

Vagyonkezelői beszámoló a Szövetség Nyugdíjpénztár Igazgatósága részére 2014 Q3

Budapest, 2014. október 14.

Portfólió teljesítmény

Portfóliók teljesítménye 2013.12.31-től 2014.09.30-ig

Portfóliókezelte alapok	Portfóliókezelői bruttó hozam	Benchmark hozam	Alul / Felülteljesítés	Kezdő dátum	Kezdő vagyon	Záró dátum	Záró vagyon
Szöv. Klasszikus	2,37%	2,06%	0,31%	2013.12.31	1 393 103 743	2014.09.30	1 701 725 922
Szöv. Kiegyensúlyozott	8,42%	7,95%	0,48%	2013.12.31	4 859 924 221	2014.09.30	6 488 983 938
Szöv. Növekedési	8,85%	7,60%	1,25%	2013.12.31	20 714 445 940	2014.09.30	23 302 824 579
Szöv. Független	83,17%	2,06%	81,11%	2013.12.31	1 389 675	2014.09.30	141 060
Szöv. LIK_MUK	2,11%	2,06%	0,05%	2013.12.31	20 672 011	2014.09.30	12 231 944

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

Portfólió teljesítmény

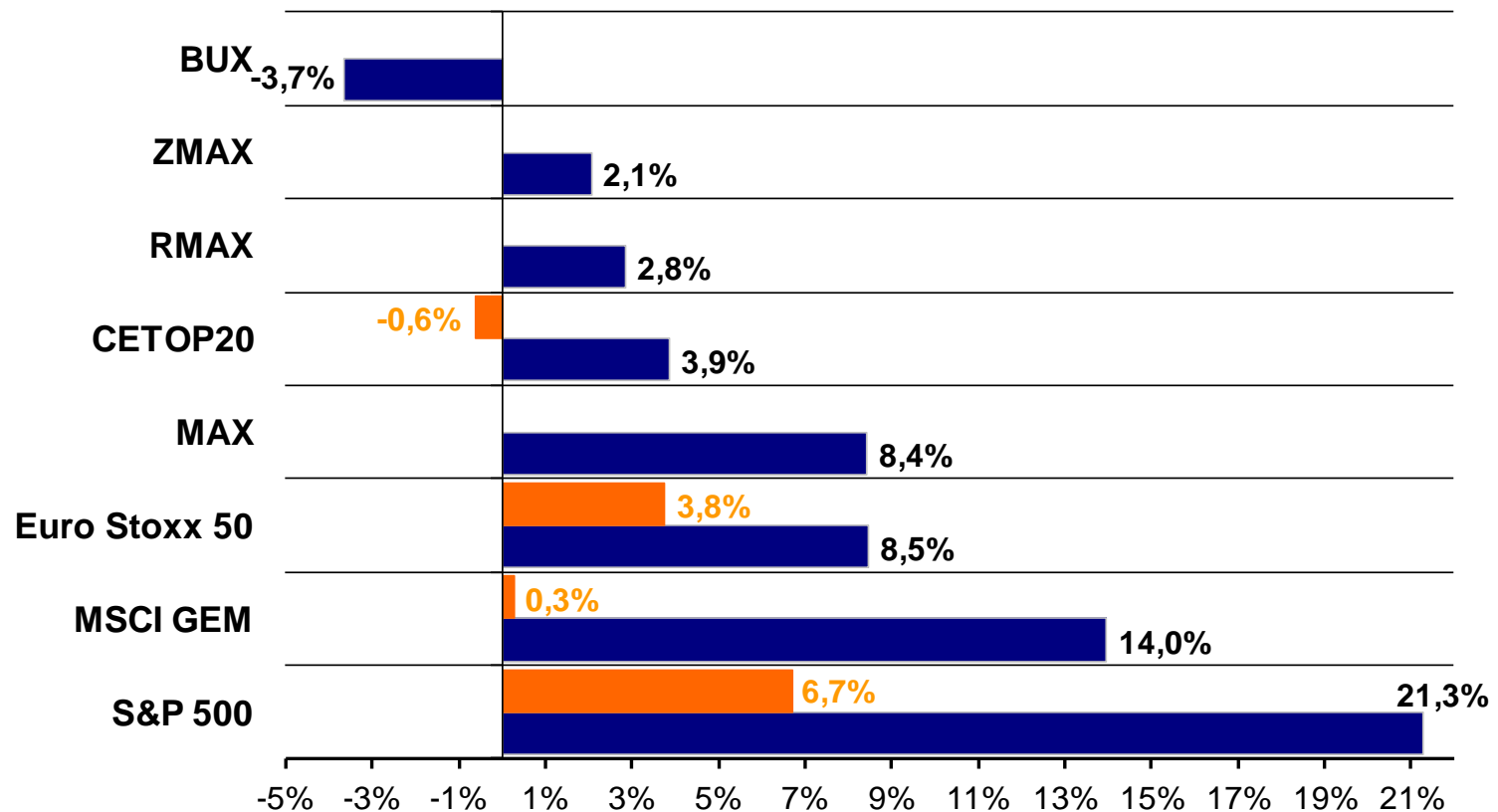
Portfóliók teljesítménye 2014.06.30-tól 2014.09.30-ig

Portfóliókezelte alapok	Portfóliókezelői bruttó hozam	Benchmark hozam	Alul / Felülteljesítés	Kezdő dátum	Kezdő vagyon	Záró dátum	Záró vagyon
Szöv. Klasszikus	0,74%	0,58%	0,16%	2014.06.30	1 679 453 112	2014.09.30	1 701 725 922
Szöv. Kiegyensúlyozott	1,25%	0,81%	0,44%	2014.06.30	6 263 573 933	2014.09.30	6 488 983 938
Szöv. Növekedési	1,85%	1,00%	0,85%	2014.06.30	22 781 921 785	2014.09.30	23 302 824 579
Szöv. Független	31,52%	0,58%	30,94%	2014.06.30	21 478 251	2014.09.30	141 060
Szöv. LIK_MUK	0,76%	0,58%	0,18%	2014.06.30	29 048 767	2014.09.30	12 231 944

