

Vagyonkezelői jelentés Allianz Nyugdíjpénztár III. negyedév

Budapest, 2009. szeptember 30.

Allianz 

Játék a betűkkel

- V...W....U.....L.....?????
- Az elmúlt hónapok a recesszió alakjának meghatározásával teltek. Szinte minden napra jut egy betű az ABC-ből, amit a piac a leginkább valószínűnek tart. A közgazdász szakma is rendkívül megosztott.
- Az utóbbi 2-3 hónapban fokozatosan javuló (kevésbé romló) makrogazdasági adatok láttak napvilágot, melyek a részvénypiaci rally alapjául szolgáltak. A stimulusok hatására várhatóan még az előttünk álló negyedévben is pozitív meglepetések születnek, így a V-alakú recessziót váró csoport hangja erősödhet.
- **DE:**
 - Meddig tartanak a pozitív meglepetések?
 - Mikor kerülnek újra előtérbe a súlyos és még meg nem oldott problémák?
 - még mindig magas lakossági eladósodottság
 - USA lakáspiac
 - az államok növekvő eladósodottsága
 - pénzügyi rendszer problémái

Állami és jegybanki lépések a válságkezelésben

- Bankmentős csomagok, garanciavállalások
- „Government Motors”
- Állami beruházások (megújuló energia, infrastruktúra)
- Agresszív hitelprogramok
- Roncsprémium
- Drasztikus kamatcsökkentések
- Quantitative easing
- Néha értékelési szabályok módosítása (mark-to-market)

Amit a lehető a hatóságok megtettek a még drasztikusabb gazdasági visszaesés elkerülése érdekében. Várjuk ki, vajon ez elég lesz-e.

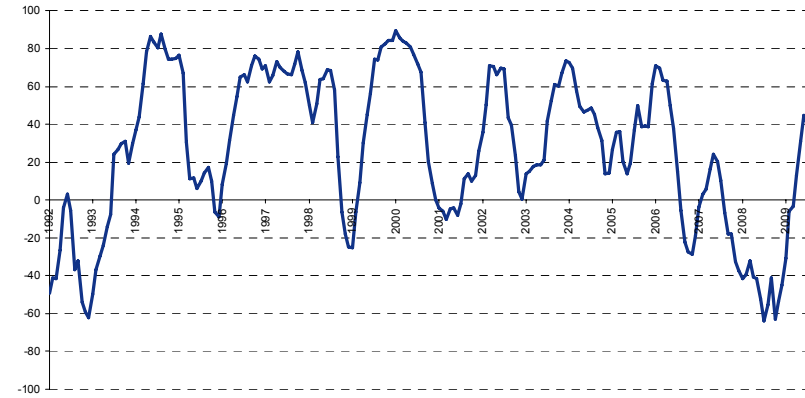
Számos pozitív jel érkezett az utóbbi 3-4 hónapban

ISM Manufacturing Index



Forrás: Bloomberg

Német ZEW hangulat index



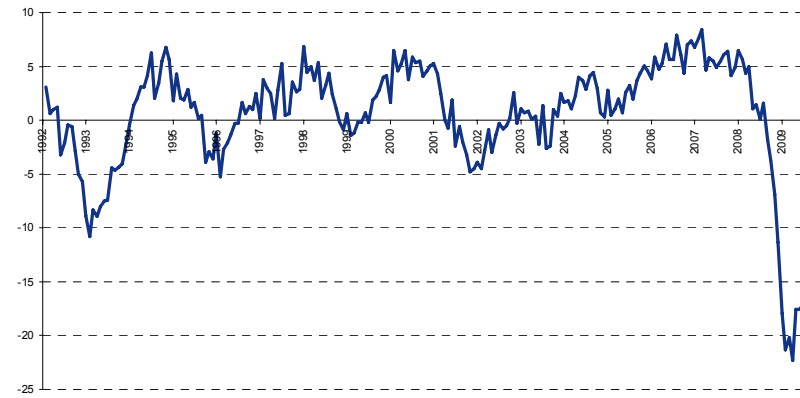
Forrás: Bloomberg

Amerikai fogyasztói bizalom



Forrás: Bloomberg

Német ipari termelés (év/év, %)



