

Vagyonkezelői beszámoló az Allianz Nyugdíjpénztár Igazgatótanácsa részére 2010. I. negyedév

Budapest, 2010. május 5.

Allianz 

Portfoliók teljesítményének összefoglalása

ÖSSZES Portfolió teljesítménye 2009.12.31-től 2010.03.31-ig

Vagyonkezelt alapok	Portfolió hozam	Benchmark hozam	Alul / Felüteljesítés	Kezdő dátum	Záró dátum
Magán Klasszikus	1,79%	1,77%	0,02%	2009.12.31	2010.03.31
Magán Kiegyensúlyozott	6,73%	6,47%	0,26%	2009.12.31	2010.03.31
Magán Növekedési	7,01%	6,81%	0,20%	2009.12.31	2010.03.31
Magán Független	1,94%	1,77%	0,17%	2009.12.31	2010.03.31
Magán LIK_MUK	1,39%	1,77%	-0,39%	2009.12.31	2010.03.31
Önkéntes Klasszikus	1,77%	1,77%	0,00%	2009.12.31	2010.03.31
Önkéntes Kiegyensúlyozott	6,83%	6,47%	0,36%	2009.12.31	2010.03.31
Önkéntes Növekedési	6,57%	6,81%	-0,24%	2009.12.31	2010.03.31
Önkéntes Kockázatos	8,15%	8,59%	-0,44%	2009.12.31	2010.03.31
Önkéntes Független	2,03%	1,77%	0,26%	2009.12.31	2010.03.31
Önkéntes Szolgáltatási	1,56%	1,77%	-0,21%	2009.12.31	2010.03.31
Önkéntes LIK_MUK	1,54%	1,77%	-0,23%	2009.12.31	2010.03.31

Portfoliók teljesítményének összefoglalása

ÖSSZES Portfolió teljesítménye 2009.12.31-től 2010.05.05-ig

Vagyonkezelt alapok	Portfolió hozam	Benchmark hozam	Alul / Felüteljesítés	Kezdő dátum	Záró dátum
Magán Klasszikus	2,37%	2,30%	0,07%	2010.01.04	2010.05.05
Magán Kiegyensúlyozott	7,32%	6,83%	0,48%	2010.01.04	2010.05.05
Magán Növekedési	8,05%	7,38%	0,66%	2010.01.04	2010.05.05
Magán Fügő	2,63%	2,30%	0,33%	2010.01.04	2010.05.05
Magán LIK_MUK	1,88%	2,30%	-0,42%	2009.12.31	2010.05.04
Önkéntes Klasszikus	2,33%	2,30%	0,02%	2010.01.04	2010.05.05
Önkéntes Kiegyensúlyozott	7,39%	6,83%	0,56%	2010.01.04	2010.05.05
Önkéntes Növekedési	7,56%	7,36%	0,20%	2010.01.04	2010.05.05
Önkéntes Kockázatos	9,34%	8,66%	0,68%	2010.01.04	2010.05.05
Önkéntes Fügő	2,82%	2,30%	0,52%	2010.01.04	2010.05.05
Önkéntes Szolgáltatási	2,15%	2,30%	-0,15%	2010.01.04	2010.05.05
Önkéntes LIK_MUK	2,30%	2,36%	-0,06%	2009.12.31	2010.05.03

Globális trendek

Likviditásbőség, másodkörös hatások, világgazdasági súlyponteltolódások

- 2010 első negyedében ugyan láttunk némi korrekciót a hosszú hónapok óta tartó növekedési trendben, de összességében mind a kötvény- mind a részvénypiacokon emelkedéssel zártak a főbb mutatók. A likviditásbőség rendre továbblendítette a lokális mélypontokról a kereskedést. Az érdemi, átütő, a piaci korrekciót alátámasztani képes makrogazdasági változások még váratnak magukra. A kínai és a délkelet-ázsiai kis országok importja miatt ugyan látható némi élénkülés az európai exportvállalatok esetében, de ennek mértéke még elmarad a bizalmi indexekben látható és követhető várakozásoktól.
- A likviditásbőség mentén kialakult eszközár-buborék a ténylegesen kezelendő problémák egyikeként napirendre került a világgazdaság vezető régióiban. Sem az amerikai, sem az európai központi bank nem változtatott irányadó rátáján, de megtették az első lépéseket a monetáris stimulus visszafogására (diszkontráta emelés USA-ban, QE programok keretének csökkentése, az elfogadható eszközök körének szűkítése, diszkontlehetőségek normalizálása / szigorítása).
- A fejlett régiók rendre megéreztek a válság másodkörös hatásait: felduzzadó adósságállomány és alacsonyabb potenciális növekedés által biztosított térben kénytelenek szembenézni a vagyonepforlás fogyasztásra és megtakarításra gyakorolt hatásaival. Meglátásunk szerint azonban nem csak a tőkeáttétel-vezérelt eszközfelértékelődésen keresztül megvalósult növekedési modell fenntarthatatlanságával kell megküzdenie az USA – Japán – EU hármasnak: a likviditásbőség miatt egyre valószínűbb a rossz növekedési kilátások ellenére élénkülő infláció és a demográfiai válság megjelenése is. Ezekre az eddig ismert gazdasági modell nem ad megfelelő választ.

Globális trendek II.