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

Indexek teljesítménye

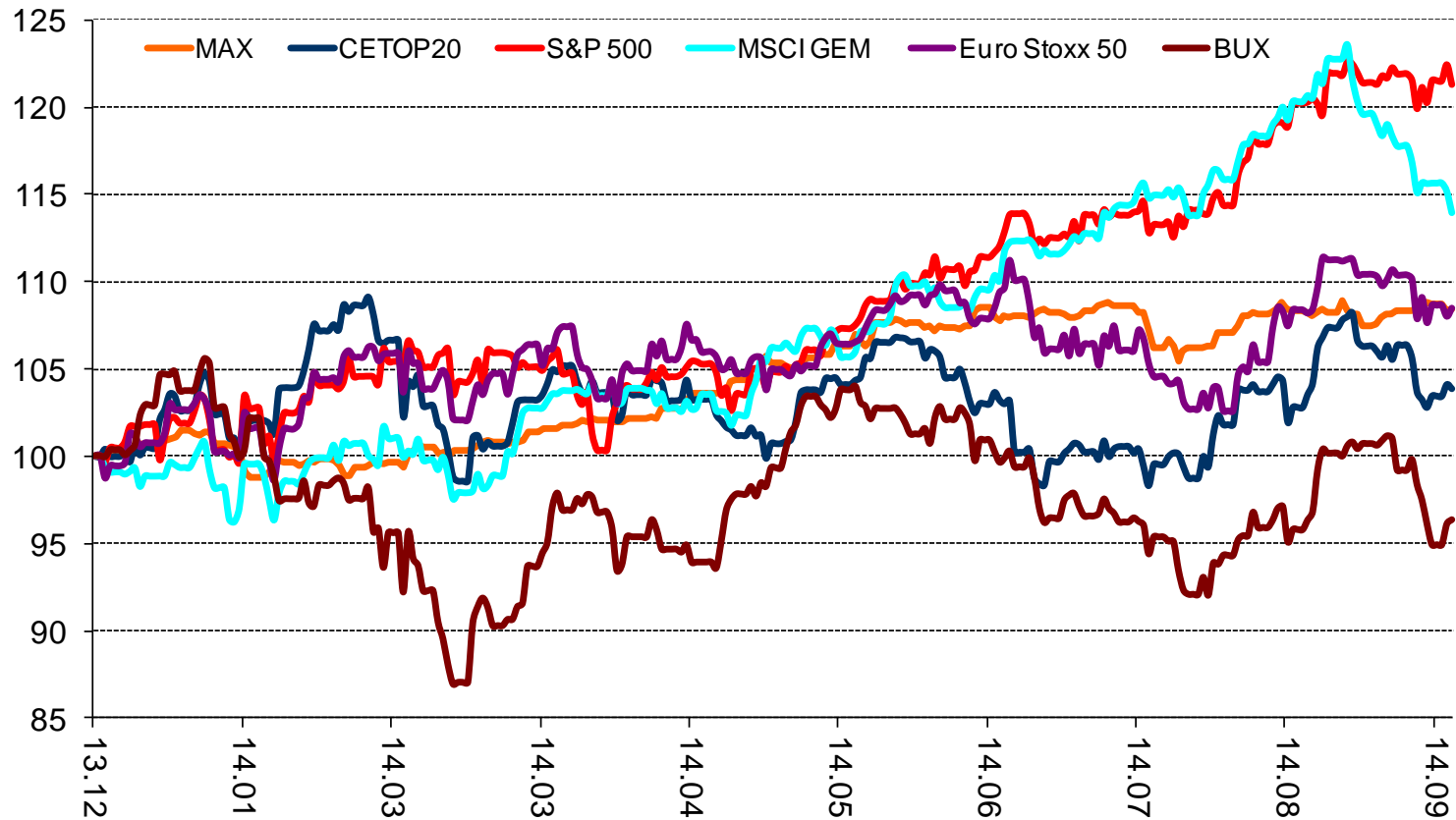
Főbb indexek alakulása 2014 YTD (HUF-ban és saját devizában)



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

Indexek alakulása

Főbb indexek alakulása (2013.12.31-2014.09.30. HUF-ban)



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

Globális trendek I.

EU: újabb ECB kamatcsökkentés, újabb mennyiségi könnyítési program

- A harmadik negyedévre sem gyengült a deflációs nyomás az EMU-ban, a növekedési kilátásokat az általános globális lassulás, a kínai gazdaság gyengélkedése mellett az orosz-ukrán konfliktus nyomán bevezetett gazdasági szankciók tovább rontották. A tagországok többsége emellett a költségvetési hiány fenntarthatóságának problémájával is küzd, ami szintén rontja a növekedési kilátásokat.
- Erre válaszul az Európai Monetáris Unió jegybankja a piaci várakozásokat meghaladó mértékben, 10 bázisponttal csökkentette alapkamatát a harmadik negyedévben, így az egy hetes repokamat 0,05%-ra, az overnight betéti kamat -0,2%-ra csökkent, míg az egynapos hitelkamat 0,3%-ra mérséklődött. A kamatcsökkentés mellett a deflációs környezetet és a további gazdasági lassulást elkerülendő az ECB újabb mennyiségi könnyítési programot jelentett be. A TLTRO névre hallgató program első körben csalódást okozott: a megengedett eszközök közül csupán 82,6 mrd EUR értékben vásárolt a központi bank
- Az ECB a negyedév végén a program bővítését jelentette be, az elérni kívánt ABS állomány nagysága 1000 mrd EUR-ra tehető, ám a megvalósítás erős ellenállásba ütközött a német jegybank részéről (és feltételezhetjük, hogy jogi aggályokat is felvet).
- A portugál bankrendszerben felmerült default lehetősége és a skót népszavazás miatt a negyedév során többször is drasztikusan csökkent a befektetők kockázatvállalási hajlandósága, újabb mélységekbe nyomva az irányadó piaci hozamokat (német 2 éves bund aukciós hozama -0,07% is volt).

Globális trendek II.

USA: ellentmondásos kamatvárákozások, javuló makroadatok

- Az Egyesült Államokban ezzel szemben mind a munkanélküliségi, mind pedig a kiskereskedelmi fogyasztási adatok javultak, és a második negyedéves GDP is erős pozitív meglepetést jelentett (q/q +4,6%), ami alátámasztotta a FED taperinget (a mennyiségi könnyítési program fokozatos mérséklését).
- Az adatok hirtelen javulásával a dollár alapkamatára vonatkozó piaci várákozások jelentősen emelkedtek, a kötvénypiacon megindult eladások és a dollár erősödése azonban csak a FED tagok alapkamat-előrejelzései után ugrottak meg igazán.
- Az egyes szavazótagok előrejelzései alapján kiadott várákozásokkal szemben a FED hivatalos kommunikációja és a hivatalos jegyzőkönyv is sokkal visszafogottabb kamatpályára utal: bár a tengerentúlon csökkenőben van a munkanélküliség, az aktivitási ráta továbbra is drámaian alacsony szinten áll, a fogyasztói bizalom ingatag, ami a kiskereskedelmi forgalom növekedésének törékenységére utal, ráadásul még nem jelent meg érdemi inflációs nyomás a gazdaságban.
- A QE3 program a negyedik negyedévben kifut, a lejáró eszközöket a FED még megújítja (és a jegybank mérlegfőösszege nem csökken, csupán októbertől nem emelkedik tovább), viszont a hirtelen USD erősödés és a globális növekedési kilátások folyamatos romlása miatt feltételezhetjük, hogy a jelenleg árazott 2015 Q1 végi Q2 eleji kamatemelési várákozások túlzóak és a jegybank szerepét betöltő intézmény még sokáig ragaszkodni fog a mostani, támogató kamatkörnyezethez.

