

**Vagyonkezelői beszámoló az
Allianz Nyugdíjpénztár
Igazgatótanácsa részére
2011. I. negyedév**

Budapest, 2011. április 12.

Allianz 

Portfoliók teljesítményének összefoglalása

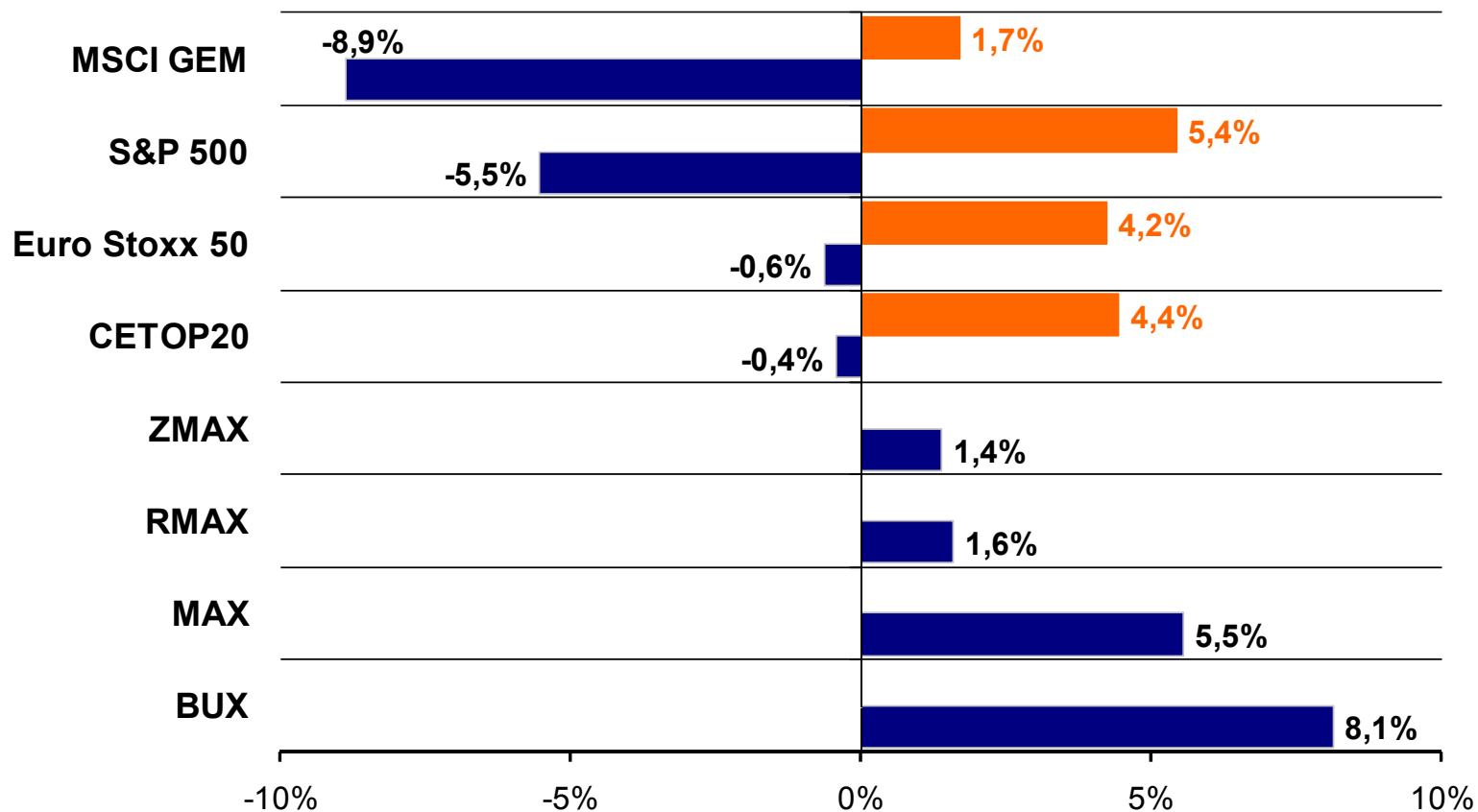
ÖSSZES Portfolió teljesítménye 2010.12.31-től 2011.03.31-ig

Portfoliókezelt alapok	Portfoliókezelői bruttó hozam	Benchmark hozam	Alul / Felülteljesítés	Kezdő dátum	Záró dátum
Magán Klasszikus	1,52%	1,58%	-0,07%	2010.12.31	2011.03.31
Magán Kiegyensúlyozott	3,47%	3,55%	-0,08%	2010.12.31	2011.03.31
Magán Növekedési	2,26%	2,18%	0,07%	2010.12.31	2011.03.31
Magán Fügő	1,62%	1,58%	0,04%	2010.12.31	2011.03.31
Magán LIK_MUK	0,69%	1,58%	-0,90%	2010.12.31	2011.03.31
Önkéntes Klasszikus	1,53%	1,58%	-0,05%	2010.12.31	2011.03.31
Önkéntes Kiegyensúlyozott	3,37%	3,47%	-0,10%	2010.12.31	2011.03.31
Önkéntes Középutas	2,41%	2,86%	-0,45%	2010.12.31	2011.03.31
Önkéntes Növekedési	1,78%	1,90%	-0,12%	2010.12.31	2011.03.31
Önkéntes Kockázatvállaló	-2,37%	-2,63%	0,26%	2010.12.31	2011.03.31
Önkéntes Fügő	2,02%	1,58%	0,44%	2010.12.31	2011.03.31
Önkéntes Szolgáltatási	1,52%	1,58%	-0,07%	2010.12.31	2011.03.31
Önkéntes LIK_MUK	1,46%	1,58%	-0,12%	2010.12.31	2011.03.31

A portfóliókezelői bruttó hozam a portfóliókezelő teljesítményét hivatott mérni, mely nem feltétlenül egyezik meg a jogszabályban előírt bruttó és nettó hozammal metodikai különbség miatt.