Likviditásbőség, másodkörös hatások, világgazdasági súlyponteltolódások

- A délkelet-ázsiai régió illetve Latin-Amerika esetében a válság hatását ellensúlyozni tudta az exportorientált növekedésről beruházás és belső fogyasztás vezérelt modellre való átállás. Kína esetében a legszembetűnőbb a váltás: itt a világgazdasági válság hatásait sikerült szinte teljesen ellensúlyozni. A korrekció olyannyira erőteljes lett, hogy a kínai vezetés kénytelen volt a kamatemelésen kívül minden más eszközzel lassítani a túlfűtöttség közelébe sodródott gazdaságot (kötelező tartalékráta emelés, hitelezési tevékenység központi visszafogása, vállalati részvénykibocsátások korlátozása).
- Várakozásaink szerint a lassan egy éve tartó menetelés kifulladás a második negyedévben. A hitelezés élénkülése nélkül nem számítunk gazdasági talpraállásra, s vélhetően a költségvetési források bevonásának egyre emelkedő költsége is csökkenteni a lehetséges növekedési ütemet. Az emelkedő infláció és az új, fenntartható növekedési modellek kidolgozása és megvalósítása még további negyedévekkel tolhatja el a tényleges növekedés és a piaci árazási szintek közötti eltérés megszűnését. Amíg ez a folyamat le nem zajlik, csak oldalazó mozgásra számíthatunk a világpiacokon.
- Európa – illetve a monetáris unió – ilyen visszafogott kilátások mellett is sereghajtó lehet a következő negyedévekben. A görög államadósság finanszírozhatatlansága, az EMU költségvetési ellenőrző szerepének teljes hiánya, a szankcionálhatatlanság, illetve az eurózónából kilépés gyakorlati megvalósíthatatlansága bizalmi mélypont felé sodorja várakozásaink szerint az EMU-t. Ebből csak a görög államcsőd és a kényszerű IMF hitelfelvétel kapcsán bevezetésre kerülő szigorítások jelenthetnek kiutat, de ez a folyamat minden bizonnyal évekre visszavetheti a perem országok növekedés kilátásait.

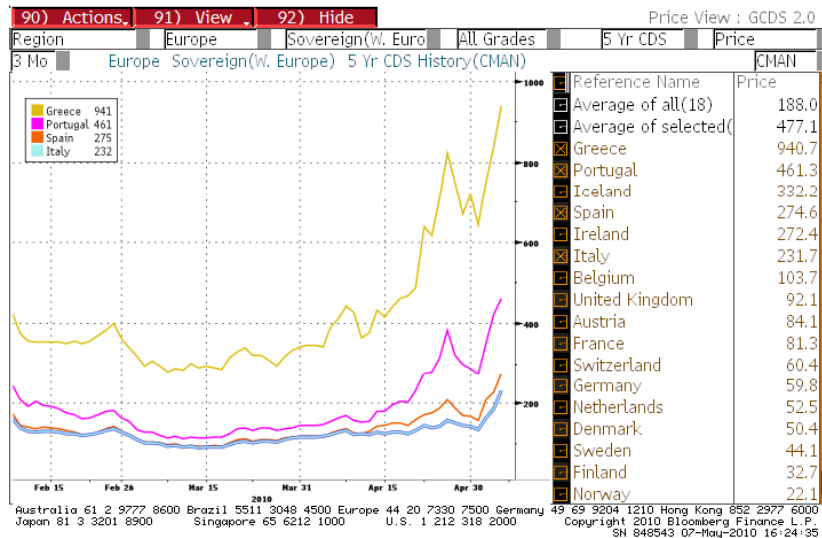
Globális trendek III.

Görögtűz!

- Az elmúlt hónap makrogazdasági folyamatait a görög válság, illetve a kockázataludasító magatartás miatt kialakuló esetleges továbbterjedés határozta meg. Az előző havi összefoglalókban említett folyamatok miatt a görög költségvetési válság tovább feszítette a piacokat. A befektetők csak a korábbinál jóval magasabb szintek mellett voltak hajlandóak a PIIGS államokat finanszírozni – már ahol egyáltalán megmaradt a piaci finanszírozás, mint opció.

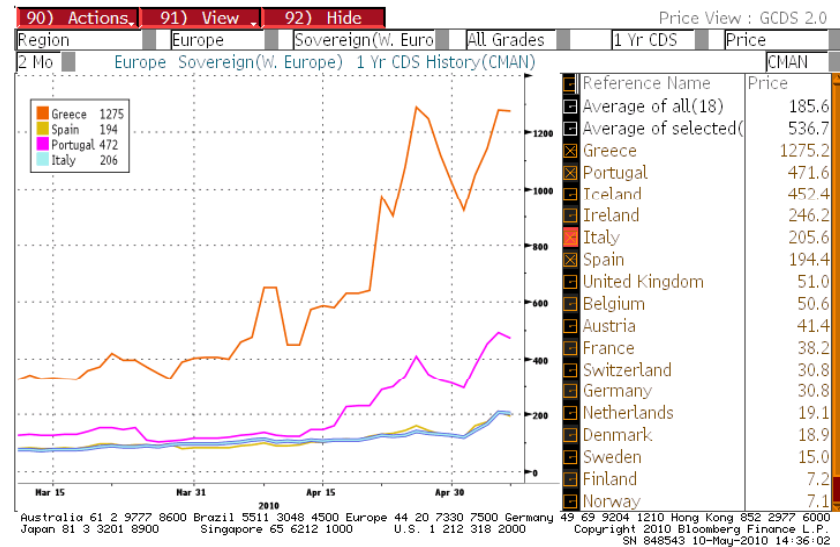
<HELP> for explanation.

