

Vagyonkezelői beszámoló a Szövetség Nyugdíjpénztár Igazgatósága részére 2012. II. negyedév

Budapest, 2012. július 11.

Portfólió teljesítmény

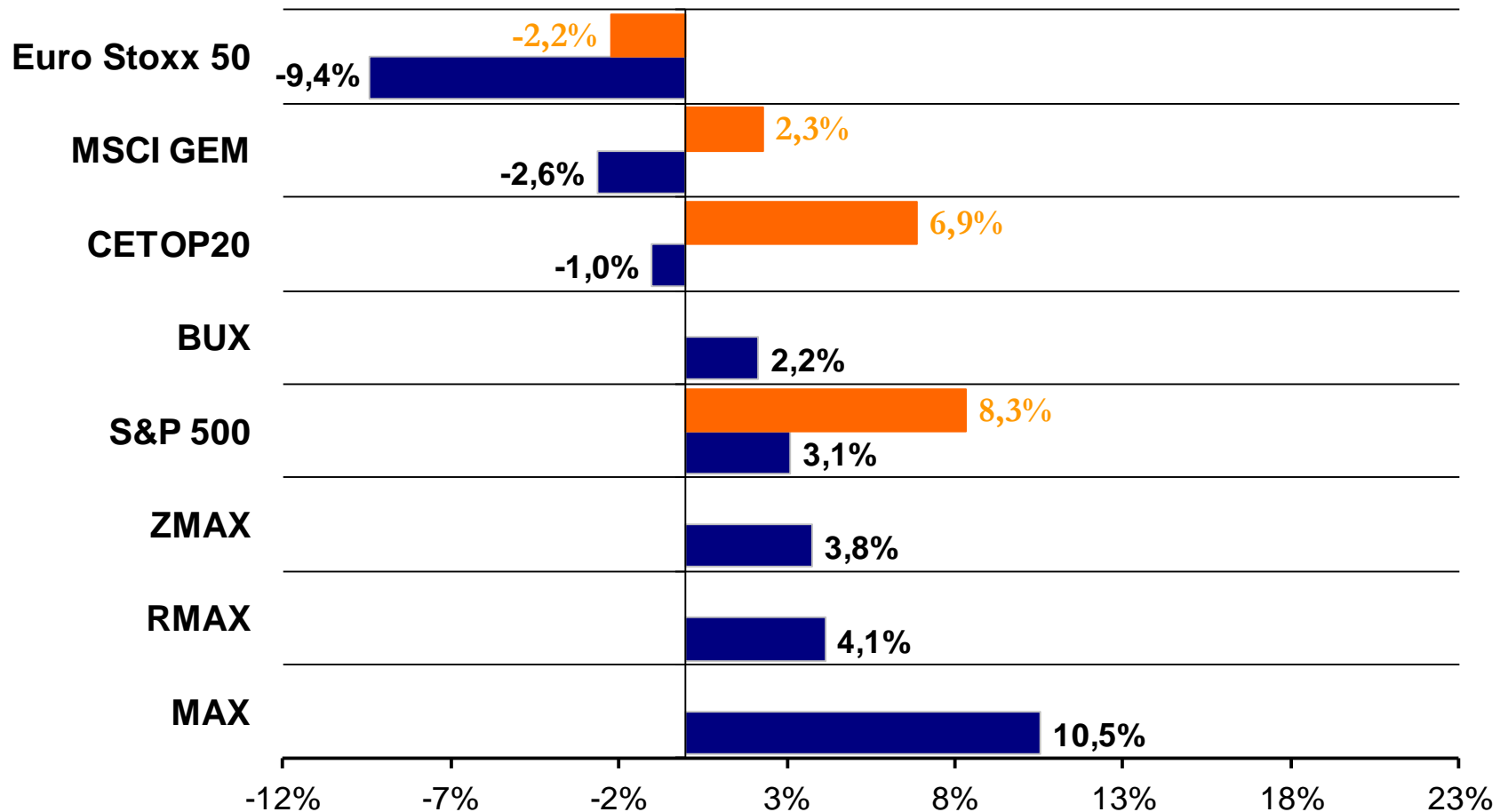
Portfóliók teljesítménye 2011.12.31-től 2012.06.30-ig

Portfóliókezelte alapok	Portfóliókezelői bruttó hozam	Benchmark hozam	Alul / Felülteljesítés	Kezdő dátum	Kezdő vagyon	Záró dátum	Záró vagyon
Szöv. Klasszikus	4,03%	4,09%	-0,07%	2011.12.31	643 907 480	2012.06.30	614 381 186
Szöv. Kiegyensúlyozott	7,73%	7,45%	0,29%	2011.12.31	3 584 267 502	2012.06.30	2 991 074 444
Szöv. Növekedési	5,44%	4,91%	0,53%	2011.12.31	18 103 276 324	2012.06.30	14 924 565 587
Szöv. Független	3,68%	4,09%	-0,42%	2011.12.31	207 278 299	2012.06.30	485 668 799
Szöv. Elkülönített	2,18%	-	-	2012.05.31	5 248 259 196	2012.06.30	5 267 383 639
Szöv. LIK_MUK	3,73%	4,09%	-0,37%	2011.12.31	23 690 186	2012.06.30	24 887 433

