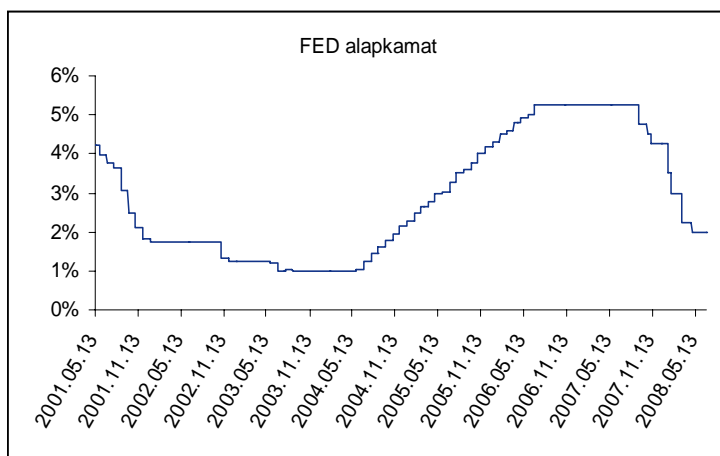


## 2008. II. negyedéves vagyongazdálkodási jelentés az Allianz Hungária Nyugdíjpénztár részére

### Makrogazdaság

A 2007-ben kialakult pénzügyi válság hatásai átmenetileg enyhültek a márciusi, csődöket eredményező sokk után, de következményüket mind áttételesen, mind közvetlenül érezni lehetett a pénz- és tőkepiacokon a második negyedévben is. A korábban befagyott pénzügyi közvetítői csatornák ismét működni kezdtek, ám a likviditási helyzet nem mutatott teljes korrekciót. A kockázatvállalási hajlandóság némi időbeli elcsúszással követte ezt a folyamatot, de a befektetői kedv a strukturális változások miatt a vártnál lassabban éledt újjá. Az ingatlan- és jelzálogpiacokról kiindult turbulencia a pénzintézetek esetében komoly tőkevesztéseket (leírásokat) okozott, ami egyrészt pótlólagos tőkebevonásra készítette a bankokat, másrészt hitelezési potenciált párologtatott el a piacról, ami végső soron jóval óvatosabb és visszafogottabb hitelezési aktivitást eredményezett. Várakozásaink szerint ez a folyamat a hitelezési folyamatok hatásának eredőjeként fokozatosan áttérjed a reálgazdaságra – erről csak a későbbi vállalati eredményeken keresztül kaphatunk további információt. Annyi azonban bizonyos, hogy globális szinten a gazdasági növekedés lassulására számíthatunk, ami az inflációs nyomás mellett új kihívások elé állítja a jegybankokat. Tovább árnyalja a képet, hogy a vezető gazdaságok, illetve a feltörekvő piacok más-más gazdaságpolitikai mix alkalmazásával tudnak csak megfelelő válaszokat adni az új helyzetre.

Az amerikai jegybank szerepét betöltő FED a második negyedévben további 25 bázisponttal mérsékelte irányadó kamatát az egyre egyértelműbb inflációs nyomás ellenére (a pénzromlás üteme makacsul tartja magát a 4% feletti



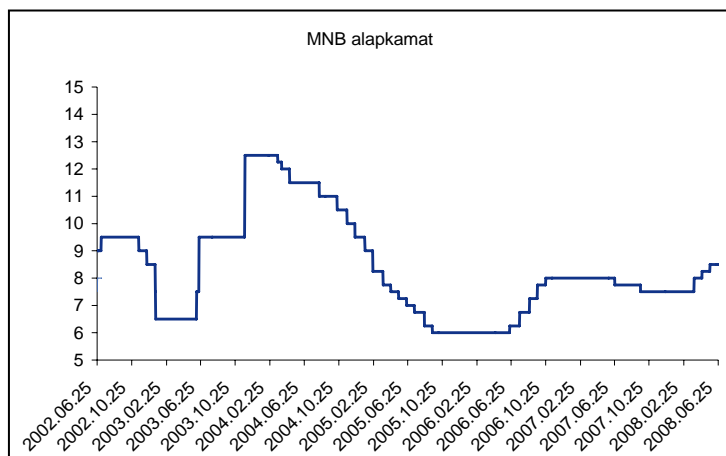
szinteken), s ezzel 2%-ra szállította le az alapkamatot. Az Egyesült Államok gazdasága ugyan GDP szempontjából elmozdult a mélypontot jelentő 1,6%-os növekedési ütemhez képest, de a legfrissebb, 2,5%-os nettó bővülés azt mutatja, hogy a vagyonhatáson, a szigorúbb hitelezésen és a tényleges leírásokon keresztül elszenvedett veszteségek csupán jóval a potenciális lehetőségek alatti fejlődést tesznek lehetővé a tengerentúlon. Az amerikai gazdaságban erősödtek a recessziós félelmek, amit az 5%-ot meghaladó, folyamatosan emelkedő

