

Vagyonkezelői beszámoló az Allianz Nyugdíjpénztár

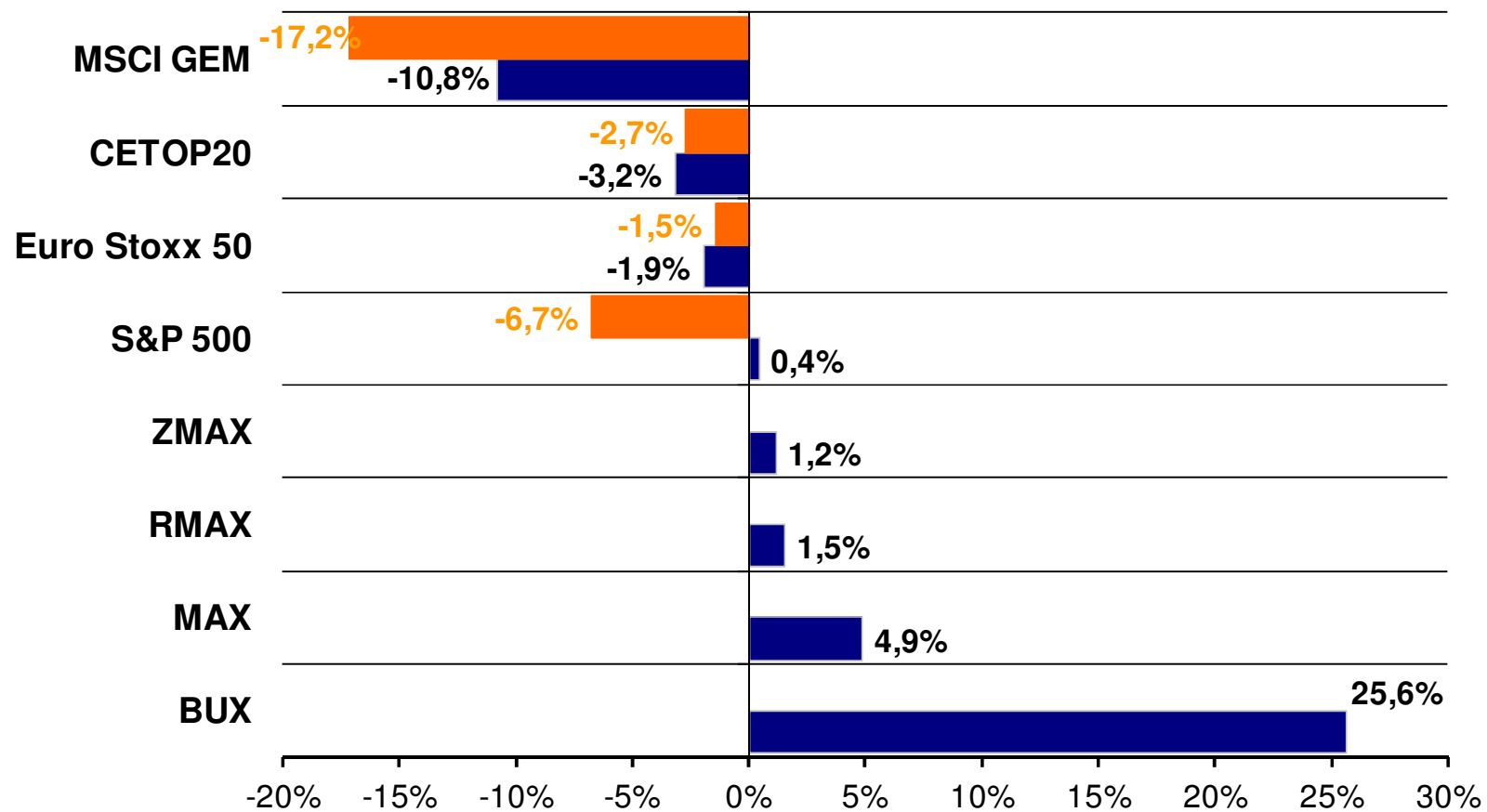
2015. III. negyedév

Budapest, 2015. október 13.

Allianz 

Indexek teljesítménye

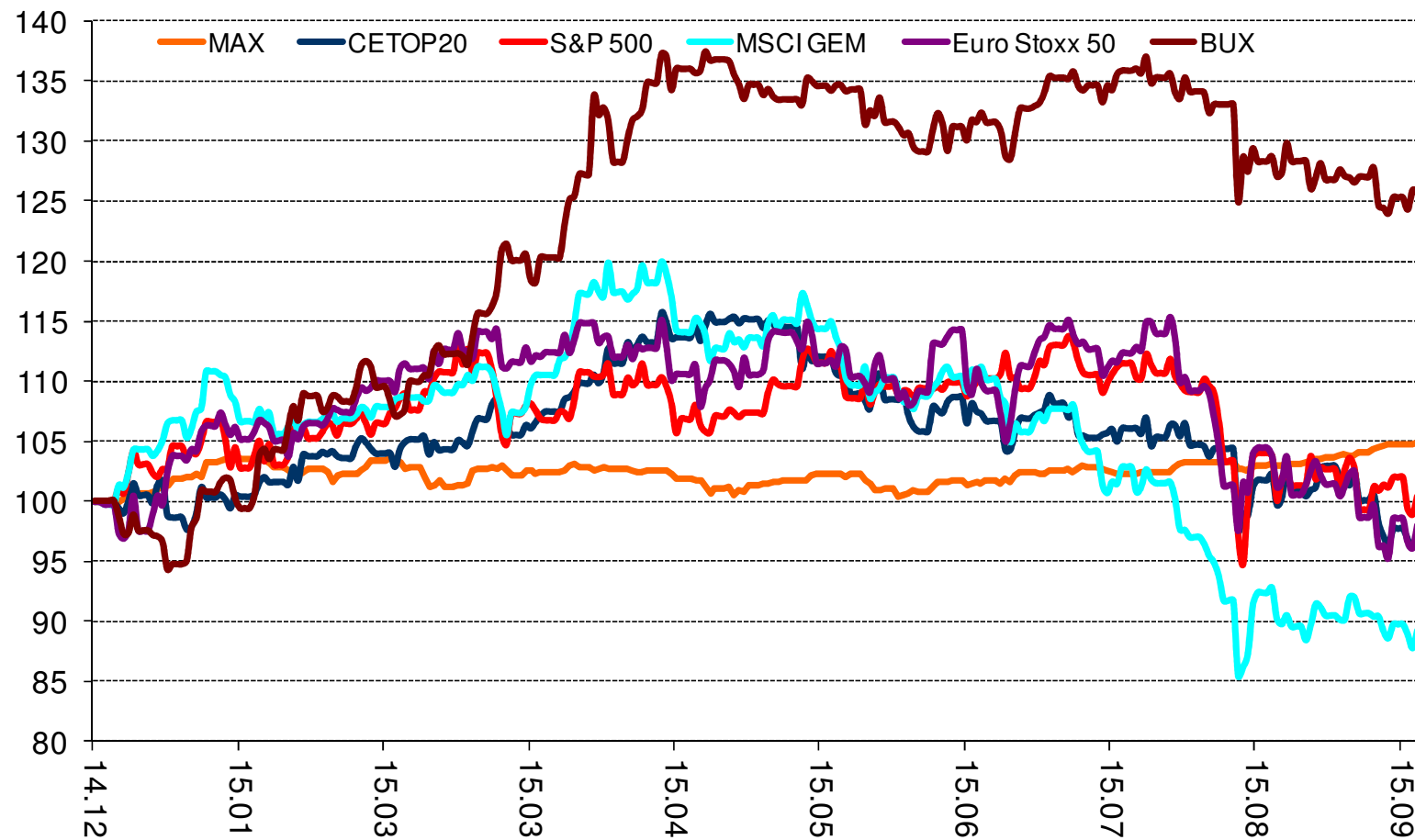
Főbb indexek alakulása 2015 YTD (HUF-ban és saját devizában)



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

Indexek alakulása

Főbb indexek alakulása (2014.12.31-2015.09.30. HUF-ban)



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

Globális trendek I.

