

# Vagyonkezelői beszámoló az Allianz Önkéntes Nyugdíjpénztár Igazgatósága részére 2012

Budapest, 2013. január 11.

Allianz 

# Portfólió teljesítmény

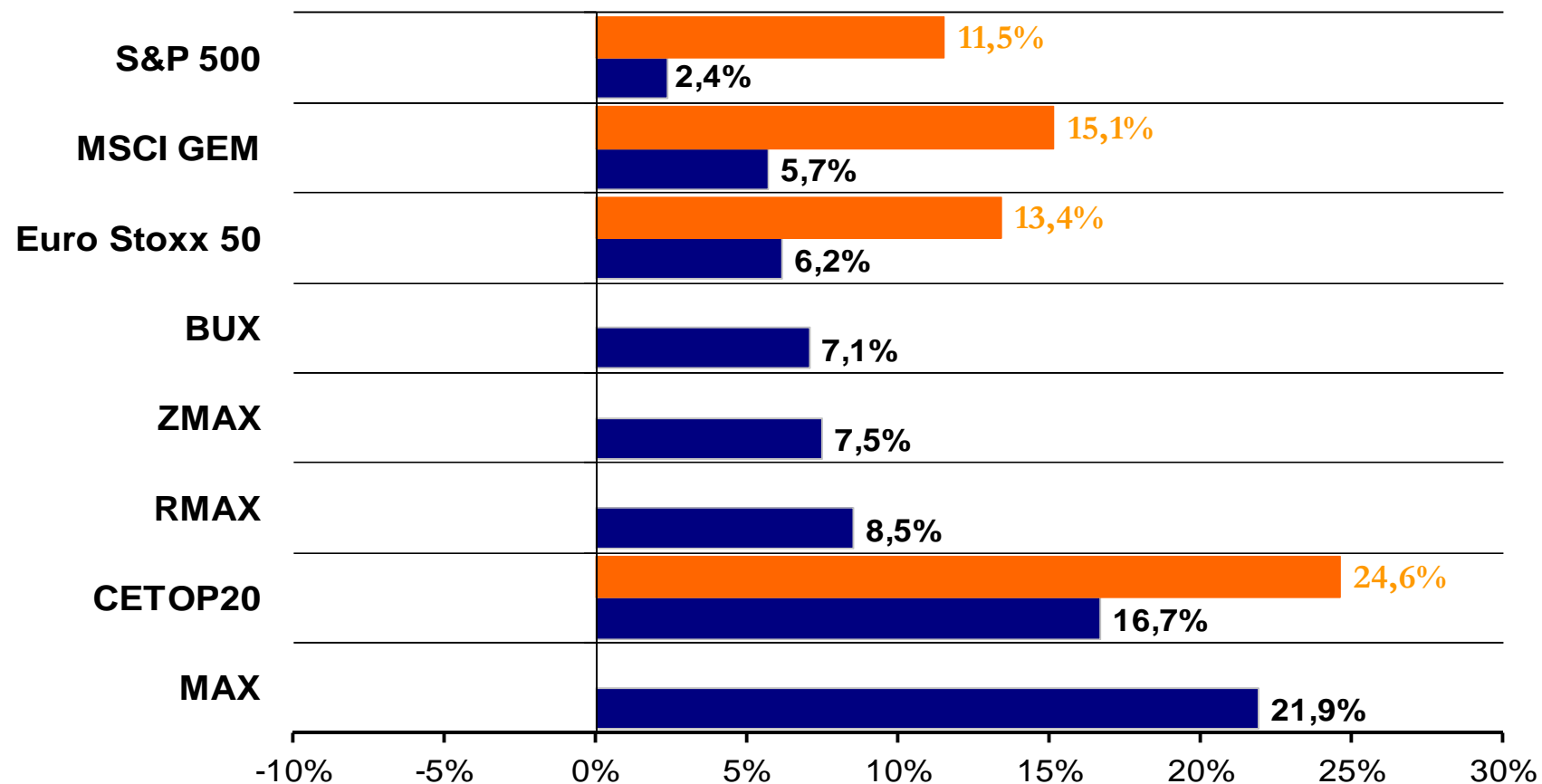
## Portfóliók teljesítménye 2011.12.31-től 2012.12.31-ig

Portfóliókezelte alapok	Portfóliókezelői bruttó hozam	Benchmark hozam	Alul / Felülteljesítés	Kezdő dátum	Kezdő vagyon	Záró dátum	Záró vagyon
Önkéntes Klasszikus	8,21%	8,09%	0,12%	2011.12.31	2 902 425 620	2012.12.31	8 963 855 955
Önkéntes Kiegyensúlyozott	18,01%	17,48%	0,53%	2011.12.31	94 205 927 671	2012.12.31	105 041 843 235
Önkéntes Középutas	16,43%	16,43%	0,01%	2011.12.31	3 045 097 426	2012.12.31	3 393 913 564
Önkéntes Növekedési	15,24%	14,25%	0,99%	2011.12.31	4 446 227 309	2012.12.31	5 881 334 007
Önkéntes Kockázatvállaló	13,97%	10,43%	3,54%	2011.12.31	1 379 915 257	2012.12.31	1 830 802 936
Önkéntes Független	10,91%	8,09%	2,82%	2011.12.31	431 091 929	2012.12.31	54 913 149
Önkéntes Szolgáltatási	7,94%	8,09%	-0,16%	2011.12.31	227 714 270	2012.12.31	281 034 796
Önkéntes LIK_MUK	7,58%	8,09%	-0,52%	2011.12.31	1 064 636 737	2012.12.31	1 234 917 799

