

**Vagyonkezelői beszámoló az
Allianz Nyugdíjpénztár
Igazgatósága részére
2011. III. negyedév**

Budapest, 2011. október 10.

Allianz 

Portfólió teljesítmény

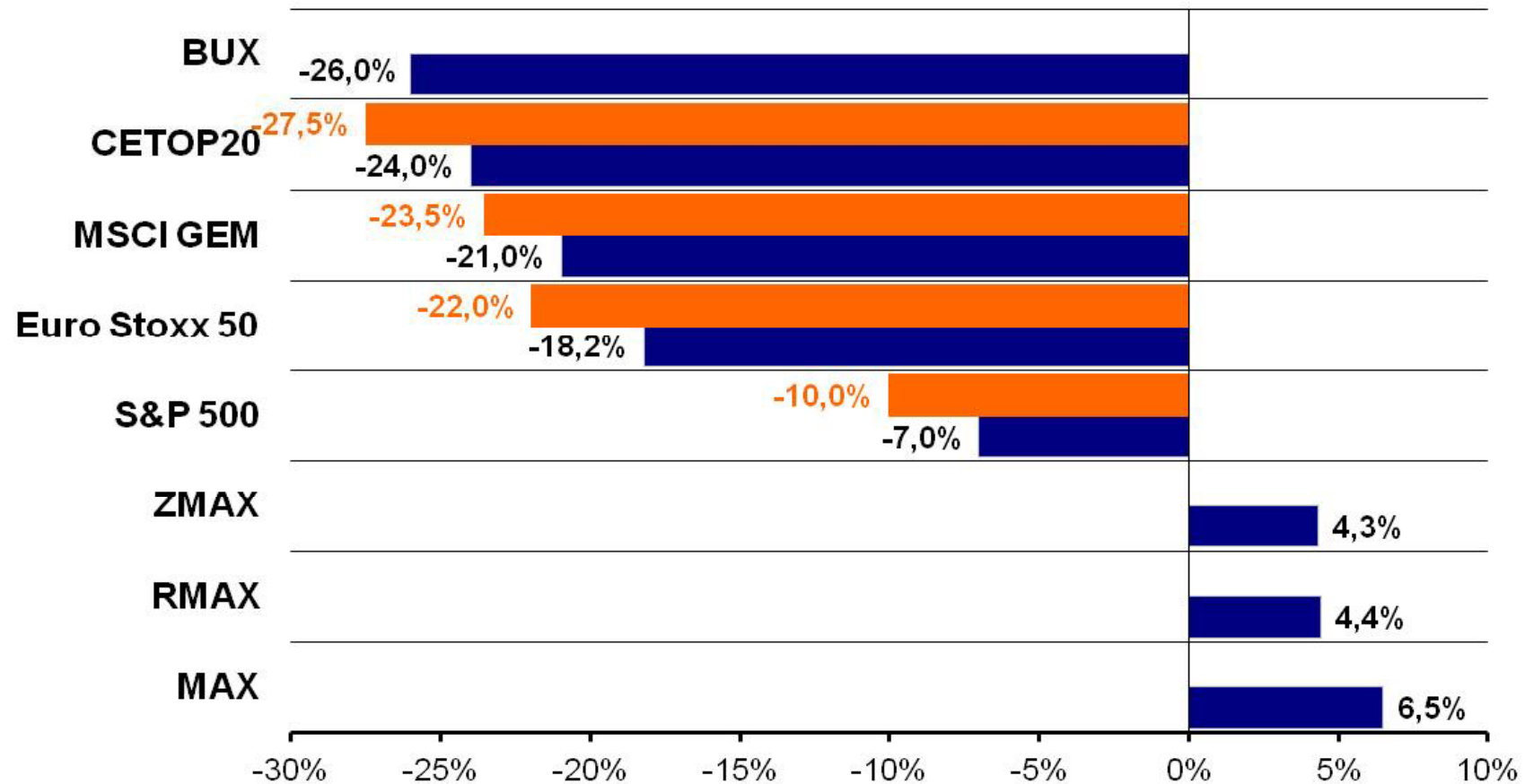
Portfóliók teljesítménye 2010.12.31-től 2011.09.30-ig

Portfóliókezelte alapok	Portfóliókezelői bruttó hozam	Benchmark hozam	Alul / Felülteljesítés	Kezdő dátum	Záró dátum
Magán Klasszikus	4,35%	4,42%	-0,07%	2010.12.31	2011.09.30
Magán Kiegyensúlyozott	1,03%	0,97%	0,06%	2010.12.31	2011.09.30
Magán Növekedési	-4,95%	-5,78%	0,83%	2010.12.31	2011.09.30
Magán Függető	4,66%	4,42%	0,24%	2010.12.31	2011.09.30
Magán LIK_MUK	2,95%	4,42%	-1,46%	2010.12.31	2011.09.30
Önkéntes Klasszikus	4,39%	4,42%	-0,03%	2010.12.31	2011.09.30
Önkéntes Kiegyensúlyozott	1,17%	1,24%	-0,07%	2010.12.31	2011.09.30
Önkéntes Középutas	-1,26%	-1,21%	-0,05%	2010.12.31	2011.09.30
Önkéntes Növekedési	-4,24%	-4,79%	0,55%	2010.12.31	2011.09.30
Önkéntes Kockázattalaló	-13,89%	-16,28%	2,39%	2010.12.31	2011.09.30
Önkéntes Függető	5,88%	4,42%	1,47%	2010.12.31	2011.09.30
Önkéntes Szolgáltatási	4,37%	4,42%	-0,05%	2010.12.31	2011.09.30
Önkéntes LIK_MUK	4,34%	4,42%	-0,07%	2010.12.31	2011.09.30

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

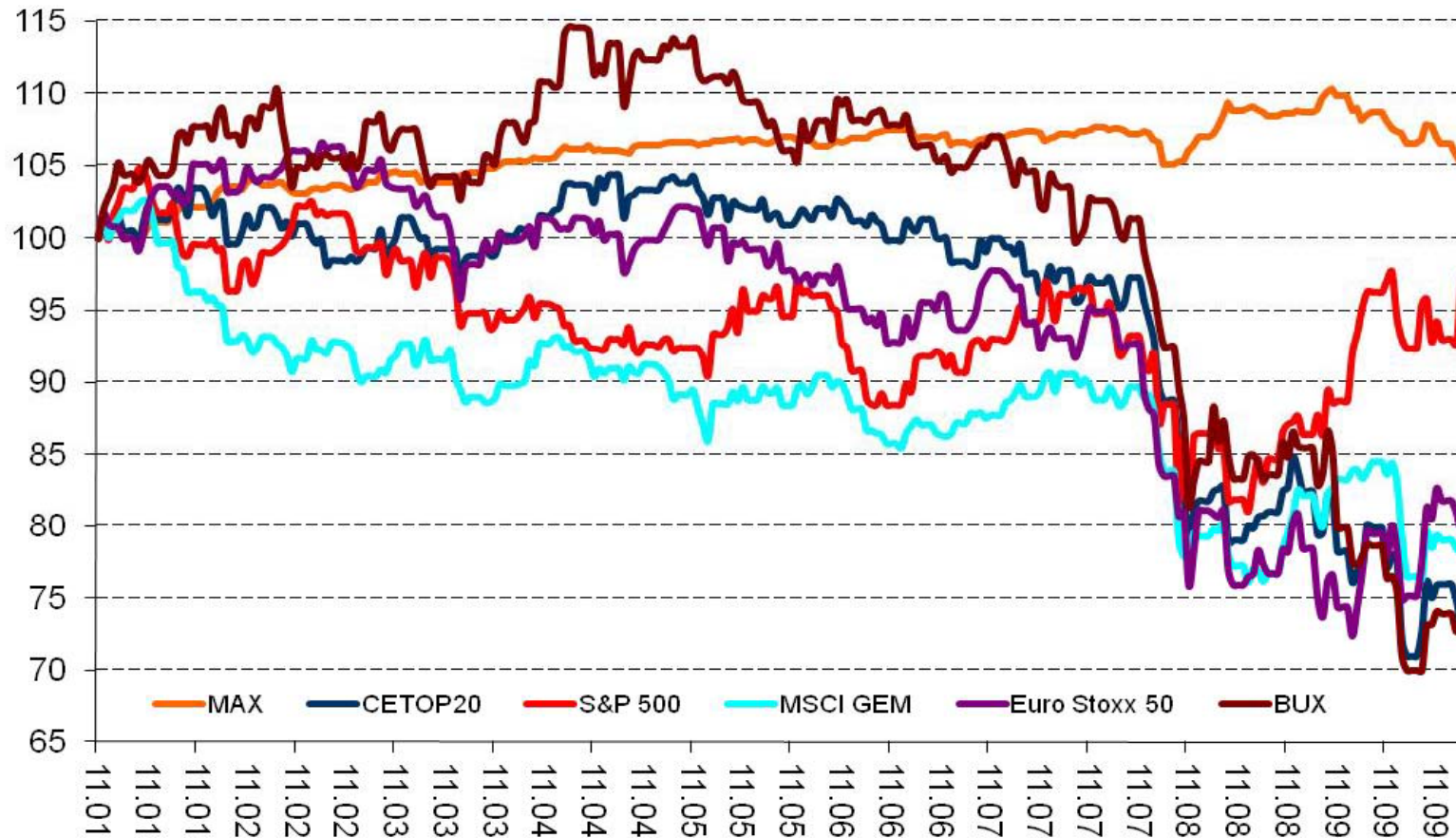
Főbb indexek YTD teljesítménye (HUF-ban és saját devizában)



