

Vagyonkezelői beszámoló az Allianz Nyugdíjpénztár

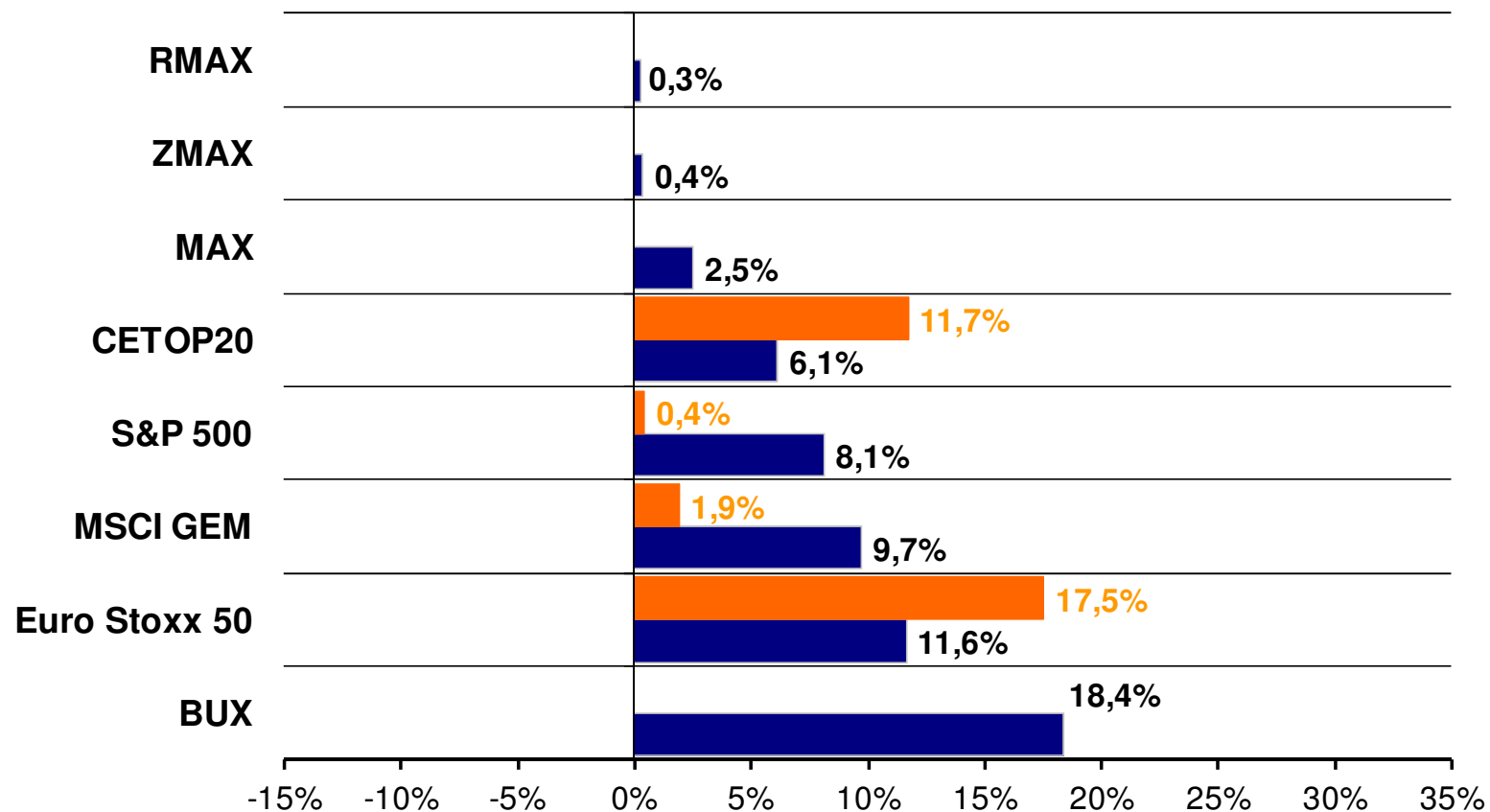
2015. I. negyedév

Budapest, 2015. április 14.

Allianz 

Indexek teljesítménye

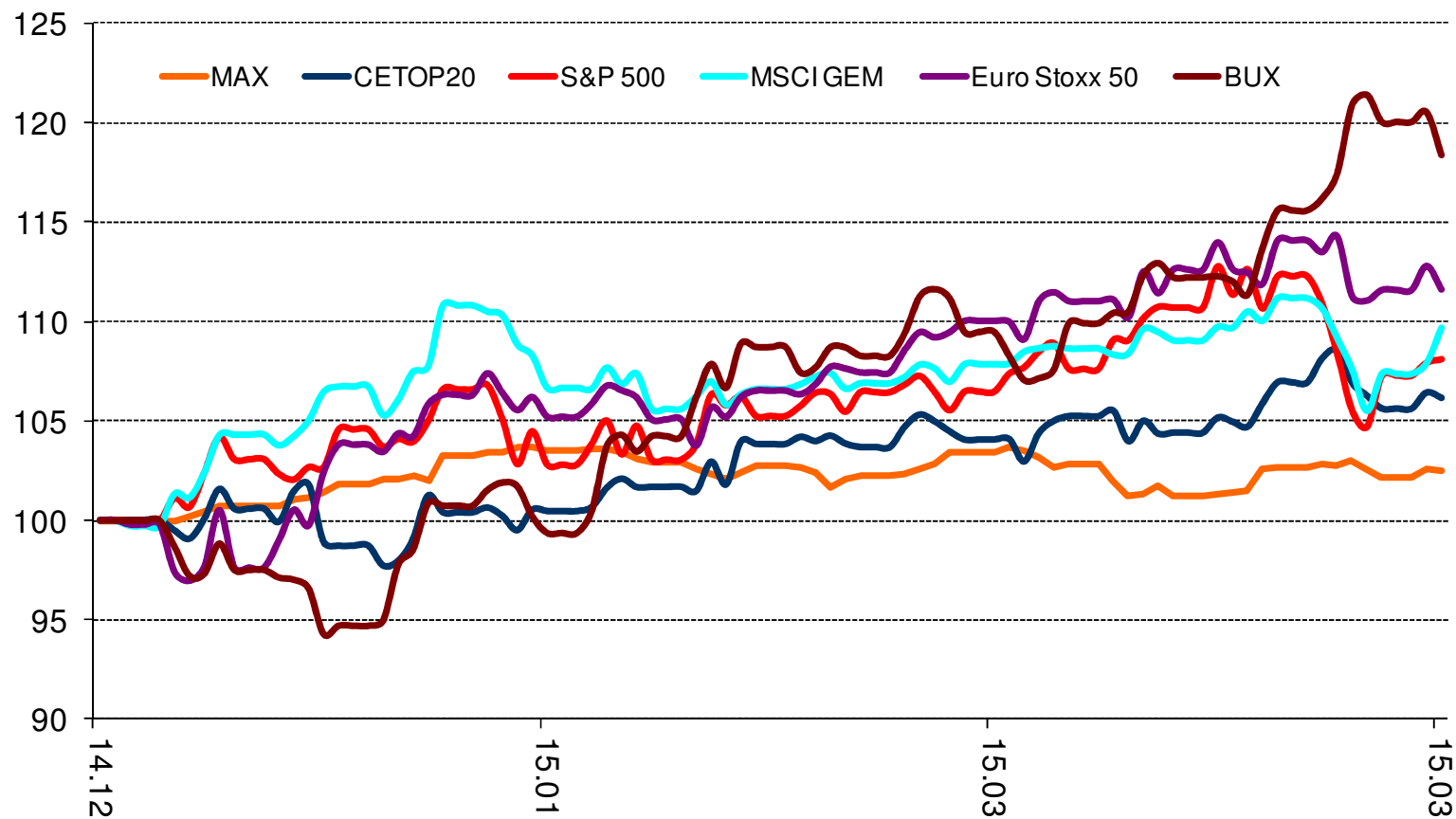
Főbb indexek alakulása 2015 Q1 (HUF-ban és saját devizában)