USA: lassabb, de kiegyensúlyozott növekedés, munkaerőpiaci dilemma

- Az Egyesült Államok gazdasága a Q2 végleges adatok szerint év/év alapon 2,7%-kal bővült, ami minimális lassulást jelent az előző negyedévhez képest. A fogyasztási adatok magasabbak, a beruházási komponens alacsonyabb lett a vártnál. Míg az előbbi adat valamelyest biztató (az USA gazdasága jellemzően fogyasztásvezérelt) az utóbbi ad okot némi aggodalomra a GDP növekedési ütemének fenntarthatóságát illetően.
- A harmadik negyedévben a fogyasztás is lassult: a kiskereskedelmi forgalom év/év növekedési üteme 2% körüli szintekre csökkent, szemben a korábbi 4-5%-os növekedéssel. Az ipari termelés növekedési üteme ugyan végig pozitív tartományban volt, de a tartós ipari cikkek megrendelés-állománya tovább esett, ami összességében a raktárkészletek további halmozódását eredményezte. A teljes készletállomány/sales arány 1,36-ra emelkedett az USA-ban, amire utoljára 2009-ben volt példa.
- A munkanélküliségi ráta a FED által célértékként meghatározott 5%-os szint közelébe esett, a munkaerőpiac azonban továbbra sem feszített: az U6 alulfoglalkoztatottsági ráta (ami a még a statisztikákban szereplő, az elmúlt 12 hónapban álláskereséssel próbálkozókat is figyelembe veszi) 10%-on áll, az aktivitási ráta pedig 40 éves mélypontra süllyedt.
- Tekintve, hogy rövid távon nem várunk változást a világgazdasági növekedési kilátásokban, feltételezhetjük, hogy az amerikai alapkamat 2015-ben már nem változik, illetve a deflációs kockázatok visszatérével a hozamgörbe újra laposodni kezd az Egyesült Államokban.

Globális trendek II.

EU: görögök után, Volkswagen előtt

- Az EU országai – kellő rugalmasságot mutatva – összehozták Görögországnak a 3. mentőcsomagot, így a hellén állam az euro-övezet része maradt. A kilépéssel és a monetáris unió fennmaradásával kapcsolatos aggodalmak eltűntek, a periféria-országok eszközeit újra keresni kezdték a befektetők.
- A régió gazdasági szempontból nem teljesített rosszul, az ECB eszközvásárlási programjával ráadásul együtt is járt a piaci szereplők hitelkihelyezési aktivitása is, de a globális folyamatoktól a viszonylag erős belső piac ellenére sem tudta függetleníteni magát a régió gazdasága. A növekedési faktorok itt is romlani kezdtek.
- Európában két jelentős eltérést láthatunk az USA gazdasági folyamataihoz képest: a vásárlóerő a magasabb munkanélküliség miatt alacsonyabb, illetve komolyabb a gazdasági kapcsolat Kínával.
- A negyedév végén az EU összes országában csökkentek a gyáripari megrendelések, a pénzromlás üteme messze alacsonyabb volt az ECB által kívánatosnak ítélt 2%-nál. A kilátásokat tovább rontotta a Volkswagen botrány, így valószínűnek tartjuk, hogy az ECB-nek a negyedik negyedévben már tényleges lépéseket kell tennie a verbális iránymutatásokon túl. Amennyiben a monetáris irányítás késik a lépésekkel, az EU gazdasága könnyen újra recesszióba süllyedhet.

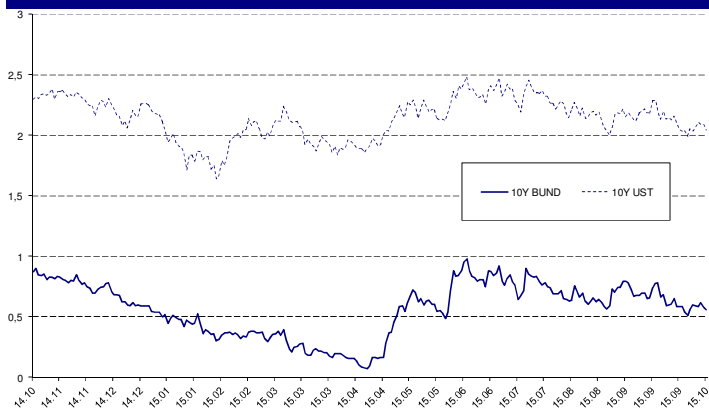
Globális trendek III.

Ázsia: Kína: tőzsdei összeomlás, leértékelés

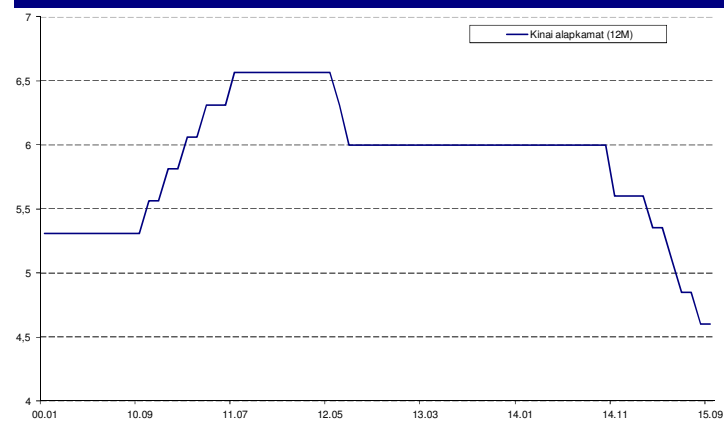
- Kína gazdasága komoly problémákkal szembesült a harmadik negyedévben. A finanszírozási problémák mellett a globális lassulás a termelékenységi anomáliákat is felszínre hozta. A képzett munkaerő hiánya és a negatív tartományban mozgó termelői árindexek miatt a vállalati profitok a teljes negyedévben csökkentek (a folyamat 2014 februárja óta tart). Ezzel a vállalatok finanszírozási problémái is felszínre kerültek, ami hatalmas tőzsdei korrekciót indukált. A drasztikusan romló gazdasági kilátások miatt erőteljes tőke kivonás indult meg Kínából. Ennek hatását kívánta ellensúlyozni a jegybank a jüan leértékelésével (mely egyszerinek indult, de több lépcsőben, a dollárral szemben összesen bő 3 százalékpontos elmozdulás lett). A beavatkozás után Kína kénytelen volt „finomhangolni”, a jegybank többször interveniált a renminbi piacán. A PBoC a negyedév során mérsékelte a kötelező tartalékrátát és az alapkamatot is, de mindkettő esetében bőven van még mozgástere, hogy ellensúlyozza a gazdasági lassulást és élénkítse a banki kihelyezéseket.
- Japán gazdaságára sem a mennyiségi könnyítési program, sem a vállalati adók sem a forgalmi adó csökkentése nem tudott tartós pozitív hatást gyakorolni: 1% alatti növekedés és deflációs környezet mellett hó/hó alapon folyamatosan csökkenő ipari termelési adatokkal és csupán 1% körüli kiskereskedelmi forgalom bővüléssel érte a gazdaságot a kínai lassulás. Ennek ellensúlyozása érdekében a japán jegybank nem hozott még érdemi lépéseket, de szinte biztosnak tűnik, hogy az európai és a kínai monetáris vezetéshez hasonlóan itt is tovább lazítási lépéseket láthatunk az év utolsó három hónapjában.