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

Benchmark indexek teljesítménye

Főbb indexek alakulása (HUF)



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

Globális trendek I.

EMU: megoldatlan adósságprobléma, kínai szerepvállalás

- Az Európai Monetáris Unió (EMU) a harmadik negyedévben sem tudott kikecmeregni az adósságválság által generált problémákból. Görögország folyamatosan a befektetői figyelem középpontjában volt, Olaszország, Portugália, Spanyolország és Írország piacaira a globális hangulattól függően visszavisszatért az eladói nyomás.
- Görögország esetében bizonyossá vált, hogy a probléma az eredetileg megszavazott (EU – IMF: 109 mrd EUR) csomaggal nem oldható meg, a hellén állam a 2011-es költségvetési vállalásait sem tudja teljesíteni, és ami ennél is fontosabb: gyakorlatilag semmilyen esély nem mutatkozik arra, hogy Görögország menedzselt államcsőd (+haircut) nélkül belátható időn belül a piacról tudja finanszírozni magát.
- A görög kérdés két érdekes, és eddig nem megoldott problémakörre hívja fel a figyelmet:
 - Az EMU jelenleg nem képes kezelni a tagállamok közötti fejlettségi különbséget: a maastricht-i kritériumok meglehetősen laza megkövetelése most bosszulja meg magát. Nehezen képzelhető el, hogy Spanyolország magas adósságállományának csökkentése figyelembe véve a 20%-ot meghaladó munkanélküliséget és az építőipar felé polarizált gazdaságot, hasonló lépéseket kívánna meg, mit pl. Belgium deficitjének lefaragása. Bármennyire kecsegtető alternatívaként kínálkozott Kína megjelenése a lehetséges finanszírozók körében, a források felhasználásának a jelenlegi európai helyzetben politikailag vállalhatatlan ára van.
 - Az EMU végre felismerte, hogy a kiváltó okok mellett a válság terjedési csatornáit is kezelnie kell.

Globális trendek II.

EMU: megoldatlan adósságprobléma, Görögország esete

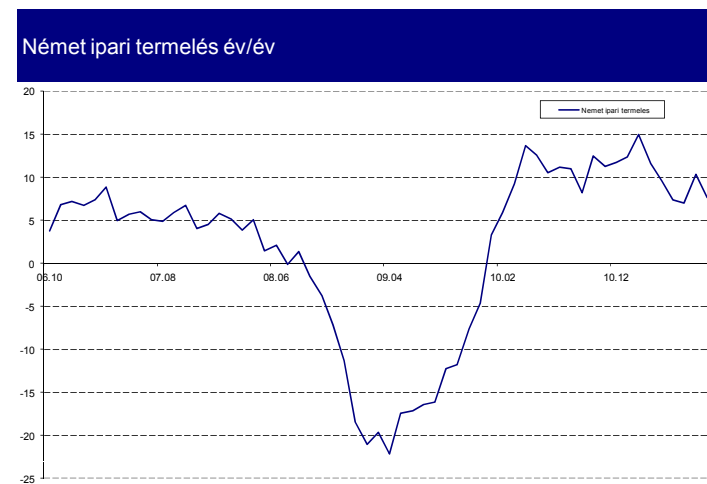
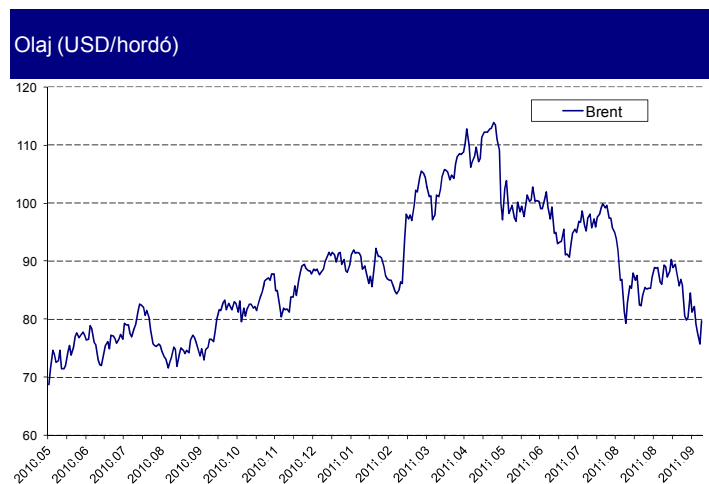
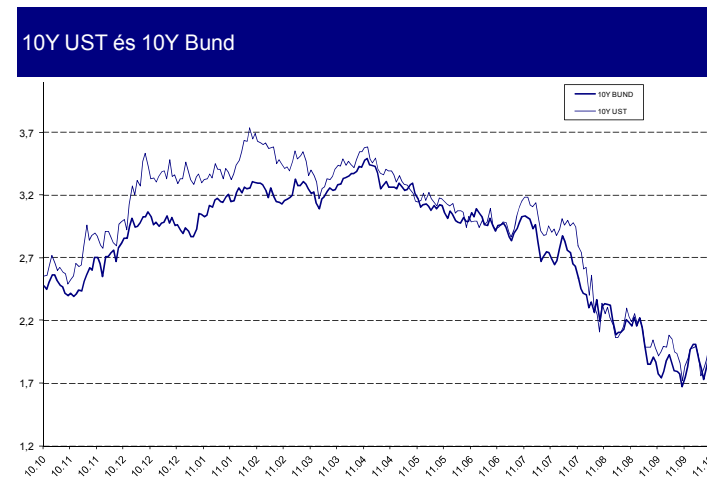
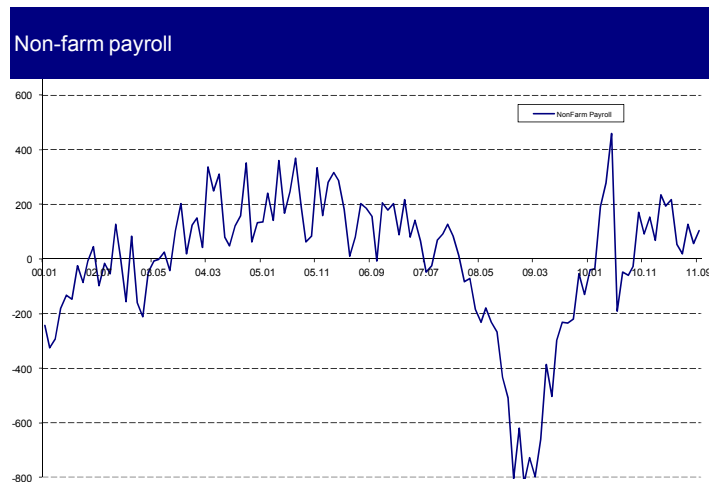
- Az év hátralevő részében várakozásaink szerint a politikai érdekötközések miatt tovább csúszik az Európai Monetáris Unió tényleges, átfogó költségvetési reformja, mely magában foglalná egy egységes kincstár, s ezzel együtt az egységes finanszírozás kialakítását is. Ezzel feloldódna a közös monetáris politika és a koordinálatlan költségvetési politika közötti ellentét, mely így viszont rendre újratерemti a mostani kedvezőtlen helyzetet.
- Görögország finanszírozása csak október végéig megoldott, onnantól elkerülhetetlen a további külső segítség. Meglátásunk szerint ezzel azonban nem jár majd a magasabb ütemű privatizáció, mely esetleg fedezetet adhatna a további kölcsönökhöz.
- Meglátásunk szerint a fejlett gazdaságok elhúzódó recesszió-közeli állapota elegendő motiváció lesz ahhoz, hogy ezeken az akadályokon felülemelkedve szorosabbá fűzzék a fiskális politikák integrációját. Ellenkező esetben az EMU a jelenlegi formájában működésképtelenné válik az északi országok erőteljesen csökkenő finanszírozási hajlandósága miatt.
- Az EMU végre felismerte, hogy a kiváltó okok mellett a válság terjedési csatornáit is kezelnie kell: a bankrendszer (ill. 1-2 kiemelt bank) feltőkésítésével az országok „időt vásárolhatnak” maguknak, így erőfeszítéseik a spekulatív támadások kivédése helyett a strukturális problémák megoldására összpontosulhatnak.

