

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

Budapest, 2011. január 7.

Allianz 

Portfoliók teljesítményének összefoglalása

ÖSSZES Portfolió teljesítménye 2010.09.30-től 2010.12.31-ig

Vagyonkezelt alapok	Portfolió bruttó hozam	Benchmark hozam	Alul / Felülteljesítés	Kezdő dátum	Záró dátum
Magán Klasszikus	1,20%	1,17%	0,03%	2010.09.30	2010.12.31
Magán Kiegyensúlyozott	-0,75%	-1,05%	0,30%	2010.09.30	2010.12.31
Magán Növekedési	0,97%	0,60%	0,37%	2010.09.30	2010.12.31
Magán Fügő	0,87%	1,17%	-0,30%	2010.09.30	2010.12.31
Magán LIK_MUK	0,62%	1,17%	-0,55%	2010.09.30	2010.12.31
Önkéntes Klasszikus	1,28%	1,17%	0,11%	2010.09.30	2010.12.31
Önkéntes Kiegyensúlyozott	-0,72%	-1,05%	0,34%	2010.09.30	2010.12.31
Önkéntes Növekedési	1,17%	0,59%	0,59%	2010.09.30	2010.12.31
Önkéntes Kockázatvállaló	7,06%	6,66%	0,39%	2010.09.30	2010.12.31
Önkéntes Fügő	1,81%	1,17%	0,63%	2010.09.30	2010.12.31
Önkéntes Szolgáltatási	1,27%	1,17%	0,10%	2010.09.30	2010.12.31
Önkéntes LIK_MUK	0,86%	1,17%	-0,31%	2010.09.30	2010.12.31

Globális trendek I.

Korrekción, differenciálódás, eltérő adósságpályák – eltérő növekedés

- 2010. IV. negyedévében is folytatódott a gazdasági válság által megtépázott piacok korrekciója, de a folyamat már nem volt olyan ütemű mint 2009-ben – ha pontosabban akarunk fogalmazni, távol sem volt olyan természetes mint a válságot követő első évben. Összességében a fejlett gazdaságokra elmondható, hogy mind a lakossági, mind a vállalati hitelállomány csökkent (azaz folytatódott a „deleveraging”) ami a válságot megelőző években tapasztaltnál alacsonyabb növekedési ütemet eredményezett, ezzel párhuzamosan jelentős ütemben emelkedett az államok adósságának mértéke, tehát az eladósodottsági probléma nem oldódott meg, csak más szintre került.
- Az adósságtrendeződés legnagyobb mozgatója 2010-ben is a FED volt. Az USA jegybankja a hitelhozáférés könnyítése után újabb mennyiségi lazítási programmal (quantitative easing) pénzt pumpált a gazdaságba, gyakorlatilag ezzel sikerült csak elkerülni a 2010-es negatív piaci teljesítményt. A veszélyes méreteket öltő eladósodottság gyorsította a világgazdasági súlypontok átrendeződését: Kína és Oroszország a világ legnagyobb hitelezőivé lépett elő, míg az Egyesült Államok a korábinál nagyobb mértékben támaszkodik a nemzetközi tőkepiacokra.
- A FED politikájának következtében továbbra is a likviditásbőség „kegyelmi állapotát” élvezhették a piacok, ennek kedvező környezetében folytatódott a talpra állás. A tőkeáramlás továbbra is a fejlődő, feltörekvő piacok felé mutatott.
- Ki kell emelnünk azonban, hogy a folyamat a lakossági / vállalati szintről már szupranacionálisra emelkedett: az adósságtrendezésekben egyre aktívabb szerep jutott az IMF-nek.

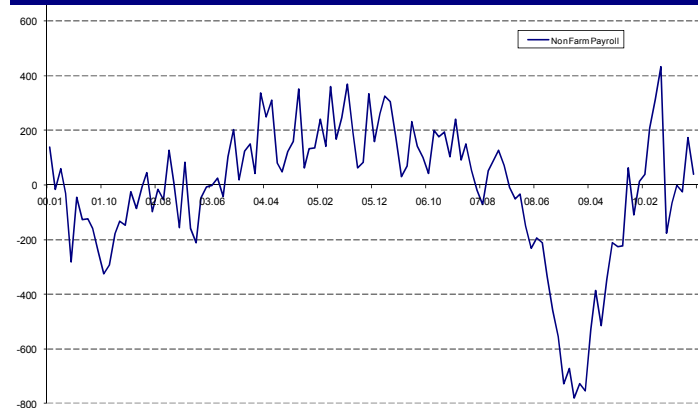
Globális trendek II.

