

**Beszámoló
a 2007. IV. negyedévi és éves
befektetési üzletmenetről az**

OTP Egészségpénztár

részére

2008. január 15.



Tartalom

1. Összefoglaló	3
2. Kötvénypiac.....	5
2.1. Kötvénypiaci folyamatok	5
2.2. Hazai kötvénypiaci stratégia	15
3. Kitekintés	20
3.1. Hazai kötvénypiaci várakozások.....	20

Az alábbiakban az OTP Alapkezelő Zrt. 2007. IV. negyedéves és éves befektetési tevékenységéről számolunk be az OTP Egészségpénztár portfolióját illetően. Bemutatjuk a Portfolió megcélzott befektetési piacain történt eseményeket és az Alapkezelő meghatározó lépéseit.

1. Összefoglaló

A portfolió és az egyes indexek hozama 2007. évben az alábbiak szerint alakult:

	I. NÉ	II. NÉ	III. NÉ	IV. NÉ	2007
Pénztár (fedezeti alap)	2,16%	2,11%	2,15%	1,36%	8,00%
Referencia portfolió	2,07%	2,10%	1,77%	1,15%	7,28%
Különbség	0,09%	0,01%	0,38%	0,21%	0,72%
Pénztár (likviditási alap)	2,13%	1,97%	2,19%	1,78%	8,33%
Pénztár (működési alap)	2,14%	1,97%	2,20%	1,78%	8,33%
RMAX	2,06%	1,96%	1,74%	1,69%	7,66%
MAX	2,08%	2,52%	1,85%	-0,44%	6,10%
MAX Composite	2,11%	2,44%	1,81%	-0,07%	6,42%
Cetop20 (Ft-ban)	-0,16%	11,21%	0,20%	-0,74%	10,43%
BUX	-5,72%	23,51%	-1,79%	-7,66%	5,60%
Fejlett külföldi részvénytőzsdék*	0,93%	6,16%	-0,93%	-1,79%	4,25%

*60% MSCI EMU Index + 40% MSCI World Index (Ft-ban)

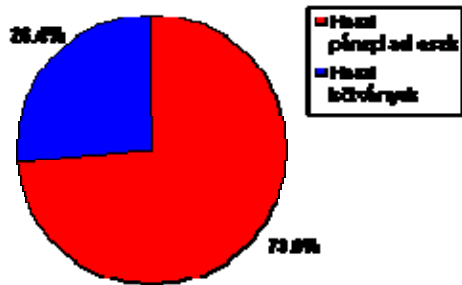
A Portfolió 2007. IV. negyedéves hozama **1,36%**, amely **21** bázisponttal felülteljesítette a referenciaportfolió hozamát.

A Portfolió teljes 2007. évi hozama 8%, amely 72 bázisponttal felülteljesítette a referenciaindexet.

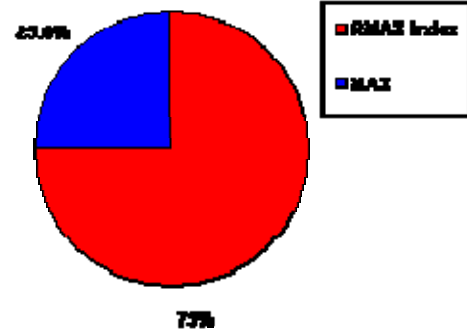
A 2007-es év igen mozgalmas volt a **hazai kötvénypiacon**. Magas volatilitás jellemezte mind az állampapír, mind a devizapiacot. A forint az euróval szemben egy 20 forintos sávban mozgott, de az évet nagyjából ott zárta, ahol kezdte. A kötvényhozamok emelkedtek, hiszen a nemzetközi befektetési környezet romlott, a hazai inflációs kilátások pedig jóval rosszabbak, mint az év elején voltak. Az egyensúlyi mutatók javulnak, de ennek ára a magasabb infláció és az alacsonyabb gazdasági növekedés.

