

Vagyonkezelői beszámoló a Szövetség Nyugdíjpénztár Igazgatósága részére 2013. I. negyedév

Budapest, 2013. április 10.

Portfólió teljesítmény

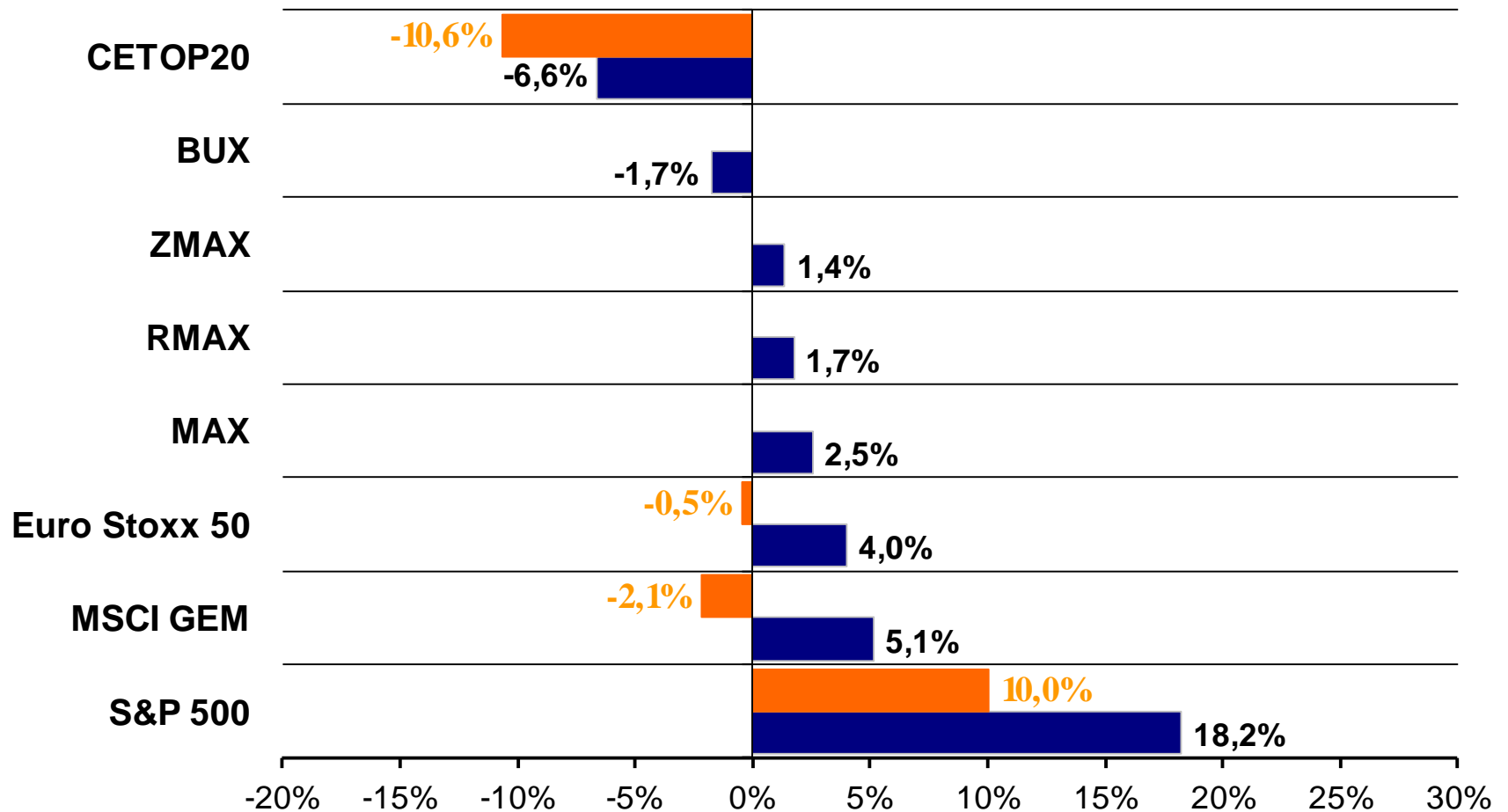
Portfóliók teljesítménye 2012.12.31-től 2013.03.31-ig

Portfóliókezelte alapok	Portfóliókezelői bruttó hozam	Benchmark hozam	Alul / Felülteljesítés	Kezdő dátum	Kezdő vagyon	Záró dátum	Záró vagyon
Szöv. Klasszikus	1,69%	1,38%	0,30%	2012.12.31	922 678 981	2013.03.31	1 118 788 468
Szöv. Kiegyensúlyozott	2,81%	2,73%	0,08%	2012.12.31	3 516 310 302	2013.03.31	3 778 879 961
Szöv. Növekedési	3,06%	2,85%	0,22%	2012.12.31	17 104 508 875	2013.03.31	17 976 229 503
Szöv. Független	1,84%	1,38%	0,45%	2012.12.31	221 398 326	2013.03.31	213 916 132
Szöv. Elkülönített	1,38%	-	-	2012.12.31	169 891 297	2013.03.31	172 110 615
Szöv. LIK_MUK	1,72%	1,38%	0,34%	2012.12.31	26 327 665	2013.03.31	23 955 062