munkanélküliségi ráta is alátámasztott.

Európában is lassult a növekedés (jelenleg az euro-zóna GDP-je 2,1%), de a globális gazdasági helyzetben bekövetkezett változásokra az öreg kontinens monetáris uniójának döntéshozói a FED-től eltérő módon reagáltak – az inflációs célkitűzés módszere és az amerikai jegybank által alkalmazott összetett célrendszer különbségének köszönhetően. Az ECB a második negyedévben nem változtatott az alapkamaton, de egyre szigorúbb kommentárokkal készítette fel a piacot a júliusi 25 bázispontos emelésre, mellyel az irányadó ráta az EMU-ban 4,25%-ra ugrott. Az eltérő monetáris folyamatok és alapkamat-várakozások tartósan leértékelődési nyomás alatt tartották az amerikai fizetőeszközt a vizsgált időszak során az euróval szemben. Természetesen az európai gazdasági övezet sem tudta függetleníteni magát a globális folyamatoktól, ezért egymás után jelentek meg az egyes tagországok lefelé módosított GDP várakozásai (ez az építőiparra jelentős mértékben támaszkodó Spanyolország esetében volt rendkívül szembetűnő). Az energiahordozók árának folyamatos emelkedése az EU esetében is erős

felfelé mutató inflációs kockázatokat generált – ennek következményeként döntött a jegybank a szigorítás mellett, ami a közelmúlt kommentárjai tükrében azonban nem egy emelési ciklus kezdete, hanem egy egyszeri lépésként értelmezhető.

A hazai folyamatok – természetesen – több hasonlóságot mutatnak a monetáris unióban tapasztaltakkal, ám a magyar gazdaság gyengeségei miatt itt exponáltabban jelentkezett az inflációs kérdéskör, melyre a jegybank összesen 100 bázispontos alapkamat emeléssel válaszolt. A forint árfolyamsávjának eltörlése nagyobb mozgásteret engedélyezett az ezáltal hitelesebbé váló monetáris politikának, mely a potenciális lehetőségektől jelentősen



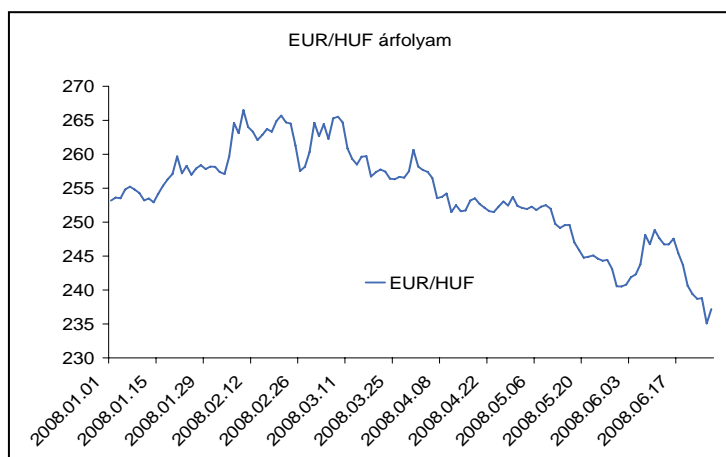
elmaradó növekedés (1,7% év/év alapon) helyett az inflációs várakozások koordinálására helyezte a hangsúlyt. Tette ezt azért, mert a maginfláció már 2007 szeptembere óta töretlenül emelkedett (legfrissebb adatok szerint 5,9% év/év alapon) és az élelmiszereket, energiaárakat is tartalmazó ún. „headline” inflációs mutató sem tudott 7% alatt stabilizálódni. A májusban kiadott negyedéves inflációs jelentés további romlásról számolt be, így veszélybe került a 2009-es cél elérése is. Meglátásunk szerint a kamatemelési sorozat és a hazai fizetőeszköz árfolyammozgása, –