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

Indexek alakulása

Főbb indexek alakulása (2014.12.31-2015.03.31. HUF-ban)



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

Globális trendek I.

USA: rendkívüli dollár erősödés, módosuló kamatvárákozások

- Az Egyesült Államok gazdasága a recessziós környezetből már sikeresen kilábal, a felzárkózás üteme az első negyedéves adatok alapján eleinte gyorsult, majd moderálódott (Q4 GDP 2.2%). A termelési adatok kimondottan kedvező fordulatot vettek, de a beszerzési menedzser-indexek, a fogyasztói hangulatot bemutató előrejelző indikátorok illetve a munkaerőpiaci adatok arra utaltak, hogy a befektetők kamatemelési várákozásai túlzóak. A dollár ennek ellenére története egyik legnagyobb erősödését produkálta a negyedévben, a határidős árazások pedig azt mutatták, hogy a piaci szereplők 2015 második félévére biztosra veszik a FED kamatemelését.
- Bár a rekord alacsony energiaárak teret adtak az ipari aktivitás emelkedésének, a kis- és nagykereskedelmi forgalmi adatok azt mutatták, hogy az USA gazdaságának fellendülése csak átmeneti. A készletfeltöltések után stagnálási fázis jött, melyet jelentősen rontott a dollár rég nem látott erősödése, és az ennek nyomán szűkülő exportlehetőségek. A belső piac gyengélkedését pedig jól mutatta az új munkahelyek számának megoszlása: a teremtett munkahelyek jelentős része csak részmunkaidős vagy határozott idejű állás volt. A munkaképes lakosság egészét figyelembe véve a Lehman csőd óta megindult romlás nem állt meg: az aktivitási ráta 30 éves mélypont környékén áll.
- A FED márciusi ülése után elhangzott nyilatkozatok is azt az elképzelést támasztották alá, hogy a piac jelentősen előreszaladt a kamatpálya becslésében, a FED Funds rate-et a jegybank optimista becslés szerint is csak a harmadik negyedév végén emelheti, ám addig a megszokottnál nagyobb figyelemmel követi a havi adatok alakulását.

Globális trendek II.

EU: elindult a mennyiségi lazítási program, Görögország a kilépés küszöbén

- Európában az alacsony inflációs környezet és a gazdaságok lassulása okozott komoly fejtörést. 2015 elején a svájci jegybank az ECB-t megelőzve alakította át az alpesi ország monetáris kondícióit. Az alapkamatot 50 bázisponttal -75bp-ra csökkentette és eltörölte az euróhoz viszonyított árfolyam 1,2-es limitét, azaz engedte a frankot erősödni a közös fizetőeszközhöz képest. Az SNB lépését a várható ECB program miatt új erőre kapó devizatartalék-felhalmozódás fékezése motiválta. A frank közel 10%-os erősödés után talált új egyensúlyi szintre, míg az állampapírpiazi hozamszintek egészen a 10 éves lejáratig a negatív tartományba csúsztak a negyedév végére.
- Hetekkel ezt követően az ECB a verbális intervencióval felhagyva mennyiségi könnyítési programot fogalmazott meg és indított el. A program szerint az eurozóna jegybankja havi 60 milliárd EUR nagyságrendben vásárol állampapírokat, intézményi kötvényeket és jelzálogpapírokat. A program az ECB eredeti szándékai szerint 2016 szeptemberéig tart, de a 2%-os inflációs szint eléréséig meghosszabbítható. Az ECB mérlegfőösszeg növelésével egyrészt jelentősen gyengíti a közös fizetőeszközt, ami az export-versenyképesség jelentős javulásával jár, másrészt likviditásbőséget indukál a valutaunió tagországaiban, ami az adósságfinanszírozást könnyíti és a hitelkamatokat is jelentősen csökkenti. Tekintve, hogy a globális gazdaság növekedési üteme 2015 első negyedévére valamelyest visszaesett, érdemi hitelkereslet növekedésről még nem beszélhettünk az EMU-ban annak ellenére, hogy a KKV-k és a háztartások részéről látható némi élénkülés, így a mennyiségi lazítás hatásai egyelőre a devizagyengítés és az adósságfinanszírozás folyamatain keresztül fejtik ki hatását.

Globális trendek III.