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

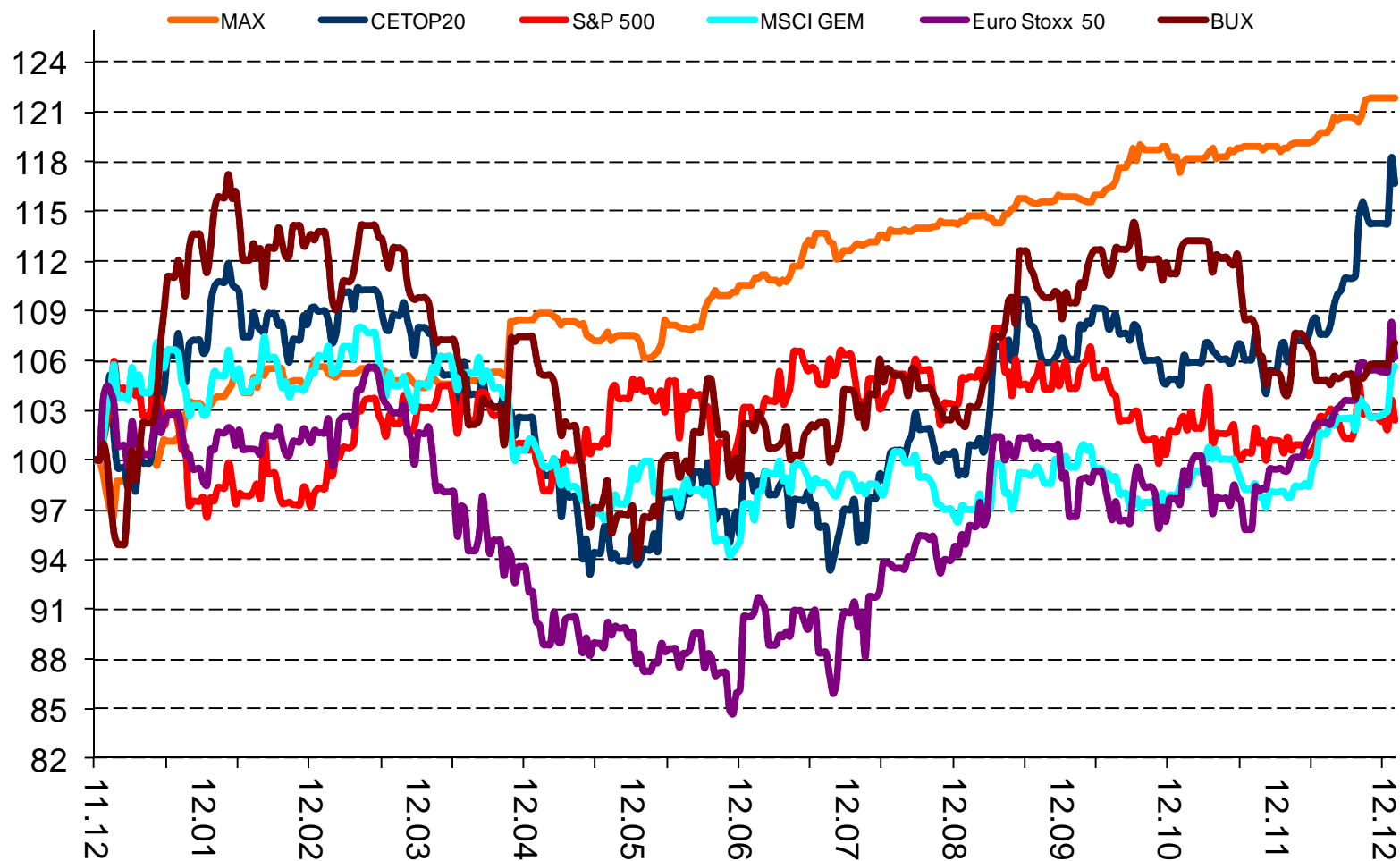
## Főbb indexek alakulása 2012-ben (HUF-ban és saját devizában)



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

## Benchmark indexek teljesítménye

## Főbb indexek alakulása (2011.12.31-2012.12.28, HUF-ban)



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

## Globális trendek I.

### EMU – sterilizált QE, megállapodás az ESM-ről, elmozdulás a mélyebb integráció felé

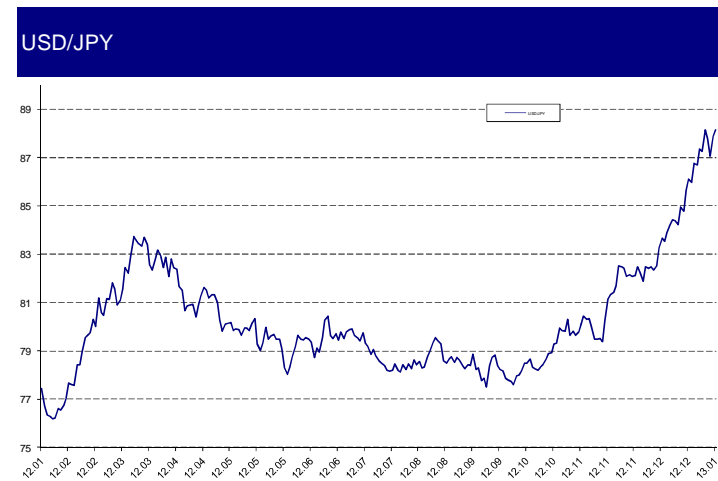
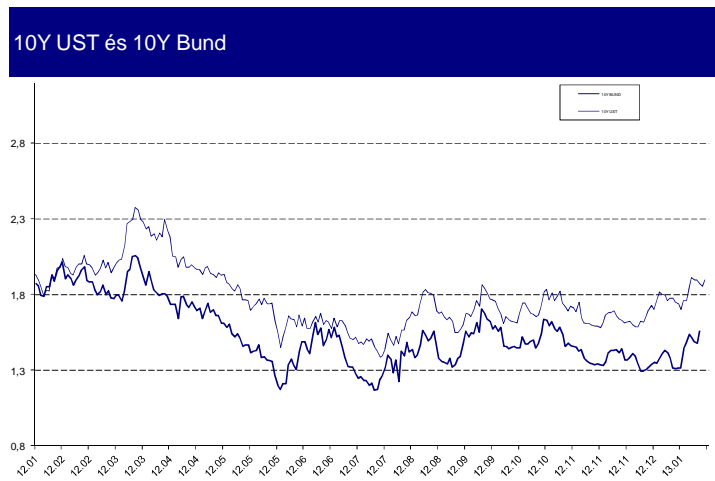
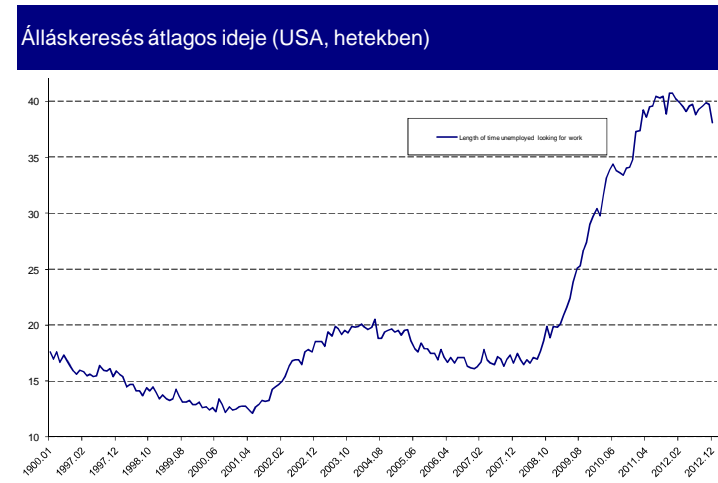
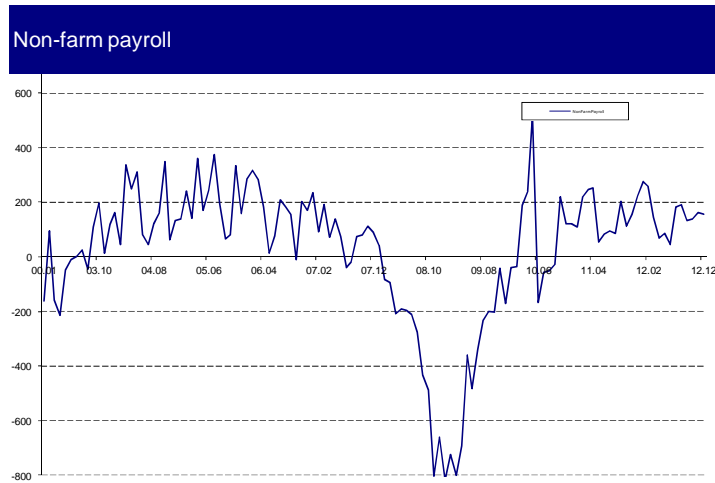
- Az elmúlt időszak egyik legjelentősebb lépése az EKB által bejelentett korlátlan, de sterilizált kötvényvásárlási program, melynek segítségével sikerült stabilizálni a peremországok hozamait fenntartható szinteken. Emellett az ESM minden tagország részéről megkapta a szükséges támogatást, így 2013-tól már komoly eszközrendszer áll majd az európai monetáris vezetés rendelkezésére, hogy a finanszírozásban előforduló problémás helyzeteket megoldja.
- A tagországok komoly előrelépést tettek a további integráció felé, programot fogadtak el, melynek végső célja a közös fiskális, adó és foglalkoztatási politika. A terv az északi (hitelező) államok kezdeményezésére kikötötte, hogy a stabilizáló eszközként bevetett ESM a korábban felhalmozódott rossz eszközöket nem vásárolhatja meg. Azaz a közös európai alapból a közös bankfelügyelet égisze alatt nem lehet majd a privátszektor rossz adósságát szupranacionális adóssággá tenni (nincs FED típusú rossz eszköz felvásárlás).
- A görög adósságválságról átmenetileg elterelődött a figyelem, miután a hellén állam újabb haladékot kapott a fiskális szigorítások megvalósítására. Spanyolország az unióhoz fordult bankrendszere stabilizálása érdekében, ezzel megnyílt az út az EKB előtt, hogy megkezdje a spanyol eszközök felvásárlását is.
- A válságot a német gazdaság sem tudta elkerülni, az ipari termelés változása és a beszerzési indexek romló összképet festettek. A valutaunió minden tagországára vonatkozó Q3-as GDP változás -0,6% volt, Németország esetében +0,9%, de a negyedik negyedévre már mérsékeltebb adatot várunk itt is.

