

# Vagyonkezelői jelentés Allianz Önkéntes és Magánnyugdíjpénztár 2008

Budapest, 2009. január 12.

Allianz 

## 1.1 Globális makrogazdasági folyamatok

### Jelzálogpiac – likviditás – hitelpiac – szisztematikus kockázatok

- 2008 elsősorban a jelzálogpiaci összeomlás és az ennek következtében kialakuló globális válság következményeiről szólt. Ennek kialakulásához az alábbi okok vezettek:
- A világgazdaság az átlagosnál magasabb fejlődést mutatott a pénzügyi instrumentumok terén az elmúlt időszakban. Az általánosnak mondható likviditásbőség („Greenspan put” és „helicopter Ben”) miatt a strukturált termékek törtek előre, melyek segítségével a befektetők jelentős köre részesülhetett a sima betét/kötvény befektetéseket jelentősen meghaladó hozamokból.
- Az értékpapírosítás és a származtatott termékek deregulációja és a befektetési/kereskedelmi banki működési tevékenységek összemosása (Glass-Steagall Act felfüggesztése) következtében nagymennyiségű származtatott termék árasztotta el a piacot, melyek alapja jelzálogkövetelés volt. Ezeket a befektetési bankok újracsomagolták, és annak ellenére rendeltek hozzá különböző kockázati besorolásokat (ratingeket) hogy a mögöttes kockázat nem tért el jelentősen. A termékek magasabb hozamának alapfeltétele az ingatlanárak stabil növekedése volt.
- A dereguláció másik kedvezőtlen hatásaként a piaci szaturációs szint elérése után a jelzálogpiaci szereplők és a befektetési bankok olyan adósokra is kiterjesztették a vázolt befektetési instrumentumokat, akik nem rendelkeztek a kockázati besorolásokat megközelítő hitelvisszafizetési potenciállal (sub-prime lending). Ezzel rövid távon jelentős piacbővülést és nagy forgalmat realizáltak, de a nem kockázatmentes hitelállomány megugrása jelentősen növelte a pénzügyi közvetítő rendszerben meglévő kockázatot.
- A probléma akkor vált nyilvánvalóvá, mikor a gazdasági lassulás miatt az alacsony hitelvisszafizetési potenciállal rendelkező, ún. rossz adósok körében megugrott a hitelbedőlések száma. Ekkor indult meg a hitelfedezetként felajánlott ingatlanok kényszerértékesítése ami romló gazdasági környezetben drasztikus hatással bírt: az ingatlanárak növekedése megtorpant.

## 1.2 Globális makrogazdasági folyamatok

### Jelzálogpiac – likviditás – hitelpiac – szisztematikus kockázatok

- Tekintettel arra, hogy a jelzálogpiaci hitelezésen alapuló, strukturált termékekkel támogatott rendszer alaptézise, azaz az ingatlanárak stabil növekedése megingott, az erre épülő származtatott termékek (derivatívok) értéke is csökkenni kezdett. Az ilyen termékeket birtokló befektetők eladóként léptek fel a piacon, ami – az előző konstrukció visszafejtéséből adódóan – ingatlanadásokat generált a piacon. Ennek drámai hatása nem maradt el: az ingatlanárak bő 4 évtized után először csökkenni kezdtek a tengerentúlon. Az erre épülő termékstruktúra összeomlott, a befektetések értékelhetetlenné váltak (toxic asset), a befektetési bankok tőkevesztést könyveltek el, felszínre került a rendszerbe került szisztematikus kockázat.
- A befektetői bizalom megingása globális likviditási válságot okozott: a bankok közötti pénzügyi forgalom gyakorlatilag megszűnt, a pénzügyi közvetítő rendszer – a jelenlegi gazdasági rendszer alapja – rövid időre működésképtelenné vált. Ezt a problémát jegybanki szinten sikerült átmenetileg orvosolni (kamatvágás, készpénzállomány felduzzasztása, azaz „quantitative easing”), de a mögöttes problémákat ez az intézkedéssorozat sem tudta orvosolni: a kereskedelmi bankok hitelezési tevékenysége a korábban megfigyelt szint töredékére esett vissza
- A hitelpiac megszűnésével nemcsak az új beruházások megvalósítása vált kétségessé, de a forgóeszköz-hitelezés akadályozásai miatt a termelővállalatok többsége is jelentős nehézségekkel szembesült. Ez a folyamat tovább rontotta az általános recessziós környezetet: a pénzügyi szektor után a reálgazdaságban is megugrott a csődjeljárások száma
- 2008 végére 2009 elejére új megközelítés körvonalazódott: az eddigi likviditásbővítés helyett célzott befektetésekkel, a „toxic asset”-ek közvetlen kivásárlásával és bizonyos preferált gazdasági szegmensek (pl génkutatás, környezetvédelem, zöld energia) közvetlen támogatásával próbálja csökkenteni a recesszió hatásait enyhíteni az Egyesült Államok kormányzata.