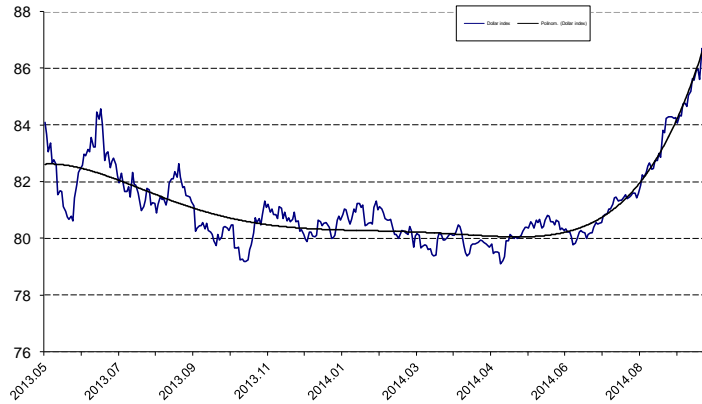
Globális trendek III.

Ázsia: Kína – lassuló gazdaság, erőtlen japán élénkítés

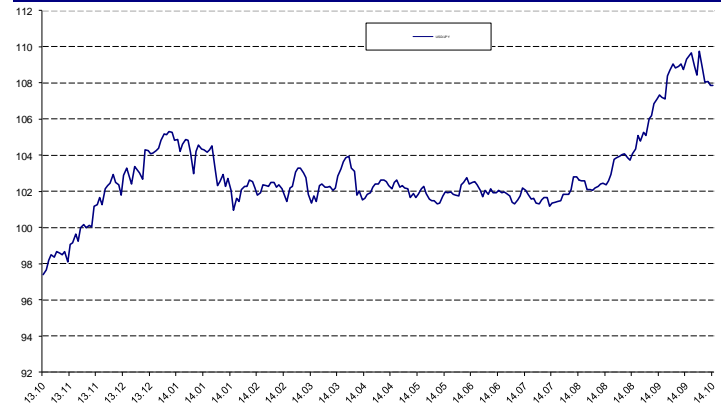
- Lassuló növekedéssel, likviditási problémákkal, vállalati fizetéseképtelenségi problémákkal és tovább eső ingatlanárakkal terhelt időszak volt a harmadik negyedév Kínában. A korábbi növekedési célszámokat a gazdaság már bevallottan nem tudja teljesíteni, a gazdasági vezetés így a már megvalósult 500 milliárd jüanos tőkeinjekción túl újabb élénkítő lépések bevezetésére kényszerül majd a negyedik negyedév során. A folyamatot nem segíti a Hong-Kong és Kína között kialakult feszültség, mely lassíthatja a kínai gazdaságba érkező működőtőke beáramlását.
- Az agresszív gazdaságélénkítő mechanizmusként aposztrofált nagyléptékű mennyiségi könnyítési program Japánban szinte teljes csődöt mondott. Az árfolyamra gyakorolt hatás kézzelfogható, az infláció emelkedése azonban még úgy is átmeneti, hogy ezt segítette egy nagymértékű forgalmi adó emelés. A kiskereskedelmi forgalom visszaesett, az export stagnál, az import a hirtelen gyengült vásárlóerő miatt nem segít a várakozások stabilizálásában.

Globális trendek IV.

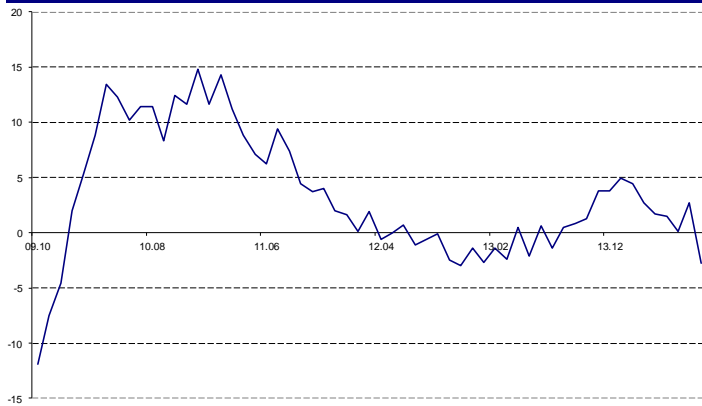
Dollár index (USD vs 6 major world currencies)