Globális trendek III.

USA: adósságlimit, operation twist

- Az Egyesült Államok gazdasága a harmadik negyedévben sem tudott érdemi növekedést produkálni, bár a kormány és az ellenzék végül megegyezésre jutott az adósságplafonnal kapcsolatban és a jegybank szerepét betöltő FED is újabb programot jelentett be – igaz ezúttal nem a monetáris bázist bővítették, csupán a hozamgörbe hosszabb lejáratúin indítottak vásárlásokat egy 400 mrd USD program keretében.
- Az USA növekedési kilátásainak javulását két kritikus ponton érdemes követni: munkaerőpiac, lásd aktív népesség aránya, ellátásban töltött idő, új munkahelyek száma a mezőgazdaságon kívüli szektorokban, illetve a termelési mutatószámok, lásd ipari termelés, készletállomány változása, tartós ipari cikkek megrendelés állománya. Sajnos ezek közül egyik területen sem látunk érdemi javulást, ami alacsony GDP növekedésre utal, csakúgy mint a feldolgozóipari aktivitási indexek „prices paid” és „prices received” alindexeinek közeledése (várhatóan szőkülő vállalati marzsok).
- Meglátásunk szerint ebből a helyzetből a harmadik negyedévben bejelentett 447 mrd USD összértékű foglalkoztatási program sem mutat kiutat: ez az összeg egyszerűen túl nagy ahhoz, hogy az adósságplafon-vita után egyben, változtatás nélkül keresztülmenjen a amerikai törvényhozás alsó- és felsőházán egy évvel az elnökválasztás előtt. Csakúgy, mint Európában, itt is arra számíthatunk, hogy a politikai csatározások szétmorzsolják az érdemi reformok lehetőségét.

Globális trendek IV.



Hazai makrofolyamatok I.

Alacsony növekedés, aggasztó költségvetési folyamatok, nyugdíjvagyon-transzfer

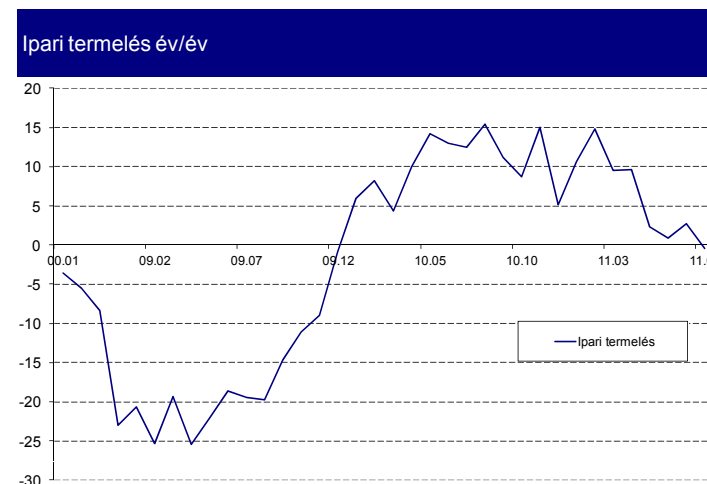
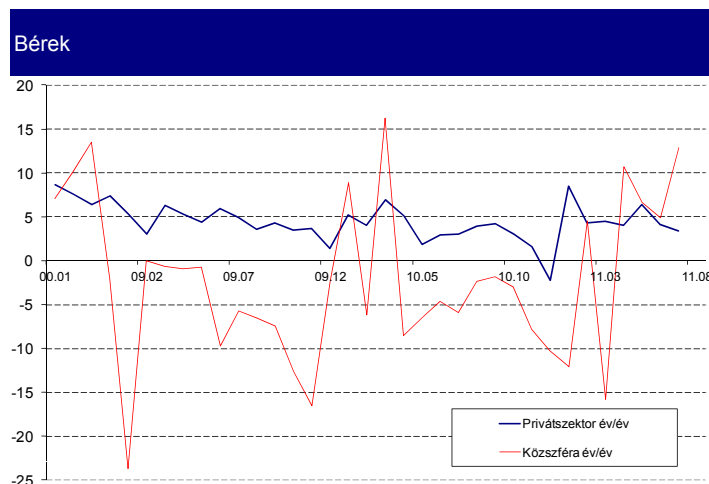
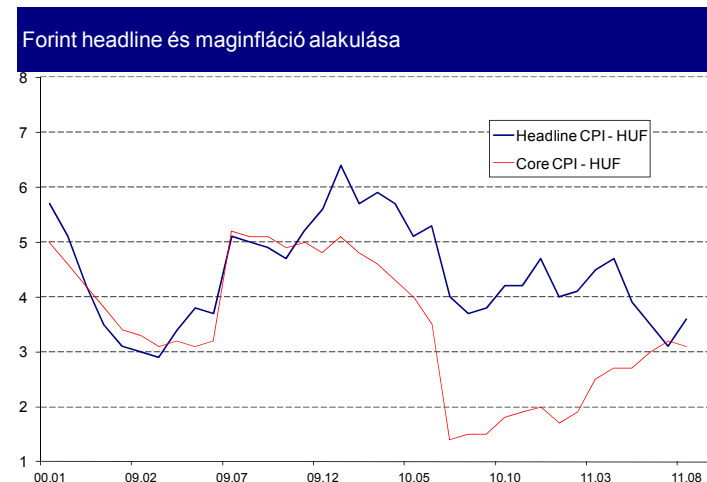
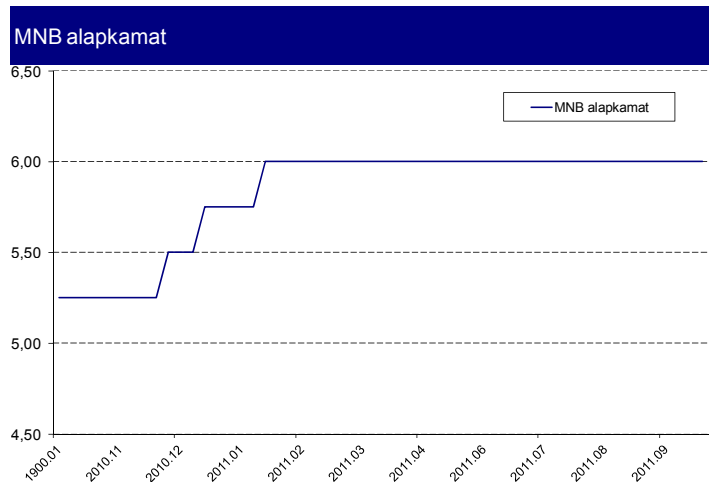
- Az MNB a negyedév során nem változtatott 6%-on álló alapkamatán, kommunikációjában azonban felhívta a figyelmet a jelenlegi helyzet kettősségére: míg tisztán növekedési és inflációs folyamatok alapján a monetáris grémium lát teret az enyhítésre, az ország romló külső megítélése és a kormányzat bankrendszert érintő elképzelései miatt emelkedett a forint elleni spekuláció esélye, ami akár kényszerű kamatemelést is eredményezhet.
- Ipari aktivitásunk a harmadik negyedévben sem tudott kilépni a csökkenő trendből, év/év alapon a mutató ismét negatív tartományban jár. A német gazdaság hasonló mérőszámának korrekciója miatt ez a folyamat várható volt, ám a hazai növekedési kilátásokat illetően meglehetősen borús képet fest ez a folyamat.
- Külkereskedelmi aktívumunk ennek ellenére pozitív maradt – ami abból ered, hogy belső fogyasztásunk tovább csökkent (kiskereskedelmi forgalmunk év/év alapon ismét csökkenést mutatott) és az így kieső importhányad még szűkülő exportlehetőségek mellett is fent tudta tartani a külkereskedelem pozitív szaldóját.
- A felfokozott várakozások ellenére kiábrándítóan alacsony, csupán 1,5%-os volt a GDP növekedés hazánkban a második negyedévben, ez messze elmarad a 2011-es költségvetésben szerepeltetett eredeti makrogazdasági pályától. Ennek köszönhetően a kormány a költségvetési hiánycél tartása érdekében újabb tartalékok zárolásáról döntött.