## 1.3 Globális makrogazdasági folyamatok

### EU – Feltörekvő piacok – hitelválság, K. Európai „subprime” válság

- Tekintettel arra hogy Európában nem volt ilyen élénk a jelzálogpiaci háttérrel rendelkező pénzügyi instrumentumok térhódítása, az öreg kontinens befektetői csak közvetve tapasztalták a tengerentúli problémákat. Ennek ellenére a gazdasági hatás itt sem maradt el, hiszen európai intézmények és alapok is birtokoltak ilyen eszközöket és a jóval nagyobb belső piac ellenére a globális lassulás természetesen itt is érezte hatását.
- 2008 során az EKB is kamatvágásokra kényszerült, de a brit jegybankkal ellentétben még nem kellett alkalmaznia drasztikus „quantitative easing”-et, azaz a gazdaságban forgó pénzmenyiség szándékos, drasztikus emelését.
- Európában azonban egy másik – szintén a bankrendszer szisztematikus kockázatát magában hordozó folyamattal kellett megbirkózniuk a döntéshozóknak: az EU-n belüli, de a valutaunióban nem tag, összehasonlításban kis, nyitott gazdasággal rendelkező országok sérülékenysége, illetve az itt általánossá vált hitelezési gyakorlat okozhat majd fejtörést.
- Lényegében ez az egyik olyan faktor ami miatt a korábban általánossá vált „decoupling” elmélet (azaz a feltörekvő piacok relatív függetlenedése a globális folyamatoktól) megbukott. A nem saját devizában eladósodás, a fix vagy rugalmatlan árfolyamrendszerek és a konvergenciafolyamatban megkövetelt, célként kitűzött maastricht-i kritériumok inkonzisztenciája gazdaságpolitikai szempontból kezelhetetlenné tették a folyamatokat. Ez a dilemma országonként más-más fiskális és monetáris politikai választ követelt meg.
- Közös pontként tekinthetjük viszont a teljes EU-ra vonatkozó érintettséget, tekintve hogy az újonnan csatlakozott EU tagállamokban, illetve a volt FÁK országaiban meglehetősen nagy az EU székhelyű bankok penetrációja.

## 1.4 Hazai makrogazdasági folyamatok

### Gazdasági lassulás – fizetési mérleg – infláció és munkanélküliség

- Hazánk sem tudta függetleníteni magát a globális folyamatoktól, gazdasági növekedésünk 2008 első két félévében még 1% felett járt, de a megszorító intézkedések hatására a bővülés először nulla közelébe csúszott, majd a negyedik negyedévre hivatalosan is recesszióba került. Év/év alapon a GDP -2,3%-kal csökkent a szeptember – december időszakban. Teljes évre vetítve a gazdaság bővülése alig haladta meg a fél százalékot.
- 2008-ban a központi intézkedések egyensúlyjavító hatása érződött a költségvetési hiány alakulásán. Az eredményszemléletű deficit 2008 egészére vonatkozóan 907 milliárd forintra, azaz a GDP 3,3%-ra csökkent (2006: 9,3%, 2007: 4,9%)
- Az infláció a történelmi csúcsokra erősödő forint, a globális lassulás és ennek következtében megvalósult nyersanyagár-korrekció, a visszaeső belső kereslet és a bázishatás miatt jelentős mértékben csökkent. Év végére a pénzromlás üteme 4% alá esett az év eleji 6% feletti szintekről, ez éves átlagban 6,1%-ot eredményezett.
- A forint 2008-ban a sáveltörlés adta mozgásteret kihasználva történelmi csúcsra erősödött nyáron az euróval szemben (230 alatti EURHUF). A jelentős felértékelődés egyrészt a feltörekvő piacokkal kapcsolatos bizalom, és ennek mentén meginduló tőkebeáramlás, másrészt rövid távú spekulációs nyomás (kamatcsökkentés kikényszerítése) motiválta. Az év második felében már megfordult a folyamat – az opciós szintek kiütésével megszűnt a spekulációs nyomás, a globális pénzpiaci problémák a bankközi likviditást elporlasztották, a deviza források biztosítása kétségessé vált (befagyott bázis-swap és FX-swap piacok) így a hazai fizetőeszköz a többi régiós devizával közel megegyező mértékben, közel 40%-ot veszített értékéből az euróval szemben.
- Ellentmondásos folyamatokat figyelhattunk meg a munkaerőpiacon 2008-ban. A megszorító intézkedések ellenére a munkanélküliségi ráta a második negyedévre 8% alá csökkent, és az év hátralevő részében érdemben nem is mozdult el innen. Komolyabb emelkedésre csak 2008 decembere utáni időszakban számíthatunk.

