

**Vagyonkezelői beszámoló az
Allianz Nyugdíjpénztár
Igazgatósága részére
2011. I. félév**

Budapest, 2011. július 14.

Allianz 

Portfólió teljesítmény

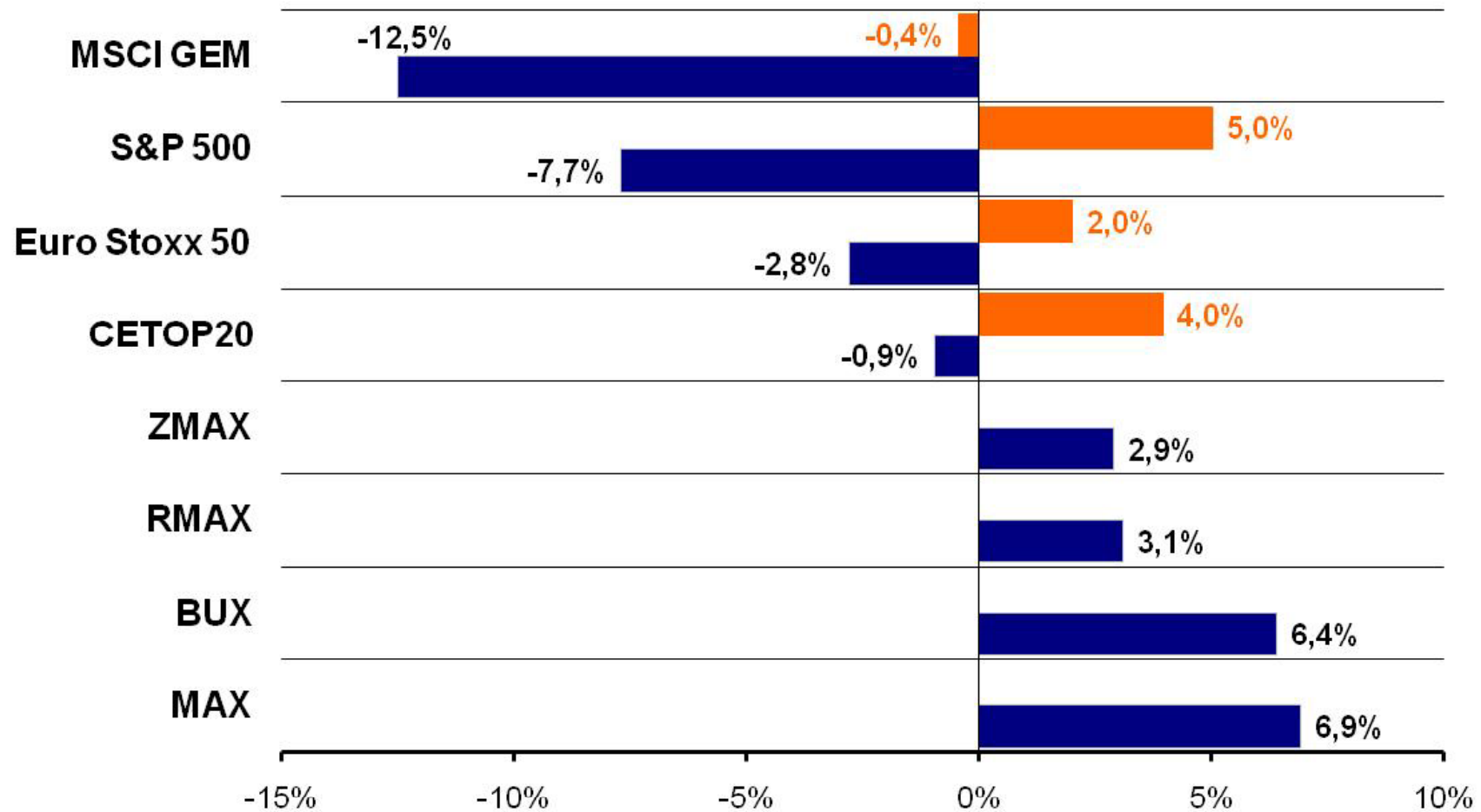
Portfóliók teljesítménye 2010.12.31-től 2011.06.30-ig

Portfóliókezelt alapok	Portfóliókezelői bruttó hozam	Benchmark hozam	Alul / Felülteljesítés	Kezdő dátum	Záró dátum
Magán Klasszikus	3,06%	3,09%	-0,03%	2010.12.31	2011.06.30
Magán Kiegyensúlyozott	4,52%	4,24%	0,28%	2010.12.31	2011.06.30
Magán Növekedési	2,72%	2,10%	0,62%	2010.12.31	2011.06.30
Magán Független	3,14%	3,09%	0,05%	2010.12.31	2011.06.30
Magán LIK_MUK	1,71%	3,09%	-1,38%	2010.12.31	2011.06.30
Önkéntes Klasszikus	3,04%	3,09%	-0,05%	2010.12.31	2011.06.30
Önkéntes Kiegyensúlyozott	4,32%	4,15%	0,17%	2010.12.31	2011.06.30
Önkéntes Középutas	3,03%	3,19%	-0,16%	2010.12.31	2011.06.30
Önkéntes Növekedési	2,28%	1,74%	0,54%	2010.12.31	2011.06.30
Önkéntes Kockázatvállaló	-2,42%	-3,99%	1,58%	2010.12.31	2011.06.30
Önkéntes Független	3,83%	3,09%	0,74%	2010.12.31	2011.06.30
Önkéntes Szolgáltatási	2,99%	3,09%	-0,10%	2010.12.31	2011.06.30
Önkéntes LIK_MUK	2,89%	3,09%	-0,20%	2010.12.31	2011.06.30

