

2008. I. negyedéves vagyonekezelési jelentés az Allianz Hungária Nyugdíjpénztár részére

Makrogazdaság:

A tavalyi év második felében kiobbant hitelpiaci válság az idei év első negyedévében tovább mélyült. A lakáspiaci, majd hitelpiaci problémák felerősödésének hatására megrendült a bizalom a tőkepiaci instrumentumokban, ami a befektetői attitűd globális átrendeződését eredményezte, jelentősen mérsékelve ezzel a kockázattvállalási hajlandóságot. A tengerentúli makrogazdasági adatok szinte kivétel nélkül lassulást jeleztek előre, így az eddig nagyrészt csak a pénzügyi szolgáltatókat érintő válság az amerikai gazdaság egyéb ágazataira, és így a reálgazdaságra is kiterjedni látszik. A világgazdaság növekedésének motorját adó amerikai gazdaság lassulása pedig a globális gazdasági folyamatok átalakulásához vezethet.

A világméretű recesszió megakadályozása érdekében a FED az idei évben összességében 200 bázisponttal csökkentette az irányadó kamatot, tavaly szeptember óta pedig 300 bázisponttal, ami az eddigi legagresszívabb kamatsökkentési periódust jelenti. A FED emellett többször nagyobb mennyiségű pénzt pumpált a piacba, valamint rendkívüli hiteleket biztosított a bajbajutott bankok számára, illetve csökkentette a diszkontráta mértékét is. Az amerikai jegybank a következő időszakokban valószínűleg további kamatsökkentést hajt végre, ám kérdéses, hogy csupán a kamatpolitikával képes lesz-e orvosolni a lakás-, és pénzpiaci problémákat. A tengerentúli gazdaságnak a romló GDP növekedés mellett, egyre erősödő inflációs nyomással kell szembenéznie, a magas olaj-, illetve nyersanyagárak, valamint a tartósan magas élelmiszerárak következtében.

A hazai gazdaság szintén romló kilátásokkal volt kénytelen szembenézni az elmúlt időszakban. A világpiacon környezet globális megváltozása mellett, a hazai gazdasági, politikai fejlemények is rontották Magyarország kilátásait.

Az infláció növekedési üteme, bár csak kis mértékben, de csökkent az elmúlt negyedévben. Míg tavaly decemberben 7,4 százalékkal, idén januárban 7,1 százalékkal, februárban 6,9 százalékkal, márciusban már „csupán” 6,7 százalékkal növekedtek a fogyasztói árak éves szinten. Az energia-, valamint a nyersanyagárak tartósan magas szintje továbbra is jelentős árfelhajtó hatással jár, az élelmiszerárak emelkedése azonban némileg mérséklődött. A maginfláció márciusban 5,3 százalék volt, ez a – szezonális hatásokra érzéketlenebb termékeket figyelő (tehát az egyszeri hatásoknak kevésbé kitett) – mutató nem mutatott mérséklődést az elmúlt negyedévben. Az elemzők 2008 decemberére 4,9 százalékos, míg egy évvel később 3,4 százalékos inflációt várnak. A jelenlegi inflációs nyomás mellett tehát elképzelhető, hogy az áremelkedés tartósan az MNB 3 százalékos célkitűzése felett marad.

