

Vagyonkezelői jelentés Allianz Nyugdíjpénztárok és Egészségpénztár 2009 II. negyedév

Budapest, 2009. július 15.

Allianz 

1.1 Globális trendek

Lazítás, tőkésítés, erősödés

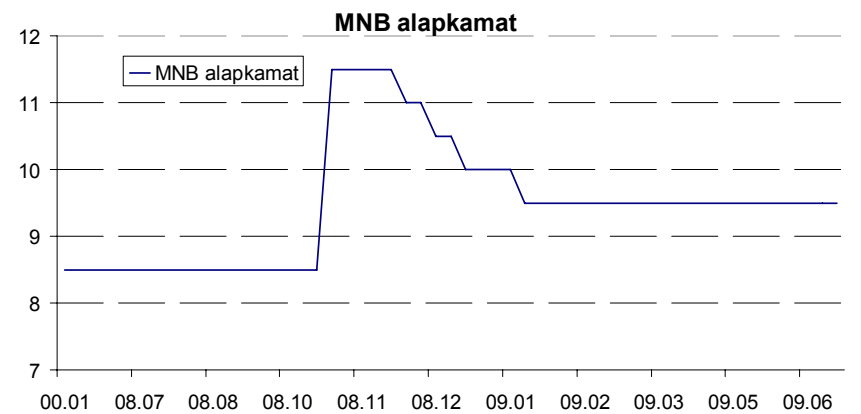
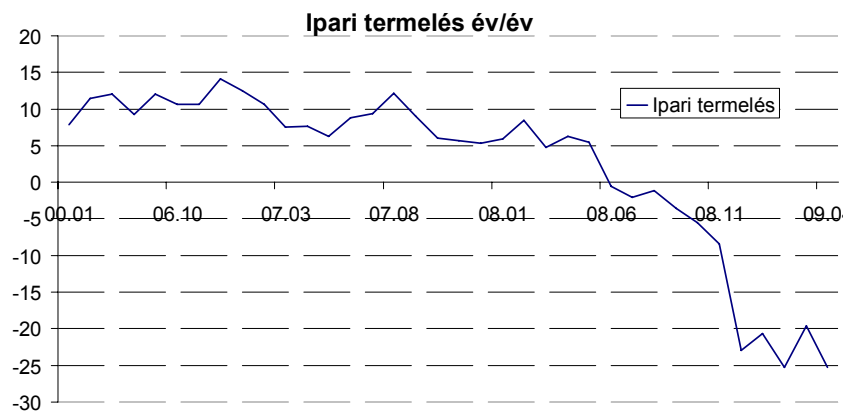
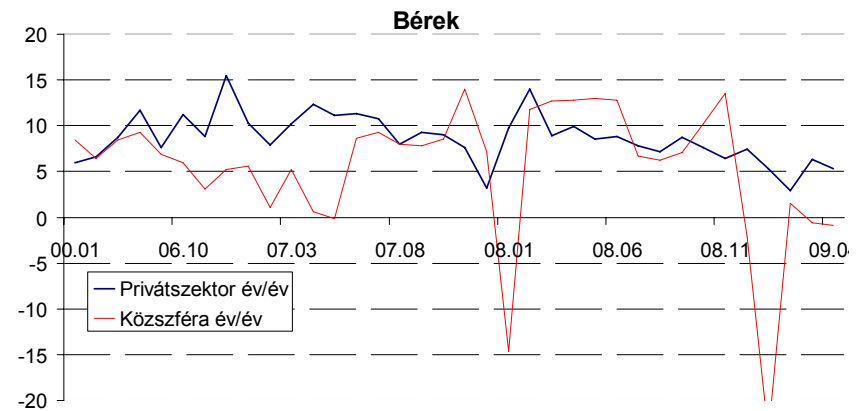
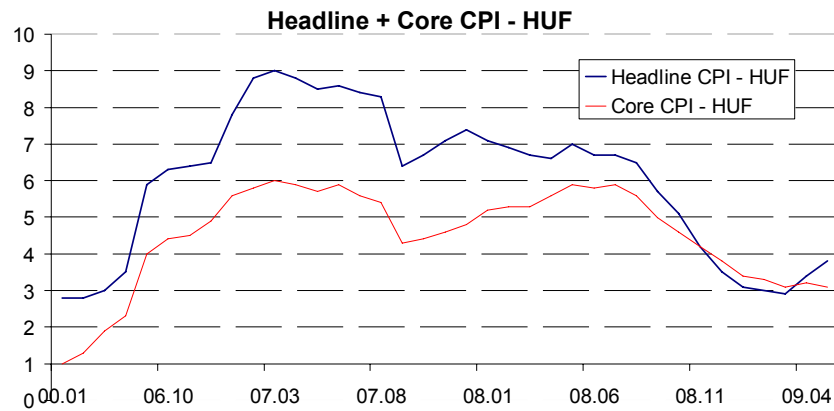
- A jegybanki alapkamatok a vezető gazdaságokban történelmi minimumukra csökkentek, a kormányzatok hatalmas fiskális ösztönzőcsomagok bevezetésével próbálták tompítani a recesszió hatásait. A folyamat ugyan bizalomra adott okot, ám a likviditást becsatornázni hivatott banki közvetítő rendszer nem működött megfelelően: gyakorlatilag világszerte töredékére csökkent vagy teljesen leállt a hitelezés.
- Ennek ellentételezésére a vezető jegybankok világszerte komoly tételekben vásároltak fel értékpapírokat közvetlenül a piacról (quantitative easing). A lépések nagyságrendje csak az Egyesült Államokban másfélezer milliárd dollárra tehető. Az így felpumpált monetáris bázis a rendelkezésünkre álló legfrissebb adatok szerint ugyan javított a befektetői hangulaton, ám ez csak felszíni hatás. Érdemi javulás még nem indult meg a piacokon, a fölös pénz nem talált utat a reálgazdaságba: a fogyasztás visszafogása mellett a beruházások is megcsappantak.
- A jegybanki pénzek jelentős része így gyakorlatilag „átfolyt a gazdaságon”, a piaci szereplők a pénzügyi szektort ugyan első körben kihagyták, ám az extra likviditás végül megtakarítássá vált – bankoknál és befektetési alapoknál csapódott le. A folyamat egy jelenleg is tartó eszközárbuborékot eredményezett: olyan felértékelődést, mely mögött nincsenek reális fundamentumok.
- Makrogazdasági fronton nem történt komolyabb változás: sem a kockázati felárban, sem munkanélküliségben, sem GDP-növekedésben, sem inflációban nem okozott az elmúlt negyedév pozitív meglepetést, s bár a vállalati eredmények kedvezőbbek voltak a vártnál, azok nem adtak elegendő indokot a március óta tartó szinte töretlen részvénypiaci emelkedésre.