CurrencyGCDS

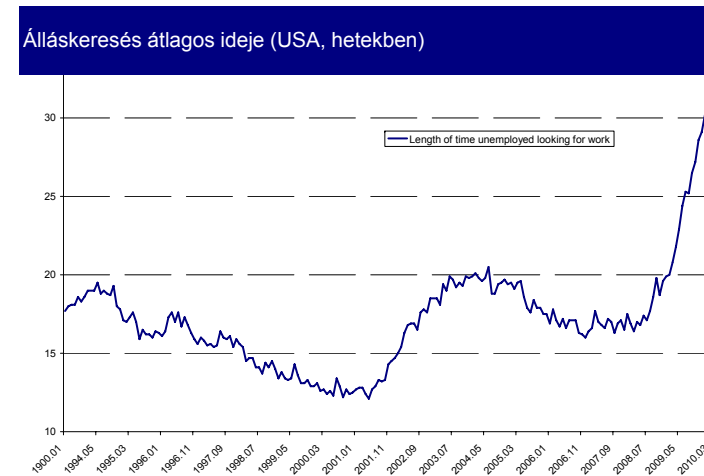
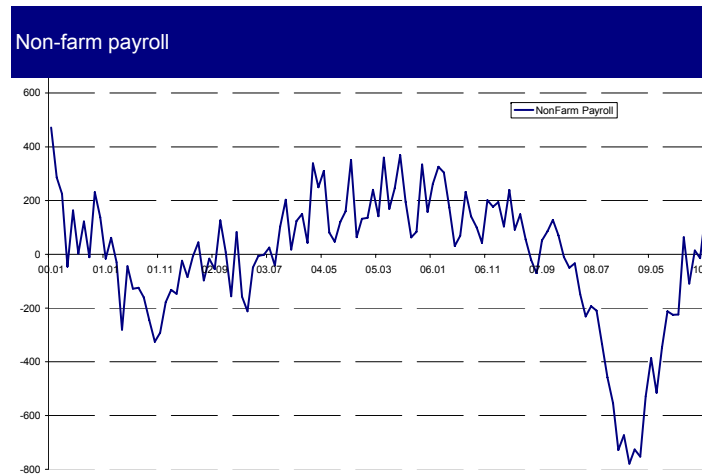
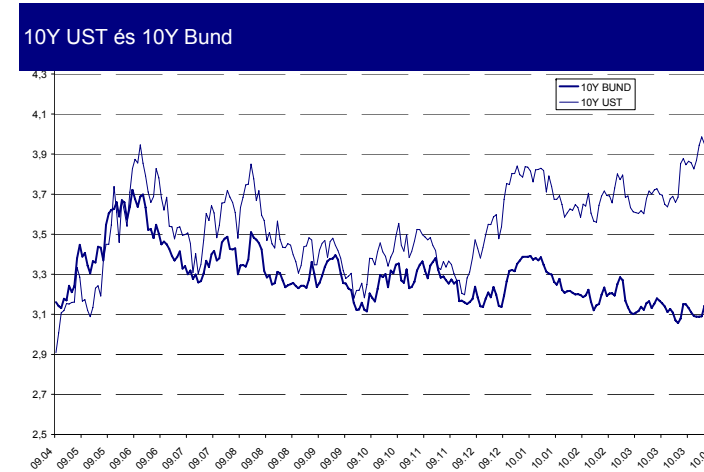
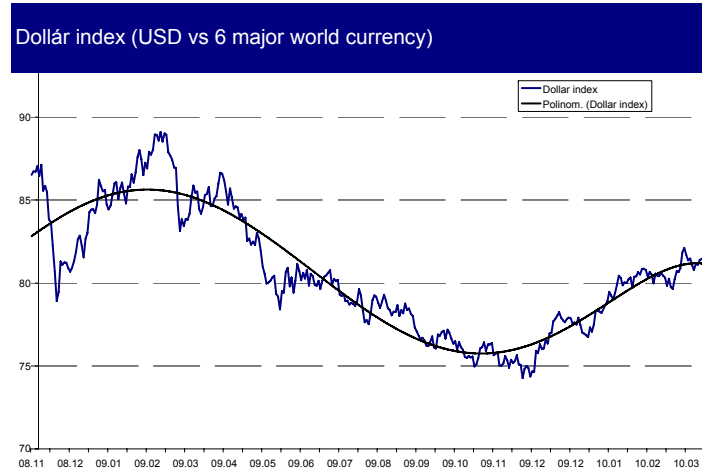


ITALY CDS SR 1Y 205.6Y as of close 5/ 7 CMAN

CurrencyGCDS



Globális trendek IV.



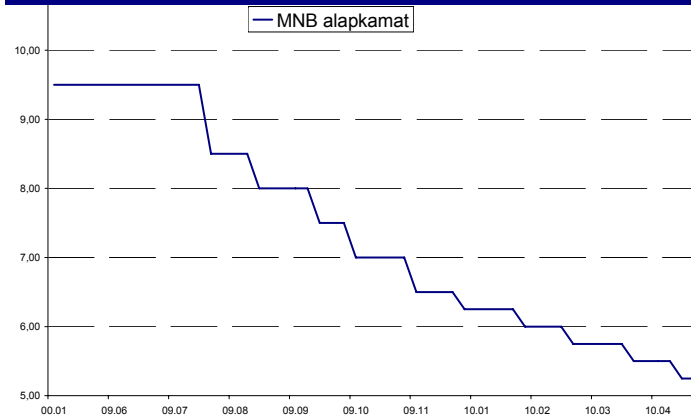
Hazai makrofolyamatok

További kamatcsökkentés, fejnehéz költségvetés, drámai javulás a folyó fizetési mérlegben

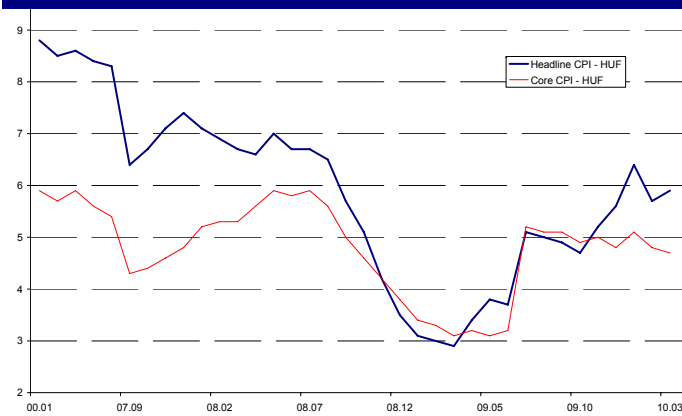
- Az MNB – lassuló ütemben - az első negyedév során is folytatta a kamatcsökkentést. Negyed százalékpontos lépésekkel már 5.25%-ra csökkent a kamat. Az óvatosság a jegybank indoklása szerint a nemzetközi befektetői hangulat ingatagságának és a költségvetési folyamatok körüli bizonytalanságnak köszönhető. Ezen kívül minden más faktor az alacsonyabb irányadó kamatszint felé mutat a jegybank szerint.
- Az inflációra ható tényezők közül csupán az ipari termelés és a béradat utalhat némi kockázatra. Az előbbi esetében az év/év adat az alacsony bázis miatt ugrott meg, mely a német vállalati szektor éledezésének köszönhető, míg az utóbbinál az elbocsátások miatt ugrott meg az átlagbér (alacsony jövedelműeket bocsátottak el). Tartósan 10% feletti munkanélküliség, bőven a potenciális alatt teljesítő gazdaság, illetve több, mint 3 éve csökkenő kiskereskedelmi forgalom mellett kevés okunk van feltételezni hogy belső folyamatok miatt megugrana nálunk a pénzromlás üteme. Ez maximum külső hatások miatt következhet be (feldolgozatlan élelmiszerek).
- 2010 Q1 végén tették közzé a teljes 2009-re vonatkozó folyó fizetési mérleg adatot, ami a forint szempontjából rendkívül kedvező (+186m EUR, ez a GDP 0,2%), a mögöttes folyamatokat tekintve azonban riasztó képet ad. A külföld felé fennálló finanszírozási képességünk a fogyasztás, s ennek köszönhetően a fogyasztási célú import összeomlása illetve a hazánkban tevékenykedő multik alacsonyabb jövedelme (kevesebb hazautalt jövedelme) miatt alakult ki. Ebből látható, hogy a folyamat csak időszakos, nem fenntartható.