Korrekción, differenciálódás, eltérő adósságpályák – eltérő növekedés

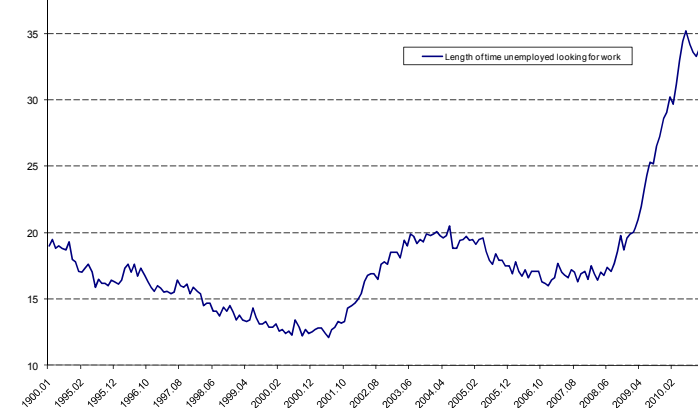
- Európában az egyik legfontosabb esemény az EMU peremállamainak adósságválsága volt: a görög és ír mentőakció után a Monetáris Unió kénytelen volt szembenézni a jelenlegi struktúra fenntarthatatlanságával. Az eltérő fejlettségi szakaszban lévő és eltérő makrogazdasági pályát bejáró tagállamok nem összehangolt költségvetési politikája felhívta a figyelmet az Unió instabilitására, a gazdasági együttműködés elmélyítésének fontosságára.
- Az EMU esetében a piac kényszerítő hatására a költségvetési konszolidációra esett nagyobb hangsúly: a felfokozott várakozások ellenére sem döntött az ECB hasonló QE program beindításáról. A konzervatívabb gyakorlat miatt a piaci teljesítmény az EU országaiban (Németországot kivéve) jóval visszafogottabb volt.
- Az EM országok a globális hangsúlyeltolódás haszonélvezői voltak. Versenyképességük, tőkevonzó képességük a világszerte meghaladó növekedést eredményezett 2010 első felében. Az élénkülő inflációs nyomás és az ennek következtében erősödő kamatemelési várakozások miatt ezek az árazási különbségek néhány ország esetében 2010 második felében csökkentek.
- Várakozásainknak megfelelően bekövetkezett a korábbi gazdasági pólusok (USA – Japán – EU) visszaszorulása 2010-ben. A BRIC országok tovább erősödtek, s látványos növekedéssel - igaz viszonylag alacsony bázissal - felsorakozott melléjük több további országcsoporthoz is (Argentína, Chile, Egyiptom, Törökország, Indonézia, Szingapúr, Fülöp-szigetek, Thaiföld, Vietnam, Dél-Korea).

Globális trendek III.

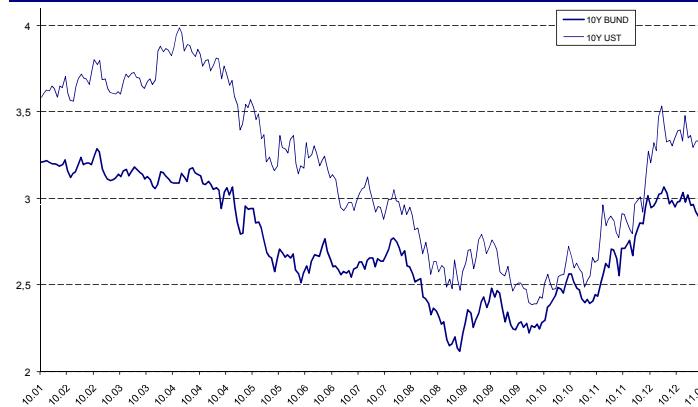
Non-farm payroll



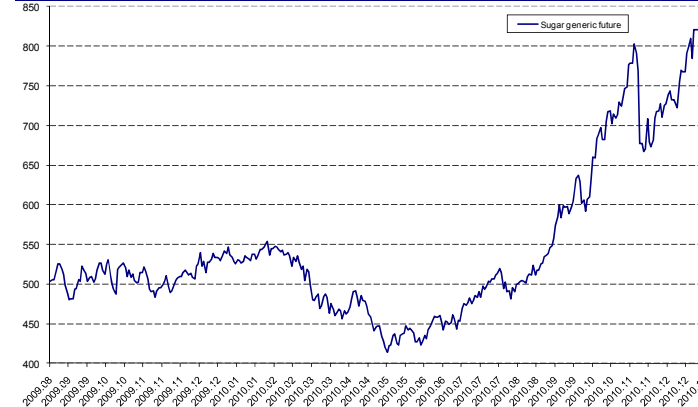
Álláskeresés átlagos ideje (USA, hetekben)



10Y UST és 10Y Bund



Cukor (határidős)



Hazai makrofolyamatok I.