Az éven túli futamidejű állampapírok árfolyam-alakulását mutató MAX index jelentős mértékben, több mint másfél százalékponttal alulteljesítette az egy évnél rövidebb állampapírok mozgását leíró RMAX indexet.

A portfólió összetétele
2007. december 31.



A referenciaindex összetétele
2007. december 31.



2. Kötvénypiac

2.1. Kötvénypiaci folyamatok

2007-ben a kötvénypiaci kereskedés két elég jól elkülöníthető részre osztható. Az év első felében nagy mértékben csökkentek a hozamok – különösen a hozamgörbe elején – a felerősödő kamatcsökkentési várakozásoknak köszönhetően. Az amerikai jelzálogpiaci és likviditási problémák miatt a nyár második felében aztán emelkedni kezdtek, majd egy szeptember-októberi kisebb erősödést követően november-decemberben tovább folytatódott a hozamemelkedés. Ennek eredményeként a három évnél hosszabb lejáratokon éves szinten 17-37 bázisponttal emelkedtek a hozamok, míg az egy éven belüli lejáratok 50 bázispontos csökkenést tudtak elkönyvelni a kétszer 25 bázispontos alapkamat csökkentésnek köszönhetően. A hozamgörbe inverzitása így az év során csökkent. A különböző lejáratok hozam-változásának mértékét az alábbi táblázat mutatja.

(%)	3 hó	6 hó	1 év	3 év	5 év	10 év	15 év
2006.12.31	7.93	7.98	7.98	7.59	7.21	6.71	6.54
2007.03.31	7.80	7.58	7.50	7.30	7.07	6.68	6.42
2007.06.30	7.35	7.45	7.18	6.88	6.75	6.63	6.45
2007.09.30	7.35	7.30	7.20	6.96	6.74	6.62	6.44
2007.12.31	7.45	7.46	7.47	7.52	7.38	7.08	6.83
Éves hozam-változás	-0.48	-0.52	-0.51	-0.07	0.17	0.37	0.29

Nehéz év után állnak a kötvénypiaci befektetők. A költségvetési kiigazítási csomag hatásai vezérelték a hazai makrogazdasági folyamatokat. Jelentősen csökkent az államháztartási hiány, javult a külső egyensúly, de ennek ára volt. A csomag egyes elemei miatt nőtt az infláció, majd az újabb kínálati sokkhatások miatt magas szinten ragadt. A gazdasági növekedés üteme tíz éve nem látott alacsony szintre süllyedt. Az év második felében az amerikai jelzálogpiaci válság és másodlagos hatásai rontották a befektetési klímát, visszaesett a globális kockázatvállalási hajlandóság. Mindez az év elején vártnál és beárazottnál gyengébb 2007-es kötvénypiacot eredményezett. A jegybank csak az előzetes várakozásoknál kisebb mértékben, fél százalékponttal tudta csökkenteni az irányadó kamatot, a hosszú kötvények hozama pedig a várt csökkenés helyett emelkedett az év folyamán. Nem csoda, hogy az éven belüli lejáratú állampapírok teljesítményét mutató RMAX index több mint másfél százalékkal magasabb hozamot produkált, mint a hosszú kötvények teljesítményét mutató MAX index, de ötéves távlatban is az RMAX évi 8,13% hozama felülteljesítette a MAX évi 7,01% hozamát.

Az Egyesült Államokban a gazdasági növekedés a 2006-os 3.4%-ról várhatóan 2.2% körüli mértékre lassult 2007-ben. Az infláció az év átlagában 2.8% körül volt, az év végére azonban - elsősorban az előző év végi 66 dolláros szintről több mint 40%-kal 94 dollárra az emelkedő olajárnak köszönhetően – már 4% fölé növekedett. A maginfláció szeptemberre egészen 2.1%-ig tudott csökkenni, azóta azonban enyhén emelkedik. Az év második felétől a gazdasági folyamatokra egyre erősebb hatással volt az ingatlanpiaci helyzet romlása, a kialakuló hitelezési és likviditási válság. Bár kezdetben mind a piac, mind a FED úgy gondolta, hogy a „subprime” válság csupán