Hazai makro folyamatok II.

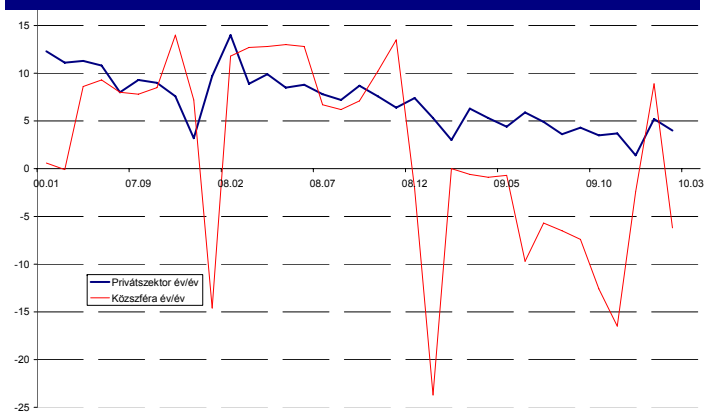
MNB alapkamat



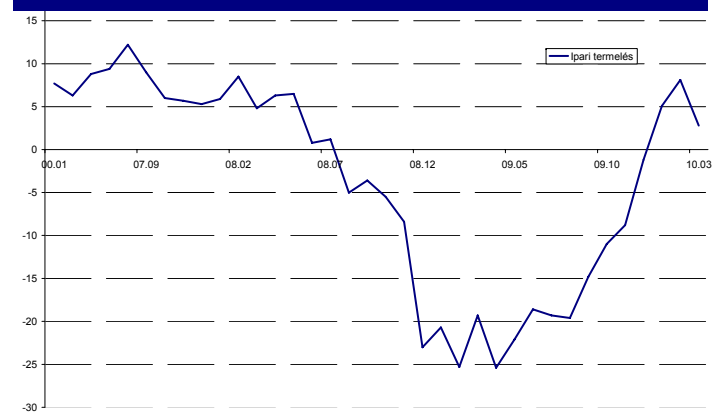
Forint headline és maginfláció alakulása



Bérek



Ipari termelés év/év



Állampapírpiac

Élénkülő kereslet, javuló piaci likviditás, kiemelt befektetői bizalom

- 2010 első negyedében az ÁKK visszatért a korábban megszokott aukciós gyakorisághoz, s a felkínált / elfogadott mennyiségek is a válság előtti időszak szintjén álltak. Az új aukciós rend (40% top-up tender) lehetővé tette hogy az ÁKK az erősödő kereslet mentén teljes egészében a piacról finanszírozza a költségvetést (az IMF – EU hitel részleteiből többet már nem hívtunk le).
- A keresleti oldalon mind külföldi, mind belföldi szereplőket láthattunk. A meglehetősen optimista nemzetközi környezet, a görög helyzetben minket favorizáló / felülsúlyozó londoni nevek tevékenységének köszönhetően a negyedév során 2400 milliárd forint közelébe emelkedett a külföldiek kezében lévő állampapír-állomány. Érdeemes megjegyezni, hogy ugyanebben az időszakban a külföldi állomány átlagideje 4,60 évről 4,45 évre csökkent annak ellenére, hogy a negyedév során volt nagy kötvénylejárát, melynek elviekben a megmaradt állomány duration-jét hosszabbítania kellett volna.
- Hazai befektetői részről a természetes kereslet (végbefektetők, természetes beáramlás) mellett a kereskedelmi bankok is jelentősen felduzzasztották állampapír-állományukat. Ez feltételezéseink szerint a rendkívül alacsony hitelezési aktivitás miatt alakulhatott ki: a bankok ezzel részben csökkenteni tudják a leállásból származó veszteségeket (likviditásbőség ellenére sem haltak ki a betétgyűjtési akciók). A piac abnormalitására jellemző, hogy hosszú ideje 4000 milliárd forintot meghaladó állományt tartanak a befektetők a jegybank kéthetes instrumentumában (bár ennek csak egy része a ki nem helyezett állomány).
- A likviditás visszatérésével a másodpiaci árjegyzések is szűkültek: 3-500 milliós tételre nem ritkán 10 bp alatti spread-del jegyezték a kereskedők. Az ÁKK ennek ellenére fenntartotta a 30 bázispontos jegyzési spread-et a benchmark, az 50 bp-os spread-et a nem benchmark papírok piacán az előírt 200 illetve 100 milliós mennyiségekre.