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

Benchmark indexek teljesítménye

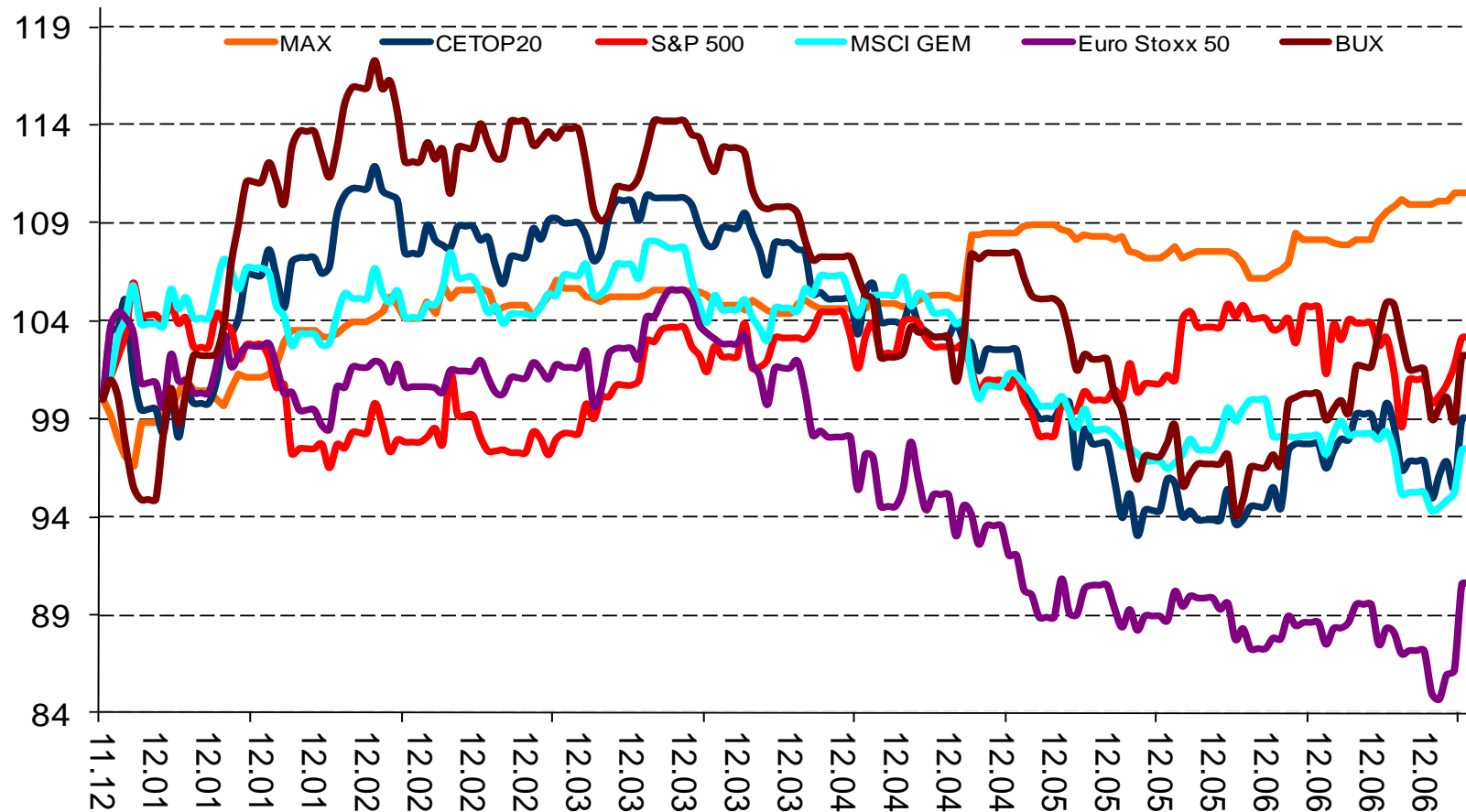
Főbb indexek teljesítménye YTD (HUF-ban és saját devizában)



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

Benchmark indexek teljesítménye

Főbb indexek alakulása 2012 első felében, HUF-ban



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

Globális trendek I.

EMU – megszorítás/növekedés, választások, kényszer hozta integráció

- Európa nem tudott fellelegezni a görög problémák rendezésével, a kockázatelutasítás a második negyedévben kikezdte a spanyol és olasz piacokat is. A továbbfertőzés elkerülése érdekében az EMU a védelmi mechanizmus „tűzfalait” (EFSF, ESM) tőkésítette fel, ami az eladások tovaterjedését volt hivatott megállítani.
- A hangulat ennek ellenére nem javult, az EUR/CHF kurzusban az 1,20-as szintet aktívan kellett védenie az SNB-nek. Az ECB viszont mandátuma végeztével nem vásárolt több perifériás kötvényt ezzel tovább élénkítette a kockázatelutasítást. A francia választás után gyengült a Sarközy – Merkel duó által képviselt erősen konzervatív felfogás, a németeknek több nyitottsággal és konstruktivitással kell majd viszonyulniuk az erős fiskális megszorítást ellenző Hollande vonalhoz. A megvalósítás mikéntje, illetve a déli országok költségvetési szigorával kapcsolatban felmerülő igen erős kétségek fenntarthatatlan szintekre tolták a spanyol és olasz hozamokat. Spanyolország és Ciprus hivatalosan is gazdasági segítségért folyamodott (előbbi bankrendszerét sikerült tisztán európai pénzből feltőkésíteni) Olaszország már csak a negyedév végi EU csúcson jelezte, hogy a fennálló hozamszintek mellett összeomlani látszik adósságának finanszírozása.
- Az erős német-holland-finn ellenállásba ütköző válságterv (közvetlen állampapír vásárlások ESM-ből) vélhetően megvalósul. Feltételezhetjük, hogy az eddig önmegtartóztató költségvetést választó országok ezért komoly árat kérnek, ami a közös európai bankfelügyeletben ölt majd testet. Ezzel az országok nagy lépést tesznek a fiskális integráció felé (így szétválik a banki bailout és az államok adósságának finanszírozása) de számtalan politikai kérdés és komoly tőkeellátottsági probléma nehezíti majd a folyamatot.

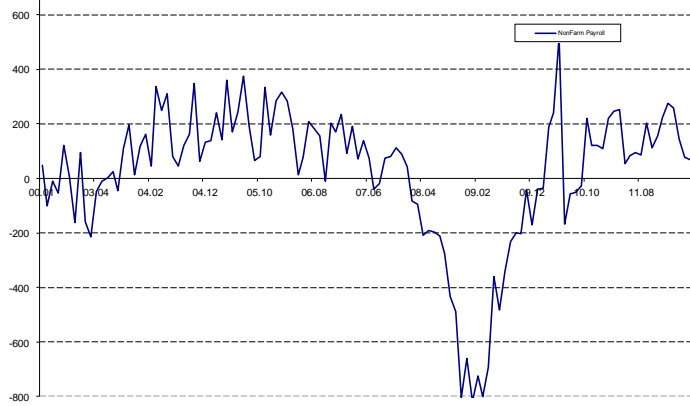
Globális trendek II.