a jelzáloghitel-piac rosszabb besorolású adósaira fog korlátozódni és nem vezet az amerikai gazdaság teljesítményének jelentős visszaeséséhez, a fokozatosan mélyülő bizalmi és likviditási krízis az év folyamán egyre aggasztóbb képet festett a gazdaság állapotáról, a válság egyre tovább gyűrűzött. Az úgynevezett „subprime”, azaz a jó adóminősítésű kategóriától elmaradó jelzáloghitelek (melyek a teljes jelzáloghitel-állomány mintegy 14%-át teszik ki) adósainak ugrásszerűen emelkedő fizetési késedelembe esési adatai, illetve az ezzel párhuzamosan emelkedő árverések száma általános ingatlanár csökkenéshez vezetett az USA-ban. Az ingatlanárak csökkenése pedig a fogyasztók vagyoni helyzetén keresztül komoly hatással van a fogyasztási kiadásokra, így a gazdaság teljesítményére is. Korábban a fogyasztás bővülésének jelentős motorja volt a szabad felhasználású jelzáloghitel, amivel az ingatlantulajdonos gyakorlatilag az emelkedő ingatlanáraknak köszönhető vagyonnövekményét változtathatta fogyasztássá.

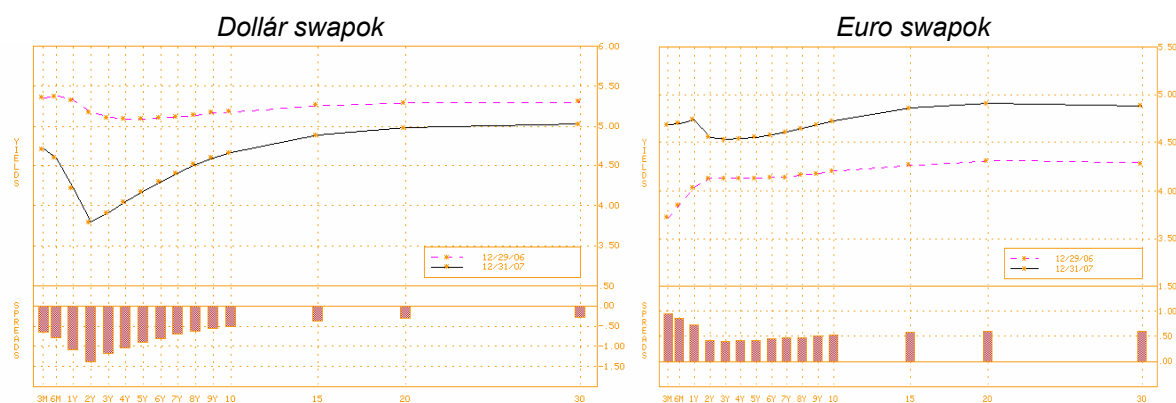


A credit spreadek tágulását mutató egyes indexek: amerikai befektetési minősítésű IBOXX IG index (sárga), európai nem-befektetési minősítésű ITRX XOver (fekete,) fejlődő piaci szuverén adósság EMBI index (piros) és DB Global High Yield BB index (zöld)

Forrás: Bloomberg

Az értékpapírosítás, a különböző strukturált és származékos termékek rohamos elterjedésének köszönhetően ráadásul nem lehet izolált eseményről beszélni, azaz nem csak a piac egy szűk szegmensét érintette ez a válság (mint azt eleinte gondolták), a jelzálogpiaci kockázat a piac számos szereplőjére szét volt terítve, a pénzügyi közvetítő rendszer egészében mutatkoztak jelei. A pénzügyi közvetítő rendszer kockázatának emelkedésével párhuzamosan a bankközi hitelpiac is beszűkült, a bankközi kamatok elszakadtak a kockázatmentes hozamoktól, a hitelfelárak is általános emelkedésbe kezdtek. A befektetők ezzel párhuzamosan a kockázatosabb eszközökből az állampapírok nyújtotta biztonságot keresték. A bankok egyre kevésbé és egyre magasabb kamatok mellett hajlandók csak hitelezni, a mérlegeikbe bekerülő mérlegen kívüli tételeknek, a jelzálogpiacokon és a