## 1.5 Hazai kötvénypiac

### Csökkenő finanszírozási igény – romló piaci lehetőségek – IMF mentőcsomag

- Bár a költségvetési kiadások csökkentése kedvezőbb finanszírozási helyzetet teremtett az állampapírpiacra a 2008-as év – pontosabban a második félév – komoly veszteségeket okozott a kötvénypiaci befektetéseknél. A jegybank az évet koordinált kamatemelésekkel kezdte (összesen 100 bp), majd hosszabb, nyugalmas időszak következett, de a romló külpiazi események, a forint védelme egyszerűen elkerülhetetlenné tette az októberi 300 bázispontos szigorítást.
- Az állampapír hozamok átlagosan 150 bázisponttal emelkedtek az év során, legjobban a 3-5 éves szegmenst érintette az eladói nyomás (itt 200 bázispont feletti hozamemelkedést figyelhattunk meg). A rendkívüli hozamemelkedést a külföldi befektetők kezében lévő állampapír-állomány drámai mértékű csökkenése és a hazai állampapírpiac többszöri teljes leállása okozta.
- A helyzetet az IMF – EU – Világbank hitelkeret jóváhagyása és az MNB állampapír vásárlása rendezte átmenetileg, ám a mögöttes folyamatok változatlansága miatt ez csak a hozamszintek stabilizációjára volt elegendő, érdemi korrekcióra nem.
- A külföldi befektetők kezében lévő állampapír-állomány közel 900 milliárd forinttal csökkent 2008-ban (-23% éves szinten), de az éven belüli minimum/maximum értékek között 30%-os eltérés is volt (februári történelmi csúcshoz viszonyítva).
- A MAX állampapír index 2008-as hozama 2,5% volt. (Érdemes megjegyezni, hogy a január-októberi időszakra ez a mutató még -11%-on állt).

## 2.1 Fejlett piacok

### Bezuhanó részvényt piacok – kevés menekülőút

- A legrosszabbul teljesítő eszközosztály 2008-ban a részvények voltak, az MSCI World történetének legnagyobb éves esését szenvedte el (42%). A fejlődő piacokat reprezentáló MXEF 54,5%-ot esett egy év alatt. Az év eleji esést követően az év első felében bear market rally, majd újabb visszaesés, szeptembertől gyorsuló ütemben. Regionális szinten a fejlődő piacok 50% felett estek, US 39%-ot, Japán 31%-ot.
- A legrosszabban a pénzügyi szektor teljesített (50% feletti esés), míg a legjobban az egészségügyi- (-22%), valamint a fogyasztási cikkek szektora (-23%) esett. A nyersanyag szektor az év első felében jól teljesített, majd a második félévben hatalmasat zuhant.
- Nyersanyag „lufi” kidurranása - A nyersolaj ára júliusban 147 dollárig emelkedett, majd éles esés a gazdasági lassulás realizálódásával – év végére 44 dollár/hordó > a futures görbe lefelé tolódott > év elején contango, év végére backwardation. Legnagyobb esés: nyersolaj, réz.
- A vállalati kötvénypiac összeomlott: US vállalati kötvény spreadek 250 bps-ről 600 bps-re tágultak.
- Devizapiac: fejlődő piaci leértékelődés a dollárral szemben: Brazília, Oroszország, CEE, ugyanakkor japán jen, jüan, svájci frank erősödés a dollárral szemben.
- „Safe Haven”: fejlett piaci államkötvények > hatalmas hozamesés. Kamatvágások: US 400 bps, EU 150 bps. EU, UK további lehetőség a kamatcsökkentése, US más eszközök

## 2.2 Fejlett piacok

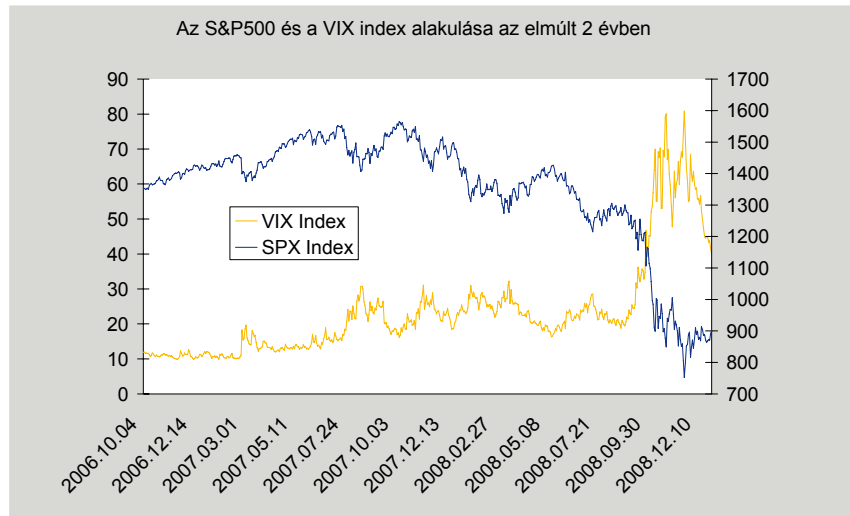
### A tőkepiacokat befolyásoló legfontosabb események

