

Vagyonkezelői jelentés Allianz Önkéntes és Magánnyugdíjpénztár IV. negyedév

Budapest, 2009.január 12.

Allianz 

1.1 Globális trendek

Globális lassulás, kockázatelutasítás, gazdasági mentőcsomagok

- Az Egyesült Államokból kiindult jelzálogpiaci válság hatásai kiteljesedtek. A pénzügyi közvetítő rendszerek működése megakadt, a hitelpiac átmenetileg megszűnt, a pénzpiaci likviditás elillanása megdrágította a hiteleket, így nem csak a beruházások, de a forgóeszköz finanszírozás is jelentősen drágult, a gazdasági aktivitás csökkenni kezdett.
- A recessziós félelmek miatt csökkentek a részvényárak, a várható gazdasági lassulás miatt a beszállító országok (jellemzően nyersanyag, vagy köztes terméket exportáló országok) gazdasága „hard landing” jellemzőit mutatta.
- A világ vezető gazdaságai rendre kamatcsökkentésre kényszerültek a recesszió elkerülése érdekében. (FED: 175bp, ECB: 225bp, BOE: 400bp) Az amerikai FED „quantitative easing”-et (a gazdaságban forgó pénzmennyiség szándékos felduzzasztása) hirdetett. A bankrendszer átlagosnál erősebb likviditásvisszatartó hatása miatt az amerikai jegybank szerepét betöltő intézmény a „troubled asset”-ek közvetlen felvásárlása mellett döntött.
- A felvevőpiacok lassulása a nyersanyagárak csökkenéséhez vezetett, ezt tovább gerjesztette a spekulatív nyersanyagpiaci pozíciók leépítése. A nyersanyagexportőr gazdaságok költségvetése nem bírta el a kieső bevételeket – a finanszírozhatóság beszűkült keretek között kérdésessé vált, ennek köszönhetően ezen országok devizái gyengülni kezdtek.

1.2 Globális trendek

Globális lassulás, kockázelutasítás, gazdasági mentőcsomagok

- Ezzel egy időben a hagyományosan külkereskedelmi aktívummal rendelkező országok a csökkenő külpiaci kereslet ellensúlyozása érdekében hagyták saját devizájukat gyengülni (a gazdaságösztönző alapkamat-csökkentések mértékének meghatározásánál nem volt akkora jelentősége a saját deviza árfolyama, illetve annak inflációra gyakorolt hatása mint korábban)
- A kockázelutasítás globális folyamattá szélesedett, a rosszabb kockázati besorolású régiókból jelentős tőkét vontak ki a befektetők, ez költségvetési finanszírozási problémákat (IMF hitelek) és speciális strukturális egyensúlytalanságokat (régiós FX hitelezés) eredményezett. A kockázati faktorok megugrása a mérőszámokban is jelentkezett (CDS jegyzések, volatilitás mutatók).
- A rossz befektetői hangulatot az USA-ban bejelentett gigantikus méretű gazdaságösztönző csomag csupán napokra tudta ellensúlyozni. Bizonyos vélemények szerint az EMU jelentős elmaradással küzd kamatcsökkentés terén, a becslések azt mutatják, hogy az ECB-nek zéró kamatpolitikával és a pénzmennyiség szándékos növelésével sem sikerül a közeljövőben felzárkóznia az Egyesült Államokhoz (utolérni gazdasági ciklusban)

1.3 Hazai válságkezelés

Forint összeomlás, hazánk a fizetéseképtelenség határán

- Az MNB a rossz gazdasági kilátások ellenére kénytelen volt 2008 negyedik negyedévében 8,5%-ról 300 bázisponttal 11,5%-ra emelni az alapkamatot. A kényszerű emelés oka több kedvezőtlen tényező együttes hatásának ellensúlyozására szolgált.
 - rossz befektetői hangulat, tőkekivonás a feltörekvő piacokról, bankcsődök miatt levágott credit line-ok
 - ikerdeficit, romló likviditási környezetben instabil finanszírozás (az átlagosnál jóval magasabb külső finanszírozási kényszer)
 - minimális lakossági megtakarítási hajlandóság, deviza denominált hitelek nagy aránya – komoly FX likviditási problémák
- A bankközi likviditás kiszáradása és a minimálisra csökkentett credit line-ok miatt a bázis swap jegyzések jelentősen elmozdultak (a kereskedelmi bankok „sorba álltak” devizáért hogy a törlesztéseket le tudják bonyolítani visszaeső folyósítások miatt). A forint effektív kamatláb jelentősen eltért az MNB alapkamatától, így a tényleges szintnél jóval olcsóbban lehetett forrást szerezni a forint elleni spekulációra.
- A kamatemeléssel, a kamatcsatorna beszűkítésével és az azóta kibővített FX likviditási eszköztárral az MNB átmenetileg normalizálni tudta a helyzetet.