USA: stagnáló fogyasztás, érőtlen munkaerőpiac

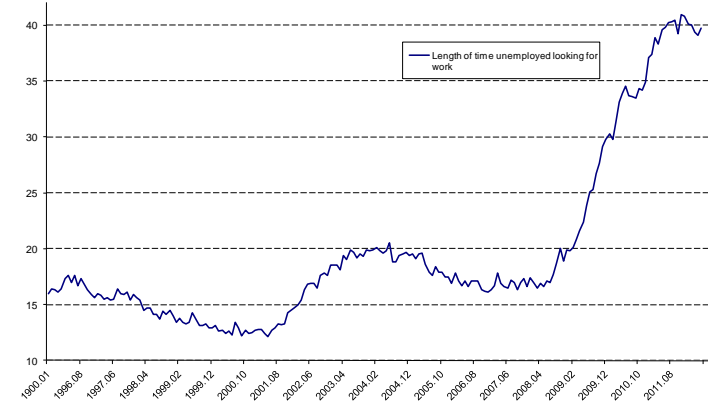
- A második negyedévben az USA gazdasága veszített korábbi lendületéből. A munkaerőpiac nem talált magára (kevés új munkahely, alacsony foglalkoztatottság) így a fogyasztás is stagnált, ami erősítette a QE3 várakozásokat. A negyedév elején jellemző magas nyersanyagárak, a hozamok volatilitásának jelentős megugrása és a tartósnak ígérkező pozitív reálkamatok miatt a FED kénytelen volt újabb ösztönző csomagot összeállítani. Az operation twist egy gyakorlatilag sterilizált kötvényvásárlás, ami a gazdaságban lévő pénzmennyiséget nem növeli tovább, csak duration-t vesz ki a piacról (hosszú kötvények vásárlása, rövidek eladása)
- A program célja a reálkamatok csökkentése, hogy ezzel a megtakarítások felől a fogyasztás és beruházás felé terelje a gazdaságban lévő pénzmennyiséget. A terv felemásan sikeredett: a komoly piaci korrekciókat most is sikerült elhárítani, de a foglalkoztatottsági mutatók érdemben nem változtak, így a belső fogyasztásra épülő USA gazdaság nem kapott új lendületet.
- Foglalkoztatási programokat, aktív munkahelyteremtést csak költségvetési kiadások növelésével lehetne elérni, ám az a kiadási plafonnal kapcsolatos korábbi erős republikánus ellenállásból látható, hogy ezen a fronton az USA-ban sem a választás előtt, sem az azt követő időszakban érdemi áttörésre nem számíthatunk. Egyes várakozások szerint a költségvetés fenntartható pályára állítása fájdalmas növekedési áldozatokkal jár majd 2013-ban.

Globális trendek III.

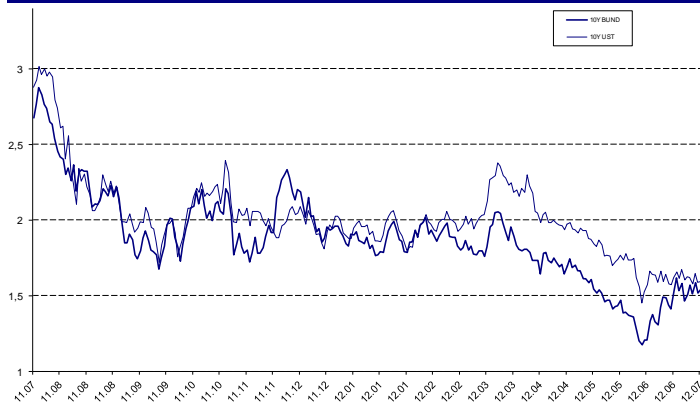
Non-farm payroll



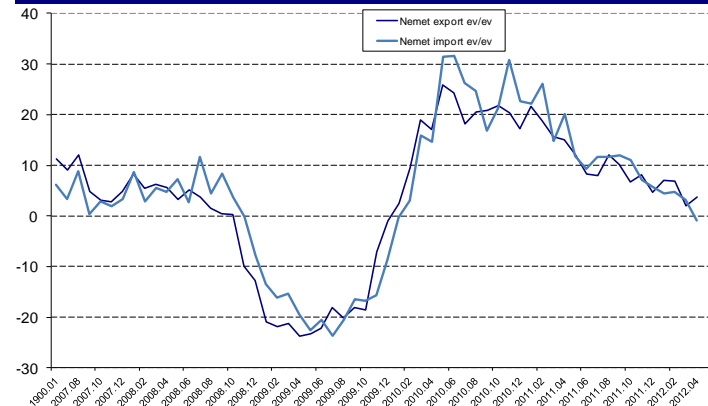
Álláskeresés átlagos ideje (USA, hetekben)



10Y UST és 10Y Bund



Német export / import (év/év)



Hazai makrofolyamatok I.

Széll Kálmán v 2.0, recesszió, IMF

- A vizsgált időszakban megjelent adatok szerint gazdaságunk első negyedéves teljesítménye alulmúlta az előzetes várakozásokat: a nemzeti össztermék 1,3%-kal csökkent, ezen belül a beruházások volumene negyedév/negyedév alapon 8,6%-kal esett. Ezzel szemben a velünk egy gazdasági régióban tevékenykedő lengyelek esetében a GDP növekedés +3,5%, míg a beruházások 6,7%-kal bővültek. A markáns eltérés okait részben az öröklött gazdasági helyzetben, részben a nem szokványos gazdaságpolitika „eredményeiben” kell keresnünk.
- Bár történtek átalakítások, melyek egészségesebb összetétel irányba mozgatták el a központi költségvetés kiadási szerkezetét, összességében meglátásunk szerint a Széll Kálmán terv fő irányvonala továbbra is a kieső bevételek új adókon keresztüli pótlása. Ez egyrészt nem támaszt kiszámítható gazdasági/szabályozói környezetet, másrészt nem ösztönzi a vállalatokat befektetéseik növelésére (stagnálás, osztalékfizetésen keresztül repatriálás).
- Az adóemelések és a gyenge forint hatásaként gyorsult a pénzromlás üteme hazánkban (headline és core infláció is 5% körüli tartományban), ám ez még nem generált kamatemelést: a keresleti oldal gyengesége miatt másodkörös hatásokat még nem figyelhetünk meg, így az MNB továbbra is 7%-on hagyta az alapkamatot (az IMF tárgyalásokig vélhetően ez így is marad).
- Meglátásunk szerint a kormány az IMF megállapodást a lehető legtovább húzza, csak abban az esetben vállalja fel az ezzel járó korlátokat, ha semmilyen más módot nem talál a finanszírozásra – ennek egyik jele a deklarált szándék ellenére tranzakciós adókon keresztül megvalósuló kamatcsökkentés a 2w MNB depóban