Benchmark indexek teljesítménye

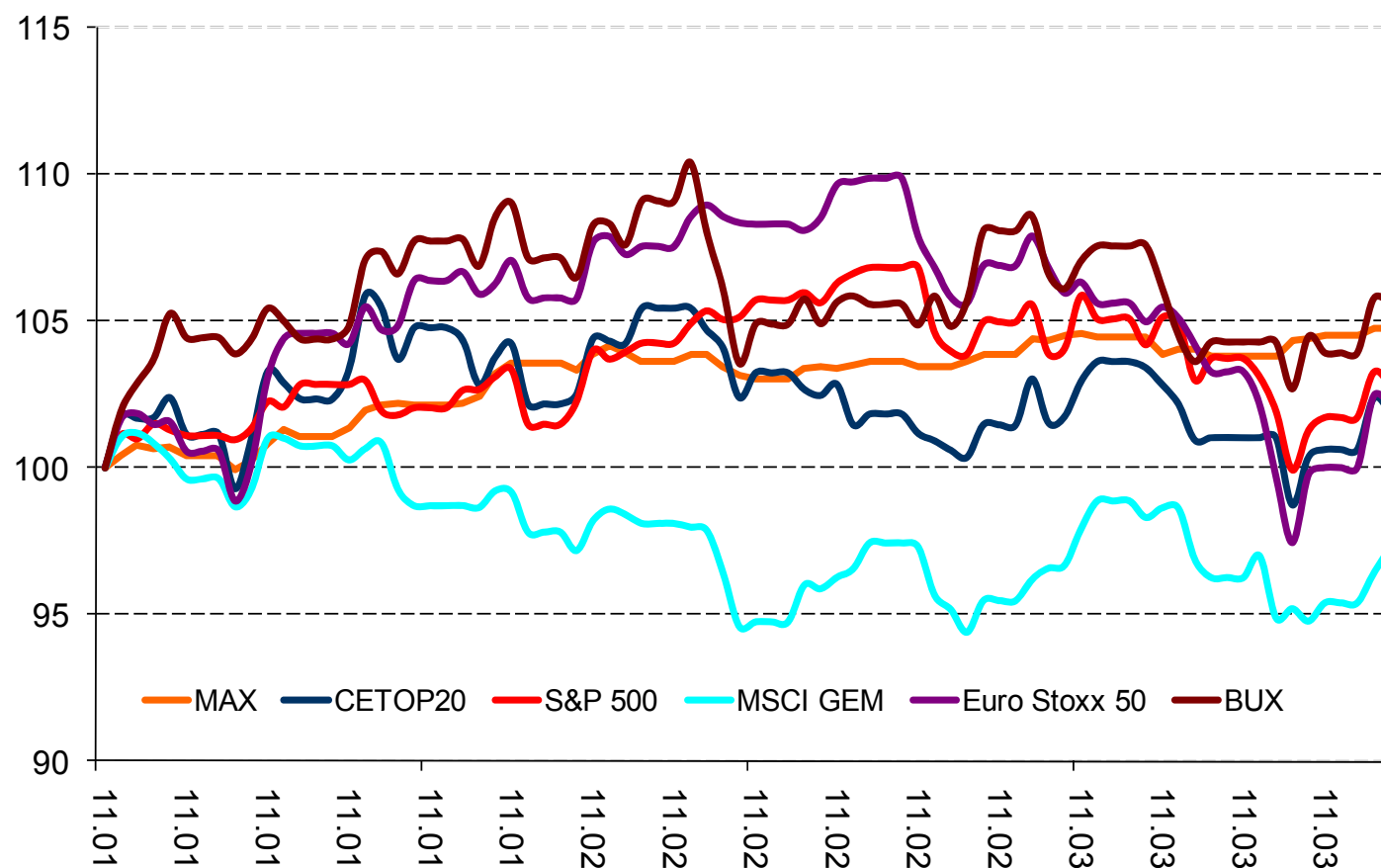
Benchmarkelemek YTD teljesítménye (HUF-ban és saját devizában)



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

Benchmark indexek teljesítménye

Benchmark indexek alakulása (saját devizában)



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

Globális trendek I.

EU adósmentés, USA QE2, önfenntartó gazdasági növekedés

- Az EU peremországok költségvetésének finanszírozása központi kérdés maradt 2011 első negyedévében: Görögország és Írország után Portugália is kénytelen volt külső segítséget kérni a költségvetés finanszírozásához. Látható, hogy az általános jó hangulat ellenére időről-időre visszatér ez a kérdés annak ellenére, hogy pl. Kína és Japán jelezte érdeklődését a finanszírozási programban (így diverzifikálnák devizatartalékaikat). Feltételezhetjük, hogy a negyedév során elfogadott versenyképességi program és az EURO Plus Pact ezt a problémát kezelni tudja – ha nem is rövid távon. Figyelmeztető jel azonban a jelenlegi német vezetés pozícióvesztése a tartományi választásokon és az általánosan erősödő ellenvélemények az északi államok részéről, melyek arra utalnak, hogy az EFSF (haircut nélküli) rendszer keretösszegének bővítése gyakorlatilag esélytelen vállalkozás.
- 2011 első negyedévében az Egyesült Államok folytatta a quantitative easing-et (QE2) – részben ennek köszönhető a viszonylagos piaci stabilitás és az előretekintő (hangulati) indikátorok javulása. Sajnos azonban az ipari termelési adatok és a készletállomány változási mutatók arra utalnak, hogy a gazdasági talpraállítás időben és ütemben is messze elmarad a várakozásoktól, sőt kormányzati ösztönzők nélkül a lendület meg is törhet. Erre az egyre nagyobb költségvetési terhet cipelő gazdaság esetében a kiadási oldal megszorításai miatt egyre nagyobb esélyt tulajdonítunk.
- 2011 júniusban véget ér a FED QE2 programja. A negyedév során hosszas vitákat láthatunk majd a quantitative easing hasznosságáról, az eddigi lépések hatékonyságáról és szerepéről a világ és Amerika gazdaságának talpraállításában. Meglátásunk szerint az USA gazdasága messze van még az önfenntartó gazdasági bővüléstől: erre utalnak a munkaerőpiaci adatok, az ipari megrendelésállomány és a készletállomány idősorok is.

Globális trendek II.

USA QE2, EM QT

- A jó vállalati eredmények ellenére továbbra sem világos, hogy a mostani, költséghatékonysági javulás mikor és milyen módon tud tényleges termelői / szolgáltatói bővülésbe konvertálódni, a jó eredményszámok mennyire lesznek fenntarthatóak. A FED ugyan nincs emelési kényszerben az infláció miatt, mint az ECB, hiszen ennél összetettebb célrendszert követ, de a globális nyersanyagár emelkedés és az elmúlt időszak kiugróan laza monetáris politikája magasabb szintre tolhatja az inflációs várakozásokat. Ez ceteris paribus alacsonyabb megtakarítási hajlandóságot (magasabb fogyasztás) és magasabb hozamokat eredményez, melyből az utóbbi nagy valószínűséggel jelentkezhethet – főleg, ha a túlzott likviditás mérséklése miatt a FED a fordított repo aktivitását is élénkíti. Sajnos a fogyasztás tekintetében nem ennyire egyértelmű a kép – itt továbbra is stagnálásra számítunk, ez viszont jelentősen csökkenti a stabil kilábalás lehetőségét.
- A FED novemberben indult QE2 programjának 600 mrd USD keretösszege csak részben maradt amerikai eszközökben, jelentős része továbbra is a feltörekvő piaci alapokba áradt, ahol tovább fújta a kialakuló eszközár-buborékokat (risk on). A magas gazdasági növekedés és a beáramló, helyét kereső tőke miatt Kína, Korea és India folytatta a pénzkínálat szűkítését, illetve a hitelbővülési ütem lassítását (kötelező tartalékráta és alapkamat emelés, kötvénypiac megnyitása a külföldi tőke előtt Kína esetében), de jól látható, hogy az árfolyamok erősítése nélkül a lehetőségek korlátozottak. Az infláció leszorításához a jelenlegieknél drasztikusabb eszközök is várhatóak: további kamatemelés, intervenció a nyersanyag és soft commodity piacokon, további adminisztratív hitelkereslet-csökkentő lépések + befektetéskorlátozó intézkedések (quantitative tightening). A nyersanyag-exportőr országok (pl. Chile, Brazília, Ausztrália) esetében hasonló lépésekre számíthatunk.