EU: elindult a mennyiségi lazítási program, Görögország a kilépés küszöbén

- Az első negyedévben a jegybanki lépések mellett Görögország adósságának kérdése foglalkoztatta a befektetőket. A görög választások után a Siriza párt kormánya gyakorlatilag felrúgta a trojkával kötött hosszú távú hitelszerződés kereteit és a választási ígéreteiben megfogalmazott, távolról sem piackonform elvek szerint azok újratárgyalását kezdte. A hellén állam az év első három hónapjában még átvészelte a finanszírozási problémákat, de tartalékai kifogytak, mozgástere a hatékony német érdekérvényesítésnek köszönhetően beszűkült. A görög kormánynak a negyedév végére már csak napokban mérhető fiskális mozgástere maradt, a csődesemény elkerülése érdekében a nyugdíjalapokhoz is hozzányúlt. Amennyiben nem áll elő hiteles hiánycsökkentési programmal áprilisban, Görögország alternatívái az államcsődre és az eurozóna elhagyására, illetve az előrehozott választásokra szűkülhet.

Globális trendek IV.

Ázsia: stagnálás, szisztematikus kockázatok megjelenése

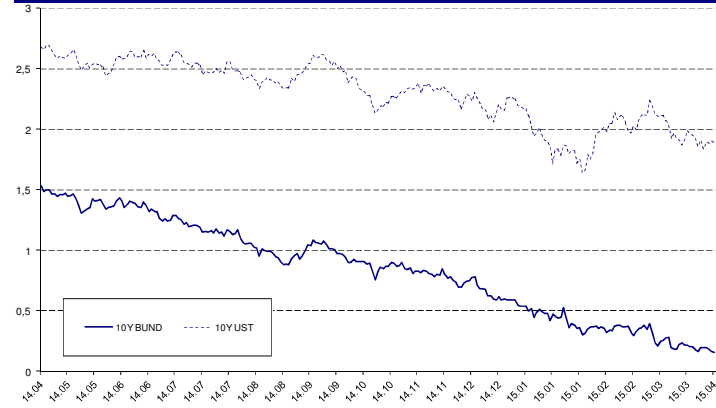
- Ázsia gazdaságaira 2015 első negyedében a rendszerszintű kockázatok kiéleződése, a gazdasági lassulás és a hatékonynak nem nevezhető élénkítő intézkedések sorozata volt jellemző. Kínában még pozitív tartományban mozgott az infláció, de a tartósan csökkenő nyersanyagárak és a hosszabb ideje negatív termelői árindex miatt kétségek merülhetnek fel ennek fenntarthatóságával kapcsolatban. A hitelezés az adminisztratív könnyítő intézkedések ellenére is lassult, a vállalatok viszonylag nagy eladósodottsága, a csökkenő növekedési ütem és a szűkülő vállalati profitmarginok megingatták a vállalati kötvények piacát. A jegybanki intézkedések (kötelező tartalékráta csökkentése, kereskedelmi bankoknak nyújtott hitelek kamatának jelentős mérséklése) nyomán bővülő likviditás ezt ugyan elfedte - ahogy a megtakarítások kiáramlása magasba hajtotta a részvényárakat - ám a folyamat előbb-utóbb eléri határait. A vállalati és az önkormányzati adósságállomány a kiugró mértékű devizatartaléknak és a viszonylag zárt gazdaságból adódó internalizációs lehetőségnek köszönhetően még hosszabb távon finanszírozható, ám az valószínű, hogy a kényszerből hozott lépéseknek komoly növekedési áldozatai lesznek 2015-ben.
- Japán az ország gazdaságának méretéhez képest hatalmas mennyiségi lazítási program ellenére sem tudott javítani sem az inflációs sem a növekedési mutatóin. Az állami kötvényvásárlások a negatív tartományokba nyomták a kötvényhozamokat, a nyugdíjalapok ennek következtében részvényvásárlásba kezdtek bel- és külföldön. Tekintve, hogy az ázsiai régióban sem Japán, sem Kína esetében nem látunk biztató jeleket, stagnálásra és az elhúzódó válságkörnyezetre, adott piaci szegmensek kényszerű kimentésére és a fizetőeszközök tudatos központi gyengítésére számíthatunk az év hátralevő részében. Ez utóbbi a dél-kelet ázsiai régió más országaiban is a kamatcsökkentésekhez vezethet (követve India, Thaiföld és Dél-Korea első negyedévben megtett lépéseit)

Globális trendek V.

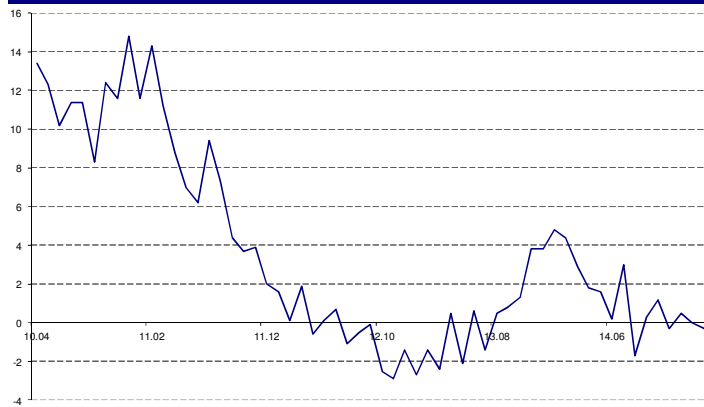
Dollár index (USD vs 6 major world currencies)



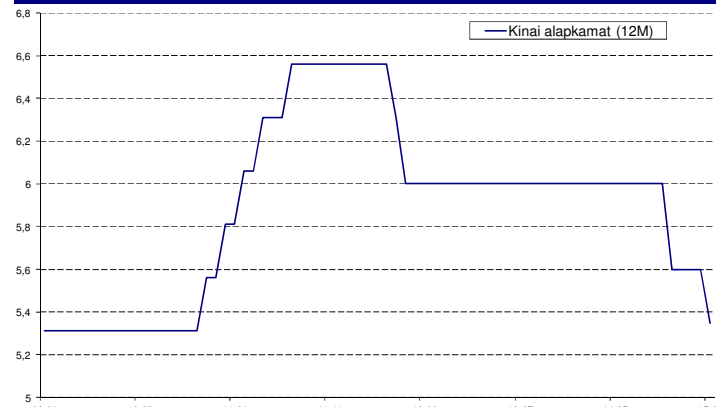
10Y UST és 10Y Bund



Német ipari termelés év/év



Kínai alapkamat (12M)



Hazai makrofolyamatok I.

