

2007. III. negyedéves vagyonkezelési jelentés az Allianz Hungária Nyugdíjpénztár részére

Makrogazdaság:

Az év harmadik negyedévében a magyar gazdaságra ható főbb külföldi és belföldi események a következők voltak: 2007 harmadik negyedévének középpontjában egyértelműen a tengerentúlról elindult hitelpiaci válság állt. Ez határozta meg mind az ECB, mint pedig a FED kamatpolitikáját. Az Európai Központi Bank júniusban 4 százalékra változtatta irányadó kéthetes kamatminimum értékét. Bár az elemzők nagy része július elején még a kamat további emelését jósolta, a tőkepiaci környezet megváltozásának hatására az ECB változatlan szinten hagyta a negyedév során. A kamatemelés elhalasztására a piaci stabilitás megőrzése miatt volt szükség, melyet az inflációs célok elé helyezett. A tengerentúlon hasonló megfontolásból szeptember 18-án 4,75 százalékra csökkentették a hosszú idő óta 5,25 százalékos jegybanki alapkamatot. Az amerikai központi bank a döntés után elismerte, hogy a jelzálogpiaci problémák a vártnál nagyobb terhet jelentenek, így a kamatcsökkentés elengedhetetlen a piaci egyensúly megteremtése érdekében. Június végén az MNB 25 bázisponttal, 7,75 százalékra csökkentette a hazai alapkamatot. A Monetáris Tanács a döntést azzal indokolta, hogy a bérdinamikában további emelkedés nem várható, az infláció pedig túljutott a csúcsponton. A döntésben sokan egy rendszeres kamatcsökkentési periódus kezdetét látták, ám a tengerentúlról átgűrűző hitelpiaci turbulenciák következtében a jegybank a negyedév utolsó hetéig változatlan szinten hagyta irányadó kamatát. Szeptember végén a FED kamatcsökkentése, és ezzel a hitelpiaci válság visszaszorulása már megfelelő talajt jelentett egy újabb 25 bázispontos csökkenésnek. Így az irányadó kamatszint szeptember 25. óta 7,50 százalék. A következő időszakban az elemzők nagy része szerint további kamatcsökkentés várható, év végére a jegybanki alapkamat eléri a 7 százalékot.

Júniusban megtört az infláció csökkenő trendje. Az előző évhez képest az év hatodik hónapjában 8,6 százalékkal emelkedtek az árak, ami 10 bázisponttal meghaladta a májusi adatot. Júliusban aztán tovább folytatódott a dezinflációs folyamat, a fogyasztói árindex 8,4 százalékra mérséklődött. Az augusztusi inflációs csökkenés némileg elmaradt a várakozásoktól, az árak 8,3 százalékkal csökkentek tavaly augusztushoz képest. A zöldség, illetve gyümölcsárak szokásos csökkenésének következtében nagyobb árcsökkenés is indokolt lett volna, ám az egyéb élelmiszerek árnövekedése ellensúlyozta a szezonális hatást. A maginfláció 20 bázisponttal mérséklődött az előző évhez képest. Bár az infláció a vártnál valamivel kisebb ütemben csökken, a jövő évre akár 4 százalékos fogyasztói árindex is elképzelhető az elemzők szerint.

Augusztusban a KSH közölte a második negyedéves GDP adatokat, melyek 11 éves mélypontot értek el. A Központi Statisztikai Hivatal adatai szerint a bruttó hazai össztermék a II. negyedévben 1,2 százalékkal, az első félévben pedig összességében 1,9 százalékkal növekedett. A szeptemberben megjelent részletes adatok szerint a növekedés húzóerejét továbbra is az ipar jelentette, amely 7,8 százalékos bővülésével nagymértékben hozzájárult a jelentős, 14,6 százalékos exportbővüléshez. Ugyanakkor az első negyedévben mért 17,6 százalékos exportbővüléshez képest ez visszaesést jelent az import növekedési ütemének 0,8 százalékos csökkenése mellett, így összességében csökkent a nettó export GDP-hez való hozzájárulása. Kevésbé meglepő, hogy a háztartások végső fogyasztása 3,4 százalékkal csökkent, a megszorító intézkedésnek miatt. Az elemzők az év végére 2,2-2,5 százalékos GDP növekedést várnak.