Forrás: Bloomberg

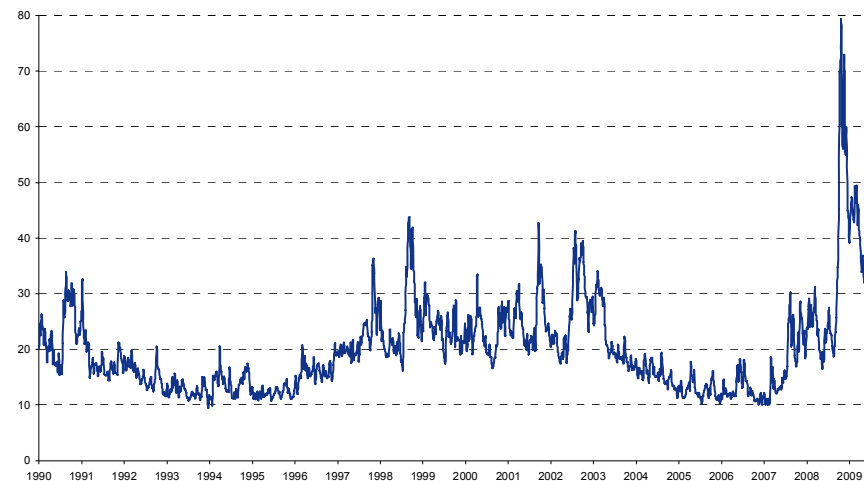
Csökkenő kockázatkerülés

Az EMBI Spread alakulása



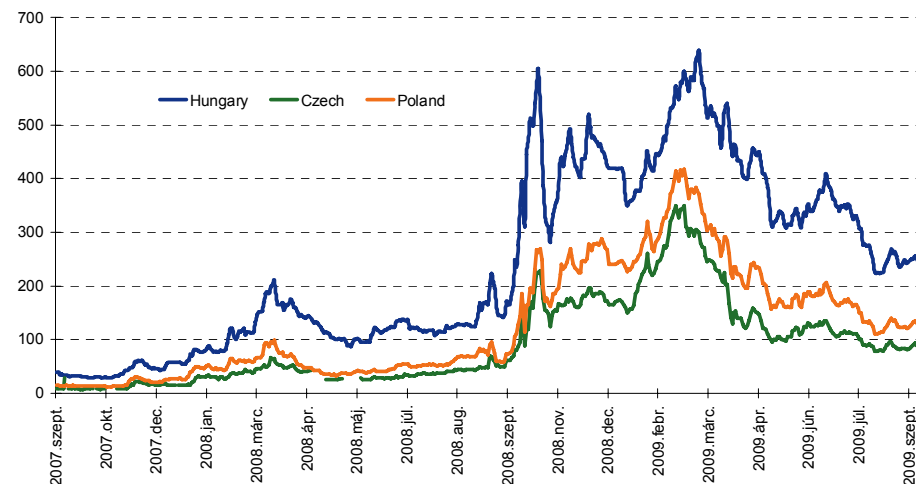
Forrás: Datastream

A VIX Index alakulása



Forrás: Datastream

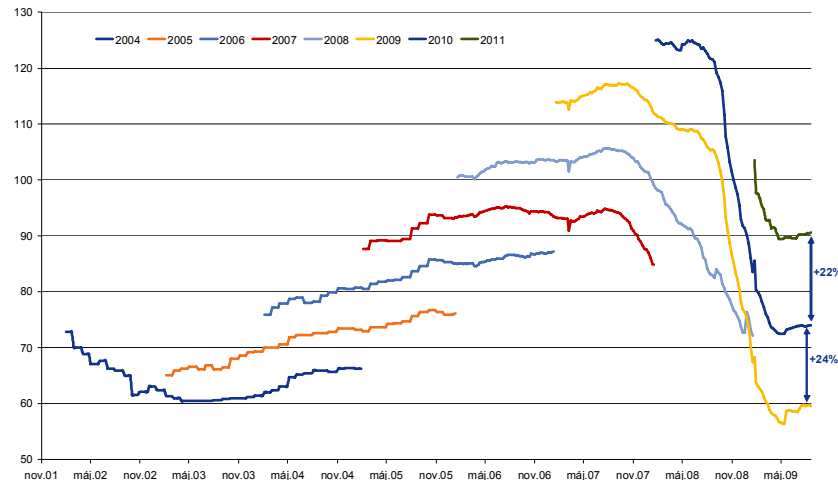
CDS spread-ek a régióban



Forrás: Bloomberg

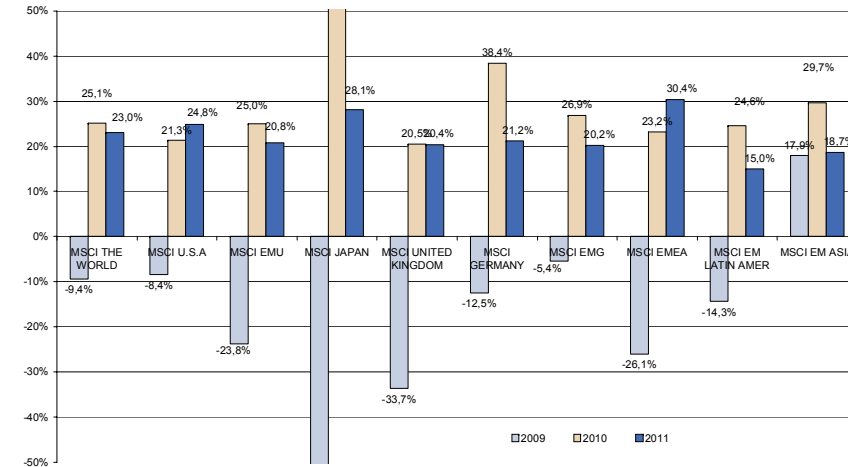
Az elemzők dinamikus EPS bővülést várnak

S&P 500 EPS előrejelzések alakulása



Forrás: Datastream

Várható EPS növekedések 2009,2010,2011

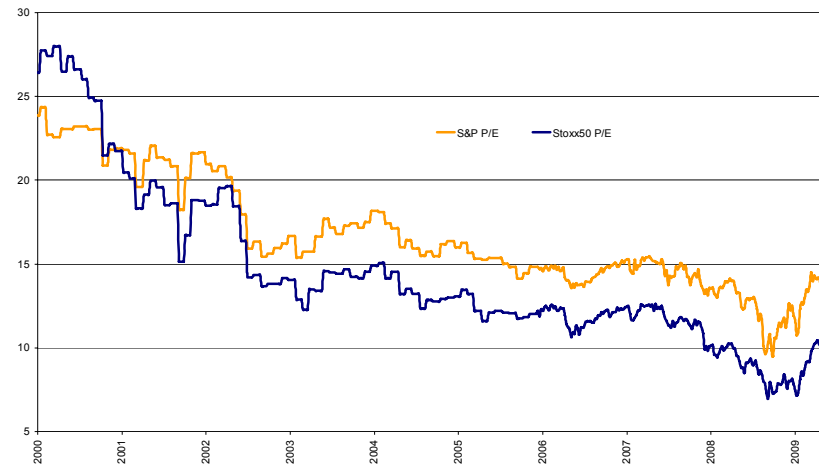


Forrás: Datastream

- Az S&P500 esetében „bottom-up” az elemzők 2010-ben 24%-os EPS bővülést várnak
- A várt eredmény 2011-ben már meghaladja a csúcsnak számító 2007-es szintet
- Nem csak az USA-ban, de minden régióban hasonlóan optimista képet festenek az elemzők