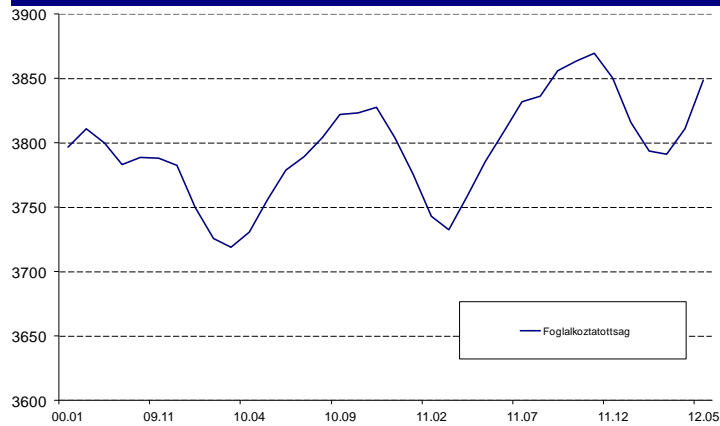
Hazai makrofolyamatok II.

Széll Kálmán v 2.0, 2013-as költségvetés, sikertörténet

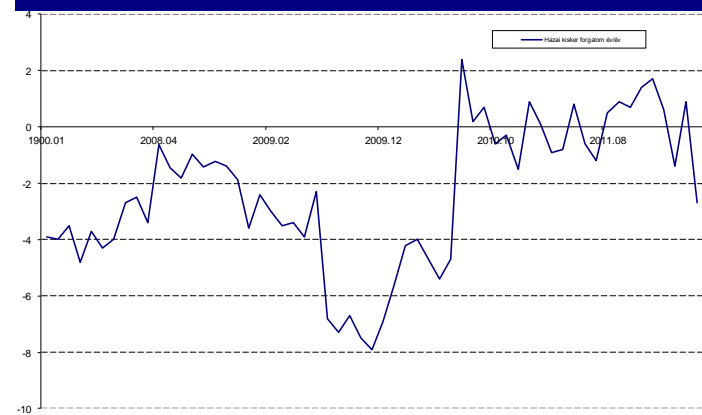
- Feltételezhetjük, hogy épp a növekedési kilátások miatt az IMF egyezkedések indulása már nem okoz az Orbán-Barroso tárgyalásokat követő piaci eufóriát, a befektetők figyelme mindinkább a finanszírozhatóság, illetve a 2013-as költségvetési sarokszámok felé fordulnak.
- 2013-ra vonatkozóan a kormány a stagnálás-közeli konszenzusnál látványosan optimistább növekedési tervvel számol és bár elhelyezett a költségvetésben biztonsági tartalékokat, meglehetősen féloldalas kockázatokkal kell számolnunk a bevételi oldalt illetően. A nagyobb mozgástérnek két lehetséges forrása lehet: a szándékosan alultervezett infláció, illetve az MNB kéthetes állományára beszedett tranzakciós illeték, ami egyfajta quantitative easing-gel megtámogatva éven belül komoly mértékű, a központi költségvetés rendszereiben abban az évben meg nem jelenő stimulust jelentene a gazdaságnak. Nem zárhatjuk ki, hogy a kormánzatnak hasonló elképzelése volt a munkahelyvédelmi program finanszírozási hátterének kialakításakor.
- Az MNB által elindított 2 éves forrásnyújtási program és az adminisztrációs terheket könnyítő kormányzati szándék (credit easing) mellett tehát jövőre esélyt látunk közvetlen piaci jelenlétre is valamely állami intézményen keresztül (quantitative easing), ami viszont a külső konjunktúra miatt meglátásunk szerint meglehetősen visszafogott hatással bír majd, így számolnunk kell további „nem megszokott” gazdasági lépésekkel – legalábbis ha a minisztérium tartja 2013-ra vonatkozó előrejelzéseit.

Hazai makrofolyamatok III.

