

Vagyonkezelői beszámoló az Allianz Hungária Nyugdíjpénztár részére 2014

Budapest, 2015. január 14.

Allianz 

Portfólió teljesítmény

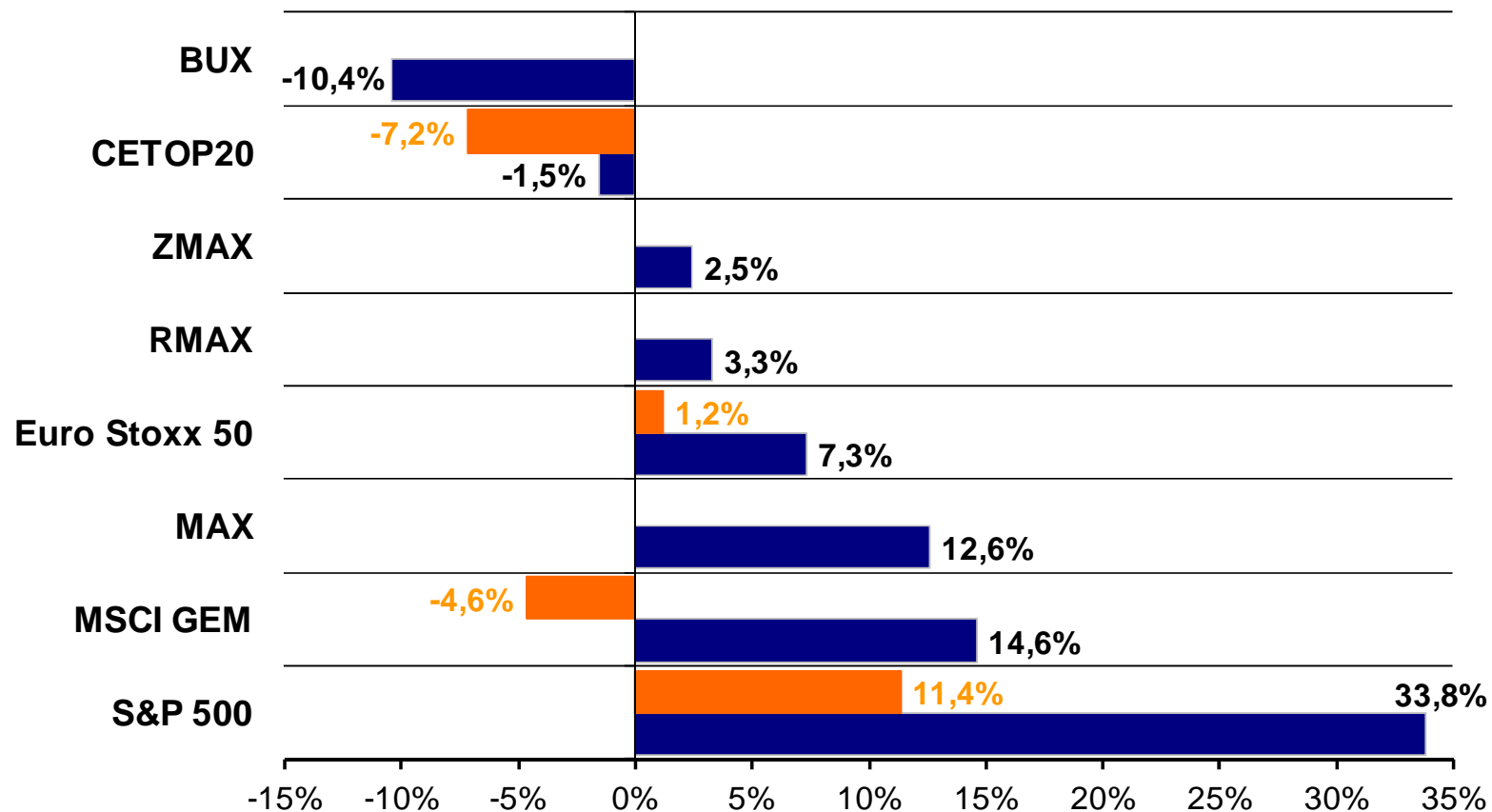
Portfóliók teljesítménye 2013.12.31-től 2014.12.31-ig

