

Vagyonkezelői beszámoló az Allianz Nyugdíjpénztár Igazgatótanácsa részére 2009

Budapest, 2010. január 5.

Globális trendek

Lendületvesztés, korrekció, „exit stratégia”

- 2009 során minden hangulatindikátor javulást mutatott, ám novemberre ezek az értékek a semleges szintre csúsztak vissza. A háttérben zajló gazdasági folyamatok rendre visszaigazolták azon nézetünket mely szerint a fellendülést csak a korábban soha nem látott likviditásbőség okozta. Egyes becslések szerint globális szinten 3000 mrd dollárt meghaladó összegben érkezett friss pénz a gazdaságokba (közvetlen hitelek, repo lehetőségek, eszközfelvásárlások formájában). A rendkívül kedvező körülmények ellenére a világ vezető gazdaságai nem álltak talpra: a hitelezési tevékenység nem bővült, a munkahelyek száma tovább csökkent, a megtakarítási hajlandóság emelkedett, a fogyasztás jelentős mértékben visszaesett.
- Bármennyire ellentmondásos, a hatalmas pénzmennyiség bővülés végső soron mégiscsak a tőkepiacok fellendüléséhez vezetett, ám a jelek egyértelműen arra mutatnak, hogy a reálgazdaság bővülése (hitelezés) helyett az alacsony finanszírozási költséggel megszerezhető likviditás befektetési alapokon keresztül helyet keresett magának a világban, ezzel felhajtva az eszközárakat. Gyakorlatilag egy ingatlanpiaci eszközár-buborék kidurranásának drámai hatásait a jegybankok és kormányzati szervek ugyanazzal az eszközzel kívánták enyhíteni mint ami az eredeti probléma kialakulásához vezetett. Ezzel – nem meglepő módon – sikerült egy újabb eszközár-buborékot kialakítani, melynek kezelése lesz 2010 legkritikusabb kérdése
- Tekintve, hogy a D-K ázsiai övezeten kívül jelenleg nincs komolyabb gazdasági fellendülés, feltételezhetjük, hogy az ún. kilépési stratégiák - azaz a bepumpált likviditás felszívása, egyensúlyi pályára állítás - kényes kérdése csak 2010 második félévében kerül majd előtérbe.

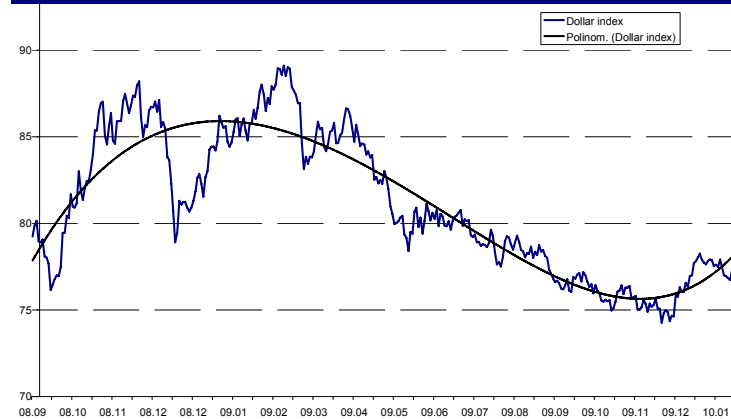
Globális trendek II.

Lendületvesztés, korrekció, „exit stratégia”

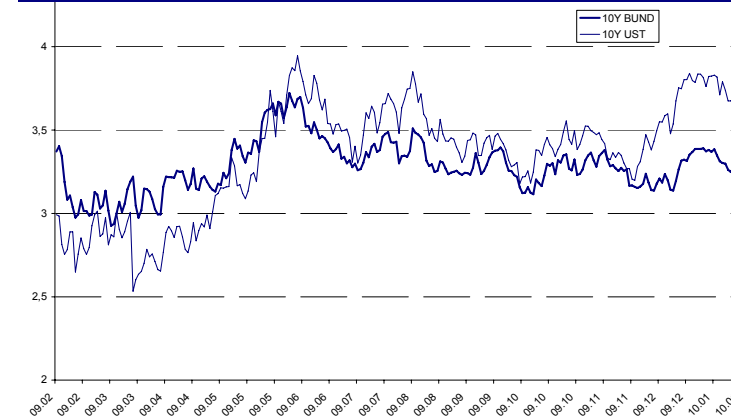
- A teljes 2009-es év során folyamatosan nőtt a kockázatvállalási kedv. Ugyanakkor 2009 negyedik negyedévében ezt érdemben csökkentette a Dubai World bedőlés közeli állapota (és azt ezt követő törlesztés átütemezés) illetve a görög költségvetés állapota. Az utóbbiról kiderült, hogy a görög költségvetés számai az elmúlt években nem tükrözték a valós állapotokat, így az ország várhatóan forrásbevonási nehézségekkel küzd majd. A probléma mértékére jellemző, hogy az eurozóna elhagyásának lehetősége is felmerült mint egyik lehetséges forgatókönyv.
- A kockázatvállalási hajlandóság egyszeri megingása mellett egy kevésbé intenzív, de sokkal nagyobb időtávon ható folyamat is kibontakozni látszik: a válság tüneteinek enyhítésére felhasznált pénzmennyiséget finanszírozni kell, ennek természetes velejárója a költségvetési hiányok emelkedése. Ekkora adósság esetében a piaci finanszírozás kikerülhetetlen – ez viszont további nyomás gyakorolhat a legnagyobb külső adósságfinanszírozásra szoruló USA állampapírpiacára s végső soron a dollárra is.