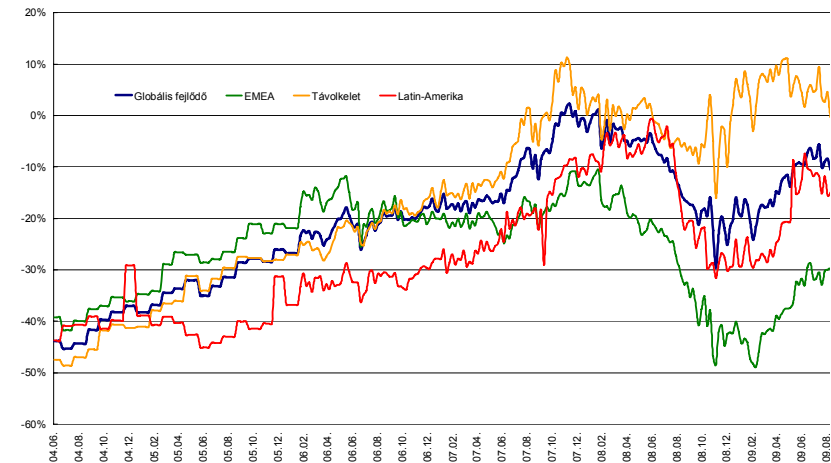
Milyen értékeltségi szintek alakultak ki?

S&P 500 és DJ Euro Stoxx 50 12 havi előretekintő P/E alakulása



Forrás: Datastream

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

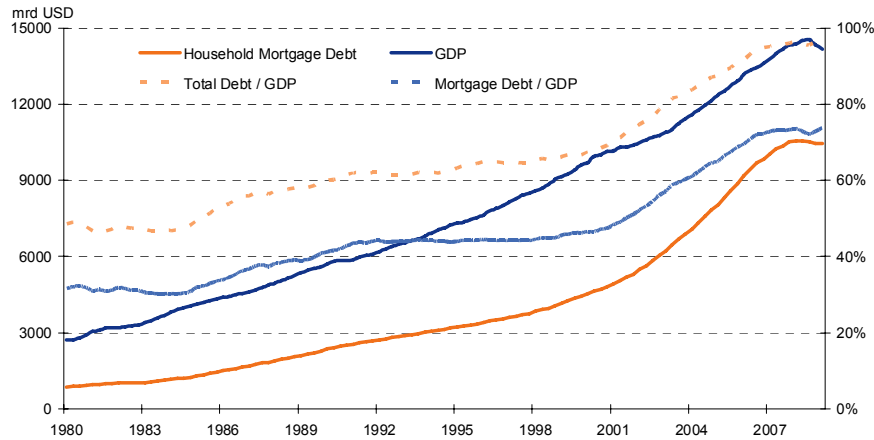


Forrás: Datastream

- Az értékeltségi szintek a fejlett piacokon majdnem elérték a válság előtti szinteket
- Kérdés, hogy a 20% feletti növekedés előrejelzés megvalósul-e????
- A feltörekvő piacok élen jártak a rallyban, és az értékeltségi szintek közelítik a válság előtti értékeket

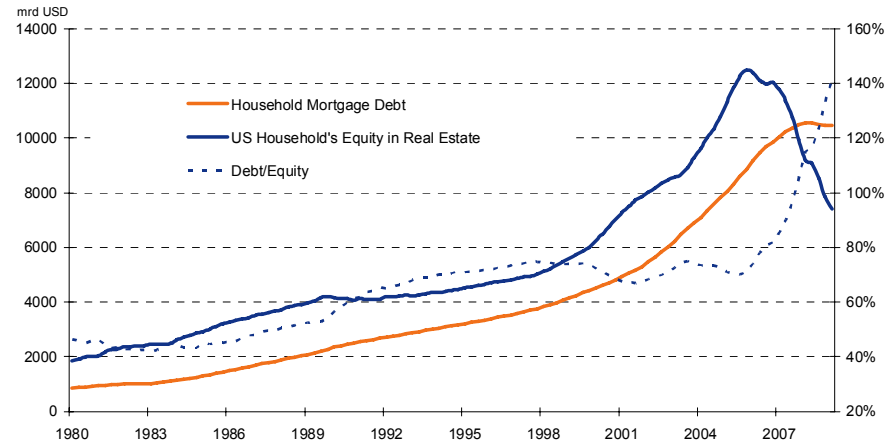
Van még miért aggódni I.