Hazai makrofolyamatok II.

Alacsony növekedés, aggasztó költségvetési folyamatok, nyugdíjvagyontranszfer

- Költségvetési hiányunk lefutása (az elmúlt évekkel összehasonlításban) aggasztó képet fest: strukturális hiányunk duplája a tavalyi hasonló időszakban nyilvánosságra hozott adatnak. A költségvetési hiány az év első 9 hónapjára vetítve elérte az eredeti cél 228%-át, a módosított költségvetési terv 111%-át (a kettő közötti eltérést a különadók fedezik – amennyiben az EU nem vonatja vissza a Telekom-adót).
- A negyedév során lezajlott a nyugdíjvagyontranszfer, a pénztárak összesen közel 1400 milliárd forint értékben transzferáltak állampapírokat az ÁKK-nak (ez azonnal csökkentette az államadósságot). A transzferben szereplő egyéb vagyonelemek (részvények, befektetési jegyek, ETF-ek) értékesítését az ÁKK, mint vagyonekezelő az év hátralevő részében tervezi megvalósítani.
- A nyugdíjvagyontanszfer elemeinek értékesítésével meglátásunk szerint az idej költségvetési hiány mindenképpen tartható lesz (eredményszemléletű megközelítésben a többlet gyakorlatilag garantált), ám a jelenlegi makrogazdasági környezetben a 2012-re tervezett növekedés (1.2%/év) is túlzottan optimistának tűnhet, emiatt a megszokottnál is több kockázat övezi a jövő évi hiánycél megvalósíthatóságát (GDP 2.5%)
- Ezek alapján az egykulcsos SZJA rendszerben eszközölt módosítások és a különadók meghosszabbítása mellett további lépésekre kényszerülhet a kormányzat a befektetői bizalom megőrzése érdekében: jelenleg a hangsúly a bevételek növelése felé tolódott (ez visszafogja az egyébként is gyenge növekedési kilátásokat) így a kiadáscsökkentés terén látunk még lehetőséget a javulásra. Sajnos az eddig megismert 2012-es költségvetési tervben kevés erre utaló jel szerepelt, így azt sem tartjuk elképzelhetetlennek, hogy ezeket a lépéseket a piac kényszeríti majd ki.

Hazai makrofolyamatok III.



Hazai állampapír piaci folyamatok I.

Változatlan alapkamat, drasztikusan romló külső megítélés

- Kiemelkedően magas volatilitás mellett zajlott a kereskedés a harmadik negyedévben a hazai állampapírpiacra. Bár az alapkamat változatlan maradt az elmúlt ülések során, a piaci szereplők a 3x6 FRA jegyzések alapján augusztus végén még 25-50 bp-os kamatcsökkentést áraztak, az összefoglaló készítésének idején viszont már 75 bp-os emelést sem tartanak kizártnak.
- Az ÁKK a harmadik negyedév során csak forintban bocsátott ki kötvényeket (lejáró devizaadósságunkat a Q2 kibocsátásból származó bevételekből fedeztük). A devizalikviditás globális romlása miatt erősen negatív tartományba csúszó bázis-swapok miatt rendkívül erős kereslet mutatkozott a negyedév során a hazai diszkont kincstárjegyekre (külföldi szereplők deviza-csereügylet során a BUBOR szint alatt 250-300 bázisponttal szereztek forint forrást, ezt kincstárjegyben fektették, így gyakorlatilag arbitrázs-ügyletet kötöttek – ez magyarázza az állományemelkedés jelentős részét). A hosszabb kötvények esetében más befektetői réteg érdeklődéséről beszélhetünk: a 2013-2014-es lejáratoknál rendkívül erős tengerentúli aktivitás az alacsonyan maradó FED alapkamat miatt jelent meg, míg a hosszabb terminéknél a korábban kiépített short pozíciókat likvidáltatta a piac nagy részével egyetlen szereplő.
- A másodpiaci hozamgörbe drasztikus mértékben emelkedett a negyedév során: a rövid lejáratok (1-3 év) 30-50 bázisponttal kerültek magasabbra, az ennél hosszabb államkötvények benchmark hozamjegyzése közel 100 bázisponttal tolódott feljebb. A görbe meredeksége szeptember elejéig emelkedett, utána komolyabb ellaposodást figyelhettünk meg (ekkor épültek be a kamatemelési várakozások a jegyzésekbe).

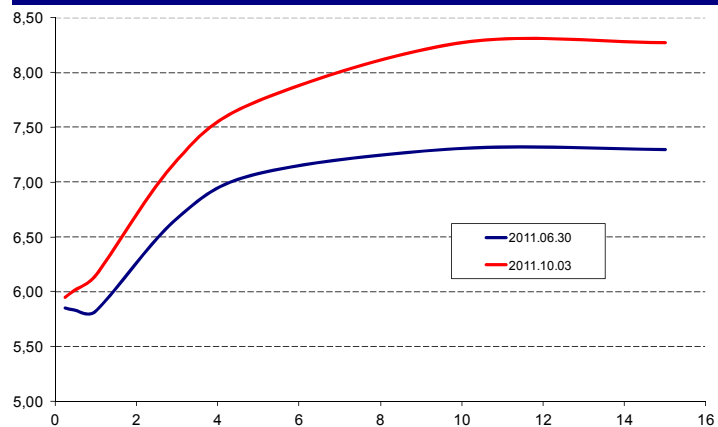
Hazai állampapír piaci folyamatok II.