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

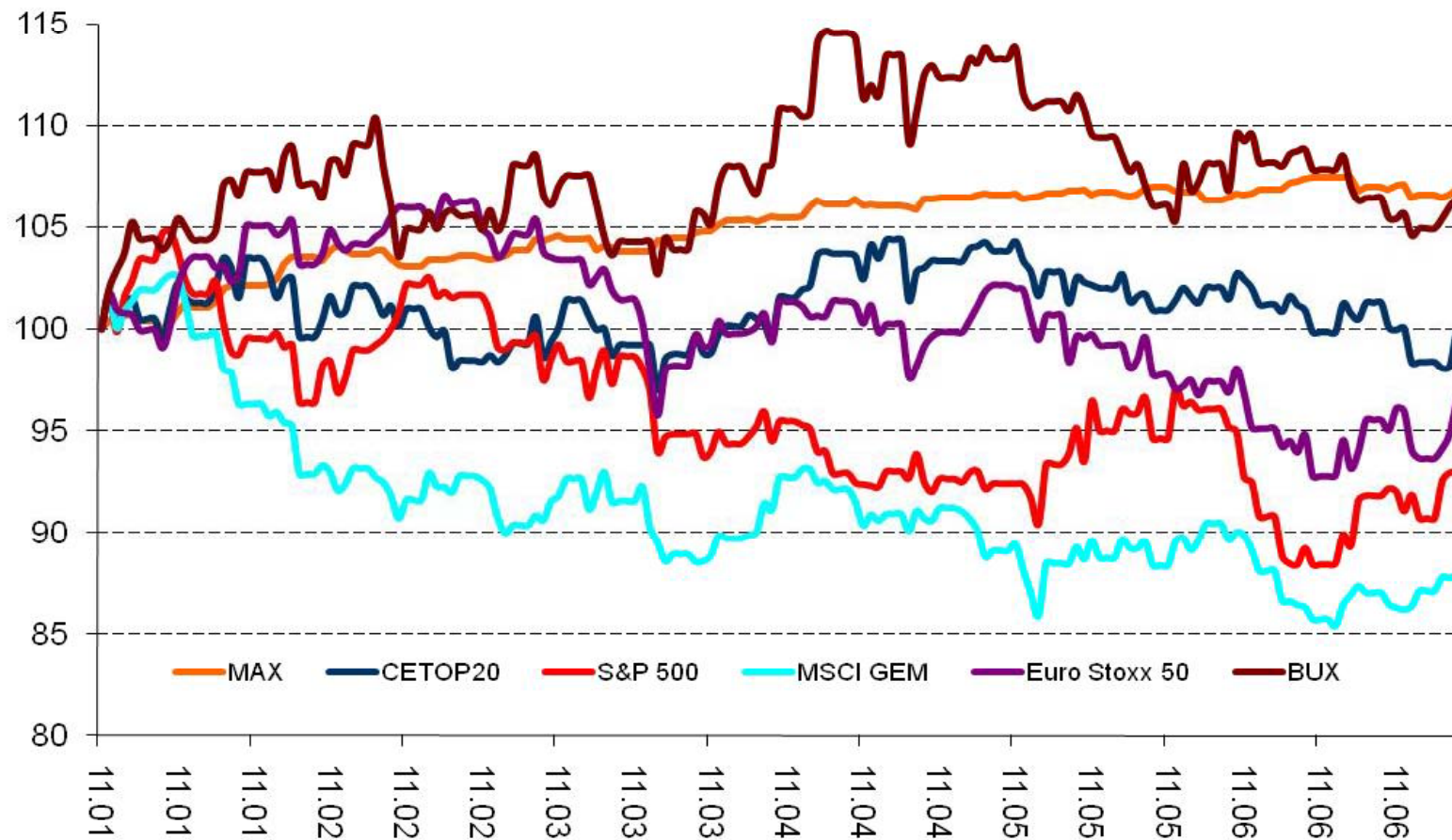
Benchmark indexek teljesítménye

Főbb indexek YTD teljesítménye (HUF-ban és saját devizában)



Benchmark indexek teljesítménye

Főbb indexek alakulása (HUF-ban)



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

Globális trendek I.

EMU: junk, Kína: lassulás, USA: adósságlimit

- Az Európai Monetáris Unió (EMU) integritási problémái gyakorlatilag az összeomlás szélére sodorták az euró övezetet. A tagállamok költségvetései finanszírozhatatlanná váltak, és az egyes országok egymás után kérnek újabb segítséget. A korábban felhalmozott államadósság és az olcsó forrásokból építkező expanzív gazdaságpolitika csődje egyértelmű, de sajnos az is, hogy az az eurózóna egyik szerve sem képes erre érdemi választ adni. Az ad-hoc megoldások (EFSF program kibővítése, egyes EU-IMF hitelek fizetési halasztása) eredménytelennek bizonyultak, s úgy tűnik a „managed default”, tehát az ütemezett csődeljárás és az ezzel majdnem törvényszerűen együtt járó adósság elengedés már elkerülhetetlenül a forgatókönyvek része lett.
- Két fontos következtetést kell levonnunk az európai válság kapcsán:
 - Ahogy az integráció esetében sem működött az egységes bánásmód, úgy a válságkezelésben sem alkalmazhatóak egységes elvek az egyes tagországokra. Más adósságcsökkentési programra van szüksége a már-már reménytelen helyzetben lévő Görögországnak, más a spanyoloknak és megint más kell Olaszország esetében. A görög példából látszik, hogy a drasztikus fiskális megszorításokkal gyakorlatilag hosszú évekre recesszióba kényszerített gazdaság hamar adósságcsapdába kerülhet – és ezt csak elősegítik a piaci anomáliák által nyitott lehetőségek. A válságkezelésben személyre szabott, teljesen rugalmas megoldások kerülhetnek majd előtérbe.
 - Valutaunió közös fiskális politika nélkül nem létezhet. Feltételezhetjük, hogy a válságnak ezen a területen lesz a legnagyobb hozadéka: az EMU-ban maradó országok költségvetési politikájának központi koordinálása az integráció egy újabb lépcsőfokát jelentheti.

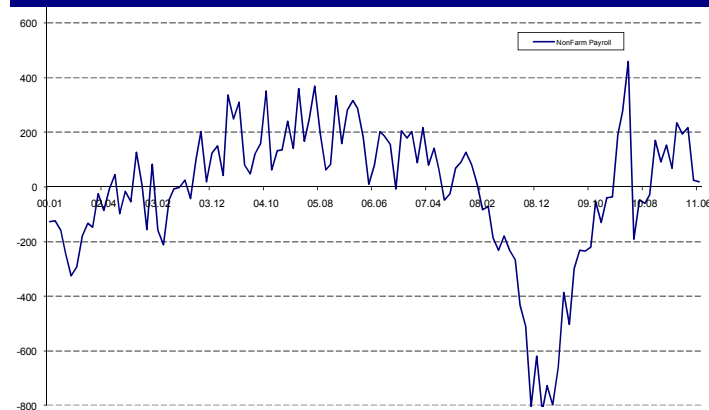
Globális trendek II.