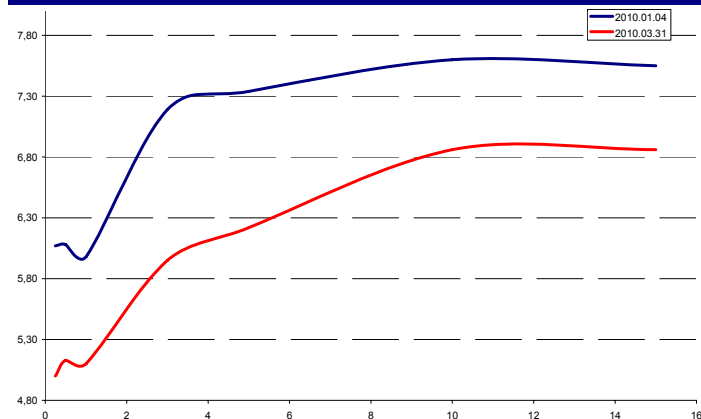
Állampapírpiac II.

Élénkülő kereslet, javuló piaci likviditás, kiemelt befektetői bizalom

- A másodpiaci hozamgörbe a vizsgált periódusban 80-100 bázisponttal került lejjebb, meredeksége (mely továbbra is pozitív) példátlanul magas szintre, közel 70 bázispontra emelkedett. A hosszú oldal viszonylagos lemaradása a negyedév során 250-270 bp-os sávban stagnáló 5x5 fwd spread-nek köszönhető.
- Eközben az alapkamat-vágásra vonatkozó várakozások tovább erősödtek: a negyedév végére 5,25%-os szintet kezdett árazni a piac. Mivel az FRA jegyzések még mindig inkább az EUR/HUF jegyzéseket követik, feltételezhetjük hogy a továbbra is pozitív tőkebeáramlás miatt újabb és újabb kamatvágásokat áraz majd be a piac. Ez a folyamat azonban nem fenntartható, így Q2 végén Q3 elején várakozásaink szerint a további kamatszint-csökkenést már forintgyengülés kíséri.

Állampapírpiac III.

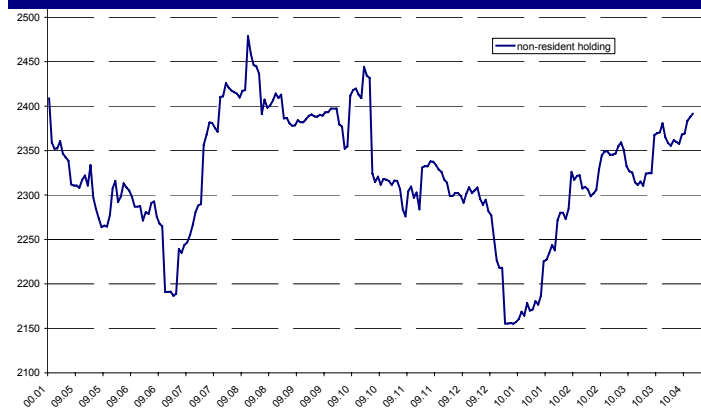
HGB görbe változása



2-10 spread (HUF swap görbe)



Non-residents' HGB



HUF 3x6 FRA



Vállalati kötvények piaca - megugró befektetői érdeklődés

30 éves USD jelzálogpapírok hozama a vonatkozó állampapír felett



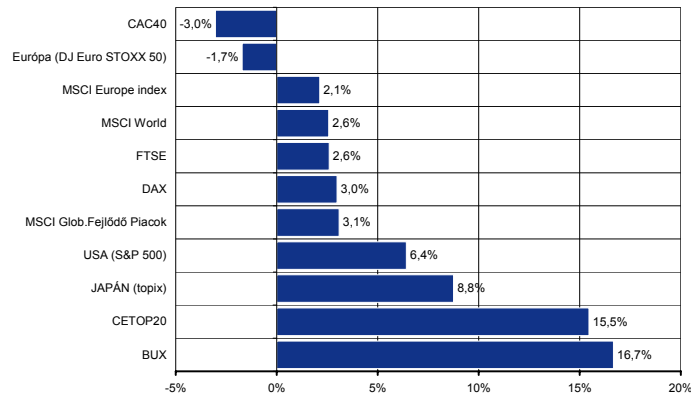
BAA vagy jobb besorolású 10 éves USD vállalati kötvények hozama a vonatkozó állampapír felett



- Alacsonyabb nominális kamatkörnyezetben a befektetői figyelem a vállalati kötvények felé fordult mind globális szinten, mind pedig hazánkban. A kínálati oldal visszafogott válaszreakciója miatt az állampapír-hozamok feletti spread jelentős mértékben beszűkült, a 3-5 éves szegmensben a korábban tapasztalt 150-170 bázispontról a negyedév végére 100-130 bázispontra mérséklődött.
- Ezt a folyamatot hivatott erősíteni a kormány és az MNB által bejelentett jelzálogpiaci program. Az MNB 100 milliárd forint értékben kíván 2010-ben jelzálogkötvényeket venni (elsődleges és másodlagos piaci jelenléttel) ezzel kívánja megteremteni a kötvények másodpiacát. A program keretében az MNB eddig közel 3,5 milliárd forint értékben vásárolt jelzálogkötvényeket.

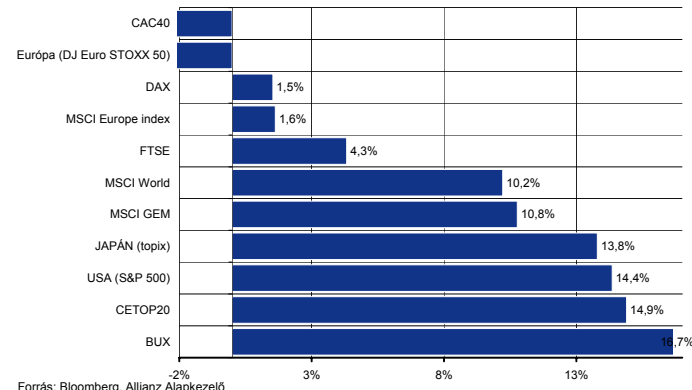
Részvénypiac I. A KKE régió eddig felülteljesítő

Főbb részvénypiacok teljesítménye - 2010 áprilisáig



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

Főbb részvénypiacok teljesítménye 2010 áprilisáig (forintban)