Változatlan alapkamat, drasztikusan romló külső megítélés

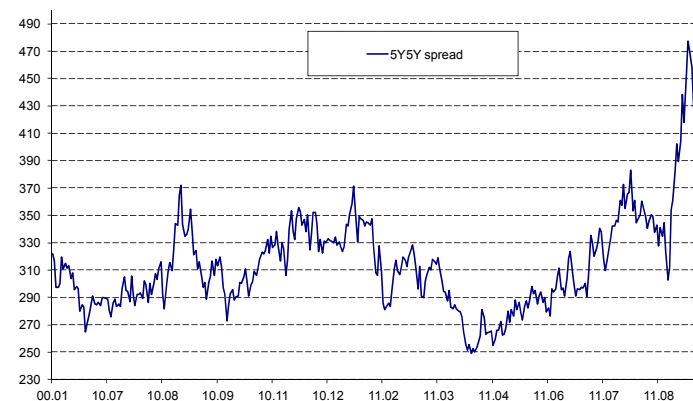
- Az év hátralevő részében hasonlóan fokozott volatilitás melletti kereskedésre számíthatunk a hazai állampapírpiacra. Tekintve, hogy az összefoglaló készítésének időpontjára a hazai CDS jegyzések és az 5x5 forward spread alakulása közötti divergencia lezárult, azaz a korábbi nyomott hozamszintekhez képest a hosszabb lejáratok 8-8,5% közötti jegyzésre közelít a külső megítélésünk által indukált szintekhez, feltételezzük, hogy komolyabb felfelé mutató kockázatok már nincsenek a hosszú oldalon. Ezt alátámasztja az is, hogy a kormánynak bőséges mozgástere van ahhoz, hogy a 2011-es költségvetési hiányt a tervezett mértékre mesterségesen „beállítsa”.
- A 2012-es finanszírozással kapcsolatban már komolyabb kérdések merülhetnek fel – így a részletes költségvetési tervek nyilvánosságra kerülése után ismét fokozott piaci turbulenciára számíthatunk. Az ÁKK azonban 2011-ben már megmutatta, hogy bölcs előrelátással és jó piaci időzítéssel tud deviza forrást bevonni, s deviza-előfinanszírozással elejét tudja venni a forint elleni spekulációnak. Nem tartjuk kizártnak, hogy hazánk már a 2012-es finanszírozási igény egy részét demonstratív céllal még idén fedezi: ezzel nyugalmat hozva a forint piacára is. Ennek egyik eszköze lehet az új befektetői körök megcélzása (kapcsolatfelvétel Kínával és az Öböl-országok alapjaival).
- Várakozásaink szerint gondos kommunikációval és jól ütemezett finanszírozási lépésekkel elkerülhető az MNB kommunikációjában már szereplő esetleges kényszerű kamatemelés, így a hazai hozamok 2011 hátralevő részében a jelenlegi szintekhez képest csökkenhetnek, és ez a trend az ECB kamatcsökkentésével folytatódhat 2012-ben is.

Állampapírpiac

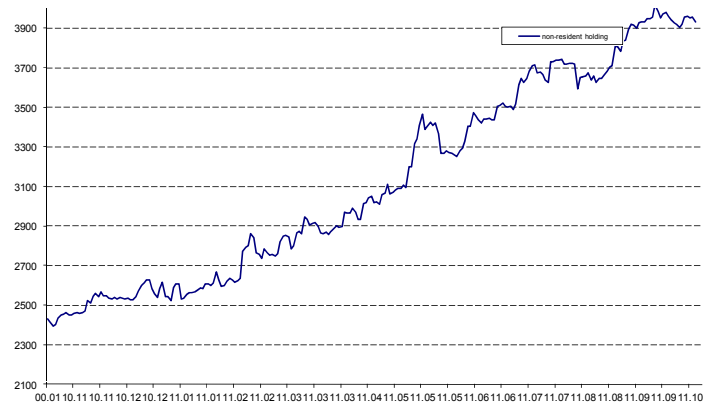
HGB görbe változása



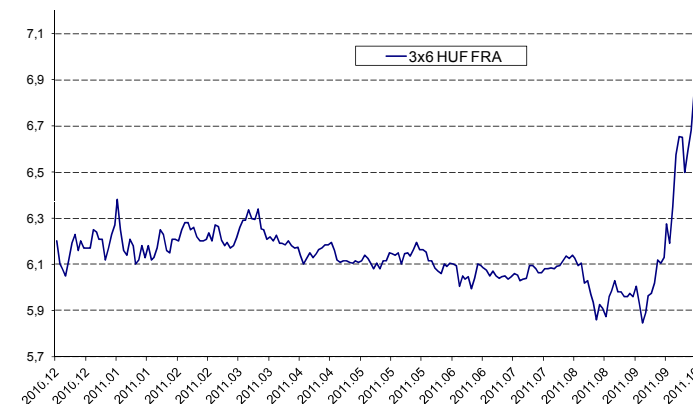
5Y5Y spread EUR curve felett (bp-ban)



Non-residents' HGB

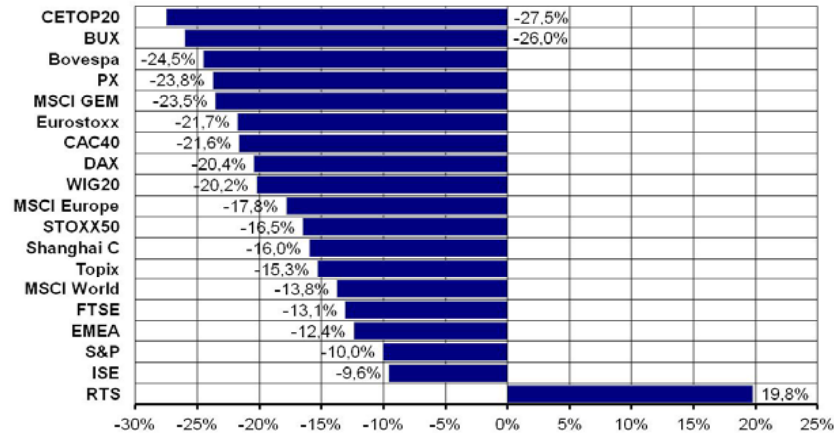


HUF 3x6 FRA



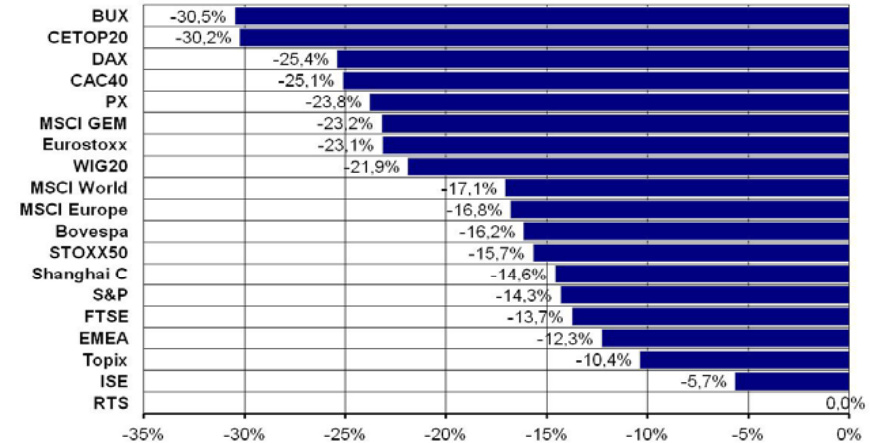
Globális tőkepiacok – tovább csökkent a kockázati étvág

A releváns részvényindexek teljesítménye YTD (saját devizában)



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

A releváns részvényindexek teljesítménye 3Q (saját devizában)

