

Vagyonkezelői beszámoló a Szövetség Nyugdíjpénztár Igazgatósága részére 2014. IV. negyedév

Budapest, 2015. január 14.

Portfólió teljesítmény

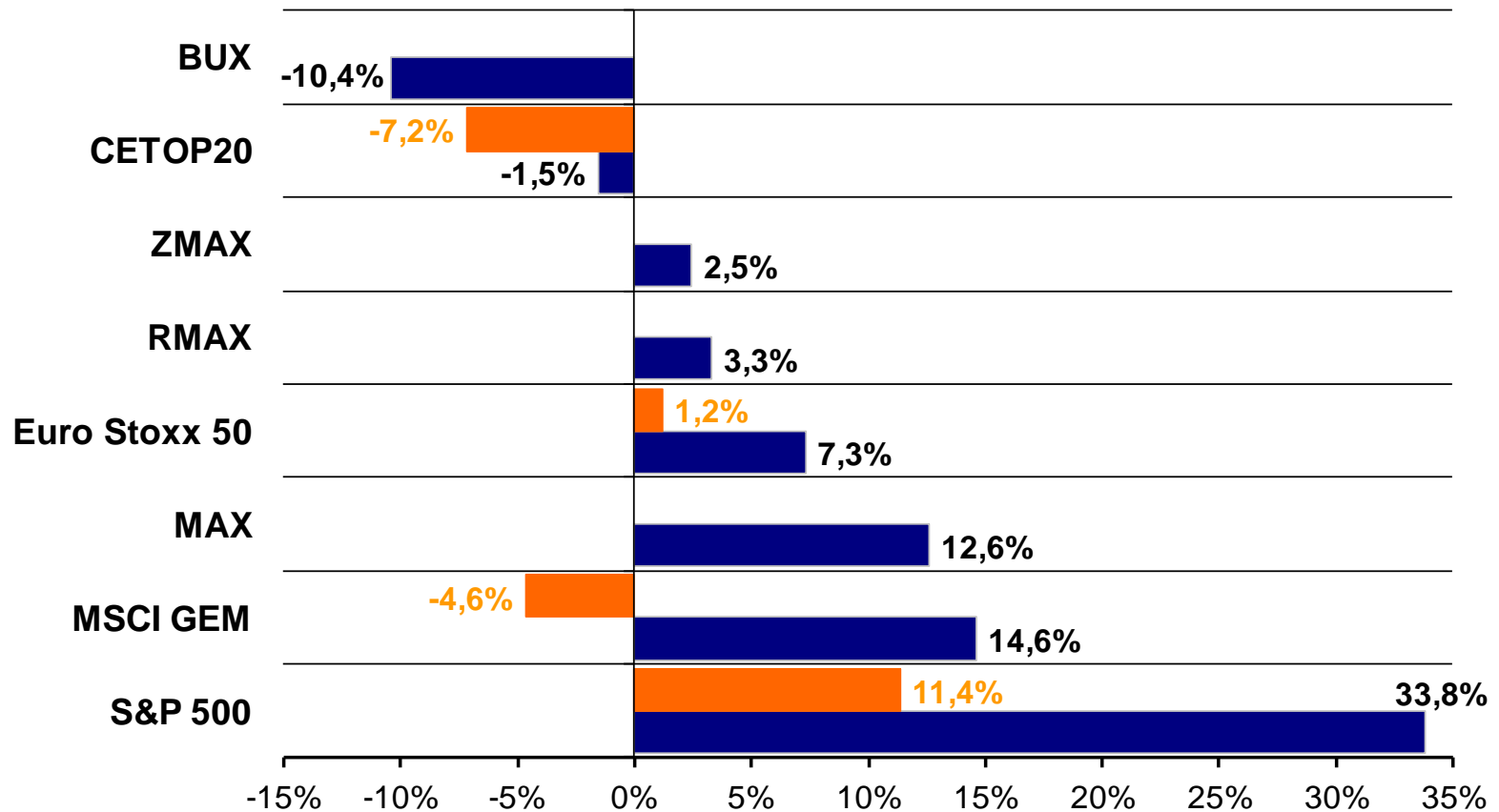
Portfóliók teljesítménye 2014.09.30-tól 2014.12.31-ig

Portfóliókezelte alapok	Portfóliókezelői bruttó hozam	Benchmark hozam	Alul / Felülteljesítés	Kezdő dátum	Kezdő vagyon	Záró dátum	Záró vagyon
Szöv. Klasszikus	0,55%	0,39%	0,16%	2014.09.30	1 701 725 922	2014.12.31	1 733 884 207
Szöv. Kiegyensúlyozott	2,74%	2,67%	0,07%	2014.09.30	6 488 983 938	2014.12.31	6 671 755 917
Szöv. Növekedési	1,53%	1,40%	0,12%	2014.09.30	23 302 824 579	2014.12.31	23 633 175 811
Szöv. Független	1,49%	0,39%	1,10%	2014.09.30	141 060	2014.12.31	180 541
Szöv. LIK_MUK	0,13%	0,39%	-0,26%	2014.09.30	12 231 944	2014.12.31	22 262 657