A folyó fizetési mérleg hiánya 2007 második negyedévében 1700 millió euró, a szezonális hatásoktól megtisztítva 1455 millió euró volt, ami jelentős meghaladja az 1290 milliós várakozásokat. Az MNB az aktuális adatok mellett a tavalyi, illetve a 2006-os fizetési mérleg revízióját is nyilvánosságra hozta: a mérleghiány 2005-ben csökkent 77 millió euróval, 2006-ban pedig 652 millió euróval nőtt. Az árak és szolgáltatások egyenlege a várakozásoknak megfelelően továbbra is javult, ellenben a jövedelemegyenleg jelentősen, több mint 400 millió euróval romlott. Ez egyrészt a rekordmértű osztalékkivitelnak köszönhető, másrészt a növekvő eladósodottság kamatterheinek. Bár a számok némi csalódást okoztak, a fizetési mérleg további javulása várható a jövőben. Az elemzők várakozási szerint az árak és szolgáltatások egyenlege továbbra is javul, míg a fent említett hatalmas osztalékkiáramlás valószínűleg nem ismétlődik meg.

Szeptember végén a pénzügyminiszter bemutatta a 2008. évi költségvetésről szóló törvényjavaslatot. A Pénzügyminisztérium szerint jövőre 1243,8 milliárd forint lesz az államháztartás hiánya, a bevételek 15921,1 milliárd,

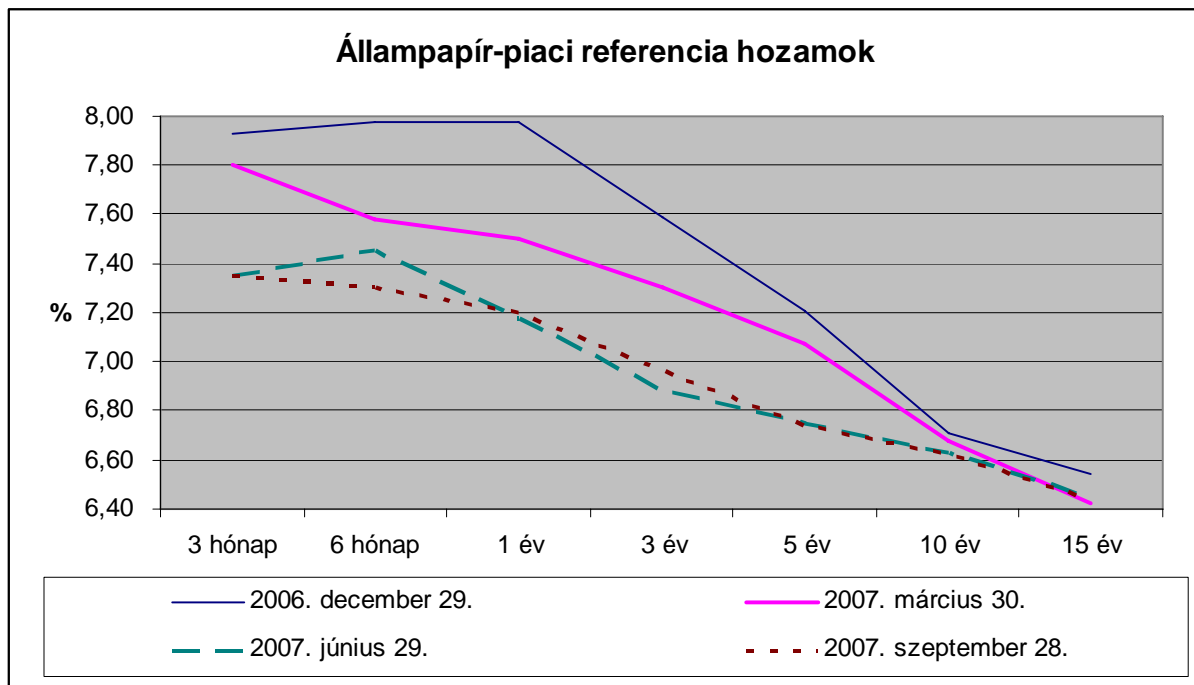
míg a kiadások 17164,9 milliárd forintot tesznek ki. Jövőre az adó- és járulékbévételek mintegy 10 százalékos emelkedésével számol a kormány, miközben az igazgatási kiadások jelentős csökkenésére számít.