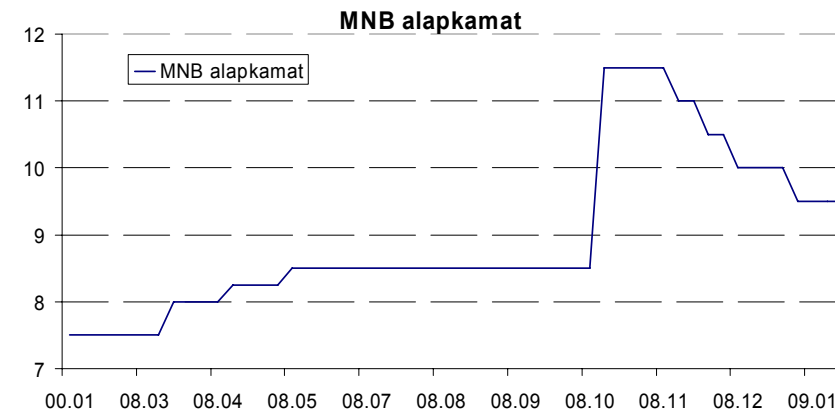
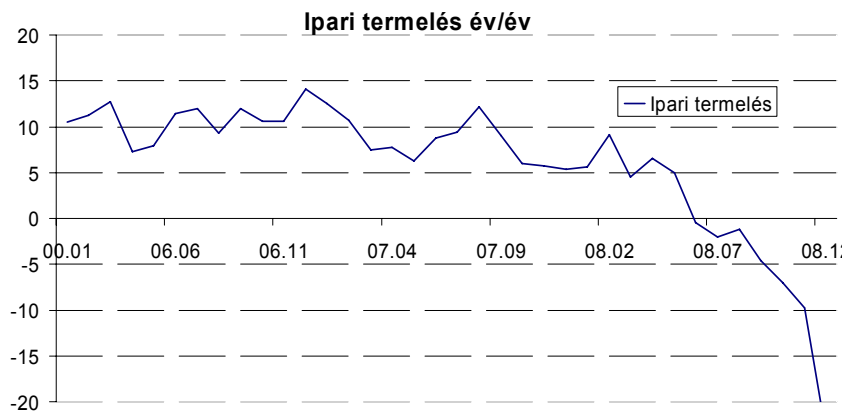
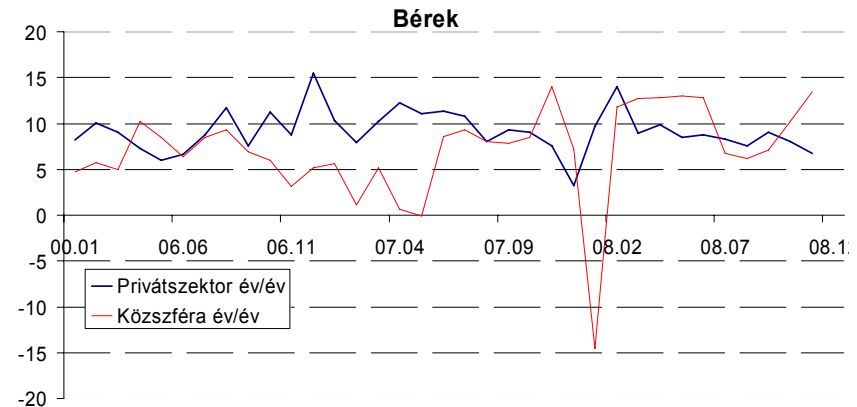
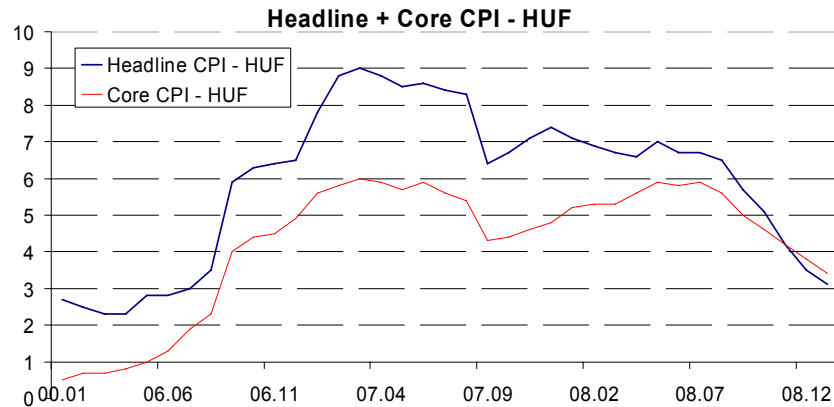
1.4 Hazai válságkezelés

Forint összeomlás, hazánk a fizetéseképtelenség határán

- A finanszírozhatóságunk bizonytalanná vált, a pánikszerű eladásokat csak az IMF – Világbank – EU-tól kapott közel 20 mrd eurós hitelkeret tudta csillapítani.
- Bebizonyosodott, hogy a jelenlegi finanszírozási szerkezettel (nagyarányú és nem hatékony újraelosztás, költekező állam) hiteles jegybanki politikát nem lehet folytatni – a várt inflációs csökkenés és a gazdasági lassulás ellenére jelentősen emelni kellett az alapkamatot a forint további gyengülésére spekulálók visszaszorításához.
- A jegybank a káros makrogazdasági hatások minimalizálása érdekében a lehetőségekhez mérten gyorsan csökkentette az alapkamatot: 2008 Q4 végére az irányadó ráta már 150 bázisponttal alacsonyabban, 10%-on állt.
- A forint a hatalmasra duzzadt kamatfelár ellenére is a negyedév során közel 10%-kal gyengült az euróhoz viszonyítva, s ez a folyamat januárban új lendületet vett.

