

# Vagyonkezelői beszámoló az Allianz Nyugdíjpénztár részére

Budapest, 2014. július 11.

Allianz 

# Portfólió teljesítmény

## Portfóliók teljesítménye 2013.12.31-től 2014.06.30-ig

Portfóliókezelte alapok	Portfóliókezelői bruttó hozam	Benchmark hozam	Alul / Felülteljesítés	Kezdő dátum	Kezdő vagyon	Záró dátum	Záró vagyon
Önkéntes Klasszikus	1,59%	1,47%	0,12%	2013.12.31	9 216 289 184	2014.06.30	9 244 758 782
Önkéntes Kiegyensúlyozott	7,30%	7,19%	0,11%	2013.12.31	112 695 306 197	2014.06.30	124 038 022 640
Önkéntes Középutas	1,98%	2,06%	-0,08%	2013.12.31	3 935 607 129	2014.04.01	0
Önkéntes Növekedési	7,33%	7,02%	0,30%	2013.12.31	6 822 705 578	2014.06.30	7 909 787 719
Önkéntes Kockázatvállaló	8,05%	6,83%	1,21%	2013.12.31	2 053 267 917	2014.06.30	2 289 327 696
Önkéntes Független	1,43%	1,47%	-0,03%	2013.12.31	175 079 272	2014.06.30	169 202 055
Önkéntes Szolgáltatási	1,43%	1,47%	-0,04%	2013.12.31	287 078 167	2014.06.30	225 488 665
Önkéntes Életjáradék	4,69%	4,89%	-0,20%	2014.04.01	94 277 696	2014.06.30	117 395 250
Önkéntes LIK_MUK	1,49%	1,47%	0,03%	2013.12.31	1 282 476 519	2014.06.30	1 376 105 364

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

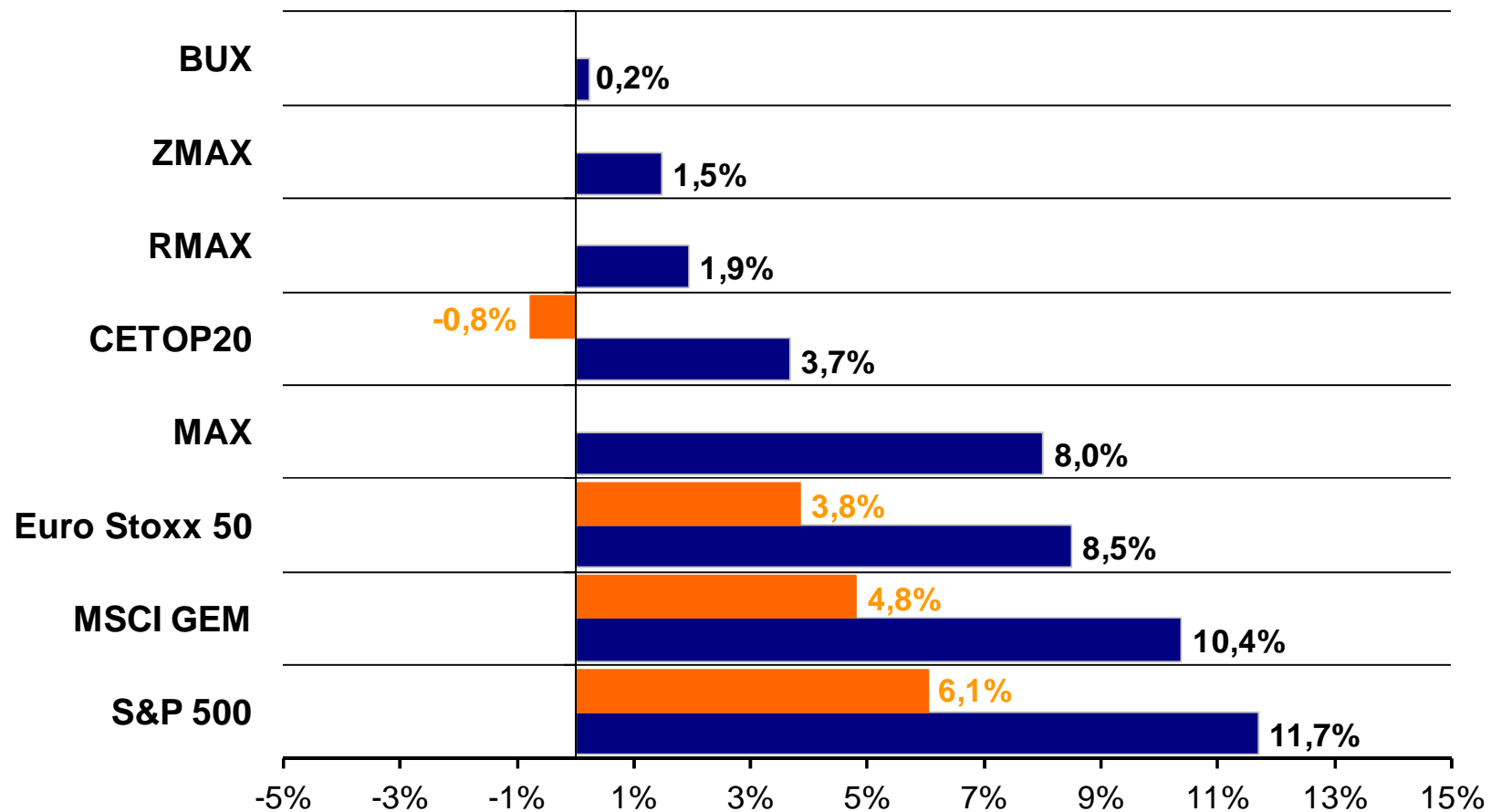
## Portfóliók teljesítménye 2014.03.31-től 2014.06.30-ig

Portfóliókezelte alapok	Portfóliókezelői bruttó hozam	Benchmark hozam	Alul / Felülteljesítés	Kezdő dátum	Kezdő vagyon	Záró dátum	Záró vagyon
Önkéntes Klasszikus	0,81%	0,70%	0,12%	2014.03.31	9 183 553 371	2014.06.30	9 244 758 782
Önkéntes Kiegyensúlyozott	5,60%	5,30%	0,30%	2014.03.31	114 192 143 670	2014.06.30	124 038 022 640
Önkéntes Középutas	0,14%	0,19%	-0,05%	2014.03.31	3 301 588 912	2014.04.01	0
Önkéntes Növekedési	5,40%	4,86%	0,54%	2014.03.31	7 364 578 551	2014.06.30	7 909 787 719
Önkéntes Kockázatvállaló	4,18%	3,05%	1,13%	2014.03.31	2 137 317 846	2014.06.30	2 289 327 696
Önkéntes Függő	0,67%	0,70%	-0,03%	2014.03.31	196 784 760	2014.06.30	169 202 055
Önkéntes Szolgáltatási	0,73%	0,70%	0,03%	2014.03.31	284 893 225	2014.06.30	225 488 665
Önkéntes Életjáradék	4,69%	4,89%	-0,20%	2014.04.01	94 277 696	2014.06.30	117 395 250
Önkéntes LIK_MUK	0,72%	0,70%	0,03%	2014.03.31	1 293 013 973	2014.06.30	1 376 105 364