## Globális trendek II.

### USA: javuló munkaerőpiac, „fiscal cliff”, Obama újraválasztása, Kína – soft landing

- Obama újraválasztása nem eredményezett gyökeres fordulatot az USA-ban, a korábban elindított gazdasági programok lényegében érintetlenek maradtak, új (protekcionista) elemekkel bővülve. Az általános adókedvezmények megnyirbálásával és a kiadási oldal visszafogásával sikerült elhárítani a fiscal cliff esélyét (a költségvetési ösztönző programok kifutásával járó jelentős gazdasági visszaesés káros hatása). A politikai egyezség azonban csak átmeneti megoldást hozott, így a költségvetési plafon kérdése várakozásaink szerint még 2013 első negyedévében újfent téma lesz a tengerentúlon. Az újraválasztással lényegében eldőlt a FED elnöki székének utódlása is, ami a QE folytatását is előrevetíti, annak ellenére, hogy FED szavazó tagok a foglalkoztatási mutatók javulásával összhangban újfent az exit stratégiákkal kapcsolatban nyilatkoztak.
- Kína elkerülte a sokszerű gazdasági lassulást; a monetáris és fiskális eszközök hatékony kombinációjával sikeresen stabilizálta a GDP-t alacsonyabb szinten (soft landing). A gazdaság növekedésének összetétele azonban nem fenntartható, a beruházások aránya kiemelkedően magas, ennek ingatlanpiaci buborék lehet az eredménye – főleg, hogy a hitelezési tevékenység jelentős része nem az államilag ellenőrzött csatornákon, hanem bankrendszeren kívüli szereplőkön keresztül folyik (szövetkezeti, tröszt hitelezés). Folytatódott a beruházások, tőkebefektetések liberalizációja, a vezetés célul tűzte ki a renminbi övezet kialakítását is.
- Japánban az új vezetés az eddigieknél jóval határozottabb költségvetési és jegybanki politikával akarja kivezetni a szigetállamot az évtizedes stagnálásból. Ez az infláció felpörgetésével, a devizatartalékok egy részének felhasználásával és a jen látványos gyengülésével jár majd. Várakozásaink szerint a japán GDP mindezek ellenére sem tud majd elmozdulni a 0 körüli tartományból.

# Globális trendek III.



## Hazai makrofolyamatok I.

### Kamatcsökkentési trend, teljesített költségvetési mutatók, kiábrándító gazdasági teljesítmény

- A vártan megfelelően gyászos teljesítményt mutatott hazánk a harmadik negyedévben: a GDP 1,5%-kal csökkent, a fogyasztási és beruházási mutatóink töretlenül estek. Külpiaci aktivitásunk a gépjármű-összeszerelő üzemek elindulása után sem emelkedett érdemben a más területeken elszenvedett piacvesztések és leépítések miatt.
- A nem tradicionális eszközök alkalmazásával a költségvetési hiányt sikerült a tervezett mérték alatt tartani. Igaz, hogy ez csak a megemelt célszámmal sikerült, ám ennek oka az önkormányzati adósságállomány jelentős részének beemelése a központi költségvetés hiányába. A pénzforgalmi hiány teljesítése mellett kulcsfontosságú az eredményszemléletű hiánycél elérése is: amennyiben ez sikerül, hazánk kikerülhet az EU túlzott deficit eljárása alól, ami kevésbé szigorú fiskális felügyeletet, azaz a választások előtti évben szélesebb eszközpalettát jelent a kormánynak.
- Emelkedő inflációs mutatók ellenére a Monetáris Tanács folytatta a kamatcsökkentést, 2012 végére így a kéthetes irányadó szint 5,75%-ra csökkent. Az MNB közgazdászai által készített inflációs jelentés ezt a lépéssorozatot csak részben támasztotta alá. A kiábrándító gazdasági teljesítmény miatt kis esélye van ugyan a másodkörös inflációs hatásoknak, de az 5% körül beragadt maginfláció némi aggodalomra adhat okot még gyenge növekedés esetén is, ha figyelembe vesszük, hogy a kormányzat bevételnövelő intézkedései (tranzakciós illeték, bankadó, közműadó) mind gyorsítják a pénzromlás ütemét.



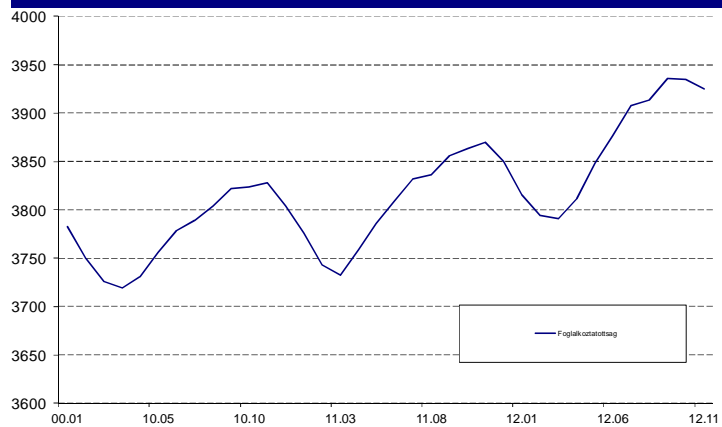
## Hazai makrofolyamatok II.