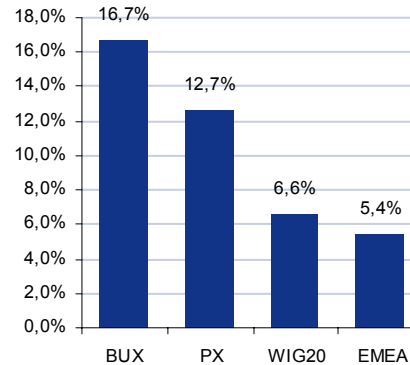


Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

- USA.** Az S&P500 kísértetiesen hasonlóan kezdte a 2010-es évet a tavalyihoz, azaz egy rövid emelkedő szakasz után egy komolyabb korrekciót mutatott be az index, hogy aztán ebbe nagyon határozottan vegyenek bele a bőséges likvidításban úszó befektetők. Az eredmény egy 6.4%-os növekedés a 2010 első négy hónapjában, amit már jelentősnek mondhatunk. A legfontosabb oka a részvényárfolyamok erősödésének az a hatalmas pénzmennyiség, amelyet a kormány és a jegybank juttatott el a gazdaság szereplőihöz, és amely inkább az eszközárakat pumpálta fel, minthogy a reálgazdaságot indította volna be.
- Európa.** Nem véletlen, hogy sereghajtóak az európai indexek, hiszen a peremországok (elsősorban Görögország) államadóssága kritikus szintekre dagadt, ami felhívta a figyelmet az eurózóna instabilitására, amelyet a hitelminősítések és az euró árfolyama mellett a részvényárfolyamok is lekövettek. Ugyanakkor a német gazdaság szignifikáns feltámadására, melyet az erős ipari termelési adatok és az IFO illetve ZEW indexek jeleznek inkább a CETOP20 papírok (elsősorban az OTP) megvásárlásával játszottak a befektetők.

Részvénypiac II. A KKE régió vezérindexe a BUX volt

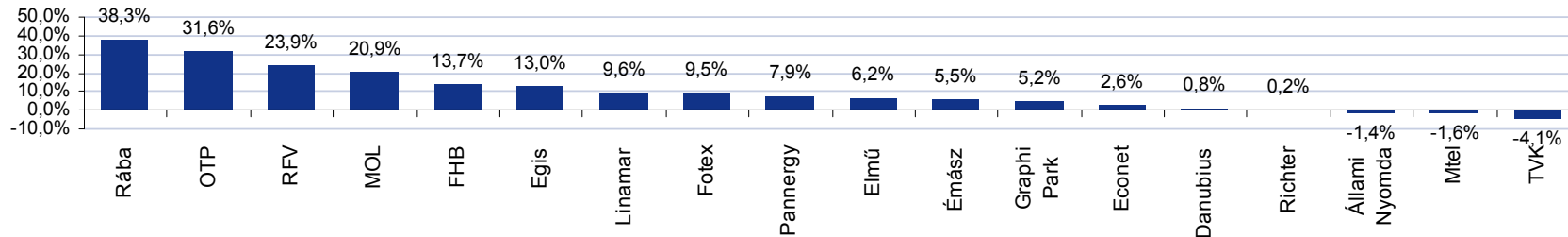
CE3 indexek és az EMEA index teljesítménye 2010 április 30-ig



- **Magyarország.** A BUX index 17%-ot emelkedett az első négy hónapban, ezzel gyakorlatilag még a válság előtti átlagos szinteket is meghaladva. A régióhoz képest relatíve stabil magyar költségvetési helyzet, valamint az abba vetett hit, hogy az új kormány képes lesz megreformálni a társadalmi alrendszereket és restruktúrálni a gazdaságot, megtámogatva a folytatódó kamatvágási sztorival azt eredményezte, hogy a BUX index az OTP vezényletével messze felülteljesítette mind a fejlett mind pedig a fejlődő részvénypiacokat. Ennek természetesen továbbra is előfeltétele volt a görögök megmentésére vonatkozó híráram és a részben ebből valamint a szűnni nem akaró likviditásbőségből fakadó kellemes globális befektetési hangulat.
- **Kockázat.** A magyar költségvetési fegyelem esetleges megbomlása és a várt reformok elmaradása ugyanakkor elég lehet ahhoz, hogy hasonló intenzitással váljon alulteljesítővé a magyar részvénypiac a globális kockázatvállalási kedv elromlása esetén.

Részvénypiac III. A BUX-ot az OTP húzta

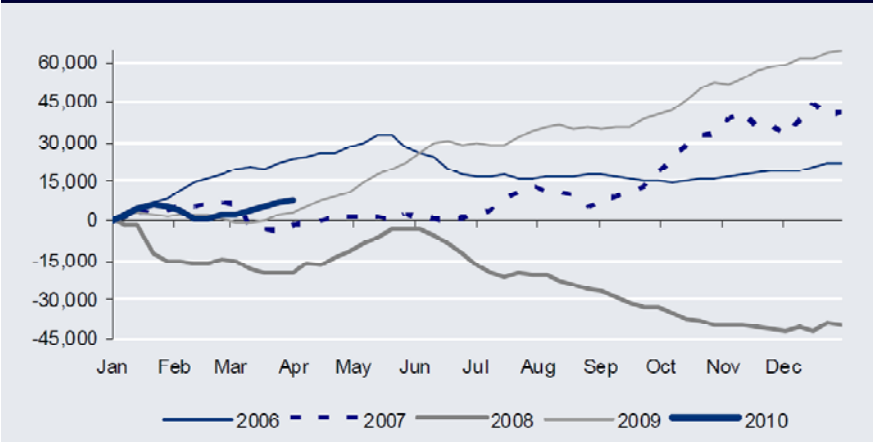
A magyar részvények teljesítménye 2010 április 30-ig



- A BUX legnagyobb súlyú tagja és a CETOP20 leglikvidebb részvénye az OTP a nemzetközi pénzügyi szektort övező hangulatnak megfelelően magasan felülteljesítette a szélesebb körű piacokat. A német gazdaság feltámadására, valamint a magyar gazdaság reorganizációjára az OTP-n keresztül lehetett a legjobban fogadni, ami ráadásul Európa egyik legtőkeerősebb bankja. Ráadásul a részvények 1,5-szeres P/BV-vel a régiós bankokéhoz képest nem kiemelkedően drágák figyelembe véve, hogy az elemzői várakozások szerint a RoE újra 15% fölé emelkedhet 2011-ben.
- A MOL 21%-os szárnyalása sem érdemtelen, hiszen az iraki tesztfúrások igazolták, hogy komoly potenciál lehet a vásárolt mezőkben, és általánosságban is pozitívan értékelte a piac a MOL növekvő upstream kiterjedését, az eredményforrások további diverzifikációját.
- A kispapírok feltámadására (Rába, RFV) már csak azért is érdemes figyelni, mert az általában a rally végét szokta előre jelezni, bár tény, hogy a Rába esetében a BUX-ba való bekerülés is sokat jelentett.