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

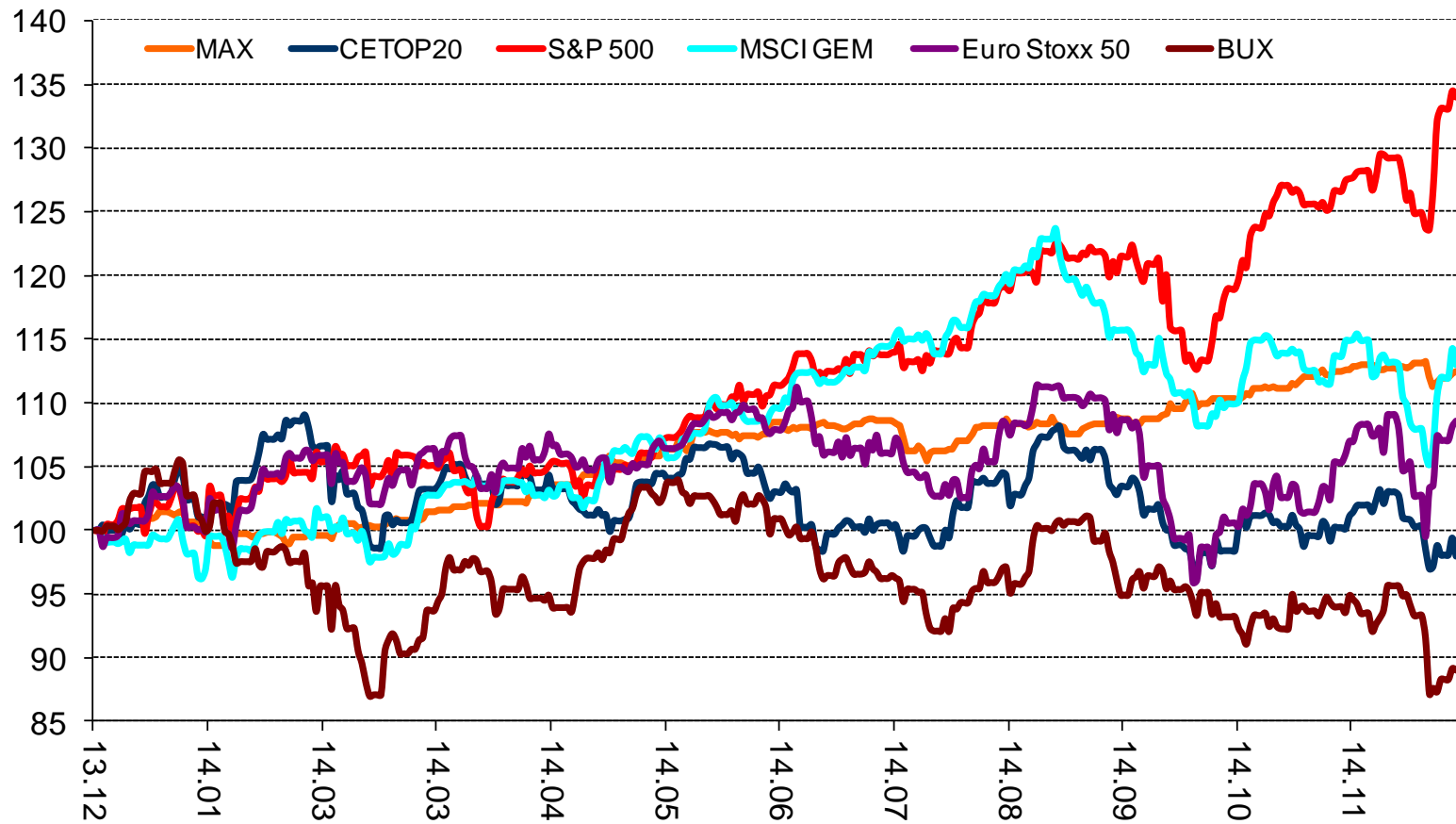
Főbb indexek alakulása 2014 (HUF-ban és saját devizában)



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

Indexek alakulása

Főbb indexek alakulása (2013.12.31-2014.12.31. HUF-ban)



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

Globális trendek I.

USA: kiugró növekedési adatok, élénkülő FED kamatemelési várakozások

- A nemzetközi gazdasági folyamatokat a FED kamatvárakozások, az orosz szankciók gazdasági hatásai és a globális deflációs veszélyek élénkülése határozta meg.
- Az Egyesült Államok gazdasága a mennyiségi könnyítési program fokozatos kivezetése után is talpon maradt, a növekedési üteme 4,6% után 5%-ra nőtt, a fogyasztási adatok fokozatosan emelkedtek. Az infláció 1,2- 1,5% körüli értékekre állt be, a munkanélküliség pedig tartósan 6% alá került. Ezek a mutatók mind arra utaltak, hogy a gazdaság „megérett” a FED első kamatemelésére. Az amerikai jegybank azonban nem változtatott érdemben kommunikációján, az említett mutatók számottevő javulása ellenére sem. Az okok között szerepelt a privátszektor rendkívül gyenge beruházási mutatója, a raktárkészletek bővülése (és ezzel párhuzamosan a fogyasztói bizalom romlása), ami arra utal, hogy a 2015 közepére várt első kamatemelés korai lehet. A visszafogottabb jegybanki kommunikáció és a példátlan nyersanyagár csökkenés miatt a piacok megnyugodtak, a kötvényhozamok ismét csökkenni, a részvénypiacok emelkedni kezdtek.
- Meglátásunk szerint a FED inkább hajlik majd arra, hogy „felfel” tévedjen inflációban, minthogy túl gyors kamatemeléssel kockáztassa a gazdasági növekedés stabilitását, így az első kamatemelést 2015 Q3-ra várjuk. A fogyasztói bizalmi indexből és a fogyasztási adatokból az látható, hogy a jelenlegi növekedési ütem nem tartható fenn – ez is alátámaszthatja az óvatosságot.

Globális trendek II.