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 2014 H1-ben (HUF-ban és saját devizában)



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

## Globális trendek I.

### EU: ECB kamatvágás, célzott LTRO program kilátásban, deflációs veszély

- A EMU jegybankja a második negyedévben tovább csökkentette irányadó kamatát, ezzel a központi banki betéti kamatot a negatív tartományba tolta. Kedvezőbb refinanszírozási feltételeket szabott a repoképes papírokra és kilátásba helyezett egy 400 milliárd EUR keretösszegű célzott hosszú távú hitelezési programot (ez utóbbit a negyedév végéig nem indította el).
- Az intézkedéscsomagra az alacsony és egyre csökkenő gazdasági növekedési kilátások és az egyre fenyegetőbb deflációs veszély miatt volt szükség (itt Németország üdítő kivétel). A „funding for lending” jellegű célzott mennyiségi könnyítési program sikerességét többen megkérdőjelezik, hiszen a hitelezési aktivitás élénkítésére eddig is voltak eszközök, csupán a keretösszeg növelésével a hitelfelvételi kedvet élénkíteni nem lehet, illetve a programból az államkötvényeket kizárták, így az eszközár-karbantartásra is csak nehézkesen alkalmazható.
- A peremállamok a negyedév során rendre sikeresen zárták le az IMF-EU égisze alatt elindított finanszírozási programjaikat és tértek vissza a piaci finanszírozáshoz. Az alacsony növekedési kilátások és az engedékeny jegybanki politika miatt ezt igen alacsony hozamfelárak mellett tehették meg, de a negyedév végére a kiugróan erős negatív növekedési kockázatok, a geopolitikai feszültségek éleződése és az ECB program késlekedése miatt a spread-ek újfent emelkedni kezdtek. Ezt tetézte a portugál kamatfizetési késlekedés hírére megindult kisebb eladási hullám a negyedév végén.

## Globális trendek II.

### USA: tapering, stagnáló fogyasztás, vegyes munkaerőpiaci adatok

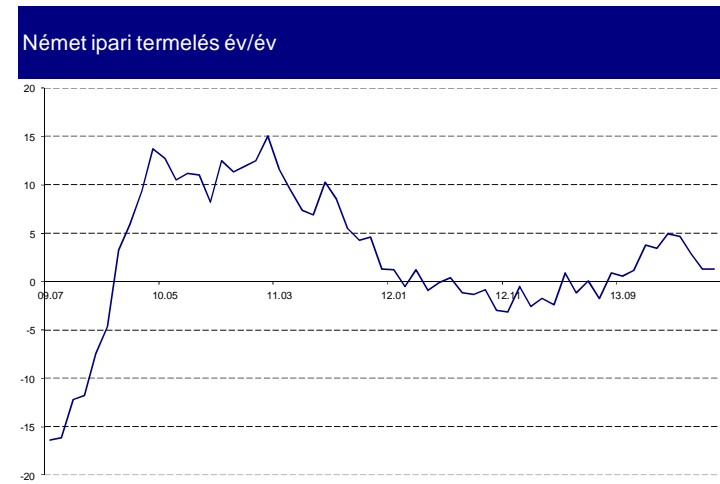
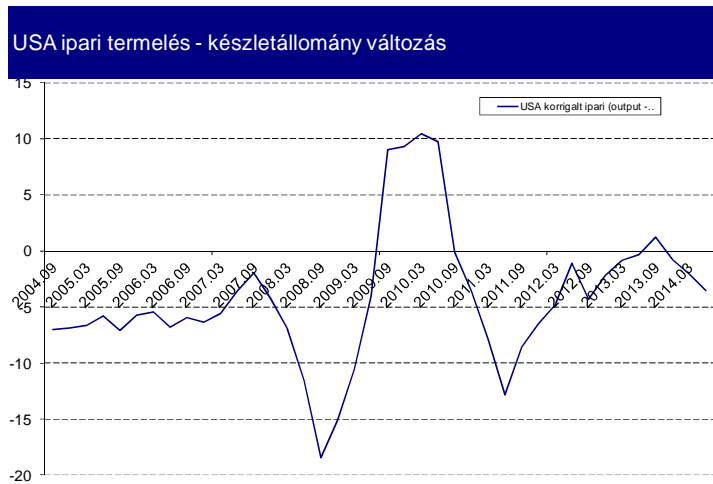
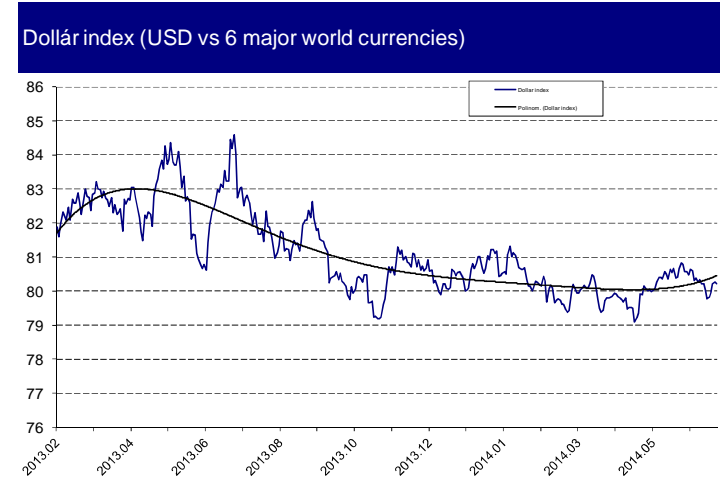
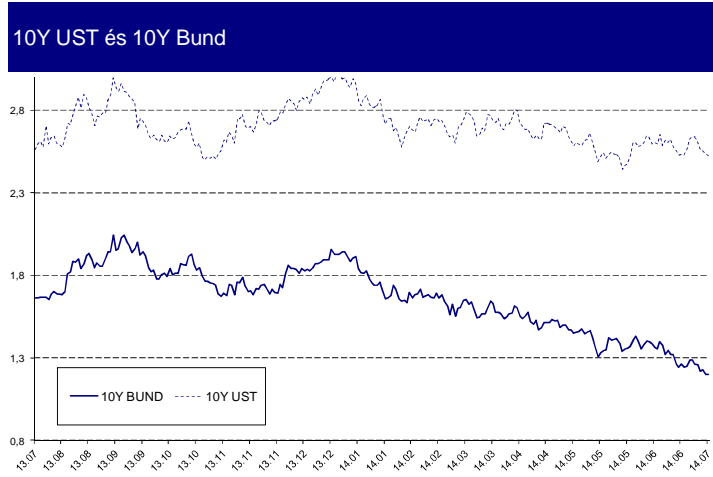
- A FED a várakozásoknak megfelelően folytatta a QE3 (mennyiségi könnyítés) során a piacra pumpált likviditás fokozatos kivezetését, az ún. „taperinget”. A gazdaság mutatószámai ugyan kellő teret adtak a védőháló fokozatos felszámolására, de a főbb mutatók részleteit vizsgálva már jóval összetettebb kép tárul elénk.
- A foglalkoztatottsági adatok folyamatos javulást mutatnak, a mezőgazdasági szektoron kívüli munkahelyek száma a negyedév végére elérte a 2008-as válság előtti szintet. A munkaerőpiac azonban még messze nem jutott vissza az eredeti állapotokig: egyrészt az Egyesült Államok lakossága a vizsgált időszakban nőtt, így hiába teremtődött számos új munkahely, az aktivitási ráta évtizedes mélypontokat tesztl. Másfelől az új állások jelentős része idénymunka vagy részmunkaidős foglalkoztatás, ami ugyan társadalombiztosítási szempontból elegendő lehet, de a rendelkezésre álló, elkölthető jövedelem, s végső soron a fogyasztás szempontjából nem. A FED mindezzel tisztában van, ezért érezhető kommunikációjában a határozott elkötelezettség a kamatszint alacsony tartása mellett.
- Továbbra sem látjuk indokoltnak a növekedési kilátások és a munkaerőpiaci folyamatok alapján a gyors FED kamatemelést. A tapering ütemének változatlanságát az eddigi jelek szerint könnyebben viseli a gazdaság, így feltételezzük, hogy az USA jegybankja tartja magát a korábbi menetrendhez és októberre kivezeti a mennyiségi könnyítést, de úgy véljük, hogy az első kamatemelés csak 2015 második felében esedékes.

