

**Vagyonkezelői beszámoló az  
Allianz Nyugdíjpénztár  
Igazgatótanácsa részére  
2010. III. negyedév**

Budapest, 2010. október 7.

**Allianz** 

## Portfoliók teljesítményének összefoglalása

### ÖSSZES Portfolió teljesítménye 2009.12.31-től 2010.09.30-ig

Vagyonkezelt alapok	Portfolió bruttó hozam	Benchmark hozam	Alul / Felülteljesítés	Kezdő dátum	Záró dátum
Magán Klasszikus	4,40%	4,31%	0,09%	2009.12.31	2010.09.30
Magán Kiegyensúlyozott	9,48%	9,31%	0,16%	2009.12.31	2010.09.30
Magán Növekedési	10,54%	9,87%	0,67%	2009.12.31	2010.09.30
Magán Független	4,19%	4,31%	-0,12%	2009.12.31	2010.09.30
Magán LIK_MUK	3,60%	4,31%	-0,71%	2009.12.31	2010.09.30
Önkéntes Klasszikus	4,35%	4,31%	0,04%	2009.12.31	2010.09.30
Önkéntes Kiegyensúlyozott	9,61%	9,31%	0,29%	2009.12.31	2010.09.30
Önkéntes Növekedési	9,94%	9,78%	0,15%	2009.12.31	2010.09.30
Önkéntes Kockázatos	11,90%	10,62%	1,28%	2009.12.31	2010.09.30
Önkéntes Független	5,77%	4,31%	1,46%	2009.12.31	2010.09.30
Önkéntes Szolgáltatási	4,10%	4,31%	-0,21%	2009.12.31	2010.09.30
Önkéntes LIK_MUK	3,74%	4,31%	-0,57%	2009.12.31	2010.09.30

## Globális trendek I.

### QE2, devizaleértékelési verseny, EMU strukturális problémák

- Sem a hitelhozáférés könnyítése (CE – demand) sem a rendelkezésre álló pénzmennyiség növelése (QE – supply) oldaláról nem sikerült elérni az elmúlt negyedévben a világ vezető jegybankjainak, hogy a válság hatásainak tompítására a gazdaságokba pumpált likviditás utat találjon a reálszférába. A CP (commercial paper) állomány továbbra is minimális, a megtakarítási ráta magas, a fogyasztás egyik vezető gazdaságban sem közelíti meg a válság előtti szinteket.
- Az export támogatása miatt (GDP termelési oldal javítása) előtérbe került az országok fizetőeszközének leértékelése, de érkazonosság miatt az összhadás vélhetően jóval kisebb lesz mint a járulékos költségek. Az USA esetében az ipari termelés viszonylag magas importigénye miatt ráadásul az eljárás hatékonysága alacsonyabb.
- Az előrejelző indikátorok romlásával előtérbe került a „W” alakú recesszió forgatókönyve, s ennek következtében a QE2 (FED, BOE, BOJ). A felfokozott várakozások ismét emelték a kockázati étvágyat, így a piacok átmenetileg megfeledeztek az EU peremállamok költségvetési nehézségeiről. Meglátásunk szerint ez a megközelítés téves: a QE csak a túlzott likviditás miatt kialakuló eszközár - buborékok keletkezését segíti elő. Érdemi hatása a reálgazdasági talpraállásra nincs, ugyanis az inflációs várakozások rendkívül alacsonyak. A magas reálhozam mellett a megtakarítási ráta nem csökken, így sem a beruházás, sem a fogyasztás nem hajtja a gazdaságot.
- Stiglitz (EU) és Krugman (USA) bírálatok, QE hatásmechanizmus – „price level target”