Globális trendek III.

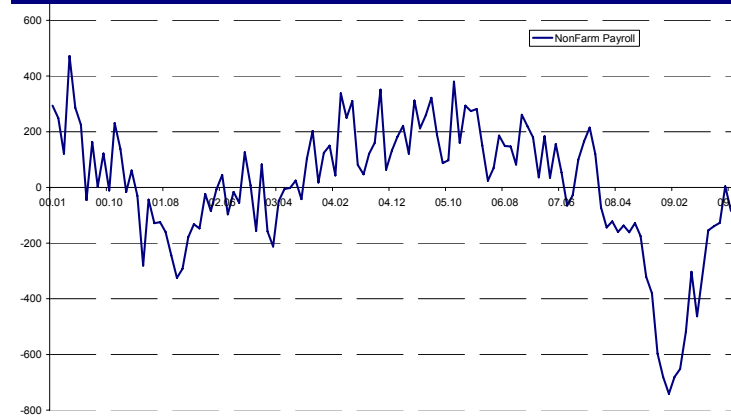
Dollár index (USD vs 6 major world currency)



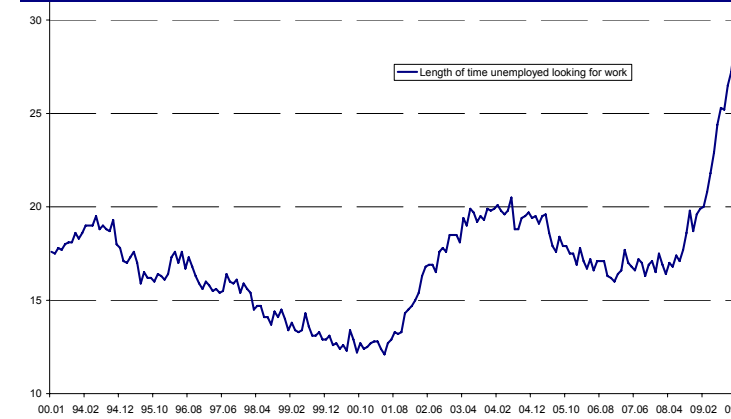
10Y UST és 10Y Bund



Non-farm payroll



Álláskeresés átlagos ideje (USA, hetekben)