Amerikai háztartások jelzáloghitele



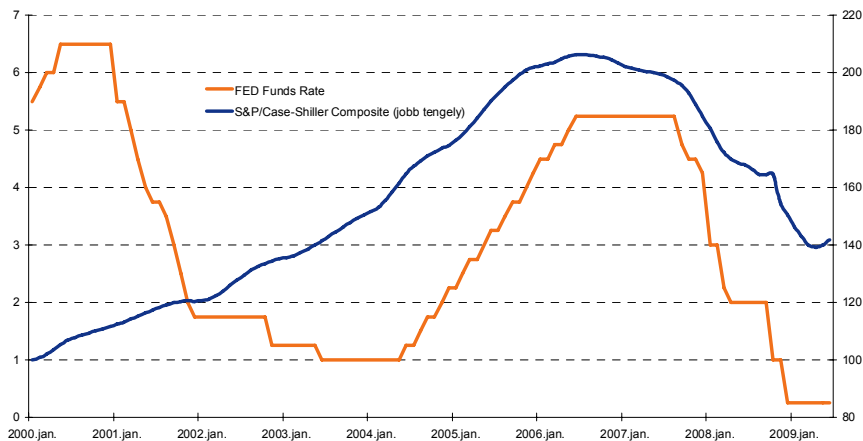
Forrás: Bloomberg

Amerikai háztartások ingatlanvagyonára és jelzáloghitele



Forrás: Bloomberg

Amerikai alapkamat és lakásárak

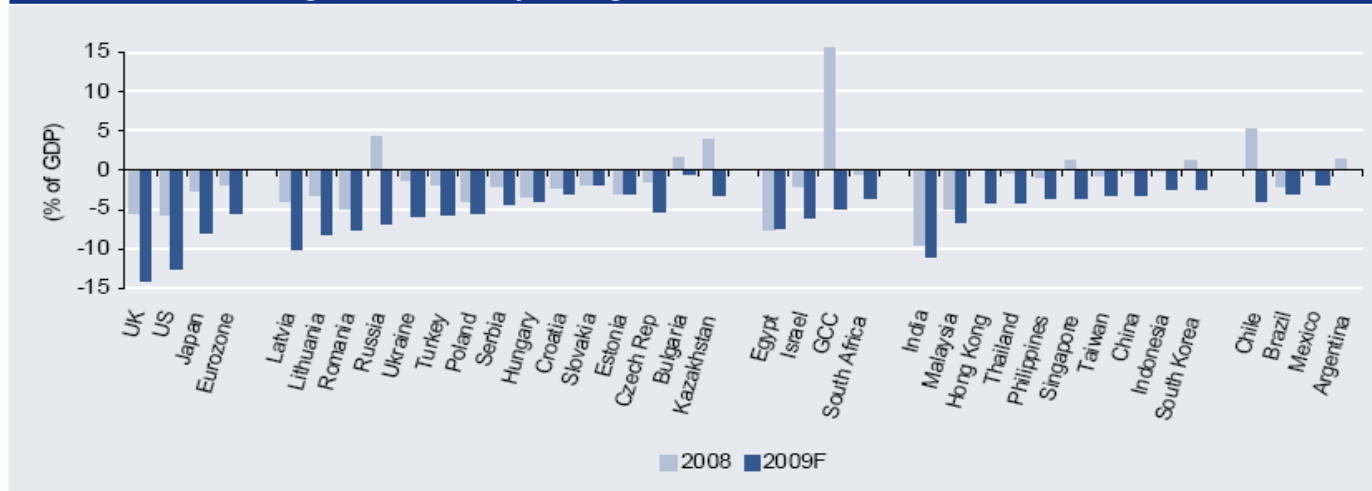


Forrás: Bloomberg

- Folyamatosan növekvő eladósodottság...
- ...ami ingatlanpiaci lufit fúj
- DE: a buborék kipukkadásával drasztikus alulfedezettség alakult ki a banki mérlegekben
- Vajon esnek még tovább az ingatlan árak?

Van még miért aggódni II.

Növekvő költségvetési hiány világszerte



Source: ING

- Az idén 10% feletti államháztartási hiány várható az USA-ban és Nagy-Britanniában
- 2010-re is közel hasonló mértékű deficit várhatóak
- A növekvő eladósodottság finanszírozása hosszú távon veszélyeket hordoz (dráguló finanszírozás)

Van még miért aggódni III.

mrd USD	Veszteség	Tőkeemelés
Globális	1 619	1 331
Amerika	1 075	753
Európa	501	471
Ázsia	42	105

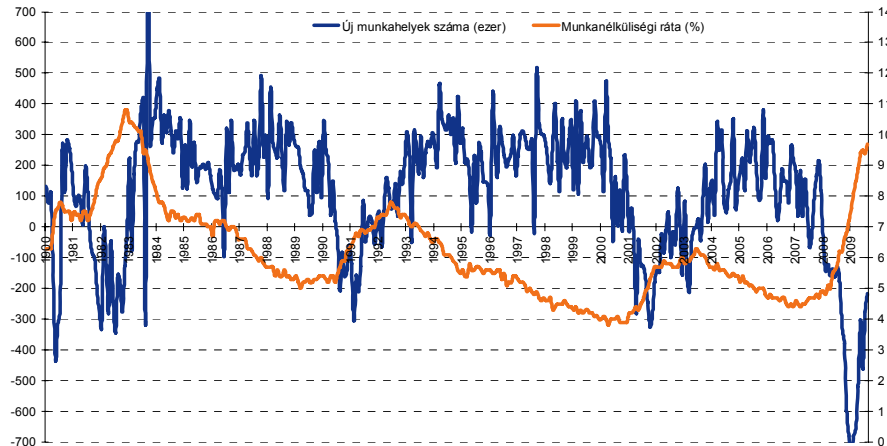
TOP10	Veszteség	Tőkeemelés
Freddie Mac	120	58
Fannie Mae	118	61
Citigroup	112	110
Wachovia	102	11
AIG	101	92
BoA	70	99
Merrill Lynch	55	30
UBS	53	39
HSBC	50	29
JPMorgan	49	50