EMU: junk, Kína: lassulás, USA: adósságlimit

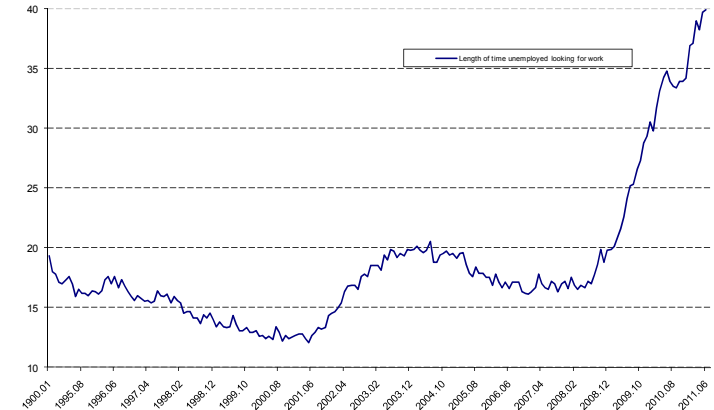
- Az Egyesült Államok gazdasága is komoly nehézségekkel küszködött a második negyedév során. A fogyasztást nem sikerült élénkíteni, a munkanélküliség nem csökkent érdemben és az ipari termelés bővülése is megtorpant. Az alacsony növekedés – magas munkanélküliség összképet talán a még kezelhető szinten megmaradó infláció javította, ami lehetővé tette, hogy a FED teljes egészében végigvigye a QE2 programot. A gazdaság központi szubvenciók nélkül nem tudott átlendülni a holtpontra, ám az adósságlimit elérésével a költségvetési segítség esélye gyakorlatilag elúszott. A negyedév végére így tehát nem csak a QE2 kiesésével járó romló várakozásokkal kellett megbirkózni a világ legnagyobb gazdaságának, hanem az adósságlimit átmeneti megemelését is át kell vennie a törvényhozáson, illetve a részleges kifizetési leállások pótlását (állami nyugdíjalapok) is meg kellett oldania. A vizsgált időszak végén még az sem volt világos, hogy az állampapír aukciókon korábban 70-80%-os keresleti aránnyal szereplő FED helyét milyen befektetői kör veszi át egy jellemzően bővülő kibocsátási adatokat tartogató környezetben.
- Kína gazdasága valamelyest lassult a második negyedévben: a feldolgozóipari aktivitás és a beruházások üteme is csökkent, ám sem az alapkamat többszöri emelése, sem a kötelező tartalékráta jelentős monetáris szűkítő hatása nem volt elegendő ahhoz, hogy megállítsa vagy legalábbis lassítsa az infláció emelkedését. Érdemes kiemelni, hogy Kínában pont azok a tényezők okoznak gondot (feldolgozatlan élelmiszerek) melyek a világ többi részén ebben az időszakban épp visszafogták a pénzromlás ütemét. A világ második legnagyobb gazdaságának GDP összetétele gyakorlatilag fenntarthatatlan, a beruházások magas aránya szinte kényszeríti Kínát a tőkeexportra – ami átmenetileg ugyan mentőövet jelenthet az adósságcsapdában vergődő Európának, azonban hosszabb távon fájdalmas kiigazításokat indukál majd Ázsia vezető gazdaságában. Ez globális GDP csökkenést és nyersanyagár-korrekciót eredményezhet.

Globális trendek III.

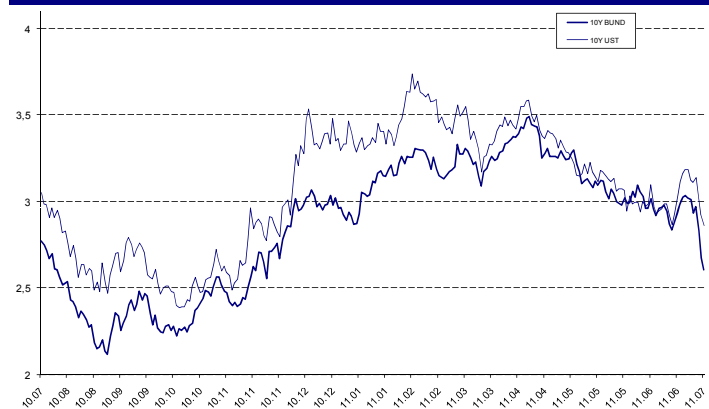
Non-farm payroll



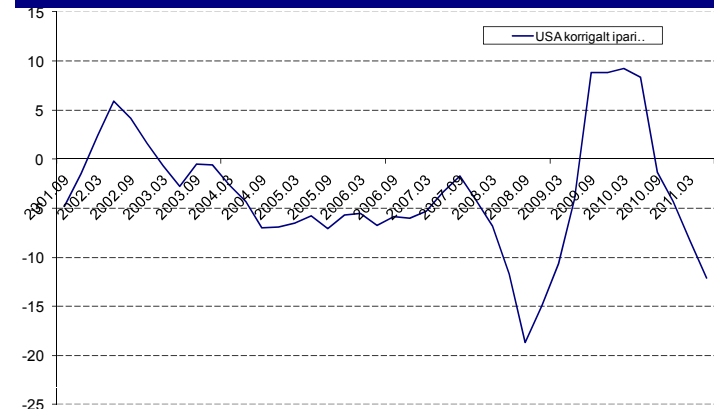
Álláskeresés átlagos ideje (USA, hetekben)



10Y UST és 10Y Bund

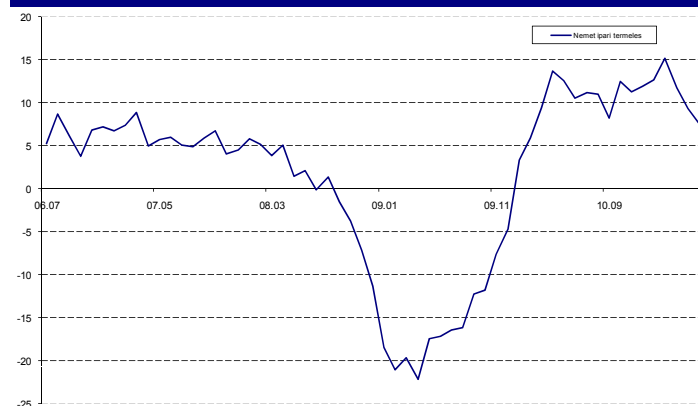


USA ipari termelés - készletállomány változás

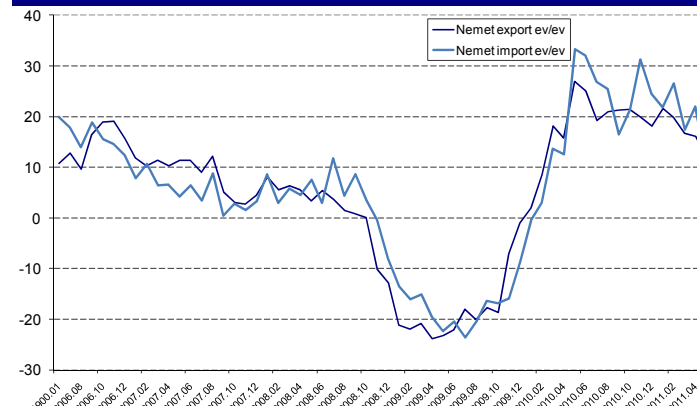


Globális trendek IV.

Német ipari termelés év/év



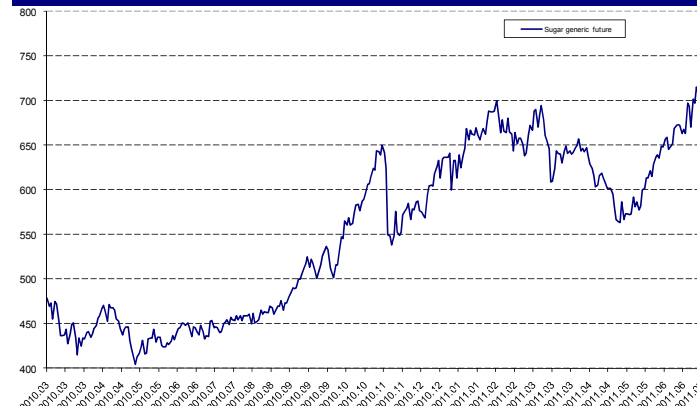
Német export / import (év/év)



Olaj (USD/hordó)



Cukor (határidős)



Hazai makrofolyamatok I.