1.5 Hazai makrofolyamatok

Recesszióban a gazdaság, torzuló külpiaci egyensúly, történelmi mélypont közelében a forint



1.6 Hazai makrofolyamatok

Recesszióban a gazdaság, torzuló külpiaci egyensúly, történelmi mélypont közelében a forint

- A legutolsó publikált adatok szerint a hazai GDP a Q3 +0,8% bővülés után a negyedik negyedévben 2%-kal zsugorodott, a magyar gazdaság tehát recesszióba fordult.
- Hazánk ipari termelése a felvevőpiacok leállása miatt gyakorlatilag összeomlott: a korábbi 5-10% bővülési ütemről a negyedév végére év/év alapon -10%-ot is meghaladó lassulást figyelhettünk meg. Exportunk szintén csökkent, ez a beruházási/termelési import vonzat miatt ugyan javította a külkereskedelmi mérleget, ám a fogyasztási célú import relatív állandósága miatt a javulás csak átmeneti, s később jelentős finanszírozási problémákban mutatkozik majd meg a folyó fizetési mérlegben.
- A jelentős gazdasági lassulás még nem mutatkozik a béradatok esetében, különösen a közszféra év/év mutatói rendkívül magasak. A jelenlegi környezetben ez viszonylag kis hangsúlyt kap, de várakozásaink szerint 2009 második felében ismét 4% környékére emelkedik a headline infláció és a várakozásokat rendkívül kedvezőtlenül befolyásolhatja a beragadt bérnövekedés tovább nehezítve a monetáris irányítás feladatait.