Portfóliókezelte alapok	Portfóliókezelői bruttó hozam	Benchmark hozam	Alul / Felül teljesítés	Kezdő dátum	Kezdő vagyon	Záró dátum	Záró vagyon
Önkéntes Klasszikus	2,90%	2,46%	0,44%	2013.12.31	9 216 289 184	2014.12.31	9 441 935 447
Önkéntes Kiegyensúlyozott	11,86%	11,26%	0,60%	2013.12.31	112 695 306 197	2014.12.31	130 983 286 279
Önkéntes Középutas	1,98%	2,06%	-0,08%	2013.12.31	3 935 607 129	2014.04.01	0
Önkéntes Növekedési	11,98%	10,69%	1,28%	2013.12.31	6 822 705 578	2014.12.31	8 657 307 786
Önkéntes Kockázatvállaló	12,89%	9,68%	3,21%	2013.12.31	2 053 267 917	2014.12.31	2 550 466 587
Önkéntes Független	2,37%	2,46%	-0,09%	2013.12.31	175 079 272	2014.12.31	23 205 711
Önkéntes Szolgáltatási	2,50%	2,46%	0,05%	2013.12.31	287 078 167	2014.12.31	244 663 694
Önkéntes Életjáradék	9,42%	9,61%	-0,18%	2014.04.01	94 277 696	2014.12.31	115 395 383
Önkéntes LIK_MUK	3,35%	3,75%	-0,40%	2013.12.31	1 282 476 519	2014.12.31	1 579 904 925

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

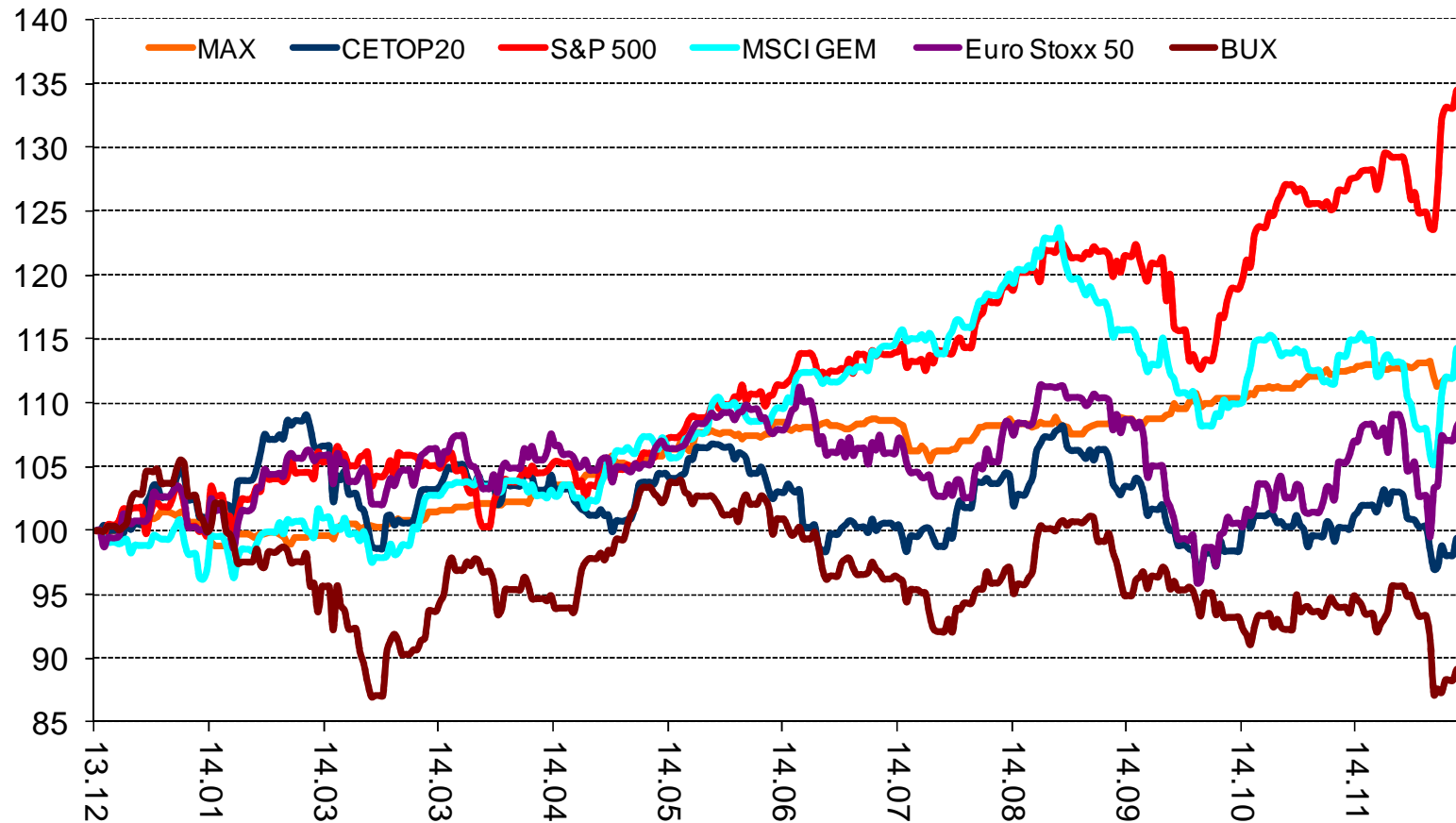
Főbb indexek alakulása 2014 (HUF-ban és saját devizában)