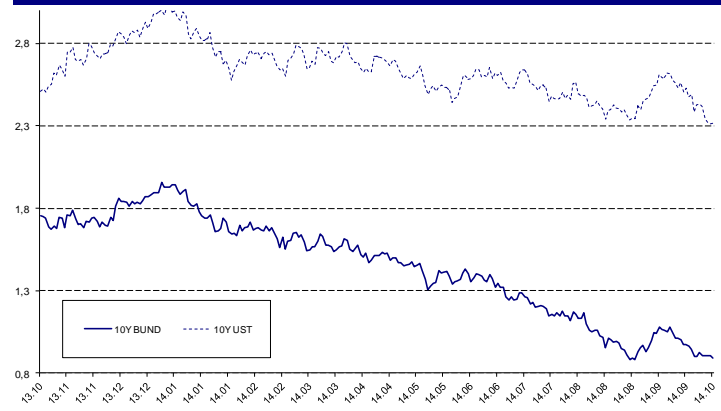
USD/JPY



Német ipari termelés év/év



10Y UST és 10Y Bund

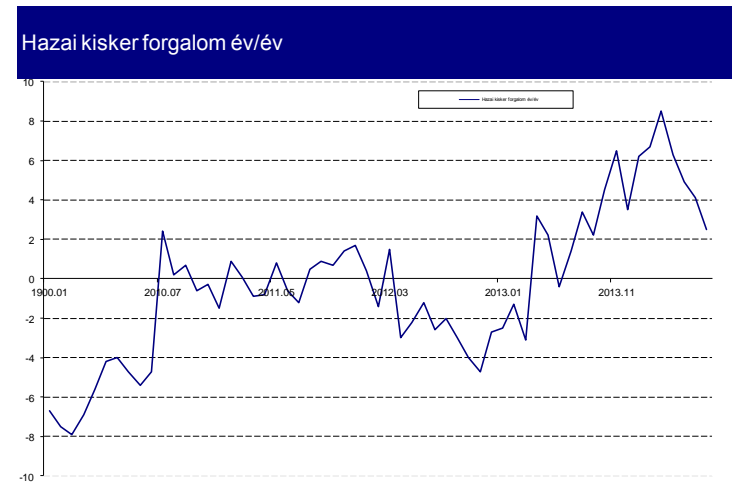
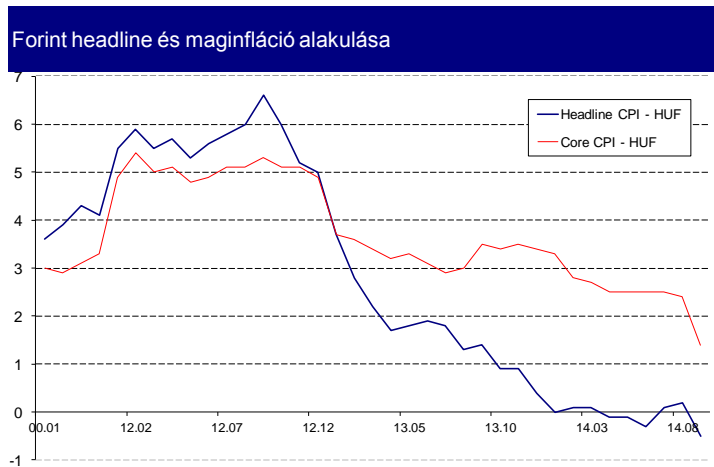
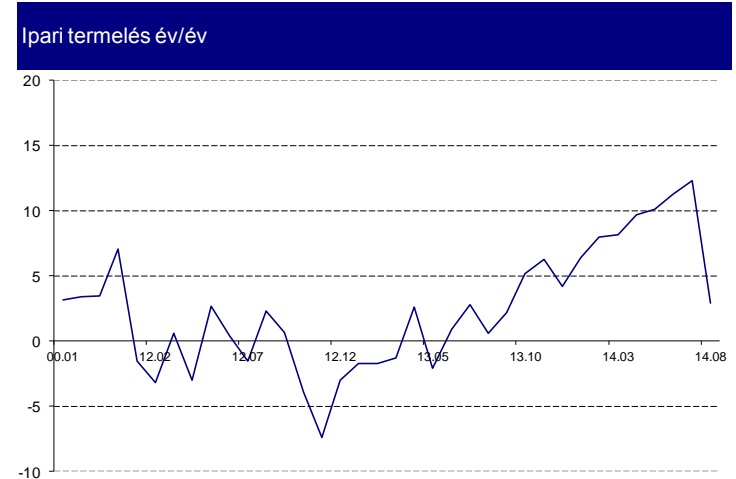
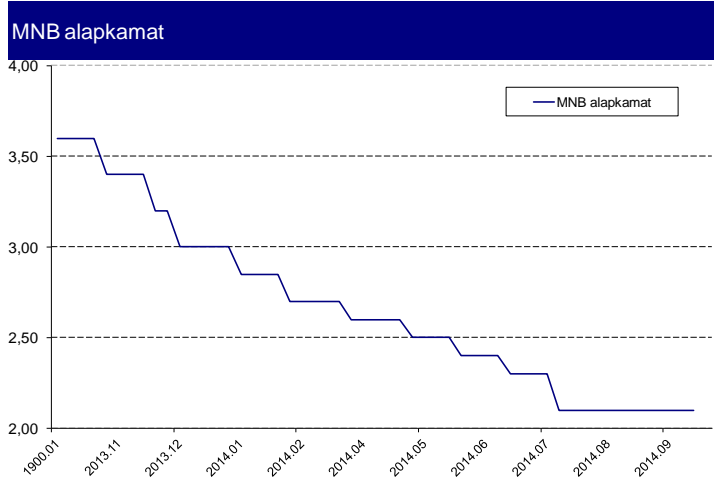


Hazai makrofolyamatok I.

Maradt az alacsony inflációs környezet, javuló növekedési kilátások, devizahitelek kivezetése

- Kimondottan jó negyedévet zárt a hazai gazdaság. A növekedés üteme 3,9%-ra emelkedett a második negyedévben (ez sorban az ötödik negyedév, mikor bővülni tudott a GDP az előző év azonos időszakához képest). A növekedés motorja továbbra is a kimondottan jól teljesítő gépipar, és az ebből adódó magas export, illetve az állami megrendelésekből profitáló építőipar volt.
- A headline infláció csak átmenetileg szakadt el a negatív értékektől, a maginflációs mutató 2,5%-ról a negyedév végére 1,4%-ra esett vissza, ami az MNB inflációs céljának jelentős alulövését mutatja.
- Az MNB júliusban újabb 20 bázisponttal 2,1%-ra csökkentette alapkamatát, egyúttal jelezte, hogy ezt a szintet hosszabb távon fenn kívánja tartani. Tekintve, hogy mind a hazai, mind pedig a nemzetközi folyamatok kedvezően alakultak, nem zárjuk ki, hogy a jegybank tovább mérsékli alapkamatát, bár ennek a makrogazdaságra gyakorolt hatása megkérdőjelezhető.
- Sokkal fontosabbnak tartjuk a növekedés szempontjából kiemelkedő fontosságú hitelprogramot, az exportőrök további megsegítését az EXIM Bank hitelprogramján keresztül, a növekedési hitelprogram folytatását, a devizahitelek kivezetésének megkönnyítésére elindított forward és swap eszközöket, illetve a kamatswap program folytatását. Mindezek alacsony és kiszámítható kamatkörnyezetet hoznak létre, ami hosszabb távon beruházásösztönző hatású.

Hazai makrofolyamatok II.



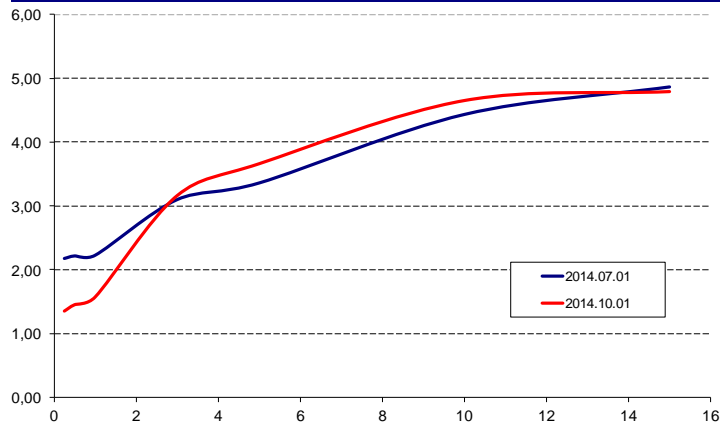
Hazai állampapír-piaci folyamatok I.