Globális trendek III.

Nyersanyagpiaci anomáliák, globális inflációs nyomás, jó és rossz infláció

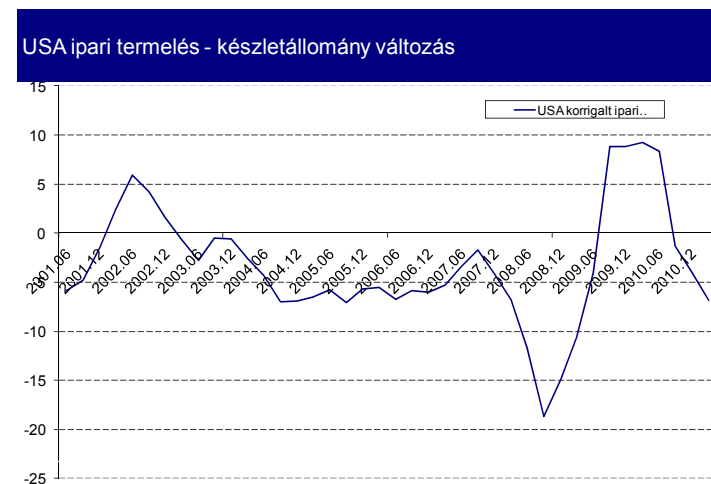
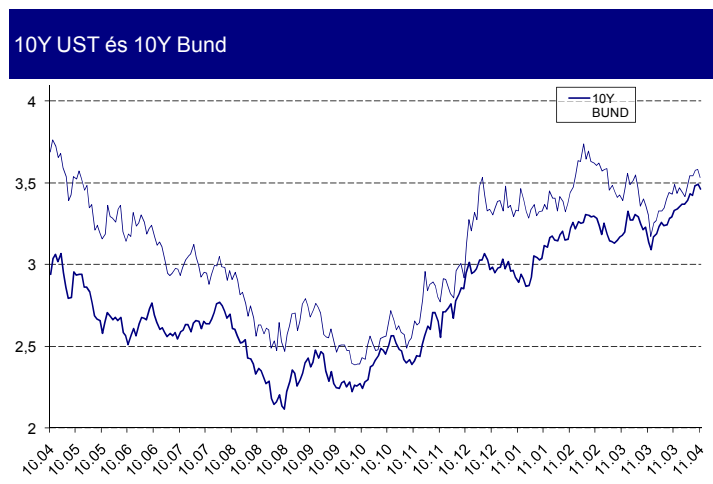
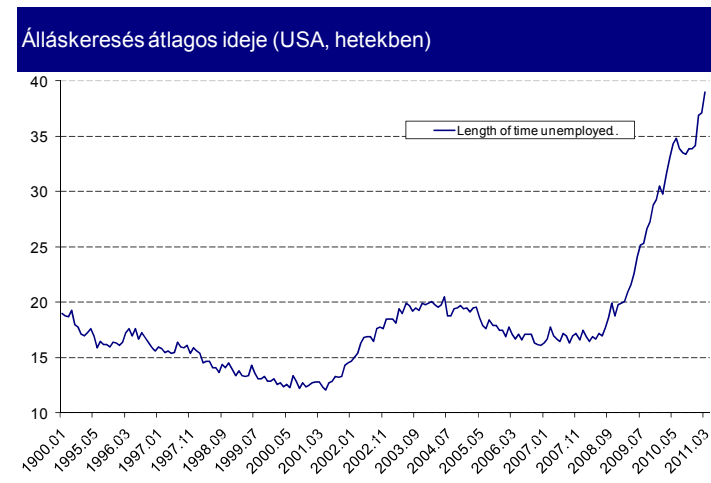
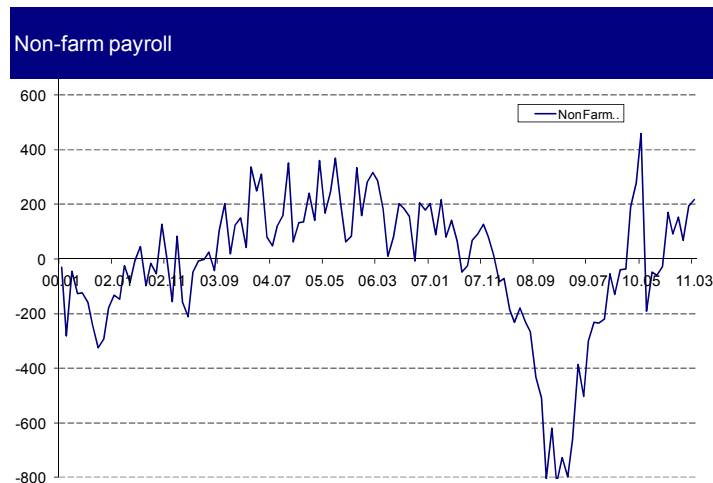
- Várakozásaink szerint a következő 6-12 hónap alatt érdemben nem csökken a nyersanyagok és mezőgazdasági termények oldaláról érkező inflációs nyomás, ami globális szinten okozhat dilemmát majd a jegybankoknak (szigorítás / gazdpól támogatása – a magas infláció és a növekedés stabilitásának kérdése).
- Ezt a folyamatot erősítik a japán földrengés / atomkatasztrófa következményei is: az ellátási láncok és a helyettesítő energiahordozók esetében számíthatunk tartós árfelhajtó hatásra a rekonstrukciós időszakban. Ennek egyik első jele a Baltic Dry Index csökkenő trendjének megtörése lehet. Erre a közeljövőben kiemelt figyelmet kell fordítanunk.
- A nyersanyagok/élelmiszerek árfolyamugrása érdekes anomáliára hívja fel figyelmünket: a „fejlett” és a „feltörekvő” piacok szerepe a mostani válság során felcserélődött. A fejlett országok a visszaeső kereslet csatornáján nem tudják exportálni recessziójukat, így nem tudják deflációba tolni a feltörekvő/beszállító gazdaságokat, hogy ebből lendületet merítve olcsó források felhasználásával tovább bővítsék termelő kapacitásaikat. Korábban ez a „megoldás” hozta el a nagyobb léptékű fejlesztéseket és nyitott új gazdasági periódusokat.
- Jelenleg ezzel ellentétes folyamatok zajlanak: a feltörekvő országok nyersanyagkereslete hatalmas, versenyképességük és az idetelepített termelőkapacitások hatékonysága miatt a gazdasági válság csak kisebb mértékben érintette teljesítményüket, munkapiacuk feszített, a rugalmatlanság árérvényesítő hatást és magasabb béreket jelent, ami inflációs spirált indít el. Ennek fékezésére a feltörekvő piaci jegybankok előbb-utóbb rendre kamatemelésre kényszerülnek majd.