Februárban publikálta a KSH a 2007 negyedik negyedéves GDP adatokat. A magyar gazdaság növekedési üteme a tavalyi év utolsó negyedévében 0,1 százalék volt, ami éves szinten, a naptári hatások kiszűrésével 0,7 százalékos GDP bővülést jelent. A rendkívül gyenge adat az éves növekedést 1,3 százalékosra csökkentette, a 2006-os 4 százalékos GDP bővüléssel szemben. Az alig több mint 1 százalékos növekedés még az 1,6 százalék körüli elemzői várakozásokat is alulmúlta. A növekedés húzóereje továbbra is az ipar volt. Az árutermelő ágazatok továbbra is a nemzetgazdasági átlagnál erőteljesebben növekedtek, ellenben a kormányzati szektor – ezen belül pedig az egészségügy – hozzáadott értéke jelentősen mérséklődött. Az idei évre 1,9 százalékos növekedést prognosztizálnak az elemzők. A Pénzügyminisztérium közlése szerint az államháztartás márciusban – önkormányzatok nélkül – 325,9 milliárd forint hiánnyal zárt. Az idei első három hónapban a hiány 508,1 milliárd forint volt, ami a GDP 1,9 százaléka. Az év egészét tekintve a minisztérium hiány-előrejelzése 1 099,6 milliárd forint, azaz a GDP 4 százaléka. A jövő évre a szaktárca 3 százalékos GDP arányos hiányt tervez. A Pénzügyminisztérium előrejelzési mellett a KSH közzétette a tavalyi hiányra vonatkozó előzetes adatokat. A kormányzati szektor 2007-es hiánya a GDP 5,5 százaléka lett (2006-ban ez a szám 9,3 százalék volt).

A külkereskedelmi mérleg 69,8 millió euró aktívumot mutatott január-februárban, ami az egyenleg 340 millió eurós javulását jelenti az előző év azonos időszakához viszonyítva. A mérleg kedvező alakulását az exportnak az importnál

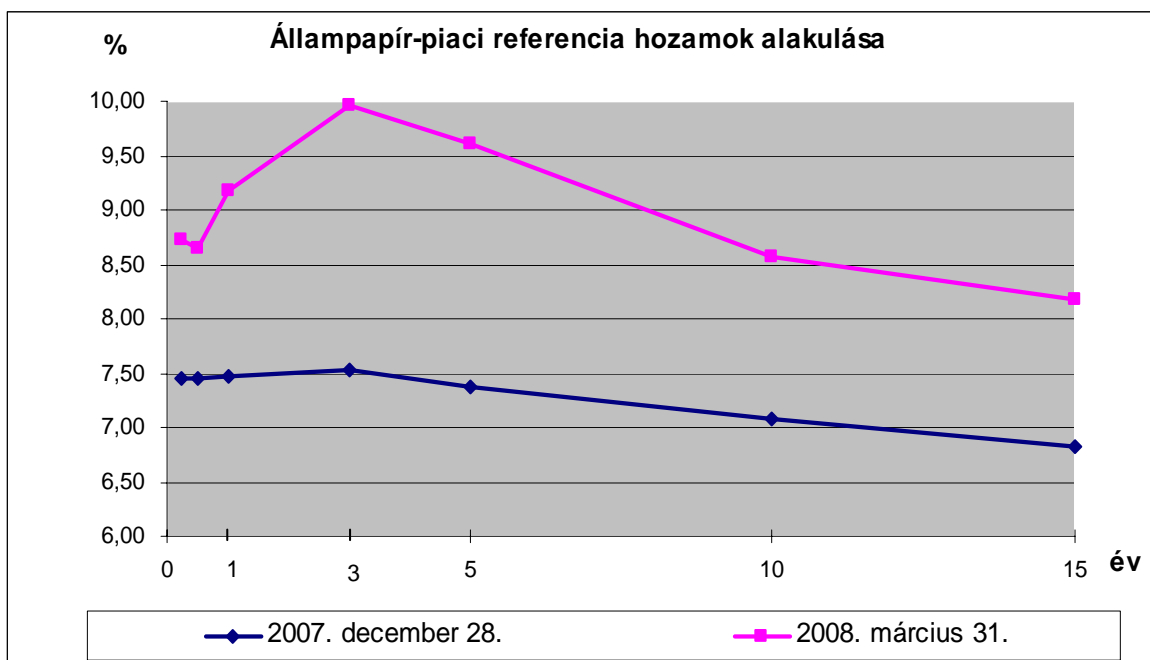
folyamatosan magasabb növekedési üteme okozta. Az exportágazat jó teljesítménye mellett azonban a lakossági fogyasztás, illetve a vállalati beruházások csökkenése miatti importkiesés is szerepet játszott a szufficit kialakulásában. Március végén az MNB 7,50 százalékról 50 bázisponttal emelte az irányadó kamatot, amely így elérte a háromnegyed évvel ezelőtti 8 százalékos szintet. A monetáris tanács ezt az infláció tartósan 3 százalék feletti értékével, valamint a kockázati prémium emelkedésével indokolta. Az MNB úgy látja, hogy a magyar gazdaság növekedése továbbra is a vártnál rosszabbul alakulhat, az áremelkedés pedig tartósan magas maradhat, így nem zárkózik el további kamatemelésektől sem. Jelenleg tehát nem számíthatunk kamatcsökkentésre a következő negyedévben sem, ehhez a belpolitikai helyzet, valamint a globális tőkepiacok stabilizálódására lenne szükség.

