

Vagyonkezelői beszámoló a Szövetség Nyugdíjpénztár Igazgatósága részére 2015. III. negyedév

Budapest, 2015. október 13.

Portfólió teljesítmény

Portfóliók teljesítménye 2014.12.31-től 2015.09.30-ig

Portfóliókezelte alapok	Portfóliókezelői bruttó hozam	Benchmark hozam	Alul / Felülteljesítés	Kezdő dátum	Kezdő vagyon	Záró dátum	Záró vagyon
Szöv. Klasszikus	1,92%	1,15%	0,77%	2014.12.31	1 733 884 207	2015.09.30	1 732 763 581
Szöv. Kiegyensúlyozott	3,73%	3,66%	0,07%	2014.12.31	6 671 755 917	2015.09.30	7 127 741 386
Szöv. Növekedési	4,56%	4,05%	0,51%	2014.12.31	23 633 175 811	2015.09.30	23 516 283 156
Szöv. Független	1,42%	1,15%	0,27%	2014.12.31	180 541	2015.09.30	10 047 476
Szöv. LIK_MUK	1,29%	1,15%	0,14%	2014.12.31	22 262 657	2015.09.30	29 408 197

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

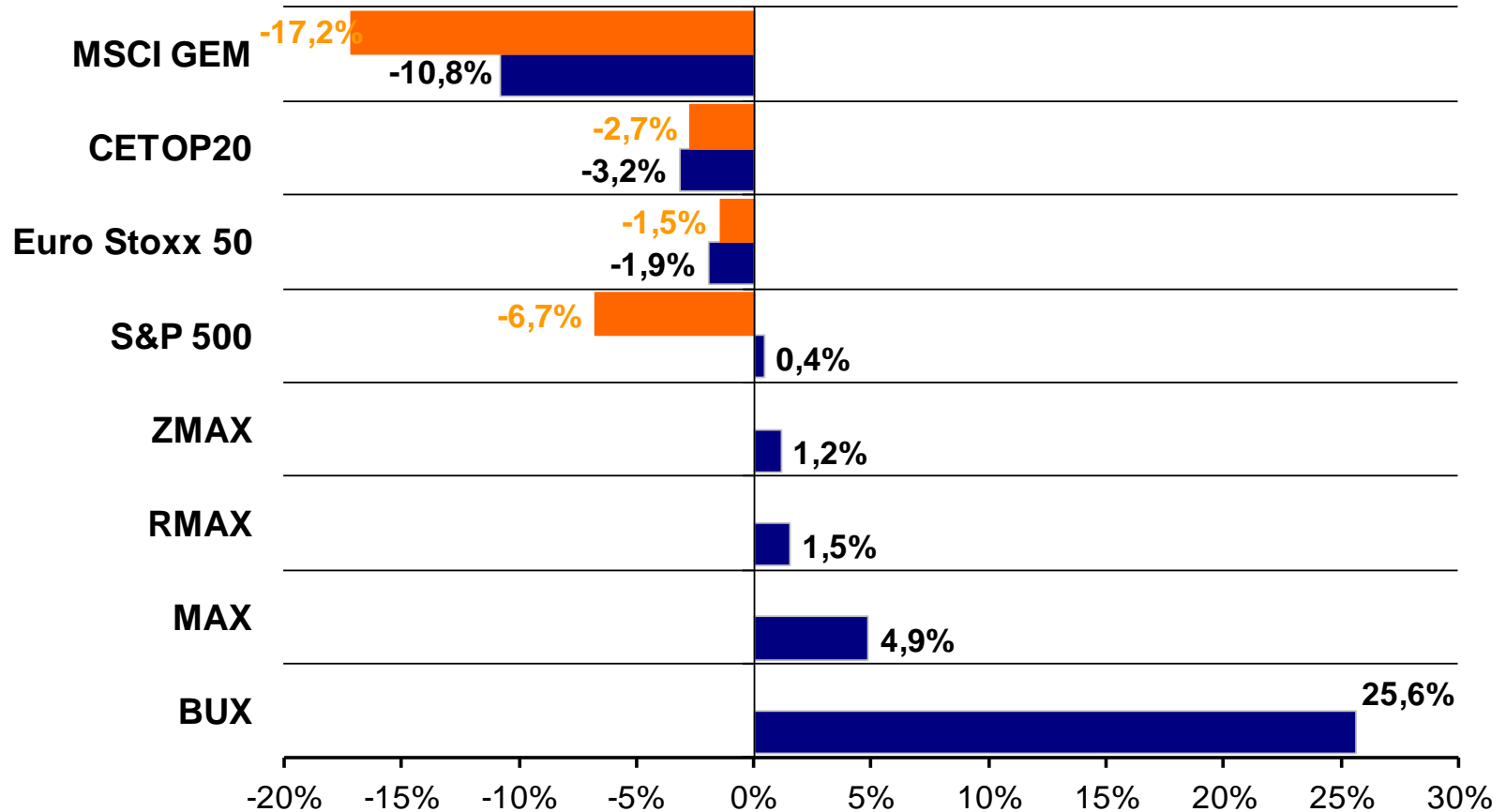
Portfóliók teljesítménye 2015.06.30-tól 2015.09.30-ig

Portfóliókezelte alapok	Portfóliókezelői bruttó hozam	Benchmark hozam	Alul / Felülteljesítés	Kezdő dátum	Kezdő vagyon	Záró dátum	Záró vagyon
Szöv. Klasszikus	0,94%	0,34%	0,60%	2015.06.30	1 720 454 810	2015.09.30	1 732 763 581
Szöv. Kiegyensúlyozott	0,05%	0,03%	0,01%	2015.06.30	7 169 395 487	2015.09.30	7 127 741 386
Szöv. Növekedési	-2,90%	-2,99%	0,09%	2015.06.30	24 337 638 147	2015.09.30	23 516 283 156
Szöv. Független	0,28%	0,34%	-0,06%	2015.06.30	14 486 905	2015.09.30	10 047 476
Szöv. LIK_MUK	0,30%	0,34%	-0,03%	2015.06.30	3 720 267	2015.09.30	29 408 197