## Globális trendek II.

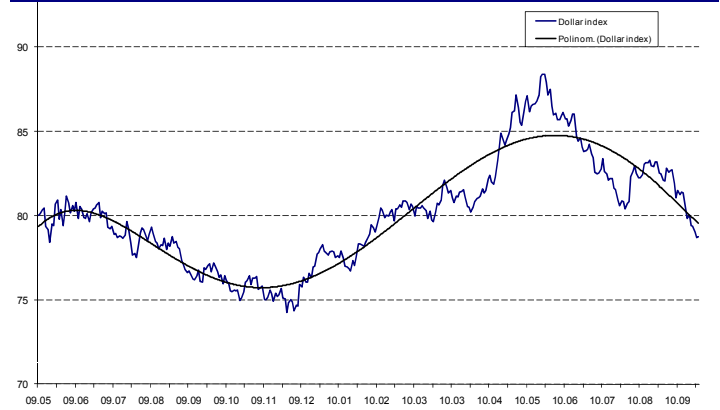
---

### Banki stressz-teszt

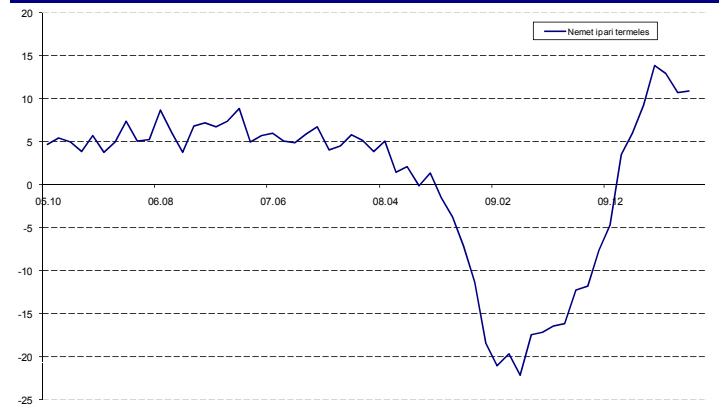
- CEBS (Európai Bankfelügyelők Bizottsága) stressz-teszt: 6% Tier1 ráta a kereskedési könyvre, mint szükséges minimum követelmény. Az eredmény mindössze 7 elbukó bank. Amennyiben Equity Tier1-et vizsgáltak volna, akkor 24 bank nem teljesítette volna a feltételeket. Ráadásul a feltételrendszerből kimaradt a banki AFS és HTM könyvek vizsgálata és az államcsőd sem szerepelt a forgatókönyvek között. A teszt hiányosságait mutatja, hogy egyetlen ír bank sem került a veszélyeztetett intézmények közé, mégis két hónappal a teszt után az AIB „biztonsági” feltőkésítése 40 mrd EUR-t is meghaladta ami végső soron az ország leminősítését okozta.

# Globális trendek III.

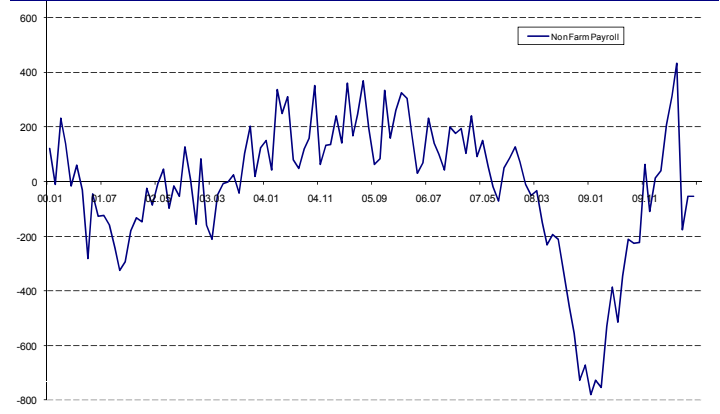
Dollár index (USD vs 6 major world currency)



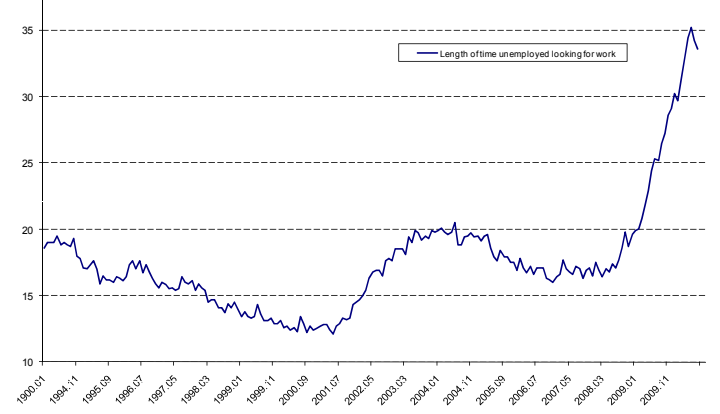
Német ipari termelés év/év



Non-farm payroll



Álláskeresés átlagos ideje (USA, hetekben)



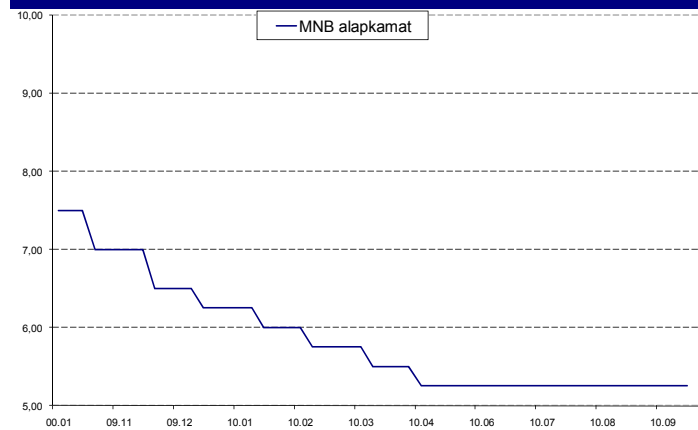
## Hazai makrofolyamatok I.