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 „felfelé” 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

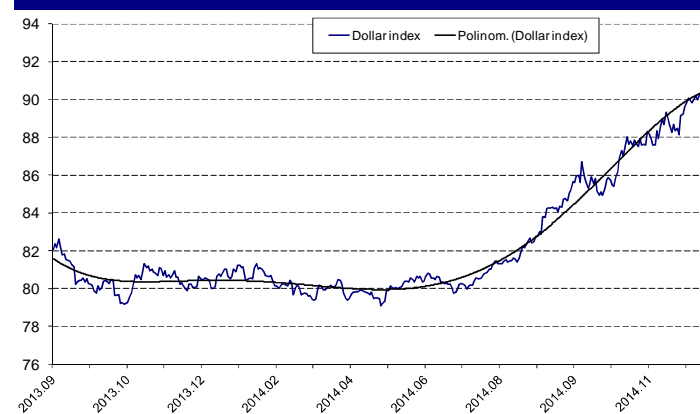
- Az Európai Unió gazdasági sokkal visszafogottabb gazdasági növekedést produkált az év utolsó negyedében: a teljes monetáris blokkra vonatkozó gazdasági bővülés 0,2% lett, ennek jelentős részét a kormányzati beruházás adta (a magánszektor itt is jelentős mínuszt kontributált az összértékhez). Érdekes 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 elkészerítő, 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.

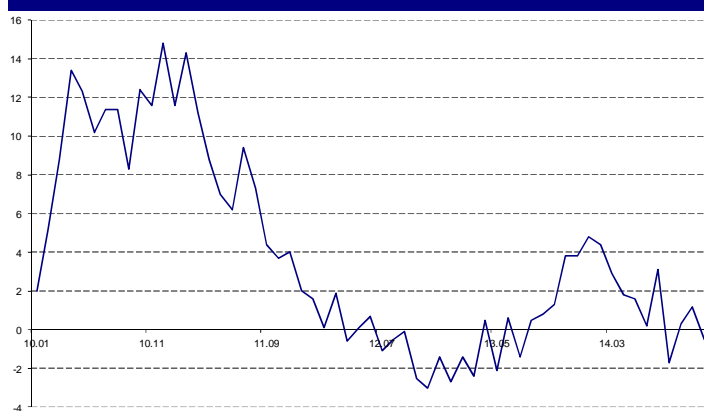
Olaj (USD/hordó)



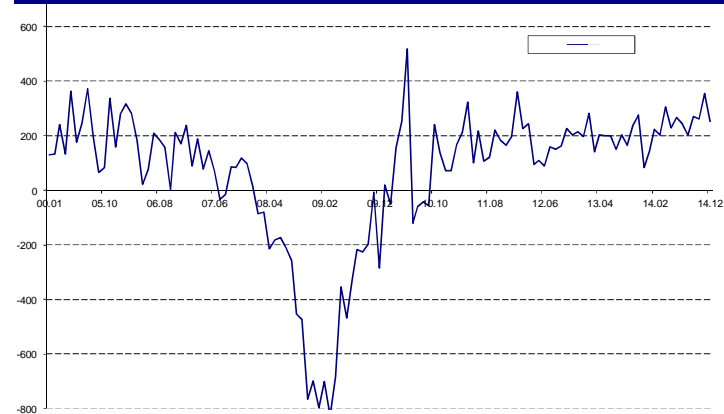
Dollár index (USD vs 6 major world currencies)