## Globális trendek III.

### Ázsia: Kína – repedező pénzügyi rendszer, lassuló gazdaság

- Kínában a második negyedév a pénzügyi rendszer problémáiról szólt: drasztikusan emelkedett a nem teljesítő hitelek aránya, megszorodtak a késett vagy teljesen elhalasztott kuponfizetések, helyi önkormányzatok szembesültek fizetési nehézségekkel, rövid távú forrásbevonásra használt szállítói levelek és közraktárjegyek esetében több visszaélésre derült fény. Mindeközben jelentősen csökkent a külpiaci aktivitás és feldolgozóipari bővülésére vonatkozó várakozások – ami nagy vonalakban összhangban van a központi irányítás által elkezdett gazdasági irányváltással, illetve annak előre jóslott mellékhatásaival.
- A likviditási problémák kezelésére a kínai központi bank újabb lépéseket volt kénytelen tenni: új finanszírozási ablakot nyitott a kereskedelmi bankok részére, mellyel kedvező feltételek mellett válthatják ki az árnyékbankrendszeren keresztül felvett likviditást. Emellett enyhítettek a hitel/betét mutató számításakor figyelembe vehető források kritériumain is. Amint látható a kínai gazdaság jelen állapotában nem tudja kinövekedni ezeket a likviditási problémákat, ezért a bankközi piac folyamatos központi szabályozásra szorul.
- A japán gazdaság felpörgetését szolgáló programcsomag sikere erősen megkérdőjelezhető. A kiskereskedelmi forgalom második negyedévben tapasztalt hirtelen megugrása csak egyszeri tétel volt: csupán készletépítés a fogyasztási adók emelése előtt. Ennél összetettebb hatást nem tudott elérni a szigetország gazdasága az elmúlt negyedévben, így számíthatunk arra, hogy tovább folyik a világ egyik legnagyobb léptékű mennyiségi könnyítése.

# Globális trendek IV.





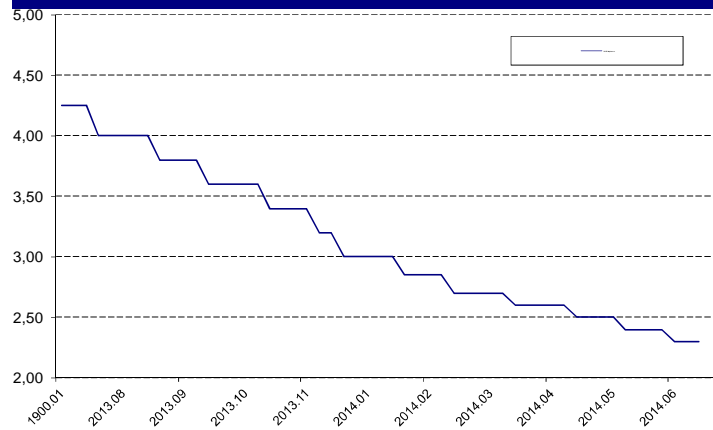
## Hazai makrofolyamatok I.

### Alapkamat 2% közelében, kiemelkedő külkereskedelmi aktívum, defláció

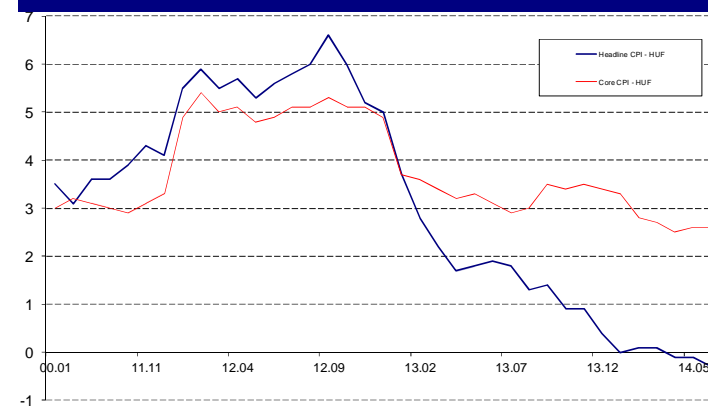
- A hazai makrogazdaság kilátásainak megítélése sokat javult az elmúlt negyedévben. Mind a kormány, mind pedig a nemzetközi szervezetek (EB, IMF) javítottak növekedési előrejelzéseiken, melyek már a 2,9%-3% tartományban mozognak. Ezzel együtt azonban az egyszeri tételekkel bővített központi hiány és az államadósság mértéke még nem adott teret arra, hogy a nemzetközi hitelminősítők javítsanak hazánk adóbsbesorolásán. Erre leghamarabb ősszel kerülhet sor, ha a jelenlegi, konzervatív és jól finanszírozható tendencia megmarad.
- Az MNB a negyedév során folytatta kamatcsökkentési trendjét és június végére négy lépésben 2,3%-ra csökkentette alapkamatát. Az inflációs jelentés szerint még a megemelt GDP számokkal sincs veszélyben az inflációs cél középtávon (a headline mutató negatív tartományba csúszott, míg a maginfláció 3% alá esett), így a csökkentési ciklus végét elsősorban nem a pénzromlás üteme, hanem a gazdasági stabilitás fenntartása határozza majd meg. Meglátásunk szerint a kamatcsökkentési ciklus 2-2,1% körül éri el alját, majd a kamatszint hosszabb ideig változatlan marad.
- Ipari termelésünk és ennek nyomán külpiaci aktivitásunk folyamatosan emelkedett a negyedév során – elsősorban az autóipar jó teljesítményének köszönhetően. Kiemelkedően jó külpiaci aktívumunk folyamatos támaszt adott a forintnak, melynek árfolyama a rendkívül alacsony alapkamat ellenére is viszonylag szűk sávban mozgott az euróhoz viszonyítva.