Globális trendek IV.

USA – stagfláció, adósságkorlát, EU – heterogén gazdaságok, egységes deviza

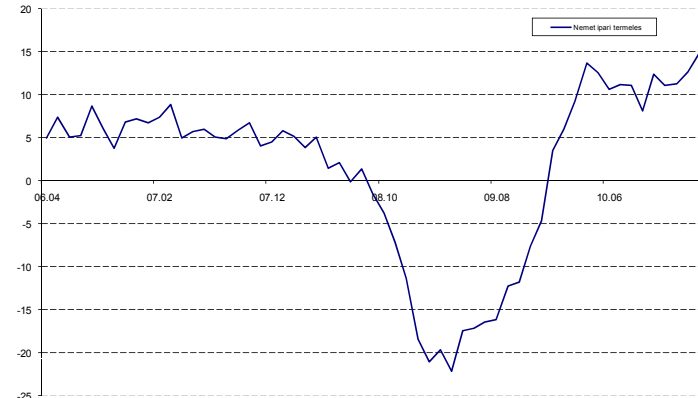
- Az USA-ban jelentős mértékben visszaesett a gazdasági teljesítmény, termelőkapacitások épültek le, a magas és tartós munkanélküliség rugalmas munkaerőpiacot és alacsony ULC-t eredményez. Ennek eredményeképp az emelkedő infláció vélhetően nem magasabb bérekben, hanem visszafogott belső fogyasztásban ölt testet (ennek egyik jele a maginfláció és a headline infláció közötti eltérés). Az alacsony fogyasztás nehezen talpraálló gazdaságot, alacsony GDP-növekedési ütemet eredményez. Ha ehhez hozzávesszük a külföldre telepített termelőkapacitásokat és egy esetleges nyersanyagár-sokk (olajár csúcs + élelmiszer) lehetőségét, a világ legnagyobb gazdaságában felmerül a stagfláció veszélye. Ebből csupán monetáris politikai eszközökkel nehezen lehet kilendíteni a gazdaságot, viszont a fiskális mozgástér szinte megszűnt az adósságkorlát elérésével, így a kilábalás több, mint kérdéses.
- Az eurozóna esete a húzó országok jó gazdasági teljesítménye miatt valamennyivel egyszerűbb, ám a heterogén összetétel (adósság szint, fiskális pálya, versenyképesség) nem segíti a jegybank munkáját. Az elmúlt két jegybanki ülés után kiadott kommentár azt mutatja, hogy 2011-ben az ECB már több kamatemelésre kényszerülhet, ami komoly problémákat okozhat a perem országok adósságfinanszírozásában.
- Kis esélyt látunk a 2008-as élelmiszerár sokk megismétlődése, ám a nyersanyagok és energiahordozók oldaláról a következő két negyedévben komoly nyomásra számítunk. Jól látható, hogy a fejlett országok jegybankjai részéről nincs egységes válasz / eszköztár a jelenlegi helyzet kezelésére. Az általánosan magas inflációs környezet és a folyamatosan formálódó inflációs várakozások meglátásunk szerint akár 2011-re is előre hozhatják az első FED kamatemelést, ezzel folytatódhat a világgazdasági súlyponteltolódás.

Globális trendek V.

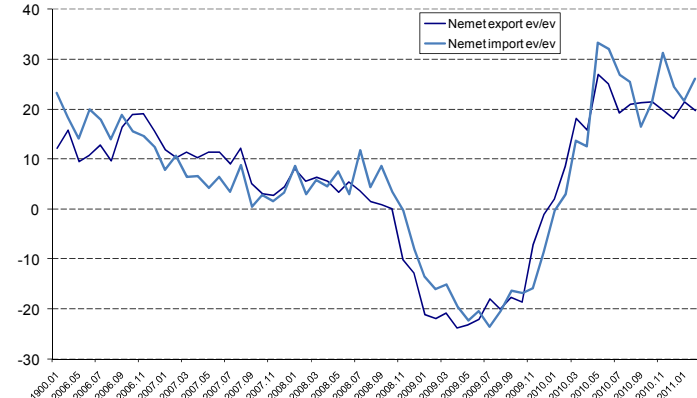


Globális trendek VI.

Német ipari termelés év/év



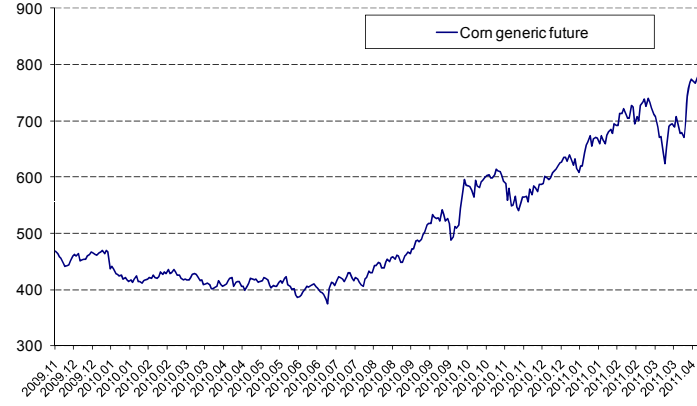
Német export / import (év/év)



Olaj (USD/hordó)



Kukorica (határidős)



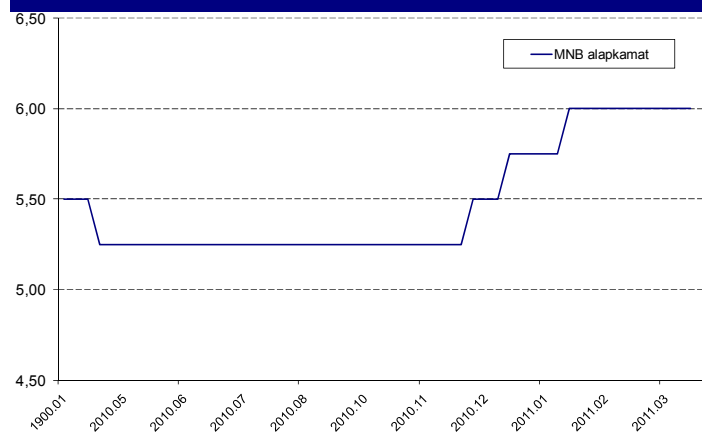
Hazai makrofolyamatok I.