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

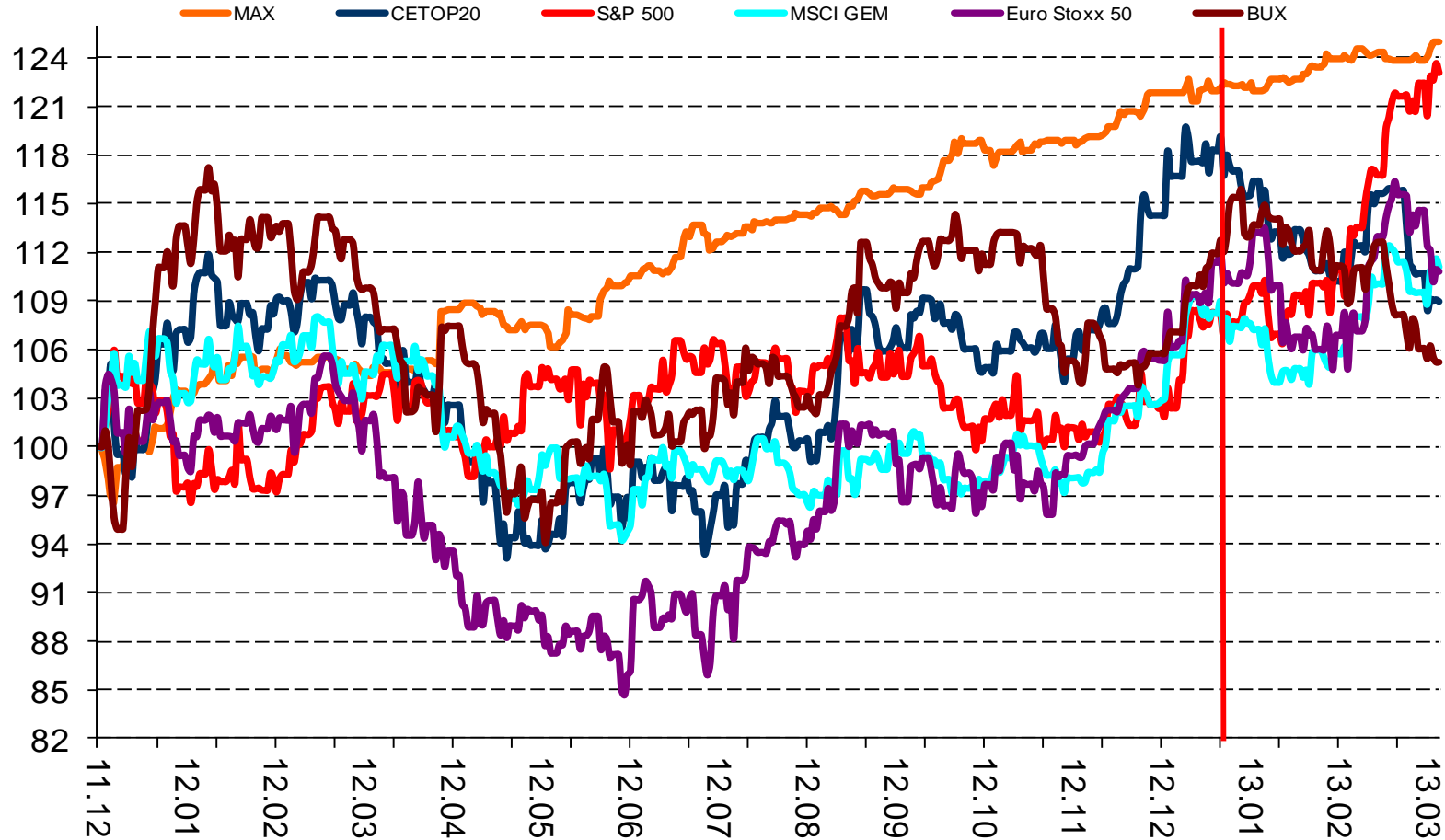
Főbb indexek alakulása 1Q13-ban (HUF-ban és saját devizában)



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

Indexek alakulása

Főbb indexek alakulása (2011.12.31-2013.03.29, HUF-ban)



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

Globális trendek I.

EMU – Görögország után Ciprus, lassú kilábalás, stabilabb szerkezet

- A görög adóssághelyzet megoldása után Ciprus gondjai kerültek előtérbe a valutaunióban. A szigetország aránytalanul nagy bankrendszere rengeteg rossz hitelt halmozott fel, a stabil működés tarthatatlanná vált. Ciprus speciális helyzetéből adódóan viszont a válságmegoldás drasztikus volt: az eddig alkalmazott eljárás (privátszektor adósságból szuverén adósság, majd abból szupranacionális adósság) helyett egyszeri, tőkére vetített adót vetettek ki a banki betétekre (haircut), ami fedezni tudja a rendbetétel költségeit. Az eljárás a finanszírozó államok egyre erősebb érdekérvényesítő képességét tükrözi.
- Az EU gazdasági növekedésére vonatkozó várakozások a negyedév során tovább csökkentek. A régió motorjának számító német gazdaság külpiazi aktivitása és ipari termelése csökkent az év első három hónapjában. Ennek ellenére az ECB nem nyúlt irányadó 0,75%-os kamatához, és elvetette alternatív eszközök alkalmazását a gazdasági növekedés beindítása érdekében. Ezen a fronton elmozdulásra számítunk 2013 Q2-ben, feltételezésünk szerint a Dijsselbloem nevével fémjelzett új irányítás nyitottabb lesz a növekedés-orientált gazdaságpolitika iránt, mint a korábbi német keményvonalas vezetés.
- A következő negyedévben ECB kamatcsökkentésre és új eszközvásárlási programra számítunk, amennyiben a peremországok finanszírozási gondjai ismét előtérbe kerülnek – erre az alacsony növekedés és az eddig elfogadott, a növekedési kilátásokat rontó fiskális intézkedések alapján minden esély megvan.

Globális trendek II.

USA: javuló munkaerőpiac, de a mennyiségi könnyítés vége még messze

- Bár a „fiscal cliff” problémát sikerült az utolsó pillanatban elkerülni, azaz a költségvetési ösztönző programok kifutása nem okozott drámai hatást a növekedésben, ennek komoly ára volt: a politikai alkukban az Obama-féle egészségügyi reformcsomag egy része is elvérzett. A legmagasabb jövedelműek adókedvezményének megnyirbálása elegendő mozgásteret adott a segélyprogramok folytatásához, így a fogyasztási adatok nem sínylették meg az évkezdetet, de a március elejétől az adósságlimit megközelítése miatt automatikusan életbe lépő megszorítási lépések esetében már érezhető csökkentésre számítnak.
- A munkaerőpiaci adatok (munkanélküliség, foglalkoztatottsági szint, aktivitási ráta, munkakereséssel töltött idő átlag hossza) az év első hónapjaiban folytatták az év végi pozitív trendet, de a márciusi – kiábrándító – számok rávilágítottak, hogy a jelenség mögött csak szezonális faktorok húzódtak. A FED dedikáltan a tartós munkaerőpiaci javuláshoz kötötte a QE program befejezését, így a negyedév végére el is tűntek a 2013-as kivezetésre vonatkozó találgatások.
- Bár az Egyesült Államok gazdasága jóval kedvezőbb helyzetben van, mint Európa, itt sem számíthatunk 2013-ban érdemi növekedésre, amennyiben nem sikerül a foglalkoztatottság növelésén keresztül javítani a fogyasztási adatokat.

