

# Vagyonkezelői jelentés Allianz Önkéntes és Magánnyugdíjpénztár I. negyedév

Budapest, 2009. április 8.

Allianz 

## 1.1 Globális trendek

### Monetáris lazítás, fiskális ösztönzők, G20

- A recesszió elleni küzdelem kiszélesedett 2009 első negyedévében: a világ vezető jegybankjai rendre mérsékeltek irányadó kamataikat és egyszerűsítették a hozzáférést a jegybanki forrásokhoz. Változott a befogadható letétek köre, közvetlen kivásárlások indultak (TARF program), illetve további nagymértékű közvetlen tőkeinjekció valósult meg.
- A folyamat a quantitative easing kiszélesedésével kapott új lendületet (közvetlen pénzmennyiség növelés a gazdaságban), ami már direkt és azonnali hatást is kifejtett (pl SNB és CHF eladások, árfolyamkorrekció, küzdelem a defláció ellen).
- A quantitative easing-nek hosszabb távon eltérő hatásai vannak. A FED mérlege az elmúlt négy negyedév során jelentősen kiszélesedett, eszközállományának összetétele romlott. A monetáris bázis két negyedév alatt megduplázódott: ezek a folyamatok szisztematikus és erős inflációs kockázatot hordoznak magukban, melyek középtávon gyengítik majd a dollár globális tartalékdeviza szerepét.
- Az országonkénti fiskális stimulus (pl. Obama-program, 850 mrd USD) mellett nemzetközi szervezetek támogatása élénkült. A G20 országok negyedév végi találkozásán közös határozatban tőkésítették fel az IMF-et 250 mrd USD-al, illetve bővítették a kereskedelem-finanszírozási keretet hasonló mértékben.

## 1.2 Globális trendek

### G20 döntés utáni kockázatok, válságkezelés hatékonyságát érintő kérdések

- A hitelderivatívák nem követték a gyakorlatilag egész márciuson áthúzódó részvénytrendet, a két szegmens jelentősen szétvált, a monetáris és fiskális ösztönzők az árazott csődkockázatra még nem voltak érdemi hatással
- A G20 tanácskozáson hozott döntések nem tértek ki a banki mérlegek kitisztítására (USA „bad bank” programot elvetették, a TARP program kimerült, új források bevonására lenne szükség – de ez még mindig csak a tengerentúlra vonatkozik, globális szinten még nem sikerült kezelni a problémát)
- A quantitative easing folyamata szisztematikus kockázatokat eredményez az adott országok költségvetési hiányának finanszírozásában (hitelesség és transzparencia <> alacsony hozamok)
- A KKEU országok (new Europe és EU-n kívüli ex-szovjet tagállamok) problémái a G20 bejelentés után sem oldódtak meg, konkrét programok, menetrendek még nem születtek, ám ezekben az országokban erősödik az orosz befolyás (újragyarmatosítási folyamat)
- Devizatartalékok összetétele / globális tartalékdeviza szerepek megváltozása (USD >> CNY)

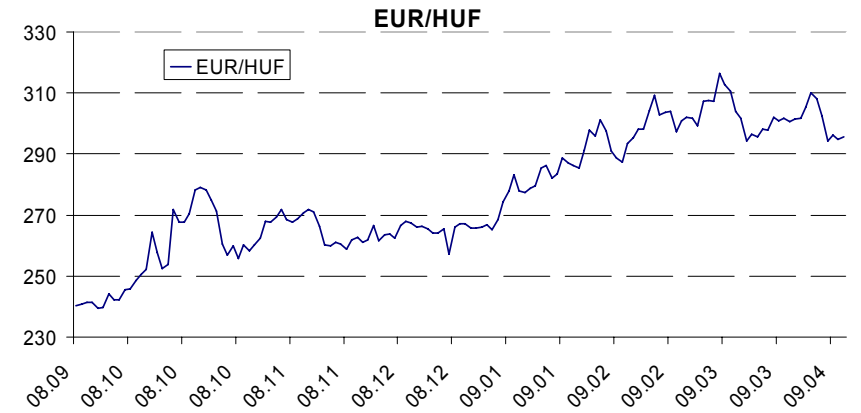
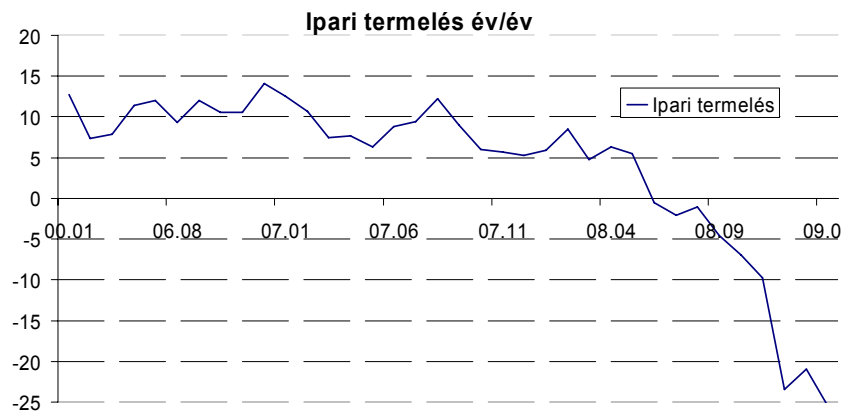
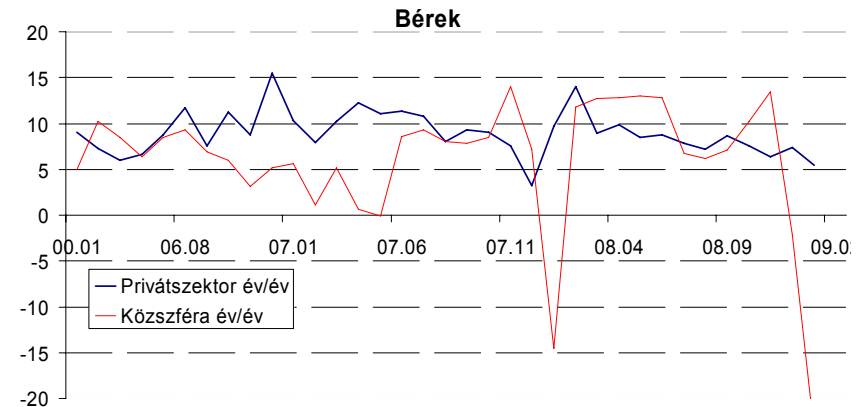
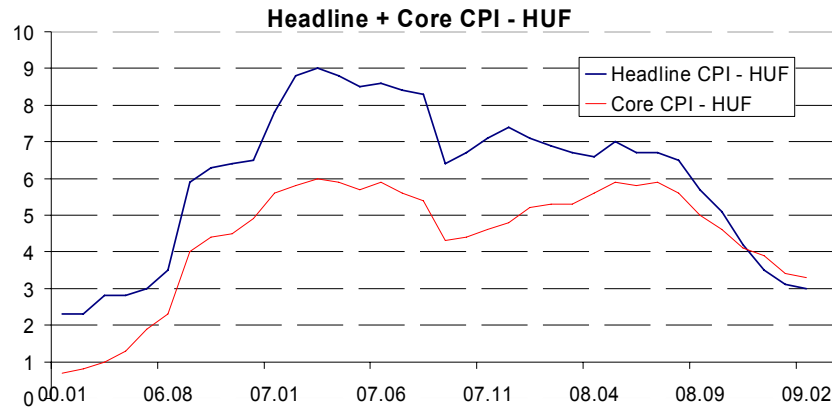
## 1.3 Hazai makrofolyamatok