Erős növekedés, alacsony infláció, kamatvágás, felminősítés

- A magyar gazdaság kiugróan jó mutatókat produkált 2015 első negyedévében. A legutolsó növekedési adatok szerint a gazdaság 3,4%-kal bővült 2014 utolsó 3 hónapjában, ezzel a teljes éves növekedés 3,5% lett. Érdeemes megjegyezni, hogy a felhasználás oldali bontásban a beruházások hozzájárulása drámai mértékben esett, így feltételezhetjük, hogy a bővülés üteme 2015-ben mérséklődni fog.
- Külkereskedelmi aktívumunk rekordokat döntött az exportra termelő autóipar jó teljesítményének köszönhetően. A költségvetés a tervezett alatti hiánnyal zárt 2014-ben, és az év első három hónapjában is csak a teljes éves előirányzat 60%-át érte el. A foglalkoztatottak száma valamelyest csökkent – gyakorlatilag a közmunkaprogramban dolgozók számának ingadozásáról van szó, ezen a fronton ugyanis átütő változás nem történt. A kiskereskedelmi forgalom 6-8% között mozgott év/év alapon. Mindez rendkívül alacsony inflációs környezet mellett valósult meg: a pénzromlás üteme az első negyedévben végig negatív volt, a maginfláció pedig 1%-os szinten stabilizálódott.
- Az MNB kis- és középvállalatokra is kiterjesztette a Növekedési és Hitelprogramot. Ennek köszönhetően a jegybank tervei szerint 2015-ben közel 1000 milliárd forint új forrás érkezik a gazdaságba, ami az MNB becslése szerint 1%-os többletnövekedést is generálhat. Az NHP+ programon belül a jegybank részben átvállalja a hitelkockázatot a kereskedelmi bankoktól, ami komoly ösztönző lehet a hazai hitelezés felgyorsításában.

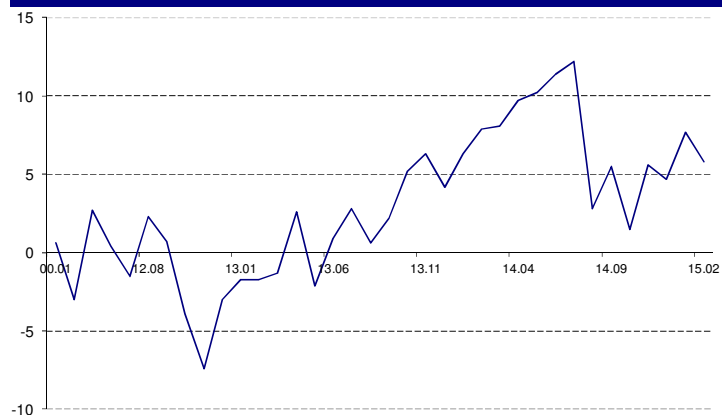
Hazai makrofolyamatok II.

Erős növekedés, alacsony infláció, kamatvágás, felminősítés

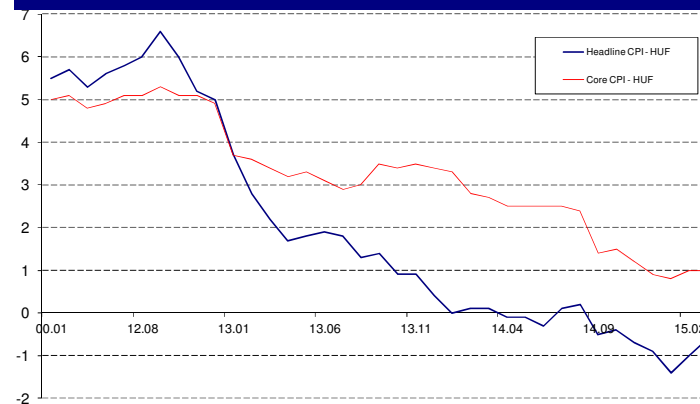
- Az S&P a kiegyensúlyozott költségvetési folyamatokra, az ország devizakitettségeinek jelentős csökkenésére (lakossági hitelek forintosítása), a magasabb növekedési kilátásokra és egyes szektorális adók várható csökkenésére hivatkozva márciusban javított hazánk hitelminősítésén. Besorolásunk „BB+”-ra változott, ami csak egyetlen fokozatra van a befektetésre ajánlott kategóriától. Az S&P ezzel a lépéssel felzárkózott a másik két nagy hitelminősítő mellé.
- Mindezeknek köszönhetően hazánkat sem kerülte el a kamatcsökkentési hullám: a román, török és a lengyel jegybank után az MNB is az irányadó ráta mérséklése mellett döntött: márciusban 15 bázisponttal 1,95%-ra csökkent alapkamatunk.

Hazai makrofolyamatok III.