illetve annak az árfolyamcsatornán keresztül gyakorolt hatása már elegendő mértékű ahhoz, hogy a következő – augusztusi – inflációs jelentésben már további romlásról ne számoljon be az MNB, bár a 2009-es várható pénzromlási ütem még így is jóval meghaladja a 3%-os célértéket.

Hazánk külső egyensúlya javult a vizsgált időszakban – elsősorban a belső fogyasztás és a beruházás érdemi visszaesése miatt csökkenő importkereslet miatt. Ennek köszönhetően az export növekedési üteme meghaladta a behozatal bővülését, de ez a folyamat a külső gazdasági folyamatok és az erős forint miatt romló versenyképesség miatt várhatóan a közeljövőben megtörik.

A belső egyensúly a költségvetés bevételi oldalának vártnál jobb teljesítménye miatt a korábban kiadott előrejelzéseknél kedvezőbben alakult, a költségvetés hiánya jelenleg a teljes évi tervezett mennyiség csupán 66,8%-kán áll, amelyre az elmúlt években nem volt példa. Meglátásunk szerint a bevételi oldal javulásához jelentősen hozzájárult a tervezettnél lényegesen magasabb infláció is, így az év végére 4%-ra tervezett GDP- arányos hiány alulteljesítése nem csupán a megszorító csomag költségvetésre gyakorolt hatásának köszönhető.

A hazai fizetőeszköz az ERM-II rendszernek megfelelő árfolyamsáv február végi eltörlését követő negyedévben 8%

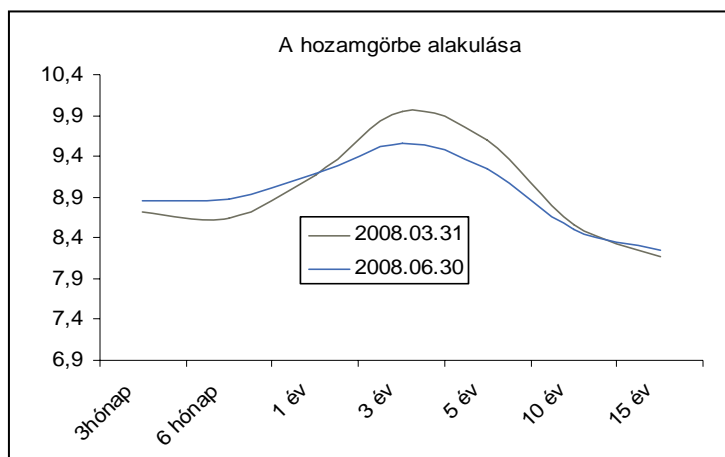


feletti erősödést produkált a közös európai fizetőeszközhöz viszonyítva (a vonatkozó időszakban a legerősebb és a leggyengébb érték közötti különbség 15% volt). A jegybanki szándék, mely a monetáris politika mozgásterének növelése mellett az inflációs folyamatok árfolyamcsatornán keresztüli befolyásolását célozta, sikeresen megvalósult. A jelentés elkészítésének időpontjában megfigyelhető 230 EUR/HUF árfolyamszint már elegendőnek tűnik ahhoz, hogy 130-140 USD/hordó olajár mellett is