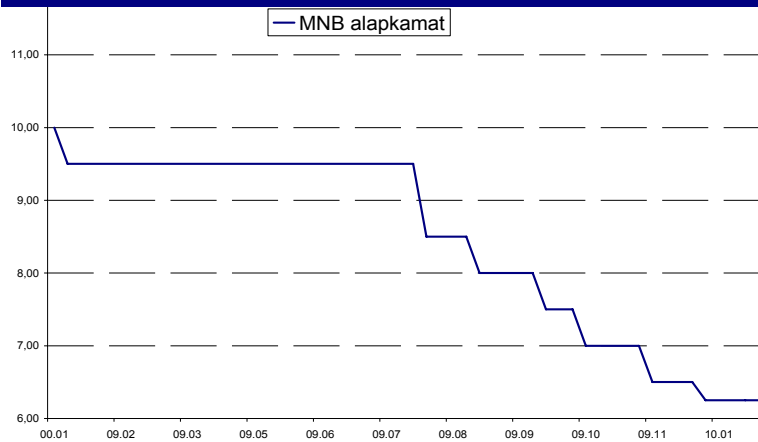
Hazai makrofolyamatok

Lassuló kamatcsökkentési ütem, javuló külső egyensúly

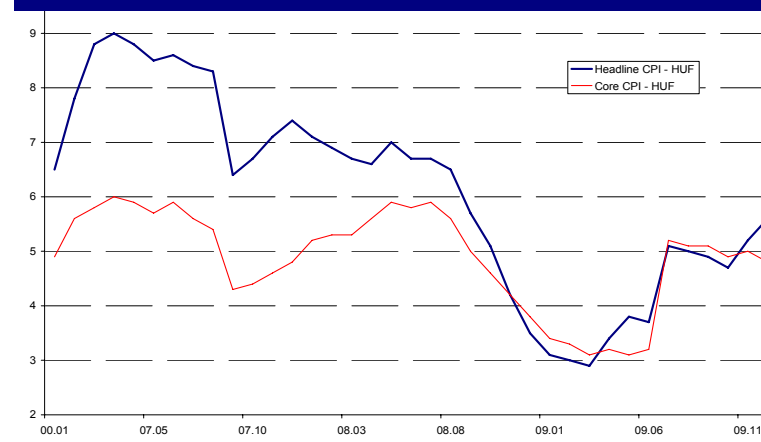
- Az MNB az év során folyamatosan csökkentette az alapkamatot, az irányadó ráta decemberre 6,25%-ra mérséklődött. Ez éves szinten 375 bázispontot jelent. Bár az év utolsó kamatdöntésekor a Monetáris Tanács a „nemzetközi pénzügyi környezet alakulását övező bizonytalanságok” miatt döntött a korábbinál visszafogottabb ütemű csökkentés mellett, mint infláció, mind növekedés oldalról bőven van tere a további mérséklésnek. A költségvetési kockázatok mérséklődésével feltételezhetjük, hogy a jegybank tovább enyhít a monetáris feltételeken, így a kamatvágási trend végén az irányadó ráta 5 – 5,5% körüli történelmi szintre mérséklődhet majd.
- 2009-ben a költségvetés pénzforgalmi szemléletű hiánya 918,6 mrd forint volt szemben az előirányozott 992,4 milliárddal, így a GDP arányos hiány a megcélzott 3,8% helyett 3,6% lett. A cél alullovése nem okozott meglepetést a rendkívül gyenge gazdasági teljesítmény ellenére sem: a bevételi oldalt egyszeri intézkedésekkel (nyugdíjpénztári visszalépők, cigaretta zárjegyek) sikerült felpumpálni.
- Az ipari termelés drasztikus szabadesése megállt, a hó/hó mutatók 0 közelében mozognak, az év/év csökkenés már egyszámjegyű. Sajnálatos módon hazánkban sem indult meg a hitelezési tevékenység (így a beruházások finanszírozása sem) azaz érdemi változást csak a külpiacok talpra állása után várhatunk.
- A belföldi fogyasztás rendkívüli csökkenése és a beruházási célú import elapadása miatt hazánk külső finanszírozási egyenlege 2009-ben javult, az utolsó két negyedévben nettó finanszírozók lettünk. A mögöttes szerkezet nem utal egészséges folyamatokra (vállalatok nettó megtakarítók) így véleményünk szerint ez az állapot csak nagyon rövid távon maradhat meg.

Hazai makrofolyamatok II.

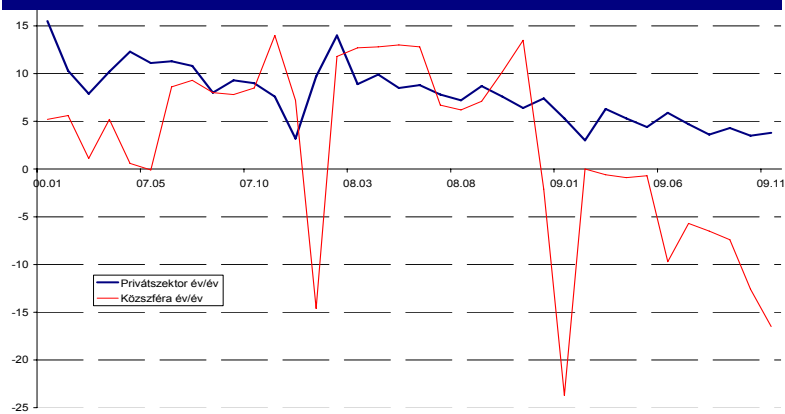
MNB alapkamat



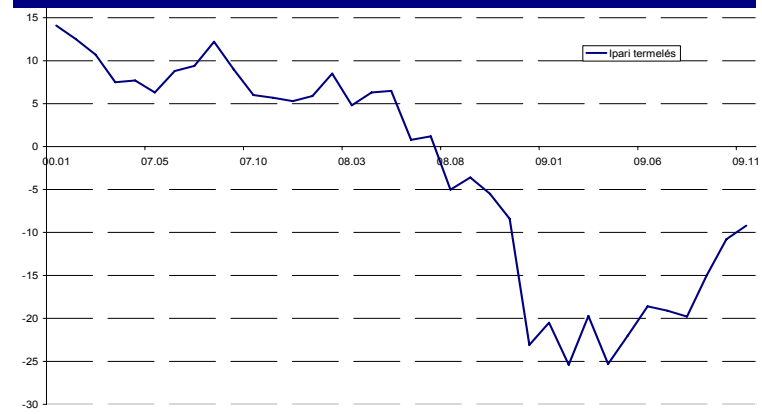
Forint headline és maginfláció alakulása