A Standard & Poor's nem változtatott Magyarországot „BBB+” hosszú, illetve „A2” rövid lejáratú devizaadóságra vonatkozó hitelbesorolásán. Ugyanakkor a hitelminősítő intézet 2008 utánra mind az államháztartási hiánnyal, mind pedig a növekedéssel kapcsolatban pesszimistább képet vázolt fel a magyar kormányról. 2010-re ugyanis 3,8 százalékos GDP-arányos államháztartási hiányt jósolt a kormány által kitűzött, és a konvergenciaprogramban megfogalmazott 2,7 százalék helyett. A gazdasági növekedés tekintetében a Standard & Poor's 2008-2010 között 2,9 százalékot, miközben a kormány 2009-2010-ben 4 százalékot vár. Az ország hitelbesorolása abban az esetben javulna, ha a kormány a tervezetnél jobb tempóban valósítaná meg reformterveit, ugyanakkor megnőhet a leminősítés valószínűsége, ha a kormány letér a tervezett költségvetési pályáról. Ez utóbbi valószínűsége megnőhet a 2010-es választások közeledtével.

Az amerikai jelzálogpiaci válság továbbgyűrűzése a hazai piacot, és így a forint árfolyamát sem hagyta érintetlenül. A kockázatvállalási kedv csökkenésének következtében a forint euróval szembeni árfolyama augusztusban jelentősen gyengült. A hónap közepén átmenetileg 260 fölé is szökött, ami igen jelentős gyengülés az előző negyedévre jellemző 248 forintos átlagárfolyamhoz képest. Augusztus 17-én a FED bejelentette a diszkontráta 6,25 százalékról 5,75 százalékra való mérséklését, ami némi megnyugvást hozott a piacon, melynek hatásaként szeptember közepéig 255 körül mozgott a hazai fizetőeszköz. A hónap közepén a FED 50 bázisponttal csökkentette irányadó kamatát, amely a kockázatvállalási hajlandóság növekedését eredményezte, vonzóvá téve a régió piacait. A forint kurzusa mintegy 250-ig erősödött, és valószínűsíthető, hogy a piac normalizálódásával a következő negyedévben ezen a szinten stabilizálódhat.

Állampapírok:

Az állampapírok hozammozgását ábrázoló grafikon csalóka képet mutat. A negyedév elejét és végét reprezentáló görbék összesimulnak, gyakorlatilag ott zárt, ahol kezdett. A valóságban azonban igen erős volatilitás jellemezte a negyedévet. A változatlan öt éves hozam például járt 6,54%-on (07.23.) és 7,19%-on (08.16.) is.



A pénzpiacokra, csakúgy, mint a kötvény és részvényt piacokra természetesen a kockázatos másodpiaci jelzáloghitelek miatt kialakult pánik volt a legnagyobb hatással. Az ingatlanpiaci recesszió következtében ugyanis nem teljesítő jelzáloghitelek miatti károk megnövekedtek, csőd szélére sodorva ezzel jó néhány hedge fundot. A negatív hangulat következtében a befektetők érdeklődése a biztonságosabb papírok felé tolódt, a kockázatvállalási kedv csökkent.

Bár az MNB a tengerentúli hozamcsökkentés után szeptember 25-én mérsékelte 25 bázisponttal az irányadó kamatot, de ez a „kamatvágás” nem eredményezett hozamcsökkenést a hazai papíroknál. Úgy tűnt, hogy már be volt árazva a hozamokba, illetve valószínűleg jelentős szerepet játszottak a romló makroadatok is. (vártnál gyengébb növekedés, folyó fizetési mérleg és inflációs adat.) Tovább rontotta a megítélést a Standard & Poor's államháztartási hiánnyal és növekedéssel kapcsolatban felvázolt, a magyar kormány előrejelzéseinél pesszimistább nyilatkozata is.

Hazai részvények:

A jelzálogpiaci válság a régióra, és így a hazai részvénypiacra is hatással volt. A BUX értéke az elmúlt negyedévben 1,79 százalékkal csökkent. A mélypont szeptember közepén volt, a FED kamatdöntés előtt a hazai részvényindex 26 000 pont alá süllyedt. A hitelpiaci válság legnagyobb vesztese a bankszektor volt. Az OTP, amely az elmúlt időszakban már 11000 forint közelében is járt végül 9,86 százalékos csökkenéssel zárta a negyedévet. A másik nagy hazai részvény, a MOL szintén gyengébb teljesítményt mutatott az elmúlt időszakban. A júniusban elindult MOL felvásárlási sztori továbbra is hatással volt a papír árfolyamára, ám olyan magasra már nem tudta repíteni, mint júniusban. Az OMV időről-időre ajánlatot tett a MOL-nak, amit a hazai olajtársaság azonnal visszautasított. A felvásárlási ajánlatok ezzel szemben minden alkalommal megemelték a MOL részvények árfolyamát. A kormány szeptember végén megkezdte a lex MOL néven ismerté vált törvénytervezet tárgyalását, eközben Brüsszel hangot adott aggodalmának, miszerint a törvény sértheti a tőke szabad áramlására vonatkozó uniós elveket. (Időközben a Parlament elfogadta a törvényt.)