strukturált termékeken elszenvedett veszteségeknek köszönhetően egyre rosszabbá vált a tőkehelyzetük, egyre bizalmatlanabbak lettek. Minél tovább tart ez a likviditási-hitelezési válság, annál komolyabb reálgazdasági következményei lesznek. A jelzálogpiaci problémák párosulva az ingatlanárak csökkenésével a vártnál jobban megterhelték az amerikai fogyasztót, ennek köszönhetően pedig az amerikai gazdasági növekedés a negyedik negyedévre jelentősen lelassult. Az augusztusban eszkalálódó jelzálogpiaci és likviditási válság hatására a FED szeptemberben csökkenteni kezdte a 2006. júniusa óta változatlanul 5.25%-on álló alapkamatot, először 50 bázisponttal 4.75%-ra, majd két további lépésben 4.25%-ra. A határidős jegyzések alapján elmondható, hogy 2008. végéig a piac további 100 bázispontos lazítást vár a FED-től.



Az amerikai és európai swap hozamok változása 2007-ben

Forrás: Bloomberg

Az amerikai állampapírpiacon a kamatcsökkentéseknek, illetve a kockázatos eszközökből állampapírokba történő menekülésnek köszönhetően drasztikusan csökkentek a hozamok, kétéves lejáratra 176 bázisponttal, 10 éves lejáratra pedig 68 bázisponttal. A görbe tehát több mint 100 bázisponttal meredekebbé vált. A swap jegyzések ennél kisebb mértékben csökkentek, ugyanis a likviditási válság eredményeként a szisztemikus kockázat növekedésével párhuzamosan a swapok állampapírokhoz viszonyított felára jelentős mértékben tágult.

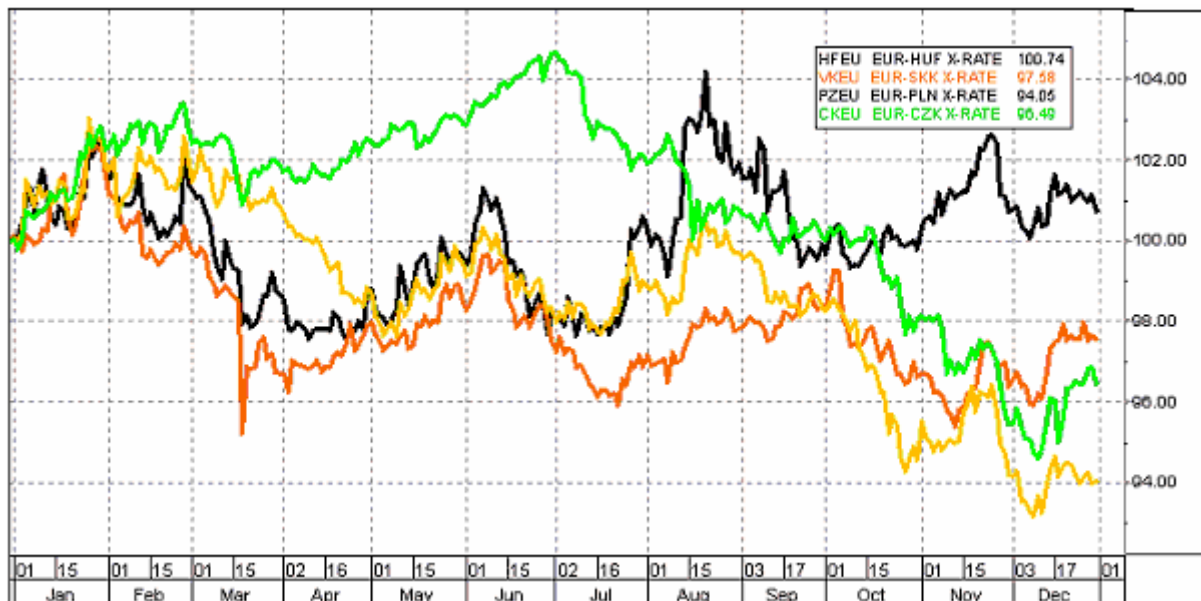
Az euro-övezet gazdasági növekedése az amerikaiénál kevésbé esett vissza, a 2006-os 2.7%-hoz képest várhatóan 2.6% lesz a GDP növekedési üteme 2007-ben, azaz gyakorlatilag sikerül megismételni az előző év jó teljesítményét. Mindazonáltal míg 2006-ban az év folyamán gyorsult a gazdasági növekedés, 2007-ben pont fordítva történt és 2008-ban további lassulás várható. Az infláció hasonló pályát írt le, mint az USA-ban, míg augusztusig 2% alatt sikerült tartani az áremelkedés éves ütemét, addig novemberre már 3.1%-ra emelkedett a drágulás mértéke, éves átlagban várhatóan kicsivel az EKB által megcélzott 2% fölött lesz, 2.1% körül. A maginfláció rendkívül stabil képet mutatott 2007-ben, két hónaptól eltekintve végig 1.9%-on állt. A jegybank kétszer, márciusban és júniusban emelte 25-25 bázisponttal az irányadó kamatot, így az 2007. végén 4%-on állt. Bár az EKB Kormányzó Tanácsának tagjai többször is hangsúlyozták, hogy az emelkedő infláció és az euro-övezetben rekordmértékben bővülő pénzmennyiség miatt nem zárható ki egy újabb