Forrás: Bloomberg

- A tőkeemelések egyelőre lépést tartottak a veszteségleírásokkal.
- DE a válság ezzel még nem múlt el:
- A hitelportfóliók minősége az előttünk álló negyedévekben várhatóan tovább romlik
 - Toxikus eszközök: Mark-to-market accounting megszüntetése idén tavasszal
 - Kereskedelmi ingatlanok:
 - eddig kb 36%-ot estek az USA-ban és a PWC legfrissebb felmérése szerint 2012-re várható a mélypont
 - 3100 milliárd USD kereskedelmi ingatlanhitel van a bankok könyveiben
 - ebből kb. 700mrd-ot kellene refinanszírozni az előttünk álló 15 hónapban

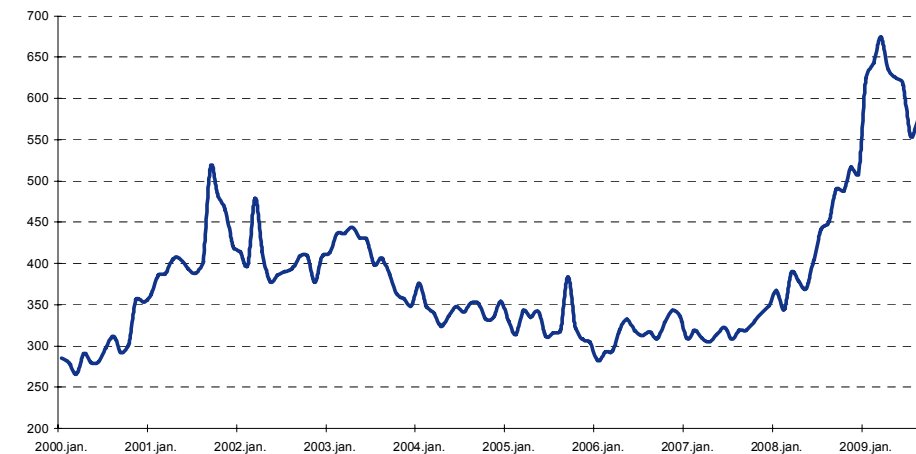
Van még miért aggódni IV.

Munkaerőpiaci helyzet



Forrás: Bloomberg

Munkanélküli segélyért folyamodók száma (ezer)



Forrás: Bloomberg

- Az munkaerőpiaci fejlemények egyelőre továbbra is gyengék.
- 2008 elejétől eddig 7 millió munkahely szűnt meg az USA-ban
- DE: Lagging indicator

Még válaszra váró kérdések

- Az lakossági eladósodottság normál szintre történő csökkenése hosszú évek folyamata lesz, ami a fogyasztás visszafogásával és a megtakarítások növekedésével jár.

Ezt a keresletkiesést az államok expanzív fiskális politikával 1-2 évig képesek lehetnek pótolni (Magyarország NEM). De meddig folytatható ez a politika az egyensúly borulása nélkül?

- A fiskális és monetáris stimulusok visszafordítása a piacokról magas fokú finomhangolást igényel (túl gyors szigorítás újra recesszióba taszítja a gazdaságot; túl lassú szigorítás az infláció nem kívánt mértékű emelkedésével jár).

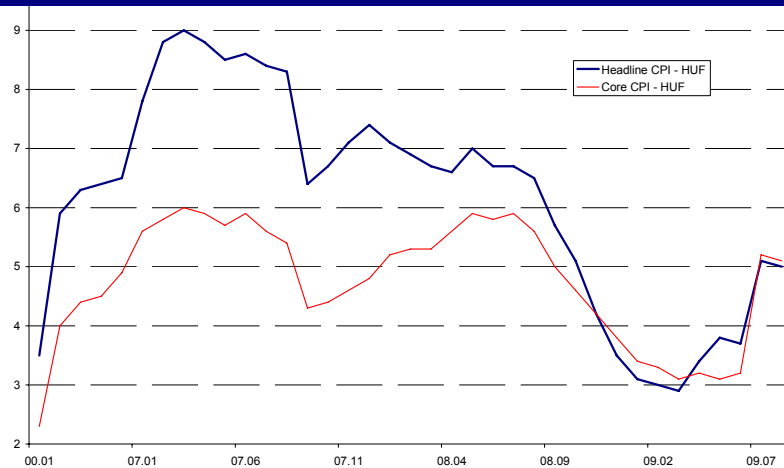
A 2 fő kérdés: **Mikor kezdődjön a szigorítást?**

Milyen ütemben?

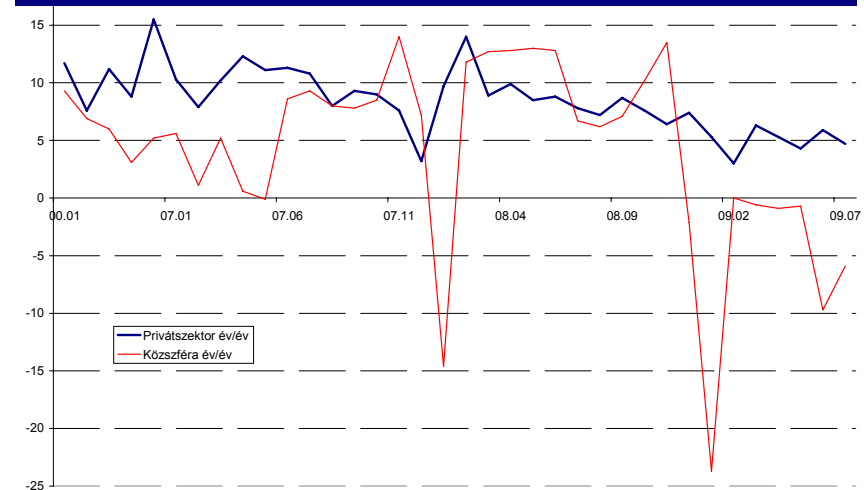
- Egyelőre a FED és az ECB is kivár.