Globális trendek IV.

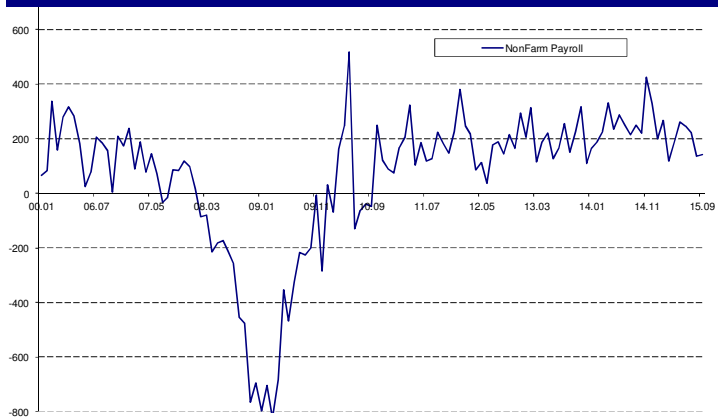
10Y UST és 10Y Bund



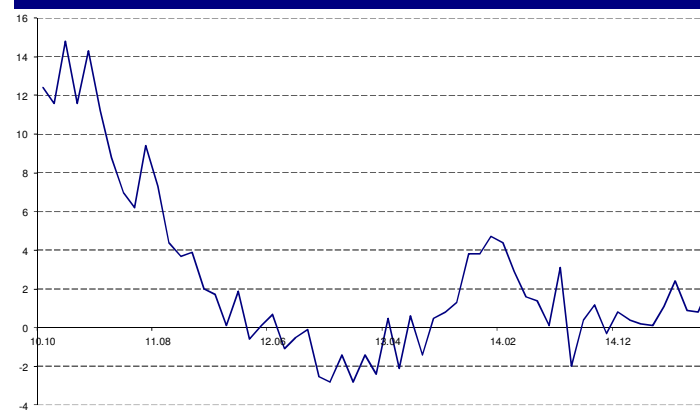
Kínai alapkamat (12M)



Non-farm payroll



Német ipari termelés év/év



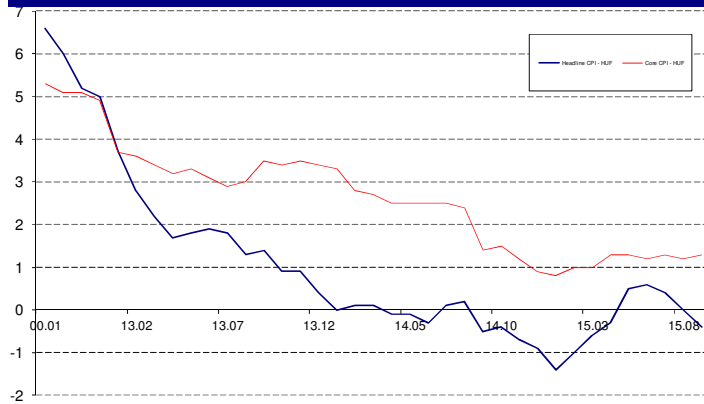
Hazai makro folyamatok I.

Átalakuló GDP szerkezet, MNB önfinanszírozási program

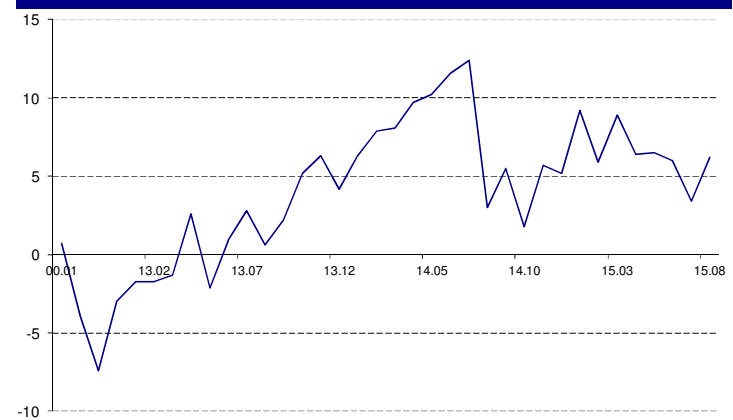
- A magyar gazdaság 2015 második negyedévében 2,7%-kal bővült, ami számottevő lassulást jelent az év első három hónapjára vonatkozó 3,5%-os értékhez képest. Látható, hogy a jellemzően kormányzati kiadásokhoz kapcsolódó fejlesztések kifutásával a növekedés összetétele is változóban van. Jó hír azonban, hogy a továbbra is erős, 6% feletti átlagos ipari termelés és a hasonlóan stabil kiskereskedelmi forgalom arra utal, hogy a harmadik negyedéves bővülés a központi fejlesztési projektek kifutásával is megmarad a 3% körüli szinten.
- A negyedév során a headline infláció nem haladta meg az 1%-os értéket, sőt több hónapban negatív értékeket is láthattunk. A maginflációs mutató is 1-1,5% között mozgott. Sem a belső fogyasztás, sem a termelés, sem pedig a globális folyamatok nem generáltak felfelé mutató kockázatokat inflációs tekintetben, ezért a jegybank júliusban 1,35%-ra csökkentette irányadó kamatát.
- Az önfinanszírozási program keretében a jegybank lehetőséget teremtett a hazai kereskedelmi bankok számára, hogy állampapírpiazi vásárlásaikat az MNB-vel kötött kamatcsere ügyletekkel fedezzék le. A lépéssel az MNB fix keresletet teremtett a hazai állampapírpiacon, így csökkentette a külföldi szereplők felé fennálló függőséget a finanszírozásban, illetve a kamatswap hozamok és a másodpiaci hozamok különbségén keresztül direkt hatást gyakorolt a hozamokra.
- Az MNB a negyedév végén de facto kamatcsökkentésként (követve a kialakult hozamokat) 25 bázisponttal lejjebb mozdította a kamatfolyosót, az overnight betéti kamatszint 0,1%-ra csökkent.

Hazai makrofolyamatok II.