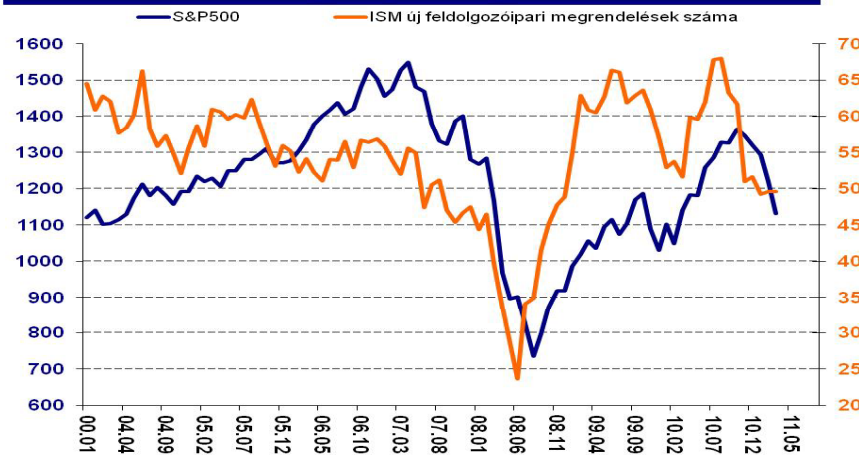


Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

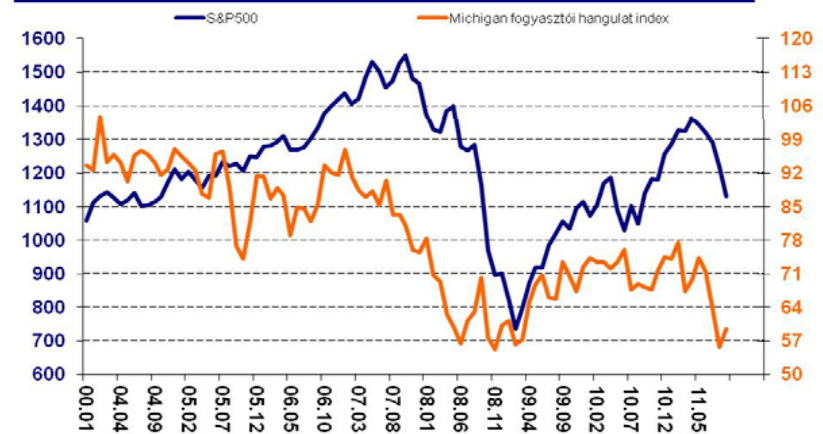
- A globális kockázat-elutasítás miatt a magyar pénz,- és kötvénypiaci BM-elemek jelentősen felülteljesítették a kockázatosabb BM elemeket.
- A 2008-2009-es válság óta nem volt ennyire katasztrofális harmadik negyedéve a részvénypiacoknak. A folytatódó görögországi adósságválság és a lassuló világgazsági aggodalmak együttese a partvonalra kényszerítette a befektetőket, akik helyenként jelentős eladással reagáltak a legkisebb hírekre is. Egyre többször láthatunk arra példát, hogy Európa vezeti Amerikát a korábbi fordított felállással ellentétben.
- Az S&P index bár jóval nyugodtabb volt az európainál, nem sikerült visszatérnie emelkedő csatornájába, de mégis felülteljesítő volt a harmadik negyedévben.
- 2002 óta nem ment ki zsinórban ilyen sokáig tőke a fejlődő piacokról, ezért ezek a piacok ismét alulteljesítőek voltak. Ezt a magyar részvénypiac különösen megsínylette. Kérdés, hogy ez a trend mikor fordul.

USA - Nincs stimulus, nincs növekedés

S&P500 és ISM feldolgozóipari megrendelések



S&P500 és Michigan fogyasztói hangulat index



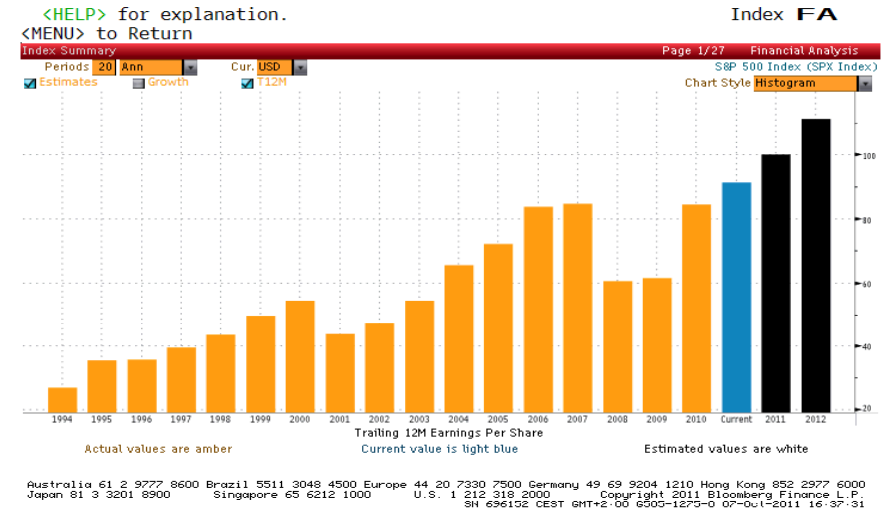
- **Operation twist.** A Fed „görbelaposító” akciójának bejelentése némi csalódást keltett a piacokon. Ez azonban rövid életűnek bizonyult, a befektetők többségének szeme gyorsan Európára szegeződött, és megkezdődött az európai piacok (DAX, Stoxx 50) jelentős alulteljesítése.
- **Vége a stimulusnak, lassul a gazdaság.** Miközben az amerikai részvényeket is elsősorban a görög csődvalószínűség mérlegelése és a nagyobb periféria országok köré építendő „tűzfal” építése körüli hírek mozgatták 3Q11-ben, továbbra sem vált egyértelművé, hogy átmeneti-e az USA gazdaságának lassulása. A makrogazdasági előrejelző indikátorok lefelé fordultak, bár ennek hatása a 2Q11-es vállalati számokban még nem jelent meg érdemben, hiszen a „multik” fejlődő piaci kitétséget tompítja a makrogazdaság rezgéseit. Az utolsó adatok alapján úgy tűnik, egy alacsony szinten stabilizálódnak az előrejelző indikátorok.
- **Ördögi kör.** Messzebről nézve továbbra is elmondható, hogy 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.

Nyomott értékeltség, de még mindig optimista elemzők

S&P előretekintő P/E



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő



Forrás: Bloomberg

- **Az S&P500 előretekintő P/E ráta 11-szeres értéke közel van a historikus mélyponthoz.** A „bottom-up” elemzők még mindig nagyon optimistán tekintenek a jövőbe az amerikai vállalatokat illetően, de a németekre ez még inkább igaz. Az EPS előrejelzések érdemben nem csökkentek. A 2Q jelentésben hangoztatott kritikák után (pl.: gazdaságpolitika tehetetlensége, vállalati szektor lehetséges megadóztatása, gyenge fogyasztó, magas szinten tetőző olajár, új norma) ezúttal az amerikai részvénytőzsde mellett felhozható érvekre koncentrálnak:
 1. Az előrejelző (elsősorban ISM) és együttmozgó (elsősorban NFP) indikátorok nem esnek tovább. Az előrejelzők, inkább kisimulnak.
 2. Az amerikai vállalatoknál lévő cash, mint opció értéke nem elhanyagolható, a vállalati mérlegek nagy átlagban kitisztultak. Az amerikai vállalati szektor ismét bizonyította nagy fokú rugalmasságát.
 3. Felvásárlások hajthatják a részvénytőzsdákat.
 4. QE3 jöhet ha recesszió lesz, bár ezt erős fenntartásokkal kell kezelni.