Javuló külső egyensúly, magas de csökkenő ipari aktivitás, gazdasági reformcsomag

- Ipari aktivitásunk év/év alapon ugyan csökkenő trendbe lépett a második negyedév során, de a GDP hozzájárulása várhatóan így is magas marad. A korrekciós folyamat egybevág a németországi exportőr vállalatok aktivitásával (illetve a kínai gazdasági bővülés lassulásával) ami pár hónapos késéssel tovább tolhatja lefelé a mi GDP várakozásainkat is. A részletes adatokban látható az erős szektorális kitettségünk (Nokia, RIM rossz termelés, előtte Suzuki termelési volumen csökkentése) ami a következő évekre vonatkozóan is erős kockázatokat hordoz – főleg ha figyelembe vesszük a most aktivizálandó beruházásokat.
- Külkereskedelmi aktívumunk Q2-ben is segített a forint stabilizálásában (a március végi 839 m EUR adat történelmi csúcs volt). Ezzel összhangban a most kiadott (Q1-re vonatkozó) folyó fizetési mérleg adat (+787 m EUR) is meglehetősen kedvező képet festett finanszírozási képességünkről. Sajnos a rendkívüli adatokat az export mellett a továbbra is gyengélkedő és év/év alapon tovább csökkenő belföldi fogyasztásnak és a külföldi tulajdonú vállalatok eddiginél alacsonyabb eredményének is „köszönhetjük”. Ha az exportlehetőségek beszűkülnek és a hazai fogyasztás élénkül (pl. nyugdíjpénztári reálhozamok visszautalása után) a külkermérlegünk erős korrekcióját sem zárhatjuk ki.
- Headline infláciánk a 4.5%-os értékről lefordult és a negyedév végére közel 1 százalékponttal csökkent, miközben a volatilis komponensektől megtisztított maginflációs mutató makacsul folytatta emelkedő trendjét (utolsó adat 3%) ami a magas nyersanyag, élelmiszer és energiaárak lassú, de sajnos fokozatos begyűrűzésére utal – ezt még az alacsony fogyasztás sem tudja kellő mértékben ellensúlyozni. Amennyiben a maginfláció trendjében nem következik be változás, jelentősen szűkül a monetáris politika mozgástere.

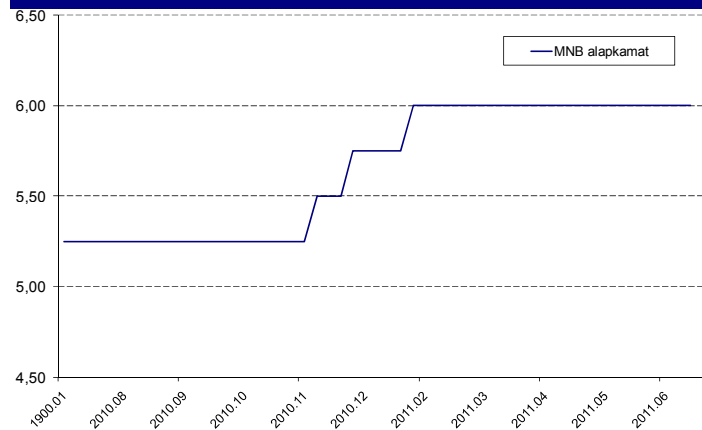
Hazai makrofolyamatok II.

Javuló külső egyensúly, magas de csökkenő ipari aktivitás, gazdasági reformcsomag

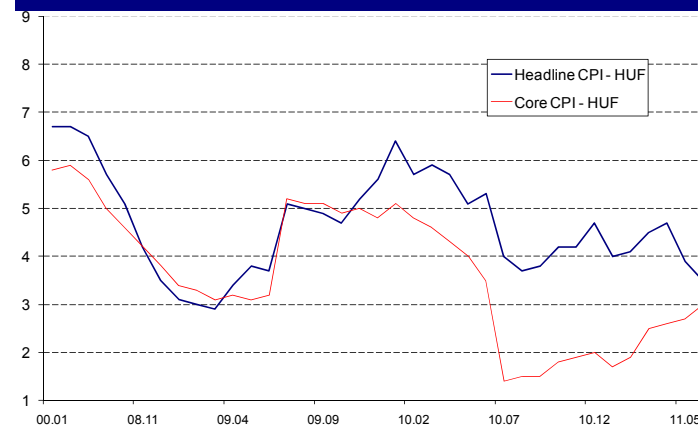
- A kormány által beterjesztett Széll Kálmán Tervre keresztelt reformcsomag komoly változást hozott hazánk kockázati megítélésében. A befektetők és a hitelezők (EU, IMF) szívesen látták viszont saját elképzeléseiket a költségvetés kiadási oldalának tartós lefaragásával kapcsolatban. Sajnos a csomag a robinhood-adóztatási sémától eddig érdemben nem tért el, a tényleges átfogó reformokkal a kormányzat még adós maradt (Q3-ra tolódik sok érdemi lépés vitája), így a kezdeti pozitív indulás után erősödnek a 2012-re vonatkozó kockázatok. A magán-nyugdíjpénztári vagyon becsatornázásával 2011-re minden költségvetési kérdés kívánság szerinti mértékre állítható be, ám a bevételi oldal jelentős elmaradása (alacsonyabb SZJA, TÁNYA) még nem egyensúlyozódott ki a kiadásoknál – legalábbis a havi rendszerességgel megjelenő költségvetési adatok erre utalnak. Feltételezhető, hogy a kormányzat ősszel korrigálja az elmaradást és a szándéknyilatkozatok mellett az implementációra is sor kerül, így nem számítunk az ország kockázat érdemi megugrására.

Hazai makrofolyamatok II.

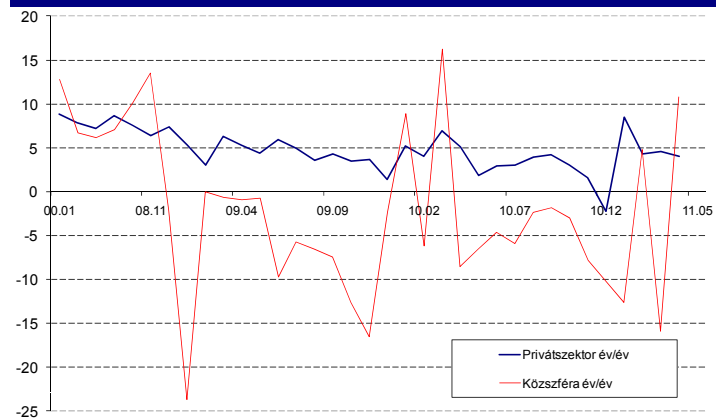
MNB alapkamat



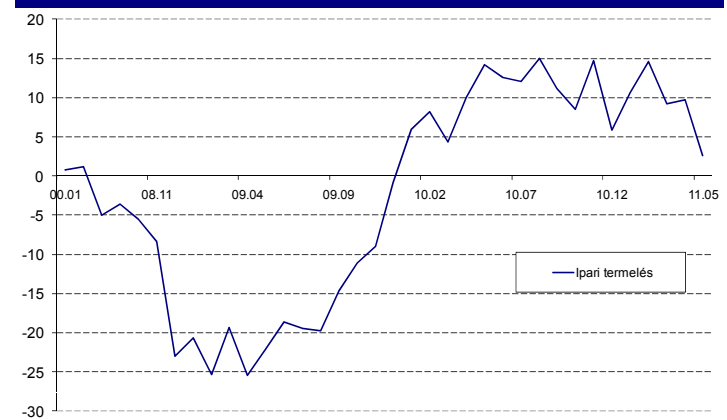
Forint headline és maginfláció alakulása