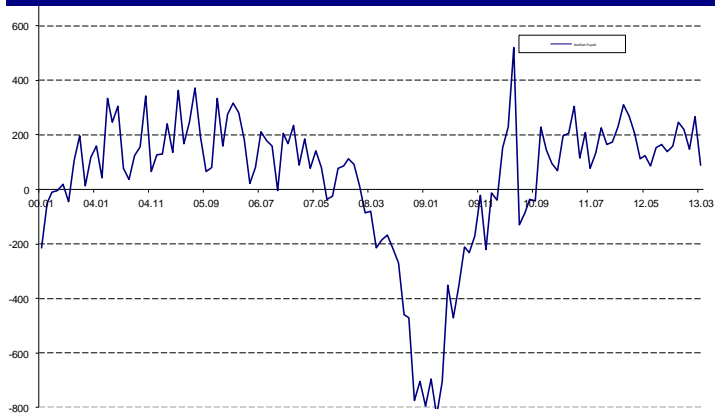
Globális trendek III.

Ázsia: Kína soft landing, Japán: agresszív élénkítő politika

- A kínai gazdaság egyensúly közeli szintekre ért, az élénkítő programok sikeresnek bizonyultak. A gazdasági vezetés már a stimulus csomag kivezetésén munkálkodhat. A túlfűtöttség kockázata Kínában a szabályozói környezettől függetlenül működő, alternatív pénzügyi szolgáltatókból kifejlődött árnyék-bankrendszer, mely kontroll nélkül tudta bővíteni a piacon lévő pénzmennyiséget. Az értékesítési csatornák beszűkítésével és fokozatos ellenőrzésekkel Kína várhatóan hatékonyan kezeli ezt a problémát. Az egyensúly közeli, munkanélküliséget nem generáló növekedési szint fenntartásához felhasznált költségvetési erőforrások akár az év második felében már gondokat okozhatnak, ami bizalmi megingást eredményezhet Ázsia vezető gazdaságában.
- Japánban az új vezetés – ígéretéhez híven – korábban soha nem látott mértékű gazdasági ösztönző intézkedéscsomagot vezetett be. A jegybank által végrehajtott eszközvásárlási programot 7000 milliárd jen/hónapra duzzasztották nem titkolt jen gyengítési szándékkal. A szigetország gazdaságát, évtizedes stagnálás után, megemelt inflációs céllal próbálja növekedésre bírni az új vezetés. A program hatásaként a globális hozamvadászat újabb felerősödésére számíthatunk.

Globális trendek IV.

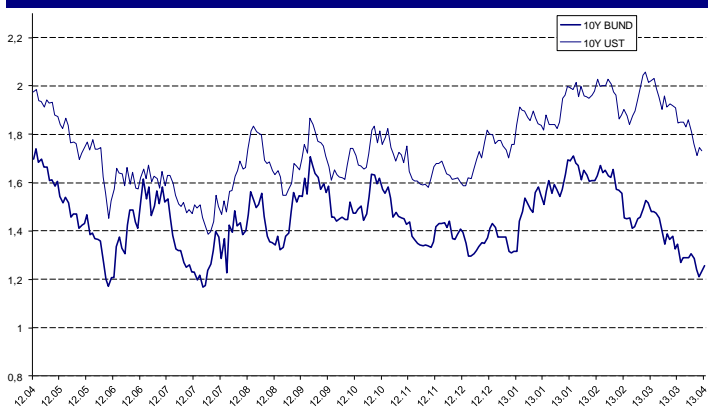
Non-farm payroll



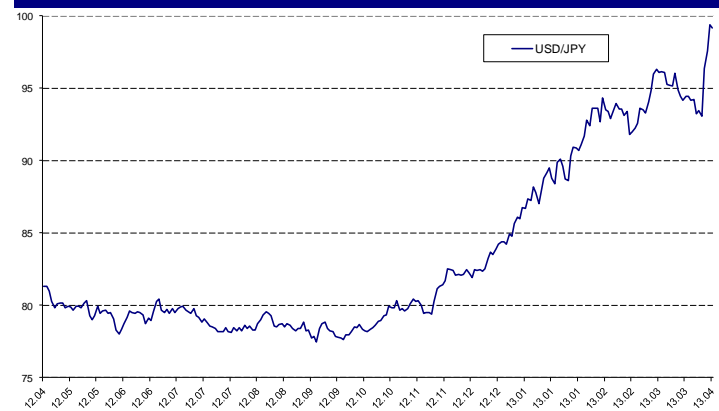
Álláskeresés átlagos ideje (USA, hetekben)



10Y UST és 10Y Bund



USD/JPY



Hazai makrofolyamatok I.

Zuhanó infláció, újabb kamatvágások, halmozódó költségvetési kockázatok

- Az MNB az első negyedévben követte kamatpolitikáját és három alkalommal, összesen 75 bázisponttal 5%-ra mérsékelte alapkamatát. Az új jegybanki vezetés emellett egy több elemű, növekedés-ösztönző csomagot jelentett be, ami többek között az angol „funding for lending”, azaz hitelezéshez nyújtott rendkívül olcsó források nyújtását, a KKV devizahitelek leépítését és a kereskedelmi banki devizafinanszírozás swapokon keresztül történő megsegítését tartalmazza. Ez utóbbi elem egyébként járulékos hatásként csökkenteni fogja az MNB devizatartalékait és ezzel nagyjából megegyező mértékben a kéthetes MNB állományt is.
- A költségvetés bevételi oldalának tarthatóságával kapcsolatban kétségek merültek fel az első negyedév során. Az elektronikus útdíj tender eredménytelensége, az implementáció csúszása, a beszedett tranzakciós illeték mértékének tervezettől való elmaradása, a pénztárgép-csere késlekedése komolyabb problémákat okozhat még a 2013-as tervszámok elérésében és ezzel a túlzott deficit eljárás alóli felmentésünk is kétségessé válhat.
- A hazai pénzromlás üteme az első negyedévben drasztikus mértékben süllyedt. A headline tavalyi 5% körüli szintekről a rezsicsökkentés és a bázishatások miatt 3% alá csökkent, míg a maginfláció 4% alá mérséklődött. A további bázishatások (ÁFA emelés kifutása) megjelenése és az alacsony növekedési környezet miatt, várakozásaink szerint az infláció az MNB célértékének közelében marad, ami további alapkamat-csökkentést tesz lehetővé.