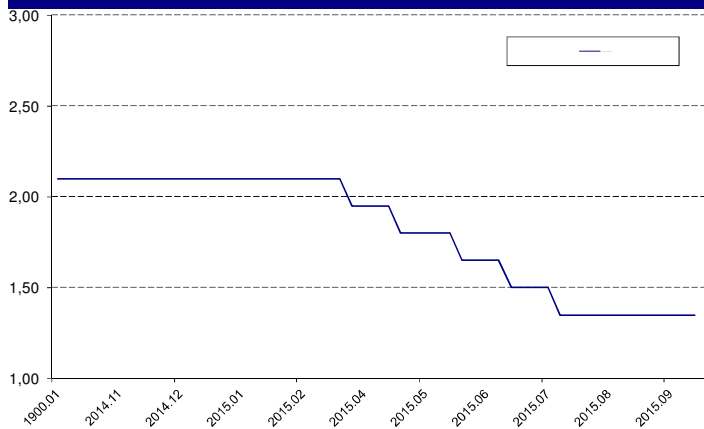
Forint headline és maginfláció alakulása



Ipari termelés év/év



MNB alapkamat



Hazai kiskereskedelem év/év

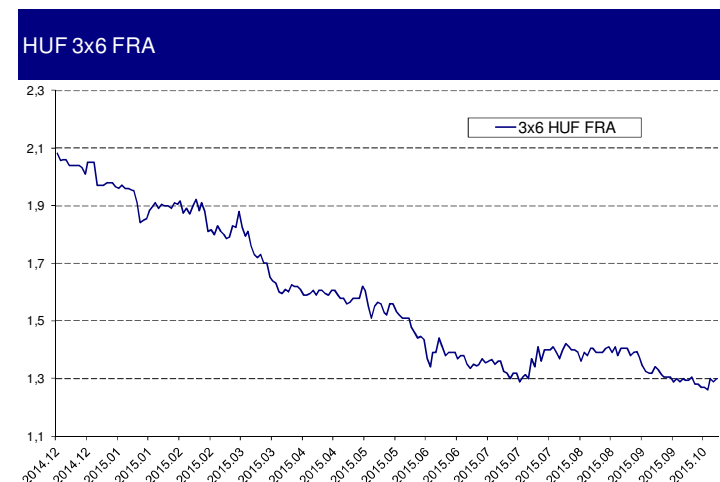
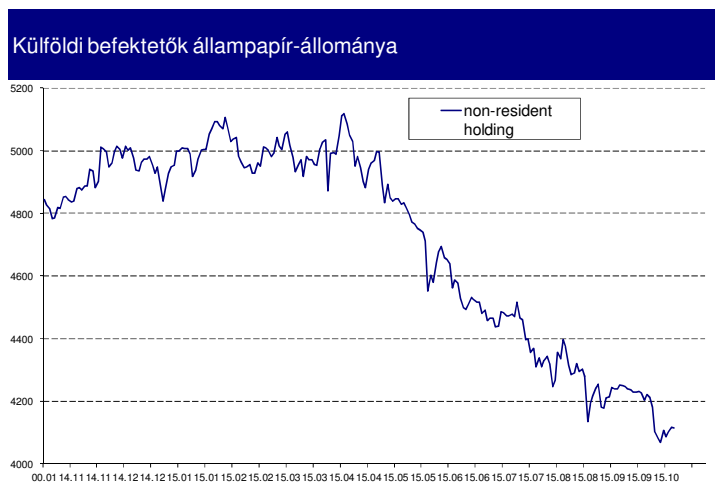
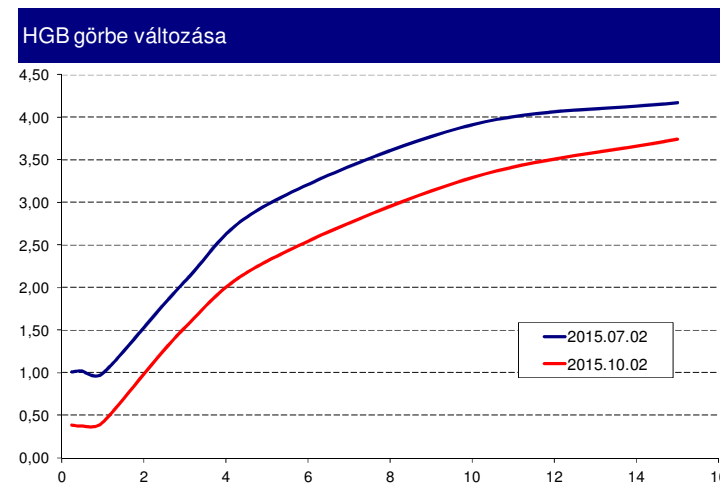
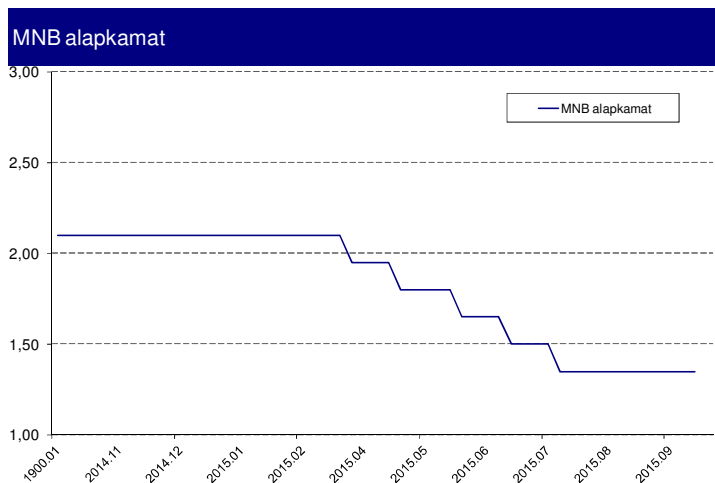


Hazai állampapír-piaci folyamatok I.

Újabb kamatvágás, jelentős hozamesés

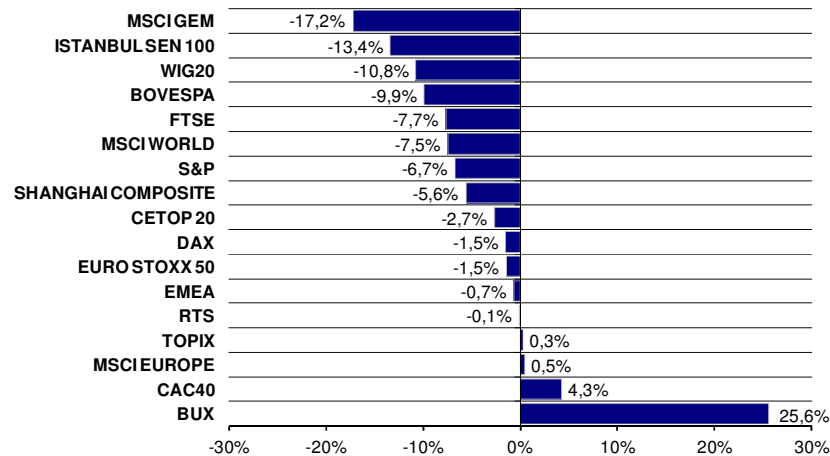
- A hazai állampapírpiacra folytatódott a nyáron megindult trend: az MNB bejelentések hatására a kéthetes betétből kiáramló pénzmennyiség diszkont kincstárjegybe és a rövid lejáratú kötvényekbe áramlott. A kamatcsökkentéssel és a kamatfolyosó elmozdításával a folyamat felgyorsult.
- A három hónapos betét (mely a kötelező tartalékolás rendszerébe nem számít bele) valamelyest korrigálta a kialakult anomáliát, de a diszkont kincstárjegy hozamok így is bőven az alapkamat szintje alatt zárták a negyedévet. Az éven belüli jegyzések 0,3-0,5% körül, a 3-5 éves szegmens 50 pontos esés után 1,5-2,5%-os sávban, a hosszabb lejáratok a 2,5-3,7%-os tartományban álltak szeptember végén.
- Az ÁKK az utolsó negyedévre az eddiginél visszafogottabb kibocsátási terveket hirdetett meg kincstárjegyekben, és ezt kompenzálандó a korábbinál valamivel magasabbat kötvényekben. Összességében ez a görbe meredekségének további emelkedését eredményezné, ám az MNB swapügyletek prémiumának beállításával stabil kereslet generálható a hosszabb lejáratokon is, illetve az irányadó piaci folyamatok is arra mutatnak, hogy az év hátralevő részében az 5-15 éves szegmens felülteljesíti majd a görbe többi részét.
- Az ÁKK igazodva korábbi kibocsátási politikájához, a negyedik negyedévben sem tervez devizakötvénnyel megjelenni a piacokon. Meglátásunk szerint amíg a külkereskedelmi aktívumunk ilyen kényelmes mozgásteret biztosít, inkább a lejáró kötelezettségek előfinanszírozását preferálja a Kincstár, ami tovább csökkenti az államadósság árfolyam-függőségét és előmozdíthatja az adósságállomány felminősítését.