### Forintválság, kényszerintézkedések, összeomló ipari termelés, leminősítés

- 2009 első negyedében jelentős mértékben gyengült a főbb devizákhoz képest. A HUF eleinte a régiós társakkal párhuzamosan mozgott, de később – a befektetői diverzifikáció előretörésével – a forint értékvesztése meghaladta a PLN, RON és CZK gyengülést
- A 2009-re tervezett gazdasági növekedési előrejelzés tarthatatlanná vált, az előrejelzésekben megjelenő egyre nagyobb visszaesés és az ezt alátámasztó kiskereskedelmi és ipari termelési folyamatok miatt felgyorsult a tőkekivonás
- Válságkezelés helyett csak kényszerintézkedéseket sikerült bevezetni (MNB árfolyamstabilizáció swap line-okon és intervención keresztül, agresszív ÁKK visszavásárlási aukciók)
- A Gyurcsány-féle javaslatcsomag EU-s visszautasítása után a befektetők agresszíven árazni kezdték a magyar csőd-kockázatot
- Az EUR/HUF 317-ig gyengült, ez a szint már konstans verbális intervenciót és folyamatos piackarbantartást igényelt. Tartósan gyenge árfolyam esetén ugyanis nem biztosítható a hazai bankrendszer stabilitása

# 1.4 Hazai makrofolyamatok

Jelentősen csökkenő infláció, összeomló ipari termelés, történelmi mélypontra gyengülő HUF



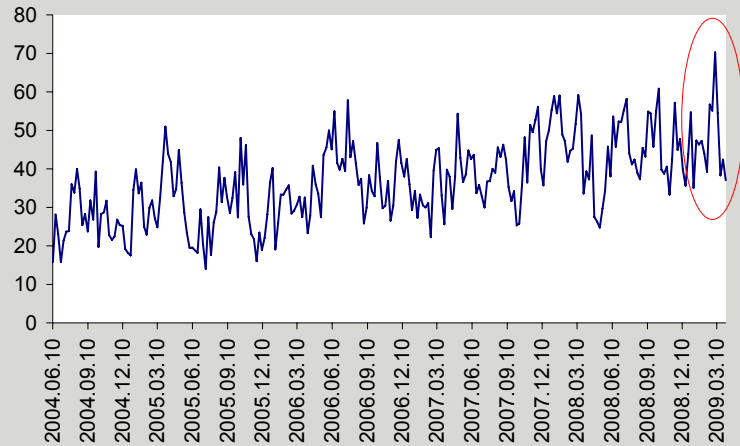
## 1.5 Állampapírpiac

### Sikertelen kísérlet a kötvényaukciók újraindítására, működésképtelen piac, ÁKK buyback

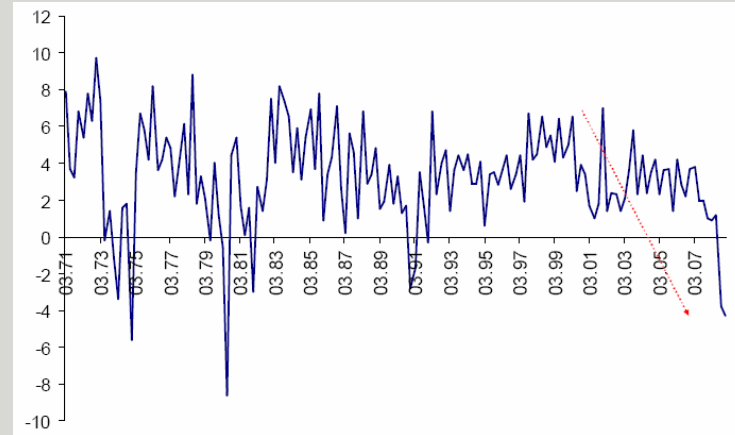
- Az ÁKK a negyedév során kísérletet tett a rendszeres kötvényaukciók újraindítására. Az aukció sikeres volt de a piaci jelenlét csak a következő eladási hullámig tartott, így az ÁKK a kibocsátást követő héten már lefújta az első két negyedévre tervezett összes aukciót
- A piac legfőbb jellemzője 2009 Q1-ben az illikviditás volt – az átlagos kötésnagyság 1-1,5 milliárdról 2-300 millióra csökkent. A tőzsdei jegyzések mértékét az ÁKK a PD-k javaslatára csökkentette, az árjegyzési spread is tágult.
- A negyedév során a hozamok drámaian emelkedtek: az éven belüli lejáratok 50-100 bázisponttal, a 3-5 éves szegmens 200 – 220 bázisponttal, az ennél hosszabb lejáratok 230-300 bázisponttal emelkedtek. A hosszabb lejáratok tehát lényegesen alulteljesítették a rövidebb kötvényeket.
- A külföldi befektetők birtokában lévő állampapír állomány a negyedév végére 2400 milliárd forintra csökkent (érdemes megjegyezni, hogy a közel 300 milliárdnyi ÁKK által visszavásárolt kötvény jelentős része hazai befektetőktől származott)
- Az ÁKK agresszív visszavásárlási politikája a negyedév végére közel 100 bázisponttal lejjebb nyomta a hozamokat, az így kialakult helyzet azonban mesterségesnek tekinthető, a piaci forgalom nem élénkült meg jelentősen, nincs mélysége továbbra sem a kereskedésnek.