EU: stagnálás, defláció, késlekedő ECB beavatkozás

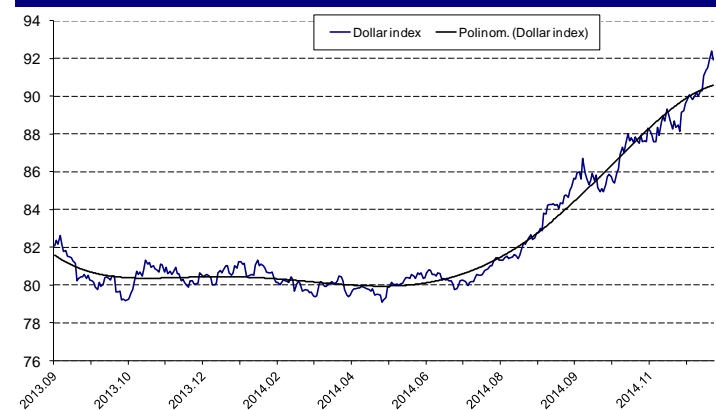
- Az Európai Unió gazdaságai sokkal visszafogottabb gazdasági növekedést produkáltak az év utolsó negyedében: a teljes monetáris blokkra vonatkozó gazdasági bővülés 0,2% lett, ennek jelentős részét a kormányzati beruházás adta (a magánszektor itt is jelentős mínuszt kontributált az összértékhez). Érdekes módon a fogyasztás nem csökkent drasztikusan a lassuló növekedés ellenére sem.
- A deflációs nyomást jól mutatja, hogy bár az energiaáraktól megtisztított harmonizált mutató nem negatív, értéke a 0 és 1% között mozog és folyamatosan csökken. Ez azonban még mindig nem olyan elkeserítő, mint a termelői árindex negyedévek óta tartó csökkenése (legutóbbi energiakomponenstől megtisztított adat is negatív).
- Az EMU-ban a legnagyobb probléma valószínűleg a döntéshozatal lassúsága és az ECB eszközvásárlási programjának halogatása volt. A jegybankon egyre nagyobb a nyomás, hogy a meghirdetett célzott beruházási program és a sikertelenségbe fulladt célzott eszközvásárlási program mellett nyíltpiaci operáció keretében kötvényt kezdjen vásárolni, ami a FED-mintát követve felpörgetheti az unió gazdaságát.
- Várakozásaink szerint az ECB 2015 első negyedében elindítja majd ezt a programot (egyfajta kiterjesztett LTRO), de annak hatásai csak hónapok múlva lesznek érezhetőek a gazdaság teljesítményében és az infláció alakulásában. Addig alacsony növekedést, deflációt és magas munkanélküliségi mutatókat várunk (hasonlóan Japán „elveszett évtizedéhez”).

Globális trendek III.

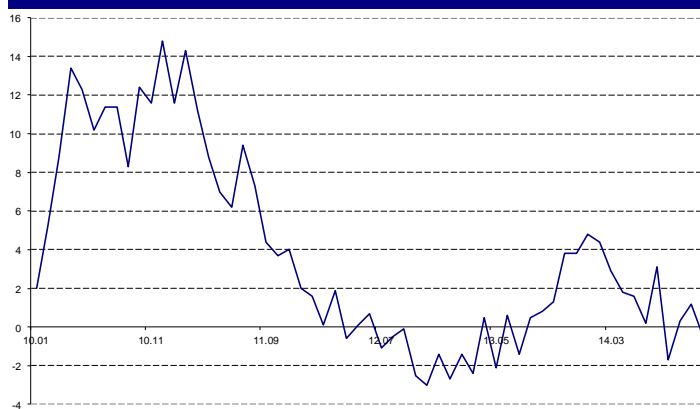
Olaj (USD/hordó)



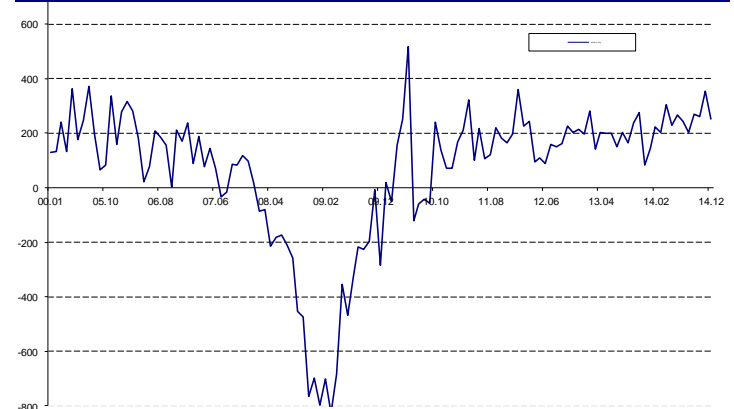
Dollár index (USD vs 6 major world currencies)



Német ipari termelés év/év



Non-farm payroll



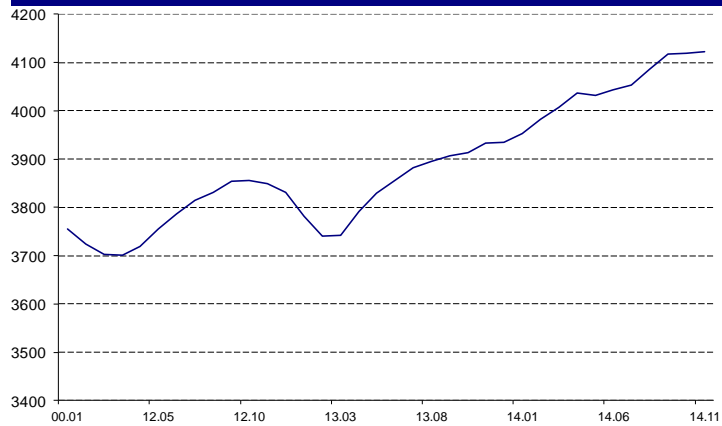
Hazai makrofolyamatok I.