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

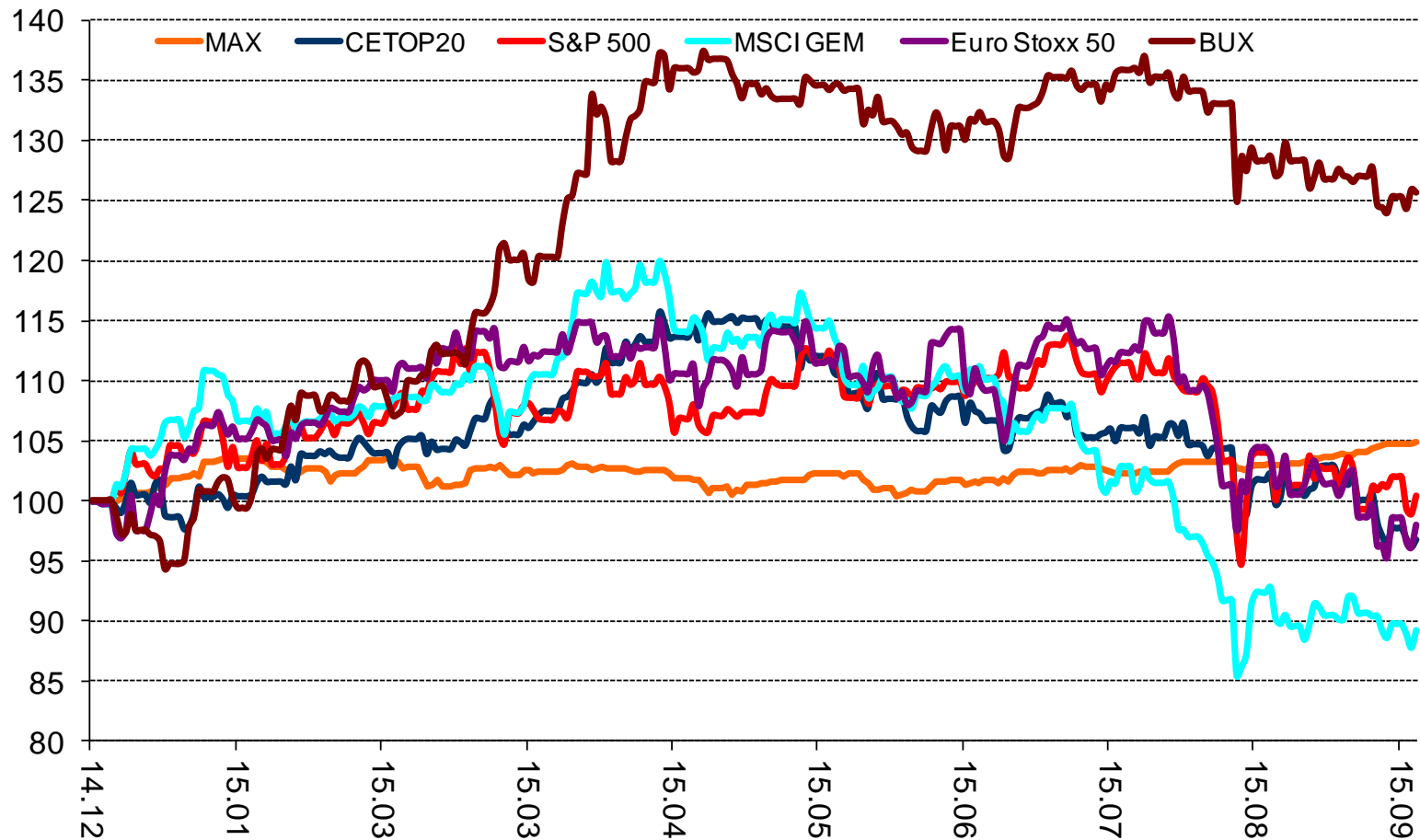
Főbb indexek alakulása 2015 YTD (HUF-ban és saját devizában)



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 fesztett: 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.

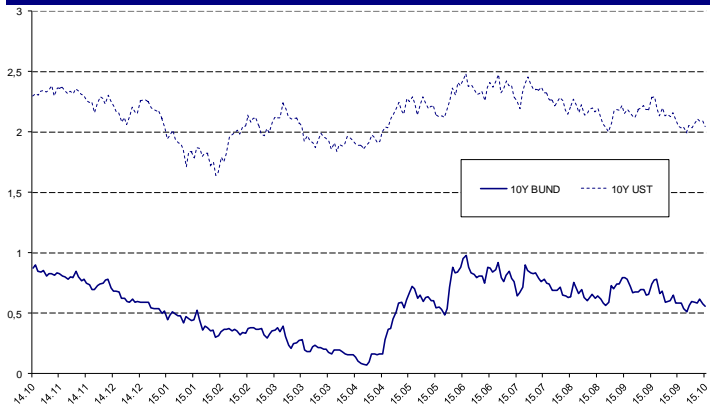
Globális trendek III.