Bérek



Ipari termelés év/év

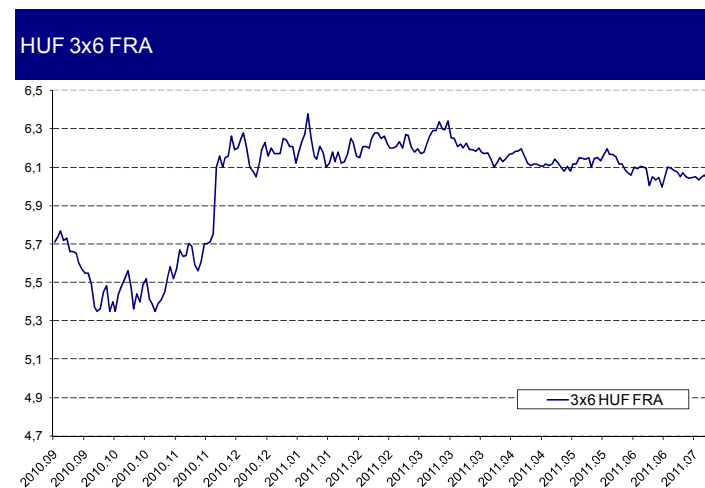
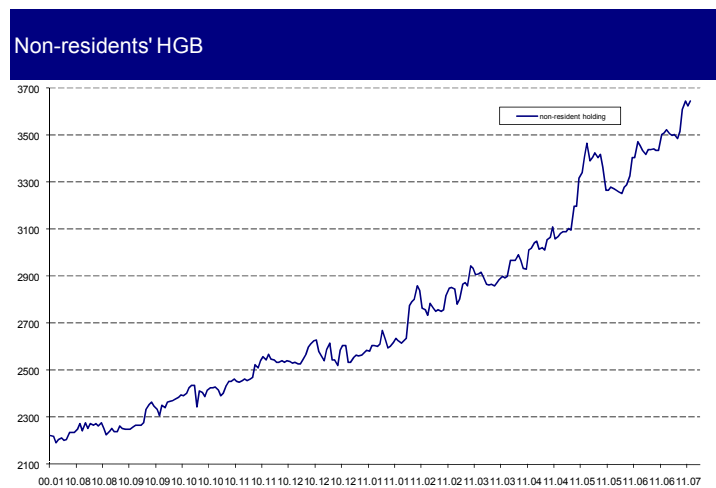
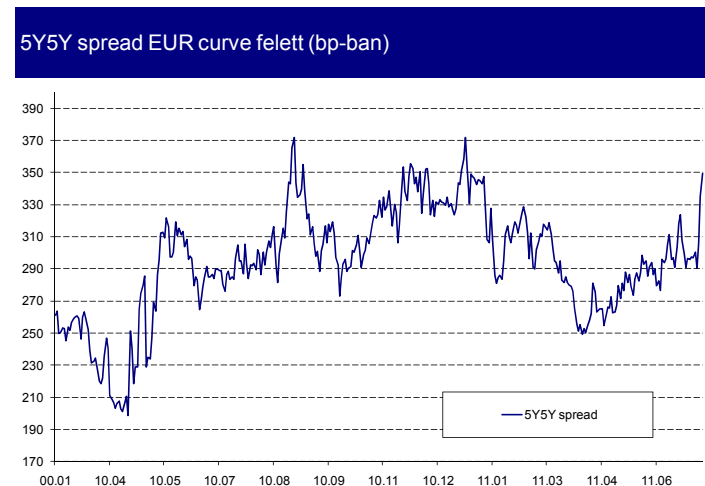
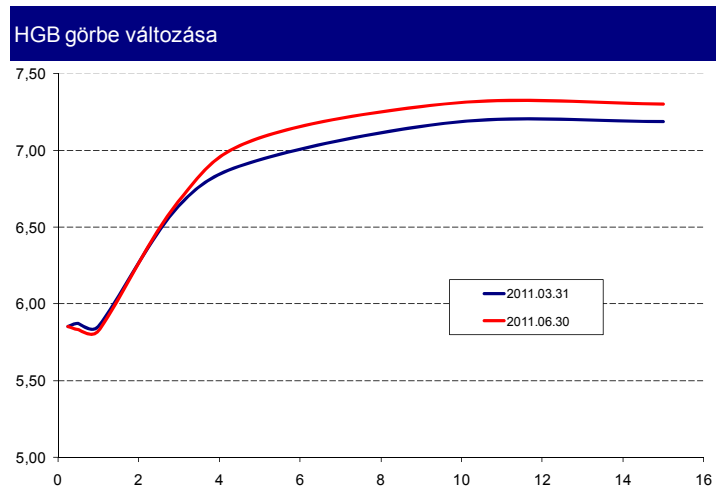


Hazai állampapír piaci folyamatok I.