Erős ipari termelés, stagnáló fogyasztás, javuló külső egyensúly

- A német folyamatokkal összhangban kimagaslóan jól alakult ipari termelésünk 2010-ben. A jellemzően exportra termelő ágazat érdemben javította külker mérlegünket (ehhez természetesen hozzájárult a rendkívül alacsony szinten stagnáló belső fogyasztás alacsony importigénye). Külkereskedelmi aktívumunk 2010 novemberére elérte a 651 millió EUR-t, amire az elmúlt tíz évben nem volt példa.
- A hazai GDP 2010-ben már bővülést mutatott, igaz ennek mértéke az alacsony bázis ellenére is 2% alatt maradt az év első három negyedében.
- A központi költségvetés egyenlege éven belül aggasztóan alakult, novemberre átlépte a 2010-es előirányzat 150%-át, de a különadóknak köszönhetően decemberben 400 milliárd forint pozitívumot mutatott a nettó egyenleg így sikerült teljesíteni a pénzforgalmi szemléletű nominális hiánycélt.
- A költségvetésben jelentős változásokat figyelhettünk meg: a TÁNYA leszállítása a számlák feltöltésének tervhez képesti elmaradását eredményezte – nem meglepő módon, új elemként megjelentek a szektorális különadók, melyek tartósságáról jelenleg nem rendelkezünk pontos információval.
- A kormány egyenlegjavító intézkedésként leállította a MNYP-ba történő kifizetéseket, illetve megnyitotta a visszalépés lehetőségét az állami nyugdíjrendszerbe. A visszalépések miatt beérkező vagyontömeget a költségvetési terv szerint az állam nem csak államadósság csökkentésre, hanem folyó finanszírozásra is felhasználja majd.

Hazai makrofolyamatok II.

Leminősítések, romló inflációs várakozások, rendszerszintű stabilitási problémák

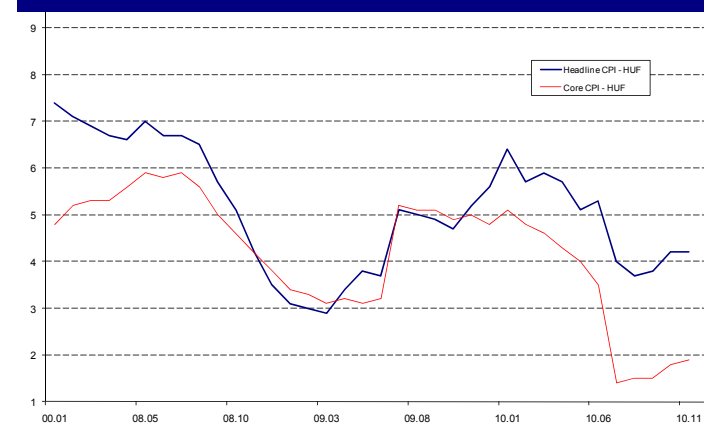
- Az S&P stabilról negatívra módosította hitelminősítésünk kilátását még júliusban, majd decemberben a Fitch és a Moody's is a befektetési kategória legalacsonyabb szintjére minősítette vissza külső adósságunkat. A döntések indoklása fővonalakban egyezett: az adósságpálya fenntarthatósága kérdőjeleződött meg a minősítők szerint.
- Az MNB a költségvetés bizonytalanságát, a külső romló hangulatot, a hazai kereslet élénkülését és külső ársokkokat figyelembe véve – az inflációs várakozások káros megugrását elkerülendő 2010 negyedik negyedében kamatemelésbe kezdett. Kommunikációjában egyértelműen jelezte, hogy nem egyszeri kiigazításról van szó, hanem új monetáris ciklus kezdetéről.
- Kiemelt kérdéssé vált 2010-ben a bankrendszer stabilitása. Az MNB stressz-tesztjében szereplő CHF/HUF árfolyamot decemberre sikerült elérnünk, az ezen felüli gyengülés már kritikus szint alá viheti a teljes hazai bankrendszer tőke megfelelési mutatóját. A folyamatot súlyosbítja a pénzüintézetekre kirótt különadó is, így 2011-ben előfordulhat, hogy egyes pénzüintézetek tőkeemelésre szorulnak.