Német ipari termelés év/év



Non-farm payroll

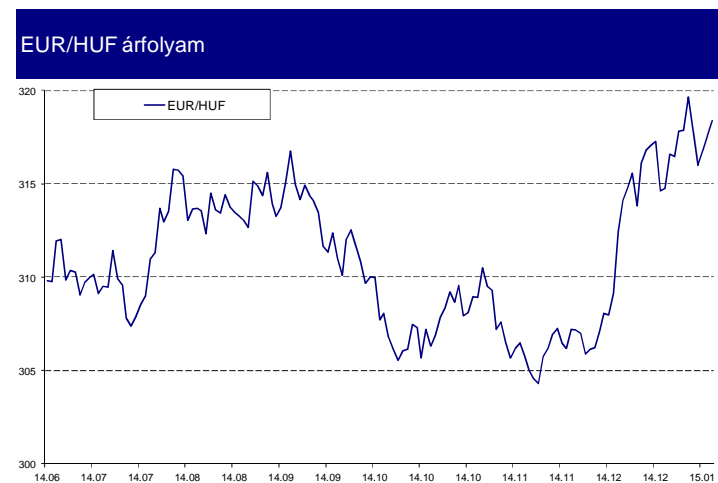
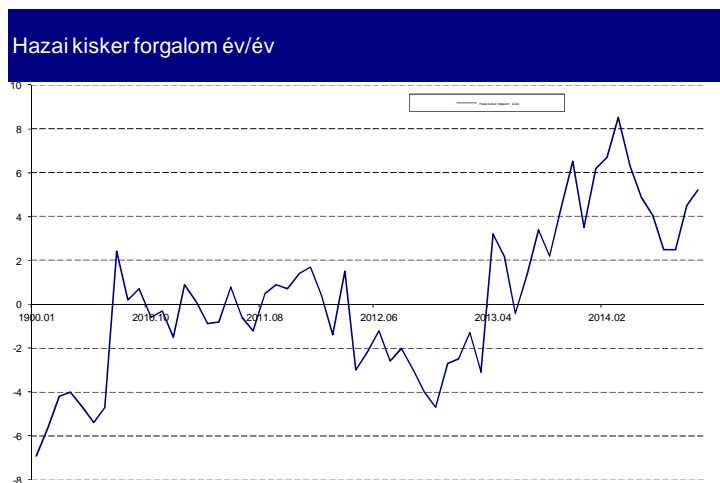
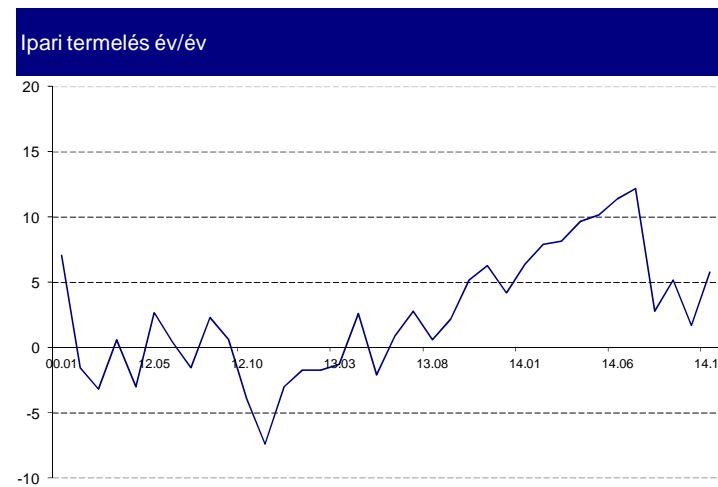
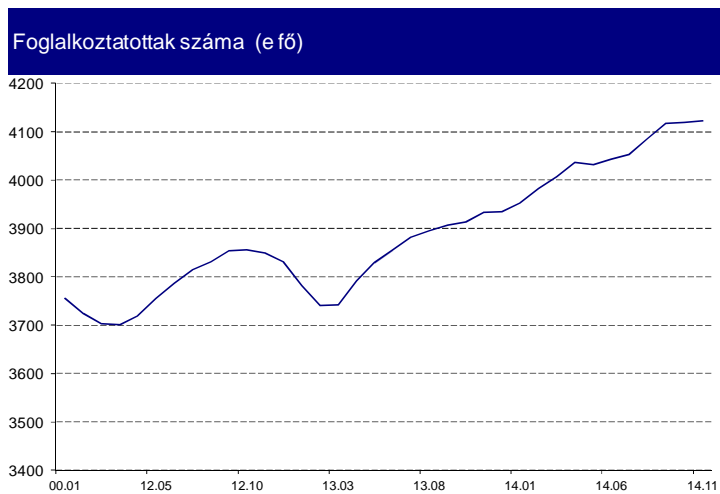


Hazai makrofolyamatok I.

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 oldalon szembetűnő 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 korrigálva 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.