Stabilizálódó ipari termelés, romló inflációs folyamatok, költségvetési csomag

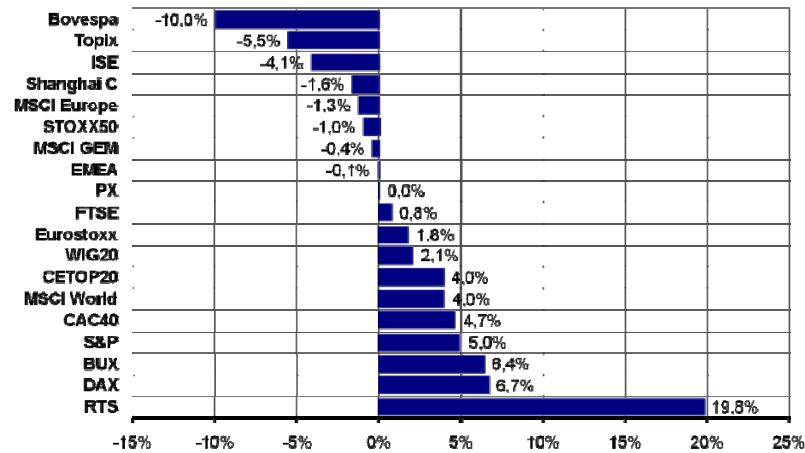
- Hazánk a negyedév végére gyakorlatilag teljesen lefedte devizafinanszírozási szükségleteit (EUR és USD kibocsátások, USD rábocsátás), ezzel kiiktatva a 2011 hátralevő részére vonatkozó bármilyen piaci fluktuáció reálgazdasági hatásait. Az ÁKK rendszeresen megemelt kibocsátási mennyiségei az egész évre vonatkozó 40%-os nettó kibocsátás bővülés ellenére kellő fedezetet biztosítanak az átmeneti kockázatelutasítási időszakok alatt is. Így, a korábbinál jóval proaktívabb államadósság-kezeléssel sikerült elérni egy olyan állapotot, melyben a Kincstár nem csak elszenvedője és megfigyelője a globális kockázatvállalási hajlandóság változásainak, hanem szükség esetén aktívan és hatékonyan be tud avatkozni a hazai hozamszintek alakulásába. Természetesen egy komolyabb válság esetén az eszközök átárazódása nem kerülhető el, viszont a jelenlegihez hasonló lépések sorozatával káros hatásuk jelentősen korlátozható.
- A piaci volatilitás csökkentésére várhatóan szükség is lesz a második félévben. A magán-nyugdíjpénztári vagyon visszautalása után a hazai végbefektetőknél maradt kötvényállomány ugyanis már nem elegendő érdemi piaci puffer hatás kifejtésére, ráadásul a repo tevékenység visszaszorulása is csak csökkenti a simító hatást. Mindezzel párhuzamosan a külföldiek által birtokolt állampapír állomány történelmi csúcsra, 3700 milliárd HUF fölé emelkedett (csökkenő duration mellett). Az ebben rejlő kockázatokat csak súlyosbítja, hogy a másodpiacon lévő likvid állomány lecsökkent a vagyonvisszaadással, így a külföldi tulajdon aránya 40% fölé emelkedett.
- A másodpiaci hozamgörbe a negyedév során minimális mértékben magasabbra csúszott, ám az emelkedés szinte kizárólag csak a tavasz végi EMU adósságkérdésnek tulajdonítható. Feltételezzük, hogy a finanszírozás rendeződésével a hazai hozamok jelentős korrekciót mutatnak majd.

Állampapírpiac



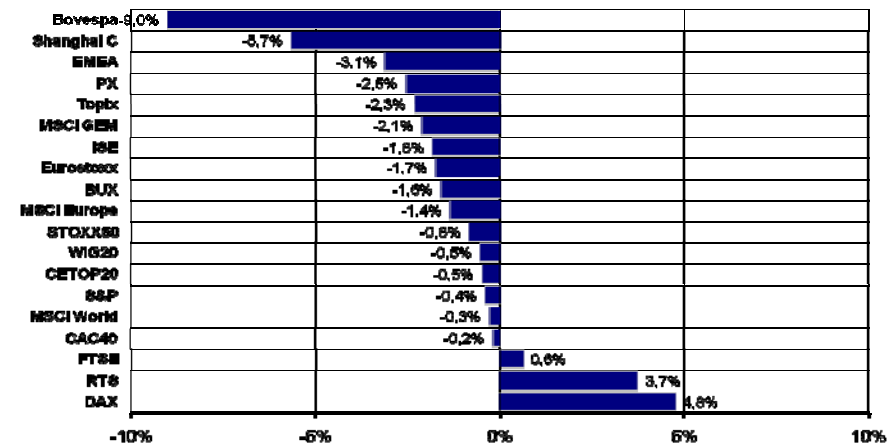
Globál tőkepiacok - csökkent a kockázati étvágy

A releváns részvényindexek teljesítménye YTD (saját devizában)



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

A releváns részvényindexek teljesítménye 2Q11-ben (saját devizában)

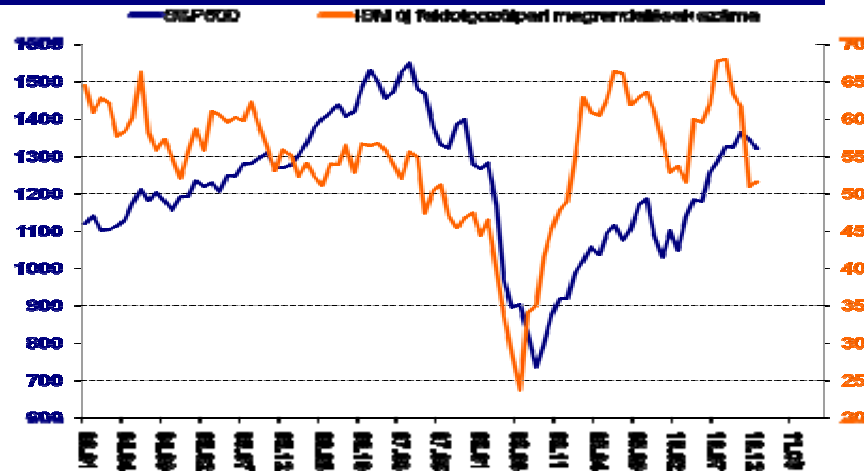


Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

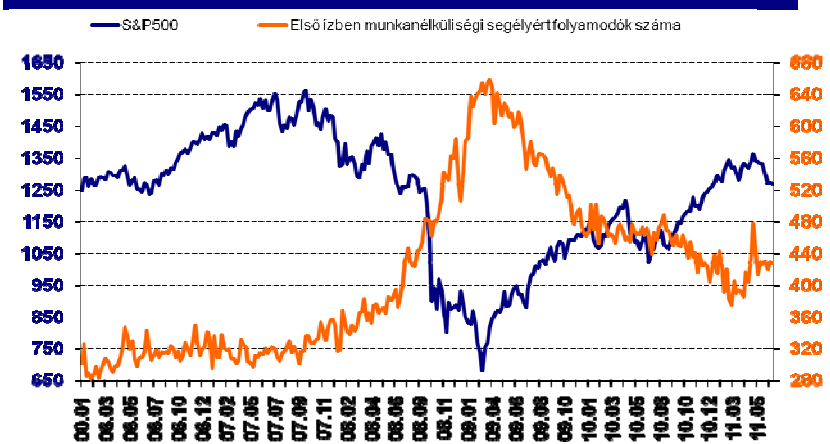
- **2011 második negyedévének nagy részében inkább a kockázat-elutasítás dominálta a globális tőkepiacokat, a görög probléma rövid távú megoldásával azonban a félév végére megnyugodott a piac.**
- **A fejlett piacok az év eddigi részében felülteljesítették a fejlődőket.** Ennek fő oka, hogy a félév során tapasztalt nyersanyagár emelkedés a fejlődő piacokon fokozatos monetáris szigorítást indukált, aminek hatására a tőkekivonás innen intenzívebb volt.
- **A magyar eszközök felülteljesítették a többi benchmark-elemet, a fejlődő piacok gyengébb teljesítménye ellenére.** Ez jórészt a forint erősödésének volt köszönhető, de saját devizában mérve is kiemelkedően zárták a hazai eszközök az első félévet. A MAX közel 7%-kal, míg a BUX 6,4%-kal zárt magasabban június végén.