Bérek



Ipari termelés évv/év



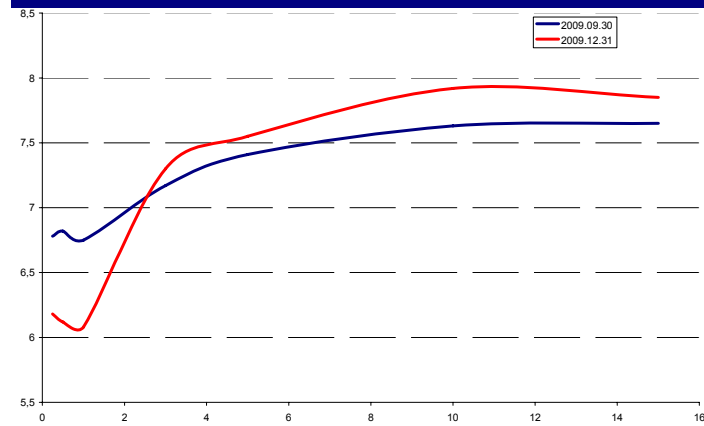
Állampapírpiac

Csökkenő külföldi befektetői aktivitás, dekonvergencia

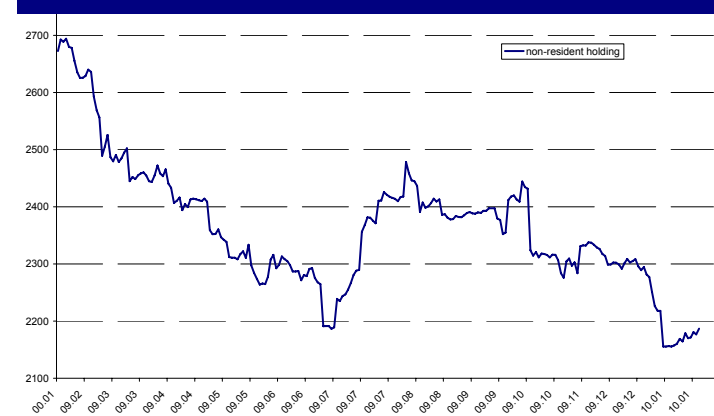
- 2009-ben a külföldi befektetők távolmaradtak a hazai piactól (a hozamcsökkenés tehát a hazai befektetői aktivitásból adódik). A nem rezidens befektetők nem újították meg a 2009-es lejáratú papírokban lévő pozícióikat. Az egész évre tekintve a nettó kiáramlás 200 mrd HUF-ra tehető, de a volatilis piacok miatt a minimum és maximum állományi szintek között 500 mrd HUF volt a különbség.
- Az ÁKK 2009 végére visszatért a korábban megszokott aukciós mennyiségekhez, de továbbra is eseti döntések szerint határozta meg a felkínált mennyiségeket. A jó elsődleges kereslet miatt a negyedévben nem volt szükség az IMF hitelkeret további felhasználására.
- Az 5x5 forward spread-ünk jelentős mértékben csökkent a márciusi, szinte államcsődöt árazó szintekről, de az év vége felé a költségvetés tartós finanszírozhatóságával kapcsolatos kétségek miatt a piaci hozamok ismét dekonvergenciára utaló jeleket mutattak.

Állampapírpiac II.

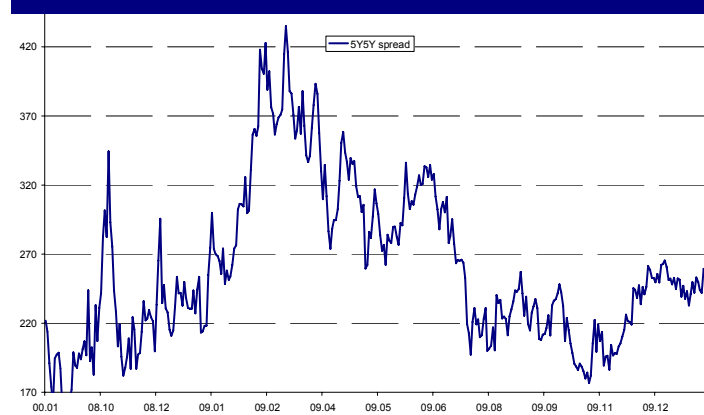
HGB görbe változása



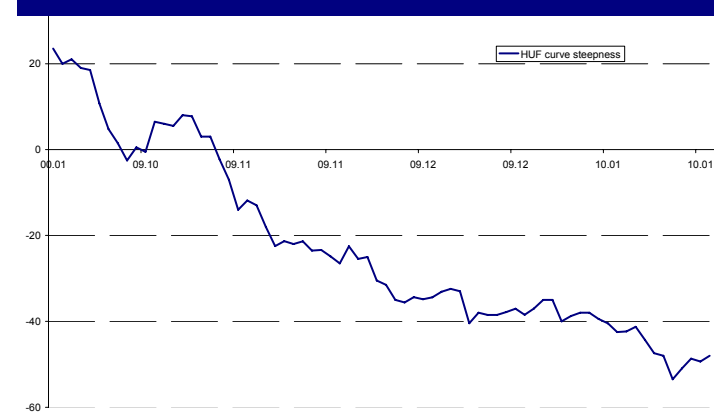
Külföldi befektetők állampapír-állománya (mrd HUF)