### Kamatcsökkentési trend, teljesített költségvetési mutatók, kiábrándító gazdasági teljesítmény

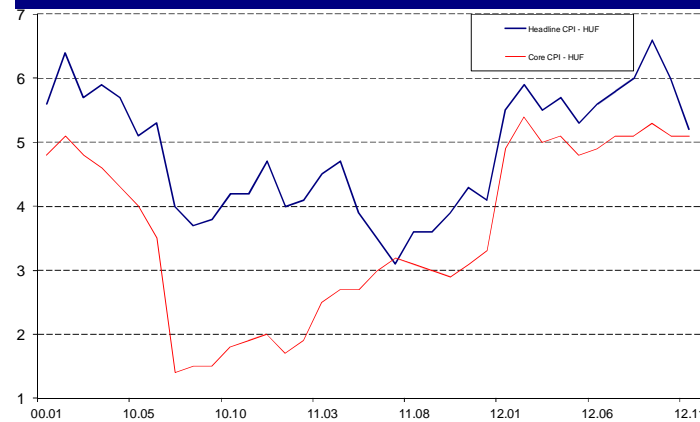
- Az IMF-el folytatott hiteltárgyalásunk eredménytelenül zárult, hazánk 2012-ben nem kapott hitelt a Valutaalaptól. A finanszírozási szükségleteinket a piacról tudtuk fedezni, ami elsősorban a kedvező külgazdasági folyamatoknak, a hatalmas globális likviditásbőség miatt megindult hozamvadászatnak köszönhető. A hitel visszafizetési kockázatunkat jelző CDS mutató komoly elmozdulás után 260 bázispontra esett – ennyi jelenleg az 5 éves EUR denominált magyar adósságpapír kockázati felára.
- A nem hagyományos gazdasági lépések (telekom adó, bankadó, tranzakciós adó, közműadó) és a drasztikus kiadáscsökkentő lépések (TB plafon eltörlése, csökkentett EU projekt társfinanszírozási keret, támogatási programok felülvizsgálata, pedagógus életpálya modell halasztott bevezetése) és a rendkívül gyorsan változó szabályozói környezet komoly növekedési áldozatokkal járt. Feltételezhetjük, hogy a negyedik negyedéves adatok is recessziós környezetről számolnak majd be, és a 2013-as kilátások sem kedvezőek. Feltételezhetjük azonban azt is, hogy a parlamenti választások közeledtével a kormányzat egyszeri intézkedésekkel próbálja serkenteni a gazdaságot – ennek viszont hitelességi deficit lehet az eredménye. A piaci finanszírozás stabilitásának megőrzése érdekében emiatt arra számítunk, hogy az MNB 2013-ban kötvényvásárlásokba kezd – amerikai mintára QE programot indít.

# Hazai makrofolyamatok III.

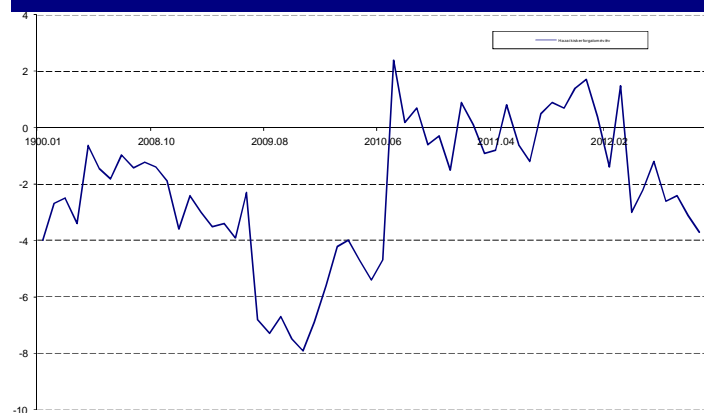
Foglalkoztatottak száma



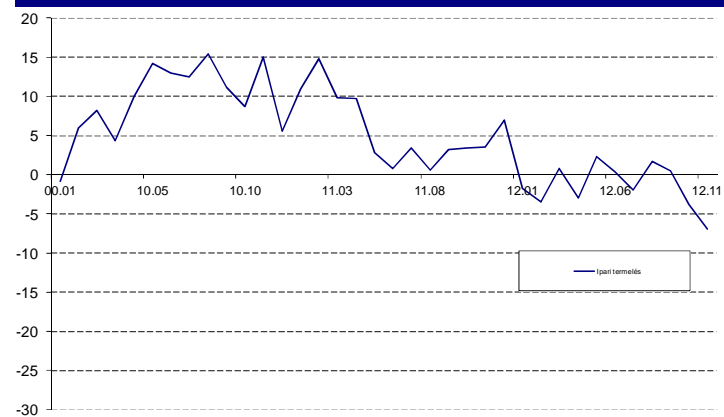
Forint headline és maginfláció alakulása