Ázsia: Kína: tőzsdei összeomlás, leértékelés

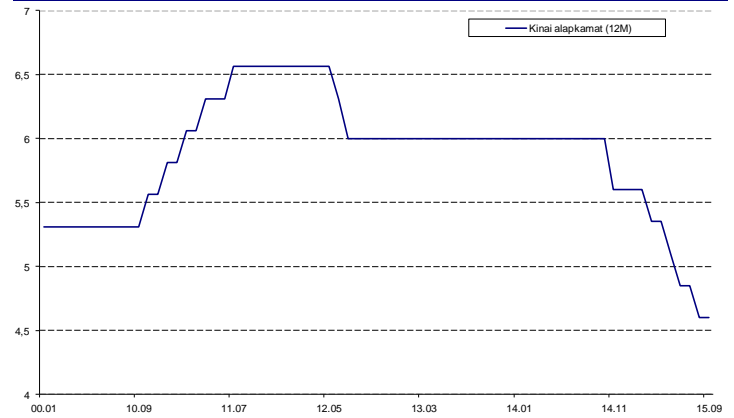
- Kína gazdasága komoly problémákkal szembesült a harmadik negyedévben. A finanszírozási problémák mellett a globális lassulás a termelékenységi anomáliákat is felszínre hozta. A képzett munkaerő hiánya és a negatív tartományban mozgó termelői árindexek miatt a vállalati profitok a teljes negyedévben 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.

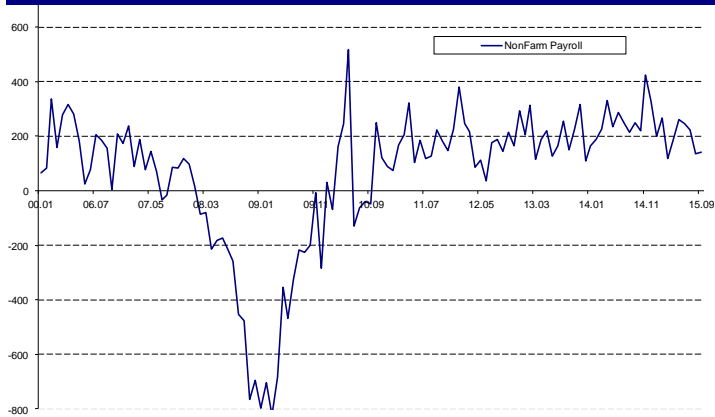
10Y UST és 10Y Bund



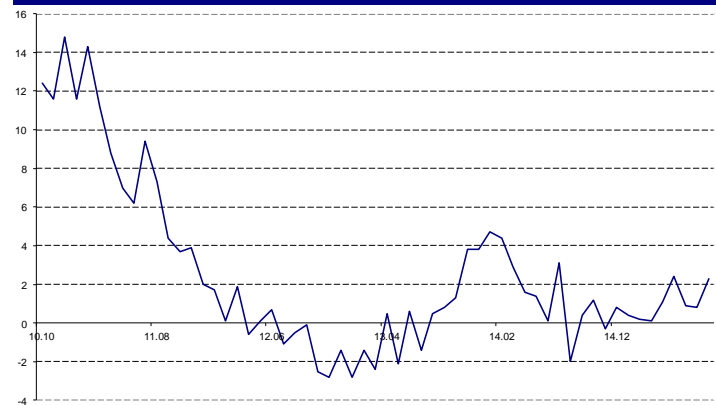
Kínai alapkamat (12M)



Non-farm payroll



Német ipari termelés év/év



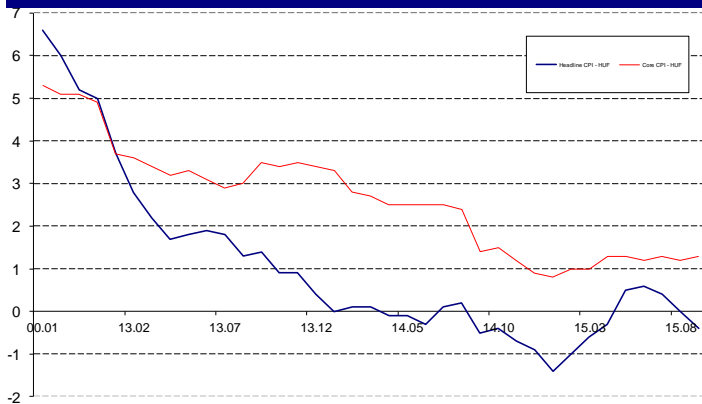
Hazai makro folyamatok I.

Átalakuló GDP szerkezet, MNB önfinanszírozási program

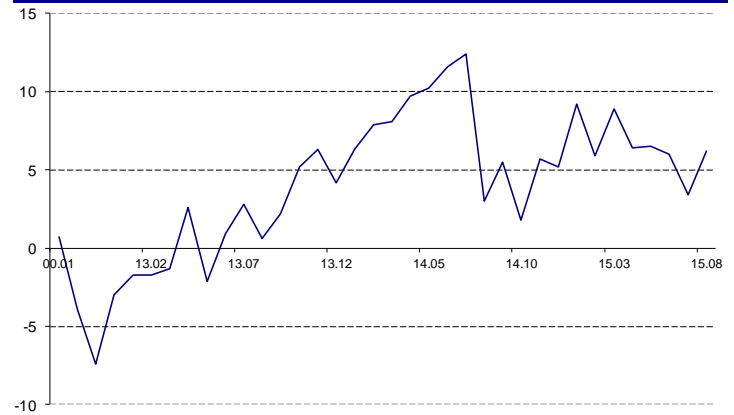
- A magyar gazdaság 2015 második negyedévében 2,7%-kal bővült, ami számottevő lassulást jelent az év első három hónapjára vonatkozó 3,5%-os értékhez képest. Látható, hogy a jellemzően kormányzati kiadásokhoz kapcsolódó fejlesztések kifutásával a növekedés összetétele is változóban van. Jó hír azonban, 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 állampapírpiaci vásárlásaikat az MNB-vel kötött kamatcsere ügyletekkel fedezzék le. A lépéssel az MNB fix keresletet teremtett a hazai állampapírpiacokra, 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.