### Javuló külső egyensúly, választások, árfolyam-volatilitás és NPL, IMF

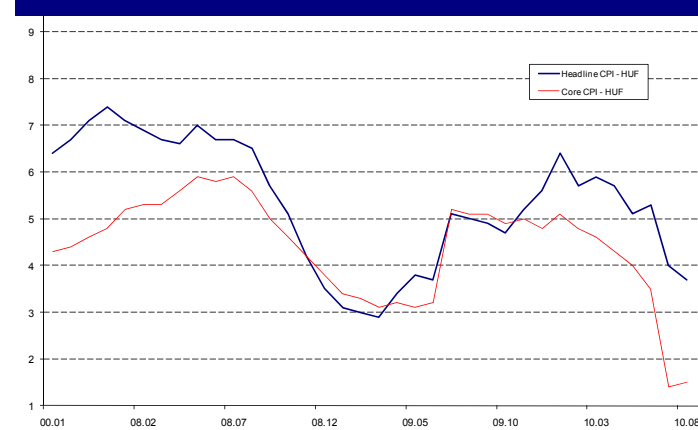
- Az elmúlt negyedévben a jegybank nem változtatott alapkamatán – elsősorban a költségvetés alakulását övező kockázatok és a nemzetközi befektetői környezet változékonysága miatt.
- Ipari termelésünk több mint egy éve növekedik hó/hó alapon – követve a német ipari termelés tendenciáját. Javuló exportunk és az alacsony import (minimális belső fogyasztás) jelentősen javította a külső finanszírozási képességünket. Bár a folyamat hosszú távon nem fenntartható (mert egyensúlytalanságra épül) egyelőre javított az ország befektetői megítélésén.
- A maginfláció alakulása rendkívül kedvező, a mutató várhatóan 2% alatt marad az év hátralevő részében. Várhatóan a forint árfolyamhatása csak minimális mértékben jelenik meg a headline számokban – ez további alapkamat csökkentésnek adhat teret.
- A monetáris enyhítést hátráltatja a magas árfolyamvolatilitás (kommunikáció, IMF szerepválallás – biztonsági védőháló) és a globális kockázati étvágy változékonysága – ez utóbbi a QE2 beindulásával vélhetően pozitív tartományban stabilizálódik.
- A költségvetési hiány elérte az éves tervezett mennyiség 125%-át. Év végéig vélhetően ez az adat jelentősen javul a TÁNYA feltöltések és a különadó beszédése miatt.

# Hazai makro folyamatok II

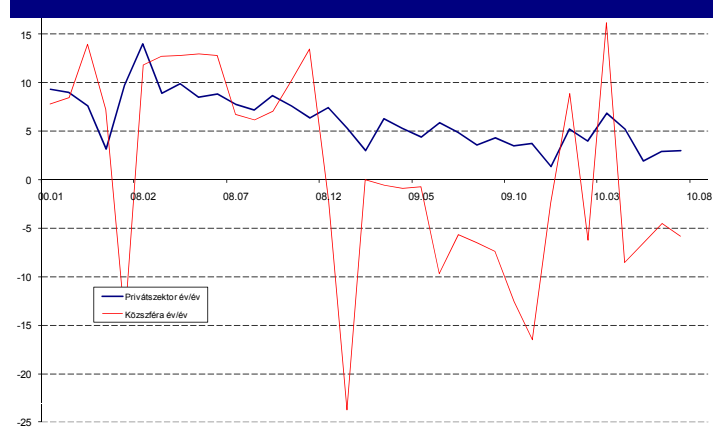
MNB alapkamat



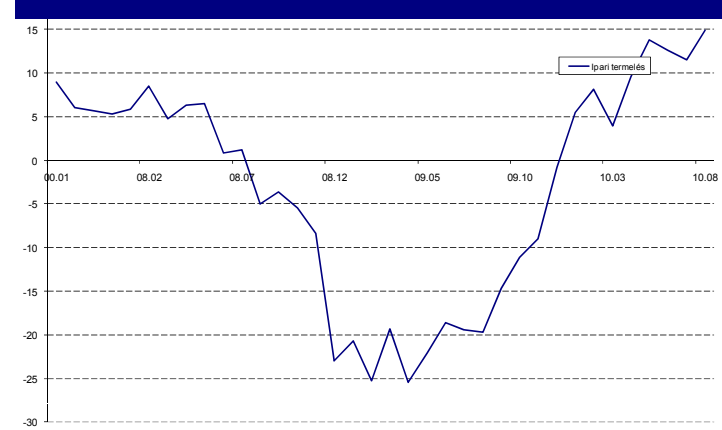
Forint headline és maginfláció alakulása



Bérek



Ipari termelés év/év



## Állampapírpiac I.

---

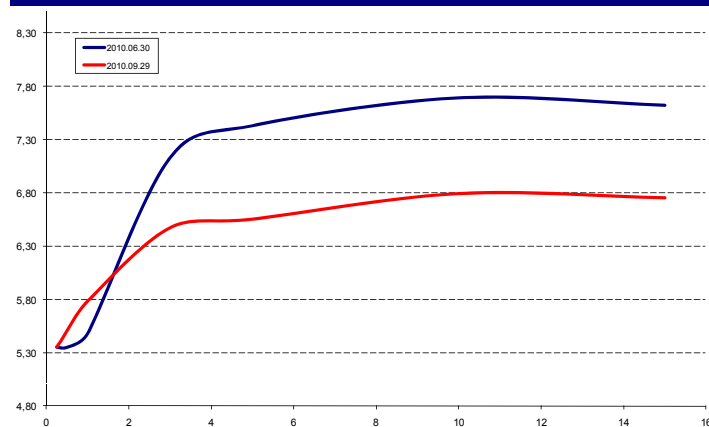
### Javuló elsődleges piac, nagy hozamingadozások, erősödő külföldi jelenlét.