# Hazai makrofolyamatok II.

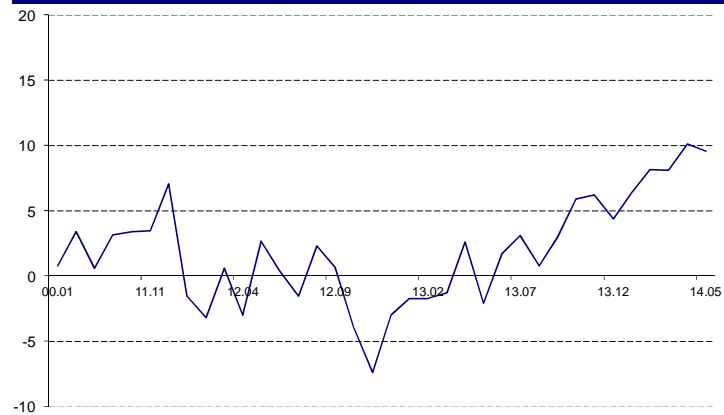
MNB alapkamat



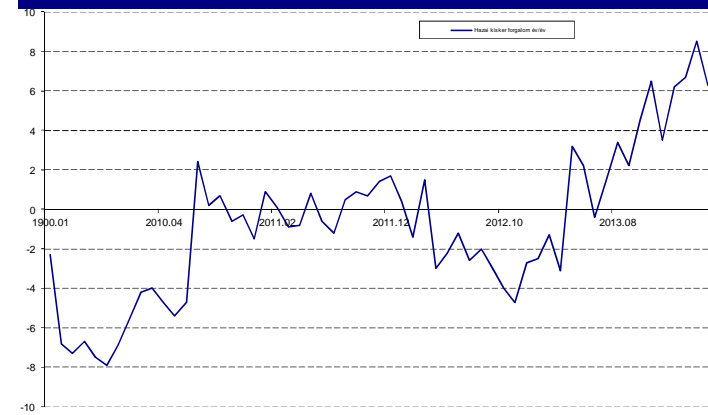
Forint headline és maginfláció alakulása



Ipari termelés év/év



Hazai kiskereskedelem év/év



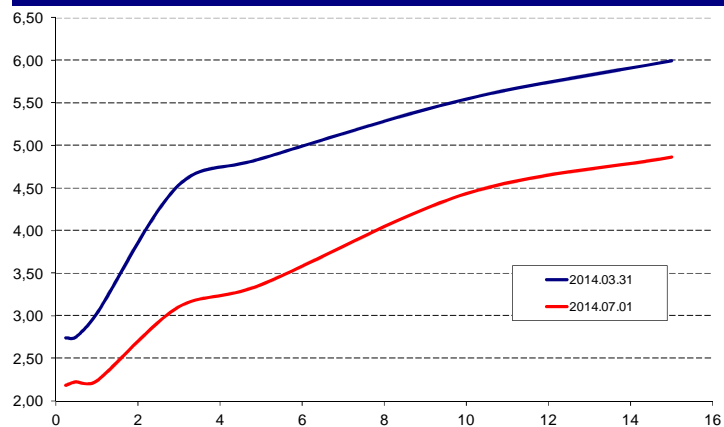
## Hazai állampapír-piaci folyamatok I.

### Drasztikus hozamcsökkenés, MNB IRS tender, finanszírozási paradigma-váltás

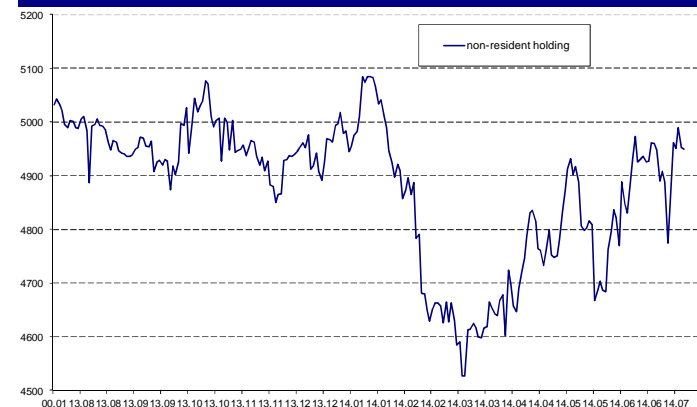
- Drasztikus változásokat hozott a második negyedév az adósságfinanszírozásban. Az ÁKK paradigmaváltást hajtott végre: új forrásokat inkább hazai befektetőktől, forintban vonna be, s a külföld felé fennálló fizetési kötelezettségeket az MNB devizatartalék terhére teljesíti már idén. A külső adósság leépítése nagyban hozzájárul a finanszírozás stabilitásához, de ezzel párhuzamosan magasabb forint nettó kibocsátással is jár
- A magasabb hazai kibocsátás finanszírozását jelentősen megkönnyíti az MNB által bevezetett intézkedéscsomag, mely megszünteti a kéthetes kötvény instrumentumát, korlátozza a helyébe lépő betéthez való hozzáférést, a pénzeket hosszabb lejáratok felé tereli, illetve a hazai befektetőknek a hosszabb papírok vásárlásakor megjelenő kamatkockázat mérséklésében is segítséget nyújt kamatswap tenderekkel.
- Az intézkedéscsomag hatásosságát jól mutatja, hogy a forint gyengülése és az orosz-ukrán konfliktus, illetve az emelkedő irányadó piaci hozamok ellenére a hazai másodpiaci jegyzések a negyedév során 50-150 bázisponttal estek. A május-júniusi időszakban agresszív mennyiségekkel meghirdetett switch-aukciók miatt a görbe meredeksége ugyan emelkedett, ám ezzel párhuzamosan újra jelentős mértékben nőtt a nem rezidens befektetők által birtokolt állampapír-állomány.
- Összességében azt mondhatjuk, hogy hatékony és pontosan alkalmazott eszközökkel az ÁKK és az MNB drasztikusan csökkentette az adósság finanszírozásának költségeit, s ezeket várhatóan hosszabb távon a jelenlegi szintek közelében tudja majd tartani emelkedő nemzetközi hozamkörnyezetben is.

# Hazai állampapír-piaci folyamatok II.

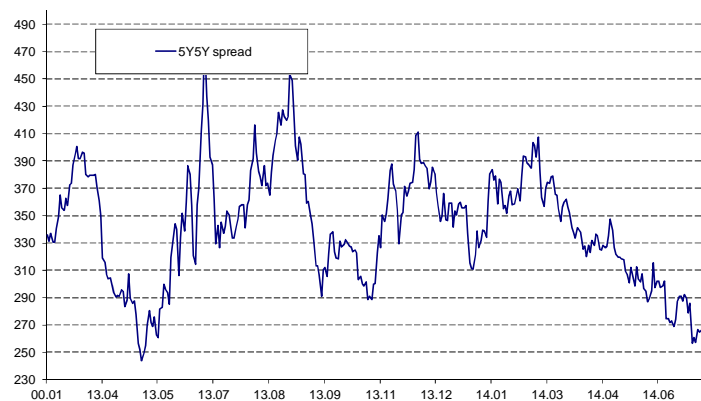
HGB görbe változása



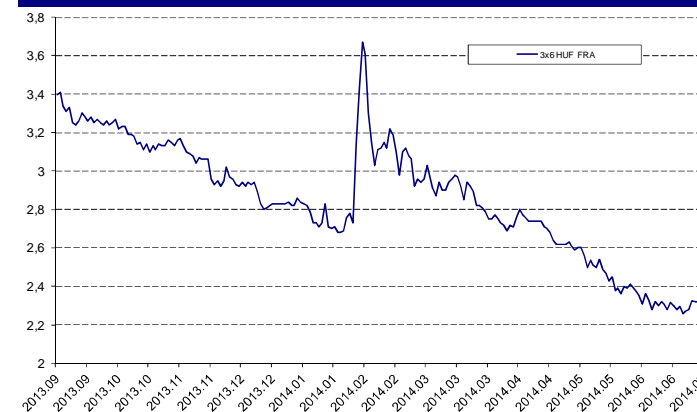
Külföldi befektetők állampapír-állománya



