

# Vagyonkezelői beszámoló az Allianz Nyugdíjpénztár Igazgatótanácsa részére IV. negyedév

Budapest, 2010. január 5.

Allianz 

## Globális trendek

### Lendületvesztés, korrekció, „exit stratégia”

- 2009 utolsó negyedében lendületét veszítette a március óta tartó globális korrekció. Korábban minden hangulatindikátor javulást mutatott, 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.

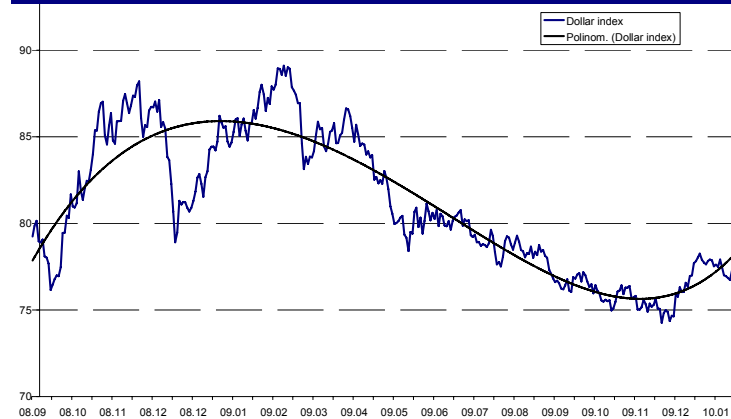
---

### Lendületvesztés, korrekció, „exit stratégia”

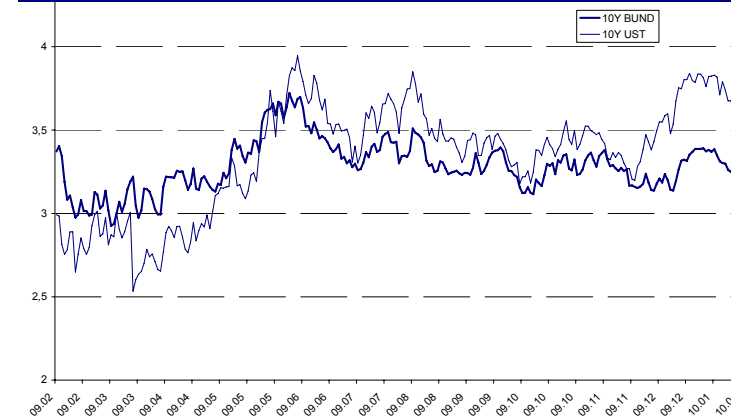
- 2009 negyedik negyedévét illetően még két lényeges folyamatra kell felhívni a figyelmet: a globális kockázatvállalási hajlandóságot érdemben csökkentette a Dubai World bedőlés közeli állapota (és azt ezt követő törlesztés átütemezés) illetve a görög költségvetés állapota. Az utóbbiról kiderült, hogy 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 (november – decemberi események) 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.

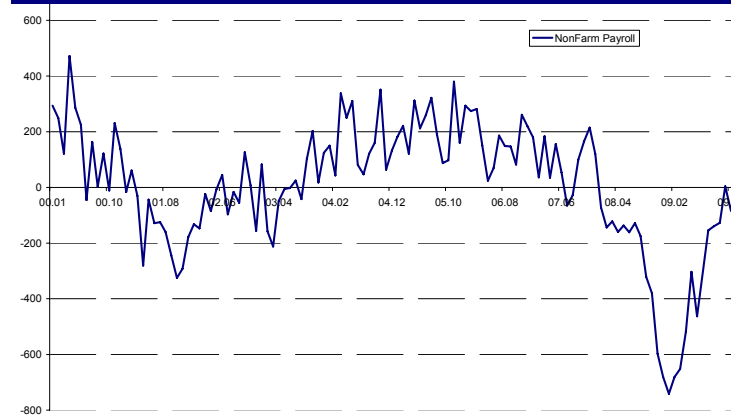
Dollár index (USD vs 6 major world currency)



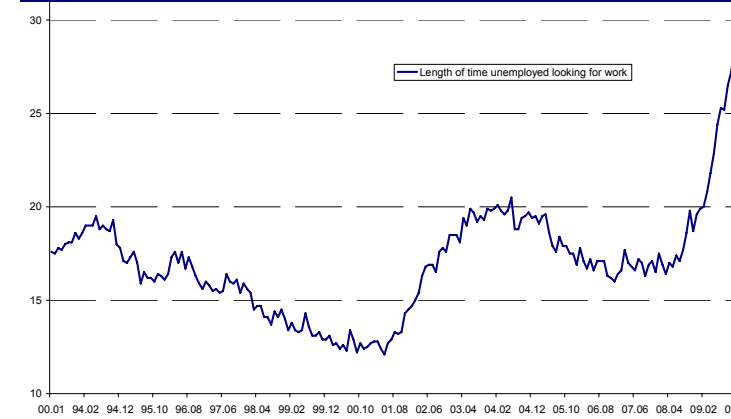
10Y UST és 10Y Bund



Non-farm payroll



Álláskeresés átlagos ideje (USA, hetekben)