Hazai makrofolyamatok III.

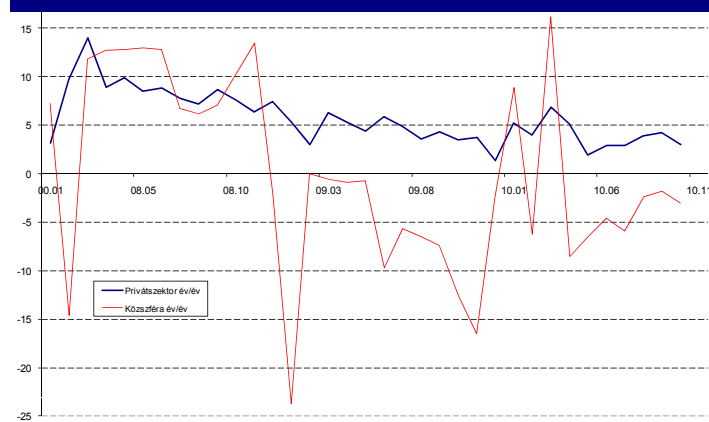
MNB alapkamat



Forint headline és maginfláció alakulása



Bérek



Ipari termelés év/év



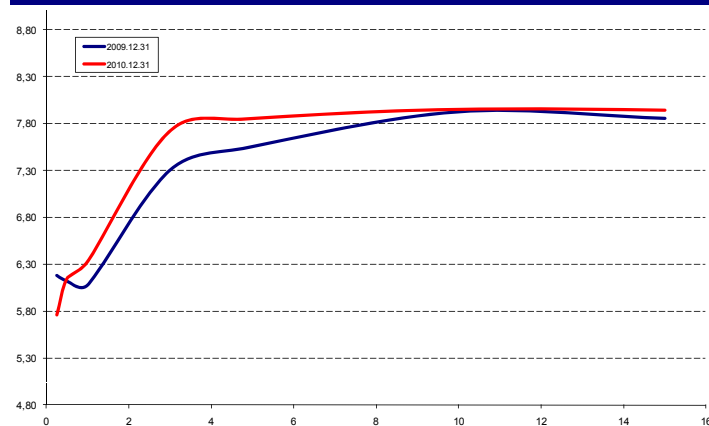
Állampapírpiac I.

Stabilizálódó finanszírozás, erősödő külföldi jelenlét, emelkedő hozamszint

- Az év során a másodpiaci hozamok meglehetősen széles tartományban mozogtak: az éves lejárat 5% és 6,5% között, az 5 éves termin 5,60-8,30%, a 15 éves 6,30 – 8,40% között mozgott. Év/év összehasonlításban a 10-15 éves terminelnél érdemi elmozdulást nem láttunk, az 1-4 éves szegmensben viszont 2010-ben átlagosan 30 bázisponttal kerültek feljebb a jegyzések.
- A globális befektetői bizonytalanságnak és a hazai folyamatoknak köszönhetően hazánk 5 éves hitelbiztosítási felára (CDS) a 2010 januári 220 – 230-as szintekről decemberre éves csúcs közelébe, 380-400 bp-ra emelkedett.
- A konvergencia jelzőszámaként használható 5x5 forward spread (5 év múlva induló 5 éves forint és euro betétkamatok különbsége) 220 bp-ról a 300-as szint fölé tárgult.
- A külföldi szereplők állampapír állománya decemberre 2600 milliárd forint fölé emelkedett, ez a korábbinál jóval nagyobb külföldi aktivitást jelent (állomány szempontjából legalábbis, százalékos arányban stagnálást figyelhettünk meg). Ez részben a külföldi elsődleges forgalmazók (RBS, Nomura, Goldman Sachs) megjelenésének köszönhető, részben bizonyos piaci szereplők jelentős repo-állományának leépülésében. Ez a folyamat a MNYP rendszer szerepének visszaszorulásával tovább emelheti a volatilitást a másodpiacon.

Állampapírpiac II.

