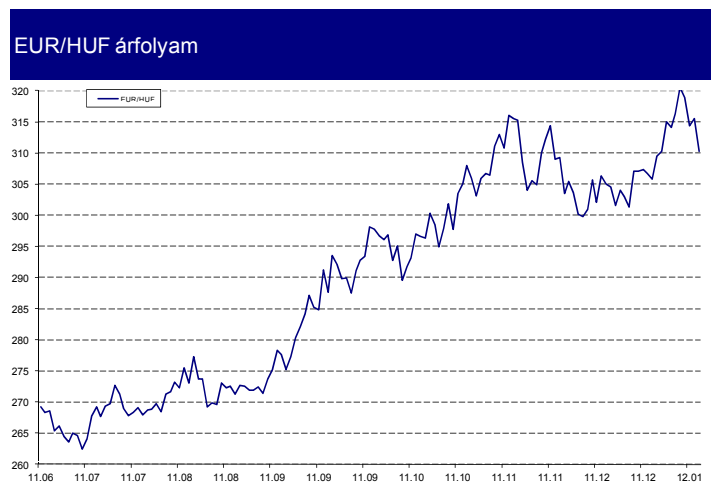
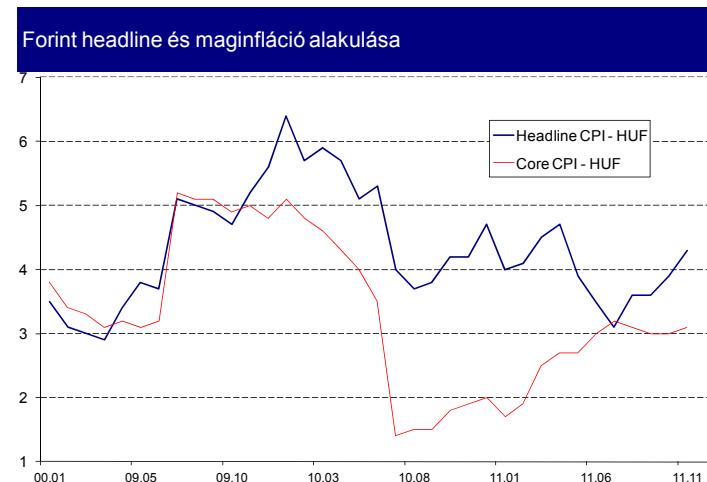
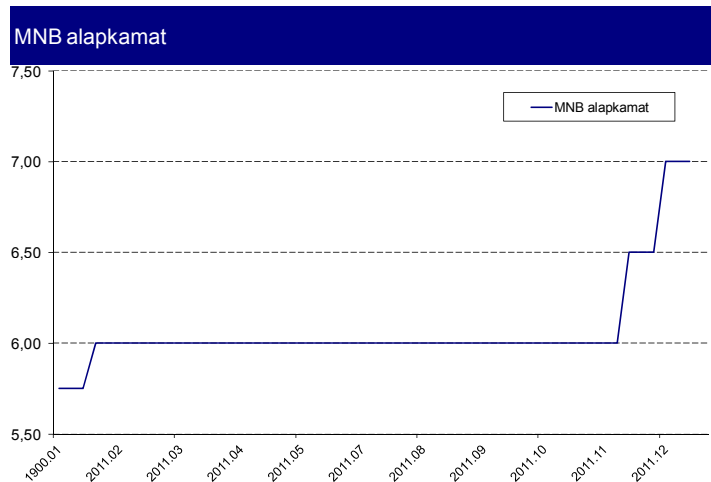
- Kiábrándítóan alacsony növekedési ütem mellett vészelte át a gazdaság a 2011-es évet. A rossz nemzetközi gazdasági környezet mellett a belső folyamatok sem segítették az eredetileg tervezett bővülési ütem elérését.
- Fogyasztásunk harmatgyenge volt, a kiskereskedelmi forgalom év/év szinten nulla körül mozgott, nominális szintje meg sem közelítette a válság előtti értékeket. A központi költségvetésnek nem volt elegendő mozgástere beruházás-ösztönző programok indítására, egyedül az export szektor tartotta a lelket a gazdaságban. Ez utóbbi szektor viszont kiemelkedően jól teljesített, a külkereskedelmi mérlegünk és a folyó fizetési mérlegünk is kiemelkedően jó lett (ez jó ideig stabilan tudta tartani a forintot).
- Ahogy az várható volt, belső fogyasztásunk nem veszélyeztette az inflációs kilátásokat, ám a magas nyersanyag és üzemanyagárak (forintban számolva) illetve az adóemelés feljebb nyomta az árszinteket. Ennek ellenére az MNB nem kényszerült volna a jegybanki alapkamat emelésére, hiszen az előrejelzési horizont végére a pénzromlás üteme (felülről) közelítette volna a célértéket, ám a belső folyamatok miatt kialakult bizonytalanság arra kényszerítette a Monetáris Tanácsot, hogy 2011 végén két 50 bázispontos lépéssel 7%-ra emelje alapkamatát. (Az inflációs cél és a gazdasági folyamatok által megkívánt kétfajta kamatpályáról részletes elemzés jelent meg a Jegybanktól a negyedéves jelentésében).
- A 2011-ben megvalósult nyugdíjvagyontranszfer ugyan egyensúlyba hozta költségvetésünket, de a többször módosított célérték és az egyszeri tételek (kiadási és bevételi oldalon egyaránt) ellenére látható, hogy a jelenlegi költségvetési folyamatok nem egyeztethetőek össze a kedvezőtlen külső gazdasági környezettel, hazánk gazdasága nem tudja kinövekedni hiányát.