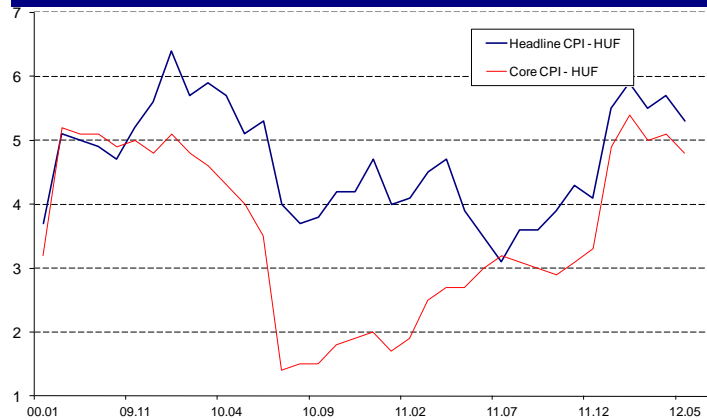
Foglalkoztatottak száma



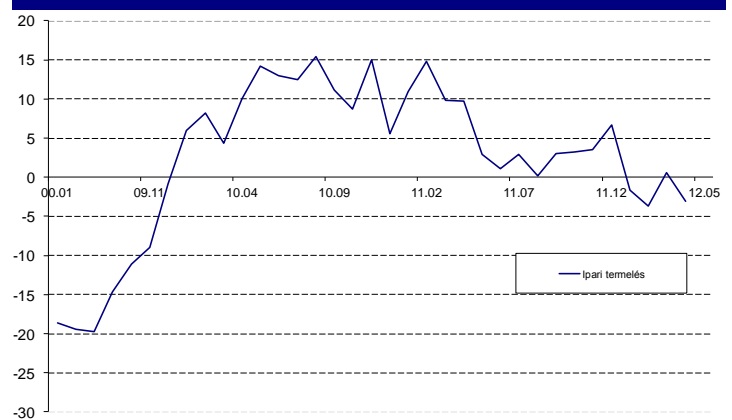
Hazai kisker forgalom év/év



Forint headline és maginfláció alakulása



Ipari termelés év/év



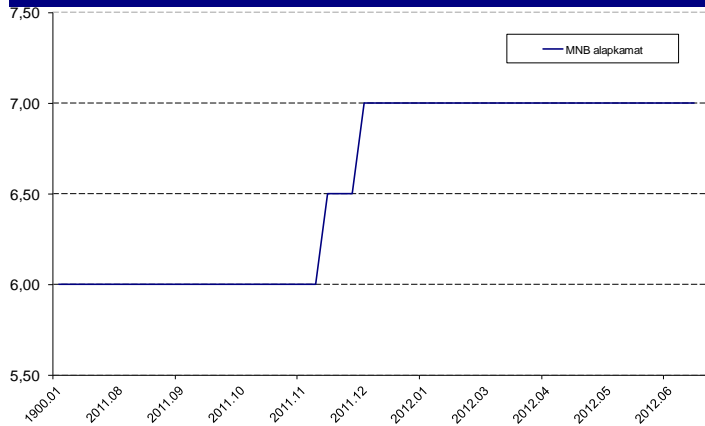
Hazai állampapír-piaci folyamatok I.

Kamatcsökkentési várakozások, emelkedő külföldi érdeklődés, erős aukciók

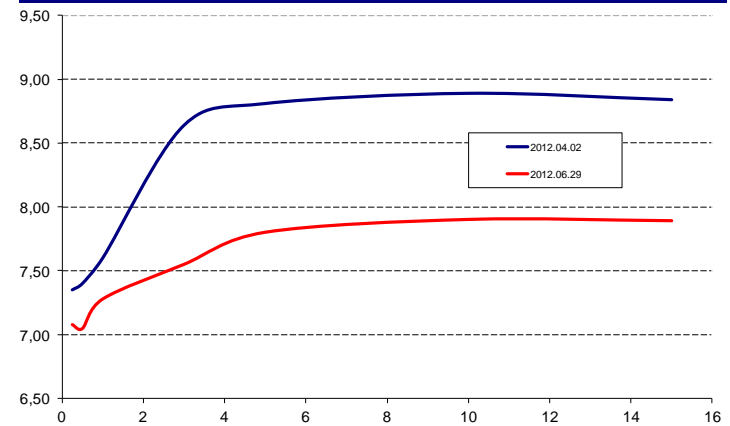
- Az Orbán-Barroso találkozó után hirtelen nagyot javult hazánk befektetői megítélése, a másodpiaci állampapír-hozamok rövid idő alatt a 9% körüli szintekről 8% alá estek – de itt nem sikerült stabilizálódniuk a jegyzéseknek. A görög választások (és EU ellenesek erősödését hozó eredmény) komoly eladásokat indítottak el az összes régiós piacon. Az azonban egyértelműen elmondható, hogy hazánk piacai sikeresen ledolgozták a régiók piacaival szembeni lassú, de tartós lemaradást.
- Szembeötlő mértékben javult az érdeklődés az állampapír aukciókon, ezzel párhuzamosan stabilan 4200 milliárd forint fölé emelkedett a nem hazai befektetők kezében lévő állampapír állomány (illetve átlagideje is valamelyest hosszabbodott). Piaci információk szerint a folyamatot egyetlen piaci szereplő indította el, mely gyakorlatilag az egyik legnagyobb szereplőjévé vált a hazai állampapírpiacnak. Az elgondolás sikeres volt, mert a hozamok felfelé limitálva voltak, lefelé viszont a benchmarkolás és a stop-loss orderek miatt nem nagyon találtak támaszt.
- A negyedév vége felé kibontakozó általános optimizmus és az erősödő forint miatt megjelentek a piacon a kamatcsökkentési várakozások (3x6 FRA jegyzéseket 7% alá nyomta a piac), a bázis swapok és a CDS jegyzések is a befektetői bizalom visszatérését mutatták. A KESZ állomány alakulása és a korábbi túljegyzések miatt az ÁKK kényelmes mozgásteret kapott, így nem számítunk arra, hogy erős kínálat miatt a harmadik negyedévben érdemben emelkedjenek a hozamok.
- FX kibocsátásról nem érkezett hír, feltételezhetjük, hogy a kormány ezt bölcs belátással egy esetleges IMF megállapodás utáni időpontra ütemezi. Finanszírozás szempontjából nagy mozgástér már nincs, Q3 végén, Q4 elején szükségünk lesz további devizaforrásra.

Hazai állampapír-piaci folyamatok II.