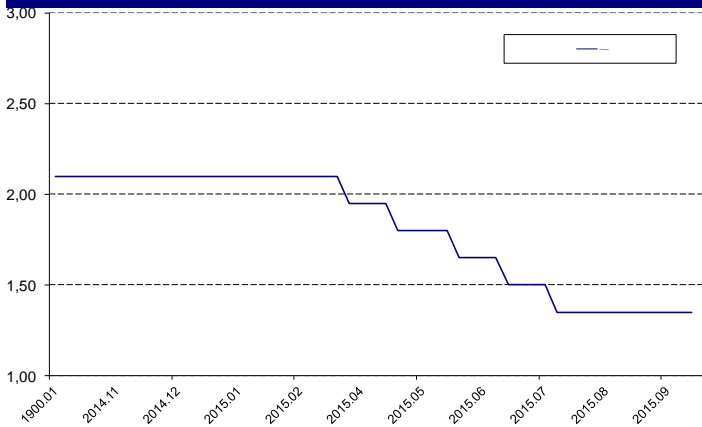
Forint headline és maginfláció alakulása



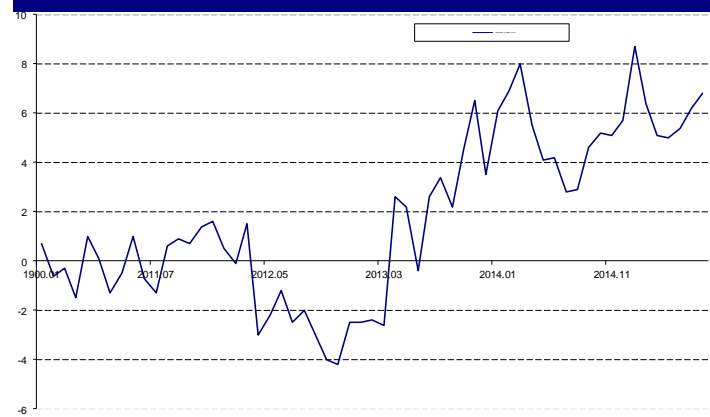
Ipari termelés év/év



MNB alapkamat



Hazai kiskereskedelem év/év

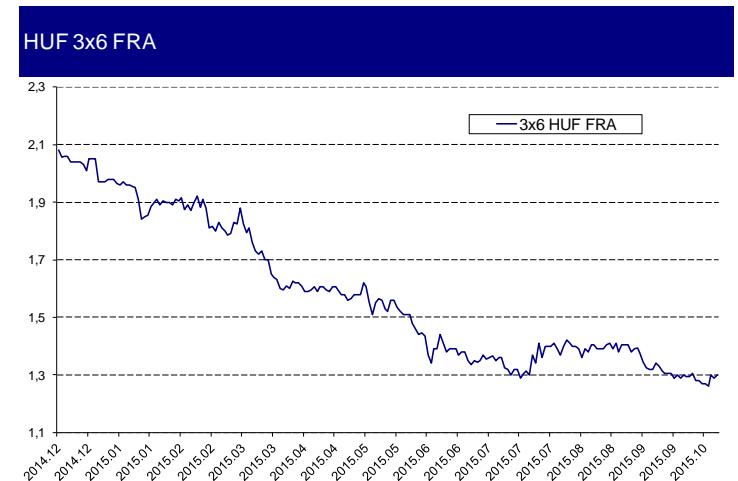
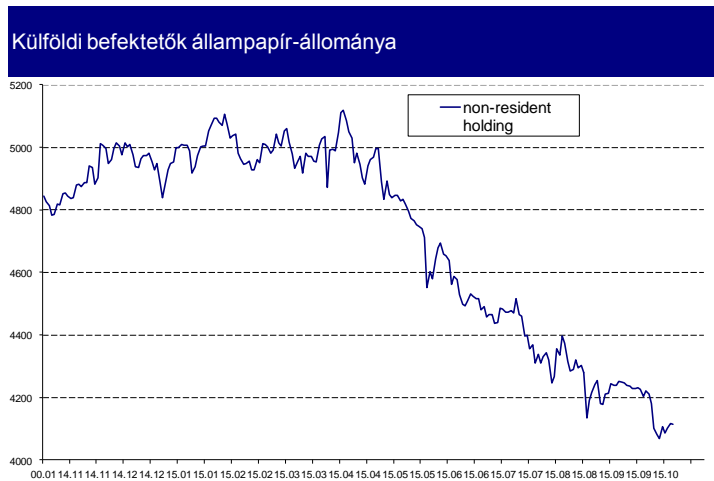
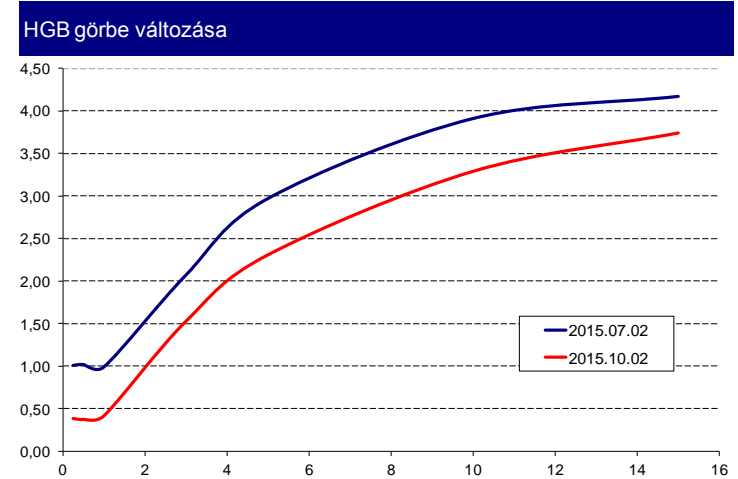
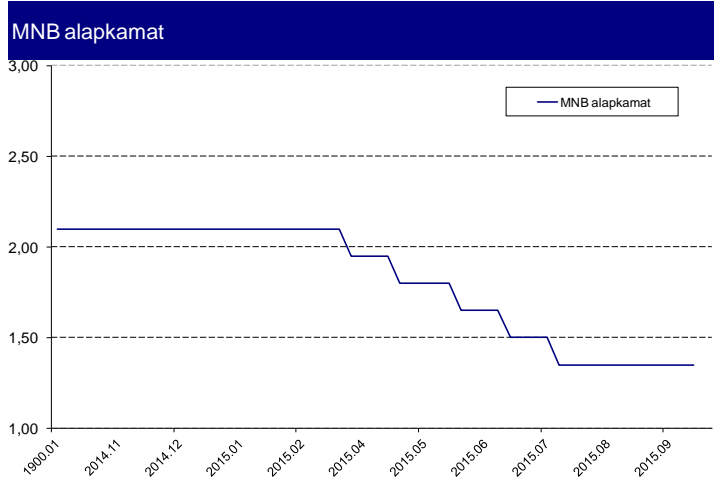