Hazai makrofolyamatok

Forint headline és maginfláció alakulása



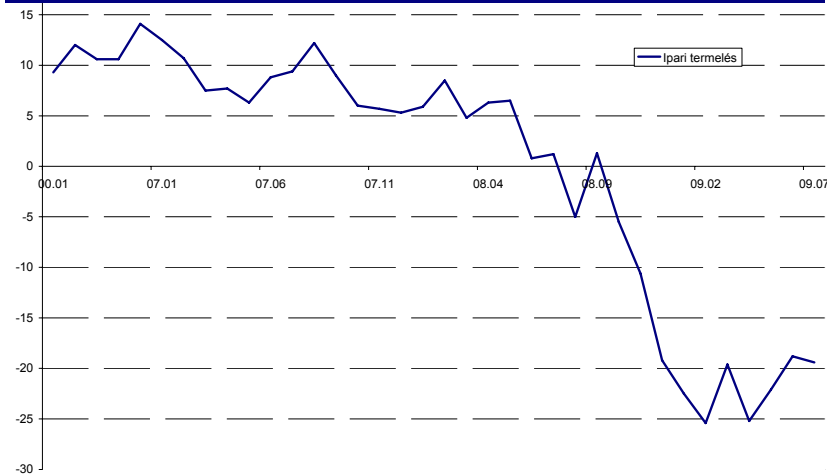
Bérek



- Az ÁFA emelés megjelent a fogyasztói árakban. Másodkörös hatás még nincs, erős HUF kedvező hatású, viszont core CPI magasabb a headline-nál. Kérdés, hogy beesik a maginfláció vagy korlátozza a headline csökkenését.
- Bérinflációs nyomás nincs sem a köz- sem a privátszférában. (Közférá bázishatás/jutalmak miatt hektikus)
- Inflációs oldalról a jelenlegi GDP csökkenés mellett csak külső nyersanyagár vagy élelmiszerár sok jelenthet kockázatot

Hazai makrofolyamatok

Ipari termelés év/év



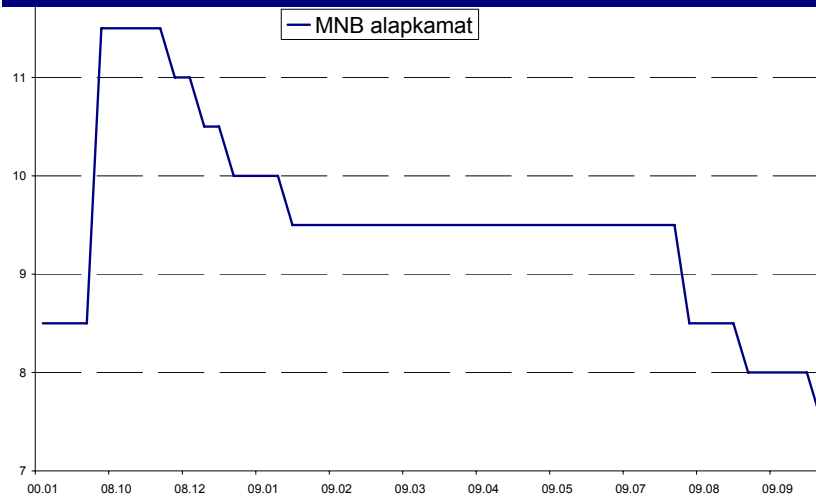
EUR/HUF árfolyam



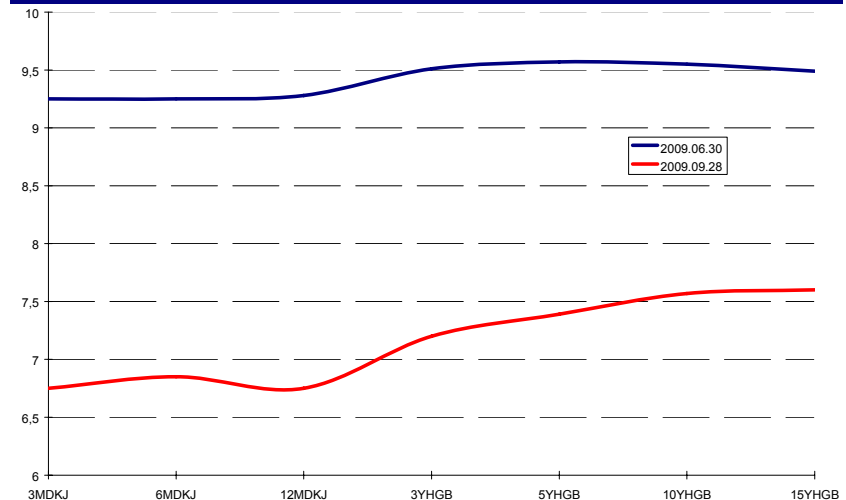
- Külső konjunkturális hatások és a belső kereslet összeomlása miatt tovább tart az ipari szektor mélyrepülése.
- A fogyasztási és a beruházási célú import is jelentősen csökkent: javult a külkereskedelmi mérleg és a finanszírozhatóság
- A hazai fizetőeszköz árfolyama 270-280 között stabilizálódott (menedzselte „free float”?)