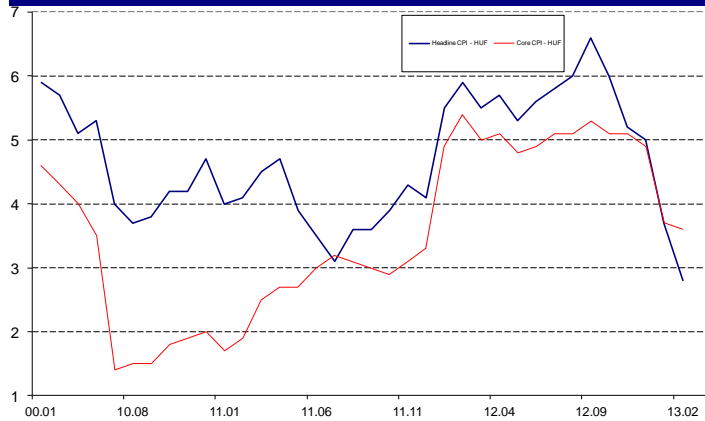
Hazai makrofolyamatok II.

Zuhanó infláció, újabb kamatvágások, halmozódó költségvetési kockázatok

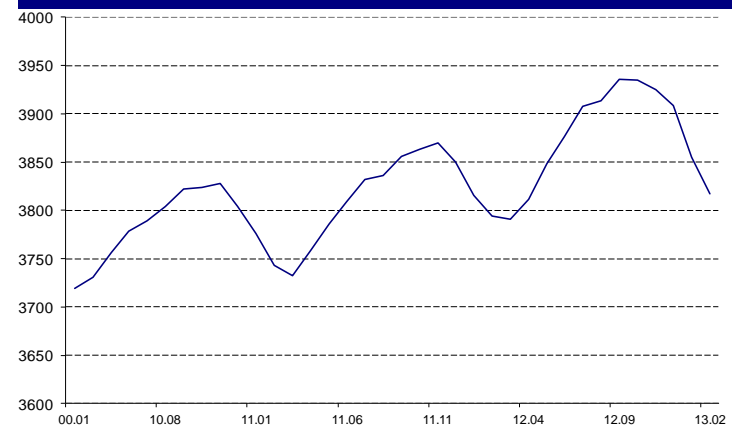
- A kamatvágás-sorozat, az új MNB vezetéssel kapcsolatos sorozatos kritikák és a globális kockázatvállalási kedv Ciprus miatti átmeneti megingása a negyedév során a 300-as szint fölé tolta az EURHUF jegyzéseket (max 306 felett), de tartós, kontroll nélküli gyengülés most sem következett be. A feltörekvő piaci alapokba érkező tőkebeáramlás, a töretlen külföldi vételi érdeklődés és a később alaptalannak bizonyuló aggodalmak miatt a hazai fizetőeszköz forinthez mért árfolyama a negyedév végére ismét erősödő trendbe lépett.
- Ilyen környezetben kiemelkedően jól sikerült USD kötvény kibocsátást bonyolított le az ÁKK (3,25mrd). A komoly túljegyzés miatt hozamfeláraink sem szálltak el (335-345bps midswap felett 5 és 10 éves lejáratra). A kibocsátással és a népszerű infláció-indexált EUR kötvény (PEMÁK) jegyzésekkel a 2013-ra tervezett deviza kibocsátás jelentős része teljesült. Az MNB/ÁKK nyilatkozatokból arra lehet következtetni, hogy az idén lejáró tételek egy részét – szintén a devizatartalékok terhére – az MNB forintban kívánja megújítani. Ezzel a 2013-ra vonatkozó külső finanszírozási kockázataink gyakorlatilag minimálisra csökkentek.

Hazai makrofolyamatok III.

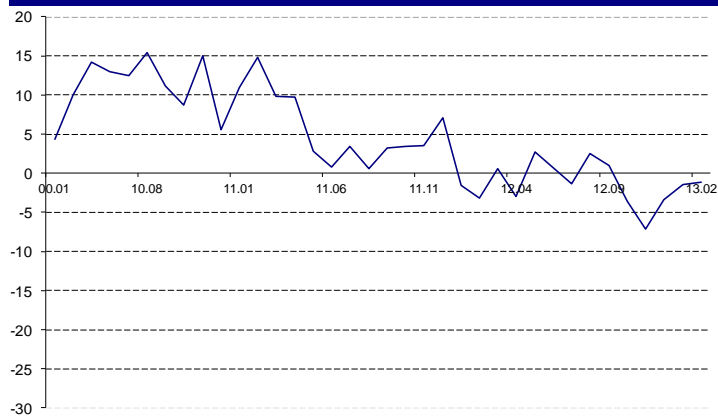
Forint headline és maginfláció alakulása



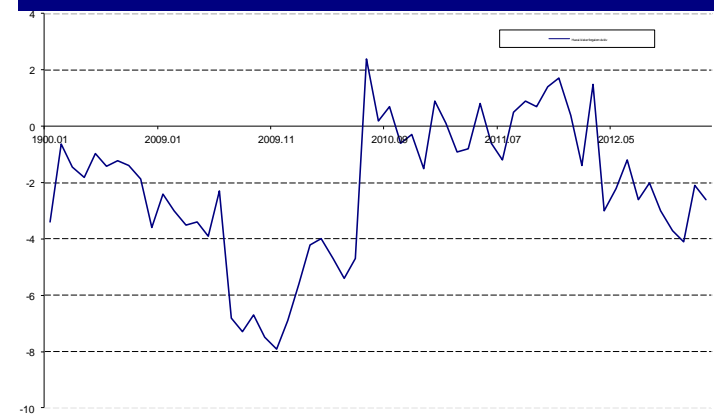
Foglalkoztatottak száma (e fő)