Hazai állampapír-piaci folyamatok I.

Újabb kamatvágás, jelentős hozamesés

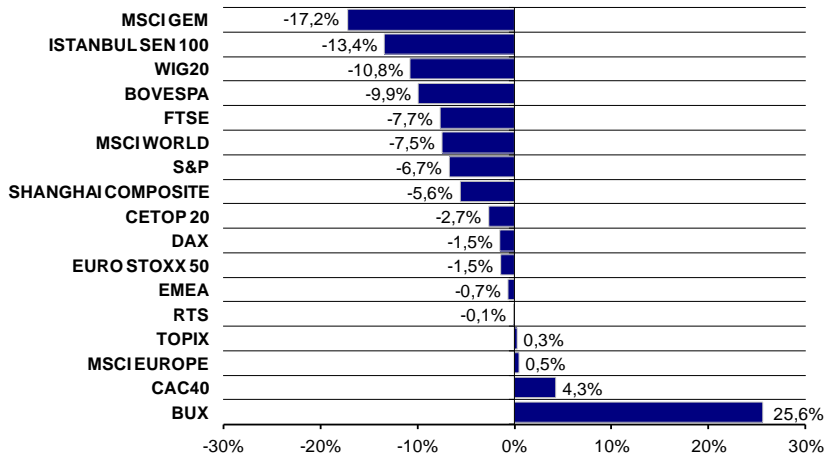
- A hazai állampapírpiacra folytatódott a nyáron megindult trend: az MNB bejelentések hatására a kéthetes betétből kiáramló pénzmennyiség diszkont kincstárjegyekbe és a rövid lejáratú kötvényekbe áramlott. A kamatcsökkentéssel és a kamatfolyosó elmozdításával a folyamat felgyorsult.
- A három hónapos 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 kompenzálóan 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 lejáratú kötelezettségek előfinanszírozását preferálja a Kincstár, ami tovább csökkenti az államadósság árfolyam-függőségét és előmozdíthatja az adósságállomány felminősítését.

Hazai állampapír-piaci folyamatok II.



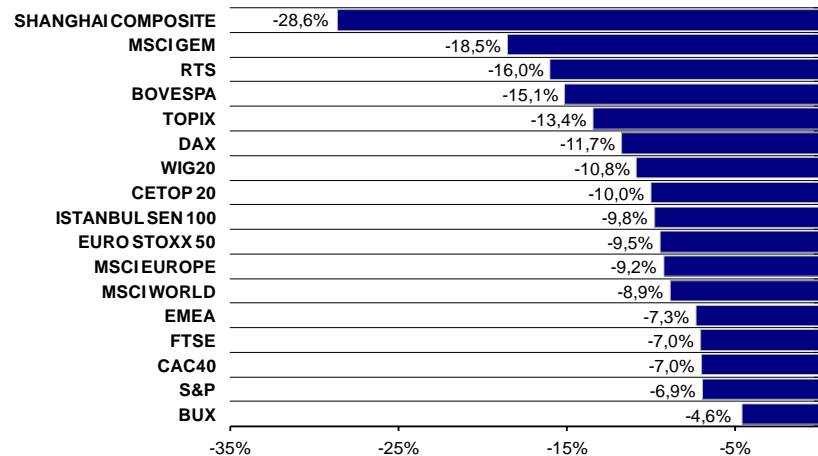
Komoly korrekció a harmadik negyedévben

A releváns részvényindexek teljesítménye 2015 YTD (saját devizában)



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

A releváns részvényindexek teljesítménye 2015 Q3 (saját devizában)