Hazai kiskereskedelem év/év



Ipari termelés év/év

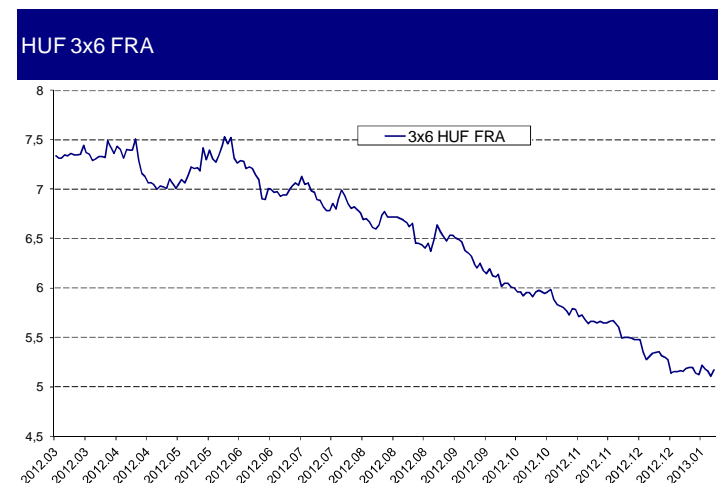
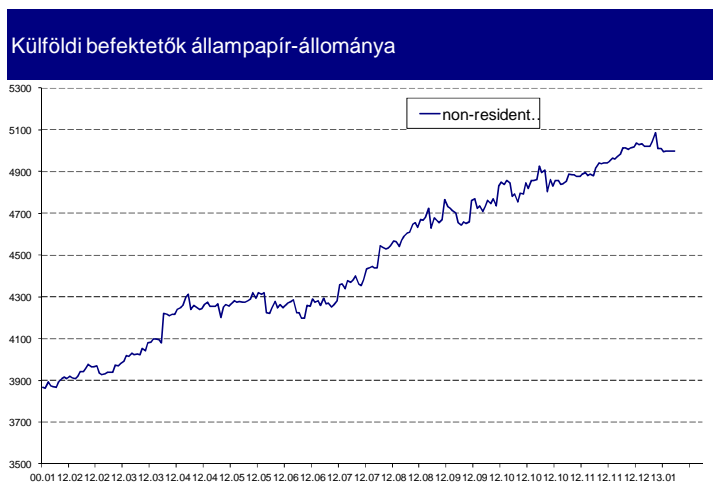
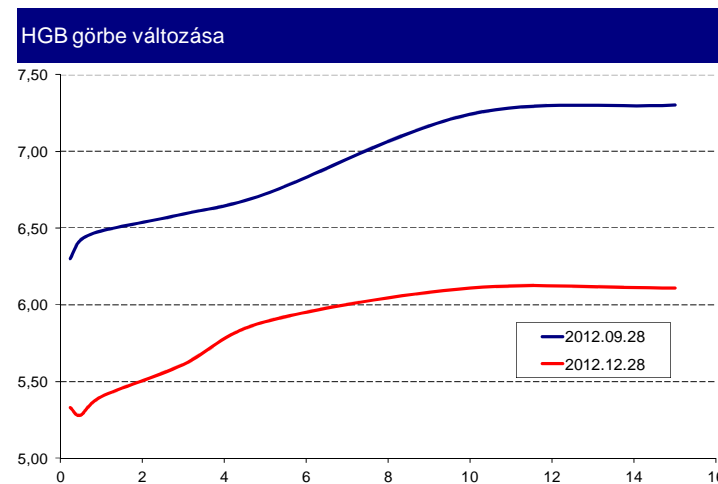
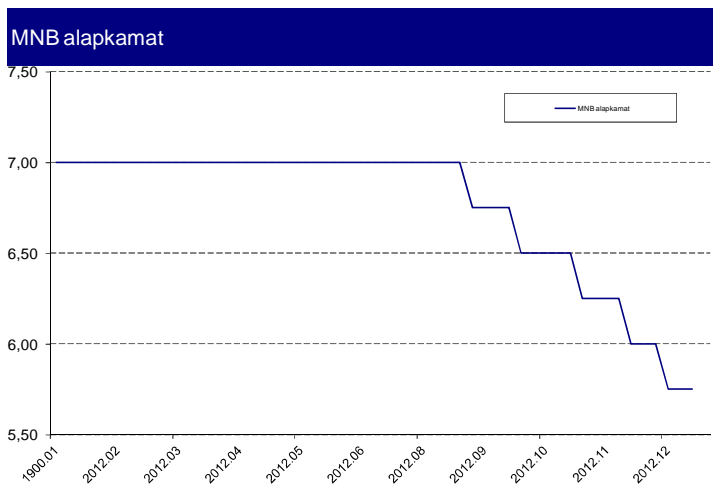


## Hazai állampapír-piaci folyamatok I.

### Folytatódó kamatcsökkentés, emelkedő külföldi állomány

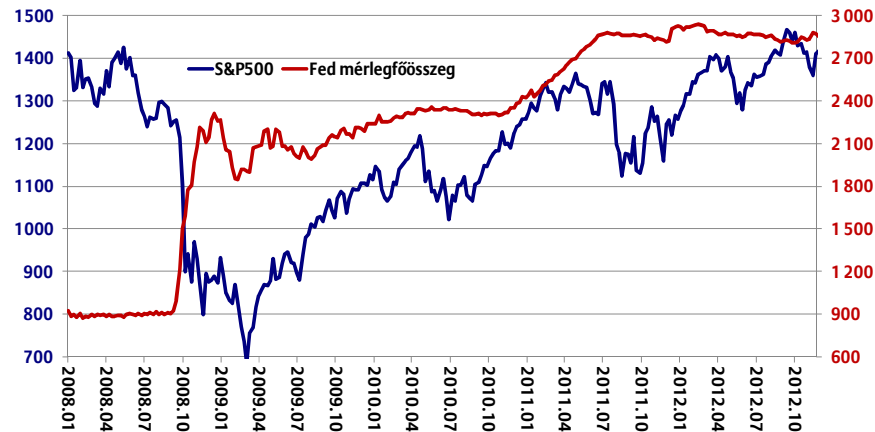
- A bőséges globális likviditás és az ennek nyomán megindult hozamvadászat a hazai állampapírpiacot sem hagyta érintetlenül: befektetői megítélésünk jelentősen javult, a kockázati mérőszámaink (CDS mutató, nominális spread, 5x5 forward spread) mind csökkenni tudtak. A külföldi befektetők kezében lévő állampapír állomány a negyedik negyedév végére meghaladta az 5000 milliárd forintot, ami negyedéves viszonylatban 5% feletti bővülést jelent. A külföldi befektetők állampapír állománya ezzel elérte a piacon lévő mennyiség 45%-át. A befektetői aktivitás jellemzően a görbe rövidebb terminjeit érintette, így a teljes állományra vonatkozó átlagos hátralévő futamidő 3,76 évre csökkent. A finanszírozásban betöltött egyre növekvő arány és a rövidülő átlagállomány némi aggodalomra adhat okot, egy esetleges piaci korrekció esetén a hosszabb lejáratoknál központi beavatkozást tehet szükségessé.
- Az IMF hiteltárgyalásokkal párhuzamosan – azt nem kiváltandó – az ÁKK PEMÁK néven EUR floater lakossági kibocsátási programot indított el komoly sikerrel. A beszámoló írásakor a piacon lévő állomány elérte a 200 millió EUR-t.
- Az utolsó negyedév során az ÁKK rendre túljegyzéssel bonyolította le a kibocsátásokat, erős külföldi érdeklődés és a hazai szereplők viszonylag stabil vételi érdeklődésének köszönhetően a másodpiaci hozamszintek 80-100 bázispontos csökkenéssel zárták az utolsó három hónapot.
- A rövid kamatokra vonatkozó befektetői várakozások (FRA jegyzések, forward jegyzés implicit kamattartalom) újabb 75-100 bázispontos kamatcsökkentést mutatnak, amire a jelenlegi folyamatokat alapul véve komoly esélyt látunk – annak ellenére, hogy ezzel gyakorlatilag 0 szintre csökken a hazai reálkamat.