- A választásokat követő kormányzati nyilatkozatok után megugrott a piaci volatilitás – ez nem kedvezett a finanszírozási környezetnek, de a visszatérő globális kockázati étvágy stabil vételi oldalt jelentett az aukciókon. Ezzel párhuzamosan a külföldi állomány 2300 milliárd forint fölé emelkedett (160 mrd állományemelkedés).
- A negyedév során a másodpiaci hozamgörbe éven túli lejáratái átlagosan 80 bázisponttal kerültek lejjebb. A görbéből szeptember végére teljesen kiárazódtak a kamatemelési várakozások (összhangban a forint korrekciójával)
- A forintból finanszírozott devizaforrások ára (bázis swap) és a CDS jegyzések is korrigáltak a negyedév során – mindez úgy ment végbe, hogy az új kormányzat csak főbb vezérelveket ismertetett a 2011-es költségvetéssel kapcsolatban, konkrétumokra azonban a törvénytervezet parlamenti vitájáig várunk kell.
- Az ÁKK az ellaposodó hozamgörbe miatt agresszív duration hosszabbításba kezdett (switch aukciók) illetve a kedvező piaci környezetben növelte a kibocsátási mennyiségeket. Mivel a nettó finanszírozási szükségletet sikerült bevonni, minden pótlólagos kibocsátás pufferként szolgálhat a kockázati étvágy esetleges megingása esetén.



# Állampapírpiac II

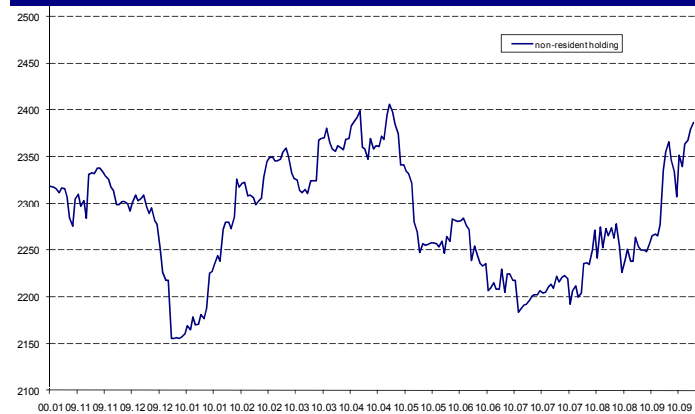
HGB görbe változása



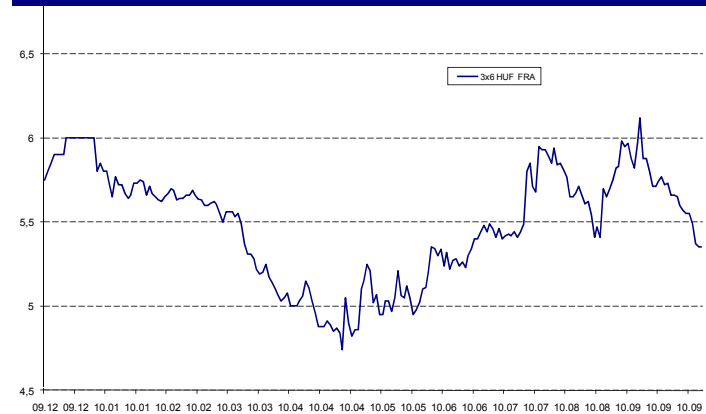
2-10 spread (HUF swap görbe)



Non-residents' HGB

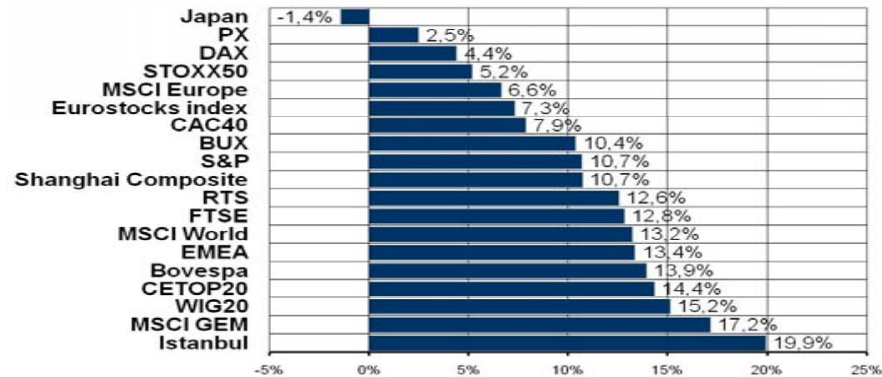


HUF 3x6 FRA



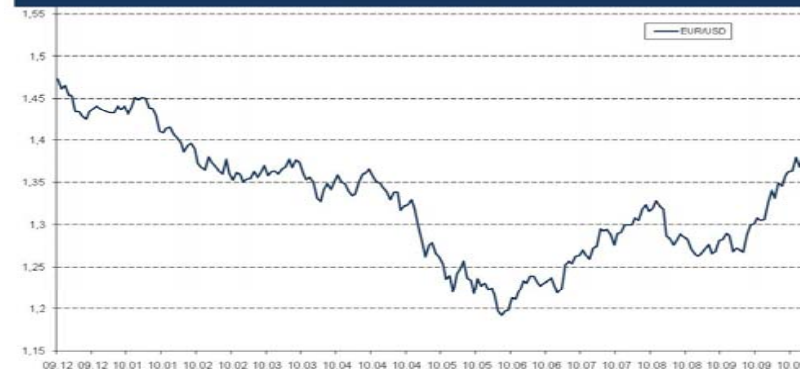
# Részvénypiac - Visszatért az 1Q-ban látott optimizmus