## 2.1 Fejlett részvénytőzsiacok (MXWO)

### Bearish sentiment index



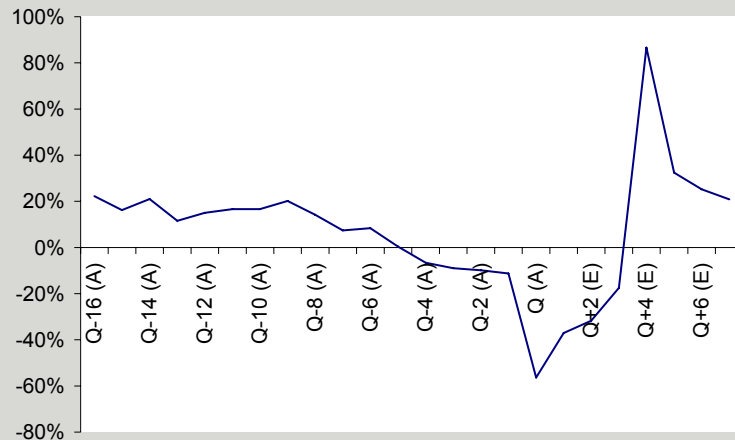
### US fogyasztás



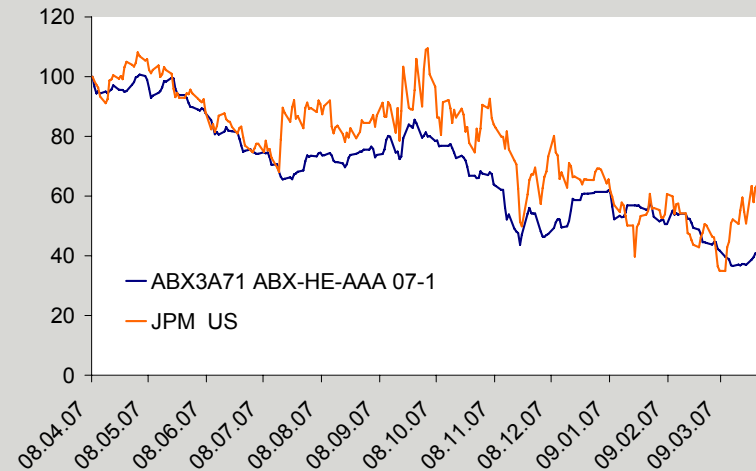
- „V” alakú mozgás a negyedév során: MXWO a az első két hónapban 25%-os esés, majd közel 17 %-os emelkedés (1991 óta a legjobb havi teljesítmény) – a fő kérdés: alj vagy csak lokális mélypont?
- AAI Bear index extrém magas szinten március elején > erőteljes technikai korrekció fundamentumok nélkül (az index gyors csökkenése > tipikus bear market rally)
- A márciusi rally a pénzügyi szektor vezette (Citigroup, JP Morgan, BoA pozitív eredmény az első 2 negyedévben, 1 trillió dolláros Geithner csomag, G20)
- DE: a további emelkedés bizonytalan: romló makrogazdasági adatok (munkanélküliség emelkedik, hitelportfóliók romlanak, durable goods és lakáseladások némi javulás, de nem trendforduló)
- Az amerikai fogyasztás továbbra is csökken (kétharmada a GDP-nek): a gazdaságélelénkítő csomagok hatása még nem jelent meg.
- Az ISM manufacturing index mutat némi javulást, ám még mindig rendkívül alacsony
- Összességében stagnáló fogyasztás, növekvő munkanélküliség, csökkenő globális GDP, romló finanszírozási képesség > nem várható érdemi javulás a vállalatok eredményességében
- Emellett azonban az érdekltségi szinten rendkívül alacsony mértéke miatt (lásd február) várhatóak tartósabb korrekciók, ám egyelőre még negatív trendcsatorna jellemzi a fejlett tőzsiacokat