elérhető közelségbe hozza a 2009-re kitűzött inflációs célt. Az erősödésnek a forint magasabb hozamfelára mellett más okai is voltak: a korábban – még az árfolyamsáv eltörlése előtt – nyitott összetett devizaopciós stratégiák pozíciói „feltorlódtak” bizonyos árfolyamszintek közelében, EUR eladási oldalon. Ez annyit tesz, hogy bizonyos kitüntetett szintekre (eltörölt sáv erős oldala, régi sáv erős oldala, nagy nominális határok, mint pl. 230 EUR/HUF) sok ún. „knock-out” opciót kötöttek a piaci szereplők, melyeket az opció tulajdonosai csak abban az esetben tudnak lehívni, ha az EUR/HUF árfolyam nem éri el a kötési szintet (ilyen opciós struktúrák szerepelnek a strukturált kötvények mögött). Természetesen az opció kiírói az árfolyammozgásokkal összhangban változtatták fedezési szintjeiket, ám amint az árfolyam átvitte a korábban említett határokat és kiütötte az opciók szintjeit, már EUR eladóként jelentek meg a piacon – likvidálva az eddig biztosítékként felhalmozott euro készleteket. Részben ez okozta a forint hullámokban jelentkező erősödését. A hazai fizetőeszköz emellett a szlovák korona felértékelődéséből és a külföldi befektetők forinttal szembeni pozicionálásának megváltozásából is profitált (a befektetők korábbi pozícióikat leépítették, piaci irányuk neutrálisra változott, ami egyik irányban sem torzította tovább az árfolyamrugalmasságot). Ez utóbbi két hatás már kifutóban van, az opciós szintek túlnyomó többségét kiütötte már a forint, így további erősödéssel, illetve a jelenlegi szintek megtartására csak akkor látunk esélyt, amennyiben hazánkban ismét beindul a reálkonvergencia és a jegybanknak sikerül leszorítania az inflációs mutatót.

## Állampapírok

Az állampapírok hozamai a második negyedév során kisebb mértékben ugyan, de tovább emelkedtek a görbe rövid oldalán. A hozamnövekedés elsősorban az időszakban publikált hazai makroadatoknak és belpolitikai eseményeknek (koalíció felbomlása) volt köszönhető. A májusi inflációs adatból például az látszik, hogy megállt az infláció csökkenése, amiben elsősorban az élelmiszerárak és a gázárak emelkedése játszott jelentős szerepet. Idén májusban az egyhavi átlagos fogyasztóiár-emelkedés 1,1 % volt, 2007 májusához viszonyítva pedig 7 %-al növekedtek az árak. Január óta ez volt a legmagasabb éves pénzromlási ütem. Negatívan ítéltetők meg az időszak folyamán napvilágot látott bruttó bér növekedési adatok is. A márciusi 9 %-ról áprilisban 10 %-ra gyorsult a versenyszférában is az éves bruttó bér-növekedés, és az összeggazdasági bérikirámlási növekmény is 10,6 % volt az előző hónapban mért 9,9 % után. Továbbá a Kopint-TÁRKI megjelent konjunktúra elemzésében felfelé módosította mind az idei évre, mind 2009-re vonatkozó inflációs előrejelzéseit. Míg 2008-ra vonatkozóan 6,5, 2009-re 4,4 %-os éves pénzromlással számol a kutatóintézet. Az indoklásban a világgiazi energia- és élelmiszer áremelkedés folytatódása jelenik meg. A



Kopint szerint a magyar GDP növekedés továbbra is a régió legalacsonyabbja marad és idén nagyságrendileg 2-2,5 % körül alakul. Ilyen környezetben a monetáris tanács a következő intézkedéseket hozta: április 1-jén 50, április 29-én 25, május 27-én újabb 25 bázisponttal emelte meg az alapkamatot, ami jelenleg 8,5%. Az elkövetkező három hónapban a Goldman Sachs elemzői további fél százalékos kamatemelést várnak, melynek háttéréként azt említik, hogy a globálisan emelkedő energiaárak begyűrűző hatása jelentős inflációs nyomást fog okozni

Magyarországon. A Dresdner Kleinwort elemzői szerint a jegybank most egy ideig kivár a további kamatemelésekkel, viszont az idén még további negyed-fél százalékos kamatemelést várnak a befektetési bank szakértői.