5Y5Y spread EUR jegyzések felett (bázispontban)

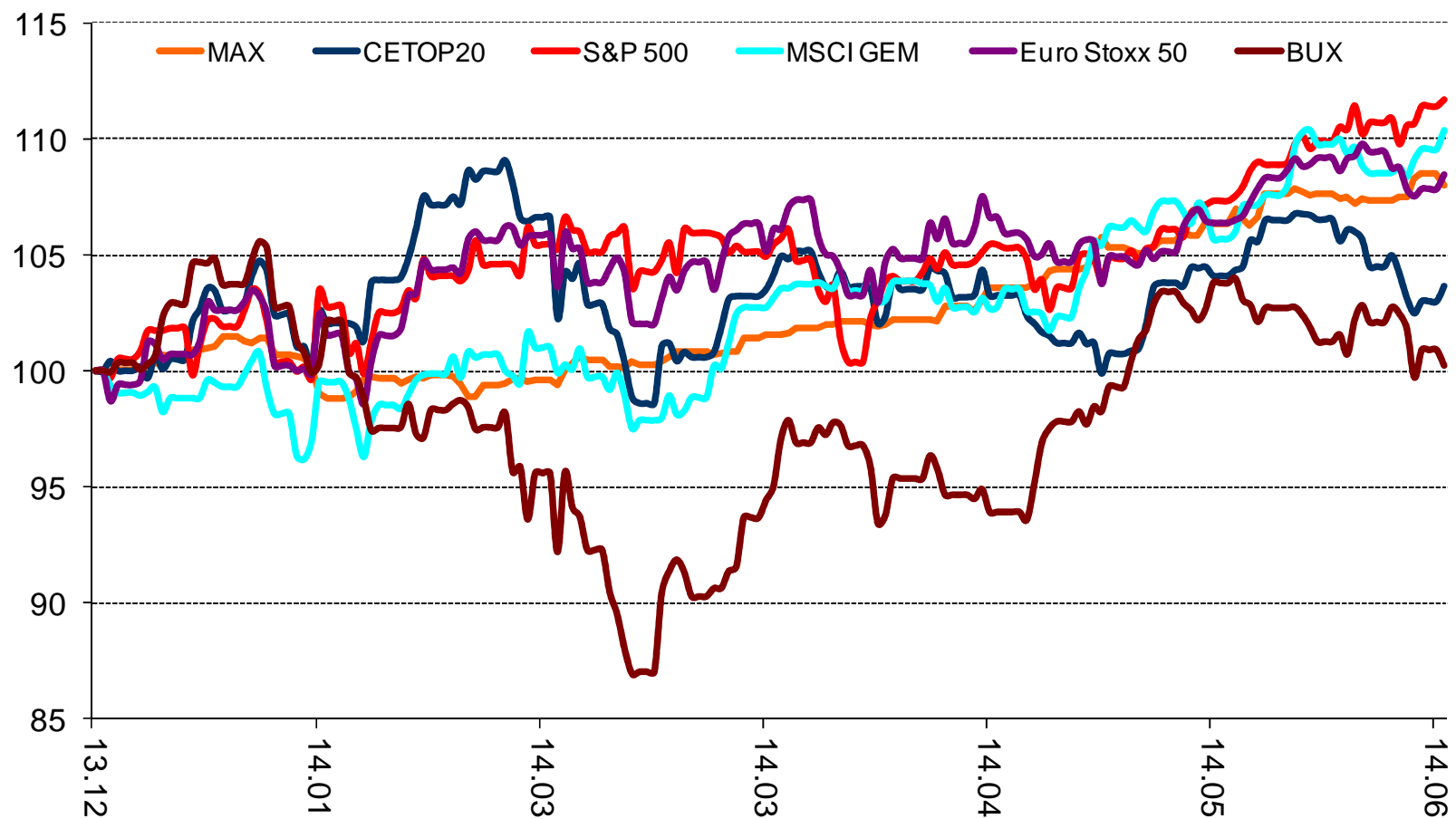


HUF 3x6 FRA



## Indexek alakulása

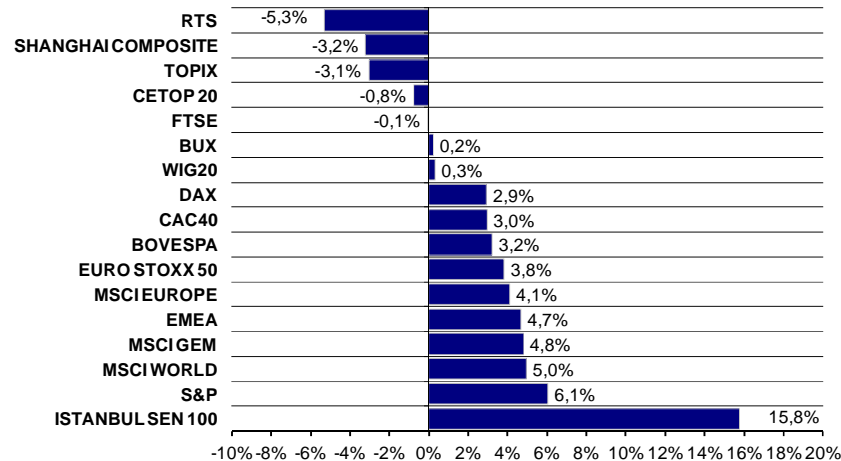
## Főbb indexek alakulása (2013.12.31-2014.06.30. HUF-ban)



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

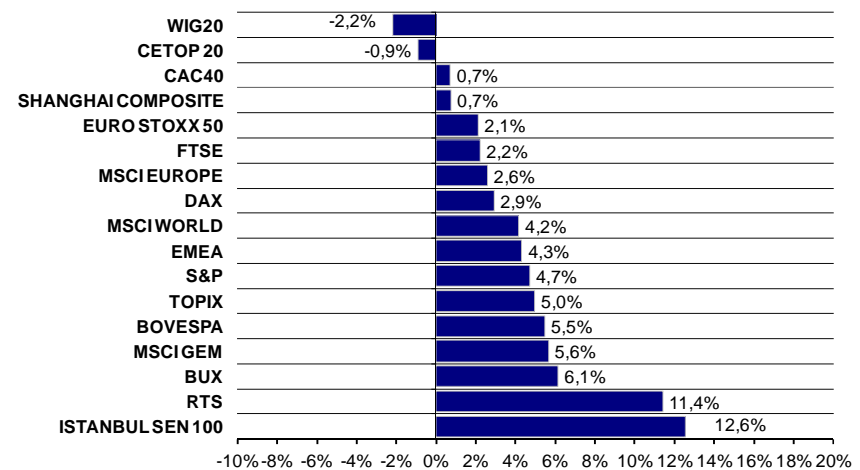
# A második negyedévben lendületet vettek a részvénytörzsek