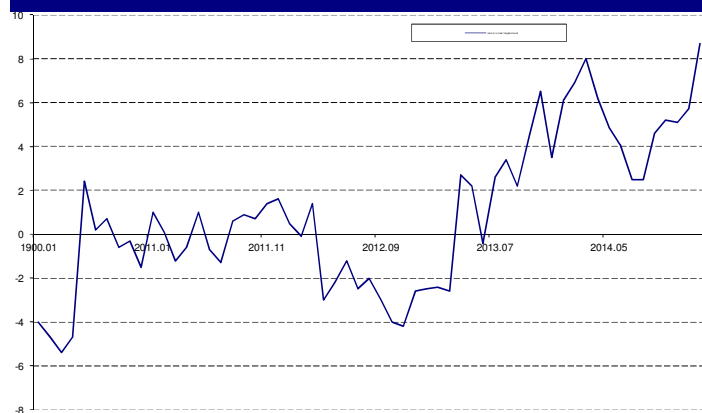
Ipari termelés év/év



Forint headline és maginfláció alakulása



Hazai kiskereskedelem év/év



EUR/HUF árfolyam

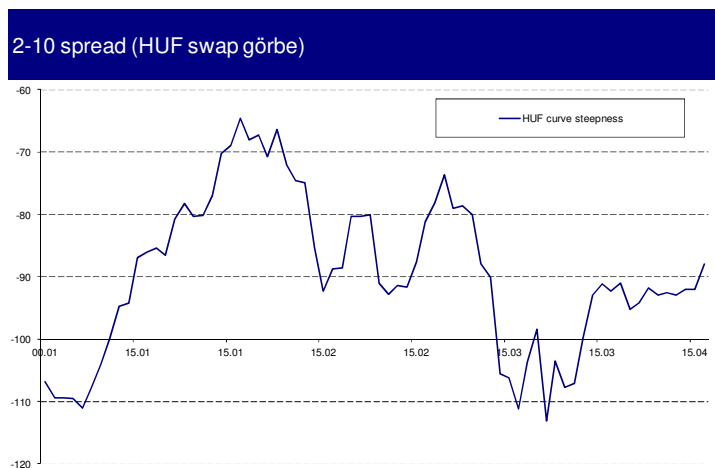
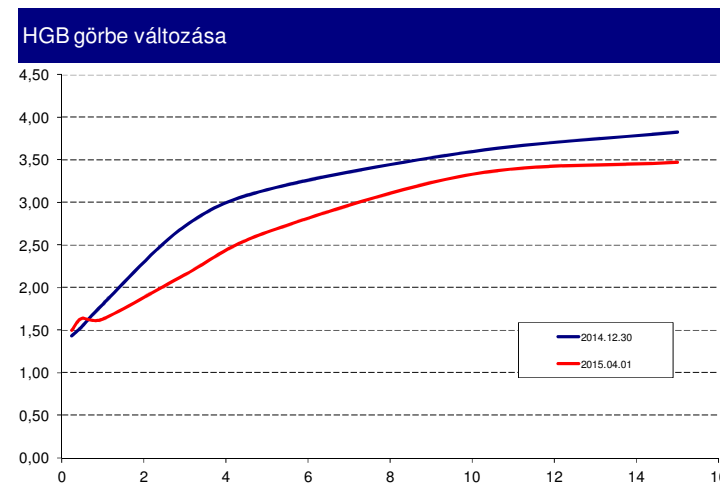
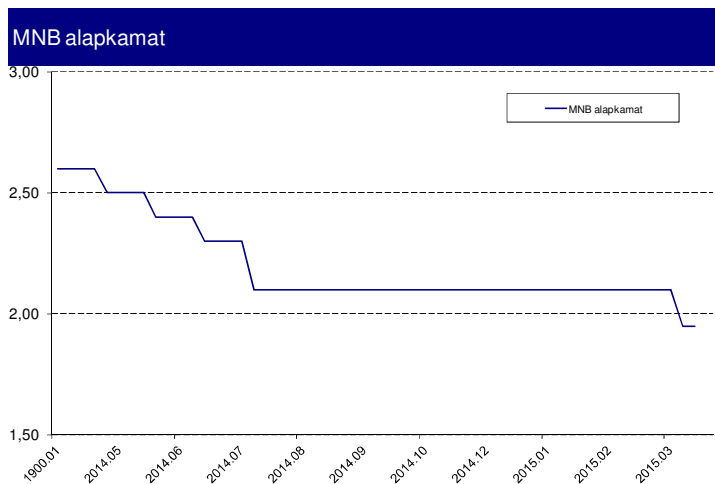


Hazai állampapír-piaci folyamatok I.

Kamatvágás, hozamcsökkenés

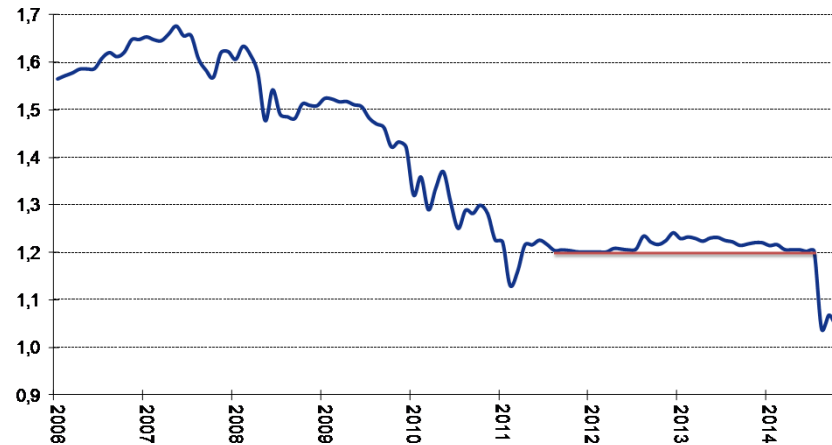
- A dollár kiugró erősödése a hazai piacokat sem hagyta érintetlenül: 2015 első hónapjaiban a tengerentúli piaci befektetők szinte végig eladóként jelentek meg az állampapírpiacra, ám hasonló mértékű vételi érdeklődést is láthattunk európai nevektől (részben már az ECB likviditásbővítő intézkedéseinek hatására). Ennek eredőjeként a külföldi befektetők kezében lévő állampapír-állomány a negyedév során nem változott (4900 – 5000 milliárd forint körül mozgott).
- Év elején az ÁKK a KESZ számla feltöltése érdekében erősebb kínálattal jelentkezett a DKJ aukciókon, de pár hét után visszatért a korábban megszokott állapot: a hozamgörbe rövidebb lejáratúinak a likviditásbőség és a visszavételi, illetve switch aukciók agresszív vételi szintjei az alapkamat szintje alatt tartották a hozamokat. A távolabbi terminek esetében a jegyzések rövid távon a régiós kockázati megítélést követve alakultak (ebben játszott szerepet a dollár hirtelen erősödése), ám a teljes negyedév távlatában az irányadó piaci folyamatok, a történelmi mélységekbe csökkenő eurohozamok húzták magukkal a jegyzéseket.
- Az ÁKK 2015-re vonatkozó finanszírozási terveiben továbbra sem szerepel devizában denominált kötvény piaci kibocsátása, így a törlesztésekkel jelentősen csökkenhet a külföld felé fennálló devizaadósságunk. A hazai értékesítésre azonban továbbra is jelentős mértékben támaszkodik az ÁKK mind forintban, mind pedig devizában, azaz idén tovább bővíthet a jelenleg 2500 milliárd forintos lakossági állampapír állomány.

Hazai állampapír-piaci folyamatok II.