Stabilizálódó ipari termelés, romló inflációs folyamatok, költségvetési csomag

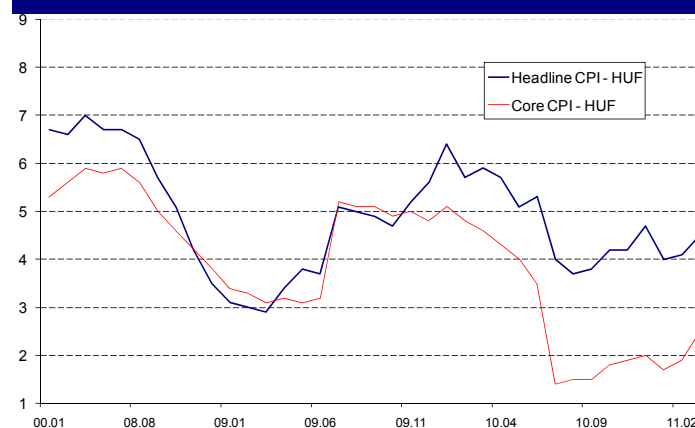
- Ipari termelésünk a decemberi esés után visszatért a némethez hasonló, a korábbinál alacsonyabb ütemű, de stabilabb növekedési trendbe. Külkermérlegünket ugyan átmenetileg ronthatja a beruházási célú import (Mercedes, Audi, Opel) de az így beépülő növekedési potenciál később magasabb potenciális GDP bővülési ütemet és finanszírozási képességet jelenthet. (potenciális GDP visszatérhet 4% közelébe)
- Bár belső fogyasztásunk még mindig drámaian alacsony a külső sokkok miatt (élelmiszerár, energiahordozók), a headline infláció emelkedett. A mag és a headline közötti eltérés 2 százalékpont körül stabilizálódott. A jegybank a várakozások befolyásolása érdekében – még a bérmegállapodások előtt – 6%-ra emelte alapkamatát. A piaci várakozások (pl 3x6 FRA jegyzés) szerint további érdemi emelések nem várhatóak.
- A költségvetési folyamatok gyászos képet mutattak az első negyedévben. Az éven belüli lefutás a hagyományosan orrnehéz kiadási oldalhoz képest is megdöbbentő: Q1 végére a költségvetési hiány elérte az éves cél 108%-át. A befolyó nyugdíjvagyon és a negyedéves befizetésű különadók, illetve a 250 milliárdos puffer állomány miatt a headline mutatók miatt komolyabb aggodalomra nincs ok, a 2011-es célszámok könnyen teljesíthetőek. A probléma a kiadások és a bevételek szerkezeti eloszlásával lehet: a vártnál alacsonyabb gazdasági növekedés esetén további érdemi forrásbevonásra vagy átcsoportosításra lehet szükség a célszám eléréséhez.

Hazai makrofolyamatok II.

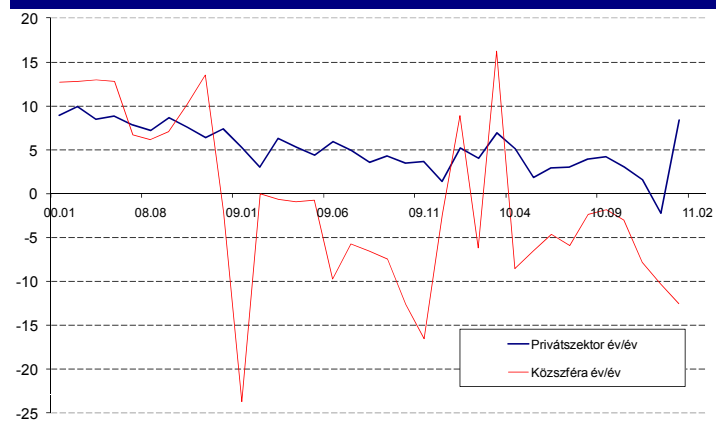
MNB alapkamat



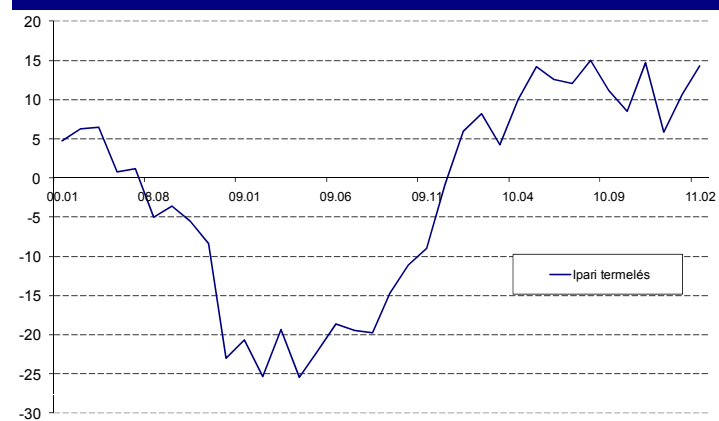
Forint headline és maginfláció alakulása



Bérek

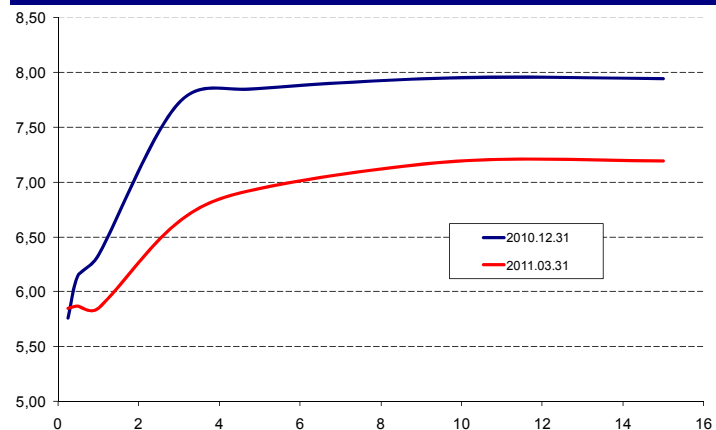


Ipari termelés év/év

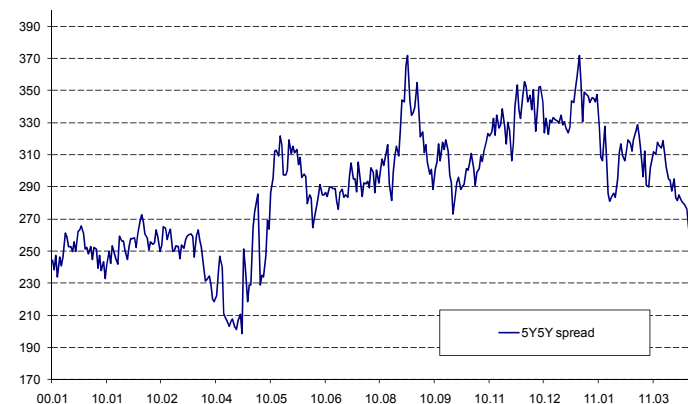


Állampapírpiac

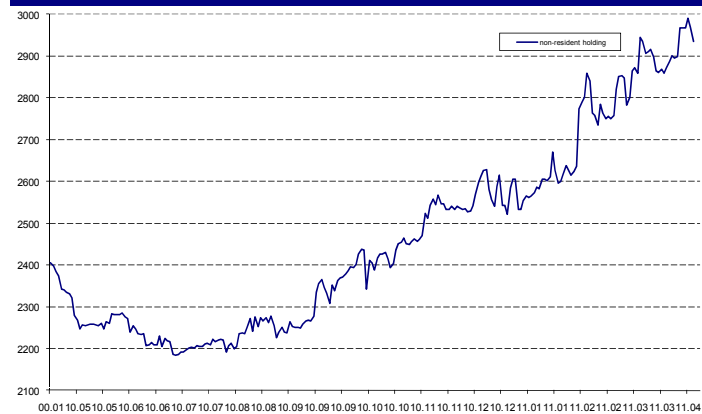
HGB görbe változása



5Y5Y spread EUR curve felett (bp-ban)