A releváns részvényindexek teljesítménye 2014 H1 (saját devizában)



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

A releváns részvényindexek teljesítménye 2014 Q2 (saját devizában)

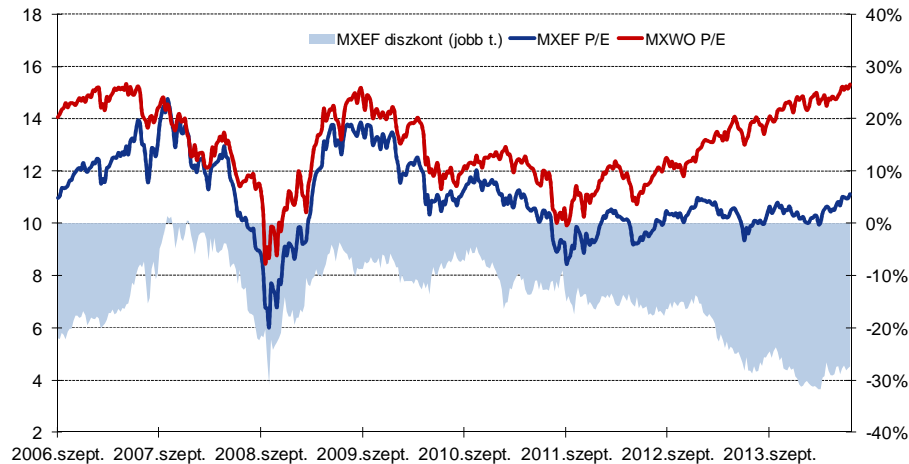


Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

- Az első negyedévben tapasztaltakhoz képest nyugodt mederben folyt a kereskedés a világ tőzsdéin. A kínai növekedési kilátások körüli aggodalmak háttérbe kerültek, csakúgy mint az ukrán-orosz feszültség kérdése, vagy a török piac instabilitása. A főbb piacok lassan, de folyamatosan emelkedtek új csúcspontokra és szinte csak a FED-től vagy éppen az ECB-től érkező nyilatkozatok érték el a befektetők ingerküszöbét. A DAX többször is volt 10.000 pont felett, míg a Dow Jones átlépte a 17.000 pontos átléptét az S&P500 pedig a 2.000-es csúcstámadásra készül, bár eddig még sikertelenül.
- Miközben a világ tőzsdéinek jó része emelkedett a mi régióink sajnos jelentősen alulteljesít. A BUX és a WIG20 index is stagnált, míg az orosz tőzsde érthető okok miatt szenvedett el 5,3%-os veszteséget. Utóbbi jelentős pozitív korrekción esett át a második negyedév során; 11,4%-ot emelkedett, miután a befektetők egyre immunisabbá válnak a konfliktusról érkező hírekre. Törökországban is enyhült a politikai feszültség, ami támogató hatással volt az árakra.

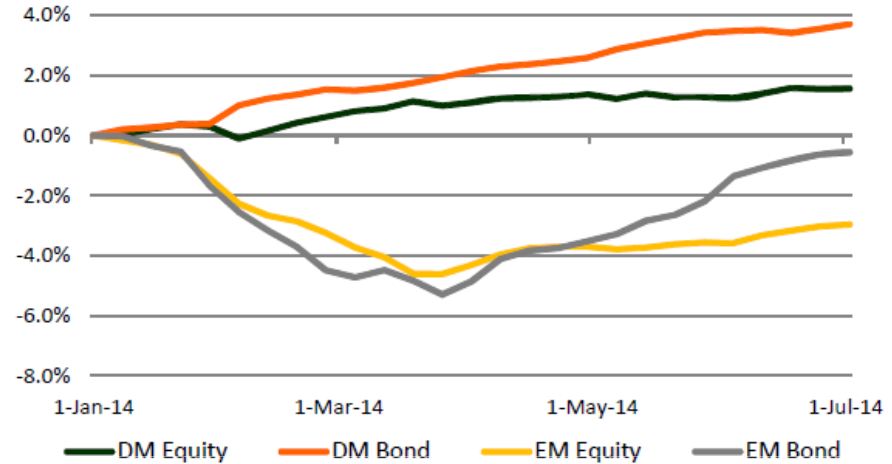
## A fejlett piacok élvezik a piac bizalmát

MSCI EM diszkont alakulása



Forrás: Bloomberg

Feltörekvő részvénypiacokra érkező friss tőke

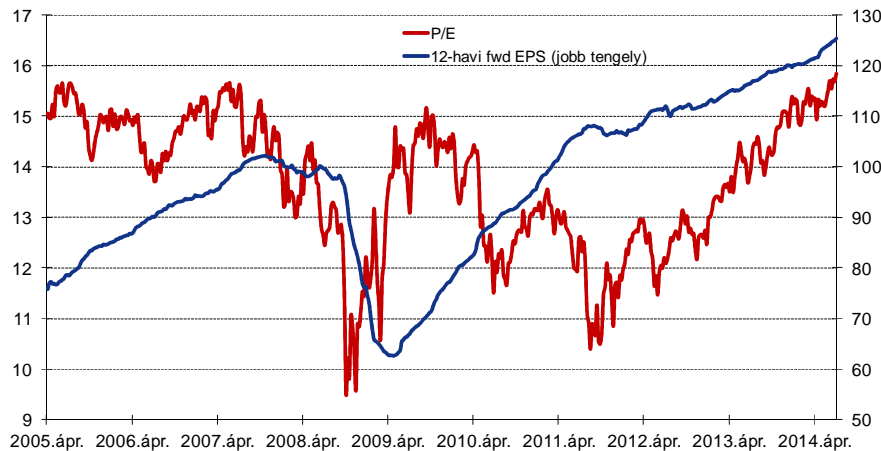


Forrás: Wood&Co Research

- A fejlett és feltörekvő részvénypiacok árazása nagyjából azonos mértékben emelkedett, így a feltörekvők átlagos diszkontja továbbra is 27-28% körül van. A második negyedévi jó teljesítmény ismét csak részben volt az eredménybővülés következménye, hiszen a P/E hányados az MSCI World esetében immár 15,3x-ra, míg az MSCI Emerging index esetében 11,1x-re nőtt. Az indexek 4,2%-os és 5,6%-os második negyedéves emelkedését mindössze 1,0%-os, illetve 2,4%-os eredménybővülés kísérte. Az eredménynövekedés üteme tehát továbbra is elmarad az árfolyamok szárnyalásának mértékétől, így a részvények egyre drágábbnak tekinthetők historikus árazásaikhoz képest.
- Az utóbbi három hónapban minden főbb eszközosztályba friss tőke beáramlás volt tapasztalható. Az év elejétől tekintve a fejlett kötvény és részvény eszközosztály a befektetők kedvence, de a második negyedévben a feltörekvő piaci kötvények és kisebb mértékben a részvények is megéreztek a pénzbőség jótékony hatásait.