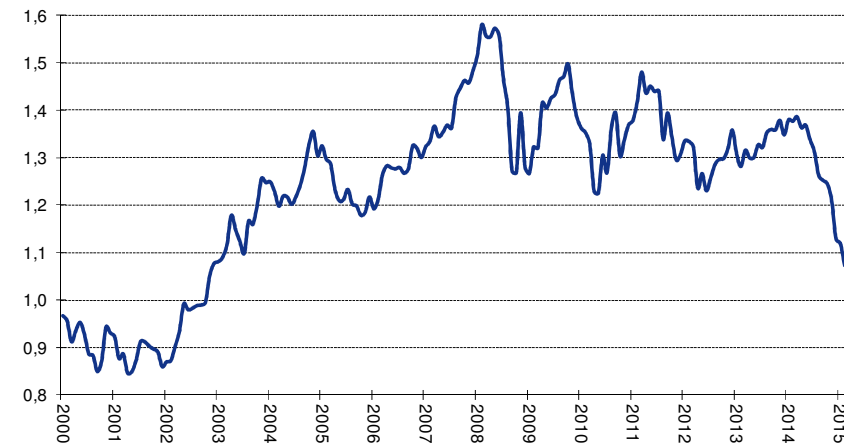
Erős évkezdet

EURCHF árfolyam



Forrás: Bloomberg

EURUSD árfolyam

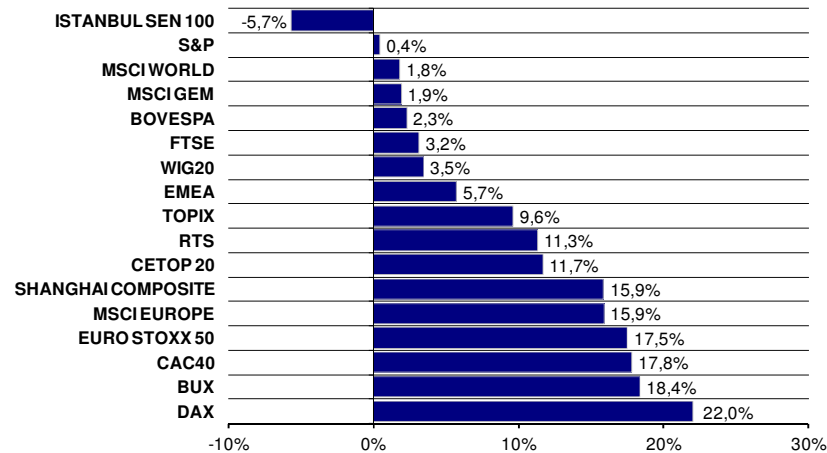


Forrás: Bloomberg

- A válság kirobbanása óta már megszokott, hogy a jegybankok első számú szereplői/alakítói a tőkepiaci folyamatoknak. Fokozottan igaz volt ez 2015 első negyedévére. Először a svájci jegybank engedte el az évekig tartott 1,2-es árfolyamot, amivel kisebb káoszt okozott, majd hosszú hónapok lebegtetése után az ECB végül rászánta magát a QE programra, melynek keretében havi 60mrd EUR értékben vásárol papírokat 2016 szeptemberéig. A FED döntéshozói ugyanakkor fokozatosan messzebbre tolják a várható kamatemelés kezdetét, illetve a várható emelések mértékére vonatkozó előrejelzésüket drasztikusan visszavették. Ez először okozott némi dollár gyengülést, de mivel a piac is inkább ez utóbbi, kisebb emelésekről szóló kamatpályát árazott be, egyelőre nem tudott 1,1 fölött ragadni az EURUSD.
- A részvénypiacokra legnagyobb hatással az ECB mennyiségi lazításának bejelentése volt. Az európai részvények új csúcsokra törtek miután 3 hónap alatt átlagosan 17,5%-kal értékelték fel. Ezen belül is a német piac volt a legmasszívabb 22%-os erősödést produkálva. Az orosz szankciók Európára gyakorolt negatív növekedési hatásai már alig kerülnek említésre, és a grexit potenciális hatásait sem árazza a piac.

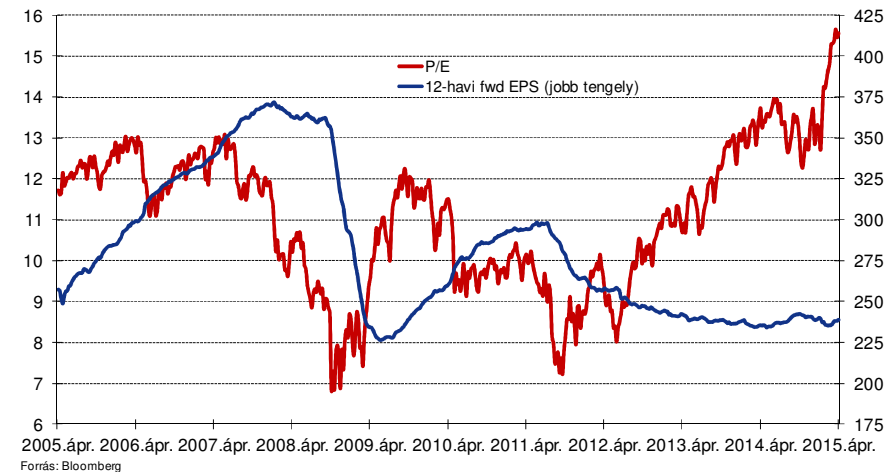
Európa: az euró gyengülése segíthet

A releváns részvényindexek teljesítménye 2015 Q1 (saját devizában)