HGB görbe változása



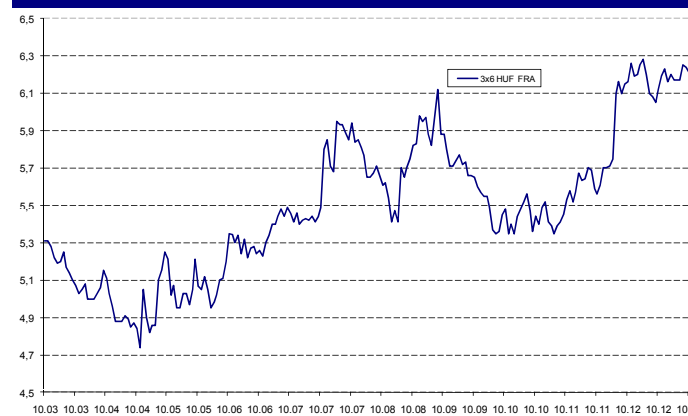
5Y5Y spread EUR curve felett (bp-ban)



Non-residents' HGB

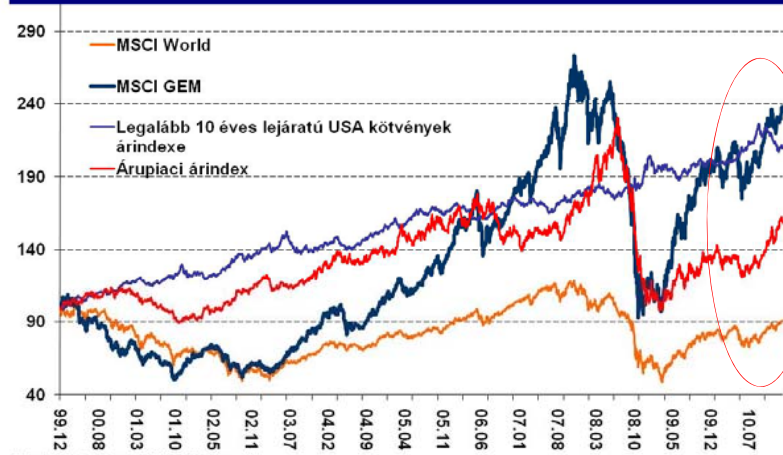


HUF 3x6 FRA



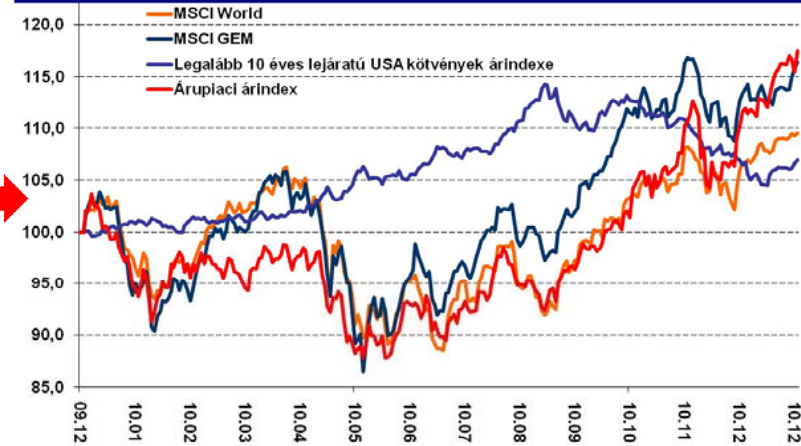
A fejlődő részvénypiacok felülteljesítettek 2010-ben (is)