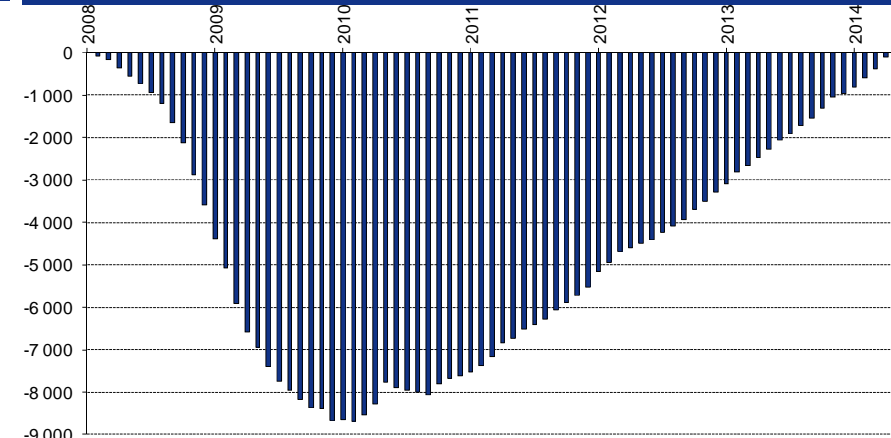
## Amerika: tetőzött az értékeltség

S&P500 index EPS várakozás és P/E



Forrás: Bloomberg

Új munkahelyek száma az USA-ban (2008-tól, ezer)



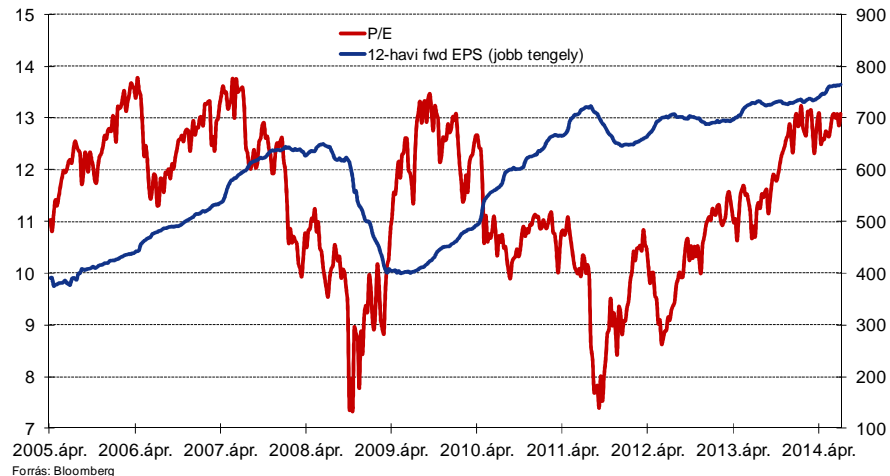
Forrás: Bloomberg

- Az idén eddig az amerikai részvénypiac volt az emelkedés motorja. Az S&P500 6,1%-ot emelkedett YTD, ebből 4,7%-ot a második negyedévben. A jellemzően várt feletti makrogazdasági mutatók (kivéve Q1 GDP) ellensúlyozták a FED tapering okozta szűkülő likviditástöbbletet, valamint a befektetők szemében igazolták a már historikus átlag feletti árazást is. Az S&P500 megközelítette a 2.000 pontos határt, amivel 12-havi előretekintő P/E hányadosa 16x-ra ért, vagyis eredményhozama már csak 6,25%, ami historikusan már a magasan árazott kategória lenne. Csakhogy a FED mennyiségi lazításának és zéró kamatpolitikájának következtében a hosszú kötvények várható reálhozama drasztikusan csökkent (jelenleg hozzávetőleg 0,0-0,5%), vagyis a kötvény eszközosztályhoz képest a kockázati prémium 6% körüli. Ebben a kontextusban vizsgálva az értékelést, vagyis a fejlett piaci kötvényekhez képest, még mindig nem tekinthetők extrém drágának a részvények. Az elmúlt évek érdemi korrekció nélküli emelkedésével felépült árszint azonban egyre magasabb, és akár egy apró inflációs nyomás, akár egy olajárat érintő komolyabb geopolitikai feszültség érzékelhető mértékű visszaesést hozhat magával.

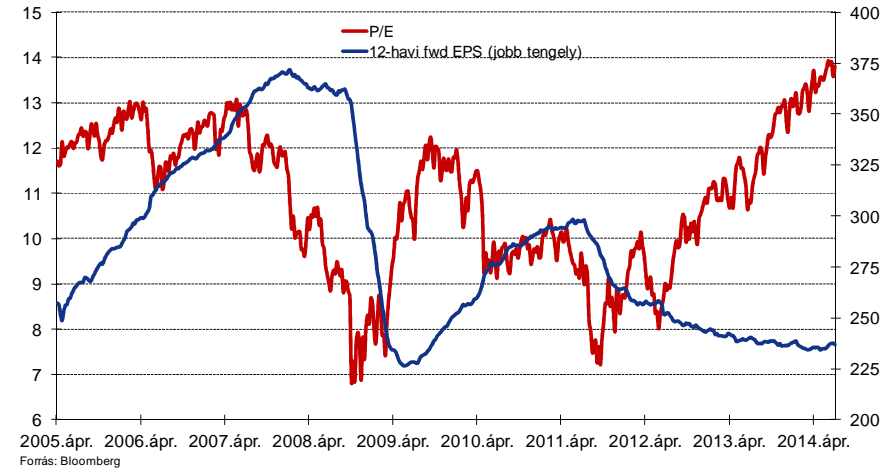


## Európa: továbbra is a periféria húzta az európai indexeket

DAX index EPS várakozás és P/E



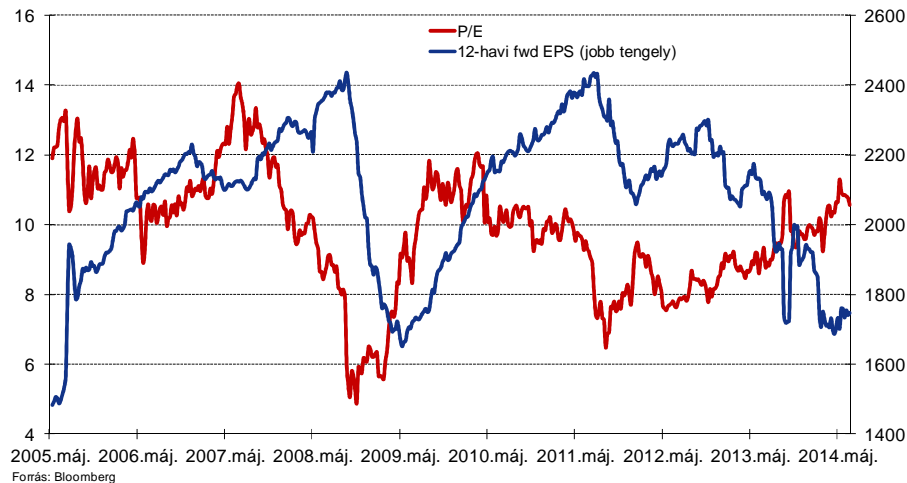
DJ EuroStoxx50 index EPS várakozás és P/E