# Hazai állampapír-piaci folyamatok II.



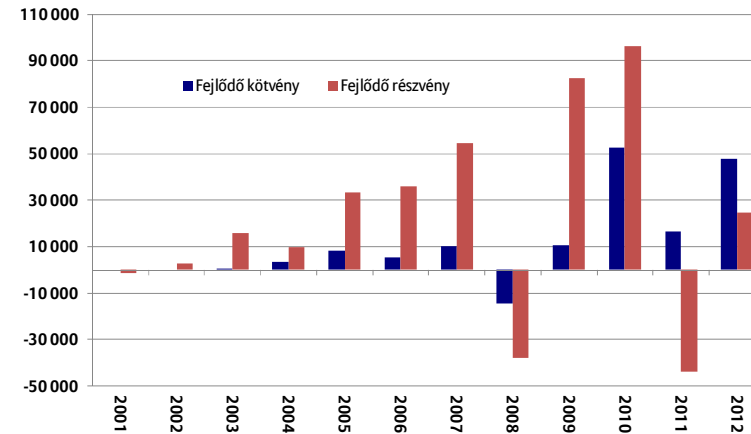
# Részvénypiacok - nemzetközi kockázatvadászat

S&P500 és Fed mérlegfőösszeg



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

Fejlődő piacokra történő nettó tőkeáramlás (USDm)

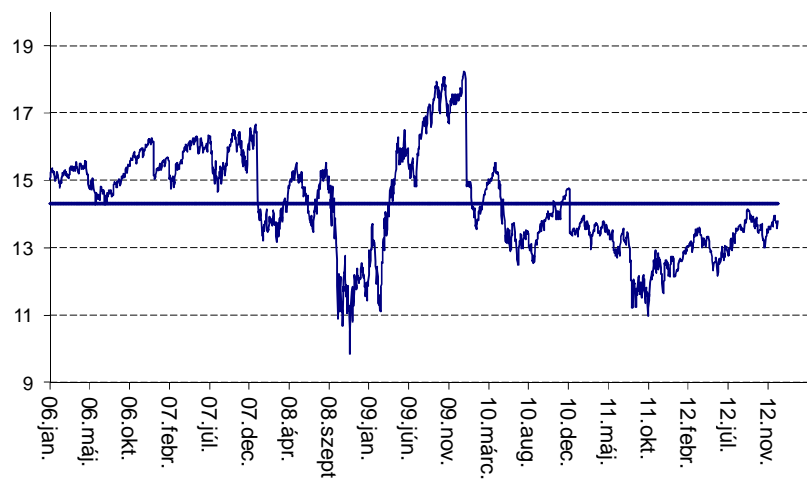


Forrás: EPFR, Allianz Alapkezelő

- Elsősorban a tovább bővülő globális likviditásnak köszönhetően – a szokásos májusi pániktól eltekintve – 2012-ben folytatódott a pozitív hangulat a tőkepiacokon. A globális likviditási „torta” oly mértékben nőtt tovább elsősorban az ultra laza Fed-nek (és a kedvezőtlen munkaerő-piaci adatoknak) köszönhetően, hogy a részvénytőkepiacok árazása még úgy is viszonylag magas szinten tudott maradni, hogy a fejlett részvényekre jutó likviditási „tortaszélet” 2012-ben is csökkent. Nagyságrendekkel több tőke áramlott a fejlett kötvényalapokba, mint a fejlett részvényalapokba, zsinórban immár ötödik éve. A fejlődő piaci részvényalapok viszont 2010-hez hasonlóan ismét fürdöztek a friss tőkében.

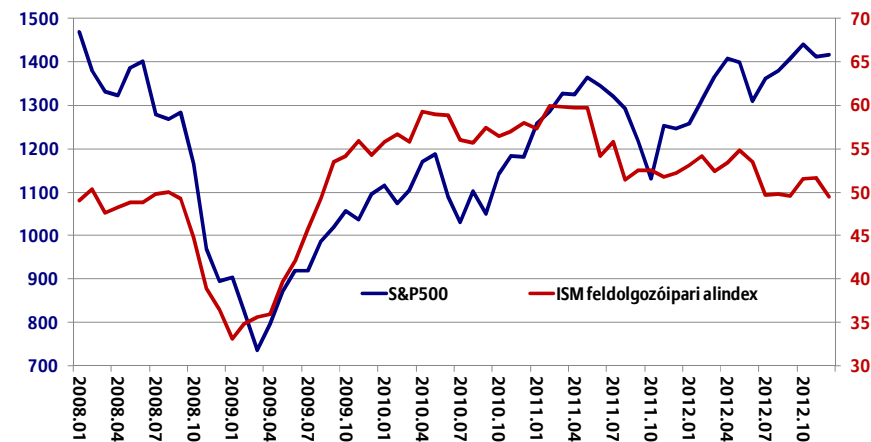
## S&P500: még mindig erős, de már nem az első

### S&P előretekintő P/E



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

### S&P500 és ISM feldolgozóipari alindex

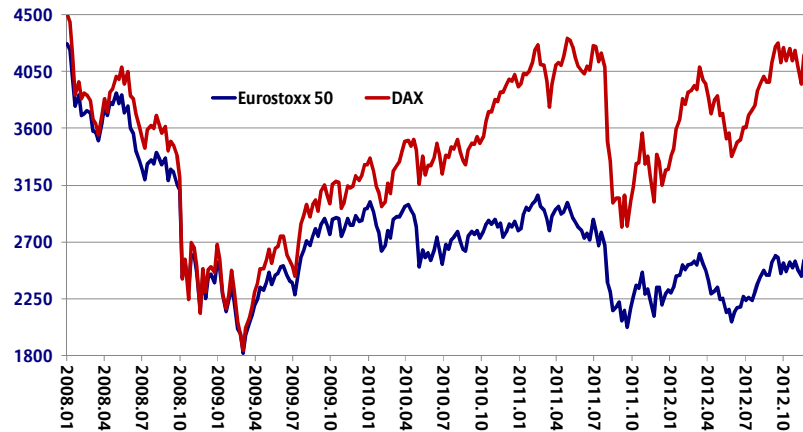


Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

- Az USA-ban átmenetileg elkerülték a döntéshozók a költségvetés drasztikus, automatikus szigorítását, ami minden bizonnyal recesszióba taszíthatta volna az USA-t, de februárban jöhet az adósságlafon-emelés körüli vita.
- A Fed az év során többször hangsúlyozta, hogy a munkaerőpiac strukturális gyengesége miatt vélhetően sokáig fenntartja a ZIRP-et és további QE jellegű megoldások jöhetnek, amíg a munkanélküliség el nem éri a Fed által kitűzött 6,5%-os célt.
- Az amerikai vállalatok egyre romló árbevételekről számoltak be, viszont az EPS-eket hatékonyság növeléssel még mindig relatíve magas szinten tudták tartani.
- A múltbeli átlagához ezért egyelőre inkább a pénznyomtatás és az arra vonatkozó várakozások húzták vissza az előretekintő P/E rátát, semmint a valamelyest csökkenő átlagos EPS várakozások, holott erre többek között a csökkenő ISM és egyéb előrejelző indikátorok alapján már óvatosan lehetne volna következtetni.