Ipari termelés év/év



Hazai kisker forgalom év/év



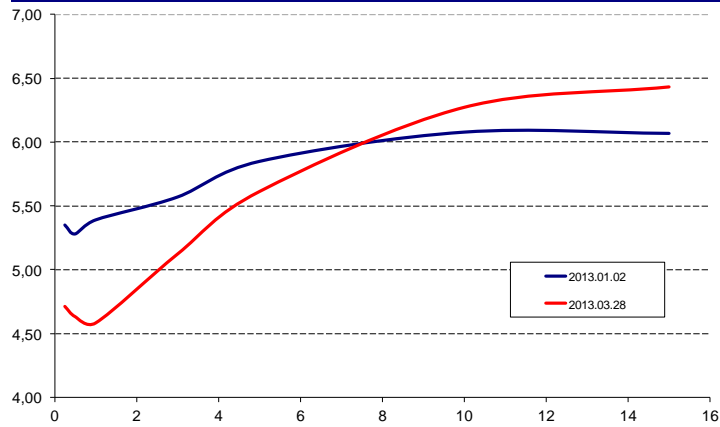
Hazai állampapír-piaci folyamatok I.

Rekord nagyságú külföldi állomány, zuhanó hozamok

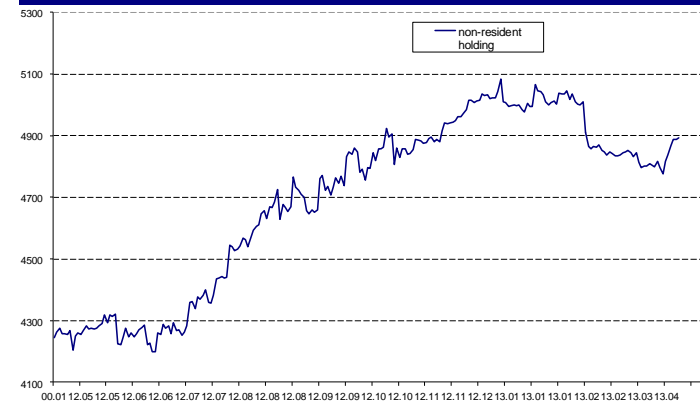
- Mozgalmas negyedévet tudhat maga mögött a hazai állampapírpiac. A januárt történelmi csúcson kezdte a külföldi befektetők által birtokolt állampapír állomány (5000 mrd HUF), majd egy lassú lemorzsolódás és egy nagyobb csökkenés (visszavásárlási aukció) után újfent növekvő trendbe lépett. A jelentős külföldi szerepvállalás a régióban továbbra is magasnak számító hozamszinteknek és az így kínált kimondottan magas reálhozamnak köszönhető.
- A negyedév során – szinte a globális kockázatvállalási kedvtől teljesen függetlenül – komoly érdeklődést mutattak a befektetők az aukciókon. Az ÁKK rendre sikeresen bocsátotta ki a tervezett mennyiséget, sőt, számos alkalommal lehetősége nyílt a megemelt mennyiségeken és a top-up tendereken előre bebiztosítani magát és az időarányosnál több forrást bevonni a piacról.
- A töretlen kamatcsökkentési trendnek és a kedvező befektetői hangulatnak köszönhetően jelentős mértékben csökkentek a hozamok a másodpiacon az 5 éves lejáratig. A beárazott kamatvárákozásoknak köszönhetően a 2014-2015-ös jegyzések 5% alá kerültek, de a 2020-as papírig bezárólag a teljes görbe 6% alá került. A rövid és hosszú hozamok közötti eltérés tovább nőtt (meredekség) a hozamgörbe az 5 éves termin „körül” csavarodott el. A hosszabb lejáratú állampapíroknál tapasztalt enyhébb befektetési érdeklődés csupán átmeneti volt, április első napjaiban ezek a jegyzések is 6% alá estek.
- A rövid kamatokra vonatkozó befektetői várákozások (FRA jegyzések, forward jegyzés implicit kamattartalom) már 4% körüli alapkamat szintet valószínűsítene, melynek elérésére az MNB határozott lépései és a támogató környezet miatt komoly esélyt látunk.

Hazai állampapír-piaci folyamatok II.

HGB görbe változása



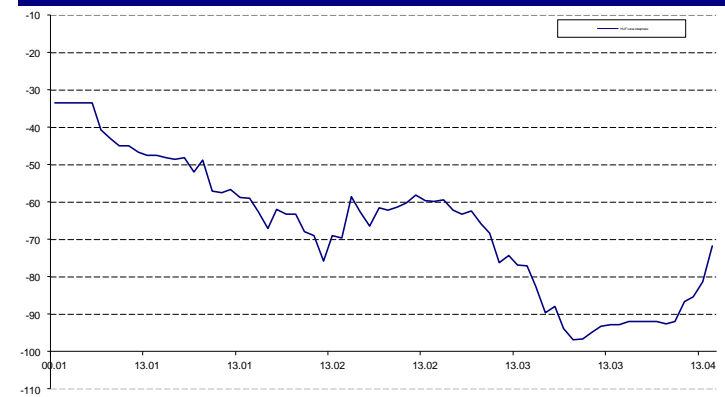
Külföldi befektetők állampapír-állománya



HUF 3x6 FRA

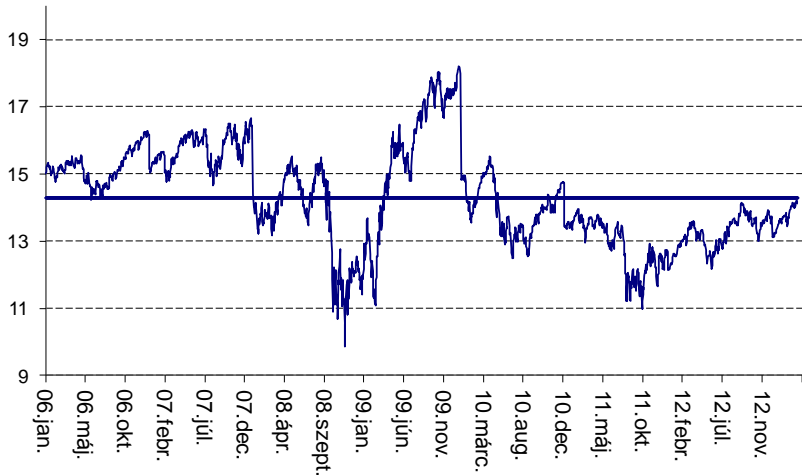


2-10 spread (HUF swap görbe)