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

DJ EuroStoxx50 index EPS várakozás és P/E

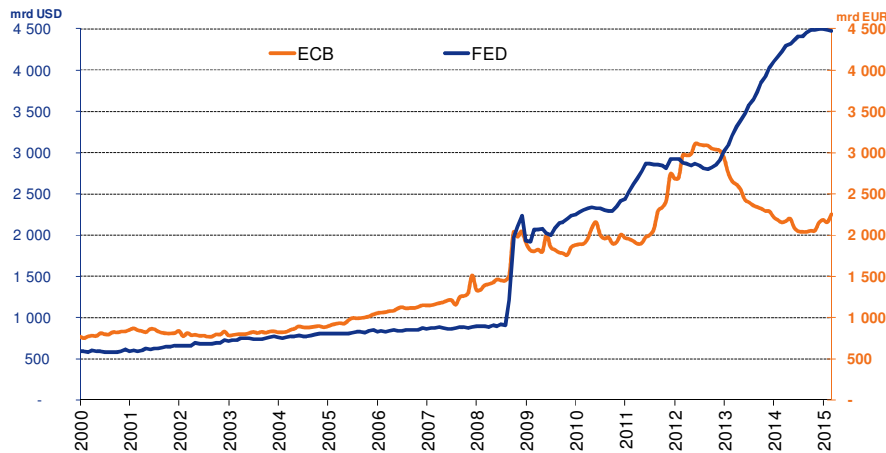


Forrás: Bloomberg

- A január 22-i ECB ülést követően szinte megtorpanás nélküli szárnyalásba kezdtek az európai részvény és kötvénypiacok. A DAX index 22%-ot emelkedett mindössze 3 hónap alatt, miközben minden hozamgörbe meredeken süllyedt. A német államkötvények hozama a 2022-es lejáratig negatív, a 10 éves lejárat hozama 0,16%, míg a 30 éves 0,64%-on forog. Hasonlóan jól teljesítettek a perem országok kötvénypiacai is. Az olasz és a spanyol 10 éves immár 1,3% alatt „fizet”, így nem is csoda, ha egyre nagyobb a kereslet a részvények iránt. A EuroStoxx50 17,5%-ot erősödött, úgy, hogy egyelőre a vállalati eredményektől nem várnak jelentősebb emelkedést. Ennek következtében az 12 havi előretekintő P/E ráta már 16 közelében jár. A stagnáló eredményekre persze jótékony hatással lesz a jelentős mértékben gyengülő euró, így stagnáló volumenek mellett is jó évet zárhatnak a zónán kívülre exportáló társaságok. A DAX index vállalatinak várható átlagos EPS-e ennek megfelelően 2,5%-ot emelkedett is az első negyedévben.

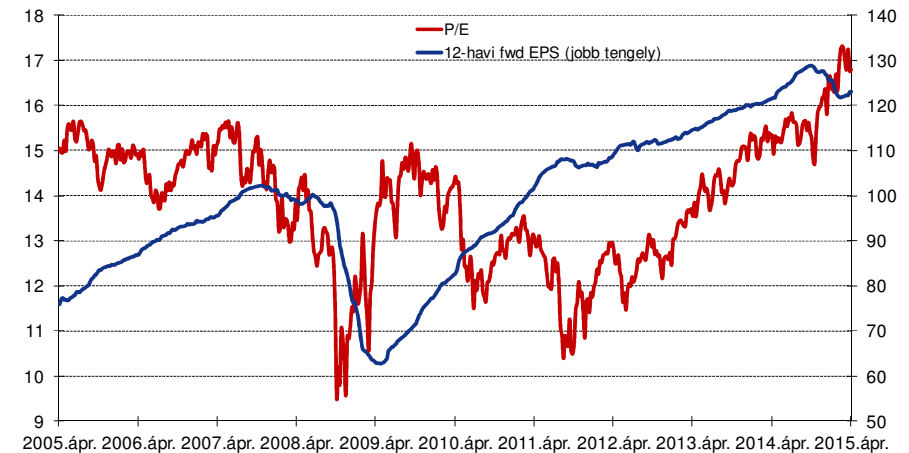
Amerika: QE után stagnálás

FED és ECB mérlegfőösszeg alakulása



Forrás: Bloomberg

S&P500 index EPS várakozás és P/E

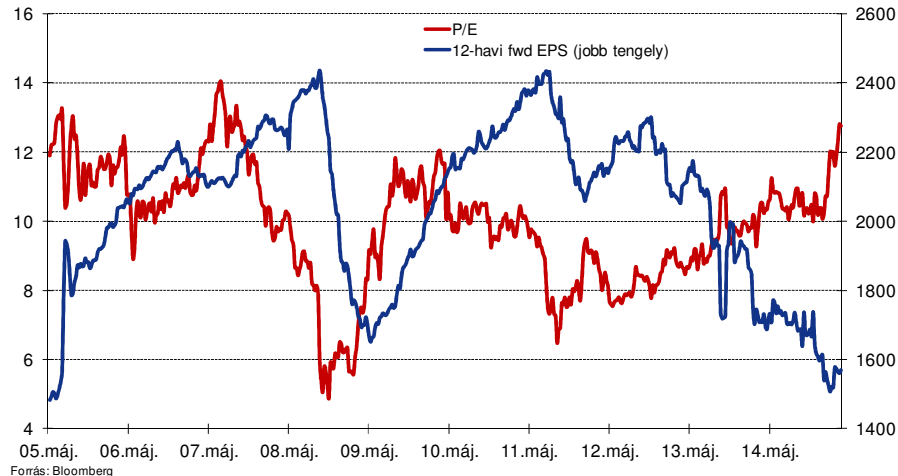


Forrás: Bloomberg

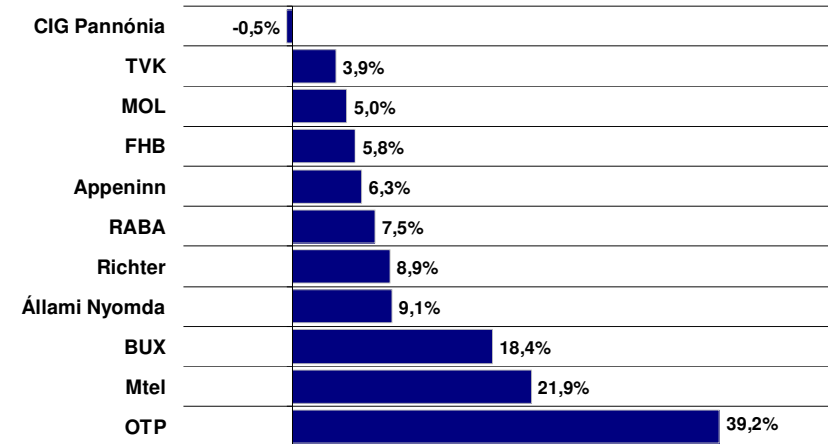
- A FED felhagyott a monetáris lazítással, mostanra már csak a szigorítási ciklus kezdőpontjáról és mértékéről folynak a találgatások. Mindeközben a BoJ és a ECB lazító „fázisban” van, így a dollár csak idén 10% erősödött a főbb devizákkal szemben, míg tavaly nyár óta a felértékelődés 25%-os. Ennek legkevésbé az exportorientált vállalatok örülnek. Az S&P500 12 hónapra előretekintő EPS-e ennek megfelelően mintegy 4,5%-ot csökkent, 129 dolláros csúcsról immár 123 dollárra esett vissza.
- Az negyedik negyedéves gyorsjelentési szezon ugyanakkor még egész jól sikerült. Az árbevétel 1,3%-kal, míg az EPS 4,2%-kal haladta meg a meglehetősen visszafogott konszenzust. Az első negyedév ebből a szempontból még több információval szolgál majd. A befektetők mindenesetre kívánnak, hiszen az S&P500 dollárban gyakorlatilag stagnált a január-márciusi időszakban. A jelentési szezon már elkezdődött. Eddig mindössze 22 cég jelentett az 500-ból, de a jelentősebb társaságok ezen a héten kezdik el a publikálást.