A hozamgörbe a vizsgált időszakban ellaposodott, azaz a rövidebb lejáratok esetében hozammérséklődést, a hosszabbak (10 és 15 éves terminek) emelkedést tapasztalhattunk. Ennek egyik magyarázatát a külföldi befektetések átcsoportosításában találjuk: a nem rezidensek által birtokolt állampapír állomány a negyedév során közel 250 milliárd forinttal csökkent. A lejáratokon belüli differenciálás képét valamennyire torzította a negyedév végén

esedékessé vált kötvénylejárát, mely felfelé tolta az átlagos hátralévő futamidőt – ám a lejárt állomány érdemi része nem került újból befektetésre, a felszabadult tőke zömmel a rövid távú pénzügyi instrumentumokba áramlott. A vizsgált időszakban érdemi változást nem tapasztaltunk a kockázatvállalási hajlandóságban, a negyedév végére jellemző kiemelkedő forinterősödés nem indukált számottevő korrekciót a hozamokban – ez a visszarendeződés még várta magára –, de a globális gazdasági kilátások miatt a feltörekvő piacokon várható óvatosság ezt meglátásunk szerint lelassíthatja.

## Külföldi részvények

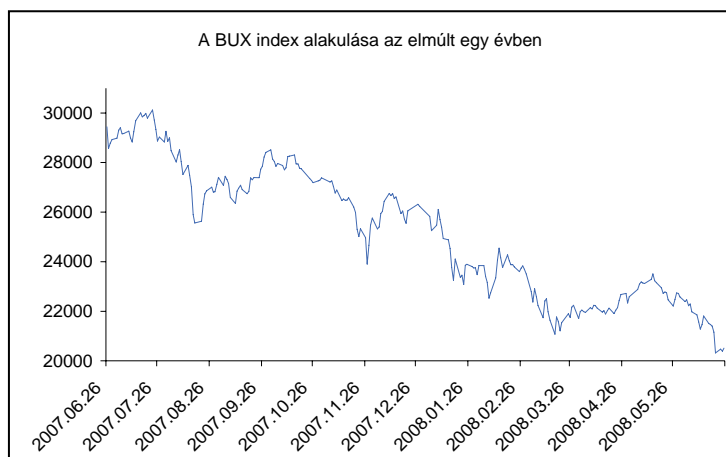
Az időszak első felében a globális tőkepiacokon jelentős korrekció következett be, annak ellenére, hogy a makroadatokat továbbra is kedvezőtlen képet mutatnak. Az amerikai gazdaság lassulása már nem kérdés, és bár a GDP adatok némileg javultak, a növekedés jóval alacsonyabb szinten tartózkodik az elmúlt évekhez képest. A FED a gazdaság élénkítéséért a negyedév során 25 bázisponttal, 2 %-ra csökkentette az irányadó kamatot (az idei évben eddig mindösszesen 225 bázispontos csökkentést hajtottak végre). Ezen felül a FED számos likviditásvételező intézkedést hajtott végre. A jelenlegi helyzetben azonban a gazdasági lassulás mellett a jegybankoknak az infláció növekedésével is számolniuk kell. A rendkívüli mértékben megugró energia- és nyersanyagárak ugyanis jelentős áremelkedést idéztek elő, mely a kamatsökkentési periódus végét is jelentheti. A nyersolaj iránti keresletnek a kínálatnál nagyobb mértékű növekedése ugyanis jelentősen megemelte annak árfolyamát. Emellett azonban spekulatív tényezők is nagymértékben hozzájárultak az emelkedéshez. A gyenge dollár, a csökkenő reálkamatlábak, valamint a részvénypiaci bizonytalanság miatt ugyanis sok befektető az árupiacok felé fordult.

Az amerikai fogyasztók rendkívül nehéz helyzetbe kerültek – a hitelpiaci válság következményeként a háztartások sokkal nehezebben jutnak hitelhez, emellett azonban növekvő árszinttel kell szembenéznük. Bár a kormányzat némileg próbál segíteni a bajbajutott háztartások helyzetén, a csökkenő kereslet már a reálgazdaságban tevékenykedő vállalatok teljesítményén is megmutatkozik.