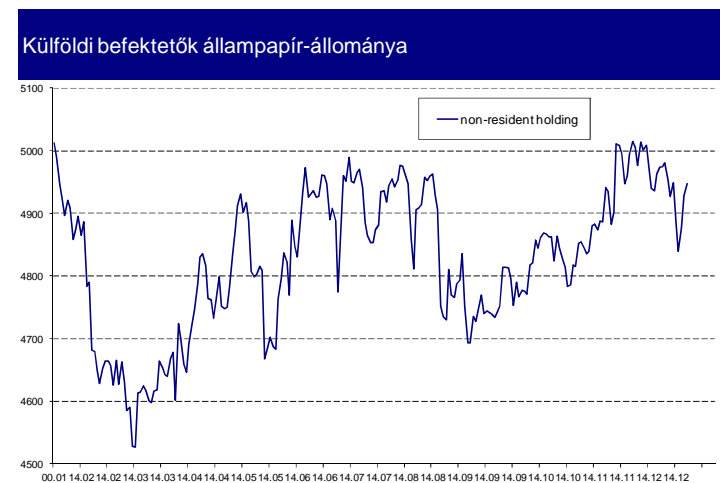
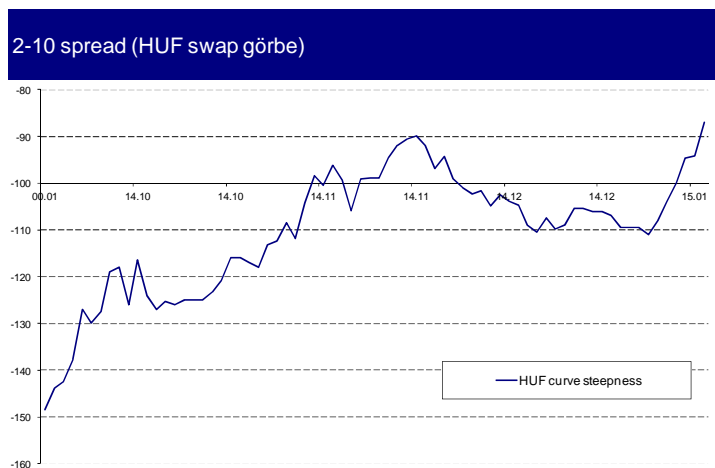
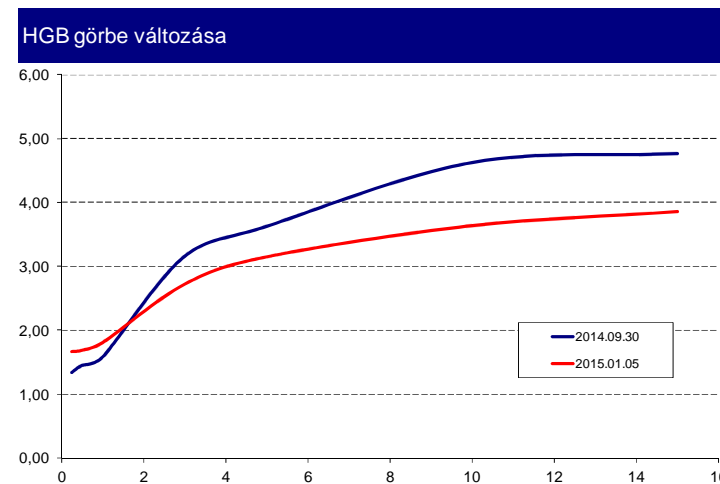
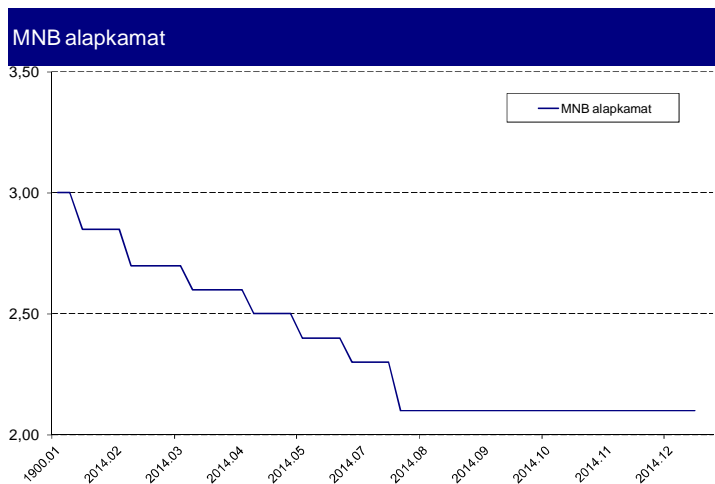


Hazai állampapír-piaci folyamatok I.