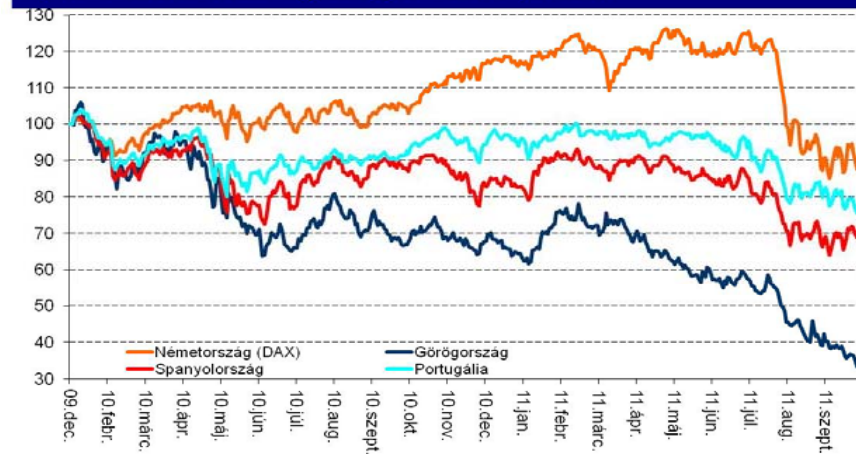
EU: a kockázati gócpont

DAX és IFO várakozások alindex



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

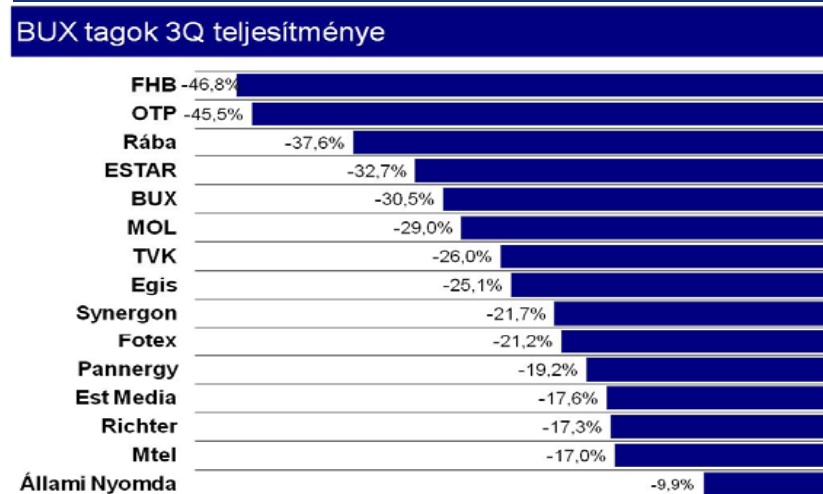
A problémás Eurózóna tagországok részvényindexei



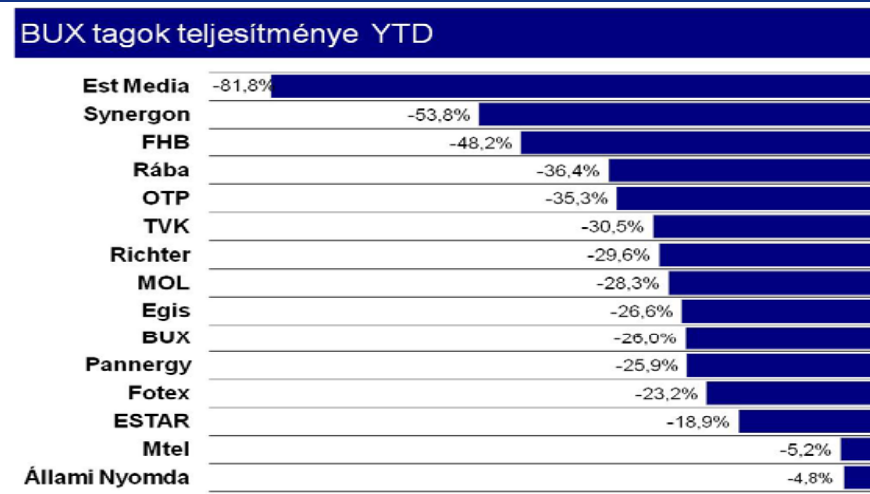
Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

- A kockázati gócpont a harmadik negyedévben inkább az Eurózóna volt.
- **Tűzfal.** A jelenlegi árak egy nagy valószínűséggel bekövetkező újabb komoly recessziót tükröznek, amit azért a jelenlegi fázisban még eltúlzottnak tartunk, egy enyhébb recesszió vagy egy elnyújtott stagnálás persze elképzelhető. Az EFSF mentőöv, ha korlátokkal is, de lassan feláll. (Már csupán Szlovákiának és Hollandiának kell még megszavaznia.) Ha a bankokat is sikerülne körbebástyázni (vagyis feltőkésíteni szintén az EFSF keretből), akkor nyugodtabban lehet elengedni a görögök kezét. Ha a tűzfal felhúzása egy szigorúbb, jobb esetben akár szerkezeti átalakításokat is tartalmazó spanyol és olasz költségvetéssel is párosulna, akkor akár hosszú távon is pozitív véleményt fogalmaznánk meg az európai részvénytőzsiacra. A közép távú megoldásnak heteken belül meg kell születnie, mert a Dexia esete mutatta, hogy közel a vég. (Bear Stearns áthallás). A hosszú távú megoldás persze az E-bond és a fiskális unió volna.

BUX: nehéz volt ellensúlyozni a bankpapírok esését



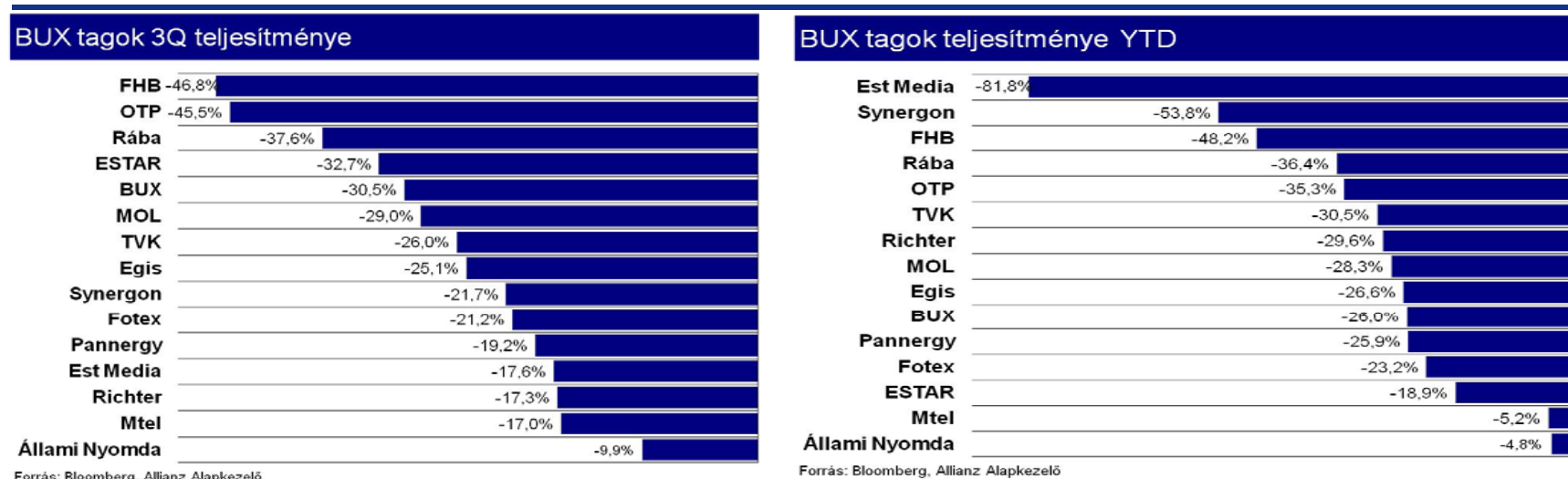
Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

- Egy meglehetősen rázós negyedéven vagyunk túl a magyar részvényt piacon, hiszen a BUX minden releváns részvényindexet alulteljesített.
- Az ország-kockázatot egyrészt növelte a kormány végtörlesztésre vonatkozó javaslata, amely világhírre tett szert. A legtöbb nemzetközi szereplő aggasztónak találta egyrészt a kormány ilyen mértékű visszamenőleges beavatkozását a bank és az ügyfél közötti szerződésekbe, másrészt többen féltették hazánk pénzügyi stabilitását a bankok saját tőkéjéből történő várható leírások miatt.
- Másrészt az év első felében még elhitte a piac a Széll-Kálmán tervet, a harmadik negyedévben azonban teljesen leállt a híráram a tervvel kapcsolatban, úgy tűnik leállt a megvalósítás, ezért a piac kiárazta a szerkezeti reformokat.
- A két magyar bank majdnem felezte értékét, míg a defenzív Richter és Mtel 17% körüli esésével 30,5%-os mínuszon tartotta a BUX indexet a harmadik negyedévben, miközben a MOL a BUX-szal együtt szakadt.