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

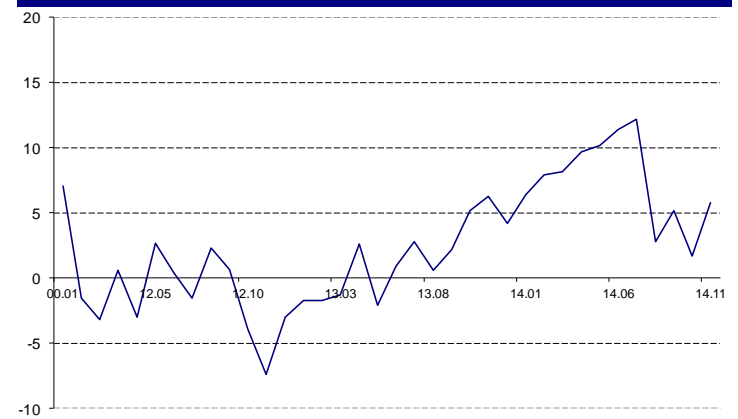
- A legfrissebb (Q3) GDP adatok szerint a hazai gazdaság 3,2%-kal bővült év/év alapon. A növekedés motorja továbbra is az ipari termelés volt, a mezőgazdasági szektor a vártnál magasabb, a szolgáltatások alacsonyabb részben járultak hozzá a bővüléshez. A felhasználás oldalán szembevetendő a fogyasztás lassulása, ami a negyedik negyedévre és az egész 2014-es évre vonatkozóan is figyelmeztető jel lehet (külső növekedési problémák azonnal begyűrűznek az erős beszállítói pozíció miatt, ezeket nem tudja ellensúlyozni a fogyasztás élénkülése). Tekintve, hogy az exportunk még mindig többletet mutat, a teljes 2014-re jellemző pozitív külker mérleg és a külföld felé fennálló finanszírozási képesség várakozásaink szerint 2015-ben is megmarad.
- Az MNB 2014 negyedik negyedévében nem változtatott a 2,1%-on álló irányadó kamaton. A kéthetes betéti instrumentum megszűnésével a piacon ragadt likviditás jelentős része már utat talált más eszközökbe, de a rövid hozamok és a kéthetes betéti kamat között még mindig jelentős eltérést tapasztalhattunk.
- Pénzromlási mutatónk a negatív tartományba csúszott a negyedik negyedévre: a kormányzati mesterséges árszabályozó lépések és az energiahordozók árának mélyrepülése együttesen deflációs környezetet teremtett. Sem keresleti, sem béroldalon nem látunk inflációs nyomást a gazdaságban. Ez utóbbi mutató annak ellenére nem mutat érdemi változást, hogy a foglalkoztatottak száma folyamatosan nő – itt is látható, hogy a közfoglalkoztatási program torzítja a headline mutatót, az ezt korigálva számolt (9-9,5% körüli) mutató még bőven ad teret az inflációs nyomás nélküli gazdasági bővülésre. Ezek alapján nem tartjuk kizártnak, hogy a jegybank 2015-ben tovább csökkenteni irányadó kamatát.

Hazai makrofolyamatok II.

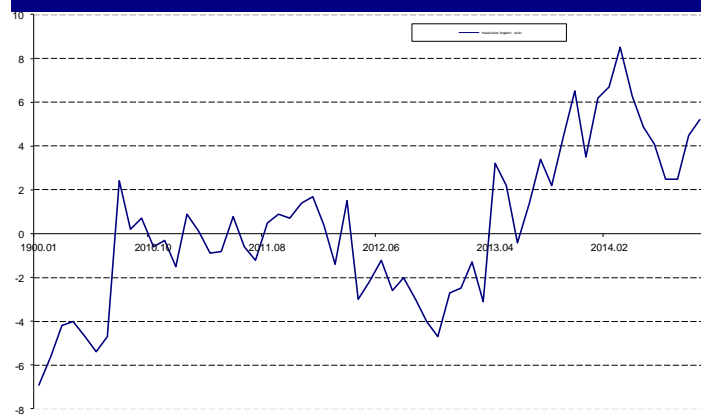
Foglalkoztatottak száma (e fő)



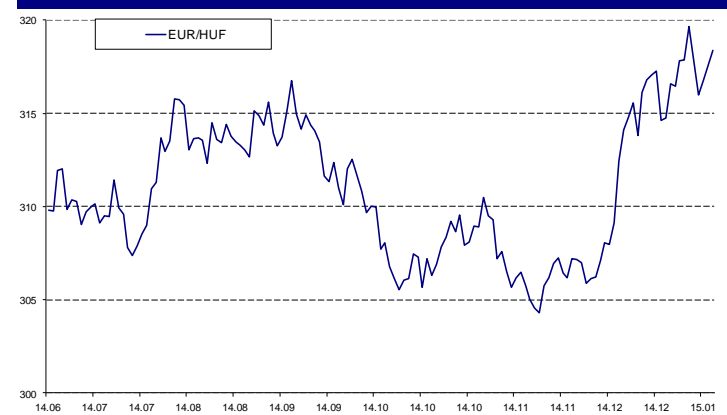
Ipari termelés év/év



Hazai kiskereskedelem év/év



EUR/HUF árfolyam

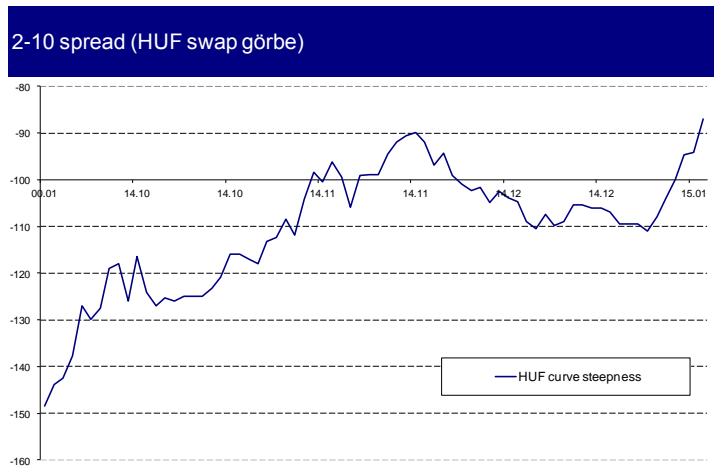
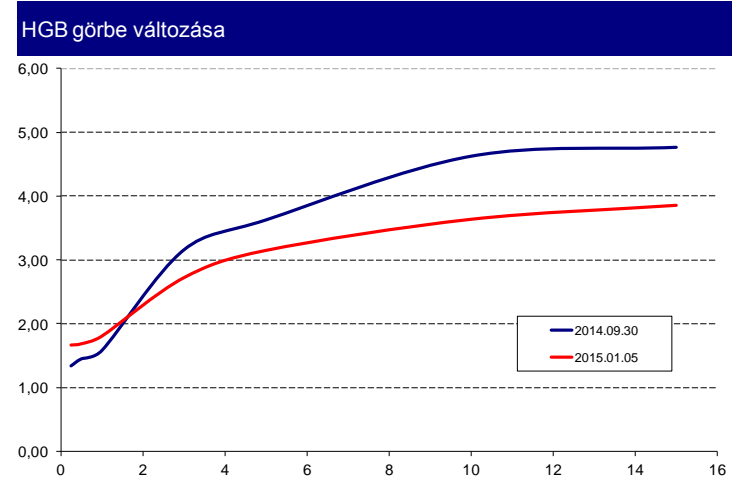
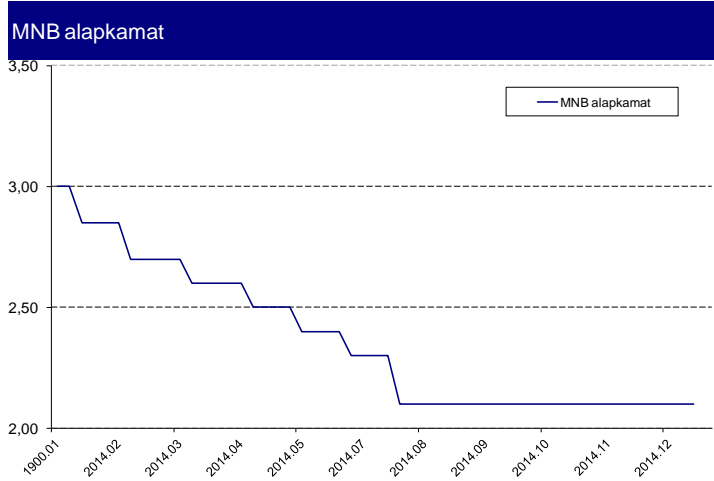