- Január 22.: FED 75 bps kamatvágás, Január 30: 50 bps kamatvágás
- Február 13.: US fiskális élénkítőcsomag első változatának elfogadása
- Március 16.: a JP Morgan felvásárolja Bear Stearns-t
- Július 3.: az nyersolaj ára eléri a csúcspontját 145 dollár feletti hordónkénti árral
- Július 7.: az ECB 25 bps kamatemelést hajt végre
- Szeptember 7.: az amerikai kormány állami irányítás alá vonja Freddie Mac és Fannie Mae jelzáloghitelezőket
- Szeptember 15.: a Lehman Brothers csődöt jelent, a Bank of Amerika bejelenti, hogy felvásárolja Merrill Lynch-et
- Szeptember 16.: az amerikai kormány 85 milliárd dolláros hitelkeretet biztosít az AIG biztosítónak
- Szeptember 17.: a SEC betiltja a shortolást az amerikai részvénypiacon
- Szeptember 29.: az amerikai kongresszus nem szavazza meg a 700 milliárdos fiskális élénkítő csomagot
- Október 7.: Izland államosítja az ország második legnagyobb bankját, a piacvezető bank 500 millió eurós segílyt kap – az izlandi korona összeomlik
- Október 8.: a FED, a BOE és az ECB összehangolt, 50 bps-os kamatcsökkentést hajt végre
- November 4.: választások az Egyesült Államokban
- December 16.: FED kamatvágás – 0-25 bps sáv meghatározása