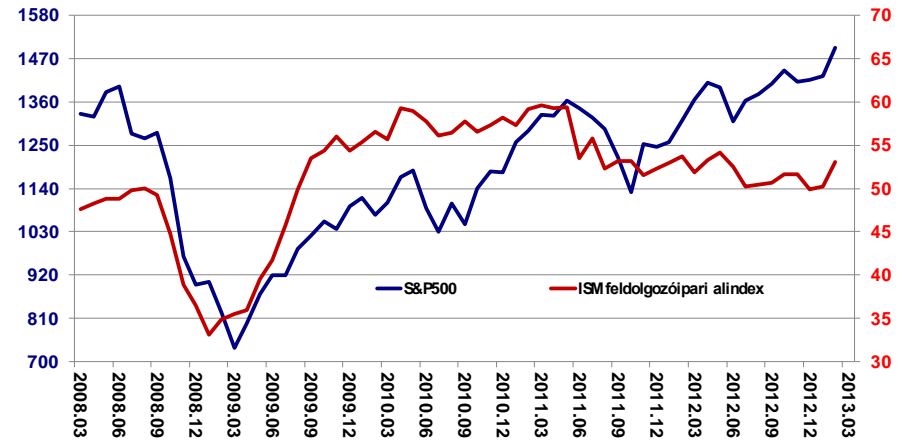
Részvénypiacok: Az USA állva hagyta a világot

S&P előretékintő P/E



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

S&P500 és ISM feldolgozóipari alindex

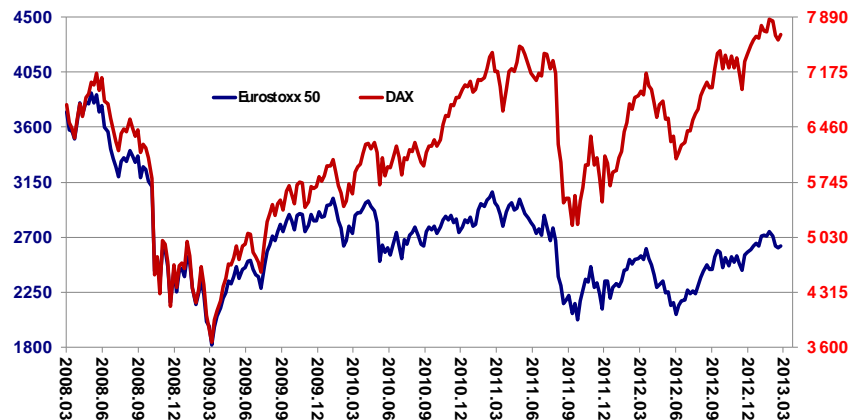


Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

- A részvénypiaci rali az amerikai indexeket rekordmagasságba repítette. Dollárban kifejezve 10%-ot emelkedett a vezető amerikai index 1Q13-ban, HUF-ban kifejezve pedig 18%-ot, miközben a világ többi nagyobb indexe jellemzően inkább stagnált. A negyedév végére azonban lelassult az index emelkedésének üteme. A menetrendszerű európai ijedelem (Ciprus) meg sem rengette az indexet.
- A várva várt „Nagy Kötvény-Részvény Rotáció” ugyanakkor még nem indult el érdemben. A fejlett kötvénypiacokon mért nettó tőkebeáramlás még mindig magasabb volt, mint a fejlett részvénypiacokon, bár a különbség jelentősen csökkent. Az USA kötvényhozamok is tovább csökkentek. A részvények óriási emelkedését elnézve érdekes, hogy nincs érdemi divergencia a két fő eszközosztály között. Egyelőre még csak pénzügyi alapokból ment át a pénz részvény alapokba.
- Az S&P500 értékeltsége elérte historikus átlagát, de ez szerintünk még nem tekinthető lufinak. Ez csak annak az eredménye, hogy kiárazódtak a legvészterhesebb forgatókönyvek a világgazdaságból és annak, hogy egyre negatívabb reálkamatot kínálnak a fejlett kötvények.

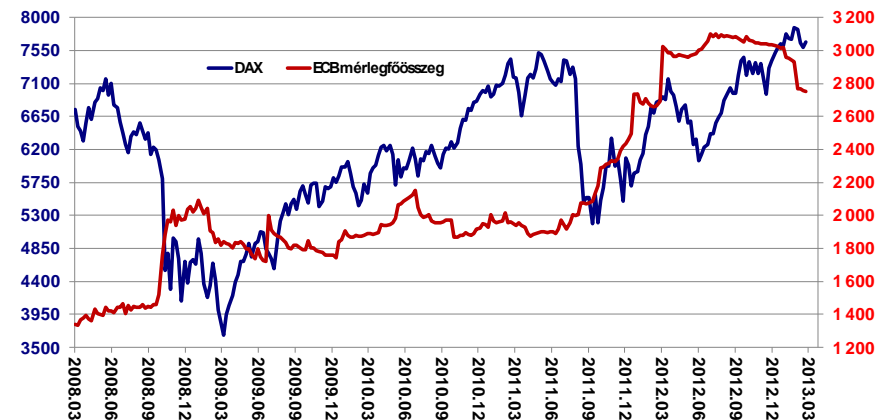
Részvénypiacok: A DAX még mindig felüteljesíti a Eurostoxx 50-et