Folytatódott a hozamcsökkenés, meredekebb hozamgörbe

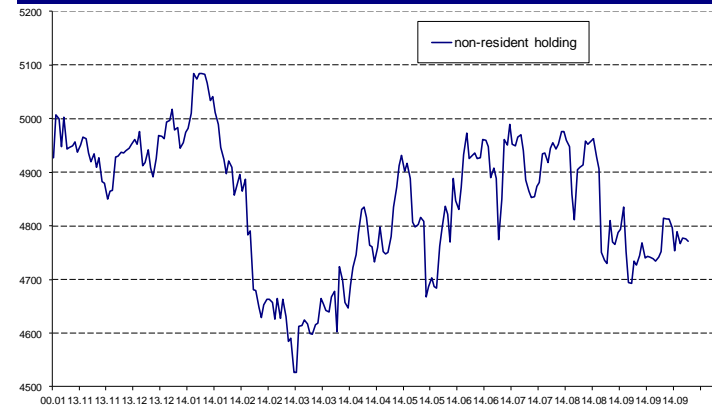
- A kéthetes MNB betét megszüntetése miatt a piacra áramló extra likviditás illetve az újabb kamatcsökkentés miatt rekord-alacsony hozamszintek mellett tudott új forrást bevonni a piacról az ÁKK. Az éven belüli lejáratok tartósan az alapkamat szintje alatt maradtak. A hosszabb papírok esetében ugyan gyengültek a jegyzések (emelkedtek a hozamok) ám a mozgás elmaradt a globális mozgásoktól, azaz a hazai piac viszonylag jól teljesített.
- A magasabb nettó kibocsátás során felkínált papírmennyiség probléma nélkül vevőre talált a piacon a harmadik negyedév során még úgy is, hogy az ÁKK nagyobb hangsúlyt fektetett a hosszabb lejáratú kötvények kibocsátására (így a teljes állomány durationje tovább emelkedett). A külföldi befektetők állománya a vizsgált időszakban közel 200 milliárd forinttal csökkent, de ez egy egyszeri változásnak (lejárát nem megújításának) köszönhető.
- Az MNB által elindított IRS tenderre csökkenő érdeklődés mellett adtak be ajánlatot a hazai bankok, ennek ellenére a nagyobb UST hozamingások emellett is viszonylag stabilnak mondható a hozamszintek alakulása.
- Várakozásaink szerint a negyedik negyedévben elsősorban a beinduló ECB QE programból felszabaduló likviditásnak köszönhetően tovább csökkennek a hazai hozamok. A fegyelmezett költségvetési politika miatt kis esélyt látunk a kínálati oldal jelentős bővülésére, így nem tartjuk kizártnak a hazai görbe ellaposodását, azaz a hosszabb lejáratú papírok jobb teljesítményét.

Hazai állampapír-piaci folyamatok II.

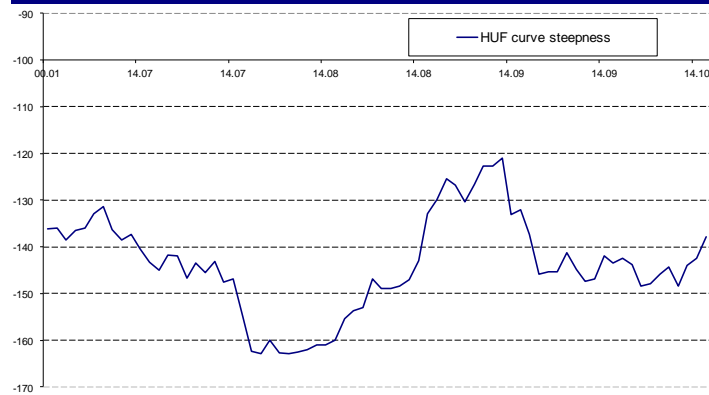
HGB görbe változása



Külföldi befektetők állampapír-állománya



2-10 spread (HUF swap görbe)

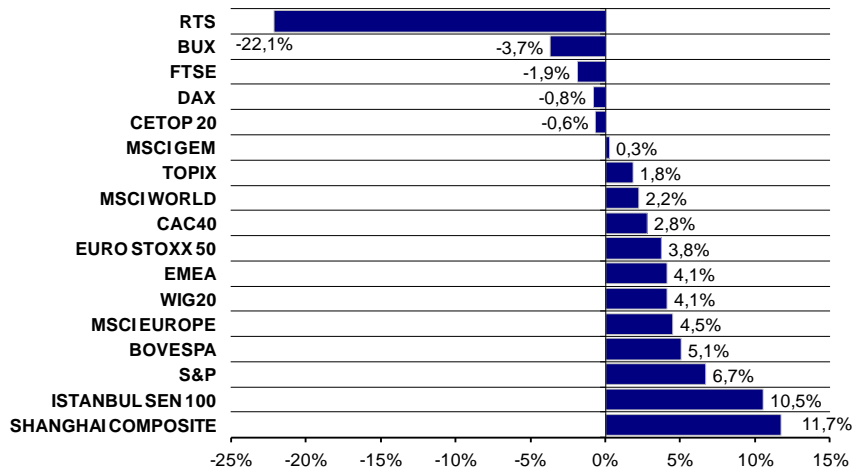


HUF 3x6 FRA



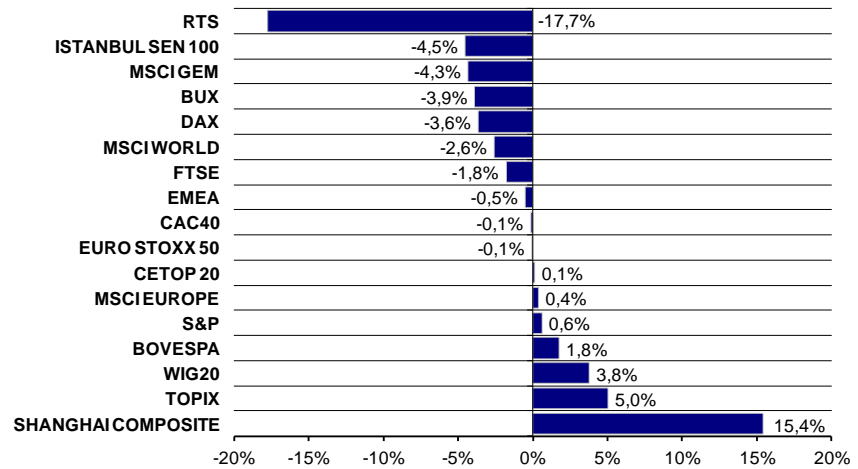
Magasabb volatilitás a részvénypiacokon

A releváns részvényindexek teljesítménye 2014 YTD (saját devizában)