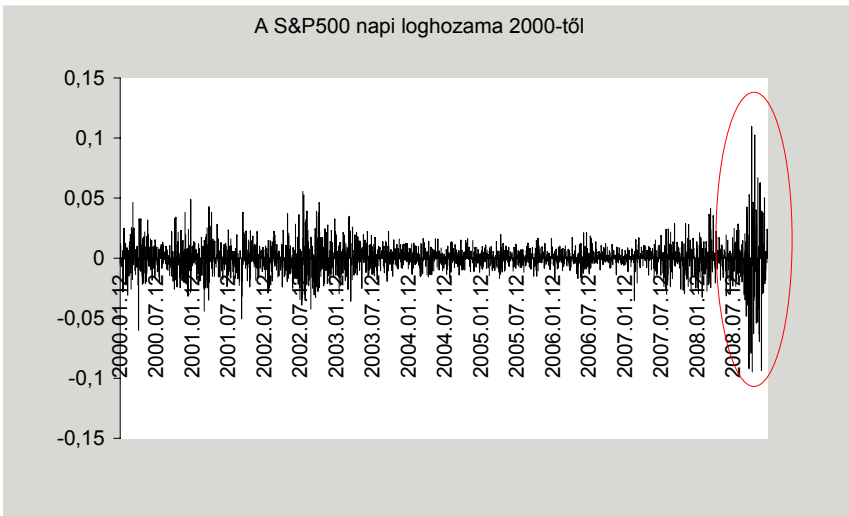


## 2.3 Fejlett részvénypiacok

### S&P 500 és VIX index



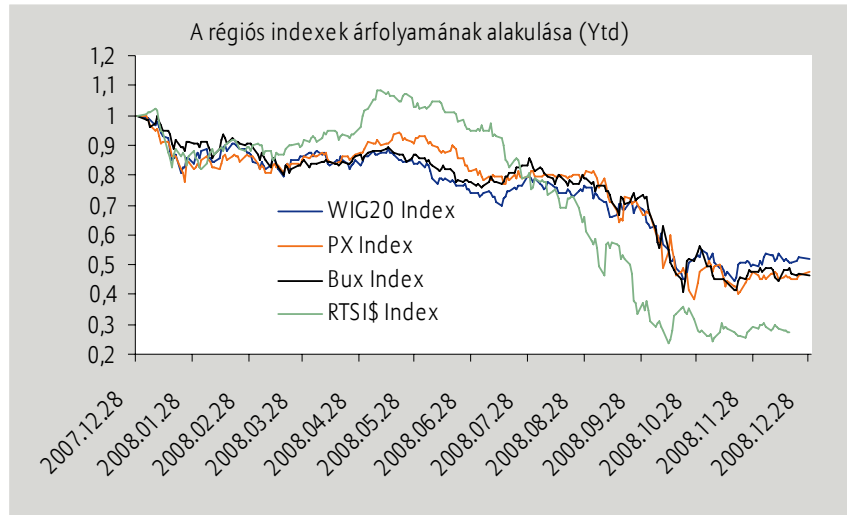
### S&P napi loghozamok



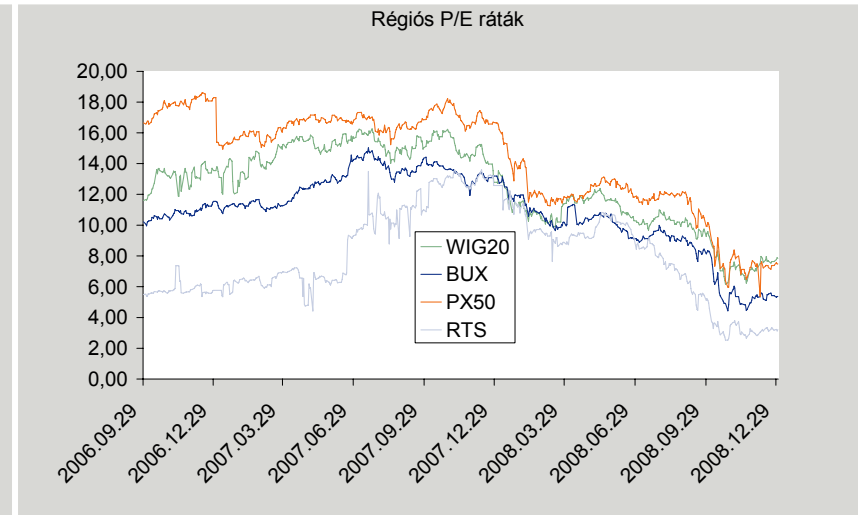
- A globális nyereségek 21,4 %-ot estek 2008-ban, a pénzügyi szektor nélkül 6,1 %-ot. A pénzügyi szektor 66,4 százalékot esett a leírok következtében.
- Az első félévben a nyersanyag szektor még képes volt pozitív tartományban tartani a globális nyereséget, az év egészét nézve azonban közel 12,7 %-ot esett.
- Ennek hatására az eredményvárakozások is jelentősen módosultak: míg augusztus 4%-os eredménynövekedést vártak 2008-ra, novemberre már -6%-ot. A 2009-es várakozások szintén jelentősen lefelé módosultak: összességében 5,6 %-os csökkenés.
- A globális P/E ráták 11,6-ra szűkültek > nyersanyag szektor – 6-7 közötti P/E-k > további jelentős eredménycsökkenésre számítanak.
- A P/BV-k 1,5-re estek vissza, a pénzügyi szektor már könyv szerinti érték alatt forog (2009-es várakozások szintén 1 alatt).