## 2.2 Fejlett részvénytőpiacok (MXWO)

### SPX EPS forecast



### Hitelpiac és a bankszektor

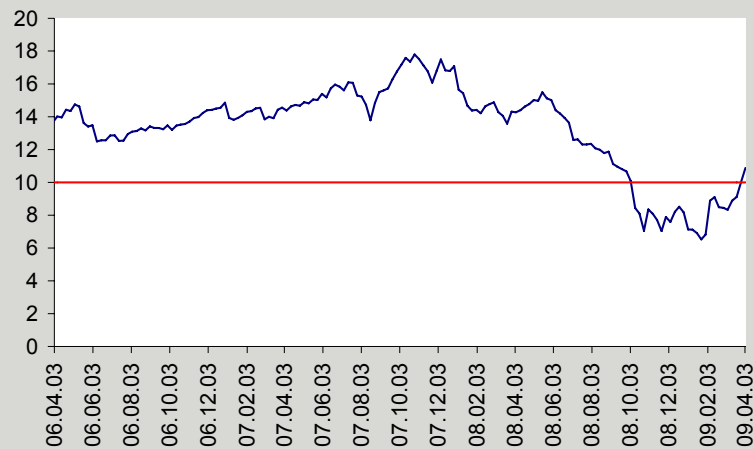


- A további iránt a gyorsjelentési szezon fogja meghatározni: elemzői várakozások szerint az I. negyedévben 37 %-os eps visszaesés, másodikban 31%-os, harmadikban 18 %-os. A IV. negyedévben ugyanakkor 76 %-os növekedés (főként pénzügyi szektor)
- Az eredményelőrejelzéseket az elmúlt 3 hónapban is 22 %-al lefele módosították, a felülvizsgálati mutató (felminősítés-leminősítés) továbbra is negatív.
- Az osztalékhozam továbbra is a kötvényhozamok felett van, ugyanakkor az osztalékfizetési hányad csökken.
- „Nagyító” hatás: a makrokörnyezet gyors romlása, a vállalati „guidance”-ek hiánya (alig 14% adott sales előrejelzést) rendkívül bizonytalanná teszi az előrejelzéseket. PI. a BNW nettó profit előrejelzés az idei évre 2.1 és -1.7 milliárd EUR között ingadozik
- A bankmentő csomagok, a fiskális és monetáris élénkítés meghozta az első reménysugarakat. Ugyanakkor a hitelpiac nem követte a részvénytőpiacokat
- A kereskedelmi célú ingatlanok értékében további csökkenés várható idén + a hitelkártya üzletág jelentős lassulása várható (a késedelmek és csőd 20 éves csúcson) + toxikus eszközök értékelése még bizonytalan > további leírások, céltartalékképzés várható
- Mindezek összességében további esésre utalnak a fejlett piacokon, preciklikus vállalatok vétele óvatosan, összességében a részvénytőpiac agrsszív felülsúlyozása kerülendő.

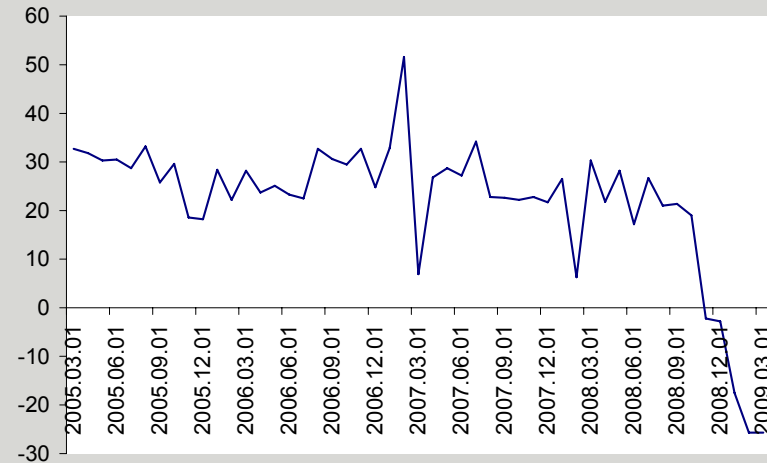


## 2.3 Fejlődő részvénytőpiacok (MXEF)

MXEF P/E



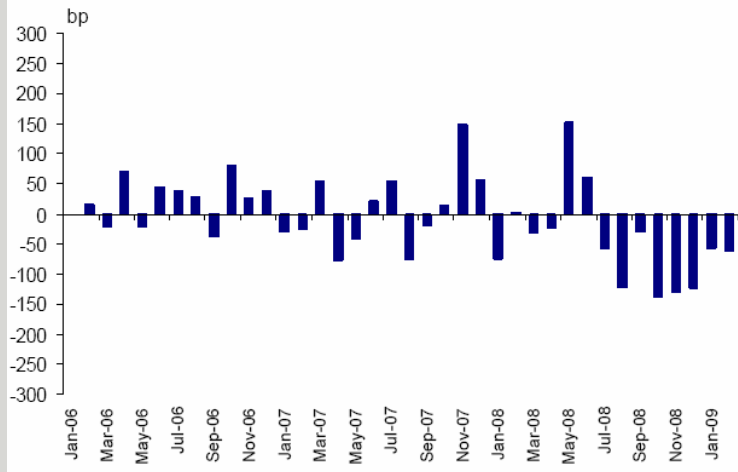
Kínai export (YoY, %)



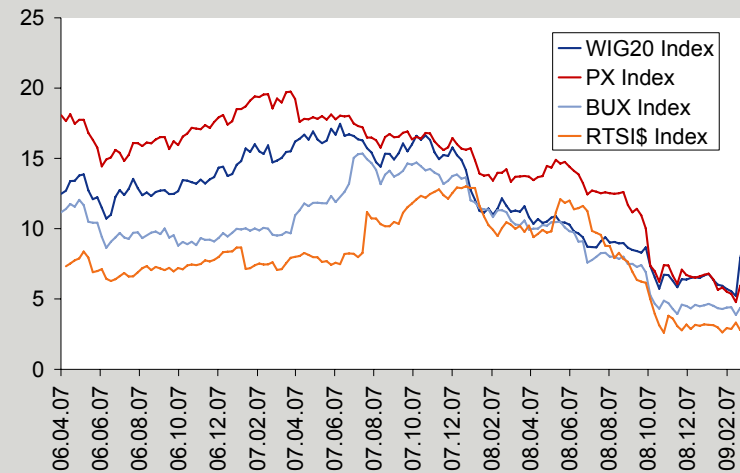
- A kínai 600 milliárd értékű élénkítő csomag pozitív hatással volt a teljes fejlődő piacokra > az infláció gerjesztő intézkedések (quantitative easing) tovább növelték a fejlődő piacok vonzerejét
- Főként a nyersanyag érzékeny országok teljesítettek jól (réz +31%, olaj +24%) > Kína, Brazília, Oroszország
- Earnings: 2008: -4,5%, 2009: -18,4%
- Az árazási szintek az ideji növekedés hatására nagyjából helyreálltak: 10,6 P/E historikusan olcsó, ám a fejlett piacokhoz képest megfelelő
- Ugyanakkor a fundamentumok csak korlátozottan mutatják a stimulus hatását: Oroszország: instabil gazdasági helyzet, Kína: vártnál is alacsonyabb GDP > belső fogyasztás növekedése korlátozott, export -25%
- > Túlzott optimizmus az EM tekintetében