1.2 Hazai makrofolyamatok

Forinterősödés, korrekció, romló kilátások

- A második negyedév során stabilizálódtak a hazai pénz és tőkepiacok, ám ennek oka nem a hazai fundamentumok javulásában vagy a politikai fordulatban mint inkább a kedvező globális hangulatban keresendők.
- Hazánk makrogazdasági mutatói elkésztő tendenciákra hívták fel a figyelmet: a korábban kiugróan pesszimistának számító 5-6%-os GDP visszaesés helyett a realistább előrejelzések 7-8, a pesszimisták már közel 10%-os gazdasági visszaesést vetítenek előre.
- Ezen a helyzeten nem javít a politikai bizonytalanság, az egyre nehezebben megőrizhető parlamenti többség, mely sarokköve a költségvetési korrekciós programnak (ennek hatása kettős: a Bajnai csomag javítja ugyan a költségvetés főszámaikat, ám a kiadási oldal érdemi átstrukturálása most is elmaradt, csak további megszorításokkal és adóemeléssel operál ami tovább csökkenti a GDP-t).
- Fals pozitív szignál a külkereskedelmi mérleg jelentős javulása: az átmeneti tendencia abból adódik, hogy bár exportunk 20% feletti ütemben zsugorodik, az import (fogyasztási és beruházási komponensek) ennél jelentősebb visszaesést mutat. Az viszont már most látható, hogy bár a fogyasztás rendkívül alacsony, sőt az ÁFA emelés miatt még kisebb mértékben járul hozzá majd az ideai GDP-hez, ám tovább már jelentős mértékben nem csökken, míg az exportunk a külpiacon gyengélkedése miatt várakozásaink szerint további romlást mutat.
- A pénzromlás üteme a magas alapkamat, a forint erősödése és a fogyasztás visszaesése ellenére sem tudott tartósan elszakadni a 3%-os ütemtől. Ezen tovább ront az év második felében az ÁFA-emelés, illetve ennek esetleges második körös hatásai.