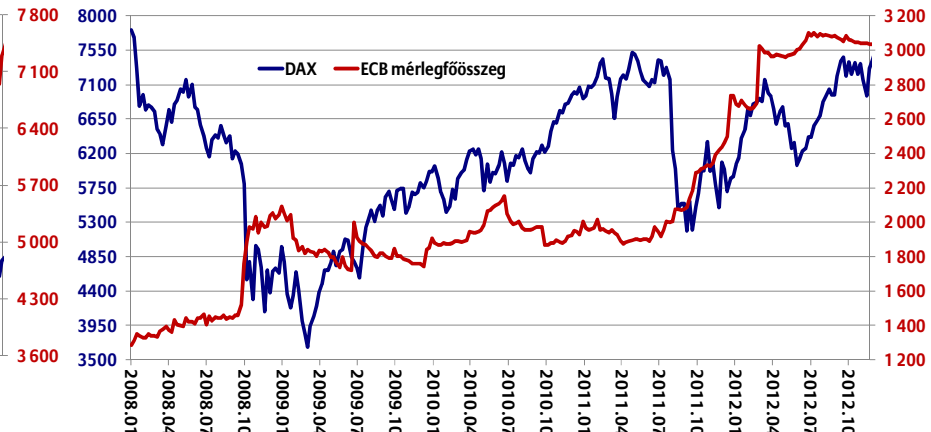
# DAX: az Eurózána egyben tartásának fő nyertese

DAX és Eurostoxx50



Forrás: Bloomberg, AllianzAlapkezelő

DAX és ECB mérlegfőösszeg

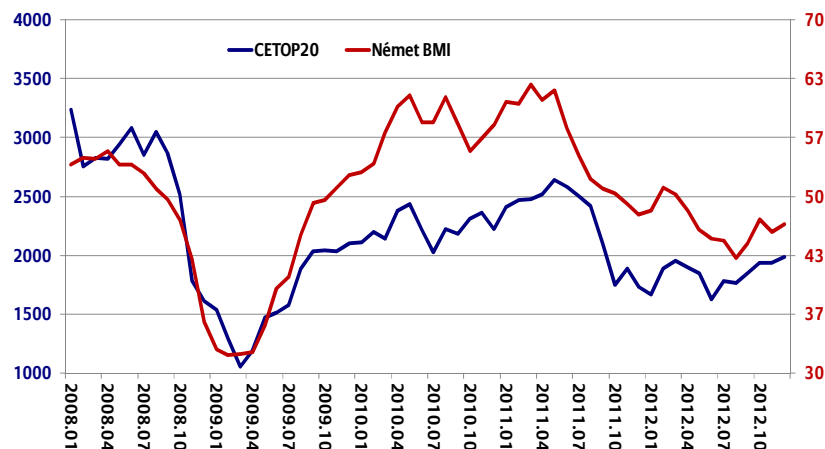


Forrás: Bloomberg, AllianzAlapkezelő

- Az Eurózána szétesésének kockázata időlegesen jelentősen csökkent elsősorban az ECB-nek köszönhetően, de még nagyon komoly reformokkal kell szembenéznie a deviza-közösségnek, illetve a Zónán kívüli EU tagországoknak (pl. Magyarország csatlakozása a közös bankfelügyelethez).
- Ennek a folyamatnak a fő haszonélvezője a DAX index (+29%) volt, miközben az Eurostoxx 50 indexet még mindig aránylag alacsony szinten tartotta a periféria országokban tapasztalt tartós recesszió. A 2009 tavaszán látott lokális mélypontjához képest a DAX közel kétszerezte magát, míg az Eurostoxx 50 csak 25%-ot emelkedett. A DAX sikerének másik titka a német gazdaság hatékonysága és a munkaerőpiac rugalmassága mellett az volt, hogy a DAX kosárban szereplő vállalatok jelentős kitétséggel bírnak a még mindig 4-7%-os GDP növekedést felmutatni képes fejlődő piaci régióra.

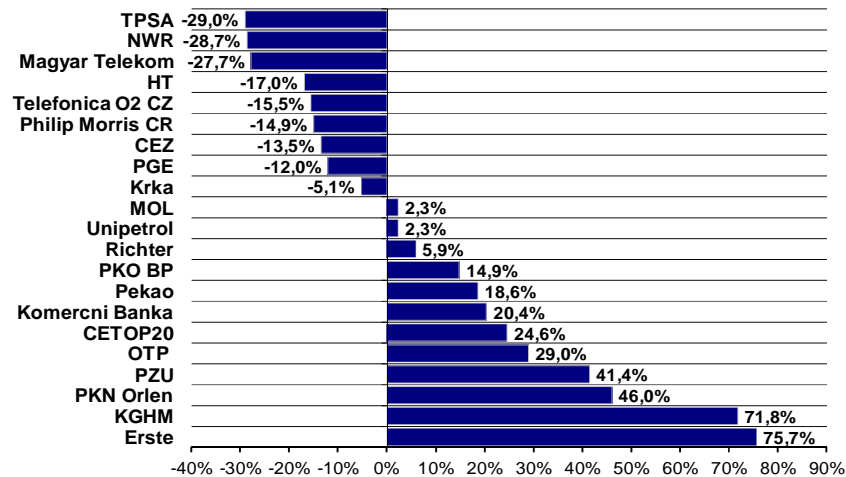
# CETOP20: nyomott szintről szép teljesítmény

CETOP20 és német BMI



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

CETOP20 tagok teljesítménye 2012-ben



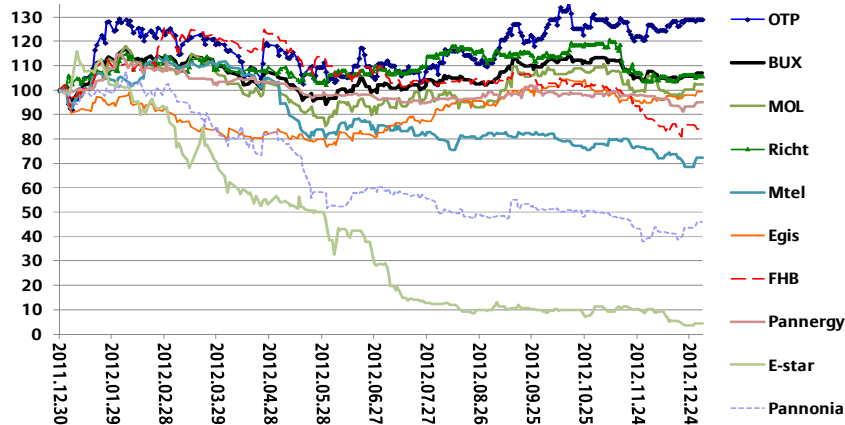
Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

- Nagyon jó teljesítményt mutatott a korábbi évek lemaradását „behozó” CETOP20 index, de a forint erősödése miatt még ez az index is alulmúlta a hozamvadászok egyik nagy kedvencének számító MAX indexet.
- Az NWR-t és a MOL-t kivéve az összes magas bétájú CETOP20 kosár tag vaskos kétszámjegyű hozamokat hozott az Erste (+76%) és a KGHM (+72%) vezényletével, de a PKN és a PZU 40% feletti emelkedései is figyelemre méltóak. A jó hangulat és az osztalékvágások miatt a defenzív távközlési szektortól Európa szerte elfordultak a befektetők, ezért régióinkban is rendre negatív kétszámjegyű hozamokat láthattunk ebben a szektorban. Az áramszolgáltatókat sem kedvelték a befektetési döntéshozók.