Hazai állampapír-piaci folyamatok II.



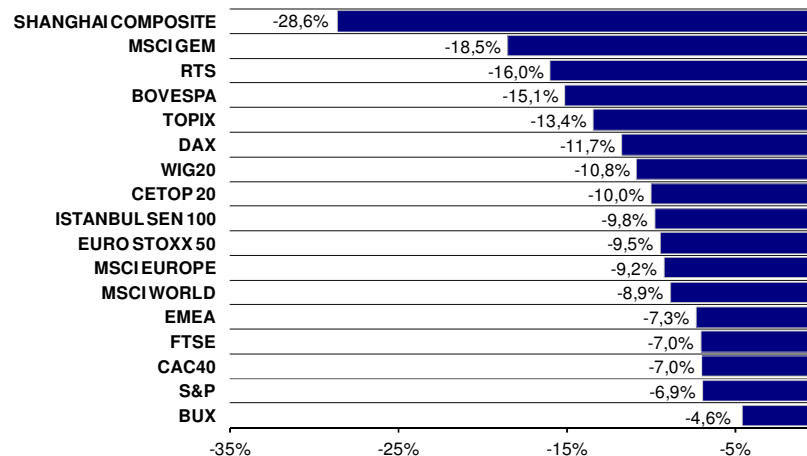
Komoly korrekció a harmadik negyedévben

A releváns részvényindexek teljesítménye 2015 YTD (saját devizában)



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

A releváns részvényindexek teljesítménye 2015 Q3 (saját devizában)

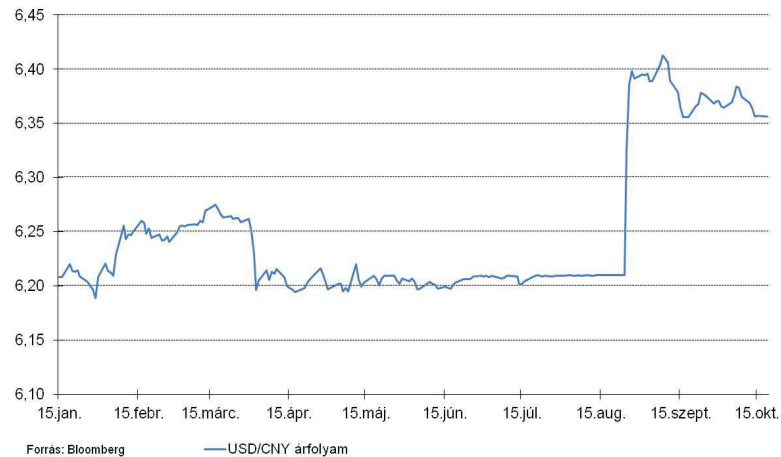


Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

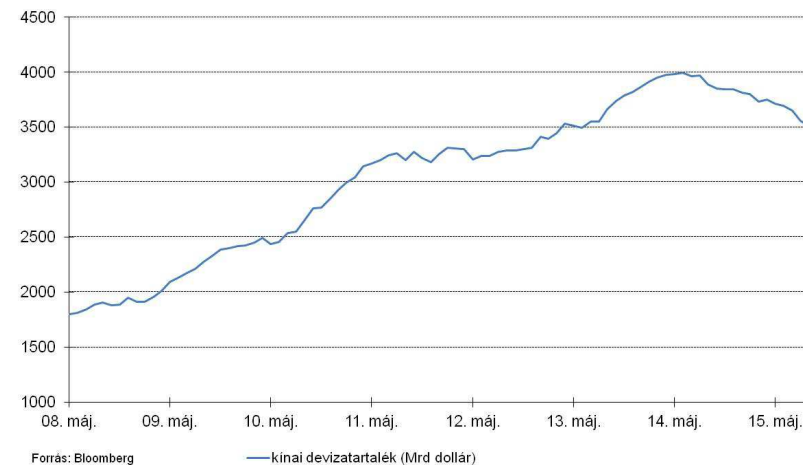
- Az idei eddigi három negyedév három jól elkülöníthető szakaszra oszlott. Az elsőben az ECB mennyiségi lazítását övező eufória uralta a részvénypiacokat, amit a FED folyamatosan tolódozó első kamatemelése is támogatott. A másodikban a vártnál gyengébb első negyedéves USA GDP és az új görög vezetés eddigiekhez képest komolyan megváltozott tárgyalástechnikája ugyanakkor hamar kijózanodáshoz vezetett, és a feltörekvő piacokon (elsősorban Kínában) megindult a profitrealizálás. Emelkedtek az fejlett piaci kötvényhozamok és a fejlett részvénypiacok is csak oldalaztak, kissé visszaestek. A harmadik negyedévben aztán mindenki számára világossá vált, hogy a kínai növekedés lassulása elkerülhetetlen. Első körben a nyersanyagárak és a nyersanyag kapcsolt vállaltok részvényei kezdtek mélyrepülésbe, majd a jelentős kínai exporttal bíró fejlett piaci társaságok részvényei is komolyabb korrekción estek át. A harmadik negyedév folyamatainak betetőzése a Volkswagen konszern károsanyag-kibocsátási szoftver csalásának elismerése lett, mely a német cég részvényeinek 42%-os leértékelődését jelentette szeptember utolsó két hetében. A világpiaci eseményekre reagálva ugyanakkor a FED tovább halogatta a kamatemelést, amit pozitívan fogadtak a befektetők.