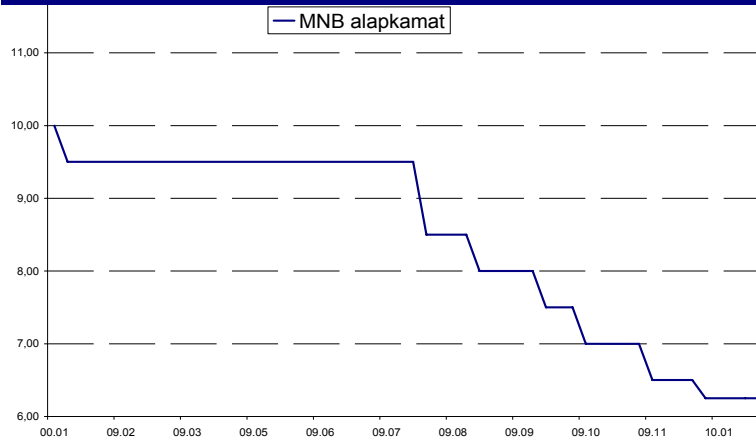
## Hazai makrofolyamatok

### Lassuló kamatcsökkentési ütem, javuló külső egyensúly

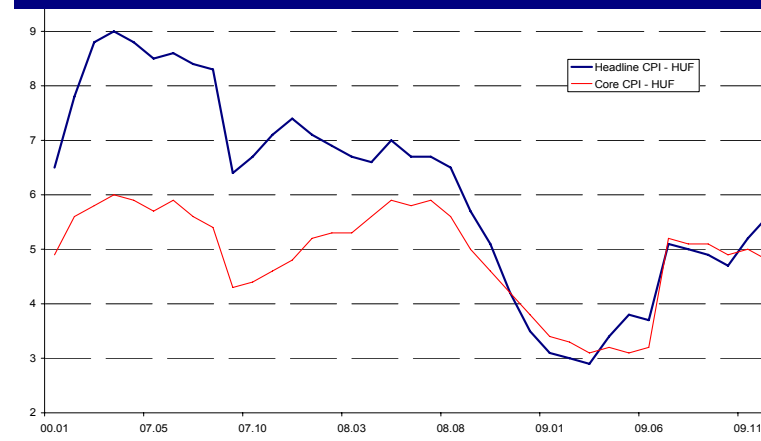
- Az MNB a negyedik negyedévben folytatta az alapkamat csökkentését, az irányadó ráta decemberre 6,25%-ra mérséklődött. Ez éves szinten 375 bázispontot jelent. Bár az év utolsó kamatdöntésekor a Monetáris Tanács a „nemzetközi pénzügyi környezet alakulását övező bizonytalanságok” miatt döntött a korábbinál 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 egyszerű 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.

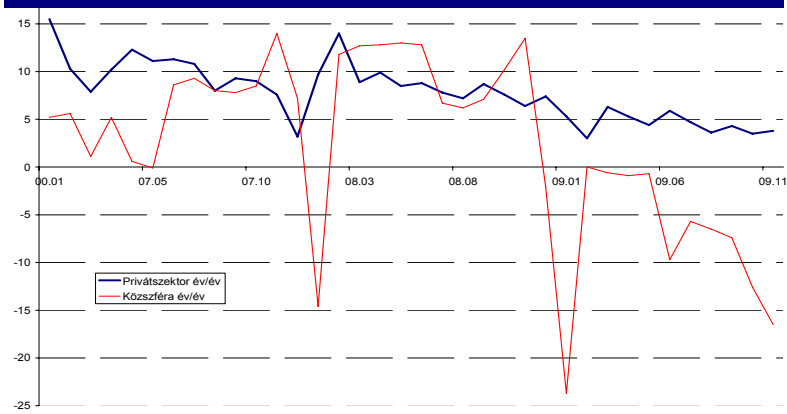
MNB alapkamat



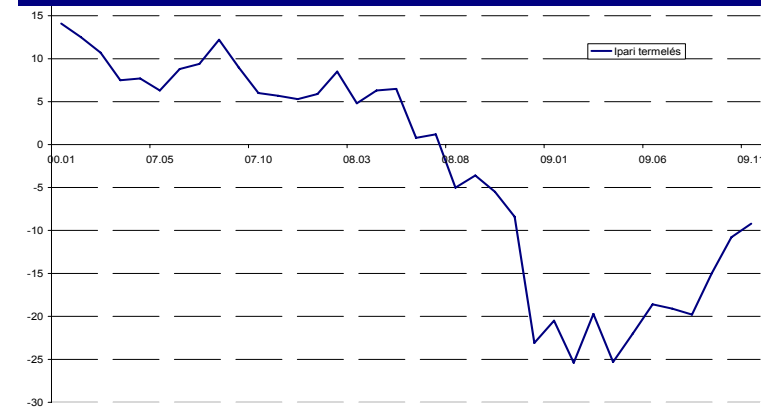
Forint headline és maginfláció alakulása