5Y5Y spread EUR curve felett (bp-ban)

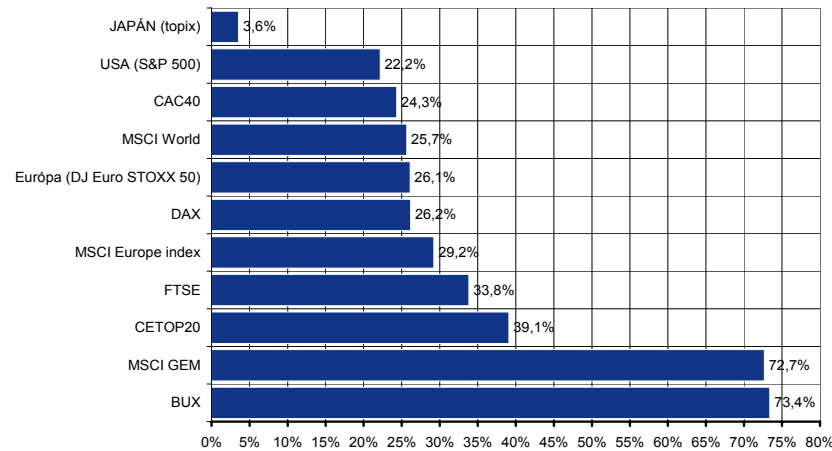


2-10 spread (HUF swap görbe)



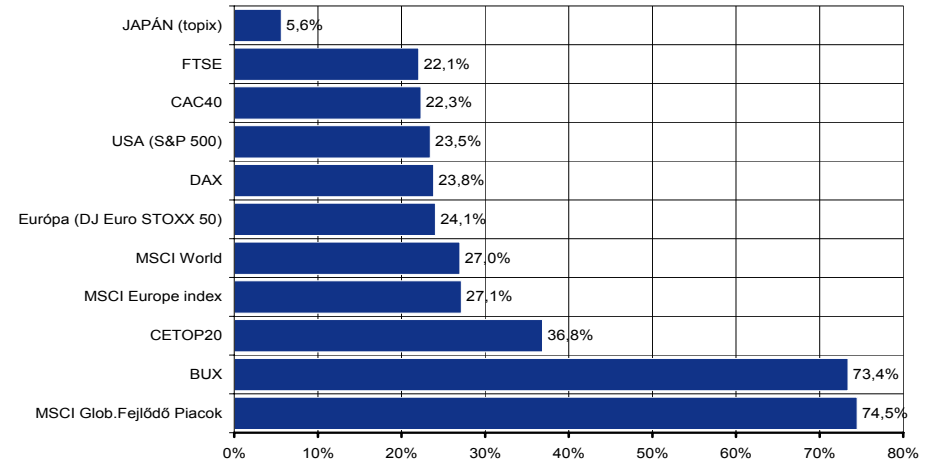
A fejlődő piacok felülteljesítettek

Főbb részvénypiacok teljesítménye - 2009 (forintban)



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

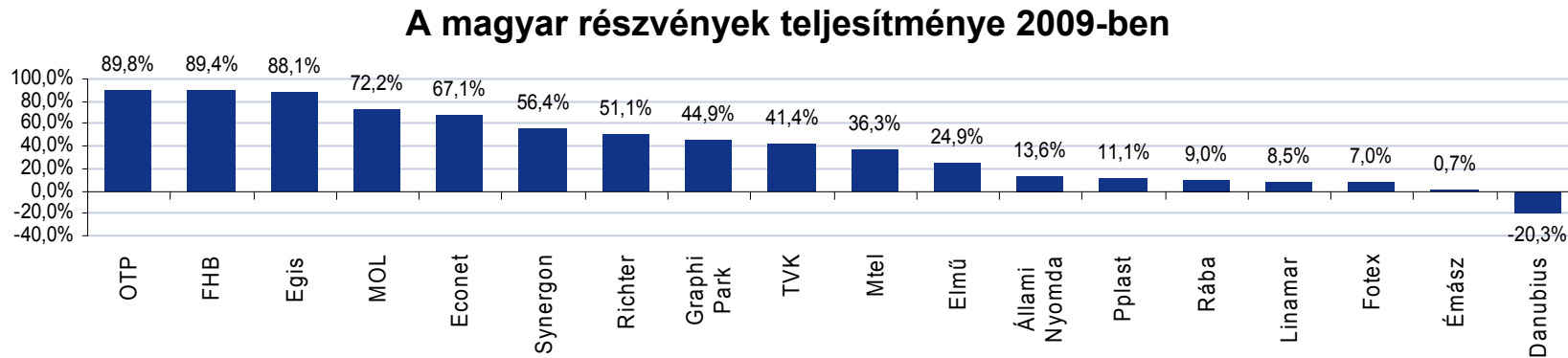
Főbb részvénypiacok teljesítménye - 2009