A kínai jegybank leértékelte a jüant

Az amerikai dollár / kínai jüan idei árfolyamalakulása



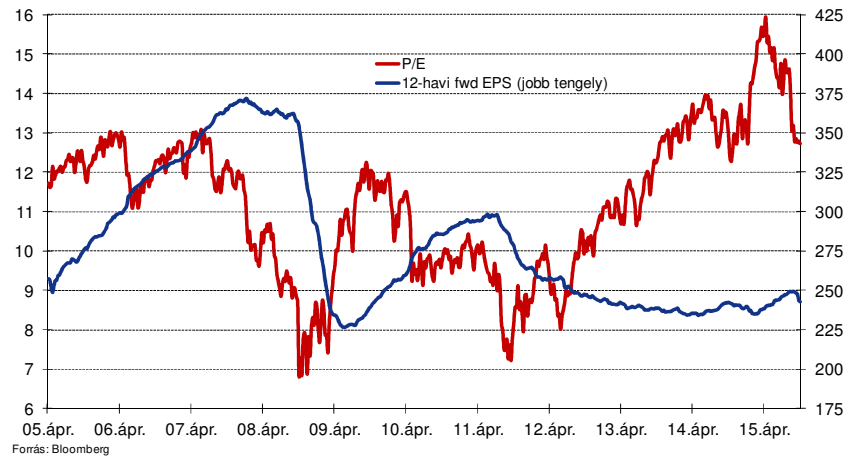
A kínai jegybank devizatartalékának alakulása



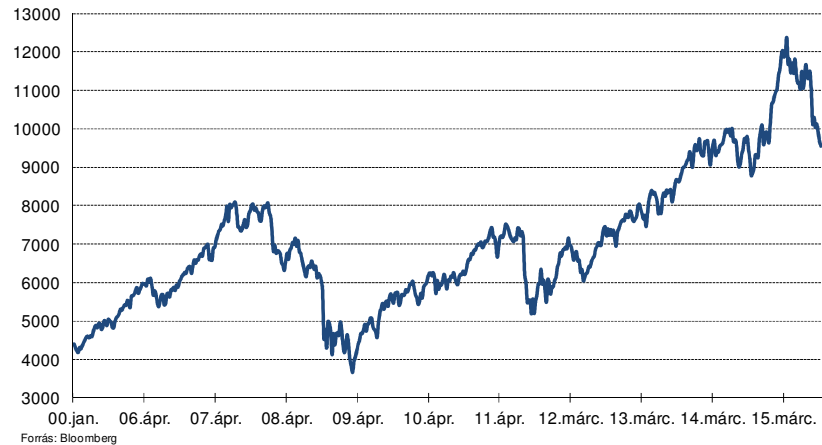
- Felbolygatta a piacokat augusztus közepén a kínai jegybank, amikor több lépésben leértékelte a jüant a kereskedési sáv 6,20-ról 6,40-ig történő eltolásával, miközben áttért a középárfolyam piaci alapú meghatározására.
- Éveken át a jüan mesterséges gyengítésével vádolta az USA az ázsiai országot és védővámot helyezett kilátásba, miközben a jüan a 2008 januári 7 körüli szintekről 2013 végére 6 közelébe erősödött a dollárral szemben. Ezzel párhuzamosan a brutális exportnak köszönhetően 1.500 Mrd dollárról 4.000 Mrd dollárra duzzadt a kínai devizatartalék. Közben a gazdaságpolitika paradigmaváltáson esett át, az export után fokozatosan a belső kereslet irányába helyezte a fókuszot a kínai vezetés.
- A döntés kétféleképpen értelmezhető. Az egyik értelmezés szerint ez a kínai gazdaság lassulásával kapcsolatos problémák beismerése és kizárólag az exportot támogatja. Ennek ellentmond, hogy a leértékelést követő intervenció során a jegybank több tízmillió dollárt „égetett” el a további, túlzott gyengülés elkerülése érdekében. A másik szerint a cél az SDR kosárba való bekerülés a rugalmasabb árfolyam-meghatározáson és a volatilitás növelésén keresztül. Ezzel a jüan tartalékdevizává válhat, ami jelentősen felhúzhatná a kínai eszközök árfolyamát.

Európa: a kihívások tovább gyarapodnak

DJ EuroStoxx50 index EPS várakozás és P/E



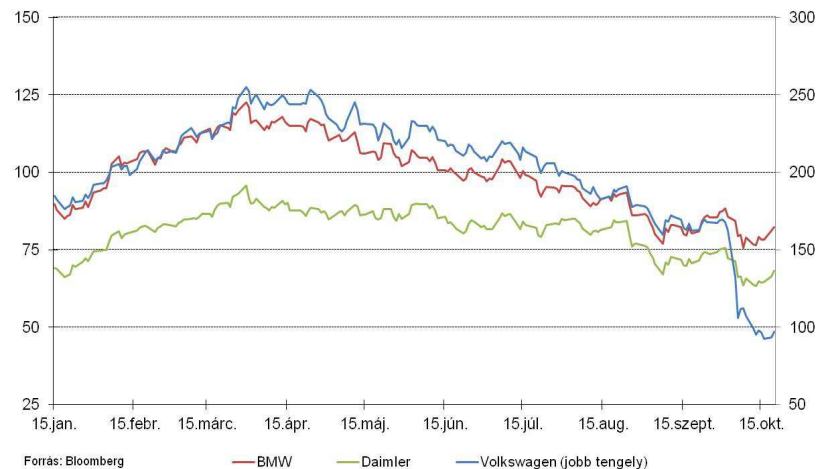
DAX index



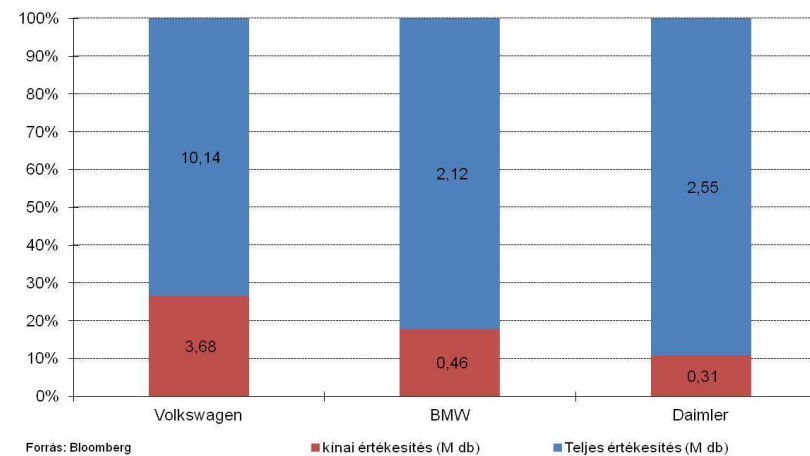
- Miután Ciprasz beadta a derekát, a médiumok címlapjain már nem is foglalkoztak a görög témával. Két hónapon át a kínai lassulás és a migráns áradat elsöpört minden más releváns kérdést a sajtóban. Ezt csak a Volkswagen volt képes megtörni szeptember vége felé.
- A német cégek, de főleg a legnagyobbakat tömörítő DAX index társaságainak profitnövekedése jelentős részben Ázsiából érkezik, így számukra különösen húsba vágó az ottani növekedés kérdése. A DAX az augusztusi kínai pánikban 16%-ot zuhant, majd a Volkswagen botrány kirobbanását követően 7%-kal került lejjebb. Ezzel az index P/E-je a 15x fölötti szintről 11,5x-ig esett vissza, míg az EuroStoxx50 P/E-je 16x-ról 12,8x-ig süllyedt; egyelőre. Az olcsóság látszólagos, hiszen az elemzői előrejelzésekbe még nem épültek be az új információk. A nemsokára érkező harmadik negyedéves vállalati eredmények már nyújthatnak majd némi támpontot a várható hatásokról, de igazi tükröt majd inkább csak a negyedik negyedéves számok tartanak a vállalatok elé. Addig a befektetők figyelme a jegybankokra fókuszál majd.