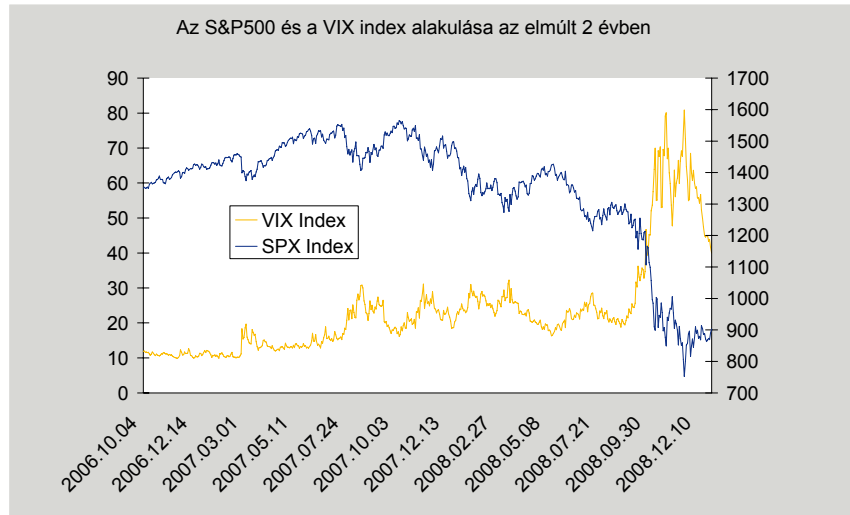
1.7 Állampapírpiac

Működésképtelen piac, kényszermegoldások, eltörölt aukciók

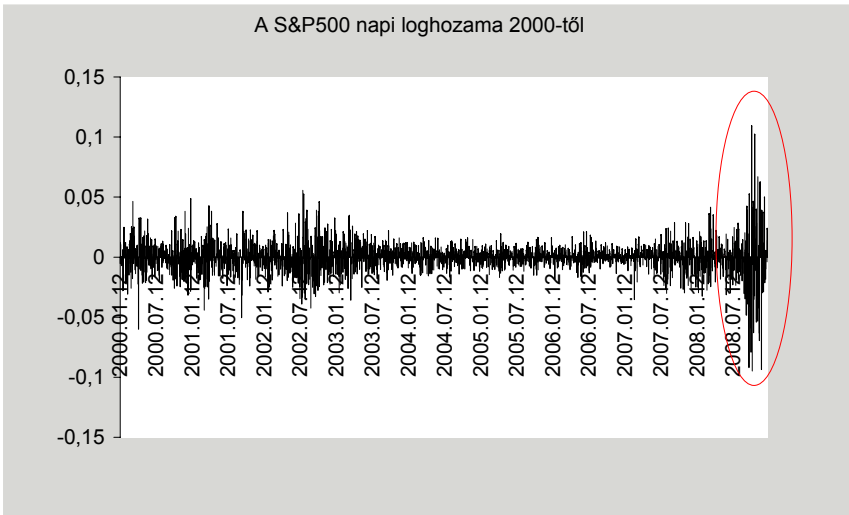
- Az általánosan rossz befektetői hangulat mellett tovább rontotta a hazai állampapírpiac helyzetét hogy a kifizített FXswap / báziswap állapotok miatt rendkívül olcsó HUF forrást tudtak felvenni a spekulánsok, ennek köszönhetően alacsony költségek mellett tudtak kölcsönügyleteket finanszírozni és short pozíciókat felvenni, azaz a piaci hozamok emelkedésére spekulálni.
- A finanszírozási helyzet gyakorlatilag tarthatatlanná vált, a másodpiaci hozamok kétszámjegyűek lettek, ennek ellenére is voltak sikertelen aukciók. Az IMF-EU-Világbank hitelkeret valamelyest normalizálta a helyzetet, de az ÁKK nem tartott több kötvényaukciót az évben, a kötvénypiac többször teljesen befagyott, a kötelező jegyzési mennyiségeket csökkentették. Mind a transzparencia, mind a likviditás érezhetően csökkent a piacon.
- A külföldi befektetők birtokában lévő állampapír állomány a negyedév során 25%-kal csökkent, december végén már nem érte el a 2500 milliárd forintot. Az eladások túlnyomó többsége a szeptember-október időszakban valósult meg (október közepén a 3 éves benchmark hozam 13% felett állt, amire egy évtizede nem volt példa az állampapírpiacra). A külföldi állomány durationja a negyedév elejéhez képest érdemben nem változott, a 4,30-as szint körül maradt.
- 2008 Q4 végére a piac valamelyest megnyugodott, így a hozamok is korigáltni tudtak. A teljes negyedévet vizsgálva a 3 éves szegmens 10bp, az 5 éves 0bp, a 10 éves 15bp körüli csökkenéssel zárt. A 2-10 éves spread (a görbe meredeksége) a negyedév során szintén nem változott érdemben – közel 100 bp-on állt, ám mindenképpen említést érdemel, hogy a vizsgált időszak során 100 bázispontos kilengéseket is megfigyelhettünk.

2.1 Fejlett részvénypiacok

S&P 500 és VIX index



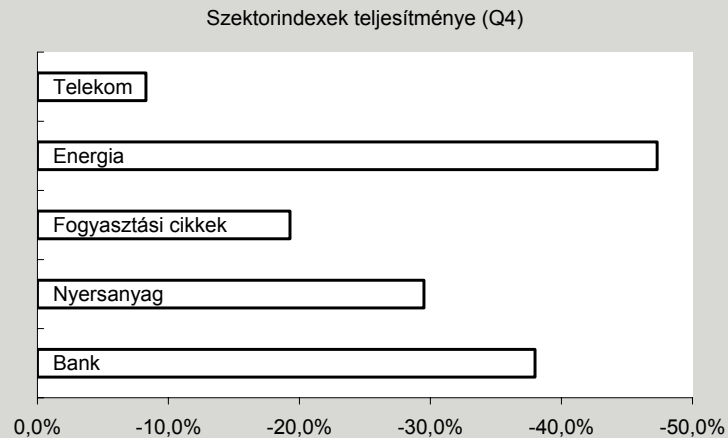
S&P napi loghozamok



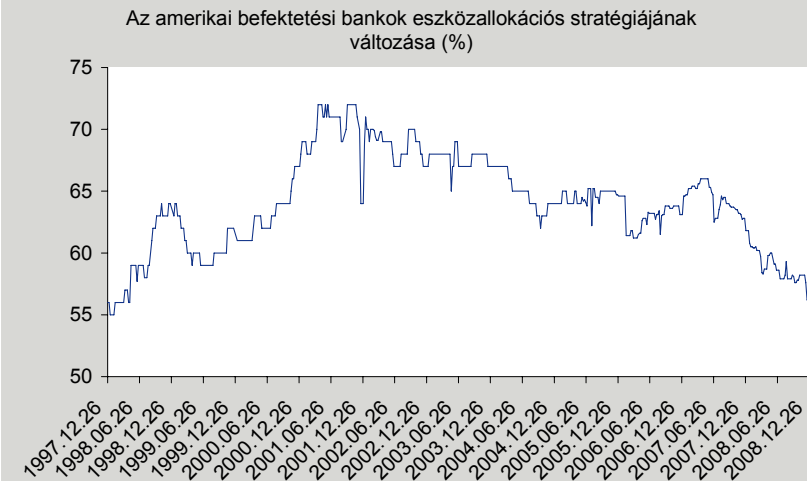
- Az elmúlt negyedévben a piaci bizonytalanság, és a kockázatkerülés tovább mélyült > a VIX index újabb csúcspontot döntött, a hozamkilengések jelentős mértékben emelkedtek (napi loghozamok)
- A S&P 500 index az elmúlt negyedévben 22,56 %-ot, év eleje óta 38,49 %-ot, míg a DJ Euro Stoxx 50 a III. negyedévben 18,99 %-ot, év eleje óta 42,4 %-ot esett.
- A globál EPS várakozások jelentősen csökkentek > a bankszektoron túl a reálgazdasági iparágakban is profitcsökkenési várakozások a negyedik negyedévre
- A Lehman Brothers csődje után meredek esés – a bankmentő csomagok bejelentése, valamint a FED fokozatos kamatcsökkentése (0-0,25 sávig) nem nyugtatta meg a piacokat – az S&P index 750 pont alatt is járt, ami 52 %-os esést jelentett a 2007-es csúcspont óta. Sok papír 10 dollár alá esett (sok alapkezelő nem fektethet ilyen részvényekbe).
- A mélypont után a Citigroup megmentése némileg megnyugtatta a piacot – a „pánik” időszak után sávós kereskedés, alj építés
- Januárban Q4 eredményeszezon – jelentős EPS csökkenés várakozások + romló makrokörnyezet (munkaerőpiac, ipari termelés, GDP) > forward EPS csökkenések > további esés, mégha a P/E ki is tágul