- A részvény kockázati felára extrém szintre tágult
- Az osztalékhozam az árfolyamok csökkenésének hatására megnőtt: még abban az esetben meghaladja a fejlett piaci kötvényhozamokat, ha a pénzügyi szektor egyáltalán nem fizet osztalékot

## 2.4 Régiós piacok

### Főbb régiós indexek árfolyamai



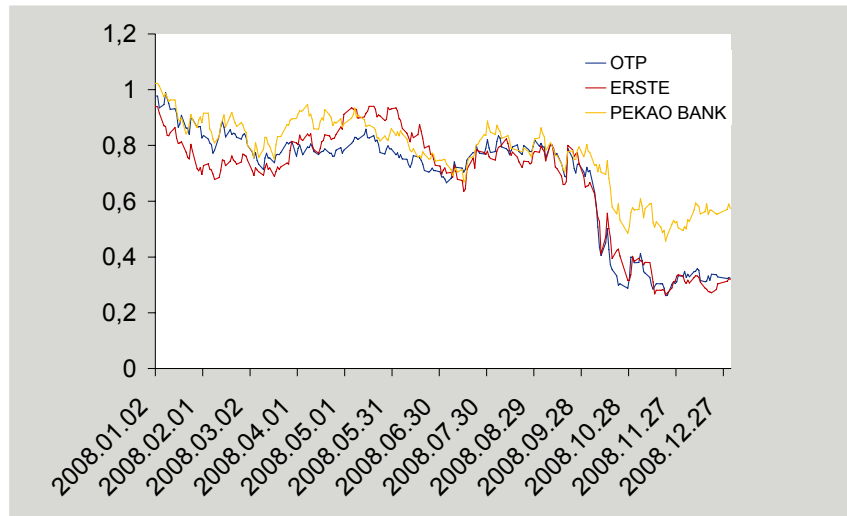
### Régiós P/E ráták



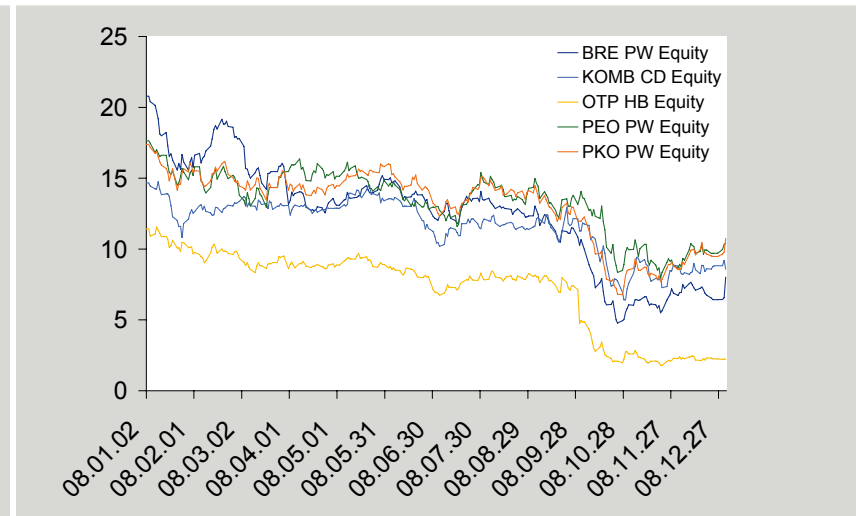
- A nyersanyagtúlsúlyos orosz piac az év első felében felülteljesített, majd a II. félévben közel 75 %-os esés > a P/E ráták alapján még így is túlárzott a régióhoz képest.
- A cseh PX 52 %-ot, a lengyel WIG 51 %-ot, míg a BUX 53,3 %-ot esett saját devizában.
- A régiós alapokból hatalmas mennyiségű tőke áramlott ki > a régiós piacok szinte mindenhol alulsúlyba kerültek, a forgalom jelentősen visszaesett az év végére.
- A nyersanyag szektor az év második felében visszaesett > csökkenő marginok, növekvő finanszírozási nehézségek
- A telekom szektor felülteljesítő volt 2008-ban: rendkívül magas osztalékhozam alakult ki.