Hazai makrofolyamatok II.

Alacsony növekedés, aggasztó költségvetési folyamatok

- Az év végi törvénykezési hullámban megváltoztatott Jegybanktörvény és az egykulcsos adórendszer alkotmányba foglalása komoly érdeklődést váltott ki az európai döntéshozókban. Az EU helyenként erős kritikával illette hazánk fiskális elképzeléseit, melyek a vártnál jóval kedvezőtlenebb növekedési adatok és az ennek következtében a tervekhez képest fájóan alacsony adóbevételek miatt többszöri módosítás ellenére is drámai strukturális hiányt okoztak 2011-ben.
- Hazánk az év végére elszigetelődött az európai befektetési palettán, államadósságunkat mindhárom nagy nemzetközi hitelminősítő cég a bővli kategóriába sorolta, így kénytelenek voltunk újfent az IMF-hez fordulni, hogy finanszírozásunkat megingathatatlanul stabil alapokra helyezzük. A korábban mereven elutasító álláspont fellazulásának hírére azonnal javult piacaink megítélése, így az EURHUF árfolyam „csak” 324,4-ig emelkedett, míg fizetőeszközünk dollárhoz viszonyított árfolyama 252-n tetőzött.
- A 2011-ben a nyugdíjvagyon-transzfer keretében a pénztárak összesen közel 1400 milliárd forint értékben transzferáltak állampapírokat az ÁKK-nak (ez azonnal csökkentette az államadósságot). A transzferben szereplő egyéb vagyonelemek (részvények, befektetési jegyek, vállalati kötvények, jelzáloglevelek) értékesítését az ÁKK, mint vagyonkezelő folyamatosan végezte, ezzel puffert teremtett a 2011-es kiadások ellentételezésére, ám 2012-re vonatkozóan vélhetően markáns irányváltást kell véghezvinni a kormányzatnak ahhoz, hogy az IMF-EU duótól megkapja a szükséges forrásokat. Ennek egyik elkerülhetetlen következménye viszont az eddiginél is alacsonyabb növekedés lesz, sőt azt sem tartjuk elképzelhetetlennek, hogy hazánk 2012-ben ismét recesszióba kerül.