## 2.4 Régiós piacok (CETOP20)

### Globális alapok CEE Eszközallokációja



### Régiós P/E ráták



- Az idei év első hónapjaiban a CETOP20 22,5%-ot, lengyel WIG20 24,76%-ot, a cseh PX 15%-ot, a BUX index 21,96%-ot esett euróban, amihez nagymértékben hozzájárult a régiós devizák leértékelődése.
- A teljes régióban igen komoly finanszírozási problémák, jelentős csödkockázat (CDS rekord valamennyi országnál), a régió a globális portfóliókban alulsúlyban > márciusban jelentős korrekció, IMF keretbővítés > kockázati felár csökkenés
- A legrosszabbul a bankszektor teljesített (NPL növekedés, romló hitelportfóliók, SEE leírások, NIM szűkülés), a BRE bank a márciusi felpattanással együtt is -46,5 %-ot esett (legnagyobb kitétség a zloty hedge ügyleteknél)
- A telekom szektor viszonylag jól teljesített, 10-15% közti osztalékhozamok, 13% feletti FCF yield valamennyi vállalatnál
- Az olajszektorból a MOL felülteljesített (INA, Surgutneftegaz), míg a gyógyszeriparban az EGIS tudta a legjobb eredményt felmutatni.
- KGHM 62%-os emelkedés > a réz árának emelkedése, valamint a zloty gyengülés javította eredményességét

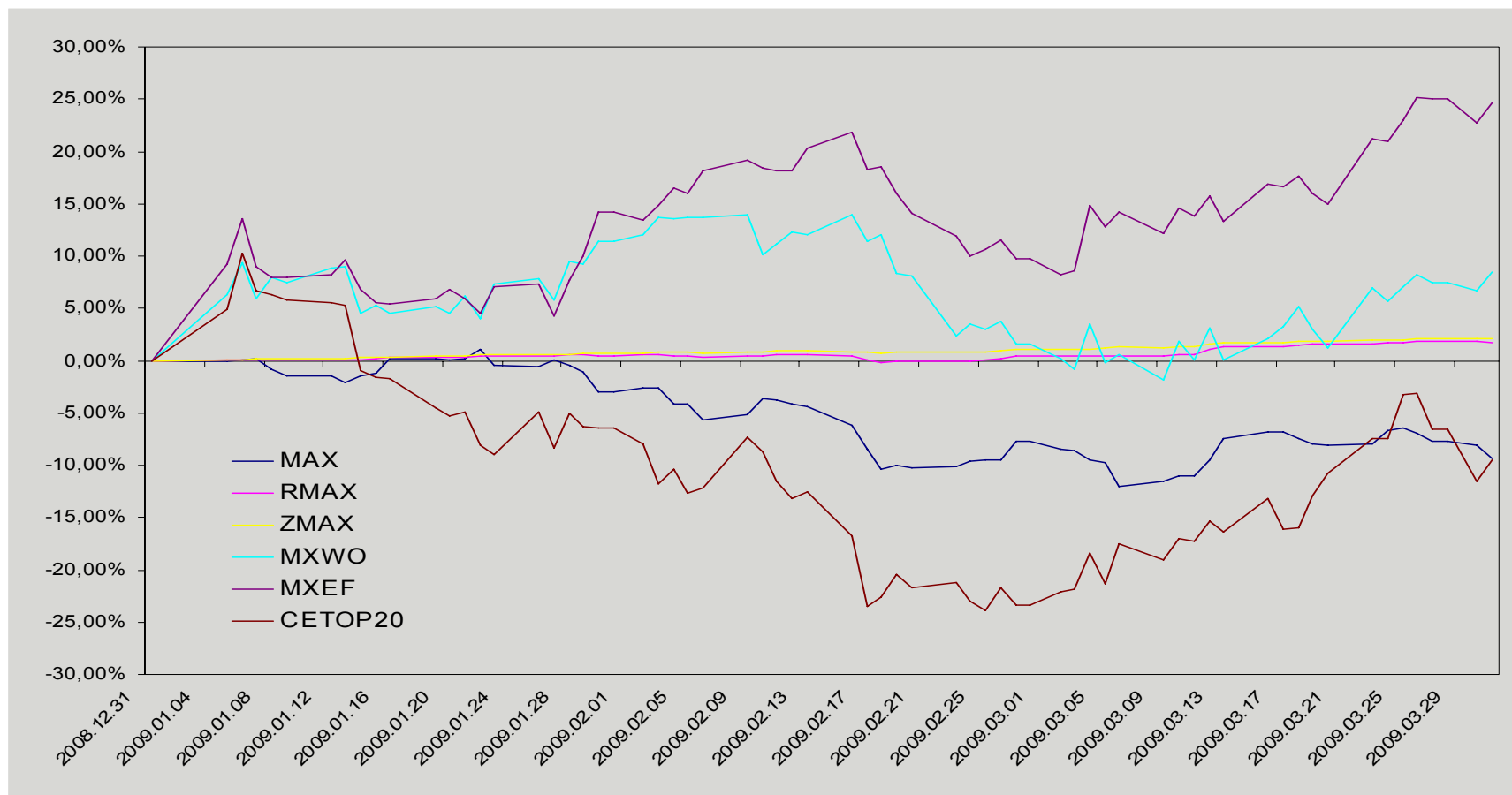
## 2.5 Régiós piacok (CETOP20)