kamatemelés, a 2008-ban várhatóan lassuló gazdasági növekedés és az elhúzódozó likviditási válság következtében a piaci konszenzus szerint a következő lépés kamatvágás lesz, holott a nyár közepén még további 50-75 bázispontos emelést valószínűsítettek a vártól erősebb gazdasági növekedésnek köszönhetően. Az euró-zóna állampapírpiacán 2007-ben a hozamok emelkedtek, a hozamgörbe elején 10-20, a hosszú végén 30-50 bázisponttal.

Az euro-övezet gazdaságának jó teljesítménye 2007-ben is hozzájárult a visegrádi országok gazdasági növekedéséhez utóbbiak exporttermékei iránt mutatott keresletének dinamikus bővülésével. Szlovákia 9% fölé, Csehország, és Lengyelország 6% körüli GDP növekedést tudott felmutatni 2007-ben. Ez utóbbiaknál azonban a belső kereslet növekedése adta a gazdasági növekedés legnagyobb részét, így a lakossági fogyasztás dinamikus bővülése a jegybankok inflációs célkitűzését veszélyezteti. Csehországban 1.3%-ról 5%-ra, Lengyelországban 1.6%-ról 3.6%-ra gyorsult az infláció január és november között. Ennek következményeként Lengyelországban 4%-ról 5%-ra, Csehországban 2.5%-ról 3.5%-ra emelkedett a jegybanki alapkamat. A szlovák jegybank ezzel szemben 4.75%-ról 4.25%-ra vágta az irányadó kamatot. Az EU módszertanával számított harmonizált árindex az év közepén már 1.2%-ot is mutatott, a legutolsó adat 2.3% volt.

A gazdaság jó teljesítménye és a kamatemelések megtették a hatásukat a devizákra is. A zloty 6%-ot, a cseh korona pedig 3.5%-ot erősödött 2007-ben az euróval szemben, míg az év elején a sáveltolásnak köszönhetően legjobban teljesítő szlovák korona 2.4%-kal értékelődött fel.