Hazai állampapír-piaci folyamatok I.

Laposodó hozamgörbe, lassan csillapodó likviditásbőség

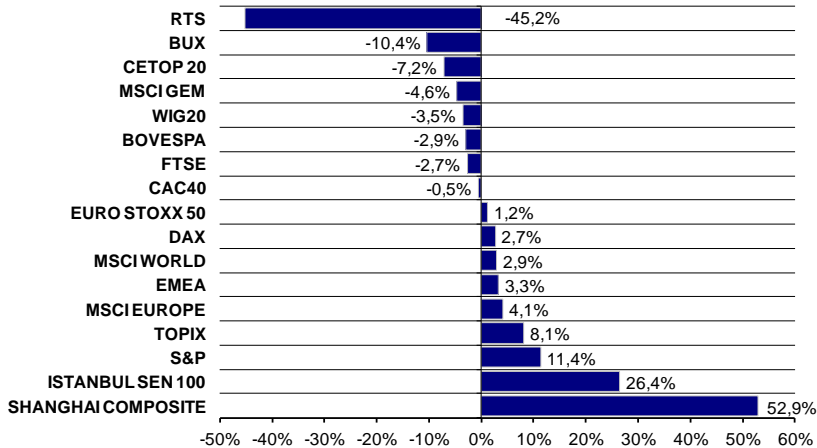
- A negyedik negyedévben már kifutóban volt a kéthetes MNB betét megszűnésének hatása, ez valamelyest normalizálta a rövid oldal hozamait. Az ÁKK meglehetősen határozott switch aukciós terveinek és visszavásárlási programjának köszönhetően a MAX index duration-je jelentősen hosszabbodott. Ez a két faktor – hasonlóképpen az irányadó piaci folyamatokhoz – ellapította a hazai hozamgörbét. A 10-15 éves szegmens hozamai közel 1 százalékpontot csökkentek a negyedév során, míg a görbe „hasa” 50 ponttal került lejjebb.
- A 2015-re kiadott ÁKK finanszírozási terv szerint a költségvetés nettó finanszírozási igénye érdemi csökkenést mutat majd az előző évhez képest (EU transzferek, szigorú költségvetési politika, kisebb lejáratok), ráadásul az ÁKK nem tervez eurókötvény-kibocsátást. Összességében ez a 2014-es szintnél alacsonyabb bruttó kibocsátási szinteket eredményezhet, melynek többsége az önfinanszírozó rendszer keretein belül hazai befektetőkhez kerülhet.
- Az irányadó piacokon tapasztalható trendek, a várható európai mennyiségi könnyítés és a deflációs környezet eredményeként 2015-ben a jelenleginél is alacsonyabb hozamszintekre, illetve laposabb hozamgörbére számíthatunk.

Hazai állampapír-piaci folyamatok II.



2014 dióhéjban

A releváns részvényindexek teljesítménye 2014 (saját devizában)



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

Brent árfolyama (USD/bbl)