Laposodó hozamgörbe, lassan csillapodó likviditásbőség

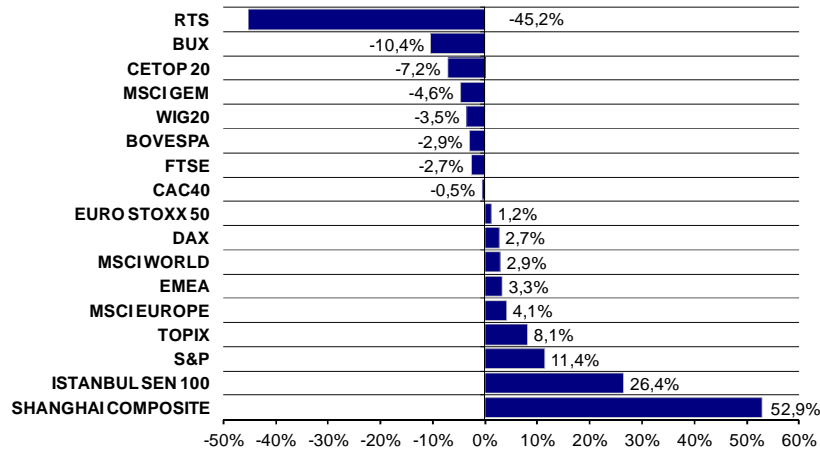
- A negyedik negyedévben már kifutóban volt a kéthetes MNB betét megszűnésének hatása, ez valamelyest normalizálta a rövid oldal hozamait. Az ÁKK meglehetősen határozott switch aukciós terveinek és visszavásárlási programjának köszönhetően a MAX index duration-je jelentősen hosszabbodott. Ez a két faktor – 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 transferek, 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)

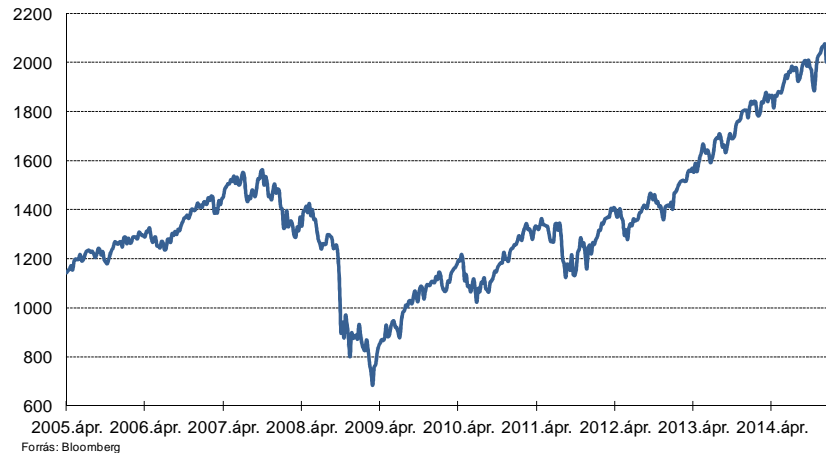


Forrás: Bloomberg

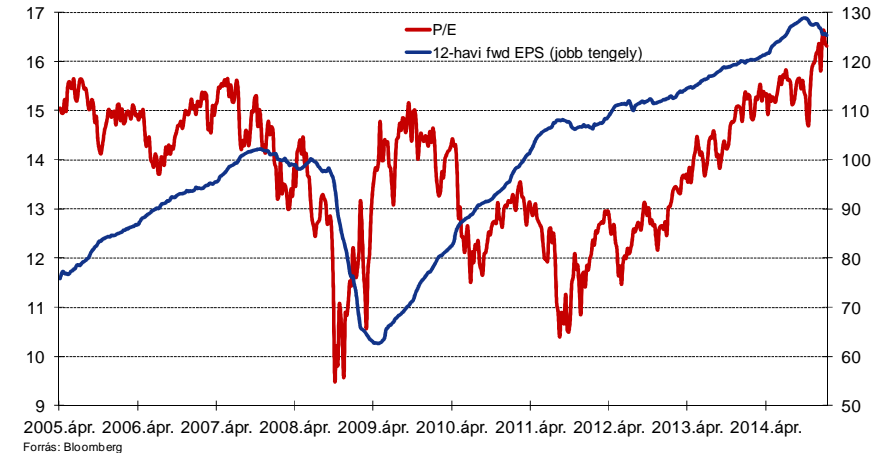
- Ismét egy eseménydús évet tudhatunk magunk mögött. Az első hónapokban még a török líra zuhanása, az orosz-ukrán harci cselekmények, a „FED tapering” és a kínai gazdaság lassulása keltette a turbulenciát. Ezt követően az ISIS térnyerése, a portugál bankrendszer körüli csődvészély és a skót függetlenségi 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