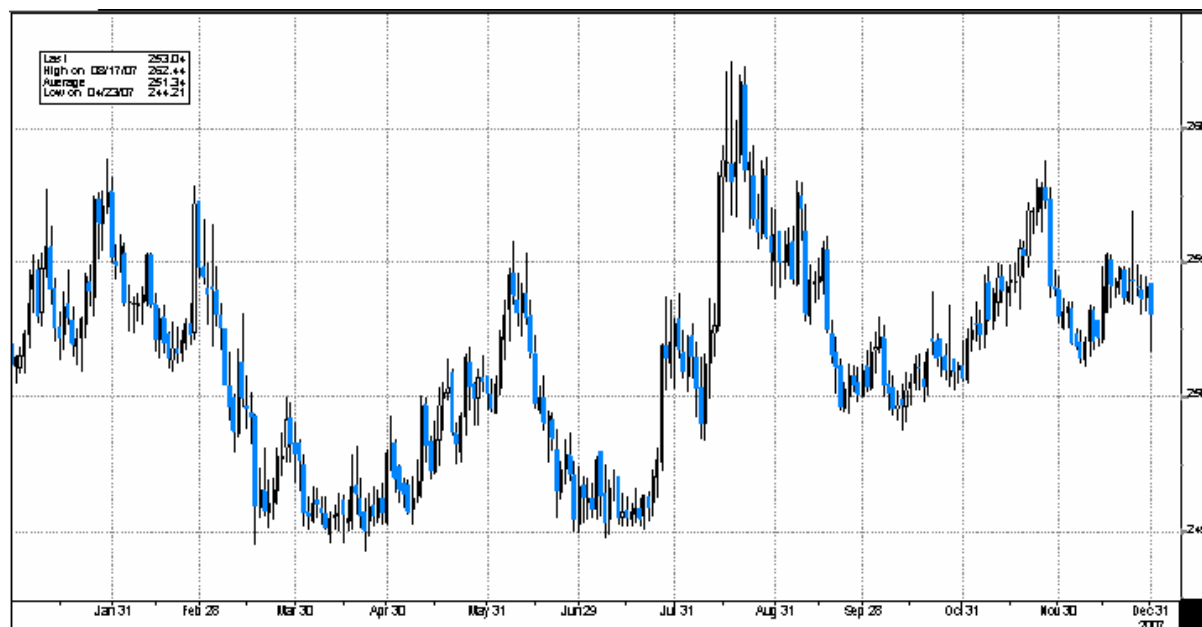
A helyi devizában denominált állampapírok hozama az euro hozamokat meghaladó mértékben emelkedett. A cseh 10 éves államkötvények német állampapírokhoz viszonyított hozamfelára 47, a lengyeleké 34, a szlovákoké pedig 10 bázispontot tárgult.



A lengyel zloty (sárga), cseh korona (zöld), szlovák korona (piros) és a magyar forint (fekete) teljesítménye az euróval szemben (100 alatt erősödés, afelett gyengülés)

Forrás: Bloomberg

A nemzetközi áttekintést követően visszatérve a hazai folyamatokra, a magyar kötvénypiacon a 2007-es év a 2006. év végi rally korrekciójával kezdődött. A piac telített, túlvett állapotban volt, így januárban 20-40 bázisponttal korrigáltak felfelé az éven túli kötvények hozamai. Ezen a szinten ismét attraktívnak bizonyultak a hozamok, visszatértek a vevők és egy fél éven át tartó hozamcsökkenési periódus kezdődött. Februárban a miniszterelnök megnevezte a távozó Járai Zsigmond MNB-elnök utódát Simor András személyében, akit a piac pozitívan fogadott. Március eleji beiktatását követően felerősödtek a találgatások, miszerint az új jegybank-vezér kevésbé szigorú monetáris politikát visz-e, könnyebben hajlik-e majd kamatcsökkentésre, mint elődje. Ezzel együtt megindultak a forintsáv eltörlésére irányuló spekulációk is, március elején kiderült, hogy a jegybank már régóta sürgette ezt, de a kormány nem támogatta. A találgatások arra irányultak, hogy az immár „baráti”, a kormánnyal harmonikusan együttműködő jegybank ismételt kezdeményezését a kormány most támogatná-e. A felerősödő spekuláció az erősödés irányába hajtotta a forintot és estek a hozamok.