Likviditásbőség

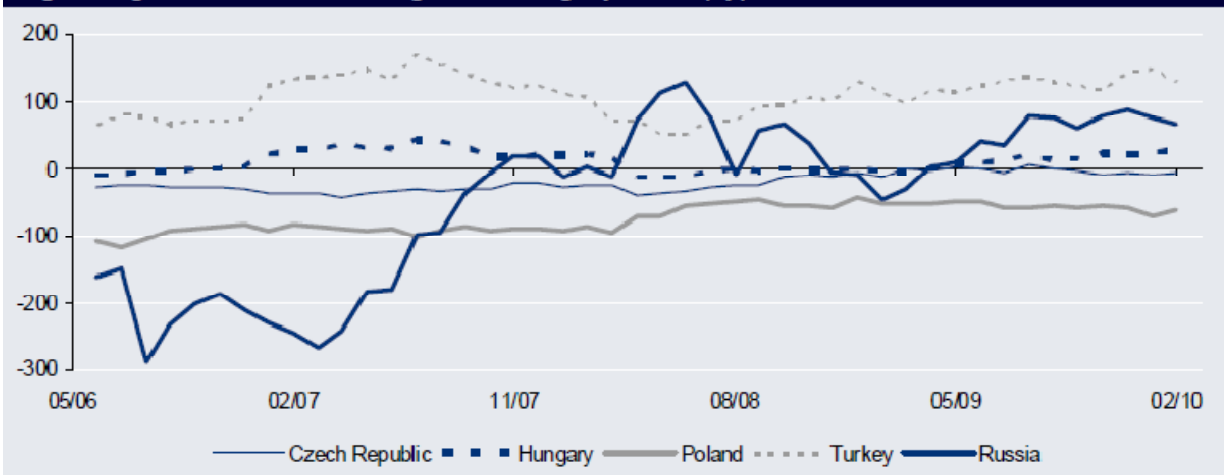
Fig 1 Aggregate EM fund flows (US\$m)



- A tavalyi, közel 45 milliárd dollár tőkeáramlást követően a feltörekvő piacokra 2010 Q1-ben 7,5 milliárd USD érkezett, ami az AUM 1,3%-a.
- Az EMEA régióba ugyanakkor az AUM 5,4%-a érkezett 3 hónap alatt, ami magyarázza a régió felülteljesítését
- A korábban 2 évig neutrális magyar allokáció mintegy 30-40 bázispontos felülsúlyozásra változott az elmúlt 10 hónapban.

Forrás: ING

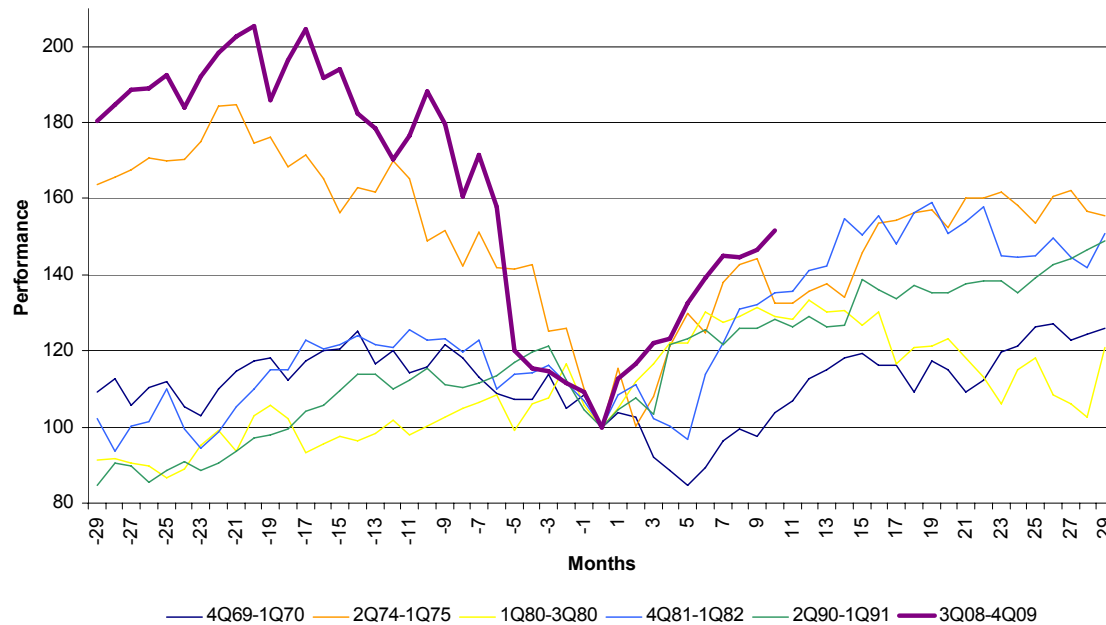
Fig 5 Regional historical overweight/underweight position (bp)