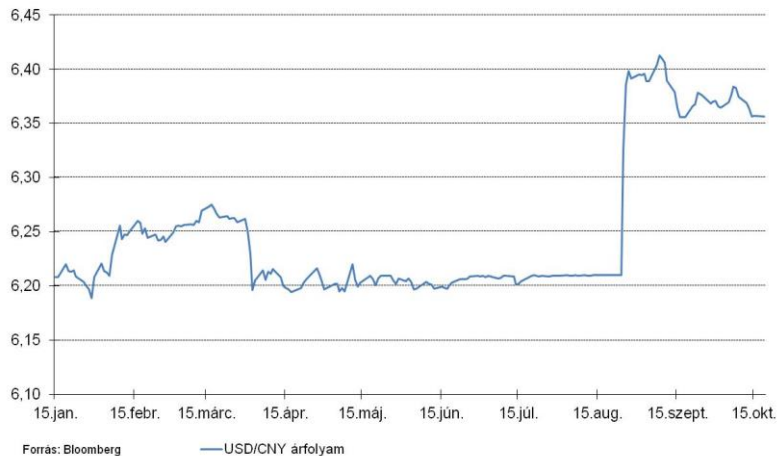


Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

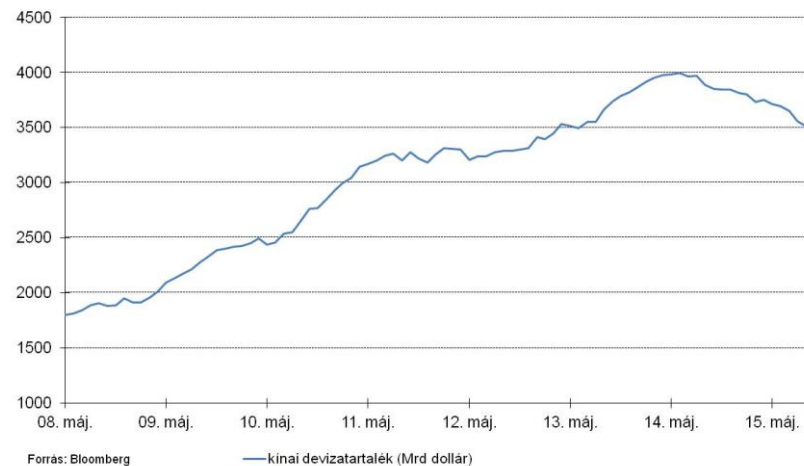
- Az idei eddigi három negyedév három jól elkülöníthető szakaszra oszlott. Az elsőben az ECB mennyiségi lazítását övező eufória uralta a részvénypiacokat, amit a FED folyamatosan tolódo első kamatemelése is támogatott. A másodikban a vártnál gyengébb első negyedéves USA GDP és az új görög vezetés eddigiekhez 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 világgpiaci 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



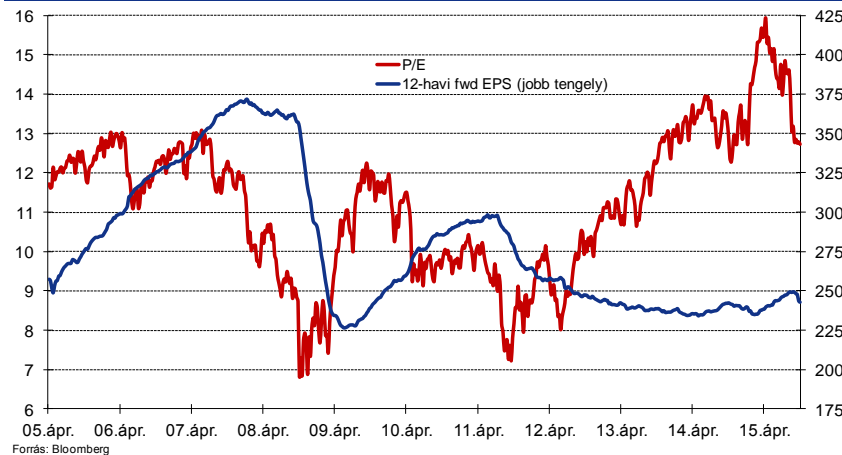
A kínai jegybank devizatartalékának alakulása



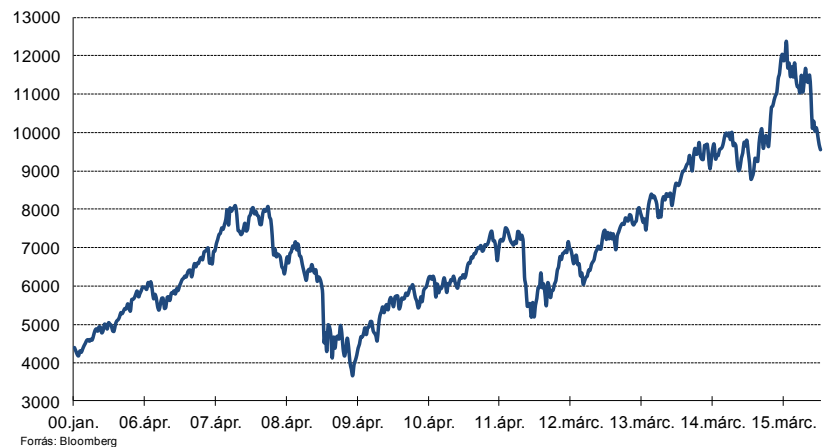
- Felbolygatta a piacokat augusztus közepén a kínai jegybank, amikor több lépésben leértékelte a jüant a kereskedési sáv 6,20-ról 6,40-ig történő eltolásával, miközben áttért a középárfolyam piaci alapú meghatározására.
- Éveken át a jüan mesterséges gyengítésével vádolta az USA az ázsiai országot és 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