A hazai fizetőeszköz az év első három hónapjában összességében 2,37 százalékot gyengült. A forint kurzusát az ideai évben jelentős volatilitás jellemezte, az árfolyam februárban 265 fölé is begyengült, majd márciusban 255-260-as sávban mozogva, végül 259,36-on zárta az időszakot. A forint árfolyamának gyengüléséhez a nemzetközi negatív tőkepiaci hangulat mellett a hazai makrogazdasági fundamentumok is hozzájárultak, melyek a szűken vett régióban immár a leggyengébbnek számítanak.

Az MNB februárban megszüntette a forint euróhoz képesti ingadozási sávját, és február 26-tól lebegő árfolyamrendszerre lépett át. Az elmúlt időszakok romló világpiaci, valamint hazai makrogazdasági kilátásai miatt kialakult gyenge forintárfolyam megfelelő táptalajt biztosított a sáv eltörléséhez, az MNB pedig a kamatemelés helyett február végén a sáveltörlést választotta a hazai fizetőeszköz stabilizálására. A lépéssel javult a jegybank, valamint a magyar gazdaságpolitika hitelessége. Amellett, hogy így jelentősen csökkent a forint árfolyamával szembeni spekulációs támadás lehetősége, a jegybank képes lesz a jövőben az elsődleges céljára, az infláció leszorítására koncentrálni.

Állampapírok:

Januárban a hozamok csak kis mértékben ingadoztak, és több elemző hozamcsökkenést prognosztizált. Ezzel szemben februártól drámai hozamemelkedést tapasztalhattunk a teljes hozamgörbe mentén, de elsősorban a hároméves szegmensben. 2004 októbere óta először láthatunk kétszámjegyű hozamot a három éves kötvény kereskedése során (pár napig 10% fölé volt a 2010/C hozama). A hozamemelkedés következtében a piacon lévő államkötvények értékváltozását tükröző MAX index értéke az első negyedévben -4,94 %-os csökkenést mutat.



A hozamnövekedés okai: A negyedév során még mindig erős volt az elmúlt év második felében kialakult kockázatos másodpiaci jelzaloghitelek miatti pánik és egyre több befektetési alap és bank jelentős veszteségére derült fény. Emiatt tovább növekedett a globális kockázatkerülési hajlandóság, a külföldiek nagy arányban zárták kötvénypozícióikat. Az időszakban publikált hazai makroadatoknak és a belpolitikai eseményeknek (vizitdíj, tandíj, kórházi napidíj elutasítása, kormányválság) is negatív hatásuk volt. Ezenkívül az S&P hitelminősítő intézet Magyarország országkockázati besorolásának kilátásait március 14-i döntésével stabilról negatívra módosította.