Német autógyártók: Derűre ború

Német autógyártók részvényeinek idei teljesítménye (EUR)



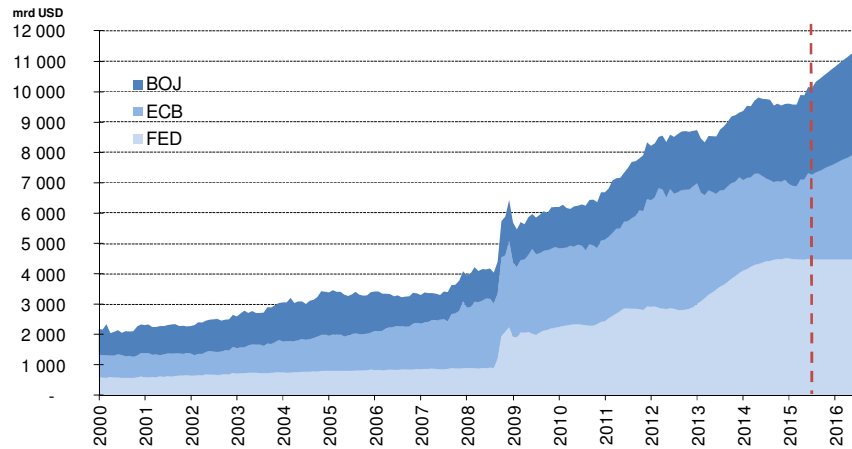
Német autógyártók 2014. évi értékesítése



- A német autógyártók gyengülő eurónak, valamint a továbbra is erős értékesítési statisztikáknak köszönhető első negyedéves szárnyalását a második negyedévtől elhúzódó korrekció követte. Ennek elsődleges oka a növekedés motorját jelentő kínai piac visszaesésével kapcsolatos félelem volt.
- A szeptemberben kirobbant Volkswagen botrány olaj volt a tűzre. Kiderült, hogy a cégcsoport a motorvezérlő szoftver segítségével manipulálta a károsanyag-kibocsátásra vonatkozó teszteredményeket egyes Euro 5 szabványú dízelmotorjai esetében. Amerikában 480 ezer, Európában 8 millió, míg a világon 11 millió autó érintett az ügyben. A botrány következményeinek (visszahívások, perek, értékesítés visszaesése, fejlesztési és finanszírozási kiadások megugrása, stb.) költségei egyelőre felbecsülhetetlenek, mindenesetre a harmadik negyedévben 6,5 milliárd eurót határoltak el erre a célra, s emiatt a cég profit warning-ot adott ki.
- Az részvény árfolyama a márciusi 255 euró körüli csúcsról 63,81%-ot esve 93 euró alatt is járt, ezzel a cég kapitalizációja 120 milliárd euróról 50 alá csökkent. Közben a vállalat 5 éves csődkockázati biztosítása (CDS) 75-ről 300 bázispontig drágult, jelenleg 250 bázispont környékén kereskednek vele. A Fitch negatívra rontotta a cég adóbesorolásához („A”) tartozó kilátást és az S&P is jelezte felülvizsgálati szándékát.

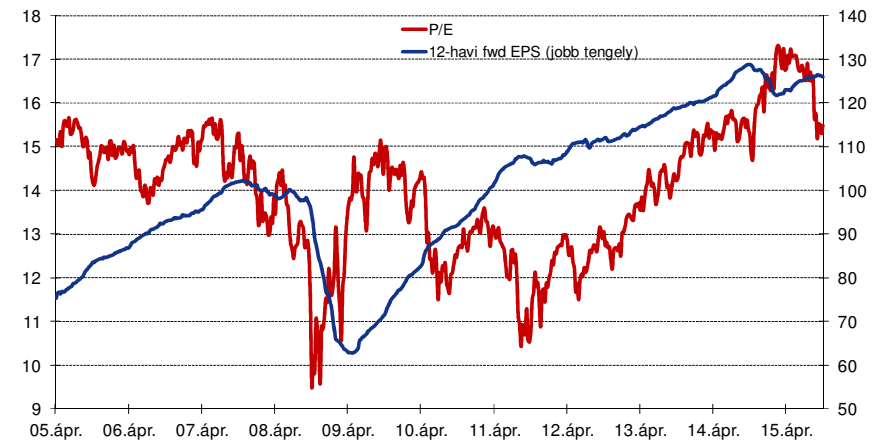
Amerika: QE után stagnálás

FED, ECB, BoJ mérlegfőösszeg alakulása



Forrás: Bloomberg

S&P500 index EPS várakozás és P/E

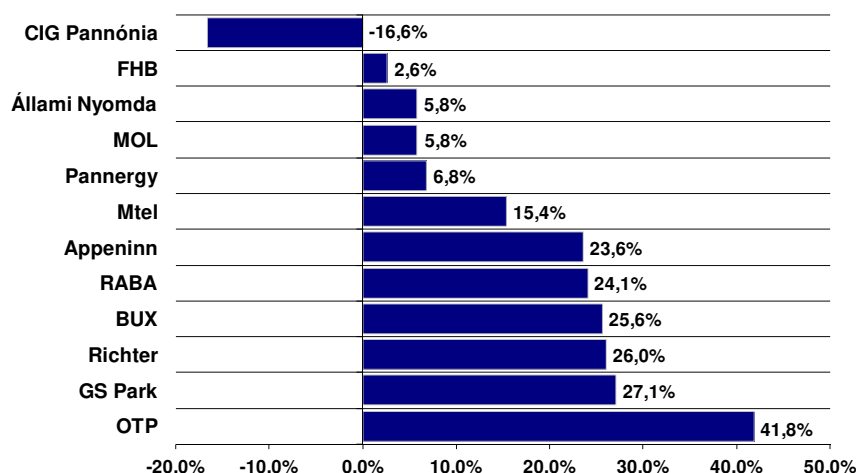


Forrás: Bloomberg

- A kínai pánik által keltett hullámok nem kerülhették el az amerikai részvényt piacot sem; az S&P500 10%-ot meghaladó mértékű esést produkált néhány nap leforgása alatt. A szeptemberi kamatemelés elmaradása és az azt követő dovish kommentek azonban új életet lehetnek a piacba. Az értékeltség továbbra is átlag feletti, amihez vajmi kevés növekedési potenciál társul. A Fed-modell kivételével – ami csak a kötvénypiacához képesti risk prémiumot veszi figyelembe a fair érték meghatározásánál – nem tudunk vastkos érveket felsorakoztatni az amerikai részvényt piac jelentős emelkedése mellett.
- A FED még mindig szinten tartja az elmúlt évek QE programjai keretein belül megvásárolt papírok állományát, így mérlege továbbra is stagnál. A két másik nagy szereplő, az ECB és a BoJ ugyanakkor dinamikusan növeli majd az állományt az előttünk álló 12-15 hónap során (ECB: 60mrd EUR/hó, BoJ: kb.55mrd USD/hó). Ennek következtében e három jegybank mérlegfőösszege a válság előtti mintegy 3000 mrd dollárról 11000 mrd dollár fölé nő majd, ami vélhetően jótékony hatással lesz majd a tőkepiacok árazásaira, mondhatni a legfőbb elem a jelenlegi árszintek fenntartásában.