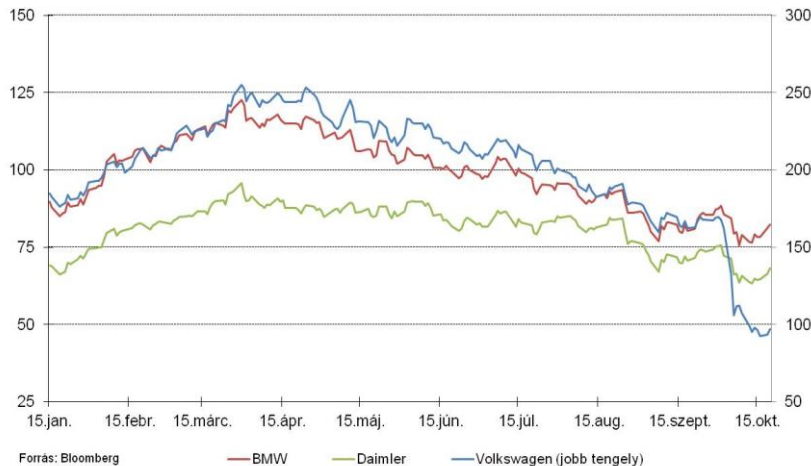
DAX index



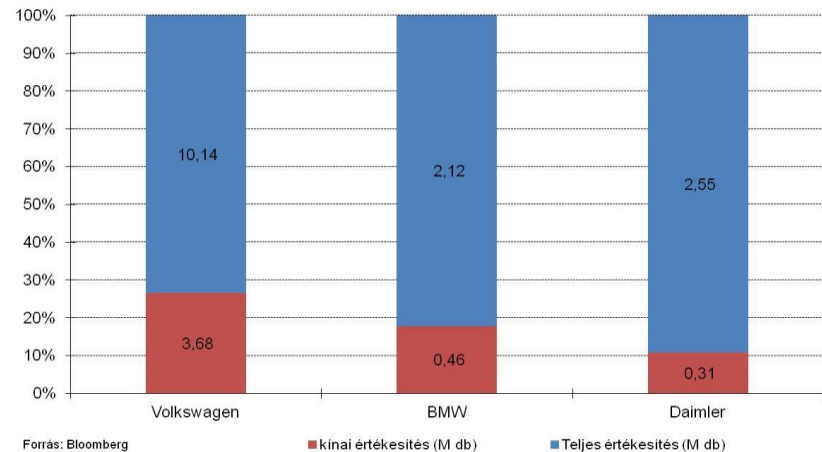
- Miután Ciprasz beadta a derekát, a médiumok címlapjain már nem is foglalkoztak a görög témával. Két hónapon át a kínai lassulás és a migráns áradat elsöpört minden más releváns kérdést a sajtóban. Ezt csak a Volkswagen volt képes megtörni szeptember vége felé.
- A német cégek, de főleg a legnagyobbakat 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)



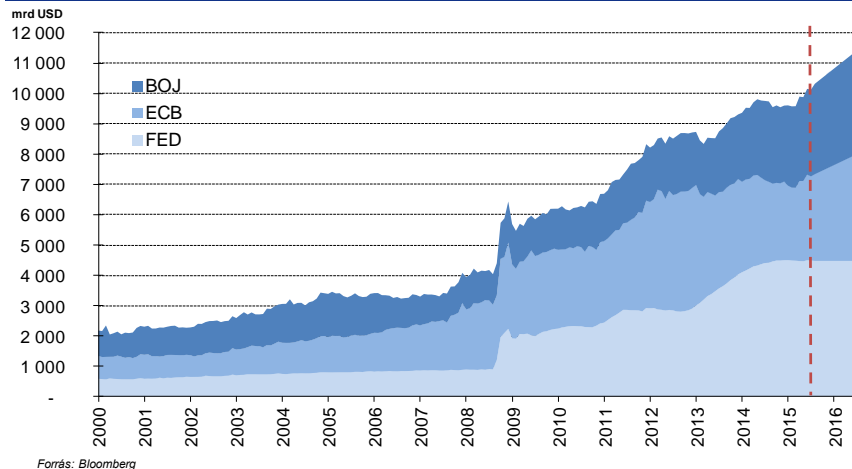
Német autógyártók 2014. évi értékesítése



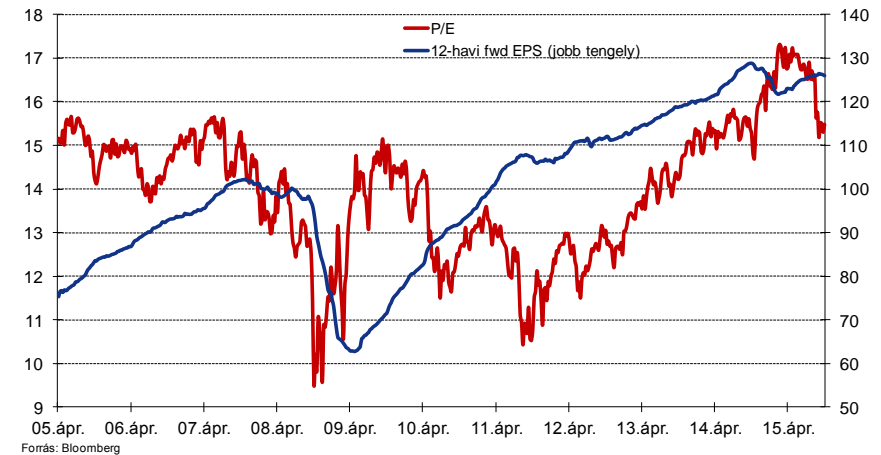
- A német autógyártók gyengülő eurónak, valamint a továbbra is erős értékesítési statisztikáknak köszönhető első negyedéves szárnyalását a második negyedévtől elhúzódó korrekció követte. Ennek elsődleges oka a növekedés motorját jelentő kínai piac visszaesésével kapcsolatos félelem volt.
- A szeptemberben 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