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

- Az S&P500 2008-as 36%-os esése után 2009 egy hasonló, 27%-os részvénypiaci csökkenéssel kezdődött. A világ politikai vezetői és jegybankárai azonban látva a fokozódó pánikhangulatot, rohamtempóban, egy sor, egyre nagyobb léptékű rendkívüli intézkedést hoztak azért, hogy a bizalom helyreálljon (QE) és az **S&P végül 22%-os pluszban zárja az évet**. A kockázatvállalási kedv csökkenésének korábban elsősorban a fejlődő piacok lettek az áldozatai, hogy aztán a bizalom részleges helyreállításával ők emelkedjenek a legnagyobb mértékben 2009-ben.
- A GEM részvénypiacok átlagosan 47%-kal teljesítették felül a fejlett országok részvénypiacait** 2009-ben, elsősorban a nyersanyagokban gazdag és/vagy vastag külkereskedelmi többlettel rendelkező, többnyire ázsiai vagy dél-amerikai országok vezényletével. A közép-európai régió valahol a fejlett és a fejlődő piacok hozama között hozott 39%-os emelkedésével, amit elsősorban a világon egyedülálló módon a recessziót teljesen elkerülő Lengyelországnak, az autópiac gyengélkedése ellenére továbbra is stabil gazdasággal működő Csehországnak és az IMF-hitellel megtámogatott, a költségvetését nagyjából rendbetevő Magyarországnak köszönhetünk.

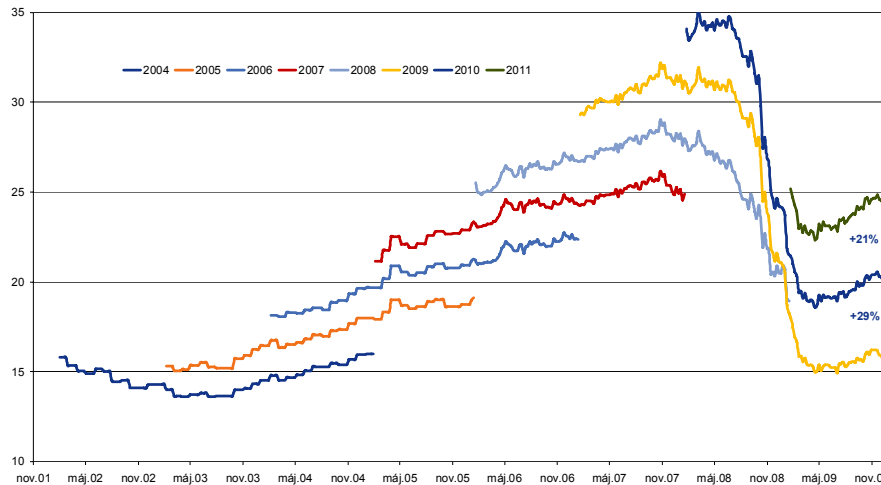
A BUX még a GEM-nél is jobban teljesített



- 2009 egészében a **magyar részvények átlagban még a fejlődő piacokat is túteljesítették**, bár a Lehman-csődtől 2009 márciusáig a BUX a legrosszabb teljesítők között volt. Az IMF csomagnak és a hozzá kapcsolódó költségvetési stabilizációnak köszönhetően visszatérő bizalom nagyban hozzájárult országunk részvénypiacának túteljesítéséhez, emellett a visszatérő bizalomnak köszönhetően az év előrehaladtával az ország finanszírozását fokozatosan le tudtuk csatolni az IMF köldökzsinórról, ezzel hagyva némi tartalékot a nehezebb időkre...
- A bizalom visszatérése mellett természetesen az **óriási mennyiségű szabad pénz** folyamatos helykeresésének is köszönhető, hogy Magyarország súlyozása jelentősen nőtt az intézményi portfóliókon belül.
- A meredek részvénypiaci felpattanás **legnagyobb nyertesei** – ahogy az lenni szokott – a magasabb bétájú szektorokból, azaz a **penzügyi** (OTP, FHB) és az **energia** (MOL) szektorból valamint a kisebb részvények közül (Egis, Econet, Synergon) kerültek ki. A defenzív papírok, az Mtel árolyama „csak” 36.3%-ot növekedett, ám így is jelentősen túteljesítette régiós versenytársait, a TPSA-t és a Tef O2 CZ-t. A sor kisebb, illikvidebb, különösebb befektetési sztorit nem tartalmazó részvények zárják. A kisebb papírok felülsúlyozása általában a rally-k végét jelzik, itt azonban még úgy tűnik nem tartunk...