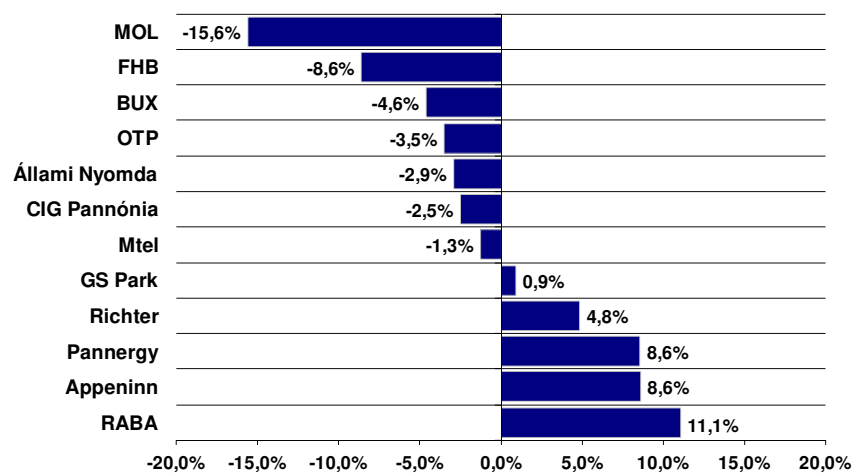
BUX: ezúttal is a világ élvonalába tartoztunk

Főbb magyar részvények teljesítménye 2015 YTD



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

Főbb magyar részvények teljesítménye 2015 Q3

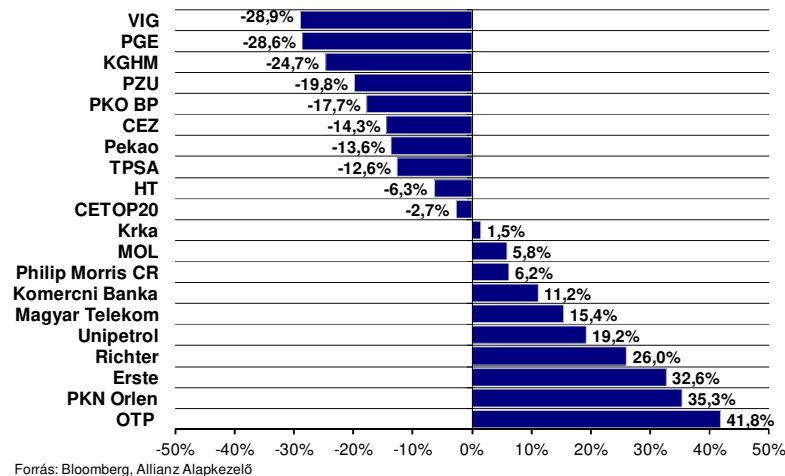


Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

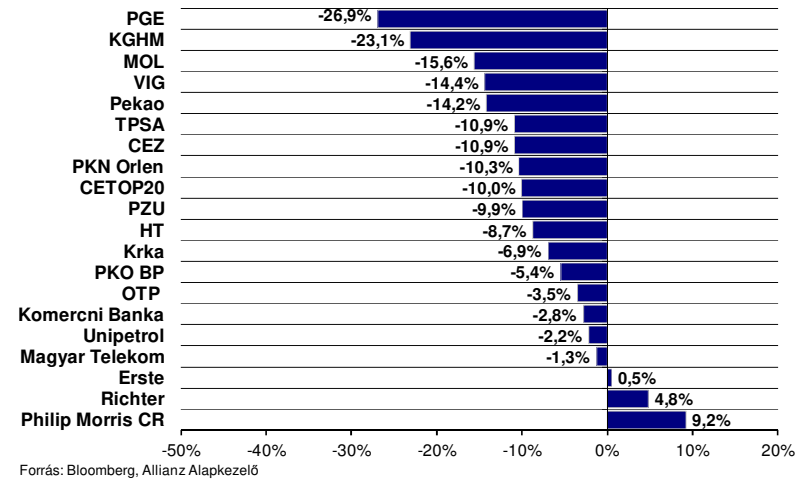
- A harmadik negyedévben már a BUX sem tudott ellenállni a nemzetközi trendeknek, de ezúttal is felülteljesítette legtöbb versenytársát, hiszen mindössze 4,6%-ot értékelődött le. Az erő leginkább az augusztus végi pánikhangulatban mutatkozott meg, amikor a hazai börze a nemzeti ünnepnek köszönhetően a három napos szakadás utolsó napjára csatlakozott csak be.
- A negyedév vesztese a korábban remeklő MOL volt, mely rekord eredményről adott számot, amit azonban a befektetők egyáltalán nem honoráltak. Sőt, az olajár újabb esésével a MOL részvényeket is két kézzel szórták a parketten. Az év második felében természetesen a finomítói marzsok szűkülni fognak, de még mindig mid-cycle feletti szintekről beszélhetünk. Csalódás volt számunkra a Richter is, mármint ami a részvényárfolyamot illeti. Az FDA ugyanis jóváhagyta a Cariprazine amerikai bevezetését, ami mérföldkő a cég életében és jelentősen javítja az elkövetkező évek kilátásait. Ennek ellenére van eladó részvény bőven, így az új lehetőség teljes beárazódására vélhetően hosszabb ideig kell majd várni. A gyógyszerpapír mindenestre jó eséllyel felülteljesítő lesz majd az előttünk álló hónapokban.

CEE: a lengyel választások fókuszban

CETOP20 tagok teljesítménye 2015 YTD



CETOP20 tagok teljesítménye 2015 Q3



- Lengyelországban október végén parlamenti választásokat tartanak, ahol várhatóan a radikálisabb jobboldali párt, a PiS fogja megszerezni a legtöbb szavazatot. Nemrégiben részletekbe menően taglalták programjukat, melyben a magyarhoz hasonló mértékű bankadó, valamint kiskereskedői adó is szerepel. A lengyel piacon nagy súllyal bíró pénzintézeteknek profitjuk hozzávetőleg 20%-át kell majd befizetni a költségvetésbe a legnagyobb ellenzéki párt győzelme esetén.
- Nem kíméli a kormányzat az energiaszektort sem. Ezen társaságokkal szeretné felvásároltatni a lengyel állam a csődbe ment szénbányákat, melyek a jelenlegi árszintek mellett képtelenek nyereséggel működni. Ennek megfelelően a negyedév legnagyobb vesztese a 27%-ot zuhanó PGE volt. A telekom szektor az eleve elhibázott szabályrendszerrel kiírt 4G tendertől szenved, a frekvenciasávok árazása ugyanis már közelíti a legdrágább európai szinteket. Egyre valószínűbb, hogy az aukció eredmény nélkül zárul majd. A zuhanó olajár következtében a rubel ismét jelentősen gyengült, ami érzékenyen érinti majd az oda exportáló cégeket. A CETOP-ban a Richter és a Krka a leginkább kitett a rubel ingadozásainak, így a harmadik negyedéves eredmények várhatóan jóval gyengébben alakulnak majd a másodiknál.

Hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok minősítése

Alacsony minősítésű hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok portfóliónként 2015.09.30-án

Alacsony minősítésű hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok 2015.09.30-án			
Portfólió	Értékpapír megnevezése	Névérték	Minősítés oka
Allianz Önk. Kiegyen	FJ17NF01	1 966 180 000	A hitel/betét arány elfogadható szint feletti, illetve a nemteljesítő hitelek fedezettségének nem megfelelő értéke
Allianz Önk. Kiegyen	FJ20NF01	816 080 000	
Allianz Önk. Kiegyen	FJ20NV01	765 750 000	
Allianz Önk. Kiegyen	FJ21NF01	382 870 000	
Allianz Önk. Növek.	FJ20NF01	81 800 000	
Allianz Önk. Növek.	FJ20NV01	53 230 000	
Allianz Önk. Növek.	FJ21NF01	26 620 000	