Forrás: ING

Részvénypiacok alakulása recessziós környezetben

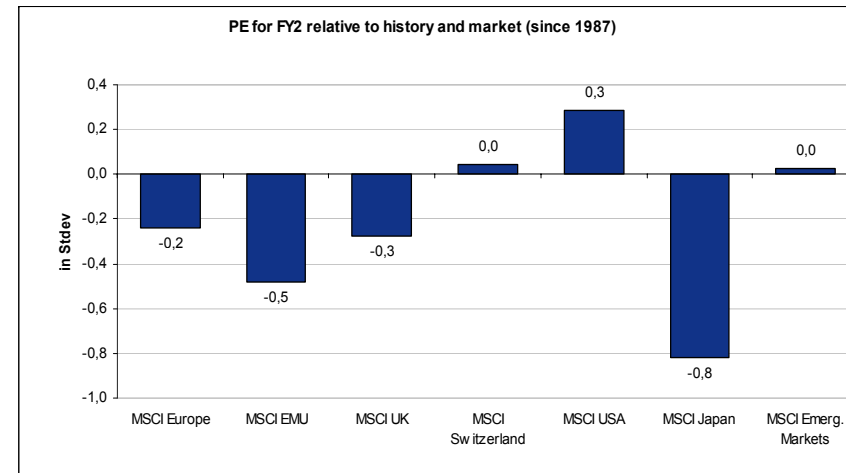
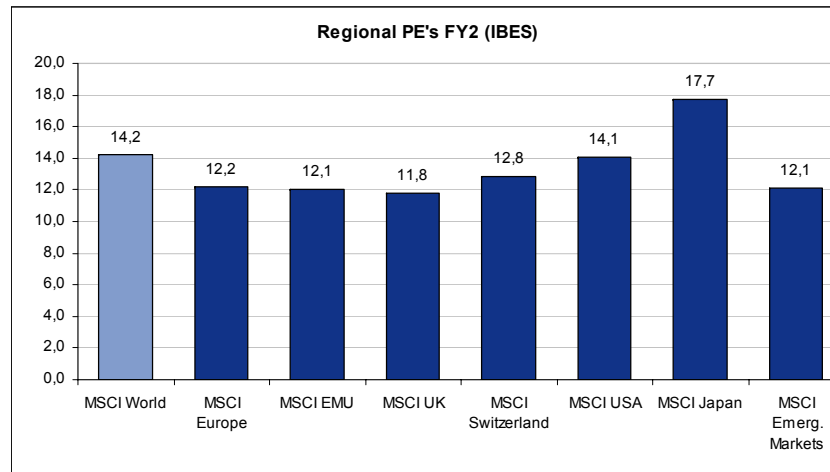
S&P500 performance since market low in previous recessions



- Az elmúlt recessziók idején mutatott részvénypiaci teljesítményeket vizsgálva megállapíthatjuk, hogy az első 3-4 negyedévi rally-t követően az S&P 500 jellemzően elérte csúcspontját, majd évekig stagnált. Ez alapján nem várható további számottevő részvénypiaci emelkedés.
- Figyelembe véve a jelenlegi recesszió „mélységét”, valamint azt, hogy a részvények szárnyalásának üteme és mértéke a vizsgált időszakok közül a legdinamikusabb volt, a további magasságokban a levegő egyre ritkább lehet a befektetők számára. Igaz ez még akkor is, ha az elemzők 2010-re átlagosan 26%-os, míg 2011-e 20% eredménybővülést prognosztizálnak az USA-ban.

Értékeltség

Régiós részvénytársaságok értékeltsége a múltbeli szintekhez képest



- Az immár 1 éve tartó emelkedés eredményeként a P/E ráták elérték a hosszú távú átlagos szinteket (bal oldali ábra). Az MSCI World 14.2x-es 2011-es P/E rátán forog, míg az MSCI GEM index részvényeivel az elemzők által a 2011-re várt EPS 12-szeresén kereskednek.
- Az 1987-óta számolt átlagokhoz képesti eltérésekből (jobb oldali ábra) leszűrhető, hogy:
 - Japán – habár jelenlegi P/E-t vizsgálva drágának tűnik – a historikus átlaghoz képest még mindig jelentős diszkonttal forog. (átlagoslán nagyobb EPS visszaesés történt)
 - Az USA a globális piacokkal megegyező P/E-n áll, az elmúlt 23 év átlagában azonban inkább a diszkont volt jellemző, így ebben a relációban drágának tűnik.
 - A feltörekvő piacok diszkontja gyakorlatilag tökéletesen megegyezik a historikus átlaggal

Várakozás

- Rövid távon a piac alakulása szinte megjósolhatatlan. Amíg a likviditás ilyen ütemben érkezik a részvénypiacokra és különösen a mi szűkebb régióinkba, addig az emelkedő trend törhetetlen. A görög helyzet is csak átmeneti megingást hozott a piacokra. Az emelkedéssel azonban folyamatosan ritkul a levegő ezért a befektetők egyre szigorúbban szelektálnak a különböző lehetőségek között.
- A relatív magas volatilitás minden bizonnyal fennmarad a teljes 2010-es évben.

Hosszú táv:

- Az előttünk álló években nem nagyon számíthatunk a válságot megelőző növekedési adatokra, mivel a privát szféra globális hitelleépítése, a szabályozási környezetek szigorodása, valamint patriotizmus előtérbe kerülése mind a globális növekedést hátráltató, a gazdaságban jelenleg is jelen lévő tényezők.
- A határozott, erős kezű fiskális politikai döntéshozók mindezidáig sikersztoriként könyvelhetik el a recesszióra adott reakciójukat. A hitelállományát folyamatosan leépítő privát szférát ellensúlyozandó, hatalmas hitelfelvételekkel képesek voltak némi gazdasági növekedést előidézni, ám a 2010-11-es évek legnagyobb kérdése az lesz, vajon mely kormányoknak sikerül majd a sajátját Adam Smith láthatatlan kezére cserélni. Vannak országok, ahol erre jó esély van (pl. USA), de vannak olyanok is ahol erre már jóval kisebb az esély (PIGS).
- A részvénypiacok mindenesetre a jelenlegi kedvező állapotokat extrapolálták a papírok árazásakor, így összességében úgy gondoljuk, hogy hosszú távon már nincs extra hozamtöbbletpotenciál a fejlett régiók részvényeiben.