2.2 Fejlett részvénypiacok

Dow Jones szektorindexek



Eszközallokációs ajánlás



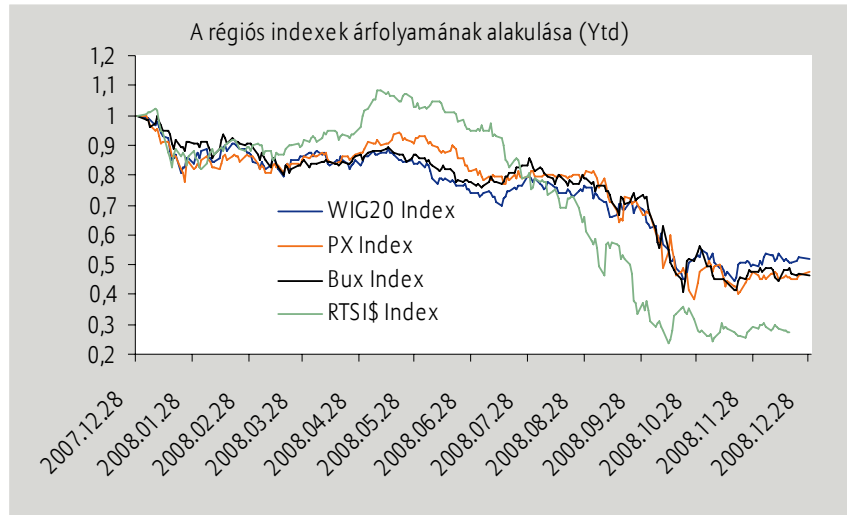
- Bankszektor: további jelentős leírások, az év végéig 110%-os profitzuhanás > a bankmentő csomagok nem tudták helyreállítani a bizalmat. Q4 eredmény várakozások: EPS esés, hatalmas céltartalék képzés
- Olajszektor: június óta olajáresés (a recessziós várakozások felerősödése) > finomítói marginok beszűkültek > veszteséges kitermelés, raktárkészletek növekedése
- A telekom, illetve a gyógyszeripari szektor defenzívnek számít, így felülteljesítő lehet, ám a globális fogyasztás csökkenése következtében itt is jelentős eredménycsökkenésre lehet számítani.
- Az autóipar a recesszió következő áldozata: az autóértékesítések lecsökkentek > GM, Ford csődközeli állapot > kormányzati segítség

Összességében nagyon negatív kilátások, de:

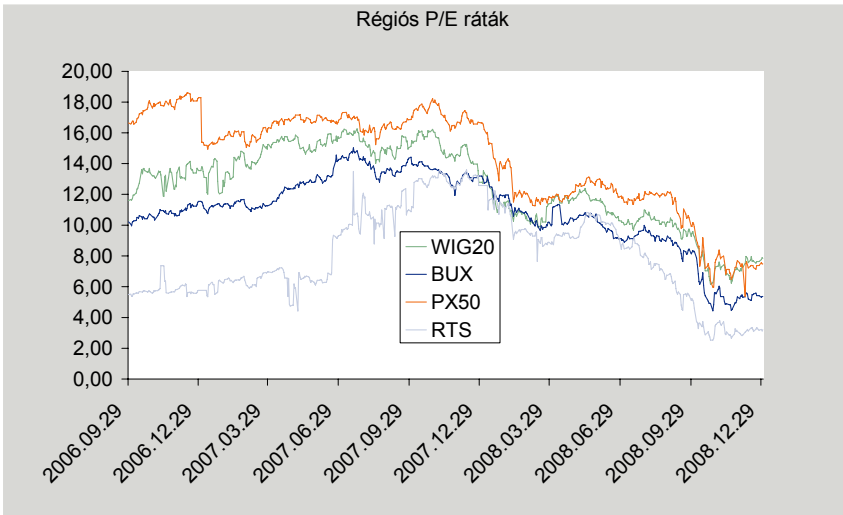
A piacok extrém túladott szintről álltak fel év végére > a következő időszakban a novemberi aljak tesztelése valószínű, ám újabb mélypontok csak nagyobb sokk esetén, e nélkül: nagy cash állomány a befektetőknél + bank és olajszektor csökkenése az indexekben > ellaposodó alj + szűk sáv.