Hazai makrofolyamatok III.



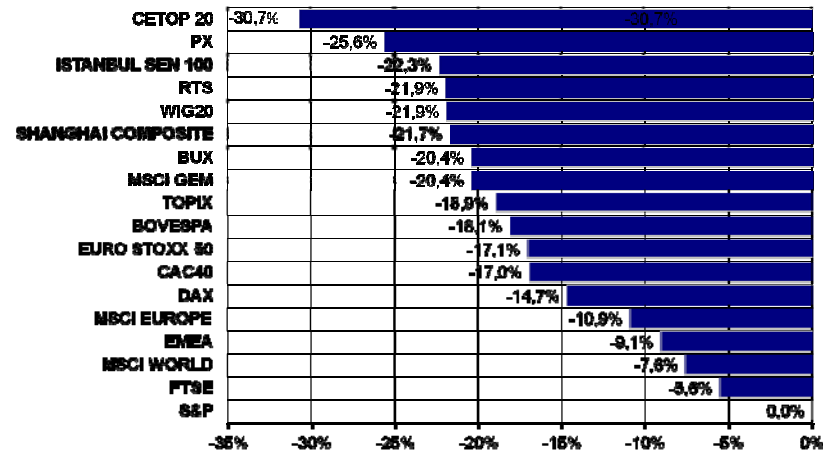
Hazai állampapír piaci folyamatok

Változatlan alapkamat, drasztikusan romló külső megítélés

- Minden várakozásunkat felülmúlta a 2011 utolsó negyedében bekövetkezett másodpiaci hozamemelkedés: az éven túli lejáratok Q4-ben 180-200 bázisponttal csúsztak feljebb, a diszkont kincstárjegy hozamok ezzel szemben „csupán” 150-180 bázispontnyit gyengültek. Év/év alapon a hozamemelkedés a 3-5 éves szegmensben a 200 bázispontot is elérte. A teljesség kedvéért meg kell emelnünk, hogy a hozamcsúcsok december végén, rendkívül alacsony likviditás ellenére alakultak ki, mikor az év végi szabadságolások ellenére az ÁKK kötvény és DKJ aukciót is tartott, de az is jól látható, hogy a pesszimizmus korábban is jelen volt: az FRA jegyzéseken keresztül 1,5-2 százalékpontos kamatemelést is áraztak a befektetők.
- A külföldi befektetők tulajdonában lévő állampapír állomány 2011 szeptemberében új csúcstól ért el (4015 milliárd) majd innen lassú csökkenésbe kezdett (nagy nettó eladást külföldiek részéről nem láttunk). A nyugdíjpénztári vagyontörzshozzájárulások következményeként a forgalomban lévő állampapírok állománya közel 1700 milliárd forinttal csökkent, ennek köszönhetően a külföldi szereplők kezében lévő papírok aránya a teljes állományhoz képest jelentősen emelkedett, ami felértékelte a külföld szerepét a hazai adósság finanszírozásában. A „junk” besorolás emiatt kapott a szokásosnál is nagyobb figyelmet és okozott heves piaci reakciókat.
- Mindenképpen ki kell emelnünk, hogy nem csak a forint finanszírozás megítélésével akadtak gondok: a külföldi befektetők meglehetősen kritikusan álltak hozzá a devizában denominált adósságpapírjainkhoz is. Nem volt példa nélküli az az eset sem, hogy az euróban denominált állampapír nominális hozama jelentősen meghaladta a MÁK jegyzéseket. Ennek hatása csak 2012-ben jelenik meg, mikor hazánk várhatóan ismét a piacról próbál deviza forrást bevonni.