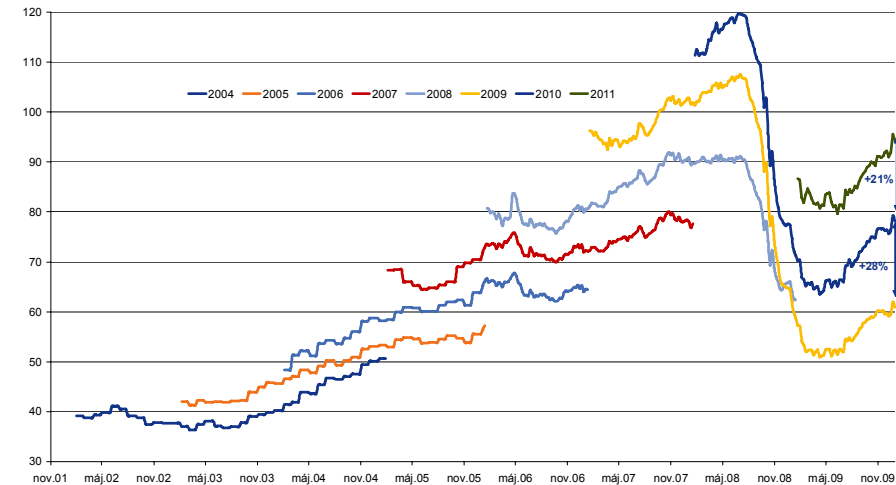
Optimista elemzői várakozások

MSCI World EPS előrejelzések alakulása



Forrás: Datastream

MSCI GEM EPS előrejelzések alakulása

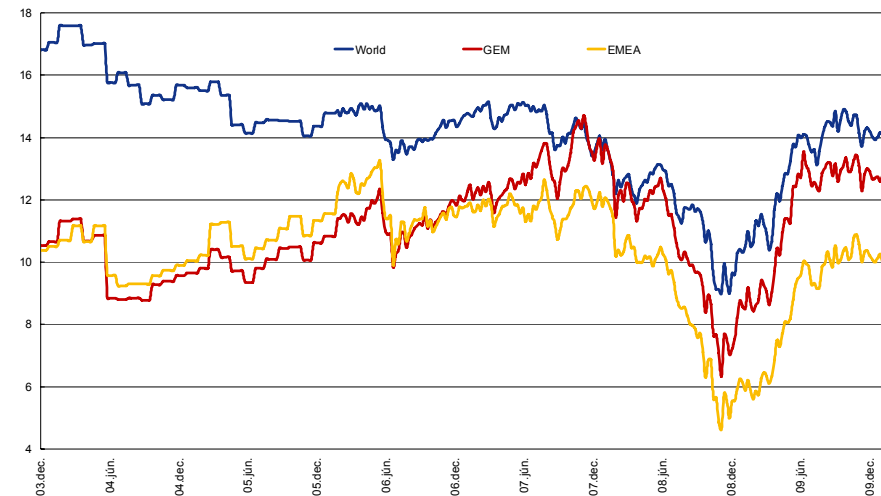


Forrás: Datastream

- A részvényelemzők rendkívül optimistán tekintenek a 2010-es és a 2011-es évekre. Mind a fejlett, mind pedig a feltörekvő piacokra kb. 30%-os eredménybővülést prognosztizálnak az idén, míg a jövő évre további 20% a konszenzus. Amennyiben ezek beigazolódnak, akkor a fejlett világban 2011-re míg a feltörekvő régiókban 2010-re a vállalatok újra elérik az eddig rekord évnek számító 2007-es esztendő eredményeit.
- Ez nem lehetetlen, hiszen az elmúlt másfél évben szinte minden vállalat számos költség-optimalizáló intézkedést hajtott végre, mellyel rövid távon sikerrel veszik fel a harcot a zsugorodó árbevétellel. Az siker esélye azonban véleményünk szerint nem túl nagy, mivel a 2009-es számok részben már tükrözik a költségcsökkentések hatását, így a dinamikus eredménynövekedéshez elengedhetetlen lenne a fogyasztás felpörgése.