Főbb részvénypiacok teljesítménye 3Q10-ben



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

EUR/USD spot



- Kialakulóban lévő pénznyomtatási verseny = emelkedő részvényindexek.** Az MSCI World 3Q10-ben egy 13,2%-os emelkedéssel reagálta le, hogy a globális válságkezelés a harmadik, részvénypiaci szempontból kedvező fázisába érkezett. Az első szakaszban gyors és összehangolt G20 kamatvágásokat láthattunk néhol fiskális expanzió mellett (2008-2009). A második fázisban a Németország vezényelte Európai Unió megszorításokat kezdeményezett, ezáltal megbontva a G20-nak elkeresztelt globális csapategységet (1H10). A harmadik, jelenleg zajló szakaszban a bankóprések beindultak, és egy globális devizaleértékelési verseny kezdett kialakulni (2H10). Hol devizapiaci intervencióval (Japán, Brazília, Svájc, Dél-Korea, stb.), hol pedig kötvényvásárlásokkal (USA, ECB, Japán, stb.) gondoskodtak a jegybankok M1-ük növeléséről, persze eltérő mértékben. Hirtelen többen rájöttek, hogy rövid távon van értelme annak, amit Kína már évtizedek óta művel, történetesen, hogy a jüan gyengén tartásán keresztül növelte amúgy is hatalmas komparatív előnyét. Ez természetesen burkolt protekcionizmus, hiszen előnybe hozza a hazai exportőröket, és már az is elég globális egyensúlytalanságot okozott, amikor csak Kína csinálta. Most, hogy akadnak komolyabb versenytársai is, garantált a jelentős globális hatékonyságvesztés. Ami mikro szinten racionálisnak tűnik, az globálisan nem az. Ez volna a közlegelő tragédiája? Az IMF nem véletlenül módosította a napokban lefelé világgazdasági növekedési prognózisát, igaz 4,2%-ra, igaz nem csak emiatt. Az elsőre magasnak tűnő növekedési prognózist főleg az alacsony bázisnak és a fejlődő piacok növekedésének köszönhetjük.

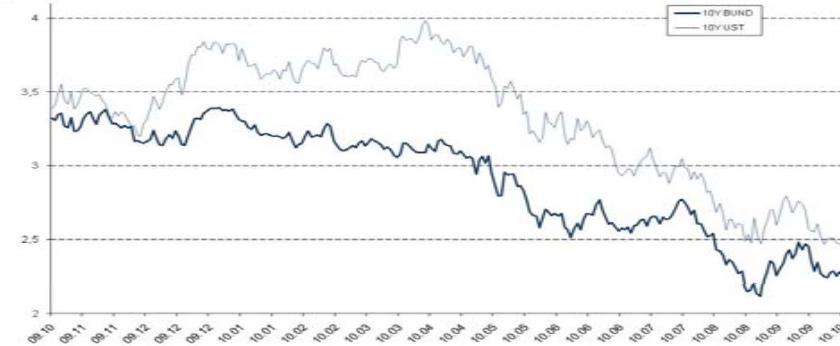
# Részvénypiac - Alulteljesítő fejlett piacok