2.3 Régiós piacok

Főbb régiós indexek árfolyamai



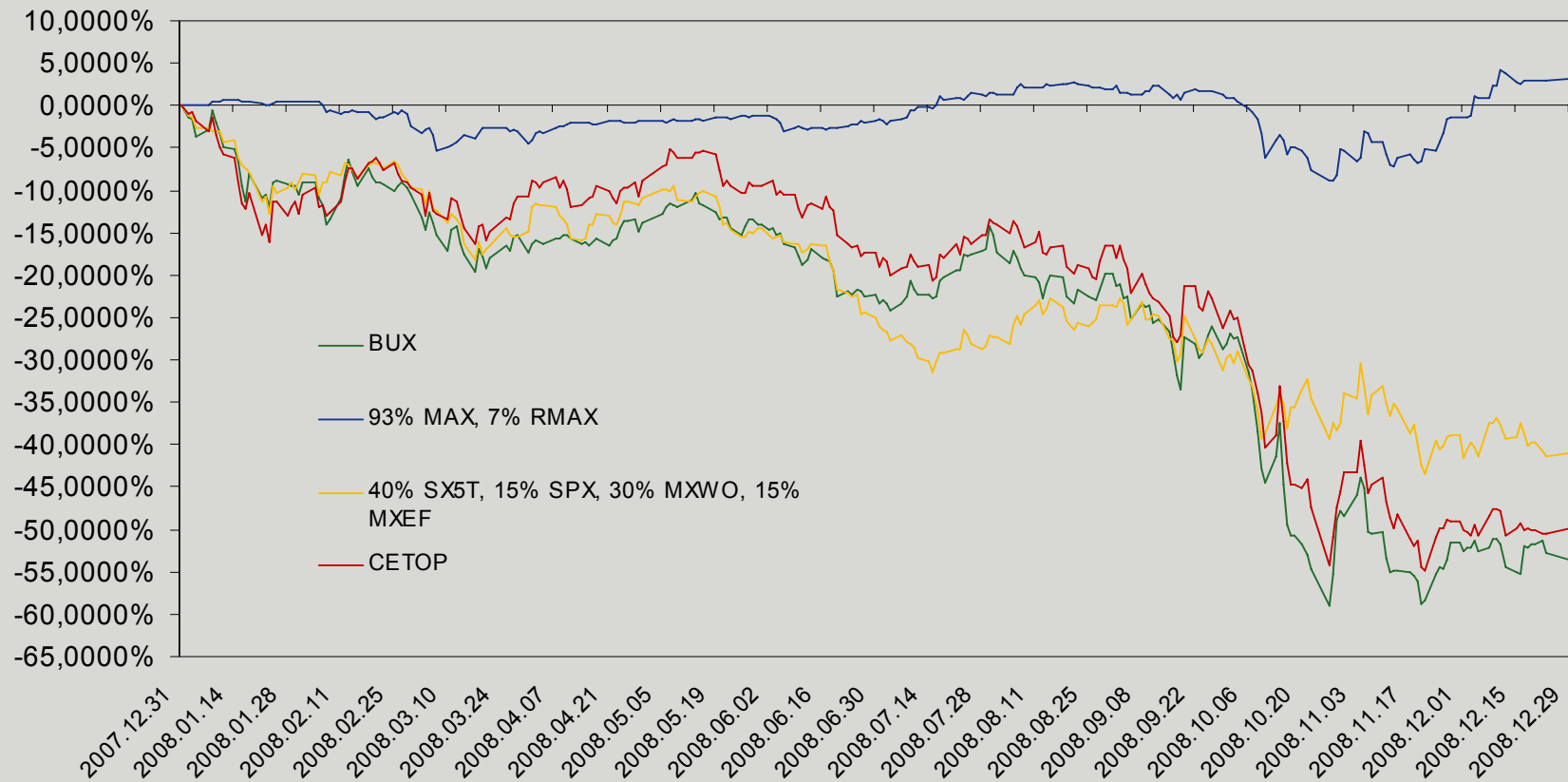
Régiós P/E ráták



- A WIG20 index 38,35 %-ot, a PX index 34,13%-ot, a BUX pedig 40,87 %-ot, a CETOP20 index 38,88 %-ot esett a Q4-ben euróban denominálva.
- A régiós P/E meredeken beestek > a régiós piacok közti értékeltség kitágult > az orosz (az olajár hatalmas esése következtében), illetve a hazai piac (IMF segély, gyenge deviza, instabil finanszírozás) relatíve ismét olcsónak számít a régióban.
- A cseh piaci prémium lecsökkent, a lengyel piac relatíve drága (hasonlóan rossz finanszírozási szerkezet, a HUF-nál is gyengébb deviza), főként a lengyel bankok túlértékeltségének következtében (kis Ukrán, illetve Román kitétséggel rendelkező bankok, expanzív belső piac) > míg pl. az OTP 0,8 P/BV-val forog, a lengyel bankok (PEKAO, PKO, BRE) 1,6 – 1,7-es P/BV-n
- Bankszektor > legsérülékenyebb, forrászerzési problémák, Ukrán, Román kitétséggű bankoknál hatalmas leírások
- Olajszektor > készletértékelések, finanszírozási problémák (különösen Lotos)
- Az export orientált vállalatok a gyengülő régiós devizák miatt jó negyedévet zárhatnak (EGIS, Richter), ugyanakkor a csökkenő volumenek ezt erodálják