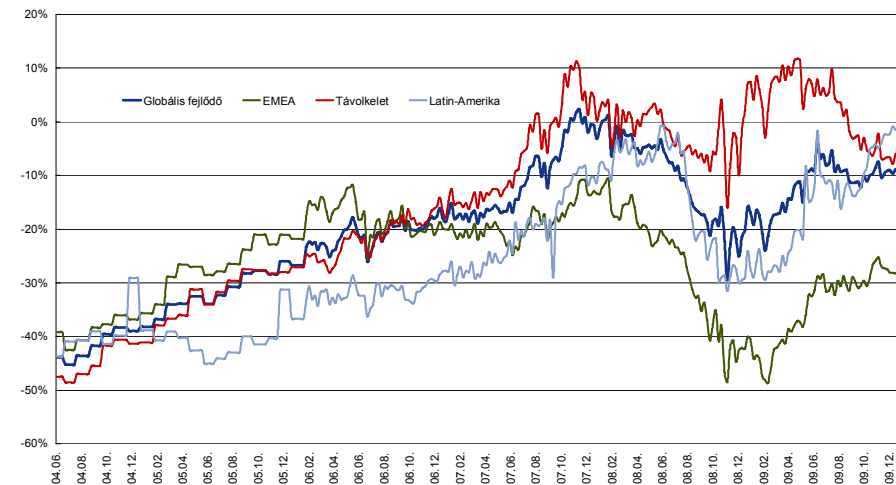
Válság előtti értékeltség

P/E ráták alakulása



Forrás: Datastream

Fejlődő piacok P/E diszkontja az MSCI World-höz képest



Forrás: Datastream

- A március óta tartó rally eredményeként az értékeltségek elérték a válság előtti szinteket. Az MSCI World újra 14x feletti forward P/E ráta felett forog, míg az MSCI GEM index részvényeivel az elemzők által a következő 12 hónapra várt EPS 13-szorosán kereskednek.
- Az egyes feltörekvő régiók diszkontja is jelentősen csökkent Q2-Q4 folyamán, bár még a válság alatti szinten van. A jelenlegi 10%-os diszkont nagyságrendileg reális lehet, figyelembe véve a feltörekvő piacok extra kockázatát.

Várakozás

- A részvénypiacok volatilitása várhatóan nőni fog a 2009 második félévében tapasztaltakhoz képest. Az jegybankok exit stratégiáit szorosan követik majd a befektetők, és gyors reakciókra számíthatunk.
- Véleményünk szerint az év első felében nagy az esély számottevő (>10%) korrekcióra, amit a FED és az ECB első hawkish kommentjei válhatnak majd ki. Kamatemelésre 2010 második felében számítunk, amit újabb negatív impulzusként élhetnek meg a befektetők.
- Amennyiben azonban valóban felpörög a gazdaság és kamatemelésekre lesz szükség, az a rövid távú negatív reakció ellenére hosszú távon nem törné meg a növekvő trendet. Bár az emelkedés mértéke jóval konszolidáltabb lehet, mint azt a tavalyi évben tapasztalhattuk. Jelenleg ez az elemzők túlnyomó többségének a véleménye.
- Ám még mindig nem szabad megfeledkezni a legrosszabbról. Ha esetleg több ezer milliárdnyi stimulus ellenére mégsem lesz tartós a gazdasági fellendülés, vagy a jegybankok hibát vétnek az exit stratégia végrehajtása közben, akkor újabb jelentős (>30%) részvénypiaci visszaeséssel lehetne számolni. Jelenleg ennek esélyét egyre kisebb számmal veszik figyelembe, de még semmiképpen nem 0%. Mindenesetre bennünket óvatosságra int.

Portfoliók teljesítményének összefoglalása

ÖSSZES Portfolió teljesítménye 2008.12.31-től 2009.12.31-ig

Vagyonkezelt alapok	Portfolió hozam	Benchmark hozam	Alul / Felülteljesítés	Kezdő dátum	Záró dátum
Magán Klasszikus	11,62%	13,12%	-1,50%	2008.12.31	2009.12.31
Magán Kiegyensúlyozott	16,39%	17,87%	-1,48%	2008.12.31	2009.12.31
Magán Növekedési	22,40%	22,04%	0,36%	2008.12.31	2009.12.31
Magán Független	10,95%	10,52%	0,43%	2008.12.31	2009.12.31
Magán LIK_MUK	8,67%	10,79%	-2,12%	2008.12.31	2009.12.31
Önkéntes Fedezeti	16,80%	17,99%	-1,19%	2008.12.31	2009.12.31
Önkéntes Szolgáltatási	9,48%	10,52%	-1,04%	2008.12.31	2009.12.31
Önkéntes LIK_MUK	8,90%	10,79%	-1,89%	2008.12.31	2009.12.31
Egészségpénztár FED	9,53%	10,06%	-0,53%	2008.12.31	2009.12.31
Egészségpénztár MUK	9,54%	8,98%	0,56%	2008.12.31	2009.12.31
Egészségpénztár LIKV	8,98%	8,98%	0,00%	2008.12.31	2009.12.31