Főbb részvénypiacok teljesítménye 3Q10-ig



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

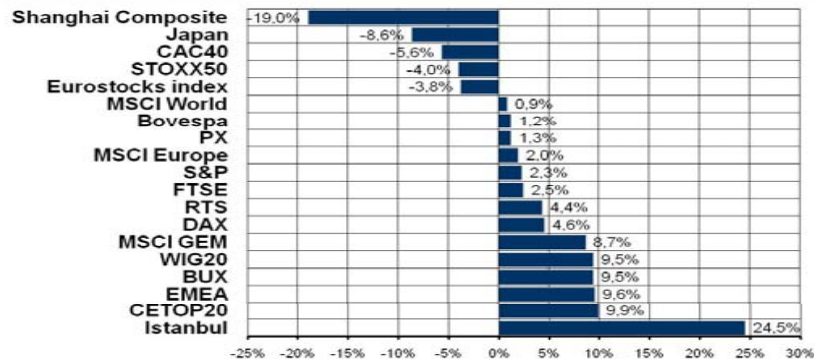
10Y UST és 10Y Bund



- A YTD teljesítményre pillantva elmondható, hogy kettészakadt a világ.** A fejlődő piacok jelentősen felülteljesítették a fejletteket. A gazdasági ciklus első fázisából („recovery”) nem bírnak a fejlett piacok a második ciklusba („early growth”) átlendülni a megrogyott munkaerőpiac miatti gyenge fogyasztási hajlandóságnak (MPC) köszönhetően. A túlzott államadósság miatt bekövetkező megszorításoktól való félelem és az emiatt lekonyuló előrejelző indikátorok harcolnak a likviditásbőség erejével. A kérdés az, hogy mikor kezdi el a likviditásbőség reflexíve (a növekvő eszközárak miatt javuló mérlegeken keresztül) átlendíteni a reálgazdaságot a gazdasági ciklus első fázisából a magas növekedést jelentő másodikba, ha egyáltalán. A kockázat az, hogy a reflexív hatás nem kezd el hamarabb dolgozni, mint hogy a fejlett piaci államadósságok kritikus szintekre dagadnának. A likviditás egyelőre inkább a fejlődő piacok tőzsdéin, az áru piacokon és a fejlett kötvény piacokon csapódik le, a fejlett részvény piacokat csak enyhén támogatja. Ezt láthatjuk a fenti ábrákon.
- A német csodának is vége szakadt.** A konzervatív ECB-nek köszönhetően az euró még annak ellenére is 15%-ot tudott erősödni a dollárral szemben, hogy elsősorban Írországról, de Portugáliáról és Spanyolországról is aggasztó hírek érkeztek, és ezeket a kockázatokat rövid távon EU szinten kell elporlasztani, ami gyengülést indokolna. Az erősödő eurónak, és a lefelé forduló előrejelző indikátoroknak köszönhetően a DAX elvesztette az 1H10-ben felépített előnyét 3Q-ban a nagy indexek versenyében. A piac már megfélekedezett a német kormány szeniális részmunkaidőt ösztönző politikájáról, ami a világon egyedülálló módon gyakorlatilag majdnem teljesen megóvta a német munkaerőpiacot a válságtól. A további emelkedéshez azonban ennél több kell (pl. tovább növekvő exporthányad BRIC országokba, lásd a következő oldalon).

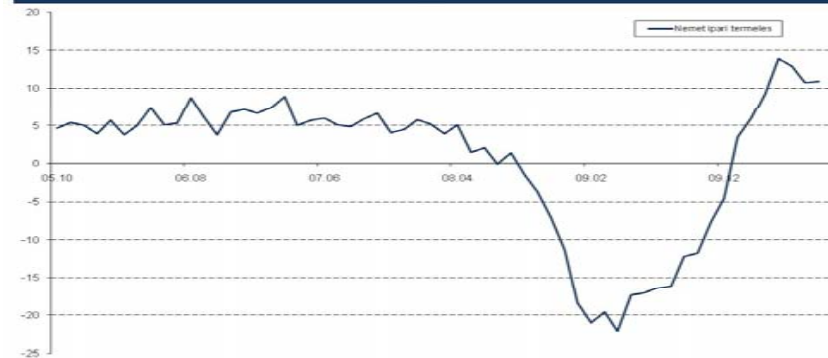
## Részvénypiac - Felülteljesítő fejlődő piacok

Főbb részvénypiacok teljesítménye 3Q10-ig



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

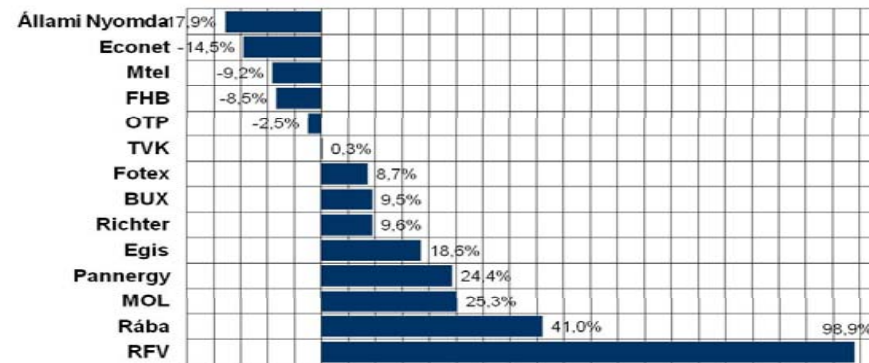
Német ipari termelés év/év



- A fejlődő piacok közül Törökország meglódult, Kína lemaradt, Magyarország a középmezőnyben.** A kínai gazdaság és elsősorban az ottani ingatlanpiac hűtése nem csak a kínai tőzsde szempontjából aggályos, hanem erős kérdőjeleket biggyeszt a mellé a scenárió mellé, hogy majd Kína vezényletével a BRIC országok növekedése (és ezáltal az erősödő középosztály növekvő importja) kihúzza a fejlett piacokat a gödörből. Véleményünk szerint a kínai gazdaság hűtése túlzott mértékben került bele a kínai részvényárakba, amire a kínai kormány is többször utalt. A jelenlegi árszinteket jó beszállási pontnak tekintjük bízva abban, hogy Kína olcsó munkaerőből származó komparatív előnye a mezőgazdaságban éhbérért dolgozók magas (30%-os) aránya miatt még egy jó darabig fennmarad. Igaz, pont ez garantálja, hogy még egy jó ideig nem a középosztály megerősödése és ezáltal a belső fogyasztás drasztikus növekedése fogja húzni a kínai (és a világ-)gazdaságot, hanem továbbra is a nettó export és a beruházások.
- CETOP20.** A régió továbbra is pezseg, mind IPO-k, mind pedig felvásárlások szempontjából. A konszolidálódott VIX index és a magas szinten tetőző német előrejelző indikátorok és ipari termelés adatok garantálták a CE3 régió felülteljesítését.
- BUX.** A magyar tőzsde nem ugrott ki teljesítményével a GEM régióból, így véleményünk szerint a kormány szigorú költségvetésének és a strukturális reformoknak az ígérete egyelőre inkább a forintba árazódott, hiszen az jóval nagyobb mértékben teljesítette felül a zloty és a cseh korona hozamát, mint a BUX a PX-ét és a WIG-ét.