1.3 Hazai makrofolyamatok



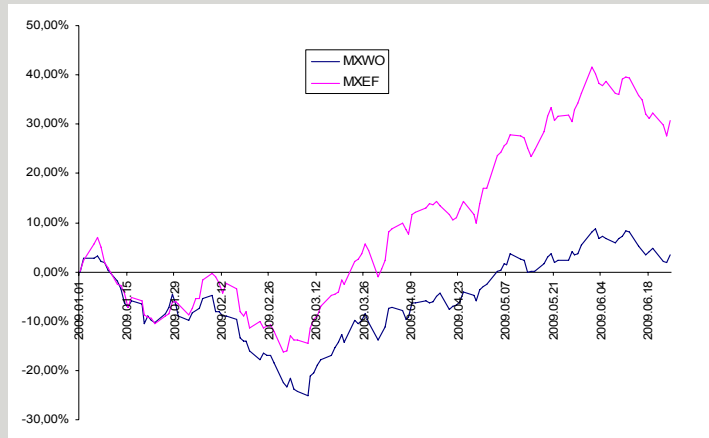
1.4 Állampapírpiac

ÁKK visszavásárlási aukciók, kvázi-működőképes piac

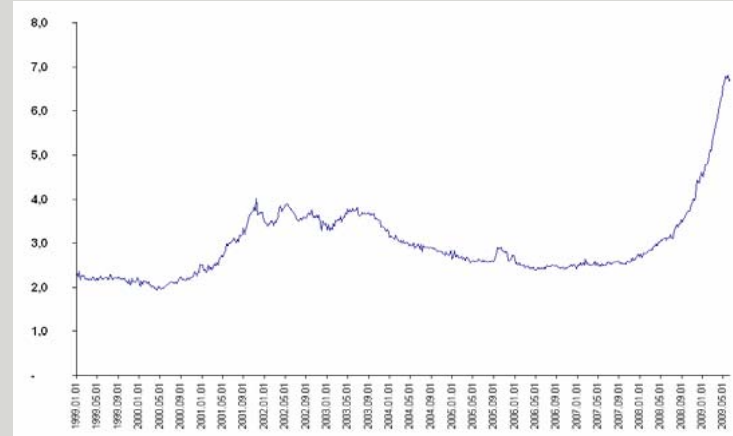
- Az MNB a negyedév során nem változtatott a 9.5%-on álló alapkamatán: döntését a nemzetközi befektetói helyzet bizonytalanságával indokolta. Erre utalt a történelmi csúcsot döntő kéthetes jegybanki betétállomány (2000 milliárd HUF felett!), illetve a külföldiek által birtokolt állampapír állomány csökkenése (a vizsgált időszakban közel 200 milliárd HUF).
- Az ÁKK folytatta agresszív visszavásárlási politikáját, mellyel mesterséges szintekre szorította a hozamgörbét. Az állampapír aukciókat csak a korábban megszokott szintek ötödével sikerült visszaállítani – ekkor sem volt minden esetben sikeres a kibocsátás, ami a majd fél éves aukciós szünet után aggasztó jelnek tűnik. Az ÁKK a negyedév végén készül tovább növelni a kibocsátandó mennyiségeket, mely feltételezéseink szerint tartósíthatja a pozitív meredekségű hozamgörbét.
- A negyedév során a hozamgörbe jelentős mértékben csavarodott: a befektetők a hosszabb papírokból a rövidebb eszközök felé csoportosították megtakarításaikat, illetve komolyabb kamatcsökkentést kezdtek árazni az év második felére – míg a magasabb kamatkockázatot jelentő termékek irányában megmaradt a bizonytalanság. A görbe rövid lejáratú 60-90 ponttal csökkentek, a középső szegmens az extrém magas márciusi szintekhez képest 200 bázisponttal kerültek lejjebb, míg a 10-15 éves lejáratok csak 100-120 pontos javulást könyvelhettek el.
- A jelenlegi (nem kimondottan piaci szinteket tükröző) görbében megjelenő implicit kamattartalom torz, illogikus várakozásokat tükröz az alapkamat lefutásával kapcsolatban. Meglátásunk szerint bár a növekedési kilátások alapján szükség lenne rá, a beárazott, illetve az erősödő forint miatt megjelenő kamatcsökkentési várakozások túlzóak, ennek megfelelően az 1y2y fwd, illetve a görbe közepén látható éves forwardok közötti különbség emelkedhet (kisebb ellaposodás, bearish flattening) ám a megemelt kibocsátási tervek ezt bőven ellensúlyozzák majd, így a görbe párhuzamosan tolódik majd felfelé

2.1 Globális részvénytőzsiacok (MXWO, MXEF)

MXWO és MXEF Indexek



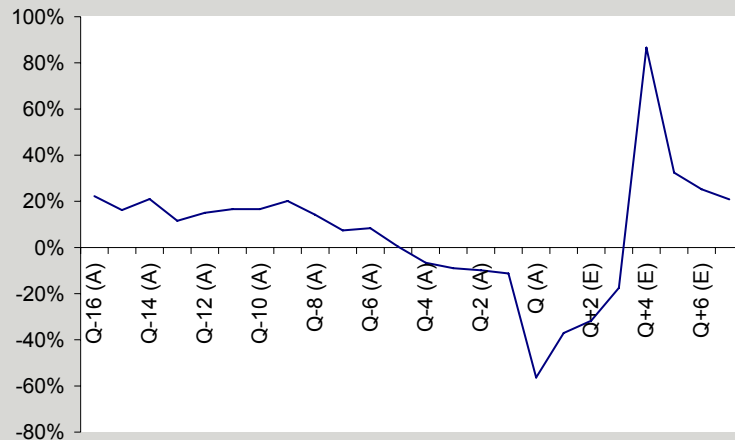
US munkanélküliek (mio)