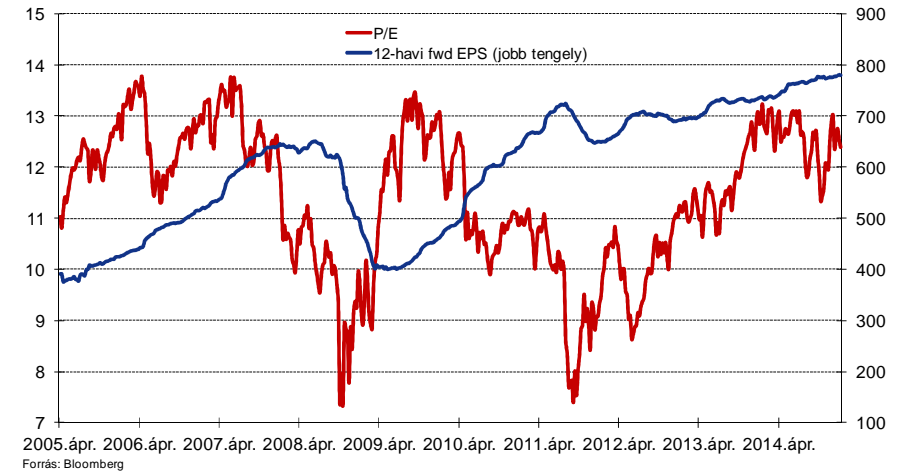
- Az amerikai gazdaság 2014 során a legtöbb fronton a fellendülés jeleit mutatta. Robosztus GDP növekedés, csökkenő munkanélküliség, növekvő fogyasztás és lakossági bizalom, valamint sorozatosan várt feletti eredményeket felmutató vállalati szektor jellemezték a világ legnagyobb gazdaságát. Mindez jól 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 józanságot 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



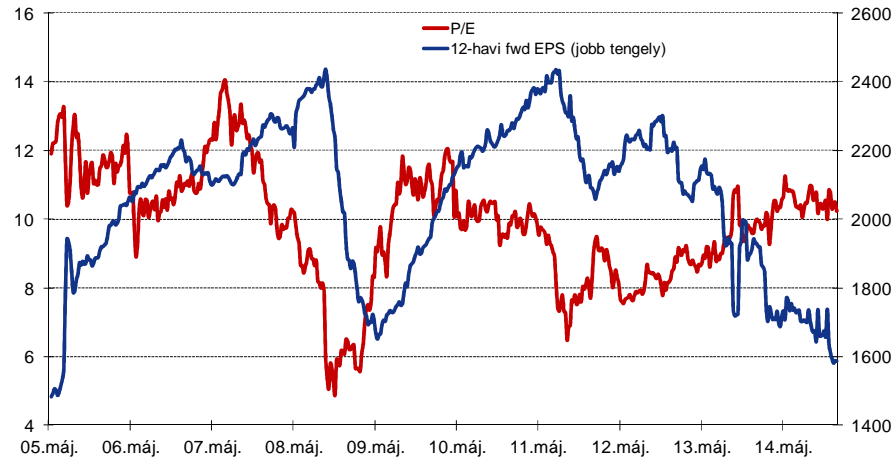
DAX index EPS várakozás és P/E



- 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 értékelttségére. 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 vízváltást jelenthetnek az eurózóna életében, így kiemelt figyelmet érdemelnek majd.

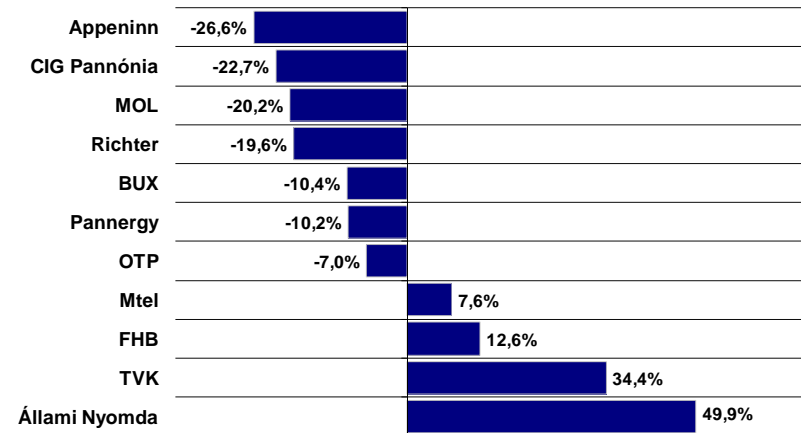
BUX: nem a magyar részvények éve volt 2014