A negyedév utolsó napján az MNB 50bp-tal 8%-ra emelte az alapkamatot, ami a kisebbségi várakozásoknak felelt meg (a piaci szereplők többsége 25 bázispontos emelést prognosztizált). A kamatdöntésnél feltehetően a politikai bizonytalanság is szerepet játszhatott, hiszen a már korábban is magas forintkockázati prémium tovább emelkedett. A jelenlegi körülmények között elégségesnek tűnhet a kamatszint, a forint első reakciója pozitív volt. Amennyiben a globális hitelpiaci válság esetleges továbbmélyülése nem okoz további nyomást a hazai piacokra, a kamatszint tartását várjuk. Ha az év második felében javul a nemzetközi piaci hangulat, és az infláció is megfelelő ütemben csökken, az év végéig kamatcsökkentésre is sor kerülhet, így kedvező esetben év végére az alapkamat visszaállhat 7,5%-ra.

Hazai Részvények:

A globális részvénypiaci folyamatokkal összhangban az első negyedévben a hazai részvénypiacon jelentős forgalom- és árfolyam csökkenés következett be. A kockázatvállalási kedv mérséklődése, valamint a banki szektorral szembeni bizalomvesztés fokozódása következtében az első negyedévben zuhantak a fejlődő piaci részvényindexek, így a hazai tőzsde indexe is. A BUX 17,25%-os eséssel zárta az első negyedévet.

A blue-chip részvények közül a Richter kis mértékben, az OTP viszont jelentősen alulteljesítette a benchmarkot. A hazai bank részvényeinek árfolyama 23,2 százalékkal csökkent az első negyedévben. A két hazai gyógyszergyártó közül a Richter 18,1%-kal, az EGIS 4,8 százalékkal zárta alacsonyabban a negyedévet. A MOL esetében a magas olajár, valamint a saját részvények bevonásával kapcsolatos hírek biztosítottak támaszt, így a benchmarkhoz képest kisebbet esett. A blue-chipek közül a defenzívnek számító telekommunikációs szektor hazai képviselője, az MTELEKOM is 10 százalékot meghaladó eséssel zárta a negyedévet. A papír árfolyamát a kedvezőtlen nemzetközi tendenciák mellett a hazai hozamemelkedés is kedvezőtlenül érintette.

A PANNERGY és RÁBA kivételével valamennyi kisebb részvény árfolyama a BUX index csökkenését meghaladó mértékben esett a negyedév során. A kiskapitalizációjú részvények közül az áramszolgáltatók részvényei bizonyultak felülteljesítőnek. Az ÉMÁSZ 6,1 százalékkal, míg az ELMŰ csak 5,3 százalékkal csökkent.

A jelenlegi alacsony szintek sok befektető szerint fundamentális szempontból jó beszállási pontot jelentenek, viszont az alacsony globális kockázatvállalási hajlandóság ill. a magyar gazdaság kilátásainak negatív megítélése távol tartja a befektetőket a hazai részvénypiacról.

Regionális részvények:

Az első negyedévében a régió tőzsdéi jelentős eséssel reagáltak az amerikai gazdaság lassulása következtében kialakult globális tőkepiac bizonytalanságra. A globális tendenciákhoz hasonlóan regionális szinten is az ingatlanpiaci részvények és a bankszektor bizonyult az első negyedév veszteséinek. A defenzívnek számító és magas osztalékhozamú telekom szektor (Telefonica CZ, Telekom PL és MTELEKOM) az átlagosnál kisebb eséssel zárt.

A régió nemzetgazdaságait többnyire a globális turbulenciák mozgatták az elmúlt időszakban, emellett azonban a hazai piac megítélését nagymértékben befolyásolták a belpolitika események. A 20 legnagyobb kapitalizációjú és forgalmú közép-európai vállalat részvényeinek teljesítményét tükröző CETOP20 index 12,7%-kal csökkent az első negyedévben. Ezzel szemben a hazai tőzsde indexe 17,25%-kal esett, alulmúlva cseh és lengyel versenytársait. A BUX elmúlt negyedévi alulteljesítéséhez jelentősen hozzájárult a politikai bizonytalanság, valamint a gazdaság szerkezeti átalakításának elmaradása. Míg hazánkban várhatóan fennmarad a lassúbb növekedési és magasabb inflációs pálya, addig a cseh és lengyel gazdaság kedvezőbb jövőbeni konjunkturális kilátásokkal rendelkezik.