## Részvénypiac – a BUX és a zöldenergia diadalmenete

BUX tagok teljesítménye 2010 YTD



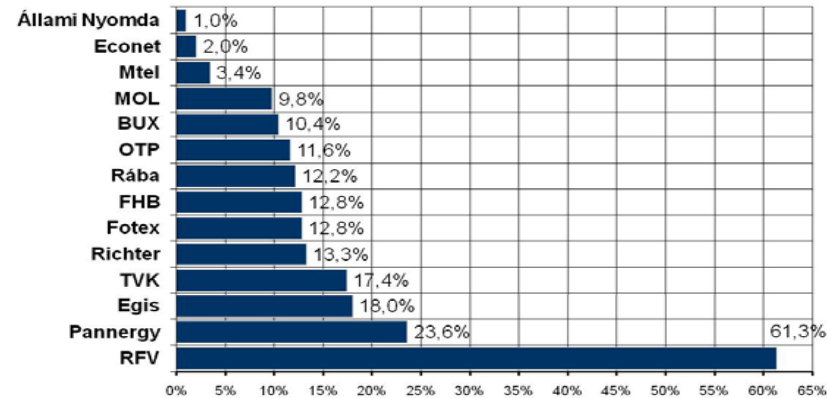
Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

- **BUX.** A megváltozott – költségvetési szigor, „világszabadalom” adórendszert, és strukturális reformokat hangsúlyozó – sokkal inkább befektetőbarát kormányretorika, valamint hazánk legfőbb komparatív előnyét, azaz az olcsó és képzett munkaerő diadalát hirdető friss FDI beáramlás a forint erősödése mellett a BUX index 10% fölötti emelkedésében is jelentősen lecsapódott.
- 3Q10 és az év eddigi részének nyertesei egyértelműen a zöldenergia cégek. Az **RFV** majdnem duplázta árfolyamát az idén, a két megnyert nagy projektjéről, és azok hatékony többszörös finanszírozásáról érkező híráram miatt. Ugyanakkor a részvények ára rövid távon vélhetően előreszaladt a projektek képest, a kötvény vonzóbb lett, hosszú távon (3-4 év) viszont valószínűsítünk akár még egy árfolyam-duplázást, ami évi 19-26%-os hozamot jelentene.
- A **Pannergy** volt a 3Q10 periódus másik nagy nyertese. A vártnál is sikeresebb Miskolc melletti fúrást, ami a Pannergy „pilot” projektje, a bejelentés után 3-4 héttel kezdte csak el igazán árazni a piac, jobb későn mint soha.
- A **MOL** és az **Mtel** alulteljesítése elsősorban a rájuk kivetendő adó körüli bizonytalanságnak tudható be. A MOL még így is őrzi vezető szerepét a blue chip-ek között, ami az éves teljesítményeket illeti.
- Az **Egis – Richter** közötti árazási szakadék tovább szűkült 3Q10-ben, de még mindig indokolatlanul magas.
- Az **OTP** árfolyamába majdnem minden rossz belekerült az év eddigi részében, a negyedév vége felé kezdték el csupán valamelyest árazni a forint árfolyamában is tapasztalt „makro-turnaround” lehetőségét.



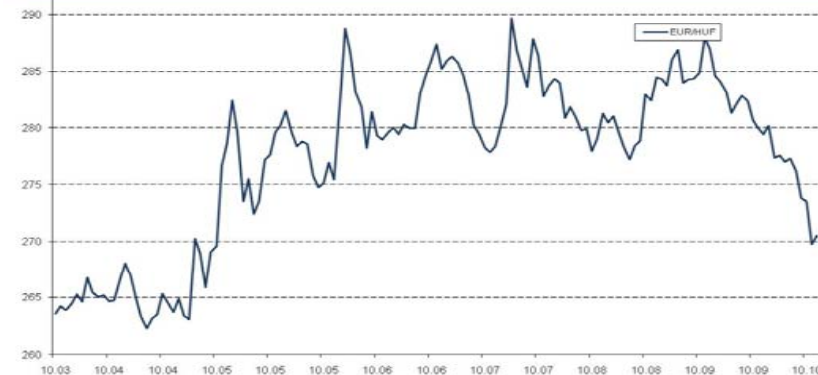
# BUX kilátások – Magánszektor által finanszírozott reformok?