## 2.5 Régiós piacok

### Főbb régiós bankok árfolyama



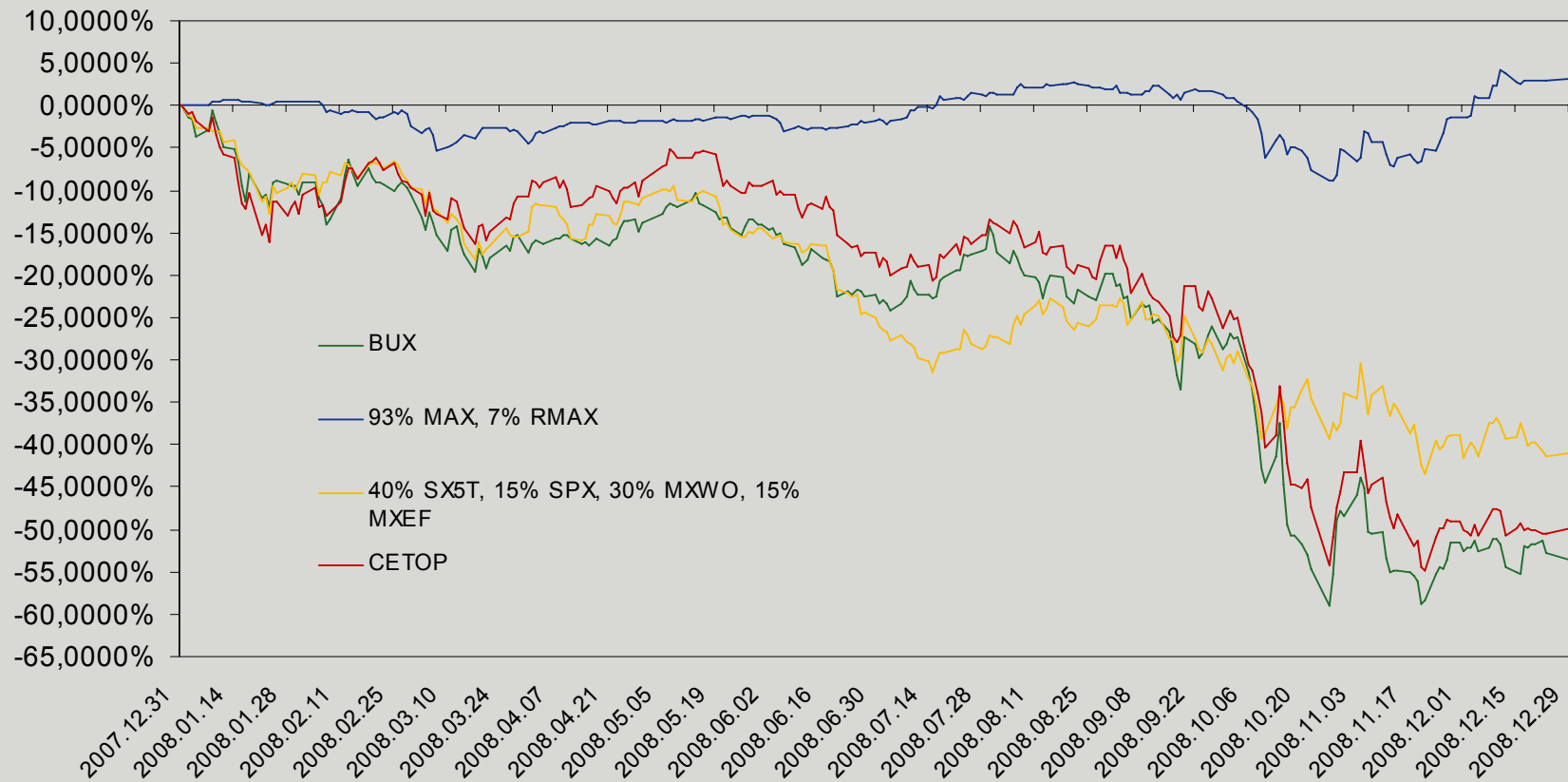
### Régiós banki P/E ráták



- Régiós bankok: a válság hatása a régiós pénzügyi szektorba is begyűrűzött – bár közvetlen hatás sokáig nem látszott (minimális ABS állomány), áttételes hatása a vártnál komolyabban hatott a régiós bankokra, és ezzel az egész régió stabilitására
- A régiós bankok a volatilis devizaárfolyamok, valamint a hitelezési csatornák befagyásával rendkívül nehéz helyzetbe kerültek > forrásoldalon megnőtt (illetve lehetetlenné vált) a külföldi forrásszerzés költsége. Eszközoldalon kritikussá vált a nem fizető hitelek növekedésének kockázata.
- OTP, ERSTE, Raiffeisen: erős függőség az SE országoktól – Ukrajna, Románia, Oroszország – jelentős kockázati felárnövekedés
- Lengyel bankok: BRE, PKO BP, Pekao – alacsony nem belföldi kitétség, ellenben a vártnál nagyobb ütemben romló lengyel gazdasági kilátások, valamint a zlotyi leértékelődés (és az erre spekuláló exportőrök bedőlése) itt is komoly problémákat okoz.

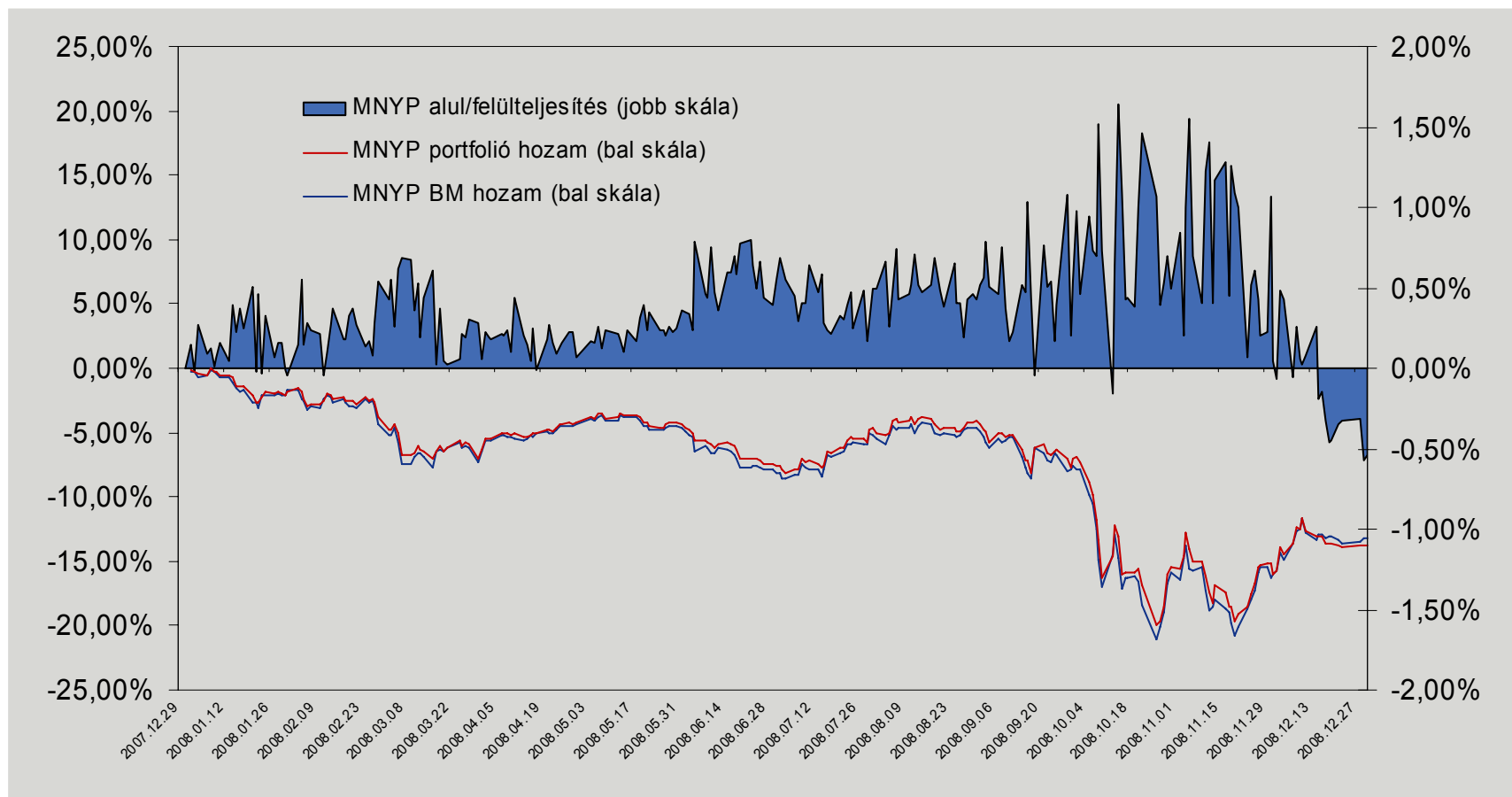
### 3.1 A Stratégiai eszközallokációt alkotó Indexek teljesítménye