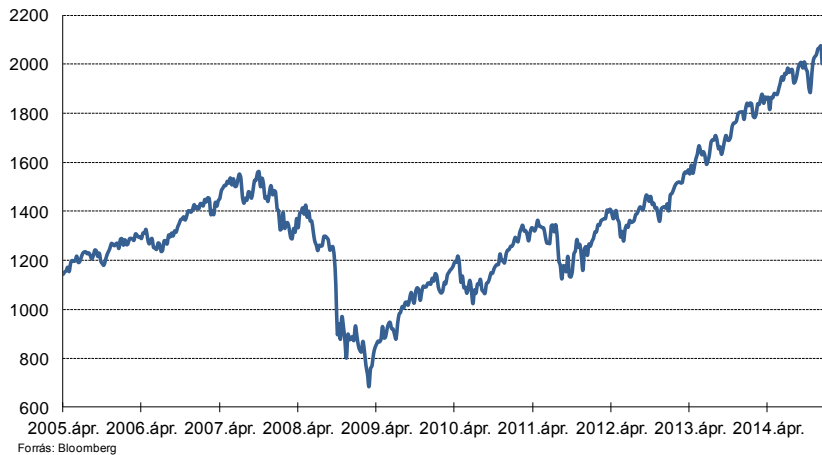


Forrás: Bloomberg

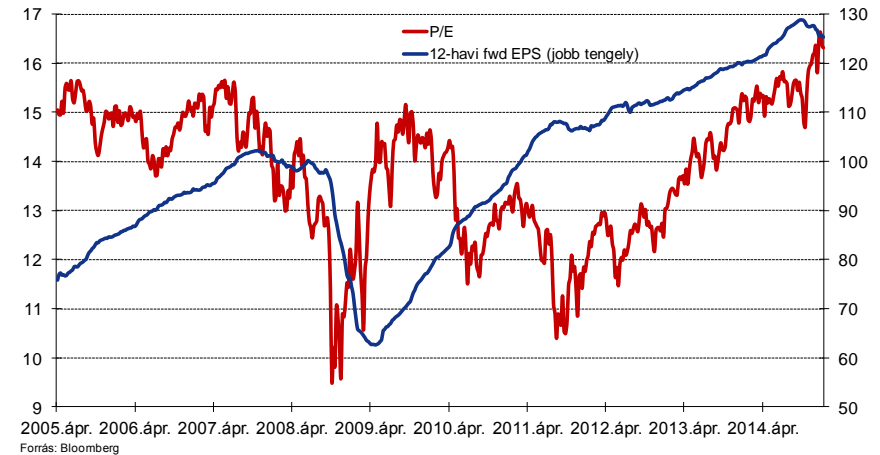
- Ismét egy eseménydús évet tudhatunk magunk mögött. Az első hónapokban még a török líra zuhanása, az orosz-ukrán harci cselekmények, a „FED tapering” és a kínai gazdaság lassulása keltette a turbulenciát. Ezt követően az ISIS térnyerése, a portugál bankrendszer körüli csődveszély és a skót függetlenségi népszavazás lehetséges sikere adott okot nem kis izgalomra.
- Az utolsó negyedév az európai lassulásról szóló hírek és az ECB-n egyre fokozódó nyomás jegyében telt, melyet átmenetileg egy globális ebola járvány réme lengett körbe. Mindeközben a vállalati eredmények jellemzően a várt felett alakultak, ami nagyban hozzájárult az árfolyamok viszonylagos stabilitásának fenntartásához a fejlett piacokon. Az évet aztán a november végi OPEC döntés nyomán zuhanó olajár és a rubel szabadesése búcsúztatta. Az olaj árának zuhanása tovább folytatódott az év első napjaiban is, mely egyre növekvő nyomást jelent a kitermelő országok költségvetéseire, 2015-16-os növekedési számaira. A dollár drasztikus erősödése ráadásul inflációs nyomást generál számos feltörekvő piaci országban, mely szintén a kezelendő problémák sorába kerül ezen országokban.

Amerika: dinamikus gazdasági növekedés

S&P500 index



S&P500 index EPS várakozás és P/E



- Az amerikai gazdaság 2014 során a legtöbb fronton a fellendülés jeleit mutatta. Robosztus GDP növekedés, csökkenő munkanélküliség, növekvő fogyasztás és lakossági bizalom, valamint sorozatosan várt feletti eredményeket felmutató vállalati szektor jellemezték a világ legnagyobb gazdaságát. Mindez jól tükröződik az S&P500 árfolyamában, mely nagyobb korrekció nélkül menetelt a tavalyi évben is, és az évet 2000 pont felett zárta. Az eufóriába csak a FED tapering, illetve a kamatemelési várakozások körüli bizonytalanság tudott némi jözságot hozni átmenetileg.
- Tavaly szeptember óta azonban a 12-havi előretekintő eredményvárakozások folyamatosan csökkennek. A szeptember végi közel 129 dollárról mostanra 125 dollárig esett a várakozás, ami az árfolyamokban értékelhető módon nem csapódott le, hanem a P/E hányados emelkedett tovább, immár 16,3x-as értékre. A csökkenés oka jórészt vélhetően a dollár erősödésének tudható be, hiszen az S&P500 árbevételének mintegy fele exportból származik. (Szeptember vége óta a dollár átlagosan 7%-kal értékelődött fel a főbb devizákkal szemben.)