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

A releváns részvényindexek teljesítménye 2014 Q3 (saját devizában)

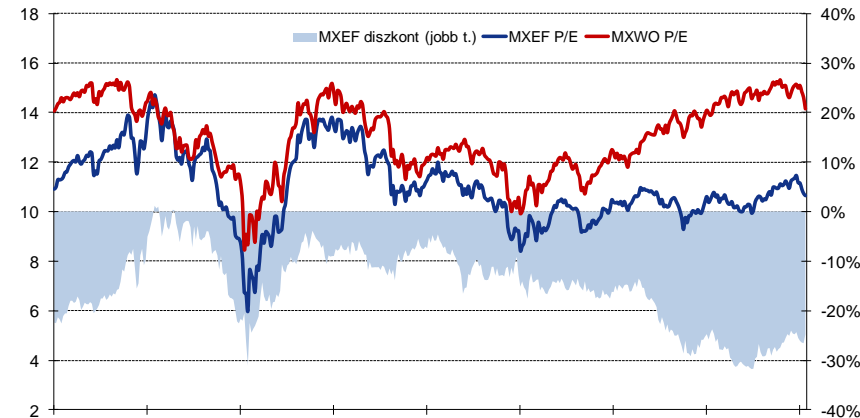


Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

- Kissé megemelkedett volatilitás mellett a főbb részvényindexek jellemzően stagnálást mutattak a harmadik negyedév végére. Az S&P500 és a DJ Euro Stoxx 50 indexek negyedév végi értékei gyakorlatilag megegyeztek a féléves záró árakkal. Az említett volatilitás legfőbb forrásai az ISIS tényreése, az orosz-ukrán konfliktus fejleményei, a portugál bankrendszer (pontosabban a Banco Espirito Santo) körüli csődvészély, a skót függetlenségi népszavazás lehetséges sikere valamint a FED jövőbeli kamatemelésének időpontjáról szóló találgatások voltak. Mindeközben a második negyedéves vállalati eredmények ismét a várt felett alakultak, ami nagyban hozzájárult az árfolyamok viszonylagos stabilitásának fenntartásához a fejlett piacokon.
- Mindeközben dollár erősödésének és a nyersanyagárak csökkenésének következtében a feltörekvő piacok jellemzően csökkentek. A legnagyobb veszteségek régióinkban az orosz és a török piacok voltak, de az MSCI GEM index is 4,3%-ot veszített értékéből.

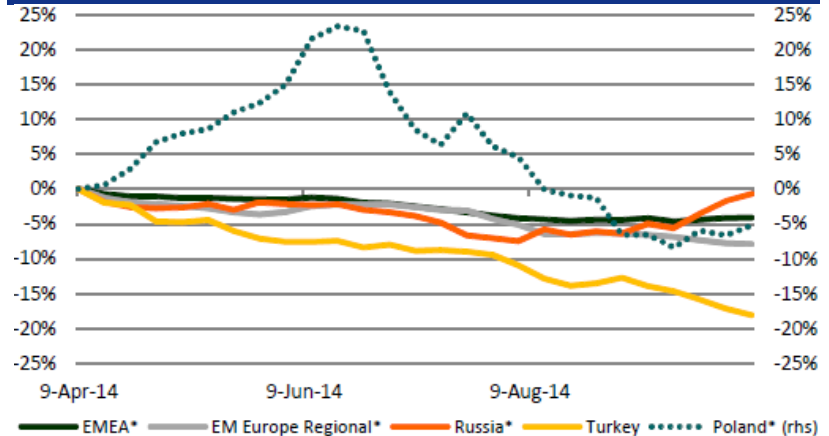
A fejlett piacok továbbra is a befektetők kedvencei

MSCI EM diszkont alakulása



Forrás: Bloomberg

Feltörekvő részvény piacokra érkező friss tőke

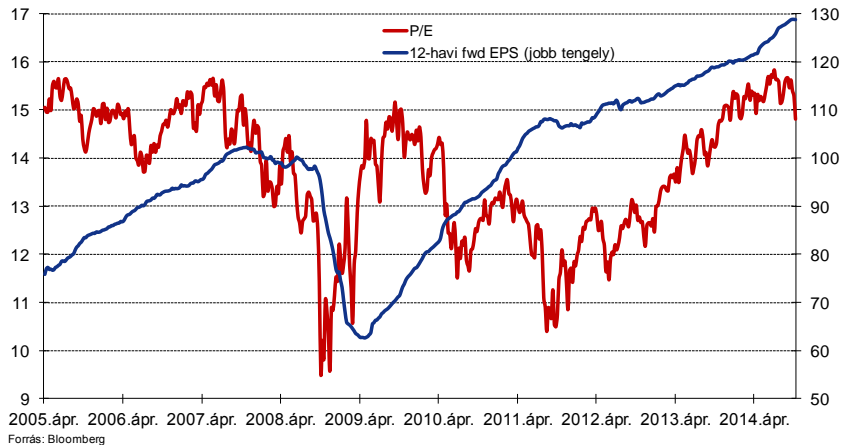


Forrás: Wood&Co Research

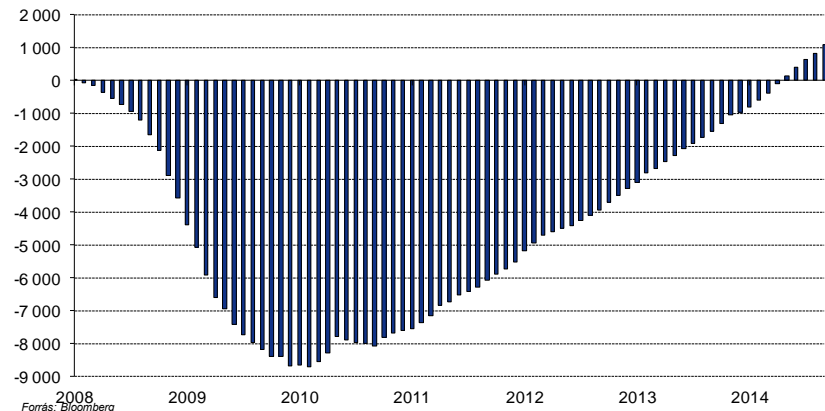
- Az elmúlt negyedévben továbbra is fennmaradt a fejlett részvény piacok iránti nagyobb érdeklődés. A feltörekvő piacokról továbbra is inkább kifelé áramlik a tőke. Elsősorban a folyó fizetési mérleg problémákkal küzdő, nagy nyersanyag kitettséggű, dollár alapú gazdaságokat kedvelik kevésbé. Régióinkban a török piacról áramlott ki a legtöbb pénz, ami jórészt a gyengébb mutatóikkal és a FED tapering-gel magyarázható.
- A fejlett világ tőkepiacait tömörítő MSCI World index még mindig 14x feletti P/E rátán forog, aminek indoka továbbra is az alacsony hozamkörnyezet és a vállaltok profitnövekedése. Mindeközben a feltörekvő piacok egy évi eredményük mindössze 10,6-szorosán forognak. Hosszú távon még mindig a különbség csökkenésére számítunk, de nem várható, hogy az előttünk álló 1-2 negyedévben végbemenne a re-rating a feltörekvő piacok jelenlegi fundamentális problémái és a befektetők kockázatkerülése miatt.