BUX: ezúttal a világ élvonalába tartoztunk

BUX index EPS várakozás és P/E



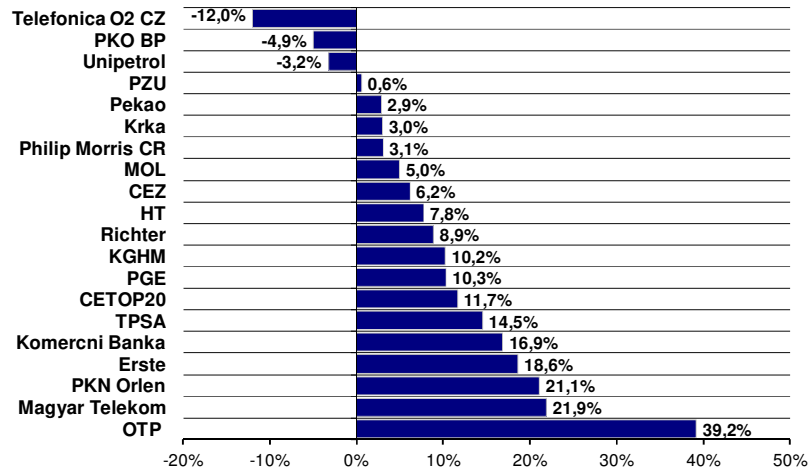
Főbb magyar részvények teljesítménye 2015 Q1



- Megannyi alulteljesítést produkáló negyedév után végre kijelenthetjük, hogy a BUX a világ legjobban teljesítő részvényindexei közé tartozott 2015 Q1-ben. Ennek több oka is volt. Néhány cég fundamentumai jelentősen javultak. Így például a Magyar Telekom ismét remek számokat tett közzé, s végre a menedzsment is kellő optimizmussal tekint a jövő felé. Már csak hab volt a tortán, amikor Varga Mihály belengette a telekom szektort sújtó terhek esetleges enyhítését. A MOL finomítói margin-ja jóval a várt felett tágul, így az üzletág messze felülmúlja az upstream gyengélkedésén elszenvedett profitkiesést. Ebbe a sorba tartozik még az Állami Nyomda, mely a várakozásokat felülmúló exportteljesítményről adott számot. Az OTP és az FHB fundamentumai nem sokat változtak az előző negyedévekhez képest, de a kormány szektoradó csökkentéséről szóló bejelentése igazi áttörést hozott a bankpapírok megítélésében. Azóta már sem az orosz/ukrán helyzet, sem a fair banking törvény kihívásai nem meghatározóak az OTP megítélését illetően.
- A többi részvény, és persze a már említettek is részben az ECB QE programját körülengő eufória és a javuló hazai makrogazdasági adatok oldalvizén emelkednek. A kötvényhozamok csökkenésével a részvények árazása relatív egyre olcsóbbá válik, ami fenti teljesítmények ellenére újabb és újabb vételi megbízásokat generálnak.

CEE: a laza monetáris politika itt is segít

CETOP20 tagok teljesítménye 2015 Q1



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

- A régióban a lengyelek ezúttal alulteljesítettek bennünket. Az értékelésekben régóta fennálló különbségek folyamatosan csökkennek. A lengyel nyugdíjpénztári pénzbeáramlás ugyanis rendkívüli mértékben lecsökkent, ráadásul tavaly megnyílt számukra a lehetőség a külföldi diverzifikációra is. Ennek megfelelően növelik a külföldi kitétségüket, mely már 5% fölött van. Ezek eredője, hogy a hazai piacon nagyságrendileg neutrális pozíciókat tartanak. A korábban extrémnek tűnő lengyel értékelés mellé lassan zárkózik fel Nyugat-Európa és a mi régióink is. A lengyel piacon egyedül a PKN tudott kimagasló teljesítményt felmutatni, ami nem csoda, hiszen EBITDA-jának zöme a finomítás üzletágban termelődik, ami pedig kimagasló hónapokat tudhat maga mögött.
- A svájci frank erősödése a lengyel bankok egy részét is érzékenyen érinti, bár ott inkább a magasabb jövedelmű ügyfélszegmens választotta ezt a devizát eladósodásra. Ennek megfelelően eddig alacsonyabb is volt az NPL arány a CHF portfóliókon, mint a PLN-en. A bankfelügyelet mindenesetre elővigyázatosságból nem javasol osztalékfizetést a nagy kitétséggel, és relatív alacsony tőkeellátottsággal rendelkező pénzintézetek számára.

Hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok minősítése

Alacsony minősítésű hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok portfólióként 2015.03.31-én

Alacsony minősítésű hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok 2015.03.31-én			
Portfólió	Értékpapír megnevezése	Névérték	Minősítés oka
Önkéntes Kiegyensúlyozott	FJ15NF03	104 860 000	A hitel/betét arány elfogadható szint feletti, illetve a nemteljesítő hitelek fedezettségének nem megfelelő értéke
Önkéntes Kiegyensúlyozott	FJ17NF01	1 966 180 000	
Önkéntes Kiegyensúlyozott	FJ20NF01	374 070 000	
Önkéntes Kiegyensúlyozott	FK15NF01	1 631 740 000	
Önkéntes Növekedési	FJ15NF03	12 250 000	
Önkéntes Növekedési	FJ20NF01	43 900 000	
Önkéntes Növekedési	FK15NF01	112 790 000	