Nagy eszközosztályok indexeinek összehasonlítása 2000-2010



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

Nagy eszközosztályok indexeinek összehasonlítása, 2010

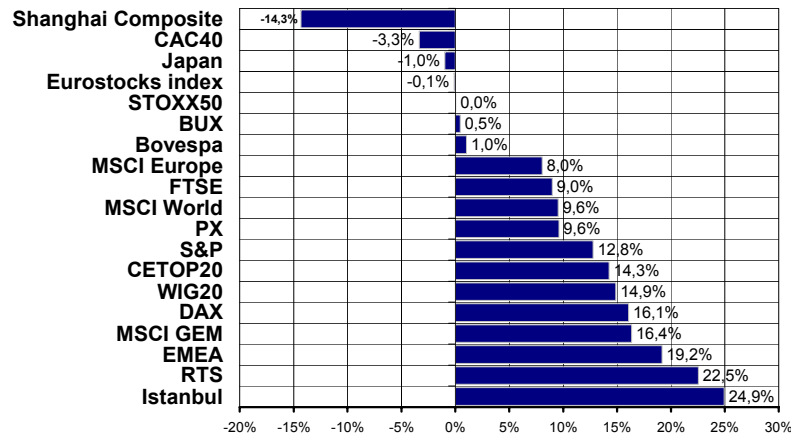


Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

- **Akockázatvállalási kedv érdemben nem csökkent.** Ehhez nagyban hozzájárult az USA második mennyiségi jellegű monetáris enyhítése, és a fiskális expanzió meghosszabbítása a G. W. Bush által levágott személyi jövedelemadó-kulcs megtartásán keresztül. Amit a részvénypiacok pozitívan értékelték, azt a kötvénypiac „örszemei” rossznéven vették, így a részvény eszközosztály felülteljesítette a kötvény eszközosztályt 2010-ben.
- **A világgazdaság súlypontjainak folytatódó átrendeződését a részvénypiac is lekövette.** Az árupiacok hasonlóan erősek voltak. A zárt rendszerben keringő hatalmas likviditásra ez a két nagy eszközosztály maradt a legérzékenyebb továbbra is, a reálgazdaságba ez a pénzmennyiség rendkívül lassan szivárgott be, pl. a megnövekedett számú IPO-kon keresztül. Az árupiacok erőssége az infláción keresztül közvetve azonban visszahathat a likviditás mennyiségére.

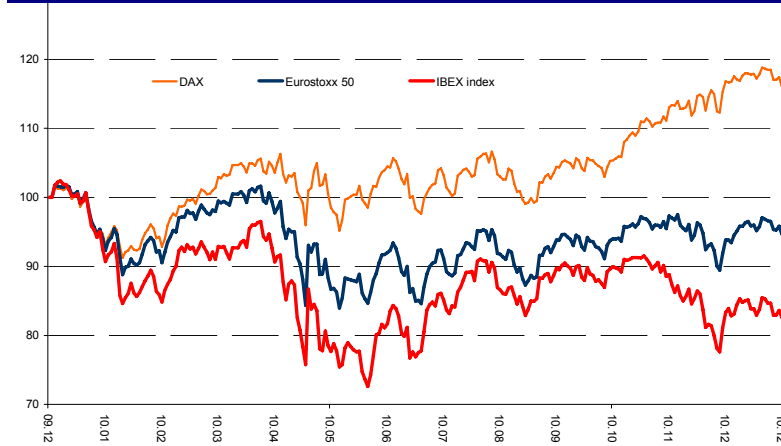
Kik voltak a problémás esetek?

A releváns részvényindexek teljesítménye 2010



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

DAX vs. Eurostoxx50 vs. IBEX 2010-ben



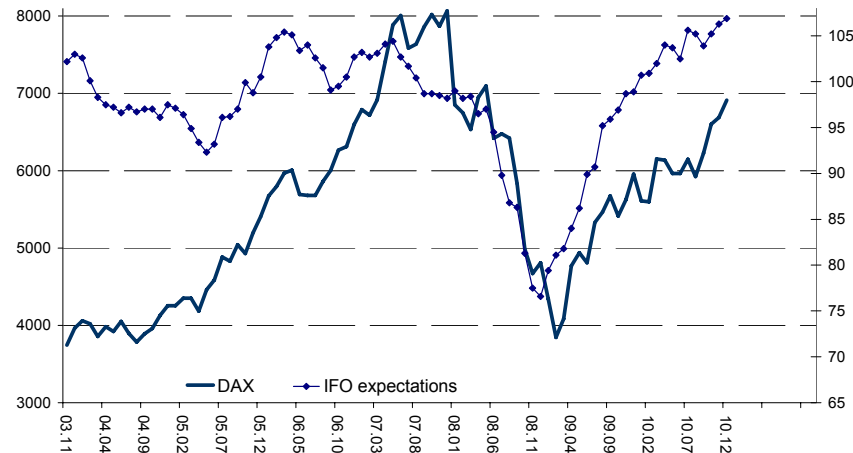
Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

- 2010-ben két témakör okozott feszültséget a piacokon.

- 1) **EU.** A piac egyik üzenete 2010-ben, hogy miközben a világgazdaság lassan, fokozatosan áll helyre, Európában problémák vannak. Nem mindenhol, de egyes országokban feltétlenül. A „kétsebességű” Európa kialakulását szemlélteti, hogy a DAX index 16% ponttal teljesítette felül a Euro Stoxx 50 indexet. Lényegében a német részvények emelkedése tartotta meg a periféria országok legnagyobb részvényeinek árfolyam-esését.
- 2) **Infláció egyes fejlődő államokban.** Kínában és egyéb távol-keleti országokban megindult a monetáris szigorítás, amit azonban intenzíven árazott a piac, hiszen a Shanghai Composite 31%-kal teljesítette alul az MSCI globális fejlődő piaci indexét. Kína 4 eszközzel próbálta fékezni inflációját, célja 2011-re a 4% elérése: 1) hitelezés visszafogása 2) kötelező tartalékráta emelése 3) alapkamat emelése 4) ársapkák bevezetése.