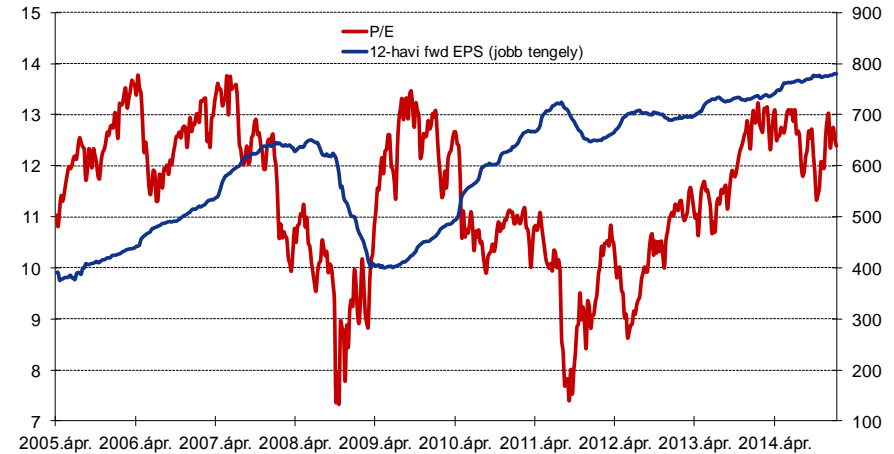
Európa: az euró gyengülése segíthet

EURUSD árfolyam



Forrás: Bloomberg

DAX index EPS várakozás és P/E

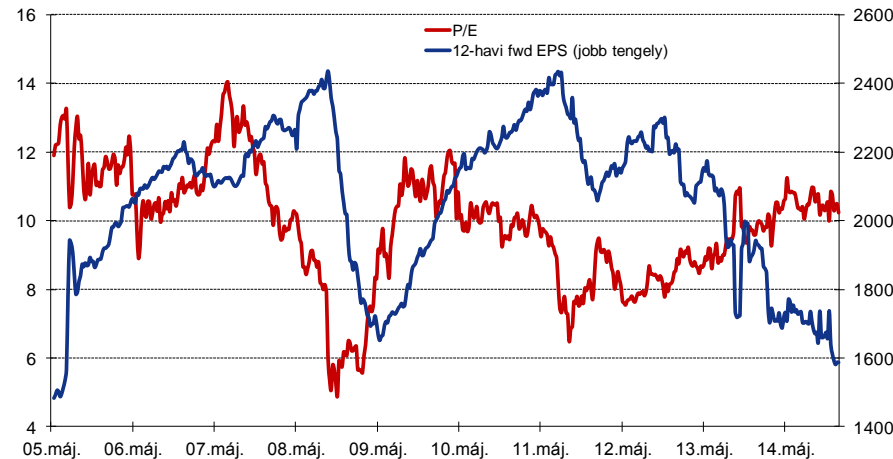


Forrás: Bloomberg

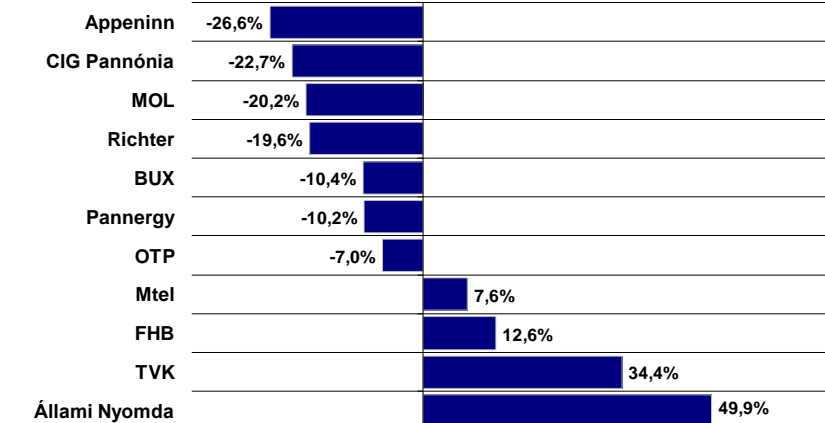
- Az európai részvénypiac már korántsem tudott olyan szép teljesítményt felmutatni, mint az amerikai. A DAX is átlépte ugyan a 10.000 pontos álomhatárt, ám huzamosabb ideig nem tudott ott tartózkodni. Nyáron az orosz szankciók bevezetésének várt negatív hatása, majd ősszel a gazdasági növekedés megtorpanásáról érkező hírek okoztak komolyabb korrekciót. A gyenge gazdasági teljesítmény és a defláció réme zuhanórepülésbe kapcsolta az euró árfolyamát, mely közel 15%-ot veszített értékéből a dollárral szemben a nyár eleji csúcstértékekhez képest. A gyengülő euró és a már elkerülhetetlennek tűnő ECB QE ugyanakkor támogatólag hathat majd a társaságok eredményességére és értékeltetésére. A január 22-i ECB ülésre fókuszál most minden befektető.
- Mindössze három nappal ezt követően tartják majd a görög parlamenti választásokat is, melyek szintén komoly vízválasztót jelenthetnek az eurózóna életében, így kiemelt figyelmet érdemelnek majd.

BUX: nem a magyar részvények éve volt 2014

BUX index EPS várakozás és P/E



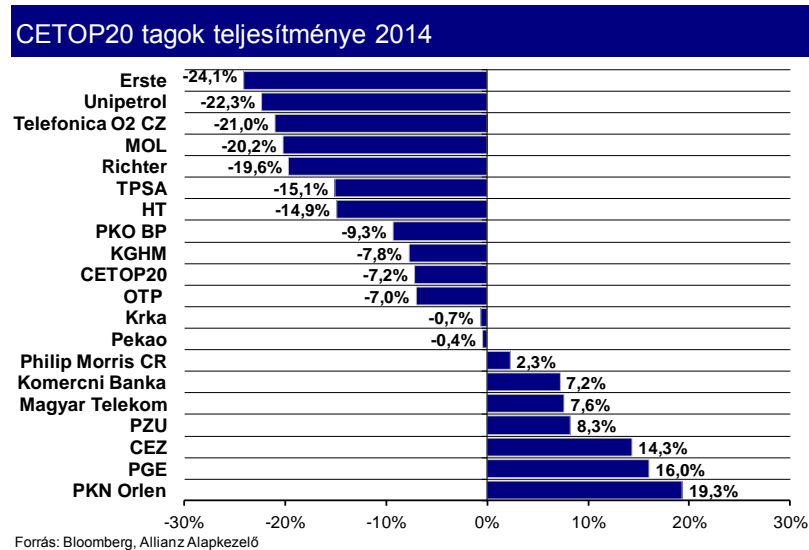
Főbb magyar részvények teljesítménye 2014