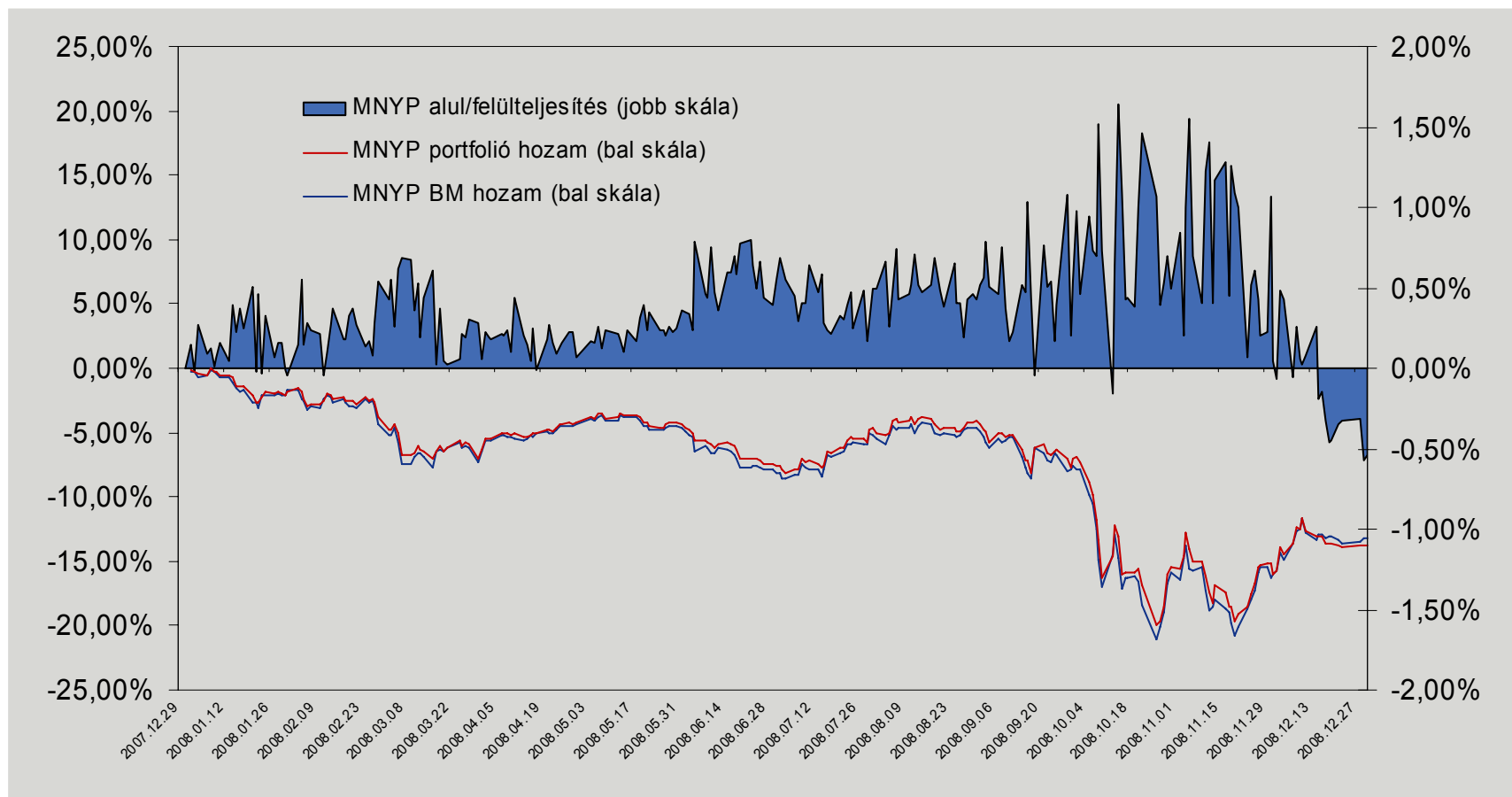
3.1 A Stratégiai eszközallokációt alkotó Indexek teljesítménye