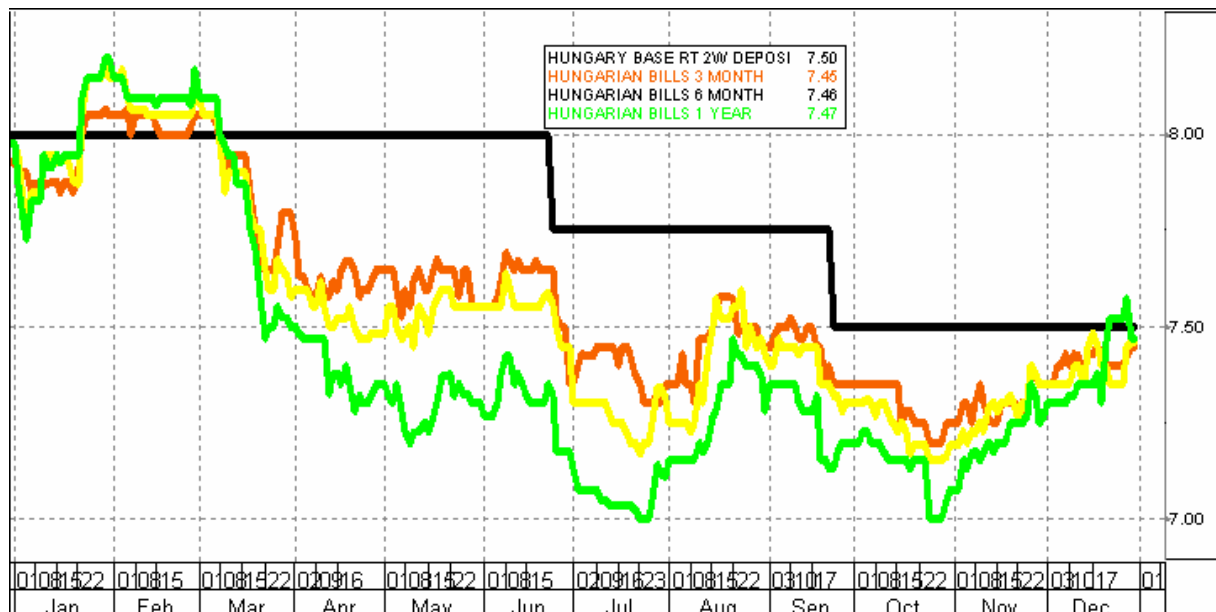
Az euró-forint árfolyam 2007-ben

Forrás: Bloomberg

A várakozás azonban nem igazolódott be, a forint-sáv mindezidáig maradt. A forint az euróval szemben 245-ig tudott erősödni, ez alá tartósan már nem. A március elején spekulációs pozíciót felépítő befektetők áprilisban még kitartottak, de májusban már elkezdték azt leépíteni, így ismét gyengülni kezdett a forint.

Az új jegybankelnökkel és alelnökkel a soraiban a Monetáris Tanács az erősödő kamatcsökkentési várakozások ellenére áprilisban és májusban is 8%-on hagyta az irányadó kamatot. A májusi döntés utáni közlemény ráadásul nagyon „héja” hangvételi volt, a magas bérnövekedésre és az inflációs várakozások emelkedésére hivatkozva nem látták terét a kamatvágásnak. A piac ezt úgy értékelte, hogy akár hónapokkal csúszhat az első kamatcsökkentés, így a hozamok emelkedni kezdtek. A júniusi ülésen azonban meglepetésre mégis vágott a jegybank, bár ekkor a piaci szereplők többsége már tartást várt. A jegybank alaposan megkavarta a piacot, a