Non-residents' HGB

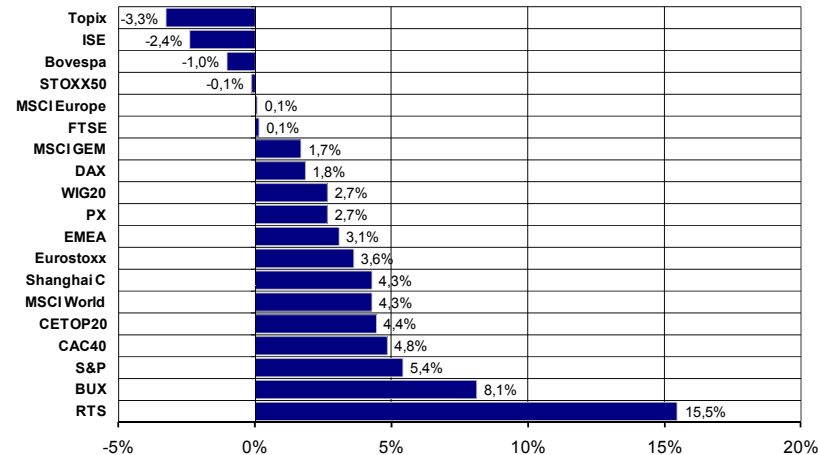


HUF 3x6 FRA



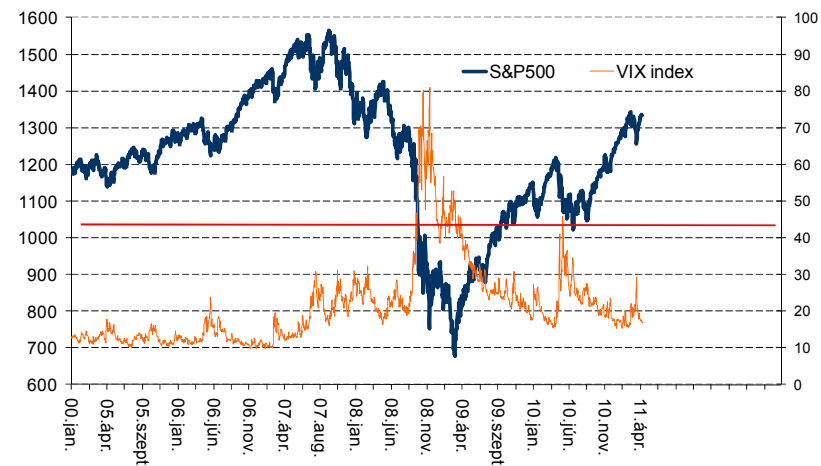
Olajozottan működő részvényt piac

A releváns részvényindexek teljesítménye YTD (saját devizában)



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

S&P500 vs. VIX index

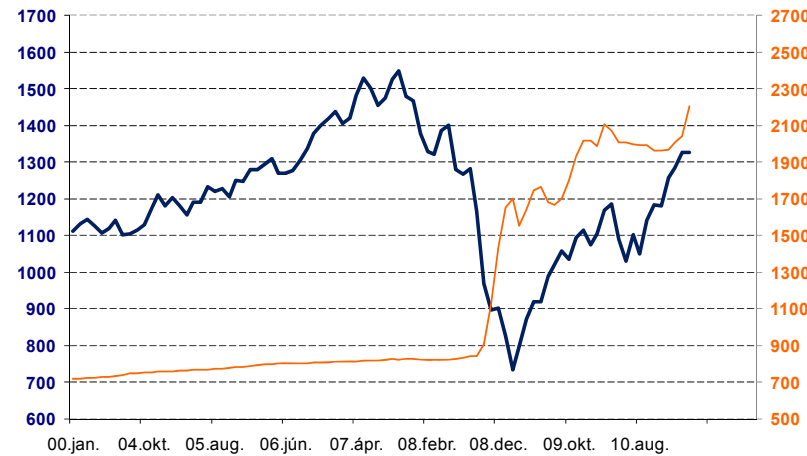


Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

- **Az első negyedév a továbbra is magas kockázatvállalás jegyében telt.** A befektetők döntéseiben ugyanakkor a növekvő EPS mellett jelentős kiválasztási szerepet kapott a jó makrogazdasági háttér. Az idén eddig ez Oroszországban valósult meg leginkább. Kétségtelen, hogy a magas olajár rendkívül kedvező az orosz költségvetés és gazdaság számára, így nem csak az olajcégek voltak kelendőek, de jól teljesítettek a bankszektor és kiskereskedelmi ágazat szereplői is.
- Az orosz mellett a magyar részvények voltak a legkelendőbbek. Január elején ugyan még a leminősítéstől rettegtünk, de a kormány által bejelentett Széll Kálmán terv és annak hatékony marketingje óriási keresletet generált minden egyes magyar eszköz iránt. Szárnyalt a forint, az állampapírpiac és a részvényt piac is. Habár forintban a BUX „csak” 8,1%-ot hozott az első negyedév során, dollárban mérve már az orosz tőzsdét is felülteljesítettük a 20%-ot meghaladó felértékelődéssel. Ennél már csak a mongol (+73%), a bolgár (+30%) és a szerb(+25%) tőzsdeindex tudott magasabb dollár megtérülést felmutatni, de ezen országok teljesen más kockázati kategóriát képviselnek.