Indexek hozamainak alakulása forintban 2007.12.31 - 2008.12.31-ig



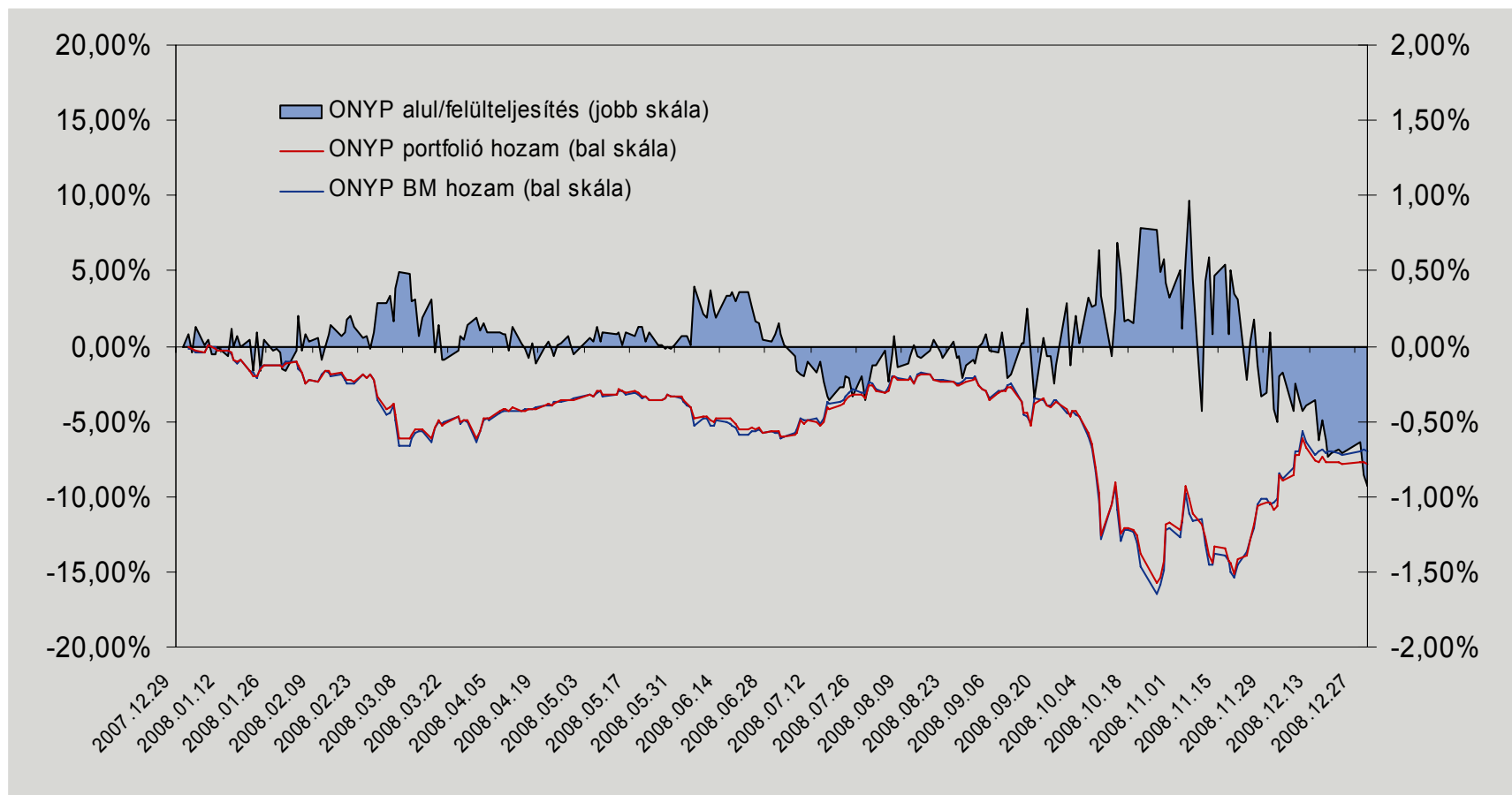
3.2 MNYP Portfólió teljesítménye

MNYP Portfólió teljesítménye 2008.12.31-ig



3.3 ONYP Portfólió teljesítménye

ONYP Portfólió teljesítménye 2008.12.31-ig



4.1 A Magán nyugdíjpénztári portfolió teljesítményének összefoglalása

Vagyonkezelt vagyon

Nyitó állomány (2008.09.30): 219 360 077 149

Záró állomány (2008.12.31): 214 136 017 073

A teljes portfolió hozama

2008. IV. negyedévben elért befektetési hozam: -6,50 %

Az adott időszakra vonatkozó benchmark hozam: -5,70 %

4.2 Az Önkéntes nyugdíjpénztári portfolió teljesítményének összefoglalása

Vagyonkezelt vagyon

Nyitó állomány (2008.09.30): 90 618 638 343

Záró állomány (2008.12.31): 86 364 363 910

A teljes portfolió hozama

2008. IV. negyedévben elért befektetési hozam: -3,30 %

Az adott időszakra vonatkozó benchmark hozam: -2,46 %

4.3 Stratégia

Az IV. negyedévben az eddigi konzervatív, kötvénytúlsúlyos stratégiát követtük. A 2009. év első negyedévében a részvény eszközosztály fokozatos felülsúlyozását javasoljuk – amennyiben a negyedéves gyorsjelentési szezon, valamint a IV. negyedévre vonatkozó kedvezőtlen makroadatok következtében a részvényt piacok visszatérnek a novemberi mélypontok közelébe. A részvényportfolión belüli diverzifikációt továbbra is fenntartva a fejlett piacok (kiváltképp az Egyesült Államok) felülsúlyozását javasoljuk a régiós piacokkal szemben. A kötvénypiacon az előző negyedévben várt javulás esélye nagymértékben lecsökkent, így a duration hosszabbítást a következő negyedévben nem támogatjuk.

Kiss Nagy Emil

Budapest, 2009. január 12.