DAX és Eurostoxx50



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

DAX és ECB mérlegfőösszeg

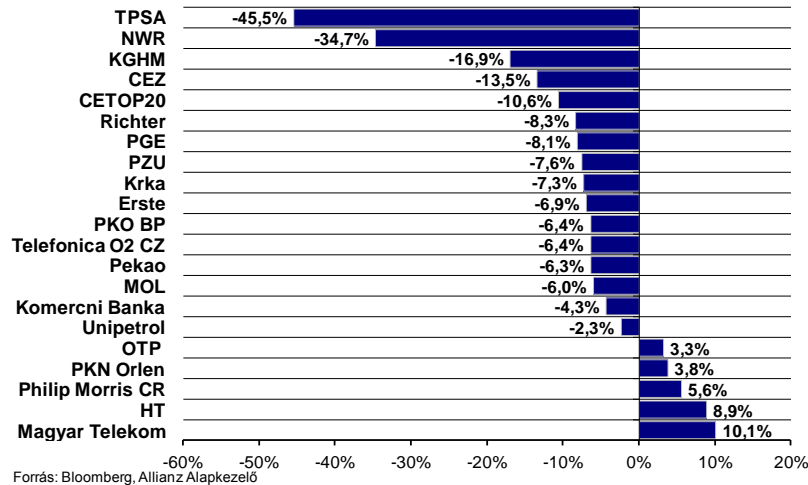


Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

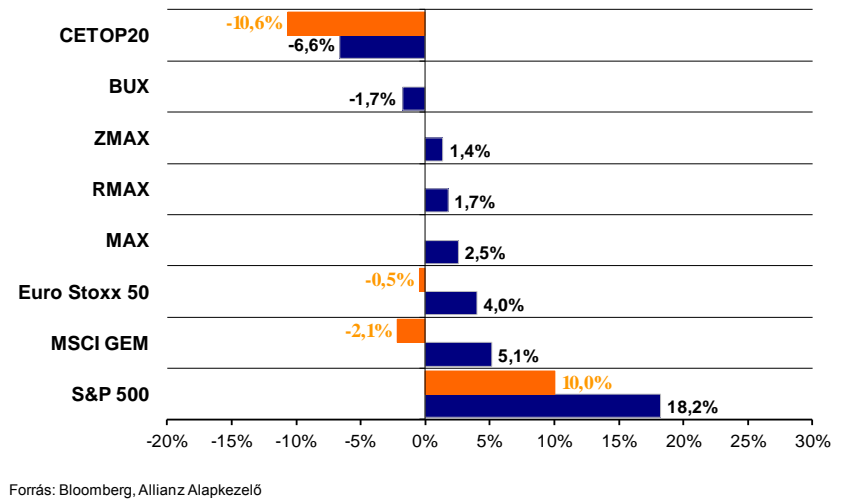
- A ciprusi fejlemények nem rengették meg érdemben a DAX index emelkedő trendjét, a Eurostoxx 50 index azonban enyhén esett és azonos devizában mérve 14%-ponttal alulteljesítette az S&P500-at és 3%-ponttal a DAX-ot.
- Az európai részvények lassú emelkedő trendje továbbra is abból táplálkozik, hogy az Eurózána szétesésének kockázata időlegesen jelentősen csökkent, elsősorban az ECB tavalyi akcióinak köszönhetően. Az ECB mérlegfőösszege azonban csökkenni kezdett, de a kedvezőtlen növekedési adatokat elnézve ez nem lesz tartós. Ugyanakkor, még nagyon komoly reformokkal kell szembenéznie a deviza-közösségnek, illetve a Zónán kívüli EU tagországoknak is (pl. Magyarország csatlakozása a közös bankfelügyelethez).

Részvénypiacok: A CETOP20 a leggyengébben teljesítő index

CETOP20 tagok teljesítménye 1Q13-ban



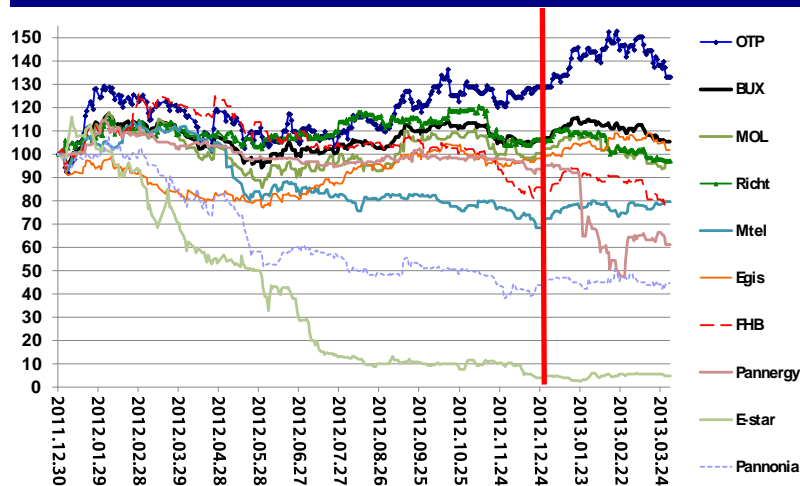
Főbb indexek alakulása 1Q13-ban (HUF-ban és saját devizában)



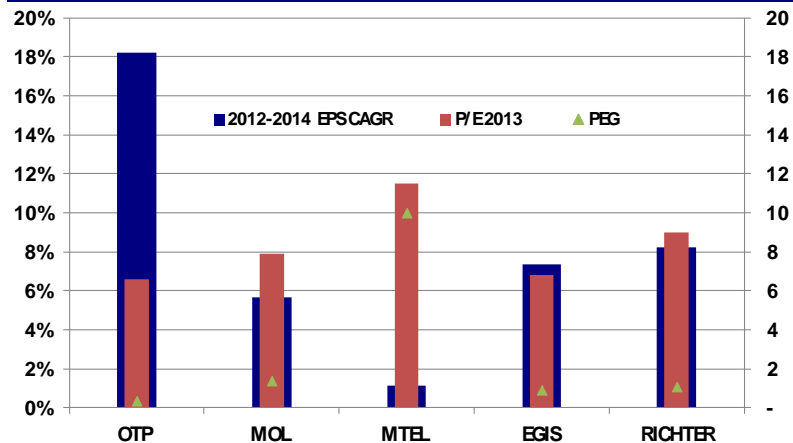
- A CETOP20 mélyen alulteljesítette a többi részvényindexet. Ennek elsődleges oka az osztalékot másodjára is jelentősen vágó TPSA 45,5%-os esése, illetve a magas bétájú bányacégek (NWR, KGHM) és a CEZ gyenge teljesítménye. A bankok a középmezőnyben végeztek, rájuk nem volt jó hatással a ciprusi bankrendszer megingása. A CEE régió gazdasági növekedése már egyáltalán nem emelkedik ki az európai átlagból, sőt a növekedési értékek csökkennek, ami rányomja bélyegét a részvénypiacaik teljesítményére. A lengyel WIG20 index a negyedév során 8,2%-ot, míg cseh PX 5,8%-ot esett a negyedév során.
- Az osztalékát egyelőre megóvó Magyar Telekom és a HT felülteljesített. Az OTP a kezdeti szép menetelés után a negyedév végére elveszette lendületét.