Indexek hozamainak alakulása forintban 2007.12.31 - 2008.12.31-ig



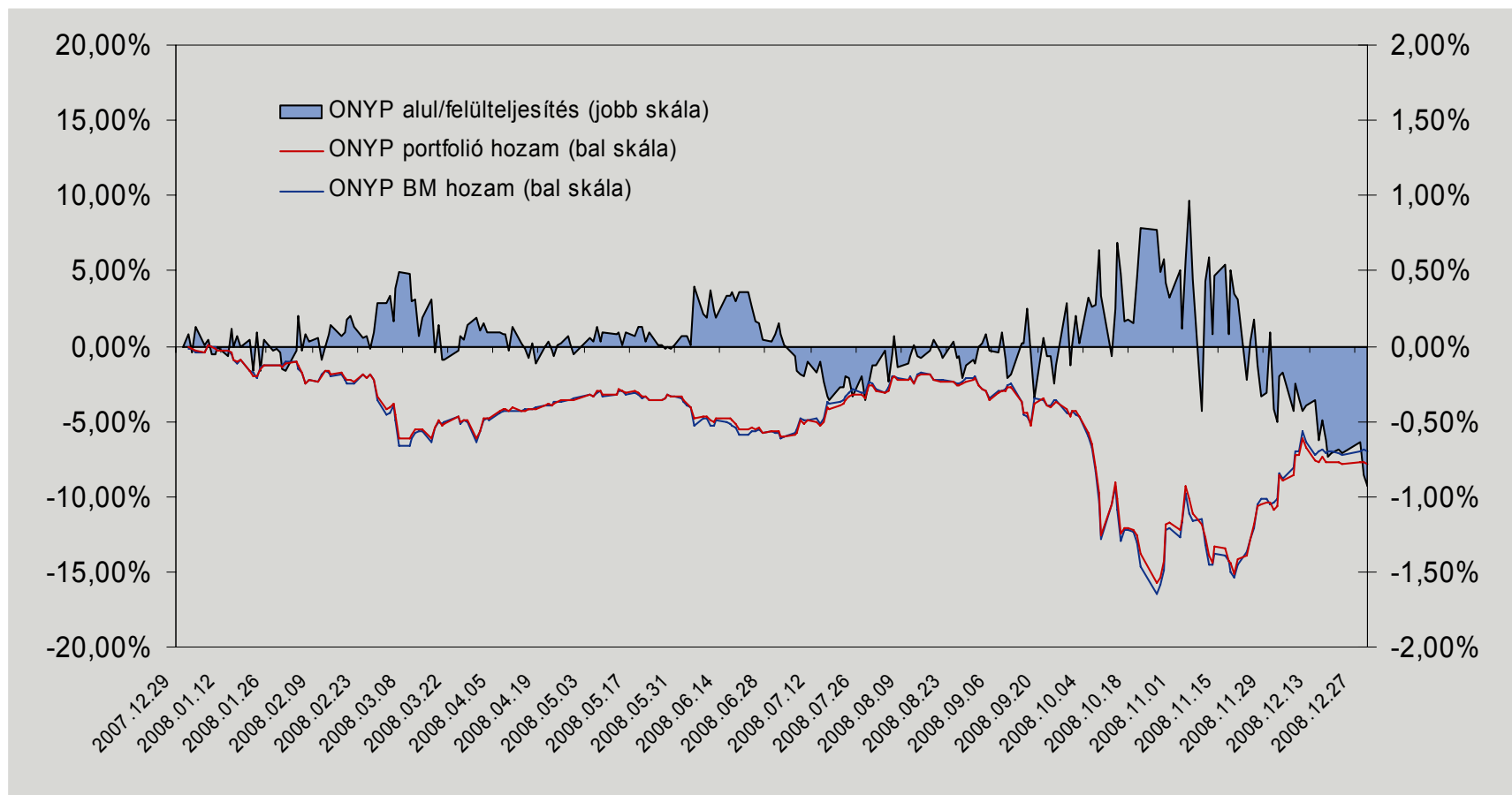
## 3.2 MNYP Portfólió teljesítménye

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 (2007.12.31): 209 426 236 655

Záró állomány (2008.12.31): 214 136 017 073

### A teljes portfolió hozama

2008. évben elért befektetési hozam: -13,88%

Az adott időszakra vonatkozó benchmark hozam: -13,16%

A Vagyonkezelő teljesítménye a benchmarkhoz viszonyítva -72 bp melyet az Allianz Global Investor alapjainak referenciaindexhez viszonyított negatív teljesítménye okozott (- 92 bp).

## 4.2 Az Önkéntes nyugdíjpénztári portfolió teljesítményének összefoglalása

### Vagyonkezelt vagyon

Nyitó állomány (2007.12.31): 96 291 479 891

Záró állomány (2008.12.31): 86 364 363 910

### A teljes portfolió hozama

2008. évben elért befektetési hozam: -7,88 %

Az adott időszakra vonatkozó benchmark hozam: -6,95 %

A Vagyonkezelő teljesítménye a benchmarkhoz viszonyítva -94 bp melyet az Allianz Global Investor alapjainak referenciaindexhez viszonyított negatív teljesítménye okozott (- 160 bp).

---

Kiss Nagy Emil

Budapest, 2009. január 12.