### Főbb régiós indexek árfolyamai

- A régió megítélése továbbra is igen kedvezőtlen globális viszonylatban
- A régiós index márciusban emelkedett a bankszektor vezetésével,
- DE: a „rally” a csődcockázat mérséklődésének volt köszönhető, valamint a globális bankszektor kedvezőbb megítélésének
- A bankrendszer továbbra is gyenge lábakon áll, a hitelállomány romlása még csak ezután várható
- A reálszféra mind finanszírozása, mind pedig eredmény oldalon romlásra számíthat 2009-ben > szűkülő finanszírozási csatornák (PKN Orlen 80 bps > 400 bps), csökkenő eredményesség,

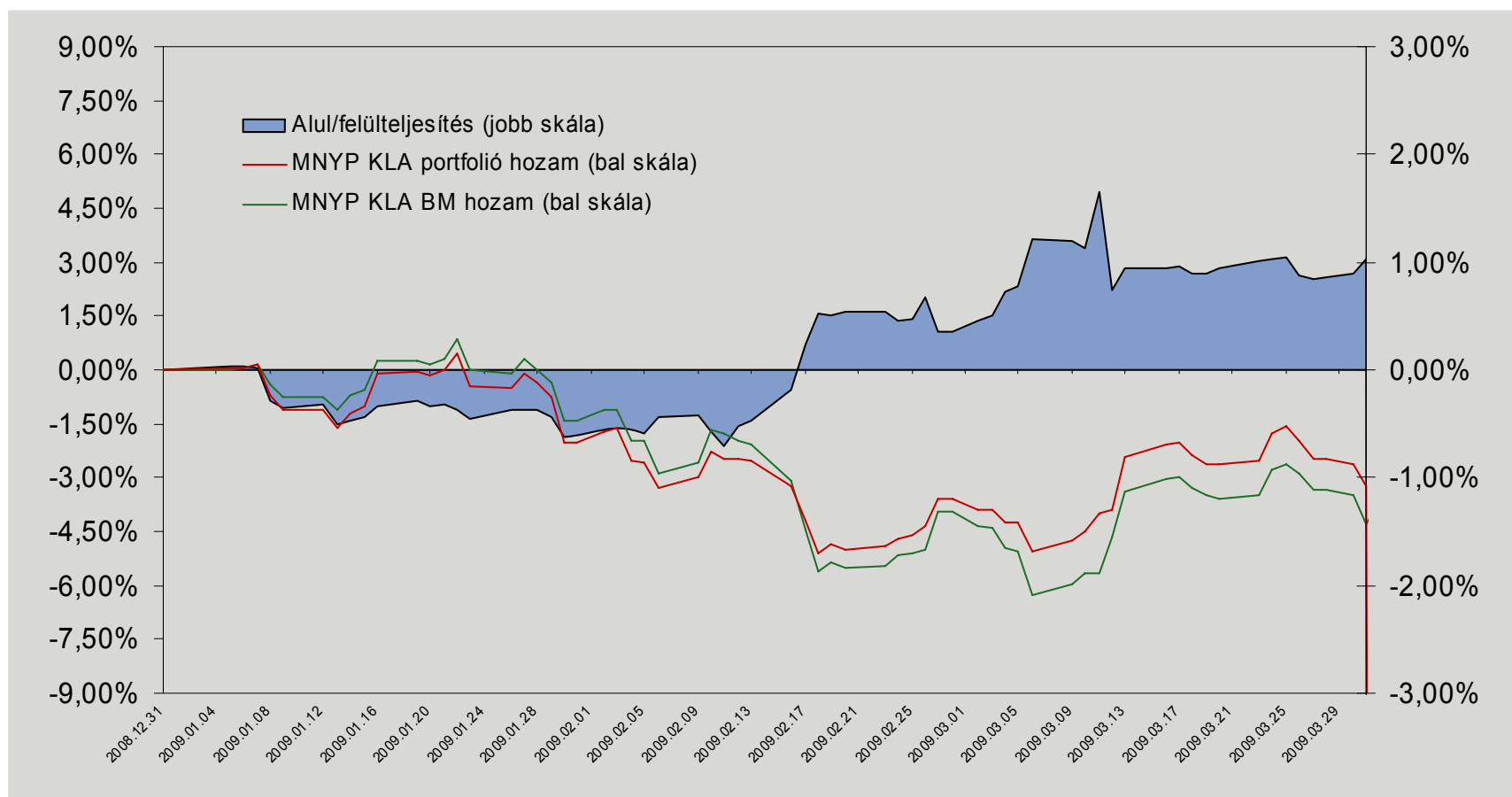
### 3.1 A Stratégiai eszközallokációt alkotó Indexek teljesítménye