Amerika: jó makro számok, magas értékeltség

S&P500 index EPS várakozás és P/E



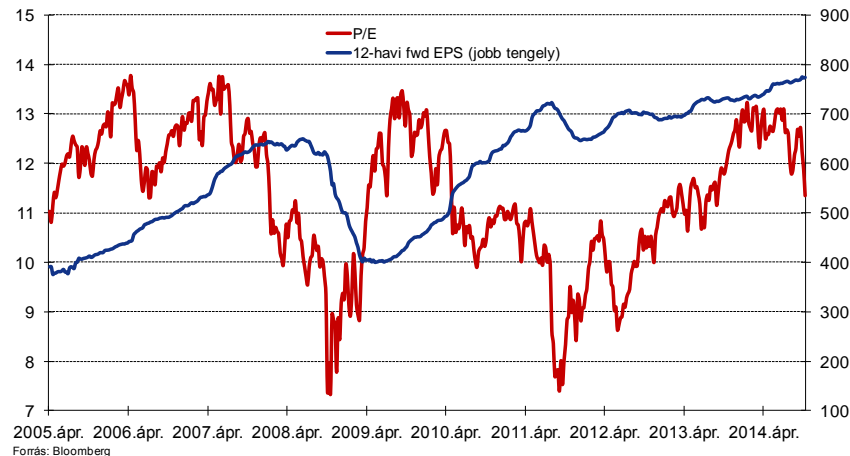
Új munkahelyek száma az USA-ban (2008-tól, ezer)



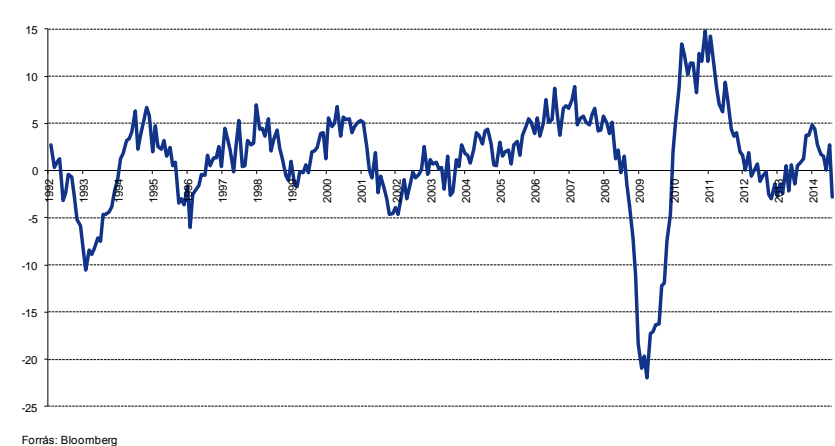
- Az S&P500 többször is áttörte a 2.000 pontos lélektani határt a nyári, kora őszi hónapok során. Az amerikai gazdaság a legtöbb fronton a fellendülés jeleit mutatja. Robosztus GDP növekedés, csökkenő munkanélküliség, növekvő fogyasztás és lakossági bizalom valamint sorozatosan várt feletti eredményeket felmutató vállalati szektor jellemzi manapság a világ legnagyobb gazdaságát. A fanyalgók is csak az ingatlanpiac lendületének megtörésére és az alacsony munkaerő-piaci participációs rátára tudják felhívni a figyelmet, miközben az elmúlt négy év folyamatos bővülésének következtében immár 1 millióval többen dolgoznak az USA-ban, mint a válság kitörése előtt.
- Az eufóriába csak a FED tapering, illetve a kamatemelési várakozások körüli bizonytalanság tudott némi józanságot hozni, illetve az utóbbi hetek egyre világosabb jelei az európai gazdaság lassulására vonatkozólag. Utóbbiról érkező megerősítések október elején már komolyabb részvénypiaci korrekciót okoztak, amitől nem tudta magát függetleníteni az S&P500 sem.

Európa: gazdasági visszaesésre felkészülni!

DAX index EPS várakozás és P/E



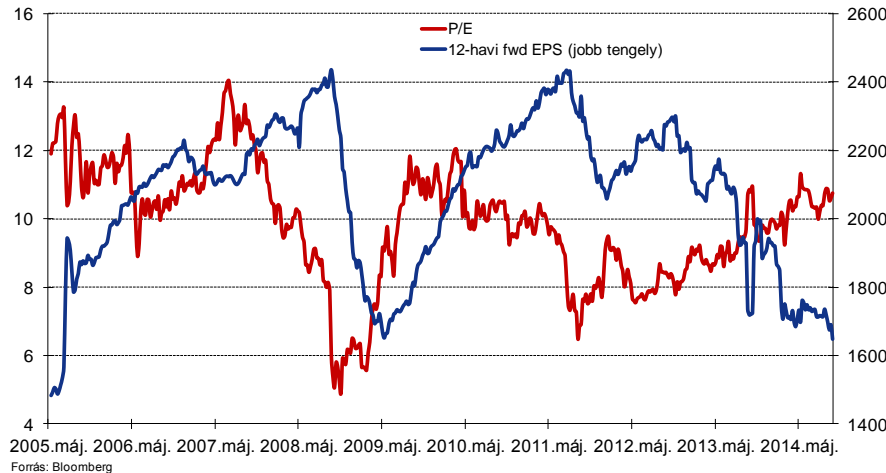
Német ipari termelés (év/év, %)