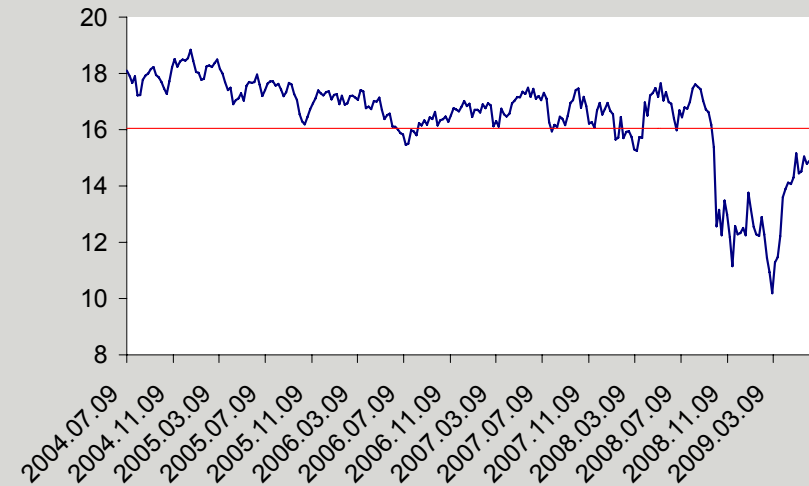
- Q2 jelentős korrekció > MXWO 38%, MXEF 56%, CETOP20 52% a mélypont óta
- Likviditási rally > jelentősen túladott piacok februárban + stimulus (Kína, USA) > tőkevisszáramlás a részvénytőzsiacokba > javuló sentiment indexek (Michigan Cons. Confidence 56 > 70)
- Reálgazdasági stabilizálódás kezdeti jelei a stimulus hatására (Ind. production, Durable goods) > más részről azonban a munkaerőpiaci, illetve lakáspiaci helyzet nem javult érdemben > a gazdaságélénkítés áttételes hatása nem jelentkezik
- Emellett jelentős inflációs hatás > részvénytőzsiacok relatíve vonzóvá váltak a kötvénytőzsiacokhoz képest > MXEF > exportorientált fejlődő országok > túlteljesítés + nyersanyag rally
- A februári extrém részvénytőzsiaci prémium beszűkült, az osztalékhozamok helyreálltak > a vállalati kötvénytőzsiaci spreadek ellenben nem szűkültek érdemben > túlzott optimizmus
- > S&P P/E ráta átlag környékén + kedvezőtlen vállalati kilátások 2009-2010 (alacsony beruházási, fogyasztási hajlandóság, finanszírozási problémák) > túlértékelt piacok > júniusban már kisebb korrekció

2.2 Globális részvénytőzsiacok (MXWO, MXEF)

SPX EPS forecast



SPX P/E ráta



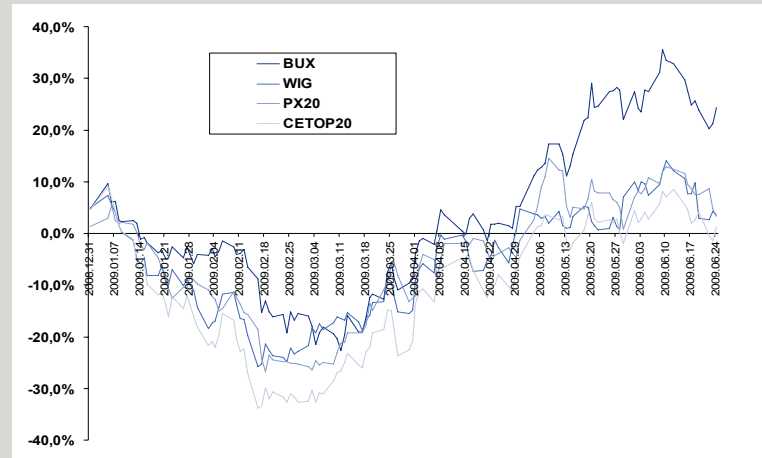
- Az emelkedő trendcsatorna júniusban megtört > júniusban korrekció a profitrealizálásoknak köszönhetően > ismét fontos szinteken a piacok (DAX, S&P 200d MA) > buy on dip vevők támogatják a jelenlegi szinteket, ellenben további esésre számítunk:
- A stimulus miatti stabilizálódás után további megerősítés szükséges Q3-ban > ennek hiányában kiábrándulás a „V” alakú válság hipotéziséből > helyette „W” vagy „L” alakú ciklus
- A Q2 eredményeszezon júliusban kezdődik > az előző negyedévben S&P500 32%-os eredménycsökkenés, DE: az elemzők jelentősen alulbecsülték az eredményeket (a pozitív meglepetés majdnem kétszerese volt a negatív meglepetéseknek)
- Azóta azonban a felülvizsgálati mutató jelentősen emelkedett > az elemzők jóval optimistábbá váltak
- A részvénytőzsiacok jelenlegi szinten túlreagálták a stabilizáció kezdeti jeleit > a további emelkedés csak tényleges makrogazdasági javulás esetén lehetséges > a vállalati eredmények e nélkül nyomás alatt > a túlárazott, meglehetősen törekeny részvénytőzsiacok felülsúlyozását a következő időszakban nem javasoljuk.