Indexek hozamainak alakulása forintban 2008.12.31 - 2009.03.31-ig



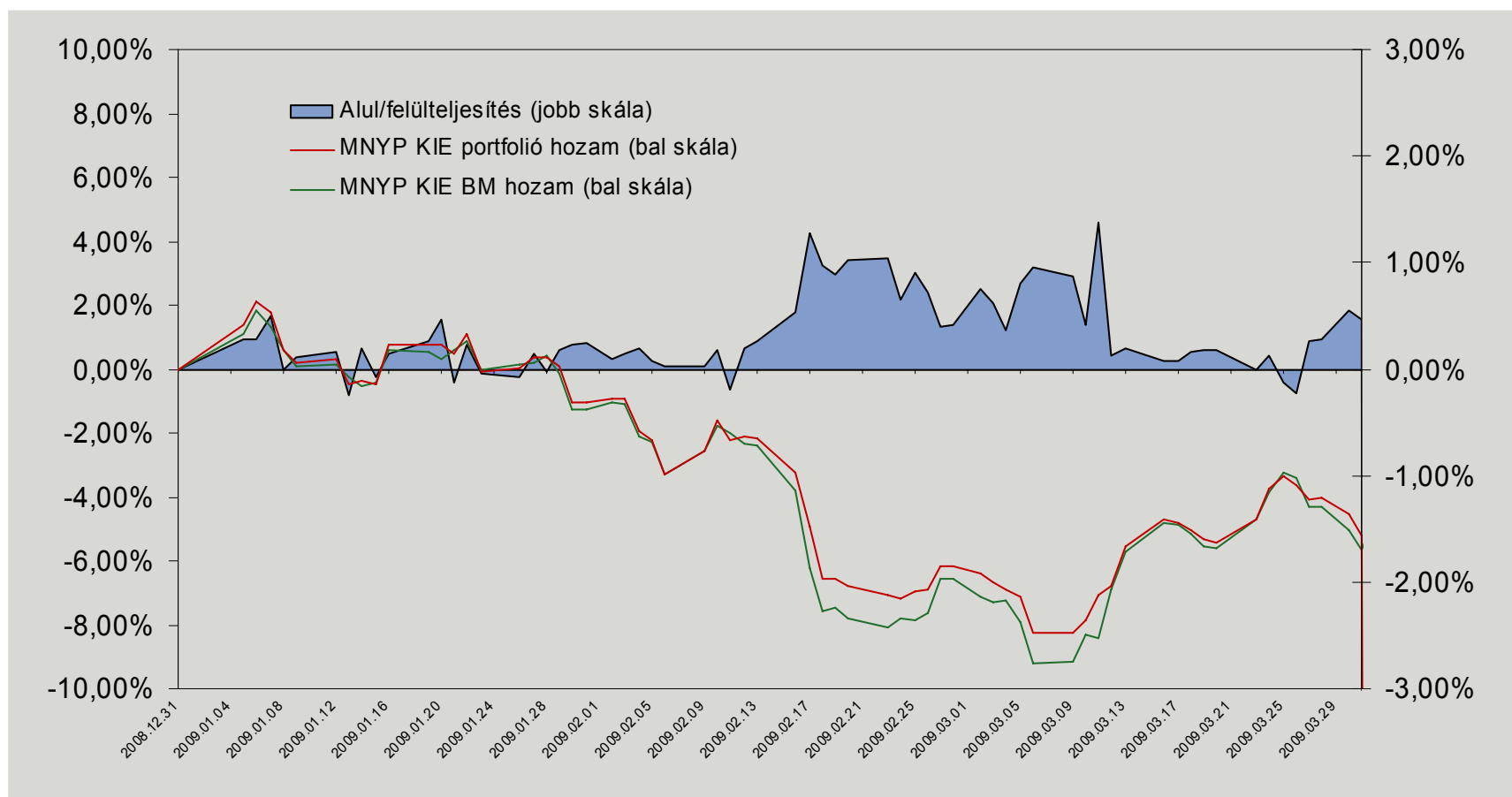
## 3.2 MNYP Portfólió teljesítménye

MNYP KLASSZIKUS Portfólió teljesítménye 2009.03.31-ig



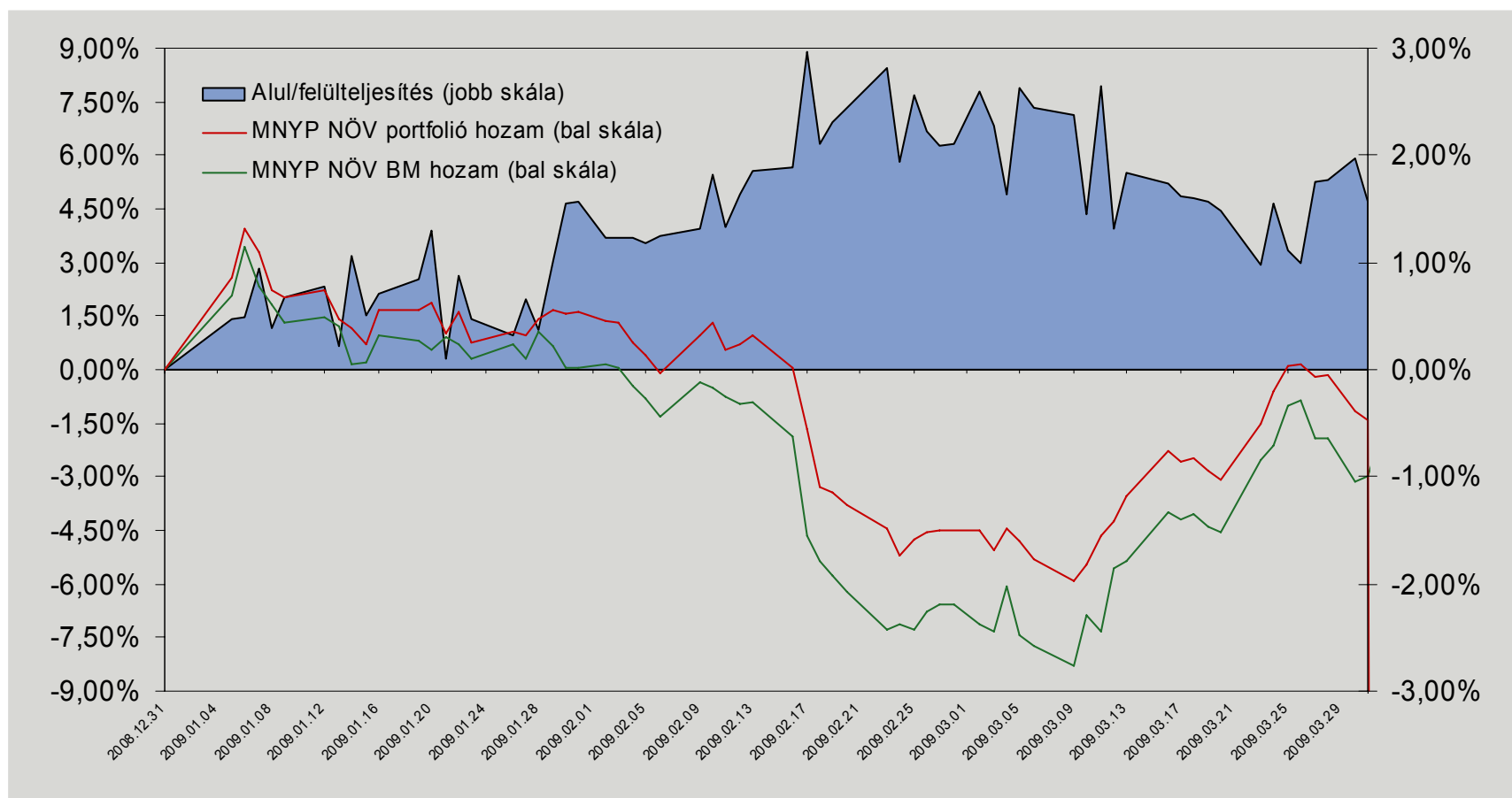
### 3.3 MNYP Portfólió teljesítménye

MNYP KIEGYENSÚLYOZOTT Portfólió teljesítménye 2009.03.31-ig



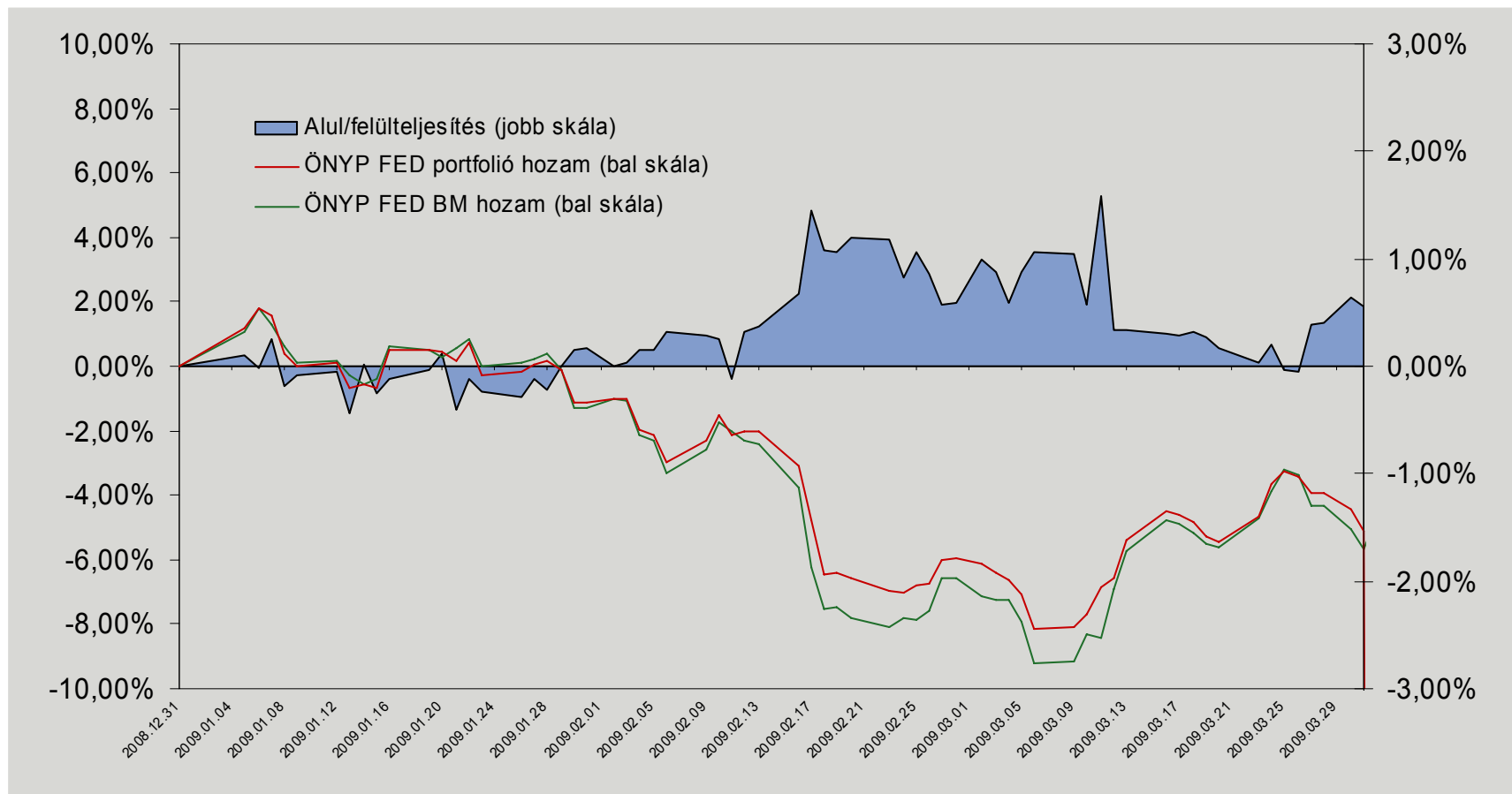
## 3.4 MNYP Portfólió teljesítménye

### MNYP NÖVEKEDÉSI Portfólió teljesítménye 2009.03.31-ig



### 3.5 ÖNYP Portfólió teljesítménye

ÖNYP FEDEZETI Portfólió teljesítménye 2009.03.31-ig





### 3.6 Portfoliók teljesítményének összefoglalása

#### ÖSSZES Portfolió teljesítménye 2009.03.31-ig

Vagyonkezelt alapok	Portfolió hozam	Benchmark hozam	Alul/Felüteljesítés	Kezdő dátum	Záró dátum
Magán Klasszikus	-3,25%	-4,27%	1,03%	2008.12.31	2009.03.31
Magán Kiegyensúlyozott	-5,20%	-5,68%	0,47%	2008.12.31	2009.03.31
Magán Növekedési	-1,44%	-3,00%	1,56%	2008.12.31	2009.03.31
Magán Független	1,78%	1,68%	0,11%	2008.12.31	2009.03.31
Magán LIK_MUK	1,77%	1,68%	0,09%	2008.12.31	2009.03.31
Önkéntes Fedezeti	-5,12%	-5,68%	0,55%	2008.12.31	2009.03.31
Önkéntes Szolgáltatási	1,97%	1,68%	0,29%	2008.12.31	2009.03.31
Önkéntes LIK_MUK	1,14%	1,68%	-0,53%	2008.12.31	2009.03.31

-----  
Kiss Nagy Emil