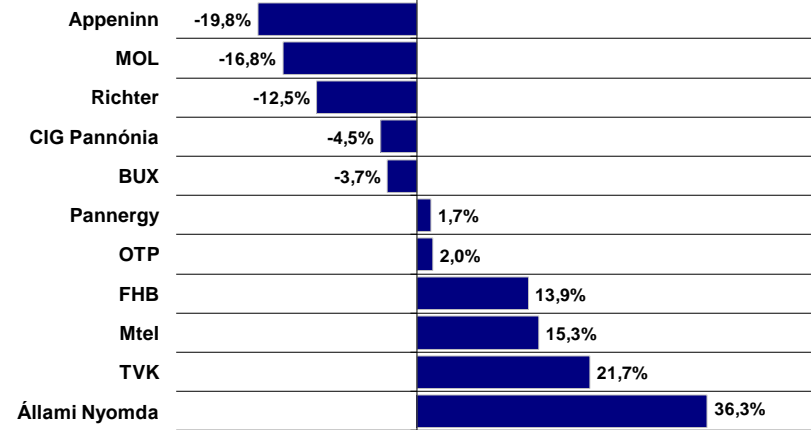
- Az európai piacoknak is volt szép időszaka a negyedév során. A DAX is átlépte a 10.000 pontos álomhatárt, ám huzamosabb ideig nem tudott ott tartózkodni. A negyedév vége felé pedig, ahogy a gazdasági növekedés megtorpanásáról érkező hírek lassan dominálni kezdték a közgondolkodást, a német index is meredek esésbe fordult és a szeptembert már 9.500 pont alatt zárta. A csökkenő hangulatindexek mellett már meglepően várakozások alatt teljesített az export és az ipari termelés is, vagyis már a „hard” indikátorok is egyértelmű jelét adják a lendület megtörésének.
- Ennek következtében a DAX értékeltsége is a 11x-es P/E szorzó közelébe kezd gravitálni, holott év közben forgott még 13x felett is. A 12 havi előretekintő EPS várakozások egyelőre nem követték le a csökkenő teljesítményt, de néhány héten belül minden bizonnyal ezt is láthatjuk majd a grafikonokon.

BUX: jó híreket még nagyítóval sem

BUX index EPS várakozás és P/E



Főbb magyar részvények teljesítménye 2014 YTD

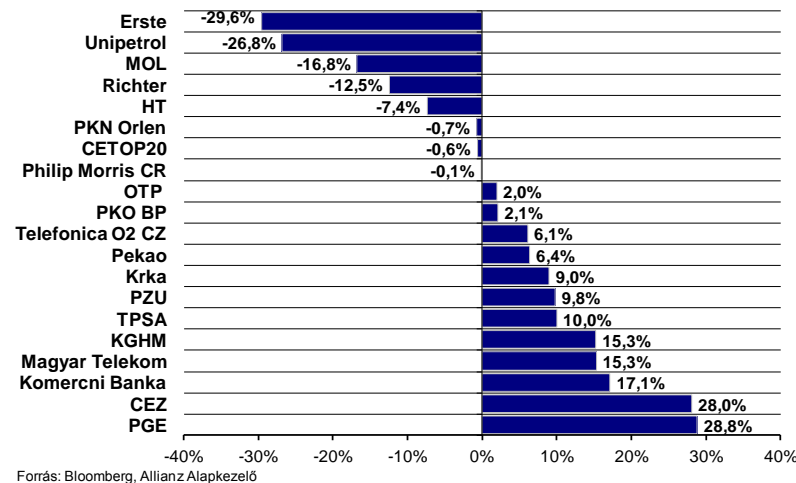


Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

- A BUX 3,7%-ot esett az év eddig eltelt szakaszában, ami a vállalatokkal kapcsolatos híráram fényében impozáns teljesítménynek tekinthető. Az OTP az idei év sztárja, hiszen 2%-kal magasabban van a 2013-as záróáránál úgy, hogy közben százmilliárdokat bukik a kormány „bankok elszámoltatása” szlogennel futó projektjén és további 10 milliárdokat az orosz és az ukrán leánycég leírásain. Sajnos még mindig nem biztos, hogy 2015-öt tiszta lappal kezdheti a társaság, hiszen a devizahitelek forintosítása még hátra van, s egyelőre nem lehet tudni kell-e, s ha igen akkor mekkora részt kell vállalni ebből a bankszektornak. További bizonytalanság, hogy a kormány deklaráltnan közműszolgáltatóként tekint a bankszektorra, ahol az „extra profit” nem elfogadható. Ezek fényében elkerülhetetlen a további konszolidáció a piacon és szükségszerű a jelentős költségcsökkentés is, amivel az OTP még kifejezetten adós a tulajdonosoknak. A MOL továbbra sem ért el semmilyen előrelépést a horvát kormánnyal folytatott tárgyalásai során, ami nélkül nehezen képzelhető el drasztikus áremelkedés. A Richter is a vesztesek között van, ami elsősorban az orosz piacon nyújtott gyenge teljesítménye miatt alakult így. A rubel gyengülése értelemeszerűen minden piaci szereplőt komoly kihívások elé állít, de míg a piac részben képes áremelésekkel kompenzálni ezen veszteségeit, addig a Richter nem tudott árat emelni...ez egyelőre még megfeszítetlen számunkra. Az MTEL-t elsősorban a kivásárlási pletyka hajtotta. A cég fundamentumai egyébként enyhe javulást mutatnak, de a frekvencia aukciókra elköltött 10 milliárdok, illetve az éves frekvenciadíjak kapitalizációja a jelenlegi osztalékpolitika keretein belül legközelebb 2017 tavaszán tesznek lehetővé osztalék fizetést.

CEE: osztalékot mindenkinek

CETOP20 tagok teljesítménye 2014 YTD



- A CEE régióban a stabil, kiszámítható cash flow-val rendelkező, magas osztalékot fizetni képes vállalatok szerepeltek a legjobban. A CEZ és a PGE tökéletesen megfelel ezen kritériumoknak, amit a piac közel 30%-os felértékelődéssel honorált. A bankok közül egyedülként került az élmezőnybe a Komercni, ami a kizárólag a stabil cseh piacnak kitett üzletet figyelembe véve szintén megfelel a fenti feltételeknek.
- A lengyel „nyugdíjreform” végül nem okoz majd akkora károkat a hazai tőkepiacnak, mint amitől tartani lehetett. A pénztárak a közeljövőben vélhetően nem kerülnek jelentős nettó eladói kényszerbe, így a horror scenárió elmaradásával a külföldi befektetők bizalma is visszatért, zárták shortjaikat, ami jelentős szerepet játszott az lengyel papírok harmadik negyedévi teljesítményében.
- A cseh piacot az Erste húzta lefelé. A bank ismét jelentős leírásokat hajtott végre Romániában és Magyarországon, amivel az idei év veszteséges lesz számára. Ráadásul a középtávon várható megtérülést is korrigálni volt kénytelen a menedzsment, így a részvény 30%-os mélyrepülése már indokolt. A bank számára a csoporton belüli relatív nagy súlya miatt kulcskérdés lesz a román leánycég mielőbbi nyereségbe fordítása, miközben a cseh és szlovák leánycég egyébként hozza a vártak megfelelő eredményeket.

Köszönöm a figyelmet!

Elérhetőség:

Allianz Alapkezelő Zrt.
1087 Budapest
Könyves Kálmán krt. 48-52.
Fax: +36-1-301-6384