A negyedévben az autógyártók (Ford, GM), valamint a légitársaságok is igen gyengén szerepeltek. A magas üzemanyagárak hatására ugyanis az autótértékesítések száma jelentősen csökkent, a légitársaságok költségei pedig folyamatosan emelkednek. A pénzügyi szektor ismét igen rosszul teljesített, az időről-időre bejelentett veszteségjelentések, valamint leminősítések hatására a szektor vállalatai részvényeinek árfolyama átlagosan 16 %-al csökkent. Eddig több mint 350 milliárd dollárnyi veszteséget jelentettek be, és összesen mintegy 175 000 alkalmazottat bocsátottak el. A magas nyersanyagárak ugyanakkor jó hatással voltak a gáz- és olajipari szektor azon vállalataira, melyek a finomítás mellett kitermeléssel is foglalkoznak. Emellett a defenzív szektorok is felülteljesítettek – a telekommunikációs, a közszolgálati, illetve a gyógyszeripari szektornak sikerült különösebb veszteség nélkül zárnia az időszakot.

## Hazai Részvények

A hazai részvénypiac az elmúlt negyedévben 6,09 %-ot, az idei évben összesen 22,3 %-ot esett. A BUX az idei évben



alulteljesítő volt a régiós indexekhez képest, csak a lengyel WIG indexnél sikerült jobb teljesítményt elérnie, ez utóbbi -25 %-os hozamot ért el. A második negyedév első fele a globális hangulat javulásának hatására kedvezően alakult a hazai részvénypiacon is, ám a pozitív hangulat – mint azt vártuk – átmenetinek bizonyult. Míg a BUX március közepére 23 500 fölé is benézett, a negyedévet alig 20 300 felett zárta, sőt napon belül 20 000 alá is került a negyedév második felében.

A hazai piacot az elmúlt időszakban rendkívül alacsony forgalom jellemezte. A tavaly júniusi rekord forgalom (több mint 1 050 milliárd Ft) óta hónapról hónapra csökkent, márciusban alig érte el a 310 milliárd Ft-ot. A piaci szereplők érdektelenségét a hazai tőzsde iránt a globális kockázatkerülés mellett a belpolitikai bizonytalanság, valamint a vállalati hírek hiánya okozta.

A blue chip részvények közül az OTP mutatott a leggyengébb teljesítményt az idei évben. Bár a vállalat vezetősége többször is megerősítette, hogy semmilyen másodlagos jelzálogpiaci kitettsége sincsen, a bankszektor felől érkező kedvezőtlen hírek, és ennek hatására a szektor globálisan negatív megítélése rányomta a bélyegét a hazai bankpapír teljesítményére. Bár a vállalat kiváló fundamentumokkal rendelkezik, mégsem sikerül jelentősen kitörnie a jelenlegi szintről. Az OTP árfolyama 7,3 %-ot esett az elmúlt 3 hónap alatt.

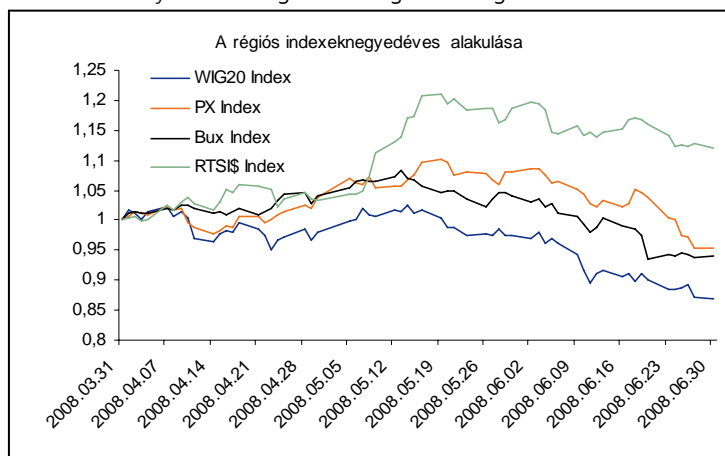
A MOL árfolyama 6,3 %-kal esett a negyedév alatt, a hazai vállalat a növekvő olajárak ellenére nem volt képes nyereségét növelni, a kitermelés nem nőtt, a gyengülő dollár pedig szintén negatív hatással volt a vállalat eredményére. Az OMV felvásárlás szinte teljesen kiárazódott a papírból, az Európai Bizottság ugyanis megszüntette a vizsgálatot a fúzióval kapcsolatban. A Richter 5 %-ot esett, a gyenge dollár nem tett jót a gyógyszeripari vállalat részvényeinek sem. Az Mtelekom 9,9 %-os csökkenést ért el az elmúlt negyedévben, a vállalat osztalékot fizetett, ám az árfolyama az osztalék mértékénél nagyobb mértékben esett.