MNB alapkamat



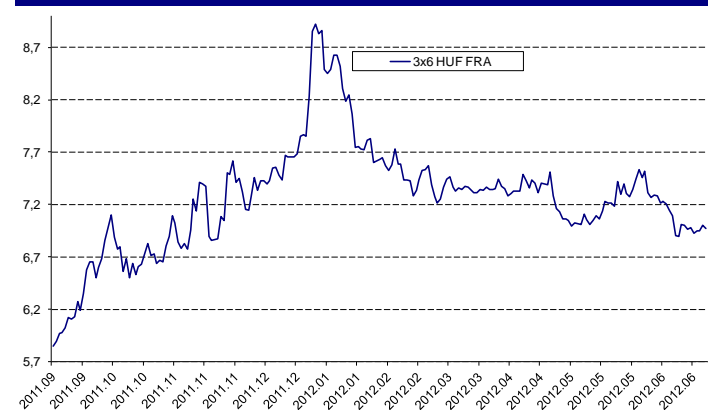
HGB görbe változása



Külföldi befektetők állampapír-állománya



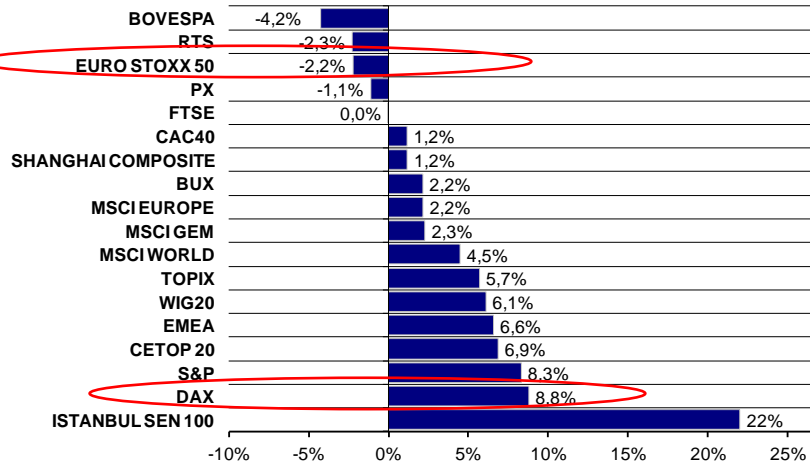
HUF 3x6 FRA



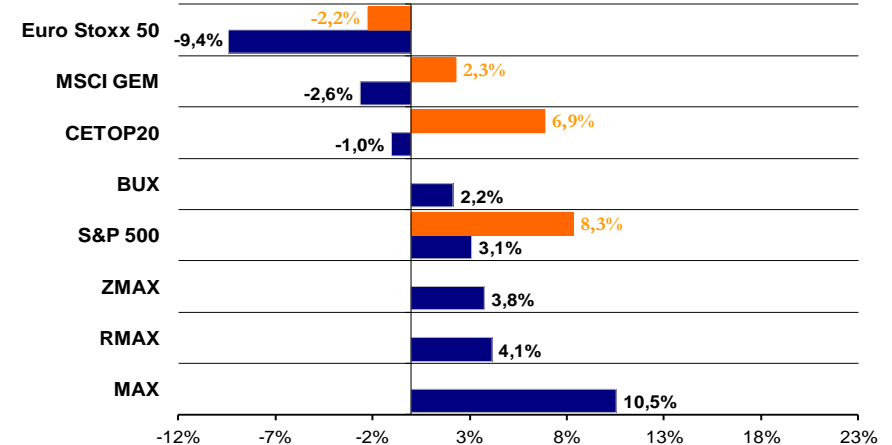
Globális részvénypiacok: most is az EU mozgatta a szálakat

A releváns részvényindexek teljesítménye YTD (saját devizában)

Főbb indexek teljesítménye YTD (HUF-ban és saját devizában)



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

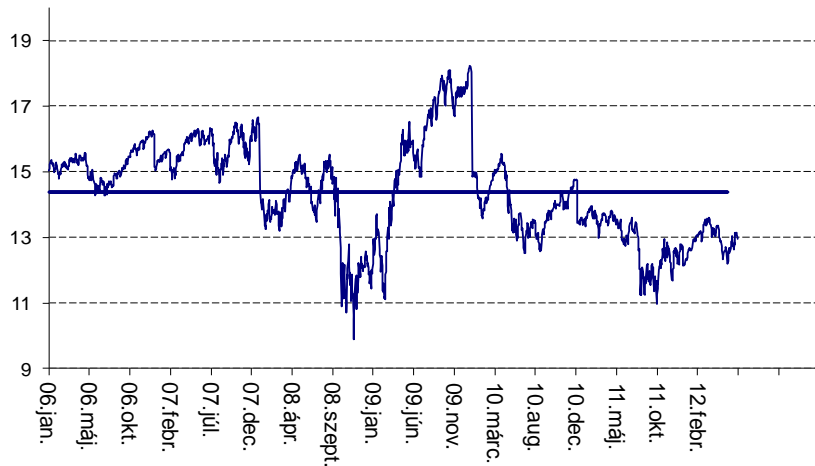


Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

- A részvénypiacok árazása továbbra is a globális lassulási félelmek és a pénznyomtatási várakozások által kifizített tengelyen mozgott. Európában az idei első negyedévben még „dolgozott” az LTRO2 által generált jó hangulat, április-májusban ez csillapodott és a részvénypiacon felerősödött az EU-val kapcsolatos „szizofrénia” (ha nincs megszorítás azt hiányolják a befektetők, ha van, akkor pedig az abból következő lassulást sérelmezik), ezért április-májusban egy összetettebb, a növekedést és a versenyképességet is előtérbe helyező gazdaságpolitikát kezdett el a döntéshozóktól követelni a piac.
- A félév végén, júniusban a részvénypiac egy rövid emelkedéssel honorálta a görögök kitartását az euró mellett, illetve a félév végi EU csúcson az európai válságkezelésben bekövetkezett fordulatot, miszerint a szintisztán megszorításokra épülő német program helyett egy rugalmasabb, és gyorsabb beavatkozásra alkalmas eszközrendszer állhat az európai vezetők rendelkezésére.
- A DAX és az Eurostoxx 50 teljesítményei közti drasztikus különbség jelzi talán a legjobban, hogy legalább kétezeres az eurózóna, annak ellenére is, hogy a két indexkosár metszete nagy számosságú.