Állampapírpiac

MNB alapkamat



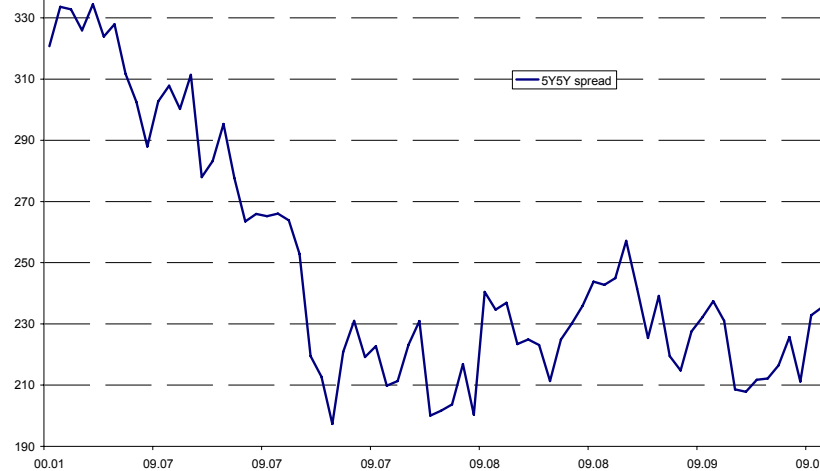
HGB görbe változása



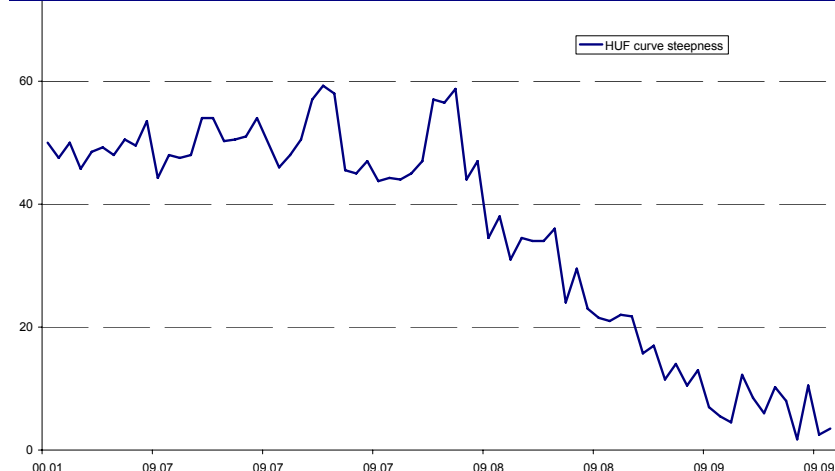
- Belső inflációs nyomás nem korlátozta, a globális kockázati étvágy visszatérése lehetővé, a GDP szükségessé tette a kamatcsökkentést.
- Az állampapírpiaci hozamok jelentős mértékben csökkentek a negyedév során
- A piac jelentősen túlárázta a derivatívokon keresztül az MNB kamatcsökkentési lehetőségeit, majd ASW-on keresztül lerántotta a másodpiaci hozamokat
- ÁKK továbbra sem tud a korábban megszokott nagyságrendben stabil kereslet mellett aukcionálni.

Állampapírpiac

5Y5Y spread EUR curve felett (bp-ban)



2-10 spread (HUF swap görbe)



- Konvergencia-jelzőszámunk (5x5 forward spread EUR curve felett) július óta nem mutatott érdemi csökkenést.
- Swap görbe ellaposodott, az állampapírpiaci görbe meredeksége nőtt – az asset swap spread-ek lejárat eloszlása irracionális várakozásokat tükröz
- FRA-k (határidős kamatlábmegállapodások) illetve a BUBOR-on keresztül a swap árazások is megugorhatnak ha az MNB kéthetes állományában lévő 3000 mrd HUF feletti állomány egy része utat talál magának (MÁK? DKJ? esetleg EUR?)

Állampapírpiac

- A hazai állampapírpiac túlvett állapotban van – ha a hazai gazdasági mutatókhoz viszonyítjuk:
 - Költségvetési kockázat: az alacsony adóbevételek miatt (negatív GDP), illetve a választási évekre jellemző költségvetési fegyelem miatt
 - Politikai kockázat: parlamenti többség hiányában a 2010-es költségvetést nem fogadják el (kormányfő lemondása, ügyvivő kormány, előrehozott választások?)
 - Finanszírozási kockázat: az ÁKK csökkentett mennyiségeket is csak akadozva tud eladni a piacon, a hosszabb lejáratok esetében érezhetően visszafogott a kereslet. Bár az IMF hitel felhasználásával a finanszírozás kényelmesen megoldható, esetlegesen megjelenő nk-i eladók könnyedén eltolhatják a piacot
- Amíg a nemzetközi eszközár-buborékot táplálja a többlet likviditás, addig a hazai államkötvényeket is veszik a hazai makrogazdasági kockázatoktól (szinte) teljesen függetlenül
- Meddig tart a likviditásbőség? Mikor fogy el a globális kockázati étvágy?

Portfóliók teljesítményének összefoglalása

ÖSSZES Portfólió teljesítménye 2009.06.30-ig

Vagyonkezelt alapok	Portfólió hozam	Benchmark hozam	Alu/Felült eljesítés	Kezdő dátum	Záró dátum
Magán Klasszikus	2,84%	3,60%	-0,76%	2008.12.31	2009.06.30
Magán Kiegyensúlyozott	3,48%	4,76%	-1,28%	2008.12.31	2009.06.30
Magán Növekedési	6,57%	6,07%	0,50%	2008.12.31	2009.06.30
Magán Független	5,01%	4,72%	0,29%	2008.12.31	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%	2008.12.31	2009.06.30
Önkéntes Szolgáltatási	4,55%	4,72%	-0,17%	2008.12.31	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