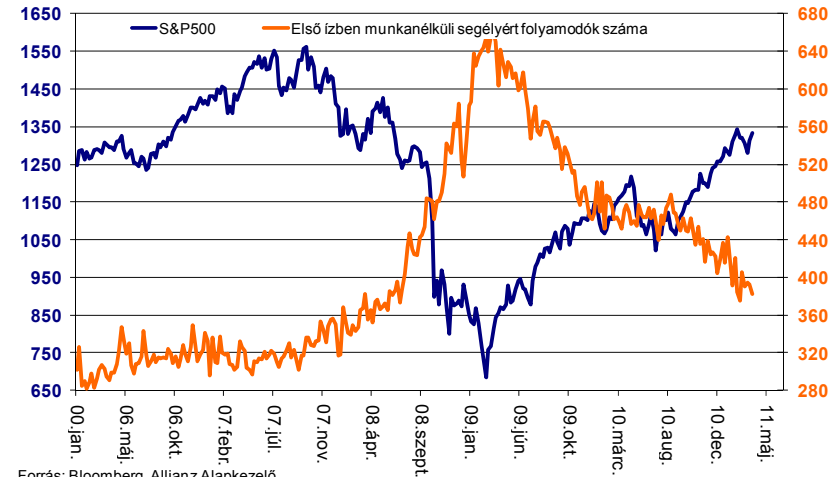
Kitart még a stimulus

S&P500 és USA M0 monetáris bázis



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

S&P500 és első ízben munkanélküli segélyért folyamodók száma

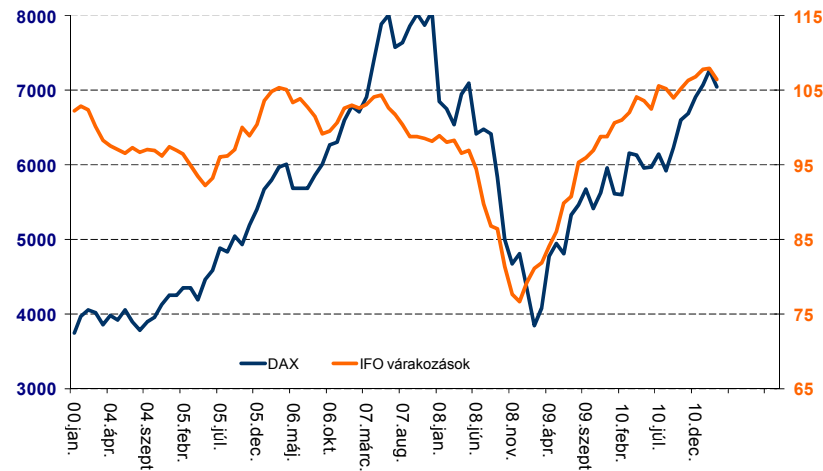


Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

- Az amerikai részvénypiac emelkedő trendje megtörhetetlennek látszik. A FED számolatlanul nyomtatja a zöldhasút, aminek egy része végül is a részvénypiacon landol. A fiskális és monetáris ösztönzők jó hatással vannak a fogyasztói bizalomra, ami végső soron megjelenik az S&P500 cégeinek számaiban. Munkanélküli segélyért egyre kevesebben fordulnak ugyan, de ez még nem jelenti azt is, hogy az állások száma jelentős nettó növekedést mutatna. A válság során megszűnt mintegy 7 millió munkahely úgy tűnik részben a világ más részein jelenik meg újra.
- Figyelem! Nem szabad elfelejteni, hogy a dinamikusan bővülő S&P500 EPS-ek háttérében jórészt az export áll. Az indexben jelentős súllyal szerepelnek olyan multinacionális vállalatok melyek Kínától Magyarorszáig a világ számos országában jelen vannak áruikkal, szolgáltatásaikkal. Ezért az index mostanra nem az amerikai gazdaság, hanem az amerikai- és a világ gazdaság egyvelegének értékmérője.

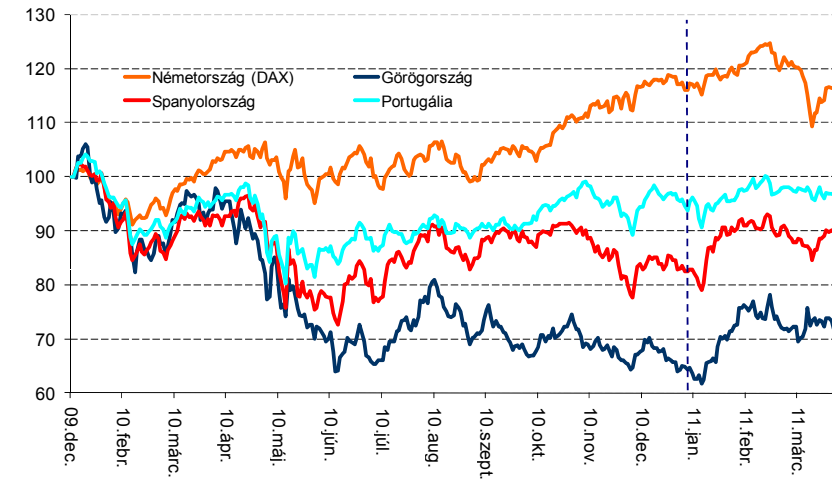
Az adósságválság árnyékában

DAX és IFO várakozások alindex



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

A problémás Eurózána tagországok részvényindexei

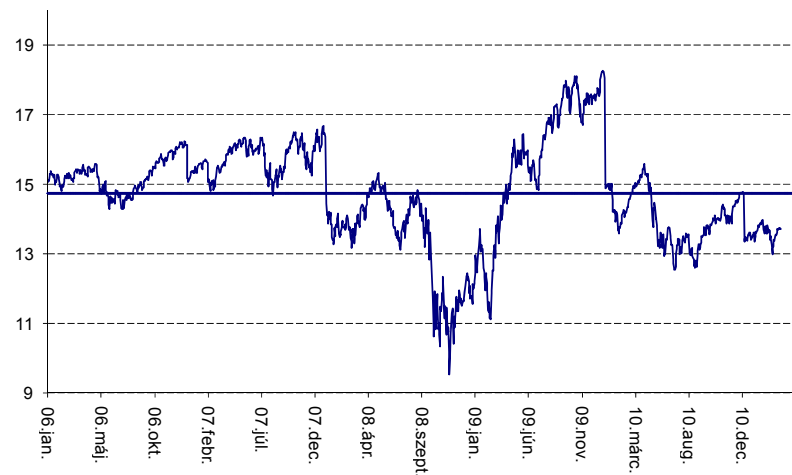


Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

- Az nyugat-európai részvénypiacok alulteljesítették mind az amerikai, mind pedig a kelet-európai börzét. Görögország és Írország után mostanra Portugália is IMF-EU mentőcsomagért volt kénytelen fordulni (kb. EUR80mrd), miután a kisebbségi kormány megszorító intézkedéseit leszavazta a parlament. Ezen gazdaságok sérülékenysége kiválóan tükröződik részvénypiacaik teljesítményén is.
- A DAX Q1-ben 1,8%-ot tudott erősödni, miközben Angela Merkel folyamatosan veszítette el a tartományi választásokat. A cégek eredményei időközben folyamatosan, dinamikusán növekednek, csakúgy, mint a 2011-es és 2012-es elemzői várakozások. A német vállalatok hatékonysága és rugalmassága továbbra is jelentős versenyelőnyt biztosít számukra a világpiacon, így a DAX-ot az egyik legvonzóbb fejlett piaci befektetésnek tartjuk.