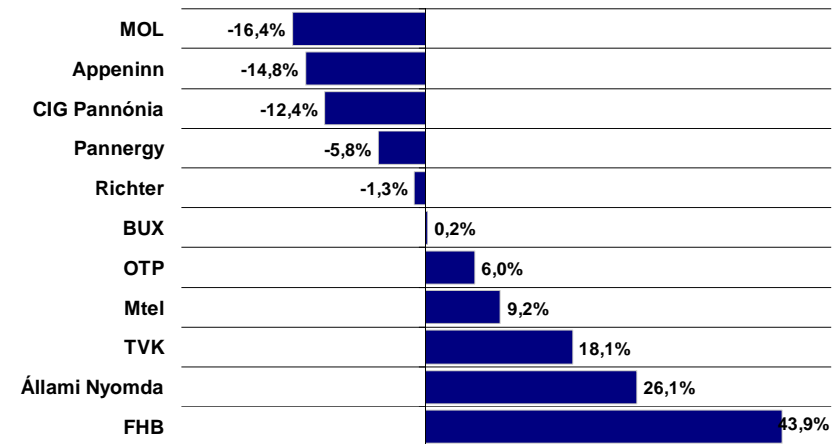
- Európában folytatódott az első negyedévben látott trend. A periféria államok kötvény és részvénytői messze felülteljesítették a német piacokat. Az olasz és a spanyol 10 éves állampapírok hozamai újabb 40-50 bázisponttal kerültek lejjebb, így 2013 vége óta már közel 1,5%-ot zuhantak. Hasonlóan jól szerepeltek a részvények is. Az olasz tőzsde 12,2%-ot, míg a spanyol 10,2%-ot emelkedett a DAX 2,9%-os erősödésével szemben.
- Az idei első féléves emelkedéssel a periféria államok részvénytői már bő prémiummal forognak a némethez képest. A DAX 13x-as 12-havi előretekintő P/E rátával, míg a DJ Euro Stoxx50 index közel 14x-es szorzóval forog. Az olasz index 14x-es, a spanyol 15,3x-as, míg a görög 21,7x-es értéket mutat. Kérdés, hogy van-e ezekben az országokban akkora növekedési potenciál, ami indokolja ezt a prémiumot. Az idő majd eldönti, de szerintünk nincs, ezért alulsúlyoztuk ezt az eszközosztályt.

## BUX: jó híreket még nagyítóval sem

BUX index EPS várakozás és P/E



Főbb magyar részvények teljesítménye 2014 H1-ben

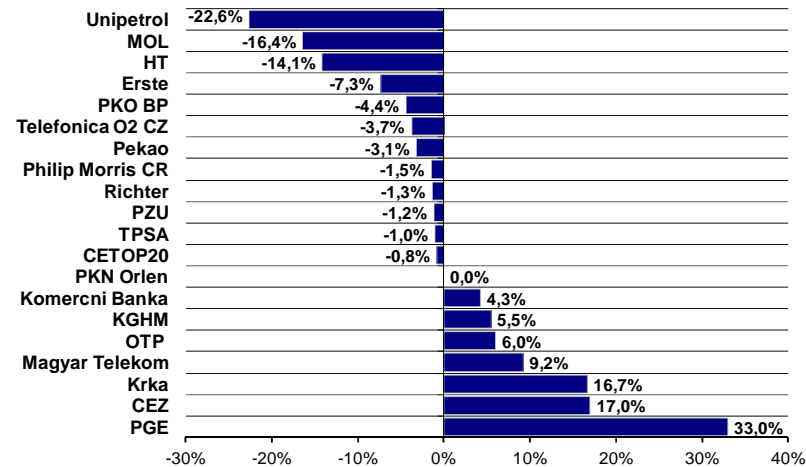


Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

- A BUX stagnált az első félévben, jó híreket még nagyítóval sem. Az OTP ugyan 6%-os emelkedéssel zárta a H1-et, de véleményünk szerint a devizahiteles csomag még messze nem épült be az árfolyamba. A csomag, valamint a gyenge ukrán és orosz leányvállalati eredmények hatására a társaság várhatóan veszteséget termel 2014-ben. Az elemzők csak lassan dolgozzák fel az eseményeket, így még nagyon kevesen módosították várakozásaikat. Ennek köszönhető az első féléves relatív jó teljesítmény. A MOL továbbra sem tud jó híreket produkálni. A kurdisztáni mezőkben rejlő értékek első negyedéves csökkentése után az újra kiéleződő iraki harcok újabb kockázati tényezőt jelentenek a projekt értékelésében, ráadásul a finomítói makrokörnyezet sem mutat érdemi javulást. Ezen túlmenően nincs érdemi előrelépés sem INA ügyben, sem pedig a cég tulajdonosi struktúrájában. A részvény árazása most már attraktívnak tekinthető, de a komoly emelkedéshez pozitív hírekre lenne szükség. A Magyar Telekom 9,2%-ot emelkedett, amivel a legjobban teljesítő blue-chip lett. Egyre bizonyosabb, hogy az MTEL jövőre sem fog osztalékot fizetni, de a többször felszínre kerülő kivásárlási pletykák így is kellő alapot nyújtottak a részvény emelkedéséhez. A Richter 1,3%-ot veszített csak értékéből, ami nagyon jó teljesítmény az első félévben közzétett két profit-warning fényében. A második negyedéves eredmény vízválasztó lesz. Amennyiben továbbra is csak 10% körüli EBIT margin-t tud felmutatni a társaság, akkor számottevő korrekció is bekövetkezhet.

## CEE: továbbra is lemaradó

CETOP20 tagok teljesítménye 2014 H1-ben



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

- A teljes CEE régió mélyen alulteljesített, a nagyobb papírok többsége veszített értékéből. A lengyel piacon a nyugdíjpénztárak bekebelezése egyre nagyobb nyomást helyez az árfolyamokra, a jogosultaknak ugyanis eddig mindössze 3%-a jelezte maradási szándékát a rendszerben. Ráadásul a pénztárak folyamatosan élnek az immár lehetséges földrajzi diverzifikációval, így rövid távon elkerülhetetlen lesz, hogy a hosszú évek során jelentős nettó vevő pénztári szektor neutrális legyen, majd pedig a diverzifikáció mértékének függvényében akár nettó eladó pozícióba kerüljön. Ezzel a lengyel papírok prémium árazása megkérdőjeleződik a közeljövőben. Ezt tetézte az utóbbi hetek politikai botránya, mely szintén nem vetett jó fényt az országra.
- A cseh piacot a CEZ mentette meg. Az energetikai társaság az áram árának folyamatos csökkenése ellenére viszonylag stabil cash-flowt képes termelni. Az temelini atomerőmű bővítésének terve egyelőre lekerült az asztalról, amit a piac 17%-os emelkedéssel honorált. A többi vezető papír ugyanakkor mind veszített értékéből. Az Erste árfolyamát a szenvedő román és magyar operáció húzza vissza, az Unipetrol-t a továbbra is gyenge petchem makrokörnyezet tartja nyomás alatt, míg a Telefonica-t a tulajdonosváltás körüli bizonytalanság.