Portfoliók teljesítményének összefoglalása

ÖSSZES Portfolió teljesítménye 2009.09.30-ig

Vagyonkezelt alapok	Portfolió hozam	Benchmark hozam	Alul/Felült eljesítés	Kezdő dátum	Záró dátum
Magán Klasszikus	9,52%	10,97%	-1,45%	2008.12.31	2009.09.30
Magán Kiegyensúlyozott	13,95%	15,76%	-1,81%	2008.12.31	2009.09.30
Magán Növekedési	18,33%	18,57%	-0,24%	2008.12.31	2009.09.30
Magán Független	8,60%	8,42%	0,18%	2008.12.31	2009.09.30
Magán LIK_MUK	6,83%	8,42%	-1,59%	2008.12.31	2009.09.30
Önkéntes Fedezeti	14,25%	15,91%	-1,65%	2008.12.31	2009.09.30
Önkéntes Szolgáltatási	7,45%	8,42%	-0,97%	2008.12.31	2009.09.30
Önkéntes LIK_MUK	6,81%	8,42%	-1,61%	2008.12.31	2009.09.30
Egészségpénztár FED	7,23%	8,06%	-0,82%	2008.12.31	2009.09.30
Egészségpénztár MUK	7,28%	7,21%	0,07%	2008.12.31	2009.09.30
Egészségpénztár LIKV	7,02%	7,21%	-0,19%	2008.12.31	2009.09.30

Portfoliók teljesítményének összefoglalása

Piaci összehasonlítás Magánnyugdíjpénztárak 2009.09.17-ig

	Nettóhozam	KLA		Nettóhozam	KIE		Nettóhozam	NÖV
1	15,59%	DIMKLA	1	19,99%	DIMKIE	1	31,66%	QAESTORNÖV
2	13,47%	INGKLA	2	19,27%	INGKIE	2	29,12%	OTPNÖV
3	12,78%	VasutasKLA	3	18,73%	VITKIE	3	26,97%	INGNÖV
4	12,58%	HONVÉDKLA	4	18,43%	OTPKIE	4	23,97%	DIMNÖV
5	10,94%	VITKLA	5	17,18%	HONVÉDKIE	5	23,92%	VITNÖV
6	10,92%	ARANYKORKLA	6	16,48%	ÉLETÚTKIE	6	22,87%	GENERALI NÖV
7	9,90%	QAESTORKLA	7	16,13%	GENERALI KIE	7	22,17%	HONVÉDNÖV
8	9,77%	POSTÁSKLA	8	15,41%	ARANYKORKIE	8	20,75%	POSTÁSNÖV
9	9,07%	AEGONKLA	9	14,49%	AEGONKIE	9	20,28%	ARANYKORNÖV
10	9,02%	OTPKLA	10	13,67%	Vasutas KIE	10	20,18%	ÉLETÚTNÖV
11	8,54%	MKBKLA	11	13,58%	POSTÁSKIE	11	19,31%	AEGONNÖV
12	8,38%	ALLIANZKLA	12	12,92%	ERSTEKIE	12	17,23%	ALLIANZNÖV
13	8,29%	ERSTIEKLA	13	12,60%	QAESTORKIE	13	17,04%	ERSTIENÖV
14	8,10%	ÉLETÚTKLA	14	12,58%	ALLIANZKIE	14	16,51%	VasutasNÖV
15	7,77%	AXAKLA	15	11,79%	BUDAPEST KIE	15	14,23%	BUDAPESTNÖV
16	7,40%	BUDAPESTKLA	16	10,61%	MKBKIE	16	11,70%	ÉVGYŰRŰKNÖV
17	7,38%	GENERALI KLA	17	6,08%	ÉVGYŰRŰKKIE	17	7,86%	PRÉMIUMNÖV
18	7,07%	PRÉMIUMKLA	18	3,60%	AXAKIE	18	7,40%	MKBNÖV
19	6,38%	ÉVGYŰRŰKLA	19	3,01%	PRÉMIUMKIE	19	5,55%	AXANÖV

Portfoliók teljesítményének összefoglalása

Magán Klasszikus portfoliók Benchmarkjai

KLA	Benchmarkok
DIM KLA	95% MAX; 5% BUX
ING KLA	95% MAX; 2,5% MSCI WORLD FREE; 2,5% NTX
Vasutas KLA	45% RMAX; 50% MAX; 3% BUX; 2% MSCI WORLD
HONVÉD KLA	94% CMAX; 2% BUX; 2% CETOP; 1% S&P100; 1% SX5T
VIT KLA	20% RMAX; 80% MAX
ARANYKOR KLA	95% CMAX; 5% CETOP
QUAESTOR KLA	100% CMAX
POSTÁS KLA	60% RMAX; 35% MAX; 4% CETOP; 1% BUX
AEGON KLA	50% MAX; 50% RMAX
OTP KLA (2009.12.31-es állapot)	50% RMAX; 45% MAX; 5% "ZMAX+2% "
MKB KLA	N.A.
ALLIANZ KLA	50% RMAX; 50% MAX
ERSTE KLA	60% RMAX; 40% MAX
ÉLETÚT KLA	100% RMAX
AXA KLA	90% RMAX; 10% CMAX
BUDAPEST KLA	75% RMAX; 25% CMAX
GENERALI KLA	100% RMAX
PRÉMIUM KLA	100% RMAX
ÉVGYŰRŰK KLA	100% ZMAX

Benchmark módosítási javaslat

Magán Klasszikus portfólió

- Előbbiek alapján javasoljuk a Klasszikus portfólió referencia indexének módosítását
- Jelenlegi benchmark: 53% MAX, 47% RMAX
- Javasolt benchmark: 100% RMAX