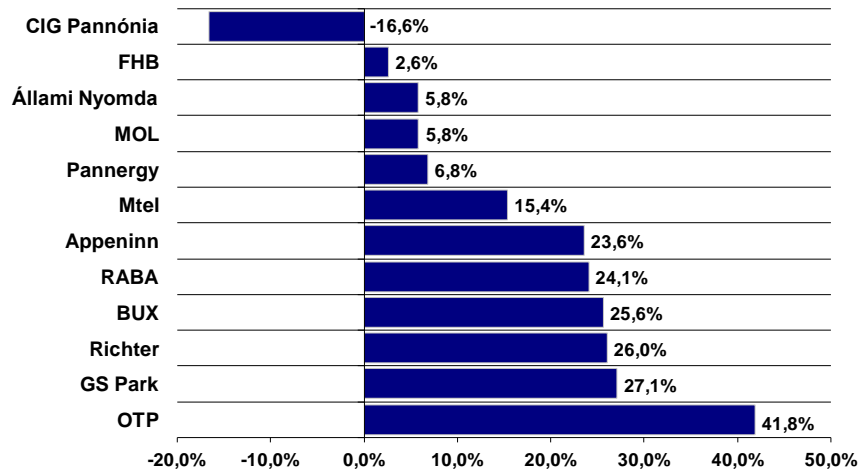
S&P500 index EPS várakozás és P/E



- A kínai pánik által keltett hullámok nem kerülhették el az amerikai részvénypiacot 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 kötvénypiachoz képesti risk prémiumot veszi figyelembe a fair érték meghatározásánál – nem tudunk vaskos érveket felsorakoztatni az amerikai részvénypiac 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.

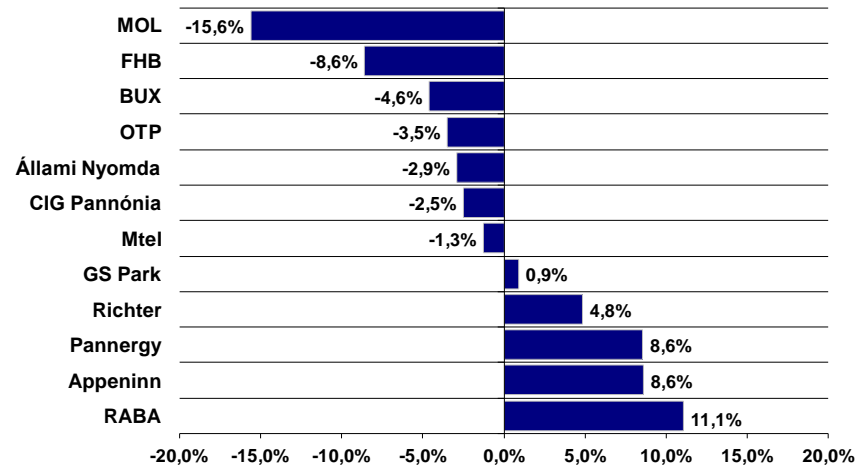
BUX: ezúttal is a világ élvonalába tartoztunk

Főbb magyar részvények teljesítménye 2015 YTD



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

Főbb magyar részvények teljesítménye 2015 Q3

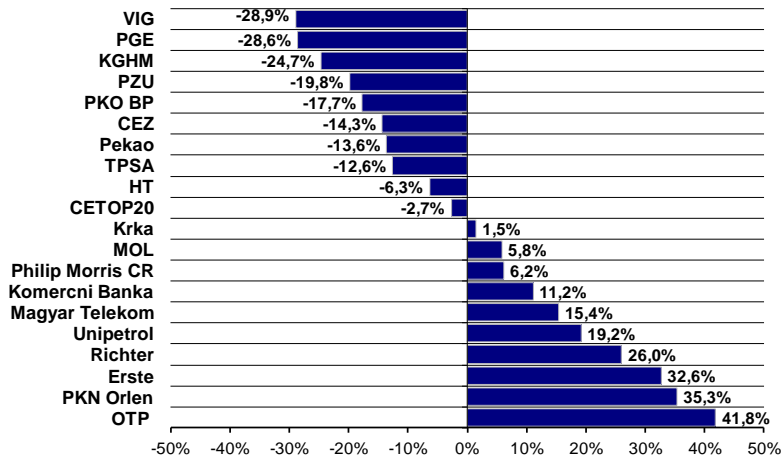


Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

- 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.

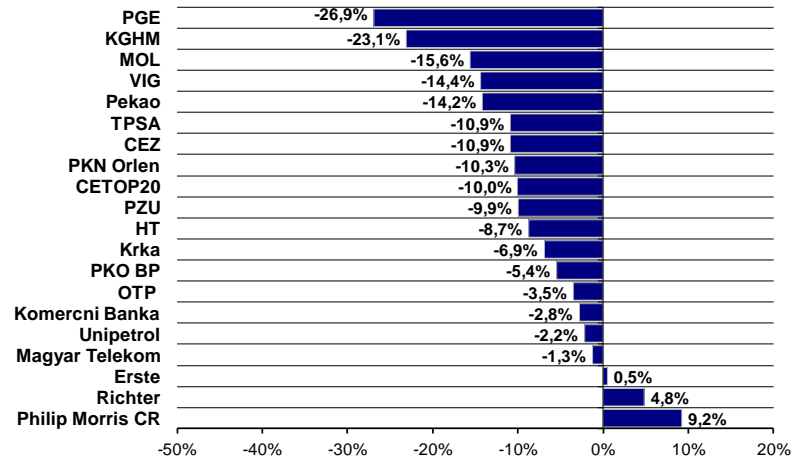
CEE: a lengyel választások fókuszban

CETOP20 tagok teljesítménye 2015 YTD



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

CETOP20 tagok teljesítménye 2015 Q3



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

- 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 energiaszektor 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.

Köszönöm a figyelmet!

Elérhetőség:

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