Részvénypiacok: a magyar részvények felülteljesítették a régiót

Főbb magyar részvények teljesítménye 2011.12.31-2013.03.31



Magyar blue chippek P/E szorzói és várható EPS növekedése



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

- A BUX 1,7%-ot csökkent az első negyedévben, ezzel a régiós indexeket felülteljesítette. Az utolsó hónapban az OTP 8,8%-os esése miatt ismét alülteljesítőkké váltunk.
- Magyarországon a defenzív Mtel és Egis teljesítettek felül. A Magyar Telekom-nak sikerült a célzott eladósodottsági sávon belül maradni, így a 2012-es üzleti év után továbbra is 50 forintos osztalékot fog kifizetni, ennek a bejelentése okozta az emelkedést. Ugyanakkor számba kell venni a különböző időtávon jelentkező kockázatokat. Rövid távon a magyar recessziós környezet jelent problémát, közép távon egy esetleges negyedik mobilszolgáltató belépése és a kábel/perc adók további emelése lehet kritikus. Hosszú távon pedig a Skype, a Viber, What's upp alkalmazások térnyerése veszélyeztetheti a mobil üzletág profitját, ami a teljes eredmény felét teszi ki jelenleg. Ezt vélhetően az adatforgalom várható növekedése nem fogja tudni ellensúlyozni, főleg, ha a jelenleginél erősebb lesz a felügyelet. A jelenlegi osztalékszint nem fenntartható, de hosszú távon a 40 forint/részvény alatt is rezeg a lécz.
- A magyar részvénytőzsdára továbbra is általános közép-hosszú távú kockázatot jelenthet, hogy a különadók szintjét még emelheti a kormány. A legkisebb magyar kitétséggel a Richter bír.

Részvénypiaci kilátások/kockázatok

Véleményünk szerint nem muszáj az amerikai vállalatoknak szállítani a tőlük jelenleg elvárt 10-12%-os átlagos EPS növekedést ahhoz, hogy tovább emelkedjenek az amerikai részvénypiacok. Az 3-6%-os EPS növekmény is bőven elég lehet abban az esetben, ha nem következik be Európában egy a ciprusinál jóval komolyabb bankpánik. A 3-6% is vonzó EPS növekedésnek tűnik a kötvénypiacok 0-1%-os nominális hozamának fényében.

A nagyon erős 1Q13 után a long S&P500 „vonatra” felülni már késő, egy közepes méretű korrekció esetén viszont ajánlott lehet. A „Nagy Rotáció” inkább akkor kezdődhet, amikor felerősödnek az inflációs várakozások, és elkezdenek kötvényből menekülni, de akkor majd a Fed exit jelentheti az ellentétes erőt. Eredőjük vélhetően inkább pozitív lesz a részvények szempontjából.

Összességében, a recesszióból „new normal” növekedésre szép lassan átálló fejlett gazdaságok támogató közeget nyújthatnak majd a részvényeknek, véleményünk szerint, de egy korrekciót érdemes lehet megvárni a long pozíciók megnyitása előtt.

Természetesen (bank-)pánik esetén a piacok bármikor átbillenhetnek egy új, fájdalmasabb egyensúlyi pontba. Az ez ellen való biztosítás díja az az egyre negatívabb reálkamat, amit a „menedékkötvények” nyújtanak.

E-Star

Az E-Star március 22-én tartott hitelezői tárgyalásán a biztosított kategória 100%-a, míg a nem biztosított kategória 85%-a (a jelen lévők 99%-a) elfogadta az elvi csődegyezségi javaslat tervezetét, mely szerint a Társaság 50 millió darab új részvényt bocsát ki a hitelezői követelések fejében.

Ezen túlmenően a csődtárgyaláson a hitelezők javaslatára szavazásra és elfogadásra került, hogy a csődegyezés ellenőrzésének a biztosítására a Társaság a soron következő rendkívüli közgyűlésén az alábbiak kerüljenek előterjesztésre:

- A Társaság Igazgatósági tagjai közül kerüljön visszahívásra Molnos Dániel és Maximilian N. Teleki, míg a Felügyelőbizottsági- és Audit bizottsági tagok közül Dácz Gábor.
- Kerüljön megválasztásra 2014. december 31. napig tartó határozott időtartamra a Társaság igazgatósági tagjává Szivek Norbert és az indítványozó által később megjelölt személy.
- Kerüljön megválasztásra 2014. december 31. napig tartó határozott időtartamra a Társaság 5 fős Felügyelő bizottságának és audit bizottságának tagjává Fekete Attila, Poják Zoltán és az indítványozó által később megjelölendő személy.
- Az intézményi hitelezők részéről további javaslatként elhangzott, hogy a Társaság alapszabálya akként kerüljön módosításra, hogy a Társaság közgyűlése személyi kérdésekben $\frac{3}{4}$ -es többséggel tudjon határozni és a Társaság vezérigazgatója felett a munkáltatói jogokat, – amennyiben erre a jogszabály lehetőséget biztosít – 2014. december 31. napjáig a Felügyelő Bizottság elnöke gyakorolja.

A kisbefektető hitelezők részéről indítvány hangozott el arra vonatkozóan, hogy az E-Star soron következő rendkívüli közgyűlésén kerüljön előterjesztésre, hogy kerüljön megválasztásra 2014. december 31. napig tartó határozott időtartamra a Társaság felügyelő bizottságának tagjává Mádi Szabó Zoltán hitelező. Az E-Star a kisbefektető hitelezők javaslatát szavazásra bocsátotta, melynek eredményeként elfogadásra került a javaslat.

A Társaság már összehívta a Közgyűlést, ahol a határozati javaslatok között szerepelnek fenti megállapodások kivitelezésére tett előterjesztések.

Köszönöm a figyelmet!

Elérhetőség:

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