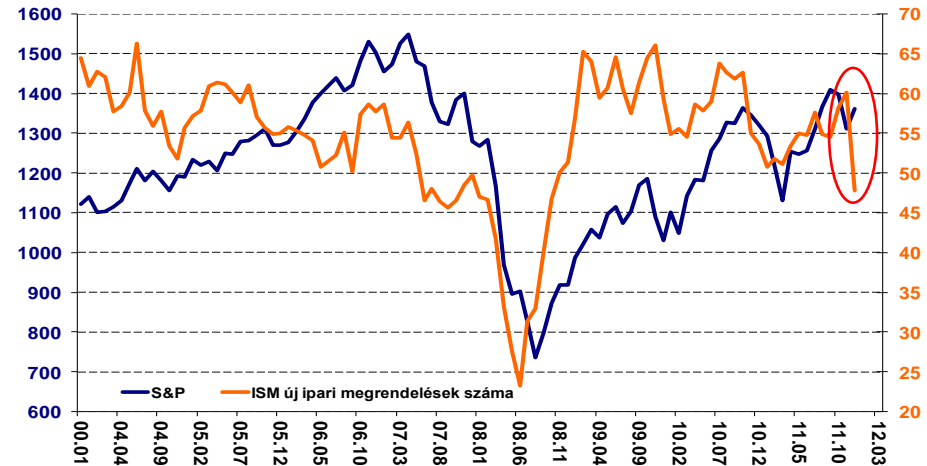
USA: még erős

S&P előretekintő P/E



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

S&P500 és ISM új feldolgozóipari megrendelések száma

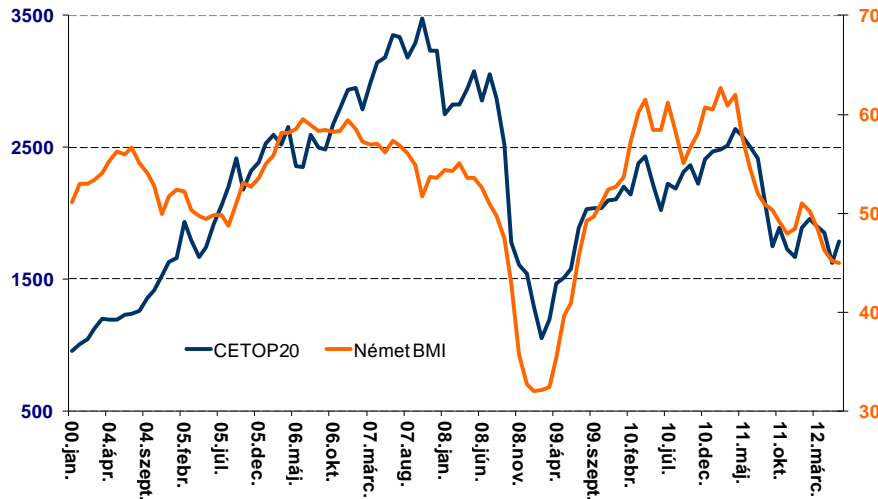


Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

- Az USA gazdaságpolitikája expanzívnak mondható a negatív reálkamat és a 8%-os költségvetési hiány mellett, ezért a reálgazdaság egyelőre még tudott akkora növekedéssel kecsegtetni, hogy az kedvezzen a részvényt piacnak. Ezért az elmúlt félév jelentős részében az S&P500 felülteljesítette az európai piacokat, miközben az előretekintő P/E szépen konvergált a hosszú távú átlaga felé. A felülteljesítés egészen június végéig tartott, amikor a fordulatot hozó EU csúcs után a DAX száguldása behozta a lemaradást.
- A csalódást keltő június végi, a gazdaság zsugorodására utaló 50 alatti ISM adat sem rengette meg érdemben az S&P500-at, mert az ilyen adatok rendre felszítják a QE3 várakozásokat, talán nem is alaptalanul.
- Az előttünk álló hónapban elsősorban a második negyedéves gyorsjelentési szezonra fókuszálnak majd a tengerentúli befektetők. Eddig mindössze 25 társaság tette közzé eredményét, melyek átlagosan 3,5%-os árbevétel növekedésről és 1,7%-os eredménycsökkenésről számoltak be.

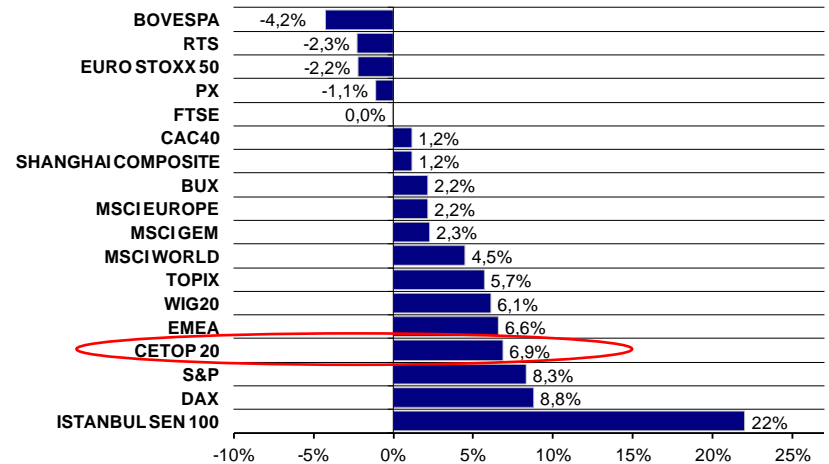
Közép-Európa: hosszú idő után újra jól teljesített

Német BMI és CETOP20 index



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

A releváns részvényindexek teljesítménye YTD (saját devizában)

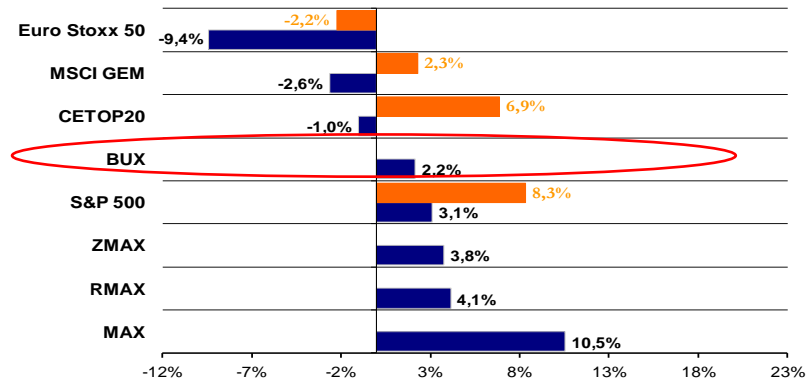


Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

- Meglepő üzenettel bírt régióink megítélése szempontjából 2012 első fele. A kelet-közép-európai régió ezúttal aránylag erősen vonzotta a részvénytőkét (CETOP20: +6,9%) annak ellenére, hogy a német gazdaság várható kilátásai valamelyest romlottak, ahogy azt a BMI 45-ös értéke és a várakozásoknál rosszabb IFO várakozások al-index is mutatta. Ráadásul nem csak a várakozásoknál lett gyengébb az IFO adat, hanem már a nominális szint (97,3) sem tűnik biztatóan magasnak. Ennek ellenére a kelet-közép-európai régió az EMEA régiót is, és a tágabb értelemben vett fejlődő piacokat is felülteljesítette.
- A meglepő jelenség köszönhető részben annak, hogy a Lehmann utáni években a legtöbb fejlett és fejlődő piaci index nagyobb mértékben épült vissza a pánik után, mint a CETOP20, melynek értékeltsége így meglehetősen nyomott maradt, ezért talán részben a korábbi túlzott pesszimizmus korrigálódhatott. Emellett persze ország specifikus tényezők is megbújnak a háttérben.