A gyógyszergyártók az elemzői felmérések eredményeként emelkedéssel zárták a negyedévet. Az MTELEKOM a 900-1000 forintos tartományban oldalazott.

A hazai kisművevények a globális megingás ellenére, jól teljesítettek az elmúlt időszakban. A Rába árfolyama, szembe ment a világpiacon folyamatokkal és több, mint 20 százalékos növekedett, a Fotex részvények tulajdonosai közel 8 százalékos hozamot könyvelhettek el.

Külföldi részvények:

A harmadik negyedévben erős volatilitás jellemezte a globális részvénypiacokat. Az 50 legnagyobb európai vállalat részvényeit tömörítő Dow Jones Euro Stoxx 50 index 1,77 százalékkal csökkent euróban kalkulálva. Amerikai riválisa, a S&P500 csak 1,55 %-kal emelkedett. A MSCI global index dollárban kalkulálva 1,95%-ot növelt.

Az előző negyedévben az európai és amerikai részvénypiacokat a hatalmas volumenű akvizíciók és túlzott optimizmussal kezelt makrogazdasági adatok miatti túlfűtöttség jellemezte. A részvénypiacokat a jelzálogpiaci válságból hitelpiaci válsággá fokozódó drasztikus likviditásszűkülés rengette meg. A tengerentúli ingatlanpiaci recesszió hatására csökkent a jelzálogpiaci kötvények mögött álló fedezet, amely egyrészt a jelzálog alapok eszközértékének zuhanását, másrészt pedig a hitelek drágulását, és ez által a vállalatfelvásárlások visszaesését eredményezte. A kockázatok átárazódása és a kivásárlásokhoz igénybe vett hitelkamatlábak emelkedése globális eladási hullámot indítottak el.

Az EKB, illetve a FED a stabilitás helyreállítása érdekében több esetben nagyobb összeget fecskendezett a bankrendszerbe, Emellett az inflációs félelmeket félretéve, a FED 50 bázisponttal csökkentette, míg az EKB nem emelte meg az irányadó kamatot.

A FED szeptember közepi kamatcsökkentése átmenetileg megnyugvást hozott a piacon, ám a tengerentúli makroadatokkal kapcsolatban továbbra is nagy a bizonytalanság.

A következő negyedévben a makrogazdasági adatok mellett a harmadik negyedéves vállalati gyorsjelentések lesznek meghatározóak. Amennyiben a pénzügyi-hitelezési turbulenciák nem okoztak komolyabb vállalati (banki) veszteségeket úgy a részvénypiacok emelkedéssel zárhatják az utolsó negyedévet.

Az Allianz Hungária Önkéntes és Magánnyugdíjpénztár
2007. III. negyedévi befektetéseinek értékelése:

Önkéntes ág:

2007.01.01-i nyitó eszközérték:	88 344 115 608 Ft
2007.06.30-i záró eszközérték:	93 045 051 297 Ft
2007.09.30-i záró eszközérték:	95 312 254 766 Ft

2007. III. negyedévben elért befektetési bruttó (nettó) hozama:	1,57 %
Az adott időszakra vonatkozó Benchmark hozam:	1,45 %

2007. I-III. negyedévben elért befektetési bruttó (nettó) hozama:	7,30 %
Az adott időszakra vonatkozó Benchmark hozam:	7,30 %

Magán ág:

2007.01.01-i nyitó eszközérték:	165 324 676 785 Ft
2007.06.30-i záró eszközérték:	191 050 975 389 Ft
2007.09.30-i záró eszközérték:	203 487 600 398 Ft

2007. III. negyedévben elért befektetési bruttó (nettó) hozama:	1,64 %
Az adott időszakra vonatkozó Benchmark hozam:	1,40 %

2007. I-III. negyedévben elért befektetési bruttó (nettó) hozama:	7,46 %
Az adott időszakra vonatkozó Benchmark hozam:	7,33 %

2007. harmadik negyedévében mindkét nyugdíjpénztári ág tekintetében a vagyonkezelő a benchmarkhoz közeli eszközarányokat tartott. A magán ág esetében azonban a folyamatos vásárlás vs. negyedévenkénti benchmark emelés kismértékű hozamelméletet eredményezett.

Ezt döntőrészt a külföldi részvény eszközcsoporton belüli allokáció, továbbá a választott alapok jó teljesítménye kompenzálta.

Budapest, 2007. október 12.