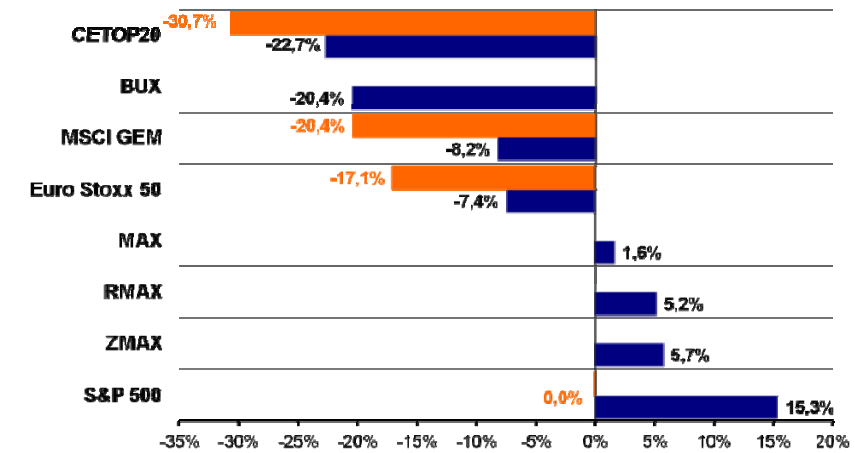
Globális tőkepiacok: tovább csökkent a kockázati étvág

A releváns részvényindexek teljesítménye YTD (saját devizában)



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

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

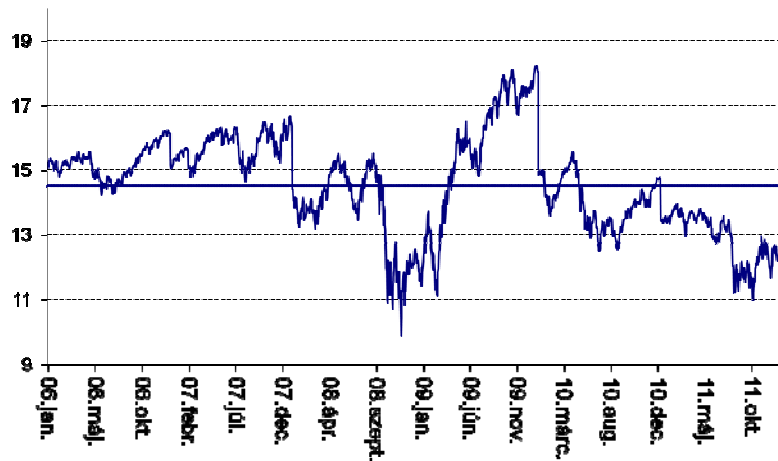


Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

- 2011-et a kockázat-elutasítás jellemezte. A figyelem ezúttal a fejlett államok egyre nehezebben fenntartható adósságállományára terelődött. A részvény eszközosztályok kifejezetten rosszul szerepeltek, viszont a külföldi részvények esetében a forint gyengülése javított a helyzeten.
- Az év első felében még aránylag jól teljesítettek a nagyobb indexek, augusztus elején azonban elpattant a hír. Hirtelen áttelődött a piac figyelve arra, hogy az adósságkeelésnek komoly növekedési áldozatai lehetnek, az indikátorok többsége hirtelen lefelé fordult. Az adósságspirál kialakulásának kockázata nemcsak Görögországban, hanem Spanyolországban és Olaszországban is elviselhetetlen szintekre nőtt.
- Az év egyik legfontosabb tanulsága volt, hogy a rugalmas amerikai gazdaság sokkal jobban alkalmazkodott a nehezebb körülményekhez az összehangolt fiskális politika híján reakcióképtelen Európai Uniónál. Az S&P500 index sokkal nyugodtabb volt az európaiaknál, de az összes releváns indexnél is.
- A fejlődő részvénypiacokon 2010-ben rengeteg nyomtatott dollár landolt, amelynek nagy része augusztustól a kockázat-elutasítás miatt 2011 végére kiáramlott. Ezért ez a kockázatosnak elkönyvelt régió jelentősen alulteljesítette még a legproblémásabb országok vállalatait tömörítő Euro Stoxx 50 indexet is.