BUX index EPS várakozás és P/E



Forrás: Bloomberg

Főbb magyar részvények teljesítménye 2014

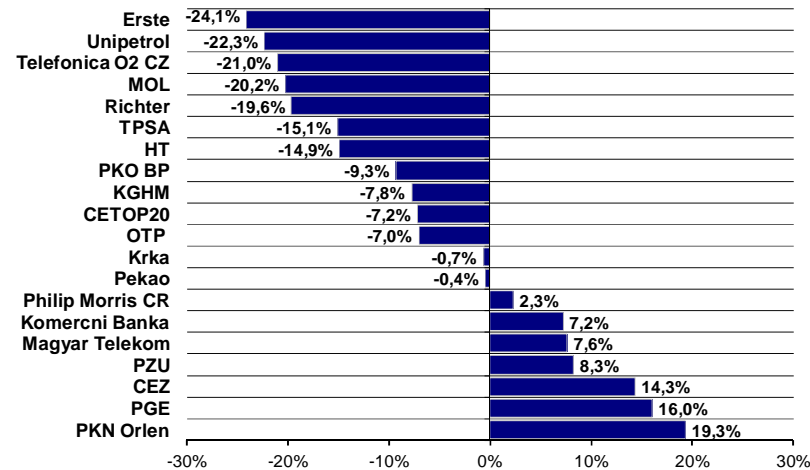


Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

- A hazai részvénypiac 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 oroszlánrésze 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 tetet 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 szökött, 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

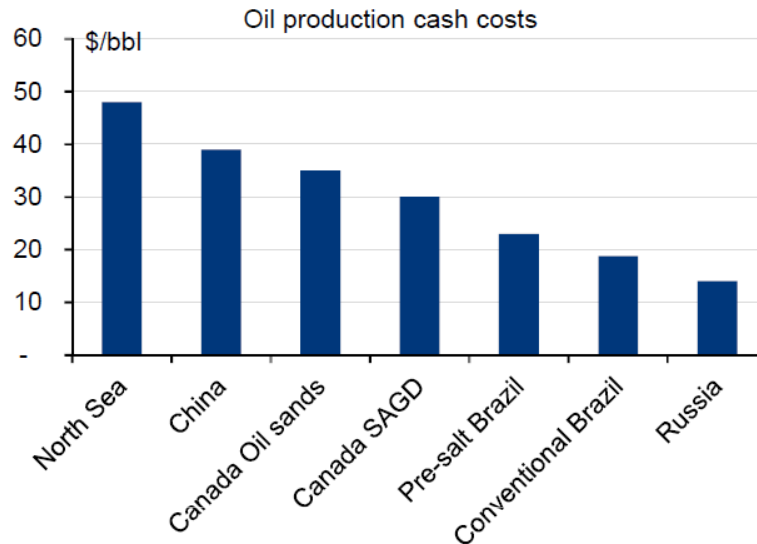
CETOP20 tagok teljesítménye 2014



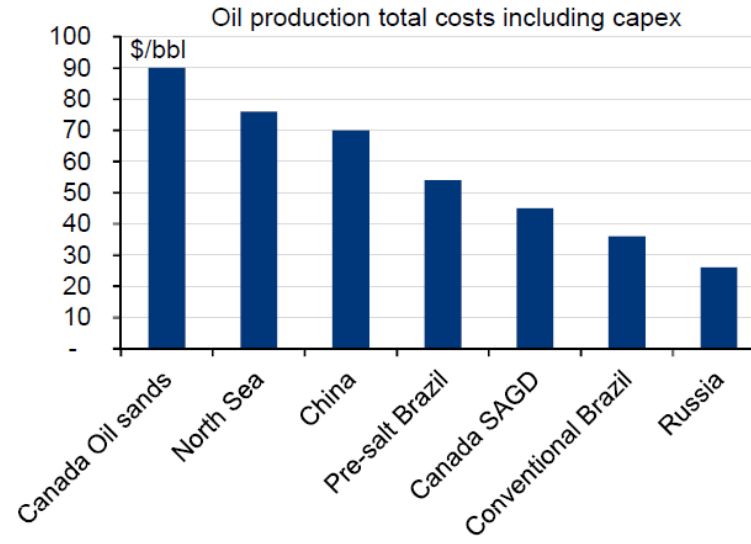
Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

- 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 vagyonkezelők.
- 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 részvényt piacok 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 kitettséggel 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 kipréselni. Rövid távon tehát az üzembezárási 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 ez év második felében következhet majd be.

Hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok minősítése

Alacsony minősítésű hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok portfóliónként 2014.12.31-én

Alacsony minősítésű hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok 2014.12.31-én			
Portfólió	Értékpapír megnevezése	Névérték	Minősítés oka
Önkéntes Kiegyensúlyozott	FJ15NF01	299 280 000	A hitel/betét arány elfogadható szint feletti, illetve a nemteljesítő hitelek fedezettségének nem megfelelő értéke
Önkéntes Kiegyensúlyozott	FJ15NF03	104 860 000	
Önkéntes Kiegyensúlyozott	FJ17NF01	1 967 180 000	
Önkéntes Kiegyensúlyozott	FK15NF01	1 632 740 000	
Önkéntes Növekedési	FJ15NF01	35 010 000	
Önkéntes Növekedési	FJ15NF03	12 250 000	
Önkéntes Növekedési	FK15NF01	112 790 000	