A hazai kispapírok még a blue chip részvényeknél is nagyobb mértékben estek. A következő hónapokban továbbra is a globális piacok alakulása fogja meghatározni a hazai piaci teljesítményt. A nyári időszakban azonban az alacsony forgalom továbbra is megmarad, és amennyiben a globális piac megítélése nem változik, a hazai piac megítélése sem változik.

## Régiós részvények

A cseh, lengyel és magyar piac a fejlődő piaci trendekkel összhangban csökkenéssel zárták a negyedévet. A legnagyobb mértékben a lengyel piaci index, a WIG20 esett, 13,08%-kal. A hazai tőzsde indexe a BUX 6,09%-kal zárt alacsonyabban, a cseh tőzsde viszont csak 4,41 %-ot csökkent. A prágai tőzsde kedvező teljesítésében jelentős szerepe volt a legnagyobb kelet-közép európai vállalat, a cseh energetikai óriás, a CEZ 10 %-ot meghaladó árfolyam-emelkedésének.

A vállalat árfolyamát a száguldó energiaárak segítették. Befektetői körökben kedvező fogadtatásra talált a cég azon



bejelentése is, mely szerint tovább kívánja bővíteni energiatermelő kapacitását. A Zentiva szintén jól teljesített a negyedév során, miután több nagyobb nyugat-európai gyógyszergyártó is ajánlatot tett a Richter cseh versenytársára. A bankszektor ugyanakkor igen rosszul szerepelt, ami rányomta a bélyegét a pénzügyi szektorban igen nagy kitettségű WIG20 indexre. A horvát piacon az INA jelentős árfolyam emelkedést ért el, a MOL ugyanis felvásárlási ajánlatot kíván tenni az olajipari cég jelenleg még állami tulajdonban lévő

részére.

A következő időszakban a vállalati gyorsjelentések és eredmények várakozásokhoz képesti alakulása lesz döntő jelentőségű. Amennyiben az elmúlt időszak hitel- és tőkepiaci turbulenciáinak negatív hatása az előrejelzésekhez képest mérsékeltebbnek bizonyul, úgy a gyorsjelentési szezon a makrogazdasági konjunktúrák függvényében akár egy átmeneti pozitív korrekciót is eredményezhet a részvénypiacokon.



## Az Allianz Hungária Önkéntes és Magánnyugdíjpénztár 2008. II. negyedévi befektetéseiértékelése:

### Önkéntes ág:

2008.03.31-i nyitó eszközérték:	88 568 830 418 Ft
2008.06.30-i záró eszközérték:	89 199 004 049 Ft
2008. II. negyedévben elért befektetési hozama:	0,53 %
Az adott időszakra vonatkozó Benchmark hozam:	0,71 %.

### Magán ág:

2008.03.31-i nyitó eszközérték:	202 572 079 536 Ft
2008.06.30-i záró eszközérték:	210 744 120 225 Ft
2008. II. negyedévben elért befektetési hozama:	-0,53 %
Az adott időszakra vonatkozó Benchmark hozam:	- 0,65 %

Az I. negyedéves jelentős esést a II. negyedévben némi korrekció követett a kötvénypiacon. A II. negyedévben a portfólió teljesítménye 0,53 % lett az Önkéntes, és -0,53 % Magánnyugdíjpénztári ágban a részvénypiacok átlagosan 10 százalékos feletti esése ellenére. A következő negyedévben a jelenlegi makrogazdasági környezet mellett továbbra is az eddigi konzervatív stratégiát követjük.

Budapest, 2008. július 15.