Regionális szinten a piaci bizonytalanság a következő időszakban várhatóan tovább folytatódik, ám amennyiben az amerikai gazdasági visszaesésnek csak rövid távú hatásai lesznek, a régiós piacok jelenlegi szintje vonzóvá válhat a befektetők számára.

Globális részvénypiacok:

A világ tőzsdéit az első negyedévben az amerikai gazdaság lassulásával kapcsolatos félelmek alakították. Az USA gazdasága 0,6 százalékkal növekedett a tavalyi év utolsó negyedévében, az idei év első negyedévére pedig hasonlóan alacsony adatra számítanak. A fogyasztói bizalom több évtizedes mélypontján van, a munkanélküliség ugyanakkor

folyamatos növekszik. A gazdasági adatok azt vetítik előre, hogy az ingatlanpiacot, majd pénzügyi szektort érintő visszaesés más szektorokra, valamint a fogyasztásra is kiterjedhet, ami viszont a globális piacok tartós lassuláshoz vezethet.

Az amerikai jegybank szerepét betöltő FED ugyanakkor monetáris intézkedések sorozatával próbálta enyhíteni a válság következményeit: 2008-ban 200 bázisponttal csökkentette az irányadó kamatot, több alkalommal jelentős mennyiségű pénzt pumpált a bankközi piacra, enyhítette a banki refinanszírozási és fedezeti feltételeket.

A pesszimista befektetői hangulat következtében az 500 legnagyobb amerikai vállalatot tömörítő S&P 500 index 9,9%-al, a globális részvénytőzsi piacokat reprezentáló MXWO index 9,5%-al csökkent az első negyedév során. A bankszektor a hitelpiaci válság első számú vesztese volt, a válság kirobbanása óta több mint 230 milliárd dolláros veszteséget volt kénytelen leírni. Az olajszektor a tartósan magas olajárak következtében némileg felülteljesített az első negyedévben. A rendkívül negatív környezetben a defenzív ágazatok mint a telekom, valamint a gyógyszeripar globálisan jól teljesítettek, bár ez a két szektor is csökkenéssel zárta az időszakot.

Az év első negyedévében az európai piacokat is ideges hangulat, erős volatilitás jellemezte. Az 50 legnagyobb európai vállalat részvényeit tömörítő Dow Jones Euro Stoxx 50 index 17,4 százalékkal csökkent az első negyedévben. Az esést a pénzügyi szektor vállalatai vezették. Az UBS, a hitelpiaci válság legnagyobb európai vesztese, a válság kirobbanása óta közel 30 milliárdos veszteséget szenvedett el.

A feltörekvő piacokat a „dotkom” válság óta nem tapasztalt tőkekiáramlás jellemezte az első negyedévben. A fejlődő piacokat globálisan reprezentáló MS World Emerging Market index dollárban 11,3%-ot, euróban kalkulálva viszont 17,7%-ot esett.

Az elkövetkezendő időszakban a világgazdasági konjunktúra alakulásának szempontjából a fő kérdés az, hogy a hitelpiaci válság hatásai milyen mértékben érintik majd a nem pénzügyi szektorokat.

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

Önkéntes ág:

2007.12.31-i nyitó eszközérték:	96 291 479 891 Ft
2008.03.31-i záró eszközérték:	88 568 830 418 Ft
2008. I. negyedévben elért befektetési hozama:	-6,15 %
Az adott időszakra vonatkozó Benchmark hozam:	-6,34 %.

Magán ág:

2007.12.31-i nyitó eszközérték:	209 426 236 655 Ft
2008.03.31-i záró eszközérték:	202 572 079 536 Ft
2008. I. negyedévben elért befektetési hozama:	-7,00 %
Az adott időszakra vonatkozó Benchmark hozam:	-7,28 %.