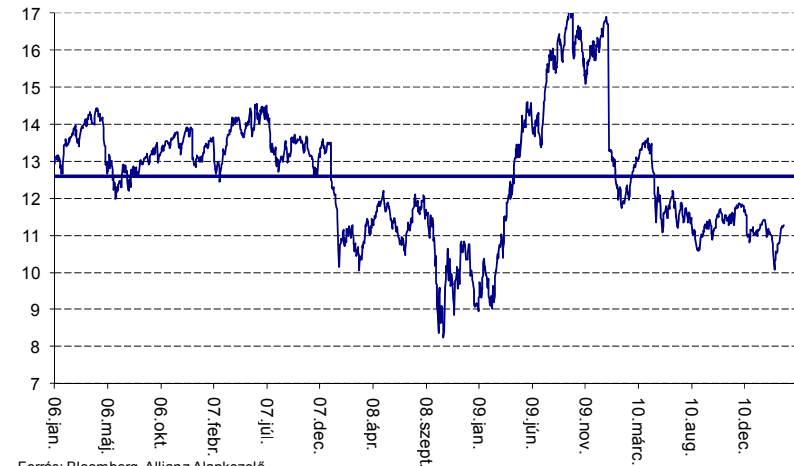
Nem kirívó értékeltség

S&P előretekintő P/E



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

DAX előretekintő P/E

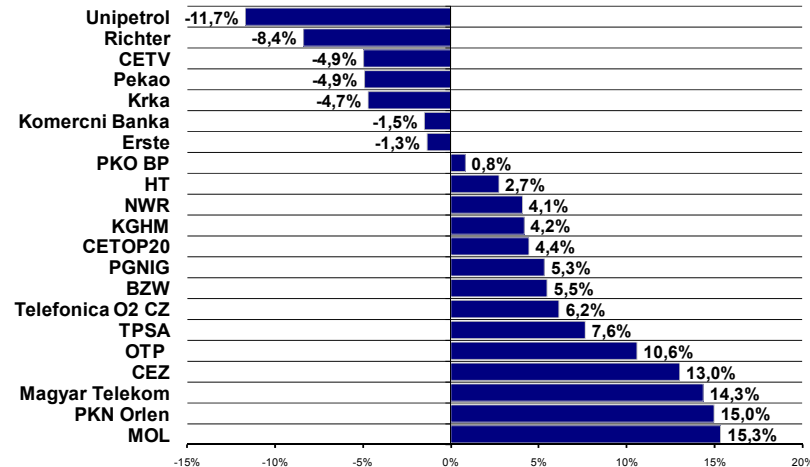


Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

- A „bottom-up” elemzők rendkívül optimistán tekintenek a jövőbe. Mint arra már az előző elemzéseinkben rámutattunk, az USA piacon 15-15%-os EPS növekedést várnak 2011-re és 2012-re is, mellyel már az idén minden idők legmagasabb egy részvényre jutó profitját produkálnák az S&P500 index vállalatai. Hasonló optimizmus övezi a prosperáló német gazdaság szereplőit is, melynek következtében mindkét részvényt piac a historikus átlag alatti előretekintő P/E rátán forog.
- Az elemzői optimizmus mértéke véleményünk szerint eltúlzott. A vállalati eredménynövekedés terén mi is az optimista tömeget erősítjük, de véleményünk szerint 2012-től az említett két piacon az EPS bővülés visszaáll egy hosszabb távon is fenntarthatónak tűnő magas, egy számjegyjű szintre.

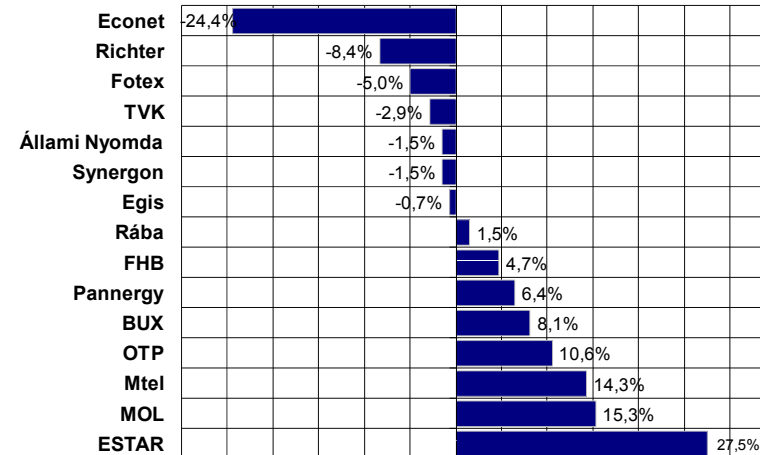
A magyar gőzös húzta a régiót

CETOP20 tagok teljesítménye YTD



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

BUX tagok teljesítménye YTD



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

- **Az első negyedévben magyar részvénypiac visszakorrigálta a tavaly év végi lemaradását.** A CETOP20 index 5 legjobban teljesítő részvénye közül 3 magyar (MOL, MTEL, OTP), ami részben az emelkedő olajárnak volt ugyan köszönhető, de leginkább a magyar gazdaság strukturális hiányának rendbetételére felvázolt tervek bizalomgerjesztő hatása áll a háttérben.
- Az emelkedő olajár a PKN Orlen-t is 15%-kal repítette magasabbra, miközben a CEZ a negyedév végére 10-15%-kal megugró elektromos áram áraknak köszönheti átlag feletti teljesítményét. A cseh energiaóriás atomerőműve ugyanis koránál fogva a legmodernebbek közé tartozik, így fel sem merül az esetleges bezárása, miközben a német áramkínálat jelentősen megcsappanhat az régebbi technológiával épült, bezáráshoz közelítő erőművek miatt.
- A három telekom az osztalékfizetéshez közeledve fokozatosan értékelődik fel, melyben semmi rendkívüli nincs, mindössze az évente szokásos jelenség újbóli megismétlését mutatja.

Összegzés

- A fejlett piaci kötvényeket rendkívül túlárazottnak tekintjük. Szerencsére jelenleg nem szerepel a benchmarkban ilyen eszközosztály, de egyelőre nem is javasoljuk, még diverzifikációs céllal sem ezek beintegrálását a portfólióba.
- A részvénypiacok továbbra is vonzó befektetésnek tekinthetők, de a 3 negyedéve tartó töretlen lendület véleményünk szerint egyre inkább magában hordozza egy számottevőbb technikai korrekció veszélyét. A most kezdődő 2011 Q1-es gyorsjelentési szezon talán a legfontosabb 2009 tavasza – a rally kezdete – óta. A fejlett piacok fiskális és monetáris eszköztára lassan kiürül (QE2 júniusban lejár), ezért kiemelkedően fontos a reálszférából érkező ezen visszacsatolás.
- A hazai részvények rendkívül jól teljesítettek az első negyedévben, ami a MOL és az RFV kivételével nem az egyes társaságok eredménybővülési potenciál változásának, sokkal inkább a pozitív nemzetközi hangulatnak és a Széll Kálmán terv okozta forint eszközök iránti eufóriának volt betudható. A hozamgörbe hosszú vége kb. 80 bázisponttal került lejjebb a január-márciusi periódusban, miközben a külföldiek kezében lévő HGB állomány 300 milliárddal 2900 milliárdra nőtt.
- Amennyiben a terv lépésről lépésre meg is valósul, a további emelkedésnek is tér nyílhat mind a kötvény, mind pedig a részvénypiacon, mivel az ország hosszú idő után végre jó befektetési sztorit szolgáltatna a befektetők számára. Egyelőre optimisták vagyunk, de a terv kivitelezési kockázatát jelentősnek gondoljuk.