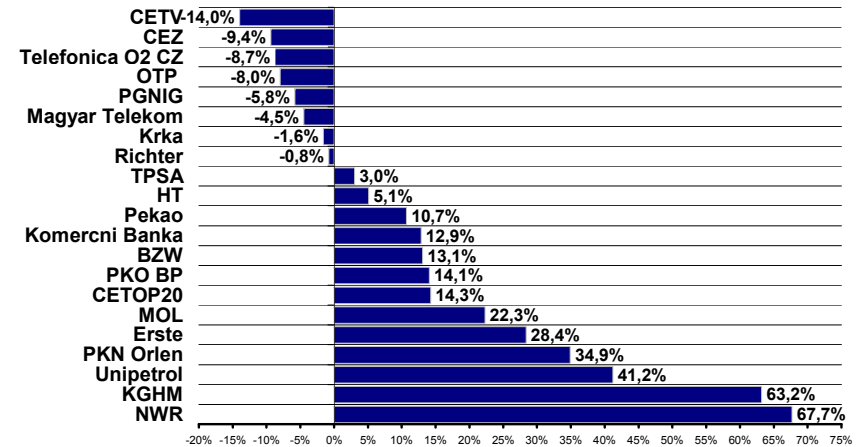
DAX és CETOP20 a felülteljesítők között

DAX és IFO várakozások alindex



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

CETOP20 tagok teljesítménye 2010-ben

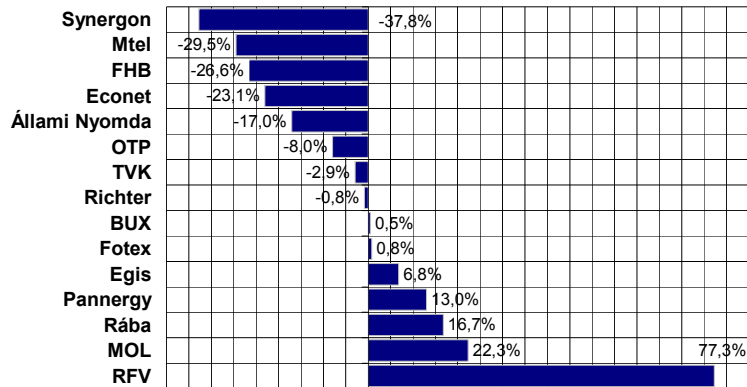


Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

- **DAX.** A német gazdaság és ezáltal a DAX relatív erejét véleményünk szerint 3 tényező indokolja.
 - 1) A munkaerőpiac megóvása miatt nem omlott össze a belső piac. A keynesi alapproblémát (lefelé ragadós bérek miatt nem áll vissza az egyensúly keresleti sokk esetén, és strukturális munkanélküliség keletkezik) a részmunkaidő támogatásával oldották meg.
 - 2) Dinamikus növekvő fejlődő piaci megrendelések (pl. német autók Kínában) miatt kiugró export.
 - 3) Rekordokat döntő IFO hangulat index, és várakozások alindex.
- **A dübörgő német gazdaság ezúttal is jótékony hatással volt KKE régióra.** A CETOP20 index elérte volna DAX hozamát, ha nem húzzák le a magyar „blue chip-ek”, a MOL-t kivéve. Az első hat legmagasabb hozamú részvényből öt a nyersanyagpiachoz volt köthető.

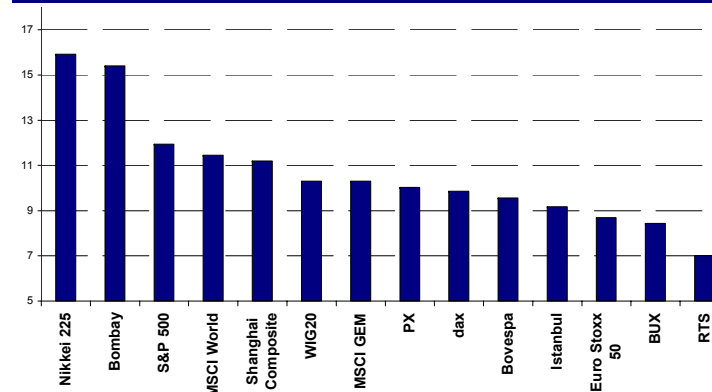
A BUX (is) lecsatlakozott a globális gőzmozdonyról