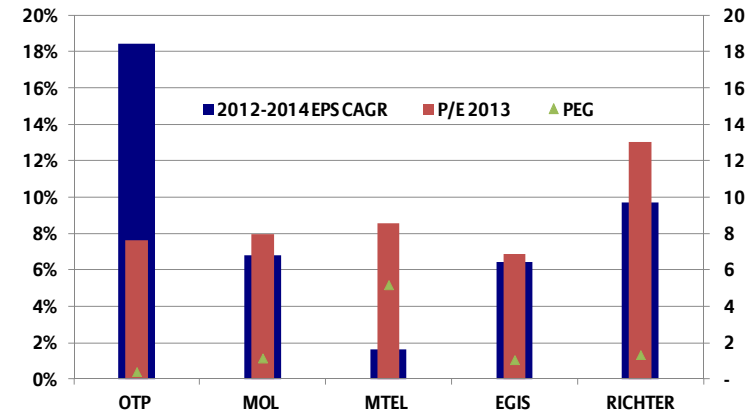


# BUX: értékcsapdának bizonyult a magyar részvények többsége

Főbb magyar részvények teljesítménye 2012-ben



Magyar blue chippek P/E szorzói és várható EPS növekedése



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

- Saját devizában nézve, a BUX index (+7%) teljesített messze a leggyengébben a portfóliók által követett részvényindexek közül. Forintban nézve viszont már a magyar részvényt piac volt a CETOP20 után a legerősebb, mert a nagy külföldi részvényindexek kitűnő teljesítményét „elvitte” a forint erősödése.
- Azon érték-alapú befektetőknek, akik pusztán a nyomott szorzók (pl. P/E) alapján vásároltak az egyes magyar részvényekből (nem voltak sokan) többnyire inkább csalódnuk kellett, az OTP befektetőket kivéve. 2012-ben a magyar részvényt piacon inkább értékelési csapdákat találhattunk, semmint égbekiáltó vételi lehetőségeket. Ennek elsődleges oka a BUX kosárban lévő részvények többségére egyre nagyobb terhet kirovó magyar gazdaságpolitika volt.
- A sorozatos költségvetési kiigazításokat és az EU/IMF megállapodás hiányának hatását időbe telt mire mikro,- és makrogazdasági szinten is megemésztette a piac, de év végére kikristályosodott, hogy a nagyobb magyar részvényekre ható intézkedések eredője mélyen negatív és tartósan negatív marad. Ezért érthető módon a magyar piac látványosan alulteljesítette a régiós piacokat.

## Részvénypiaci kilátások/kockázatok

Ha a növekedési várakozásokat képes lenne „szállítani” a három nagy világgazdasági blokk, akkor a fejlett kötvénypiac helyett öt év után a fejlett részvénypiacokat is megtalálhatja a várhatóan továbbra is bőséges globális likviditás (jegybanksi „exitekre” még nem számítunk). Ennek következményeképpen az előretekintő szorzók bőven historikus átlaguk fölé is lőhetnek, majd ezt követheti lassan az EPS-ek emelkedése is. Ez a legoptimistább forgatókönyv, ami csak akkor valósulhat meg, ha nem következnek be az alábbi, alacsony egyszámjegű valószínűséggel bíró alábbi kockázati események:

1. Az amerikai költségvetési „szakadékot” sikerült ugyan arrébb tolni, de vajon létrejönnek-e megint az utolsó pillanatos megállapodások az adósságplafonnal kapcsolatban? (Véleményünk szerint max. 5% az esélye, hogy nem.) A február-március hónapok mindenesetre újból sok izgalmat tartogatnak majd, de a piacok vélhetően kikényszerítik majd a megállapodást.
2. Nem zárható ki teljesen, hogy a görög megszorítások miatt idővel elpattan a céna a lakosságnál, és megválasztják azt a populista szélsőbal kormányt, aki választási ígéretéhez híven, kilép az Euró-zónából, ami bankpánikot generál Európa szerte.
3. A Közel-Keleti geopolitikai kockázatok sem mérséklődtek érdemben 2012-ben, kis eséllyel ez a bomba is robbanhat 2013-ban.
4. A kínai árnyék-bankrendszer a várakozásoknál hamarabb, már 2013-ben elszenved egy credit crunch-ot. Ez megijesztheti a piacokat, de Kína belső finanszírozása, így könnyen túlélne a válságot.

## E-Star

---

- Egyelőre még nem teljes körűen tisztázott külső és belső körülmények hatására az E-Star 2012-ben komoly likviditási problémával került szembe. A helyzet olyan súlyos volt, hogy a Társaság nem fizette ki sem a 2012/A kötvények lejáratát, sem a 2016/C kötvények esedékes kuponját. Az túlzott eladósodást külső forrás bevonásával, illetve a kötvények diszkont értéken történő visszavásárlásával próbálta meg kezelni a cég.
- Az E-Star Nyrt. leányvállalata, az E-Star Esco Kft. novemberben és decemberben tőzsdei aukciókat tartott a kötvények visszavásárlására. A vagyongazdálkodásunkban lévő kötvényekkel 61%-os bruttó árfolyamon vettünk részt mindkét aukción, de ajánlataink nem kerültek elfogadásra, mivel az E-Star által elfogadott legmagasabb bruttó árfolyam 26% volt.
- December 8-án a Társaság bejelentette, hogy csődeljárás lefolytatása iránti kérelmet nyújtott be az illetékes Törvényszékre, melynek kapcsán a Társaságot a Törvényszék további döntéséig ideiglenes fizetési haladékban részesítette. A kérelem benyújtásának oka, hogy az E-Star nem tudott határidőben eleget tenni fizetési kötelezettségeinek, a hitelezők felszámolási eljárás megindítására vonatkozó joga pedig időközben megnyílt.
- A csődvédelem alatt 120 napig a céggel szemben semmilyen követelést nem lehet érvényesíteni. A moratórium ideje alatt a vállalatnak a hitelezőkkel egy reorganizációs tervben kell megállapodásra jutni.
- A csődegyezségi tárgyaláson való részvételhez a hitelezői igényeket 2013. január 11-ig kellett bejelenteni. Ezt az Alapkezelő segítségével már minden Ügyfelünk decemberben megtette, így jogosultak a február 4-i csődegyezségi tárgyaláson való részvételre.
- Amennyiben a csődvédelem végső határidejéig nem sikerül a reorganizációs tervet elfogadni, sikertelenné nyilvánítják a csődeljárást és következik a felszámolás.
- A kialakult helyzetre való tekintettel az eddigi gyakorlatnak megfelelően a Vagyonkezelő és a Pénztár között e tárgyban szoros kapcsolattartás és rendszeres egyeztetés ajánlott, különös tekintettel a csődegyezségen, illetve az azt megelőző esetleges tárgyalásokon való részvételre.