## BUX tagok teljesítménye 3Q10-ben



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

## EUR/HUF árfolyam



- A Magyarországon esetlegesen bekövetkező gazdaságpolitika fordulatokra kiemelten érzékeny a részvénytőke (és a HUF), egy esetleges pozitív fordulatból már valamennyit áraz is, de ez továbbra is egy „kétélű kard”. Ha magasak a várakozások, csalódnai is könnyebb.
- 1. Ha az adóbevételek várható csökkenését a magánszektor legnagyobb szereplőinek profitjának államosításával kívánja a kormány kipótolni (eszköz nő, eszköz csökken), az a 4 blue chip mindegyikét hátrányosan érintheti, de a makro torta méretét sem növeli egyértelműen.
- 2. Ha az adóbevételek várható csökkentését a társadalmi alrendszerek, állami vállalatok, önkormányzatok reformjával, kisebb, hatékonyabb kevésbé újraelosztó állammal próbálják ellensúlyozni, az a makro-torta méretét és Magyarország vonzerejét jelentősen és hosszú távon növelheti.
- Hogy hova toródik a gazdaságpolitikai hangsúly a fenti két scenárió közül, az döntő jelentőségű lesz a BUX index szempontjából hosszú távon. A reformok egyszeri költségeit figyelembe véve az első scenárió valószínűbb, de ha politikai támogatottságot nézzük, akkor a második.
- Véleményünk szerint a piac csak akkor tolerálná a legnagyobb szektorok átmeneti megadóztatását, ha az a mélyreható reformok egyszeri költségének fedezése érdekében történne. A MOL, az Mtel és a HUF árfolyamát elnézve ezt árazza a piac.

## Globális kilátások – Mi lesz az ellentétes hatások eredője?

**Negatív meglepetések.** Most nagyobb esélyét látjuk az enyhén negatív meglepetéseknek a fejlett részvénypiacokon, érdemes figyelni a napokban kezdődő gyorsjelentési szezont. Korábban említettük, hogy az amerikai cégvezetők mikro szintű várakozásai az év második felére erősen divergálnak (optimistábbak) az előrejelző indikátorok általa felfestett várható makró képtől. Úgy gondoljuk, 3Q10-ben a mikro adatok (gyorsjelentések) idomulnak az enyhén romló makro adatokhoz. Ilyen szempontból szerintünk nehéz gyorsjelentési időszak áll előttünk. Ez alapján, és az alapján, hogy technikai szempontból sávtetőn van a legtöbb fejlett piaci index, kisebb mértékű lejtmenetre számítunk.

**De hatalmas pénzmennyiség.** Az egyik fő kérdés inkább az, hogy a várhatóan nehéz időszakot ellensúlyozza-e, hogy a globális válságkezelés egy harmadik, tőkepiaci szempontból kedvező, reálgazdasági szempontból azonban hatékonyságvesztéssel járó szakaszába lépett. Nevezetesen, hogy éktelen pénznyomtatásba kezdtek a legnagyobb bajban lévő fejlett piacok jegybankjai, miközben a jobb helyzetben lévő fejlődőek, főleg Kína és Brazília szintén az árfolyam gyengén tartásával védik exportjukat. A G20 gyakorlatilag szétesett, a protekcionizmus alá fogja ásni a globális kereskedelem komparatív előnyökből származó előnyeit. A nagy pénzmennyiséget valahol azonban el kell költeni, ha már a reálgazdaságba közvetlenül nem éri meg még beszívároztatni a bankrendszeren keresztül hitelezés formájában. Ez ha nem is fog emelkedést generálni a fejlett részvénypiacokon, de megtarthatja azt, ahogy azt láttuk az év eddigi részében is.

**Késleltetett átlendülés.** Hosszú távon a másik fő kérdés az, hogy a stimulus vezérelt, készletújrátöltésen alapuló, viszont gyenge munkaerőpiacal és bizonytalan fogyasztással párosuló első gazdasági ciklusból („recovery”) mikor lendülnek a fejlett piacok a másodikba („early growth”). Egy enyhébb válság esetében ez 2-3 év alatt menni szokott, most a válság mélysége és a háztartások felhalmozott adósságállományának lassú törlesztése miatt ez vélhetően lassabban fog menni, és a hatalmas likviditásbőség sem gyorsítja jelentősen a folyamatot. A semmiből nyomtatott pénz vélhetően továbbra is fejlődő piaci részvényekben, árupiaci termékekben fog landolni, így ezekben rövid-közép távon optimisták maradunk, eddigi túlteljesítésük ellenére is. A pénzmennyiség hosszú távon azonban a saját tőke piaci értékének erősödésén, tehát a mérlegek javításán keresztül beruházásra és a dolgozói létszám növelésére bátoríthatja a vállalatokat, így enyhén segítve a globális gazdasági feltámadást. A magán és állami szféra magas adósságszolgálatára és a globális kereskedelmi háború azonban lassítja azt. Ezek eredőjét nehéz megmondani, így a fejlett részvénypiacok jövőjét illetőleg nem egyszerű állást foglalni, ebben a jelenleg fair-nek tűnő árazási szintek sem segítenek minket.