USA: átlaghoz húzó értékeltség, optimista elemzők

S&P előretekintő P/E



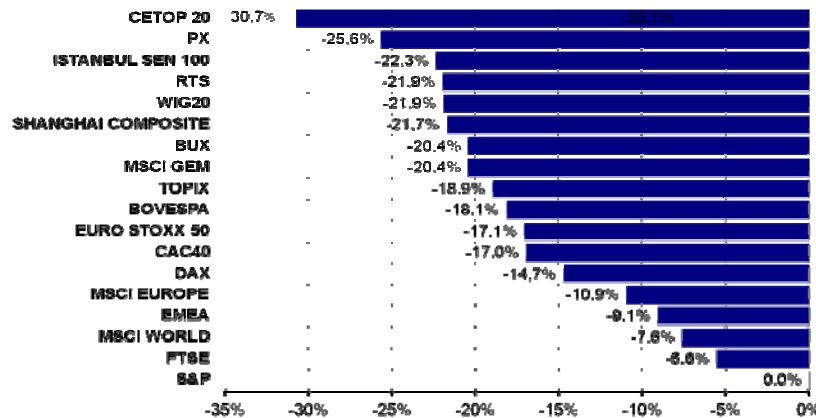
Fonék: Bloomberg, Allianz Alapkezelő



- Az S&P500 előretekintő P/E ráta az augusztusi mélypont után a historikus 14,5-szoros átlag-érték közelébe emelkedett. A „bottom-up” elemzők továbbra is optimistán tekintenek a jövőbe az amerikai vállalatokat illetően, bár a 2011-es várakozásokat nem sikerült szállítani, azok túl optimistának bizonyultak.
- Az amerikai vállalati szektor erős ugyan, mégis komoly veszélyek leselkednek rá a jövőben. A költségvetés stabilizálásának egyre nagyobb eséllyel lesz a készpénzben úszkáló vállalati szektor a vesztese, hiszen a lakosság így is épp elég terhet nyög. A kiadási oldalon várható fűnyírószerű vágások (hadügy, egészségügy) valószínűleg még nem fogják fenntartható pályára terelni a költségvetést, ahhoz a bevételek növelésére is szükség lesz.
- A beruházások továbbra sem indultak be, ez a hosszú távú növekedés kárára válhat.
- A felvásárlási sztorik és a fejlődő gazdaságok növekedése ugyanakkor tovább fűthetik az amerikai részvényeket, elsősorban az IT szektorban.

BUX: felülteljesítette a régiót

A releváns részvényindexek teljesítménye YTD (saját devizában)