Bérek



Ipari termelés év/év



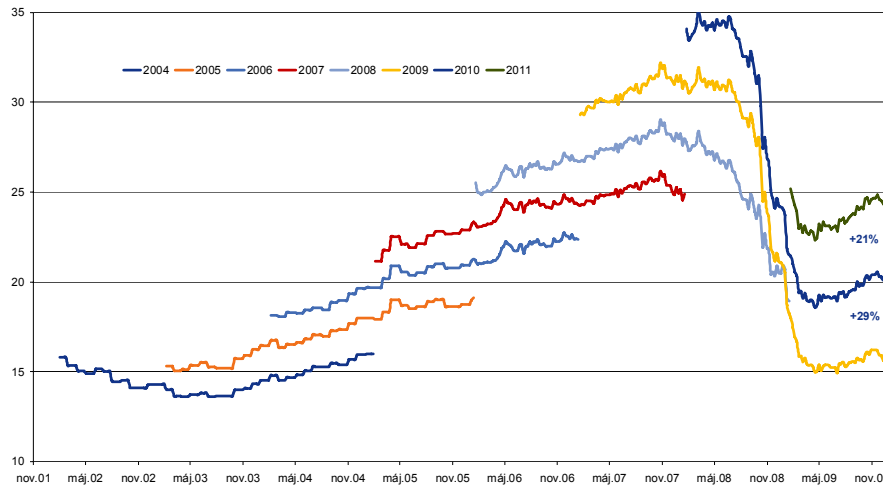
# Állampapírpiac

## Csökkenő külföldi befektetői aktivitás, dekonvergencia

- A banki mérlegösszetétel javítása miatt (hitelezés hiányában) a kereskedelmi bankok továbbra is a vételi oldalt erősítették a hazai állampapírpiacra. A görbe pozitív meredeksége tovább emelkedett, mivel a banki könyvek a 2013-as lejáratokig gyakorlatilag folyamatos vételi érdeklődést mutattak.
- A vizsgált időszakban a külföldi befektetők távolmaradtak a hazai piactól ( a hozamcsökkenés tehát a hazai befektetői aktivitásból adódik). A nem rezidens befektetők állománya az utolsó negyedévben közel 200 milliárd forinttal csökkent. Ebben ugyan jelentős része van a 2009-es papírok lejáratának, de az mindenképpen intő jel, hogy a külföldi befektetők nem újították meg 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.
- A másodpiaci hozamok vegyesen mozogtak a negyedév során: a rövid oldal az MNB kamatvágások és a már bemutatott kereskedelmi banki folyamatok miatt jelentős mértékben (50-75 bp) csökkent. Ezzel a csökkenéssel a hosszabb terminek egy ideig lépést tudtak tartani, ám decemberben az év végi pozíciózárások és a kockázatelutasítás miatt 3 év felett a hozamok közel 30-40 bázispontot ugrottak. Ez negyedéves összehasonlításban 15-25 bázispontot jelentett.
- 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.