BUX tagok teljesítménye 2010-ben



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

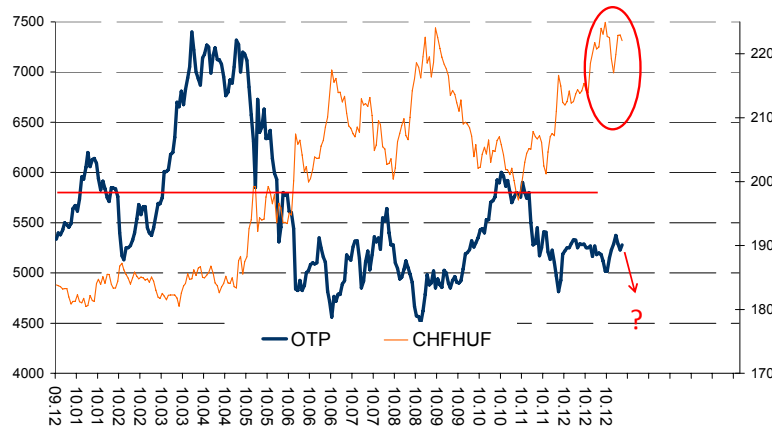
1 évre előrettekintő P/E ráta



- A magyar részvénypiac a tőkepiacok egyik fekete báránya volt decemberben.** Év végére a Fitch leminősítésével valamennyi hitelminősítőnél besorolásunk a befektetésre ajánlott legalsó kategóriába esett. Nem ok nélkül, hiszen a közgazdaságilag releváns strukturális költségvetési egyenlegünk érdemben nem javult. Az egyszeri intézkedések (nyugdíjpénztári változások, különadók) ellenére sem. Ugyanakkor úgy gondoljuk, a rossz hírek többsége beárazódott a magyar részvénypiacba, ami 16%-ponttal teljesítette alul a GEM régiót. Ennek eredményeképp év végére csak az orosz részvénypiac rendelkezett alacsonyabb 1 éves előrettekintő P/E rátával, ami jórészt az ottani vállalatirányítási kockázatokkal magyarázható.
- Az erős vállalati fundamentumok azonban továbbra is tisztességes hozamot jelentettek.** Az RFV esetében a román bejelentések, a MOL-nál az iraki mezők és az INA szinergiák generálhatnak jelentős hozzáadott értéket. A Pannergy első releváns fúrása sikeres lett, ami további finanszírozási csatornákat nyit meg.

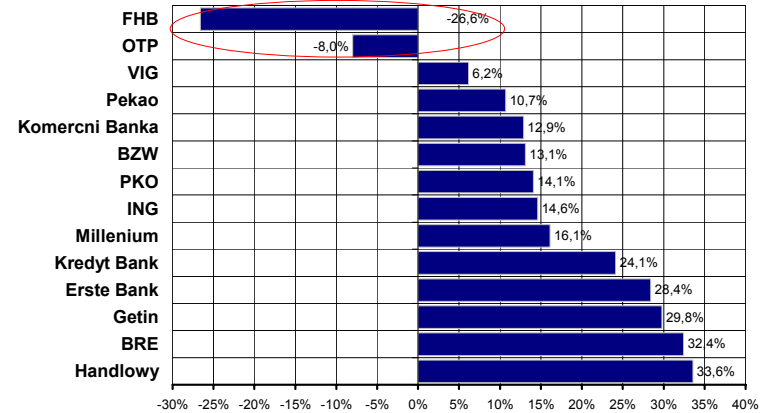
Mi vezérelte az OTP árfolyamát?

OTP vs. CHF/HUF



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

A pénzügyi szektor teljesítménye 2010-ben



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

- **Az OTP 8,5% ponttal teljesítette alul a BUX indexet.** A régiós sektortársait még ennél is jóval nagyobb mértékben. Az országspecifikus tényezőkhöz és a drasztikus banki különadón túl a svájci frank erősödése számított még releváns kockázati faktornak.
- **CHF/HUF.** Véleményünk szerint a forint jelentős gyengülése a CHF-hez képest még nem teljesen árazódott be az árfolyamba. Igazán a negyedik és az első negyedéves gyorsjelentésekben fog megmutatkozni, hogy ténylegesen mekkora problémát jelent az OTP-nek az árfolyam kétszeri drasztikus változása a 90 napon túl nem teljesítő hitelek szempontjából.