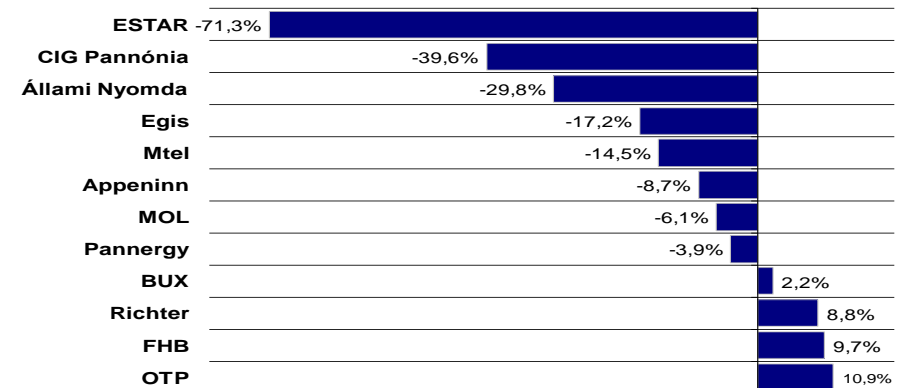
BUX: nem a részvény volt a legvonzóbb magyar eszközosztály

Főbb indexek teljesítménye YTD (HUF-ban és saját devizában)



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

Magyar részvények teljesítménye júniusban



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

- Januárban erős hegymenetbe kapcsolt a BUX és felülteljesítette a globális részvénytőzsdákat 17%-os emelkedésével, ami jórészt az EU/IMF megállapodás irányába mutató kormányzati kommunikációnak volt betudható. Február-márciusra azonban egyre nőtt a valószínűsége a piac szemében, hogy a tárgyalások elhúzódnak, vagy esetleg létre sem jönnek, így a negyedév végére az index hozama „csupán” 9,8%-osra apadt. Április-májusra azonban elromlott a globális tőkepiaci hangulat és a magyar gazdaságpolitika – látva a pánik kialakulásának veszélyét, és a kincstár egyre közelebbi kiürülését – a jegybanktörvény legújabb módosításával még valószínűbbé tette az EU/IMF párossal való tárgyalások megkezdését, hogy vész esetén majd olcsón tudja finanszírozni magát. Ezzel lényegében sakkban tartotta a forint/CDS/kamat-swap/államkötvény shortolókat. A részvény alulsúlyozókat azonban nem, mert a részvénybefektetők továbbra sem nézik jó szemmel, hogy a blue chippek mindegyikét érintő különadók/megszorítások újabb garmadájjal teszik áttételesen finanszírozhatóvá az államot, ezért a részvénytőzsdák a hónap második felében alülteljesítette a többi magyar eszközosztályt és a régiós indexet is saját devizában. A forint erősödése miatt azonban a BUX még így is felülteljesítő maradt a többi, forintban kifejezett részvény benchmarkelemhez képest.
- A kispapírok divergáltak a blue chippektől, de ezt egyelőre a vállalat specifikus tényezők megmagyarázzák.

Részvénypiaci kilátások

- Hamar világossá vált, hogy mind a görög szavazások, mind a spanyol bankok feltökésítéséről született döntés, mind pedig az előrelépést hozó EU-csúcs csak átmenetileg oldotta meg a zóna problémáit, hiszen a gyökérprobléma továbbra is abban rejlik, hogy a periféria szavazók hagyják-e, hogy kormányaik hosszú távon konszolidálják a költségvetést egy a „mag” országok, de még inkább a befektetők által elfogadott szintre.

- Óvatos optimizmussal közelítünk a részvénypiacokhoz az alábbi okok miatt:
 - 1) A legfontosabb ok talán az, hogy a legtöbb részvényindex árazása jóval a historikus átlag alatt van, és véleményünk szerint valószínűbb, hogy a ráták az árfolyamok növekedésén keresztül húznak majd vissza az átlaghoz, mind az eredményesség csökkenése miatt.
 - 2) Jó jel, hogy az EU-ban egy negatív megszorítás-zsugorodás-megszorítás spirál kialakulásának esélye csökkent a német álláspont enyhe felpuhulásával.
 - 3) Az átmenetileg emelkedő spanyol/olasz kötvényhozamok által diktált nagyobb negatív részvénypiaci hullámok jöhetnek még, ugyanakkor az integráció egyre szorosabbá válásával talán egyre kisebb amplitúdóval.
 - 4) Az USA-ban a „fiscal cliff” közeledése, a leromlott amerikai ISM index és a gyenge NFP adatok növelik a QE3 esélyét.
 - 5) A nyersolaj árának csökkenése is tágítja a háztartások és vállalatok többségének költségvetési korlátait, bár a csökkenő trendben épp tart egy korrekció.

- A magyar eszközök valamelyest védettek, mert az EU/IMF-fel való megállapodás opciója gyorsan sürgetővé válna a kincstár szemszögéből, ha drasztikusan leromlana a globális befektetői hangulat. Ebben az esetben a magyar részvények is felülteljesíthetnek, mert a tárgyalások előrehaladtával a blue chipek többségét terhelő különadók csökkenhetnének az EU-konform szintek irányába.

Köszönöm a figyelmet!

Elérhetőség:

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