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

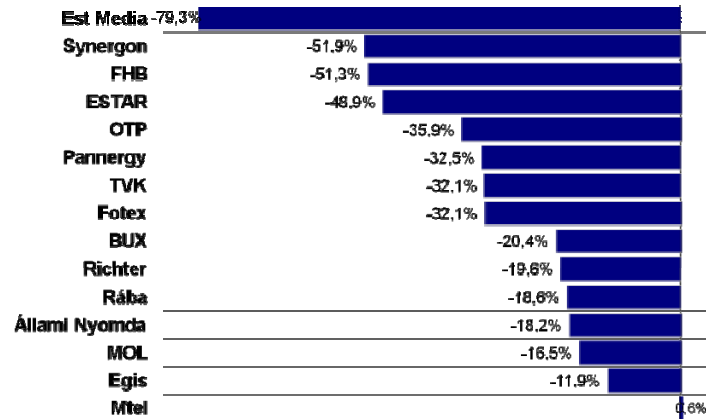
BUX leading P/E



- Egy meglehetősen rázós éven vagyunk túl a magyar részvényt piacon, a BUX a legtöbb releváns részvényindexet alulteljesítette, viszont a KKE régiós indexeket érdekes módon lehajrázta saját devizában nézve. Ennek elsődleges oka talán az, hogy a magyar különadókat már 2010-ben megismerhettük, beárazhattuk, míg például a lengyelek esetében ezek most kerülnek fokozatosan bevezetésre (ld.: bányaadó), ezért ezektől a piacoktól csak az év második felében kezdtek el ódzkodni a befektetők. A BUX felülteljesítés nem sok jót sejtet a 2012-es év szempontjából.
- Ami 2011-ben újdonság volt, és ami az ország-kockázatot tovább növelte az a kormány végtörlesztésre vonatkozó javaslata volt, amely hamar világhírré tett szert. A legtöbb nemzetközi szereplő aggasztónak találta egyrészt a kormány ilyen mértékű visszamenőleges beavatkozását a bank és az ügyfél közötti szerződésekbe, másrészt többen féltették hazánk pénzügyi stabilitását a bankok saját tőkéjéből történő várható leírások miatt.
- Az év első felében még elhitte a piac a Széll Kálmán tervet, a harmadik negyedévben azonban teljesen leállt a híráram a tervvel kapcsolatban, úgy tűnik leállt a megvalósítás, ezért a piac kiárazta a szerkezeti reformok hosszú távon jótékony hatását.

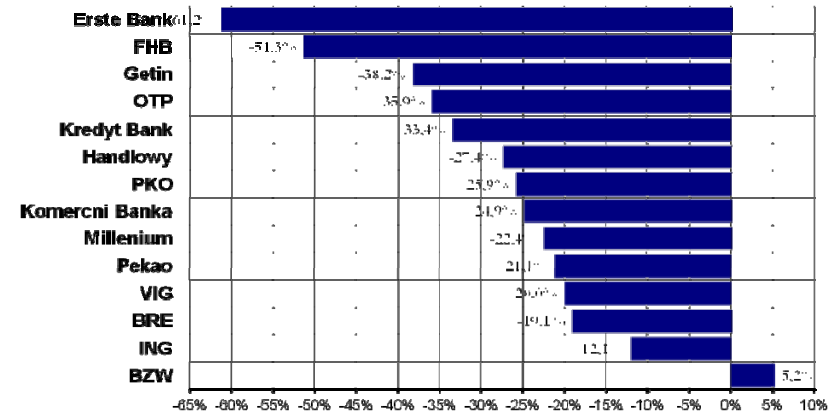
BUX: A bankok alulteljesítették a defenzíveket

BUX tagok teljesítménye YTD



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

A pénzügyi szektor teljesítménye YTD



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

- A nagyobb jelzalog portfólióval rendelkező OTP, FHB és Erste részben a végtörlesztés, részben az európai problémák miatt 36-61%-ot veszítettek értékükből 2011-ben, alulteljesítve mind a BUX-ot, mind pedig a régiós bankszektort. Az OTP tőkehelyzete vélhetően elég erős marad egy komolyabb végtörlesztési ráta esetén is, az FHB és az Erste tőkeemelésre szorulhat, viszont a magyarországi növekedésük lényegében ellehetetlenül, a bizonytalanság foka hatalmas, ami a hihetetlenül magas volatilitásban is tükröződött.
- Az OTP vélhetően a jelenleg várható 20%-os végtörlesztési ráta esetén sem kell, hogy tőkét emeljen, ugyanakkor magyar növekedés egy jó darabig nem lesz. A RoE még rövid-közép távon 10% körül maradhat, ami a jelenleg 16-17%-os CoE-t, és a 0% körüli várható növekedést tekintve indokolja a 0,6-0,7x körüli előre tekintő P/BV arányt.
- A defenzív Magyar Telekom, a gyógyszergyártók, illetve a MOL voltak az év felülteljesítői. Előbbinek magas osztalékhozama és a különadó visszakapásának esélye jelentett támaszt, utóbbiaknak pedig a gyengülő forint és a magasan tetőző olajár. A Rábára nyilvános vételi ajánlatot tett az állam HUF815/részvény ár mellett, e nélkül a futottak még kategória lett volna idén a papír.