USA - Nincs stimulus, nincs növekedés

S&P500 és ISM feldolgozóipari megrendelések



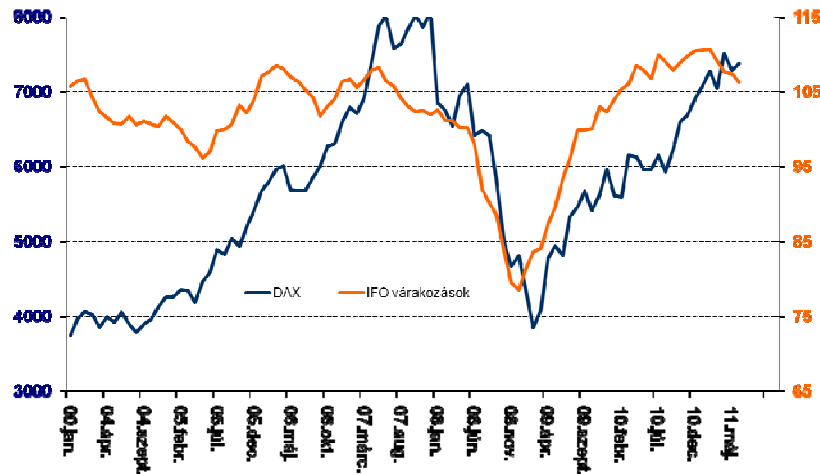
S&P500 és első ízben munkanélküliségi segélyért folyamodók



- **Vége a stimulusnak, lassul a gazdaság.** Miközben az amerikai részvényeket is elsősorban a görög csődvalószínűség mérlegelése mozgatta 2Q11-ben, továbbra sem vált egyértelművé, hogy átmeneti-e az USA gazdaságának lassulása. A makrogazdasági előrejelző indikátorok lefelé fordultak, kérdés, hogy ennek hatása a 2Q11-es vállalati számokban megjelenik-e.
- **Ördögi kör.** Az amerikai fogyasztás nem nő érdemben, a vállalatok beruházása lényegében stagnál, a munkaerőpiac fagyott, a lakossági és állami adósság leépítése nagyon lassan zajlik, a lakáspiac mozdulatlan.
- **Lebénult gazdaságpolitika.** Félév végére egyre valószínűbbé vált, hogy az amerikai monetáris politika már nem tehet sokat a reálgazdaságért, miközben a fiskális politikát a politikai érdekharcok bénították meg.
- **De növekvő világgazdaság.** Ha az S&P500 nem az USA-nál kevésbé csökkenő ütemben növekvő világgazdaságba mélyen beágyazott multikból állna, az index esése véleményünk szerint jóval nagyobb lett volna a lassuló amerikai reálgazdaság miatt.

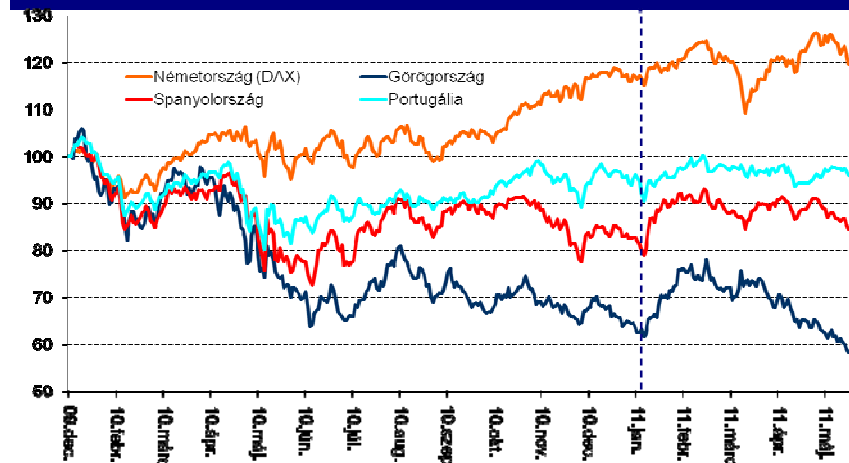
EU - az adósságválságok évtizede?

DAX és IFO várakozások alindex



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

A problémás Eurózóna tagországok részvényindexei

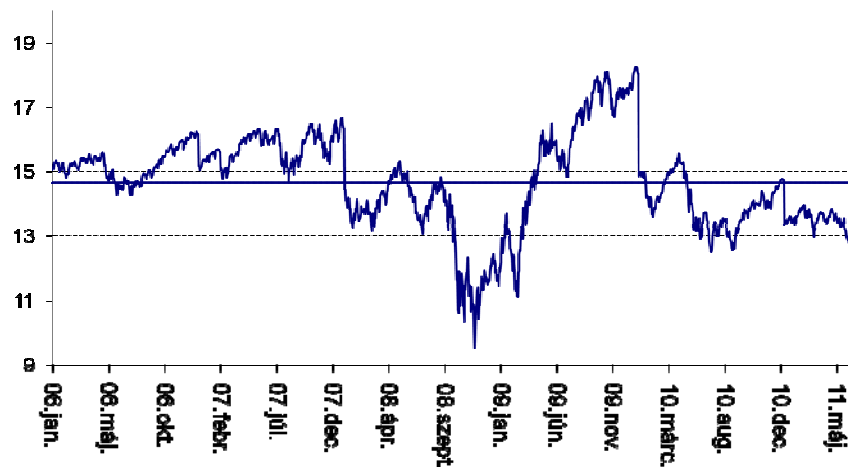


Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

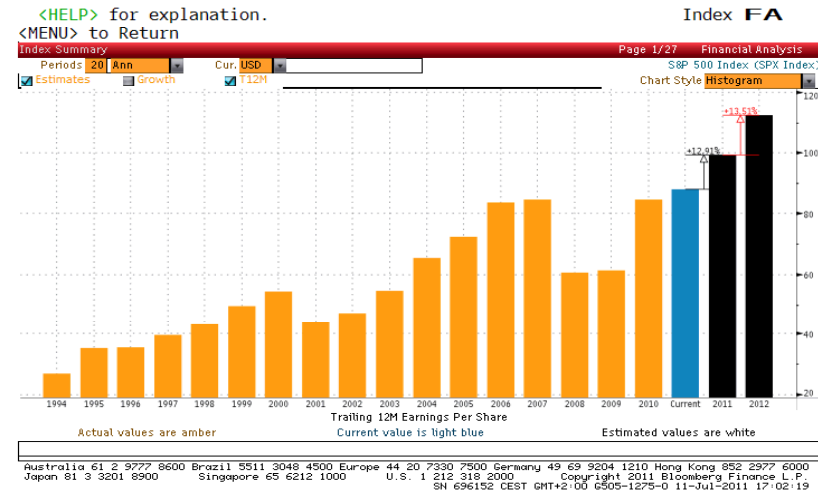
- **Izgalom.** A globális tőkepiacokon május-június folyamán a görög adósságtörlesztés borzolta leginkább a kedélyeket rövid távon, miközben a rendszerszintű probléma megoldatlan maradt.
- **Megnyugvás.** A görög megszorító csomag, illetve a konkrét implementáció megszavazása után azonban június végére megnyugodtak a piacok és egy hét alatt korrigálták is a május elején kezdődő esést a főbb európai indexek.
- **DAX vs. periféria.** A DAX közel 5%-ponttal felülteljesítette a Eurostoxx 50 indexet az év első felében, annak ellenére, hogy a német cégek is érzik a periféria fájdalmát, illetve a lefelé konyuló IFO gazdasági várakozások al-indexet, és a szintén lefelé konyuló ZEW indexet.
- **Megoldás.** Úgy gondoljuk az európai adósságválság olyan szintre eszkalálódhat, ahol a német cégek hatékonyságát is elmoshatja a szenvedő periféria. Ha azonban időben létrejönne egy fiskális unió (ami nem az alapforgatókönyvünk), akkor a DAX újból ostromolhatná a 8000-es határt.