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

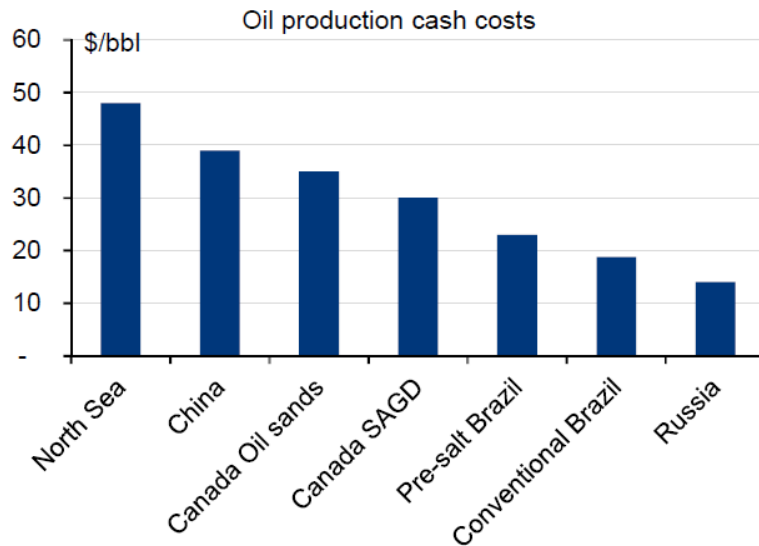
- A hazai részvénytőzsde sajnos nem tudta kivenni részét az általában optimista nemzetközi környezetből, ami teljesen érthető, hiszen a vállalatok eredmény termelő képessége ismét csökkent. Az árfolyamok esése összhangban volt a profit várható visszaesésével, a P/E ráta stabilan 10x körül mozgott. A nagy papírok közül a MOL volt a legnagyobb vesztes, amiben oroszlátnrésze volt/van a továbbra is megoldatlan INA kérdésnek. Ráadásul az év végi olajár esés – a downstream által nyújtott természetes hedge ellenére – is éreztetni fogja hatását a társaság jövő évi számaiban. A Richter az orosz piacon nyújtott teljesítménye miatt már év közben is nyomott áron forgott. Amitől akkor még csak tartani lehetett, vagyis a tartósan alacsony orosz fedezetek, az mostanra már profit-warningokban is testet öltött. Az OTP-t a hazai fronton az elszámoltatás, a forintosítás és a fair-bankig nyomasztja, míg a külföldi operációk közül a számottevő méretű orosz és ukrán leánybankok további várható gyenge teljesítménye a meghatározó. A várhatóan hosszú távon alacsonyabb hazai megtérülésre a bank még midig nem reagált érdemi költségcsökkentéssel, mely talán lökést adhatna a papír árfolyamának. A Magyar Telekom a 4G tenderrel bezárólag minden, a stratégiájának megvalósításához szükséges frekvenciát megvásárolt, mellyel eladósodottsága oly magasra szökkent, hogy a jelenlegi osztalékpolitika betartása mellett 2017 tavaszán képzelhető el legközelebb szelvényvágás. Mindazonáltal a 2014-es első három negyedévi eredmények folyamatosan javuló környezet biztató jeleit mutatták, így a jövő évtől várható FCF margin jócskán 10% fölé emelkedett. Amennyiben a társaságot elkerülik a további különadó emelések, akkor jó fundamentális értéket látunk kirajzolódni.

CEE: a laza monetáris politika itt is segít

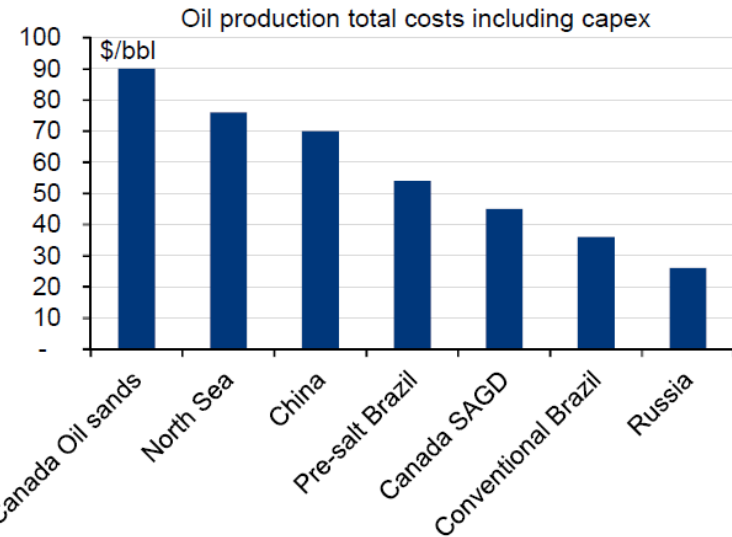


- A globális makro folyamatok hatásain túl a régiós tőkepiacra egyik legjobban ható esemény a lengyel „nyugdíjreform” volt, mely végül nem okozott akkora károkat a lengyel tőkepiacnak, mint amitől tartani lehetett. A pénztárak a közeljövőben vélhetően nem kerülnek jelentős nettó eladói kényszerbe, így a horror szcenárió elmaradt, viszont a lengyel részvények érték alapubb megközelítésére kényszerülnek a jövőben a helyi vagyongazdálkodók.
- A monetáris politika mindhárom országban lazult az év során, ami jótékonyan hatott a részvények értékeltségére; elsősorban a stabil és magas osztalékot fizető társaságok élvezték ennek előnyeit. Az európai defláció rémével küzdve a 2015-ös év is a lazítás jegyében telhet, ami egyfajta támaszul szolgál majd a részvénytőkepiacok számára. A lazítás talán majd a bankok és biztosító társaságok számára jelenti a legnagyobb kihívást, mivel a csökkenő hozamszintek mellett egyre nehezebb lesz tartani a korábbi margin szinteket. Újabb nehéz év vár majd a jelentős orosz/ukrán kitétséggel vagy éppen nyersanyag kitermelésben érdekelt cégekre, még a nyertesek a retail szektor szereplői lehetnek.

Az olajpiac lehet az év egyik nagy kérdése



Source: BofA Merrill Lynch Global Commodity Research



Source: BofA Merrill Lynch Global Commodity Research

- Az olaj ára nyárig stabilan 110 dollár körül mozgott majd ősz óta lassan csökkent, a november végi OPEC döntést követően pedig – amikor is a döntéshozók a kitermelés szinten tartása mellett szavaztak – meredek zuhanásba kezdett. Január elejére az árak 45 dollárra süllyedtek. Az olaj árának alakulása kétséget kizáróan a 2015 év egyik legérdekesebb folyamata lehet. Nagyon rövid távon az árak további esése várható, ugyanis a felborult kereslet/kínálati egyensúlyt a kitermelők egyelőre nem hajlandók helyreállítani. Ennek oka, hogy amíg pozitív a cash margin, addig a meglévő kutakból is megpróbálnak minél többet kipróbálni. Rövid távon tehát az üzembeszárási pontig vélhetően beesik az ár (30-40 dollár közé becsülhető), majd hosszabb távon, a piac megtisztulását, vagyis a kereslet-kínálati viszonyok helyreállítását követően a fedezeti pontig emelkedhet. Erre számos becslés van, melyek 70-80 dollár körül koncentrálnak. Az elkövetkező negyedévekben vélhetően mind a kínálat mind a kereslet alakulása az egyensúly irányába halad majd, de addig legalább hat hónapnak el kell telnie, így érdemi árfolyam emelkedés inkább csak az év második felében következhet majd be.

Köszönöm a figyelmet!

Elérhetőség:

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