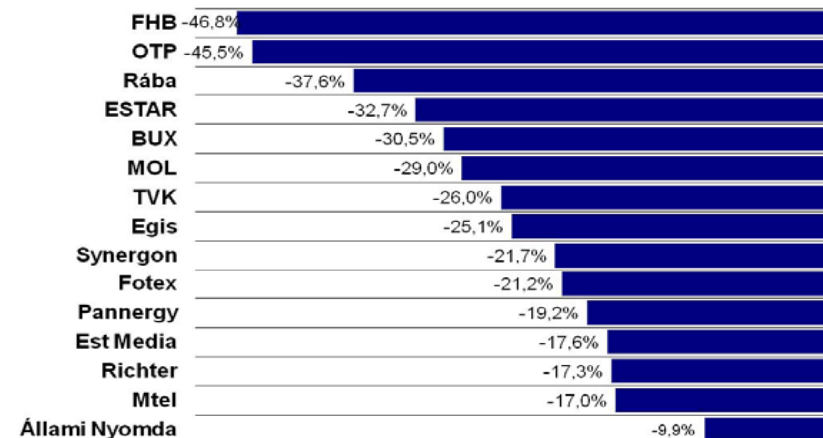
Majdnem felezték a magyar bankok



- A nagyobb jelzalog portfólióval rendelkező OTP, FHB és Erste részben a fentiekből kifolyólag közel felezték értéküket a harmadik negyedévben alulteljesítve mind a BUX-ot, mind pedig a régiós bankszektort. Bár tőkehelyzetük vélhetően elég erős marad egy komolyabb végtörlesztési ráta esetén is, a magyar növekedésük lényegében ellehetetlenül, a bizonytalanság foka hatalmas, ami a hihetetlenül magas volatilitásban is tükröződött.
- Az OTP vélhetően egy magasabb végtörlesztési ráta esetén sem kell, hogy tőkét emeljen, ugyanakkor magyar növekedés egy jó darabig nem lesz. A RoE még rövid-közép távon 10% körül maradhat, ami a jelenleg 14%-os CoE-t, és a 0% körüli várható növekedést tekintve indokolja a 0,6-0,7x körüli előre tekintő P/BV arányt. Az OTP-be való fektetés legfőbb ország-specifikus kockázata az, ha az állam további intézkedésekkel sújtja a bankszektort látván, hogy a rászorulókon nem sokat segít a végtörlesztés jelenlegi tervezete (a bankok nem támogatják az akciót alacsony THM-ű HUF hitelekkel). A globális hangulatváltozásokra továbbra is fokozottan érzékeny lesz a papír. A nagyobb indexekre vonatkozó bétája a korábbi 1-1,2-ről 1,5-1,7-re nőtt meg.

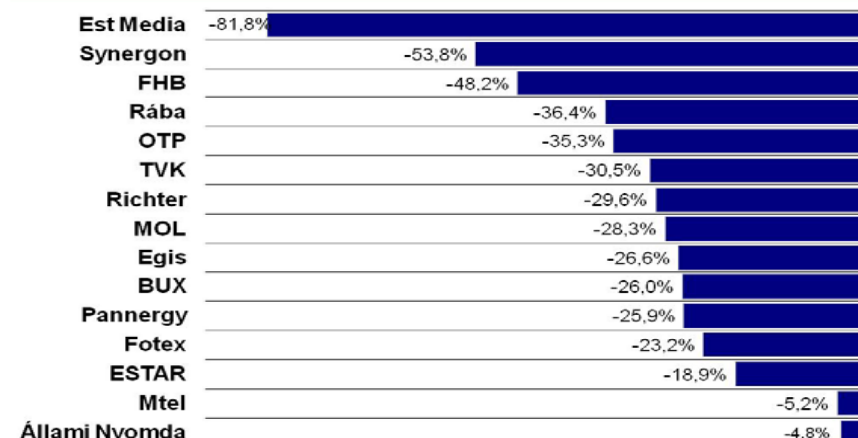
MOL, Mtel, Richter, Egis

BUX tagok 3Q teljesítménye



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

BUX tagok teljesítménye YTD



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

- MOL.** Közel 30%-ot esett a MOL is, amit indokolatlannak tartunk. Az ország-kockázat növekedése kevésbé negatív a MOL-ra nézve, hiszen annak több mint 20 országban van tevékenysége. 100 dollár fölötti Brent ár mellett a növekedés motorjának számító upstream üzletág még nincs veszélyben. Szíriában átmenetileg kiesik a termelés egy része, ami maximum alacsony egyszámjegyű csökkenést indokol a cég „fair” értékében.
- Mtel.** 17%-os esésével a harmadik negyedévben erősen felülteljesítő volt az MTelekom, hiszen a BUX 30,5%-ot esett. YTD pedig csak 5%-ot esett, míg a BUX 26%-ot. A telekom adó legitimitásától függetlenül a 10%-os várható osztalékhozam a mostani bizonytalan tőkepiaci hangulatban továbbra is vonzó, bár a kötvényhozamok emelkedése miatt egy fokkal kevésbé, mint az év első felében.
- Gyógyszerpapírok.** Bár a magyar szabályozások az Egis-t a K+F költségek alacsony szintje miatt hátrányosabban érintik, 3Q végéig a Richter mégis alulteljesítőnek bizonyult. Az október eleji Cariprazine bejelentéssel persze a Richter bőven ledolgozta a hátrányt, a projekt megfelelően beárazódott.

Kilátások

- Mivel egyelőre nem látjuk a globális gazdasági növekedés hosszú távú fenntarthatóságának receptjét, és a további monetáris lazítást csak tüneti kezelésnek tartanánk, ezért nem ajánlunk jelentős részvénypiaci felülsúlyt.
- Az EFSF mentőöv, ha korlátokkal is, de lassan feláll. Ha bankrendszer is sikerül körbebástyázni (vagyis feltőkésíteni valószínűleg szintén az EFSF keretből), akkor a piacok részben kiárazhatják a görögök csődbemenetelének kockázatát. Ha a tűzfal felhúzása egy szigorúbb, jobb esetben akár szerkezeti átalakításokat is tartalmazó spanyol és olasz költségvetéssel is párosulna, akkor akár hosszú távon is pozitív véleményt fogalmoznánk meg az európai részvénypiacra.
- A közép távú megoldásnak heteken belül meg kell születnie, mert a Dexia esete mutatta, hogy közel a vég.
- A fejlődő és a régiós piacokhoz képest is rendkívül túladott a magyar piac, ezért egy visszafogott rövid távú felülteljesítés elképzelhető. Itt megjegyzendő, hogy 2002 óta nem vontak ki zsinórban ennyi tőkét a fejlődő piacokról. Ha ebben a trendben is bekövetkezik egy forduló, abból akár a magyar részvénypiac is profitálhat. Ugyanakkor a magyar részvénypiacra szerintünk akkor lenne érdemes igazán beszállni, ha vagy nagy kényszerlikvidálásokra kerülne sor, vagy a nem ortodox gazdaságpolitika inkább szerkezeti reformokat végrehajtó gazdaságpolitikává alakulna át. Jelenleg még egyik sem történt meg igazán, úgyhogy a felülsúlyozással még várunk kell. Jelentős részvény-likvidálásokra pedig véleményünk szerint akkor kerülhet sor, ha vagy leminősítik a magyar államadósságot, vagy a politikusok „erőfeszítései” ellenére csődbe megy egy európai állam vagy bank.