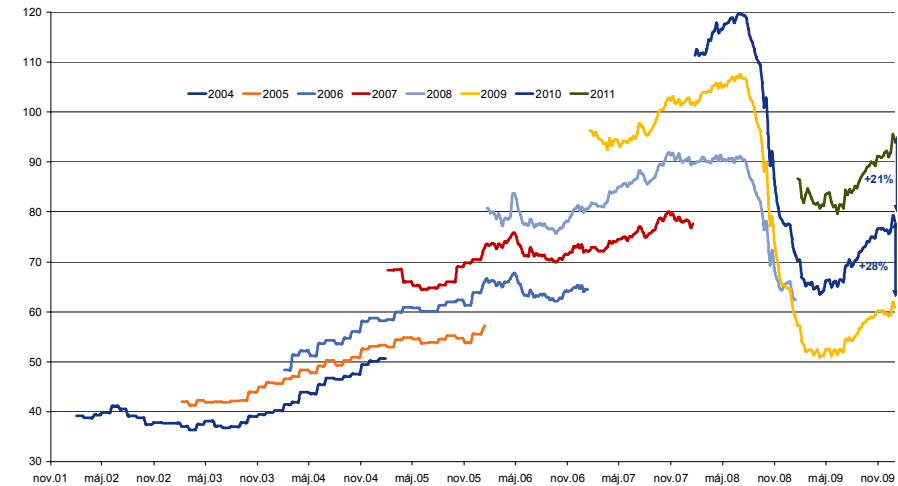
# Optimista elemzői várakozások

## MSCI World EPS előrejelzések alakulása



Forrás: Datastream

## MSCI GEM EPS előrejelzések alakulása



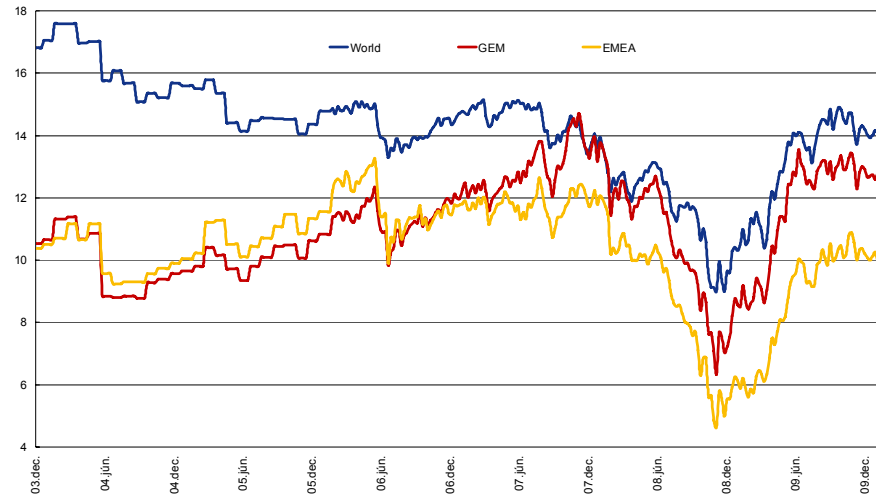
Forrás: Datastream

- 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 eléri 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.



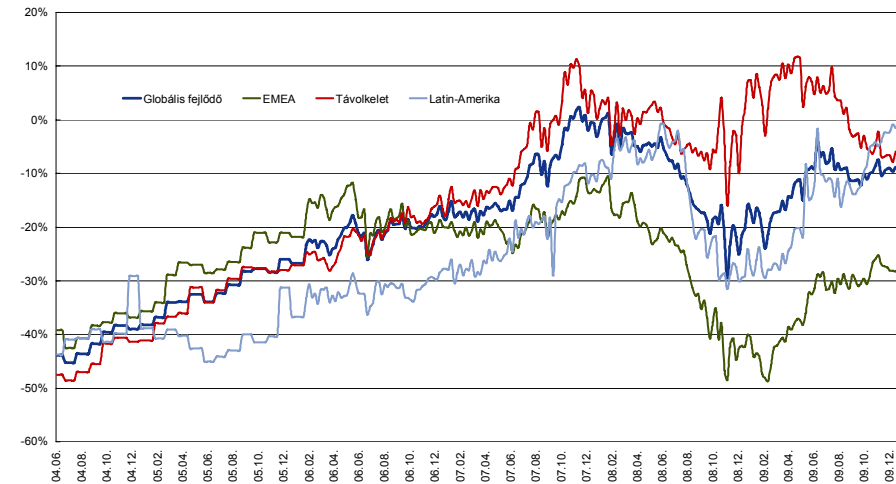
# Válság előtti értékeltség

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 részvényt piacok 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%) részvényt piaci 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 2009.09.30-tól 2009.12.31-ig

Vagyonkezelt alapok	Portfolió hozam	Benchmark hozam	Alul/Felült eljesítés	Kezdő dátum	Záró dátum
Magán Klasszikus	1,91%	1,94%	-0,03%	2009.09.30	2009.12.31
Magán Kiegyensúlyozott	2,14%	1,82%	0,32%	2009.09.30	2009.12.31
Magán Növekedési	3,44%	2,93%	0,52%	2009.09.30	2009.12.31
Magán Függő	2,16%	1,94%	0,23%	2009.09.30	2009.12.31
Magán LIK_MUK	1,76%	1,94%	-0,18%	2009.09.30	2009.12.31
Önkéntes Fedezeti	2,23%	1,80%	0,43%	2009.09.30	2009.12.31
Önkéntes Szolgáltatási	1,89%	1,94%	-0,05%	2009.09.30	2009.12.31
Önkéntes LIK_MUK	1,95%	1,94%	0,01%	2009.09.30	2009.12.31
Egészségpénztár FED	2,15%	1,85%	0,30%	2009.09.30	2009.12.31
Egészségpénztár MŰK	2,26%	1,65%	0,61%	2009.09.30	2009.12.31
Egészségpénztár LIKV	1,83%	1,65%	0,18%	2009.09.30	2009.12.31