2.3 Régiós piacok (CETOP20)

Globális Alapok országallokációja

	08.dec	09.febr	09.márc	09.ápr	09.máj
Bulgária	0,06%	0,03%	0,02%	0,02%	0,02%
Csehország	10,14%	8,81%	9,18%	8,54%	7,33%
Magyarország	5,18%	4,90%	4,95%	4,80%	5,89%
Izrael	0,54%	0,60%	0,36%	0,29%	0,22%
Lengyelország	16,89%	12,12%	11,54%	11,19%	9,50%
Románia	0,33%	0,14%	0,11%	0,15%	0,14%
Oroszország	40,61%	49,67%	50,04%	50,75%	53,95%
Törökország	16,78%	15,35%	13,37%	13,69%	13,32%
Ukraina	0,11%	0,15%	0,10%	0,09%	0,05%

Régiós indexek



- A CEE régió a globális részvényalapokban szinte mindenhol alulsúlyban volt a negyedév elején > portfólió feltöltések hatására hatalmas emelkedés > BUX 62,18%, PX 35,29%, WIG20 25,58%, RTSI 55,52% a mélypontról
- Az SEE és CEE régió megítélése javult (CDS csökkenés), IMF, EU és Világbank segélynyújtás > erősödő régiós devizák > csődkockázat enyhült
- A régió vállalatai továbbra is rendkívül nehéz helyzetben a külső piacok beszűkülése, a belső fogyasztás mérséklődése, valamint a finanszírozási megnehezedése következtében
- Bankszektor > NPL növekedés a következő negyedévekben > hitelezési tevékenység felfüggesztése > vállalati beruházások eltolása, fizetési ütemezések eltolása
- A régiós vállalatok (főként a nagy SEE kitettséggel rendelkezők) csődvalószínűsége csökkent > értékeltségi szintek emelkedése > DE: továbbra is csökkenő eredményvárakozások

3.3 Portfoliók teljesítményének összefoglalása

ÖSSZES Portfolió teljesítménye 2009.06.30-ig

Vagyonkezelt alapok	Portfolió hozam	Benchmark hozam	Alul/Felülteljesítés	Kezdő dátum	Záró dátum
Magán Klasszikus	2,84%	3,60%	-0,76%	2009.01.05	2009.06.30
Magán Kiegyensúlyozott	3,48%	4,76%	-1,28%	2009.01.05	2009.06.30
Magán Növekedési	6,57%	6,07%	0,50%	2009.01.05	2009.06.30
Magán Független	5,01%	4,72%	0,29%	2009.01.05	2009.06.30
Magán LIK_MUK	4,33%	4,72%	-0,39%	2008.12.31	2009.06.30
Önkéntes Fedezeti	3,58%	4,76%	-1,18%	2009.01.05	2009.06.30
Önkéntes Szolgáltatási	4,55%	4,72%	-0,17%	2009.01.05	2009.06.30
Önkéntes LIK_MUK	3,88%	4,72%	-0,84%	2008.12.31	2009.06.30
Egészségpénztár FED	4,43%	4,70%	-0,27%	2008.12.31	2009.06.30
Egészségpénztár MUK	4,33%	4,66%	-0,34%	2008.12.31	2009.06.30
Egészségpénztár LIKV	4,32%	4,66%	-0,34%	2008.12.31	2009.06.30

Kiss Nagy Emil
Allianz Alapkezelő