Nem kirívó értékeltség, de (túl) optimista elemzők

S&P előretekintő P/E



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

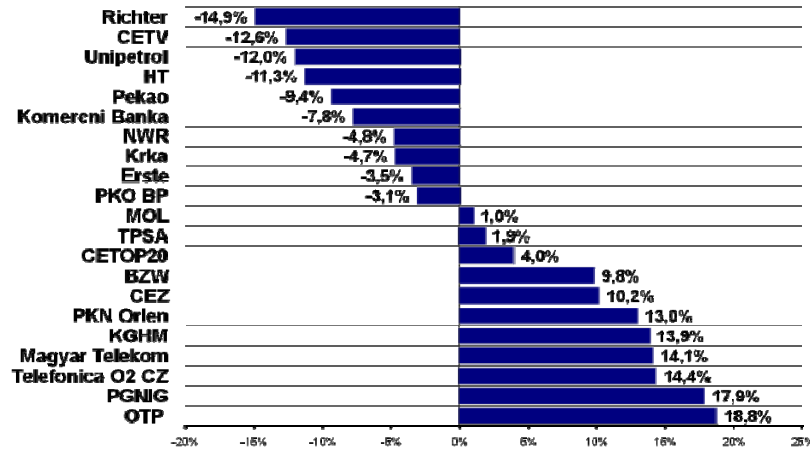


Forrás: Bloomberg

- **Az elemzők optimizmusa szerintünk túlzó.** A „bottom-up” elemzők véleményünk szerint még mindig rendkívül optimistán tekintenek a jövőbe. Mint arra már az előző elemzéseinkben rámutattunk, az USA piacon 13-14%-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.
- **Miért?** Az elemzői optimizmus mértéke véleményünk szerint eltúlzott. Az olaj és élelmiszerárak magas szintje nagyobb mértékben csökkentheti a vállalati profitmarzsokat és a fogyasztó erejét, mint azt az elemzők gondolják. De ennél is fontosabb ok a közelgő megszorítások keresletcsökkentő ereje, mind az USA-ban mind pedig az EU periféria országokban (és úgy tűnik Magyarországon is).

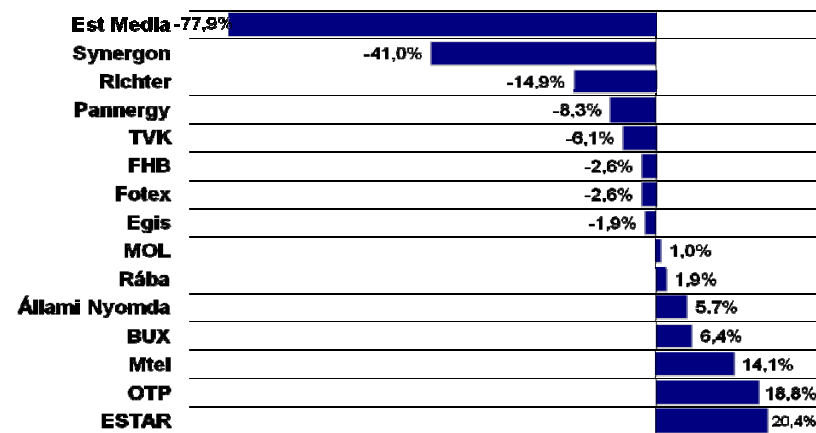
OTP és Mtel az élmezőnyben, a MOL és a Richter nagyon lemaradt

CETOP20 tagok teljesítménye YTD



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

BUX tagok teljesítménye YTD



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

- A magyar részvények a régió élmezőnyében zárták az év első felét, az OTP vezényletével. A Széll Kálmán futta OTP mellett 1H11 inkább a defenzív cégekről szólt a régióban.
- **Az OTP fundamentumai még érdemben nem javultak 1H11-ben**, a bank egyelőre még mindig nem tud stabilan, a saját tőke költségénél jelentősen magasabb RoE-t termelni, mégis 30-40%-kal könyv szerinti értéke felett forog. A hatalmas árfolyam-emelkedés ezért inkább a Széll Kálmán Tervnek, és annak hátán a saját tőke költségének várt csökkenésének és/vagy a RoE várt jövőbeli növekedésének tudható be.
- **Figyelemre méltó a MOL 12%-os esése 2Q11-ben.** Az eddig Kelet-Közép-Európa legjobban menedzselte integrált olajipari vállalatának tartott MOL befektetői megítélése most romlott le igazán, a befektetők elidegenedtek a papírtól. Ennek legfőbb oka a vezérigazgató ellen intézett tisztázatlan háttérű támadás és a növekedés motorjának számító INA részesedés (vagy a kedvezőbb forgatókönyv esetén csak a kontroll) esetleges elvesztéséről szóló hírek voltak.

Összegzés

- A már többször említett kockázatok nem tűntek el a rendszerből, bár rövid távú megoldások, elodázások történtek/történhetnek. Igaz ez a görög adósságválságra, a többi peremállam hitelminősítésére és finanszírozhatóságára, de az amerikai adósságnövekedésre és a feltörekvő országok monetáris szigorító intézkedéseire is.
- Véleményünk szerint az amerikai gazdaságpolitika nem lesz képes arra, hogy tovább ösztönözze a kereslethiány-beruházáshiány-munkanélküliség ördögi körében szenvedő gazdaságot. Nem beszélve arról, hogy a természetes, ciklikus kilábalást drasztikusan lassítja a lakosság és a kormányzat lassú hiteltörlesztése. Egy esetleges QE3 hatása az eszközárak tekintetében is jóval tompítottabb lehet majd, mint elődeié, nem beszélve a reálgazdasági hatásról. Az egyik legérdekesebb rész kérdés, hogy az állampapír aukciókat korábban domináló FED helyét milyen befektetői kör veszi át.
- Ami az EMU-t illeti, kíváncsian várjuk, mikor lesz végre a tárgyalások napi témája a költségvetési politikák összehangolása, hiszen e nélkül már nehéz elképzelni egy jól működő monetáris uniót.
- A második negyedéves vállalati gyorsjelentések során fény derülhet arra, hogy a lefelé forduló előrejelző makro-indikátorok mennyire szivárogtak át a mikro szférába. Ezekre már július közepétől érdemes fokozottabb figyelmet fordítani.
- Magyarország egyelőre eminens diáknak számít az EU padsoraiban. Az utóbbi években talán nem szokványos megállapítás, de a fentieket szintetizálva arra a következtetésre jutottunk, hogy a hazai tőkepiacok felülteljesíthetők lehetnek az előttünk álló negyedévekben is.