hozamok most esni kezdtek, és a következő ülésig 30-40 bázisponttal csökkentek. Ekkorra érték el a hazai állampapírhozamok éves mélypontjukat. A júliusi ülésen ismét óvatos arcát mutatta a Monetáris Tanács, nem vágta, ráadásul ekkor erősödtek fel az USA-ban a jelzáloghitel-piacca kapcsolatos aggodalmak, ami gyorsan hitel- és likviditási válsággá fokozódott. A befektetők menekülni kezdtek a kockázatos eszközöktől, az elvárt kockázati felár megnőtt. Ebben a helyzetben a forint is gyengült, a 245-ös szintről meg sem állt 260-ig. Az állampapír-piaci hozamok 50-60 bázisponttal ugrottak meg néhány hét leforgása alatt. A helyzetet végül a FED kamatcsökkentése enyhítette augusztus végén és szeptember közepén. A szeptemberi 50 bázispontos FED-kamatvágás visszahozta a befektetők bizalmát, a kockázatos eszközök ára gyorsan emelkedett. A FED-et követte az MNB is, szeptember végén ismét 25 bázisponttal vágta a kamatot itthon.

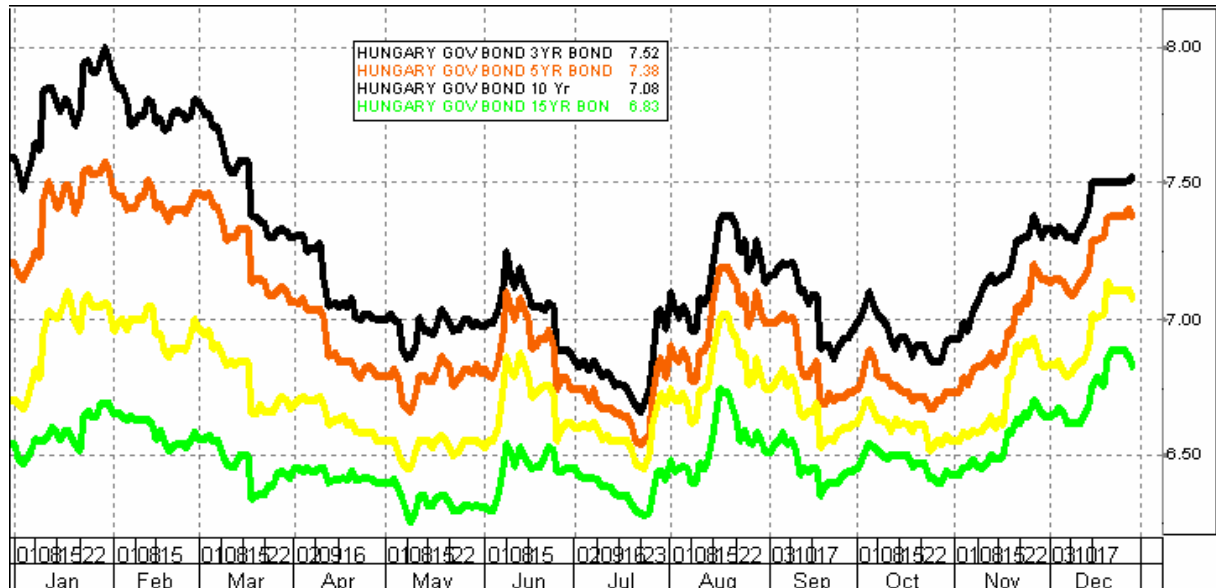


A kéthetes jegybanki betét, és az éven belüli hozamok alakulása

Forrás: Bloomberg

Októberre a piacok megnyugodtak, a globális kockázatvállalási kedv visszatért. Novemberben azonban jött a válság második hulláma, a napi vezető hírek ismét a hitel és likviditási válság fejleményei lettek, veszteség-leírások, árfolyam-zuhanások, finanszírozási problémák, csökkenő ingatlan-árak, recessziós félelmek. Mindez rekord-magasságba emelkedő energia-hordozó árakkal párosult, ami az inflációt hajtotta fel. Egyre többször bukkant fel a stagfláció szó a nemzetközi gazdasági lapokban. Az egyre fokozódó nemzetközi helyzet a hazai kötvénypiacot sem hagyta érintetlenül, a hozamok 50-70 bázisponttal nőttek az év utolsó tíz hetében.

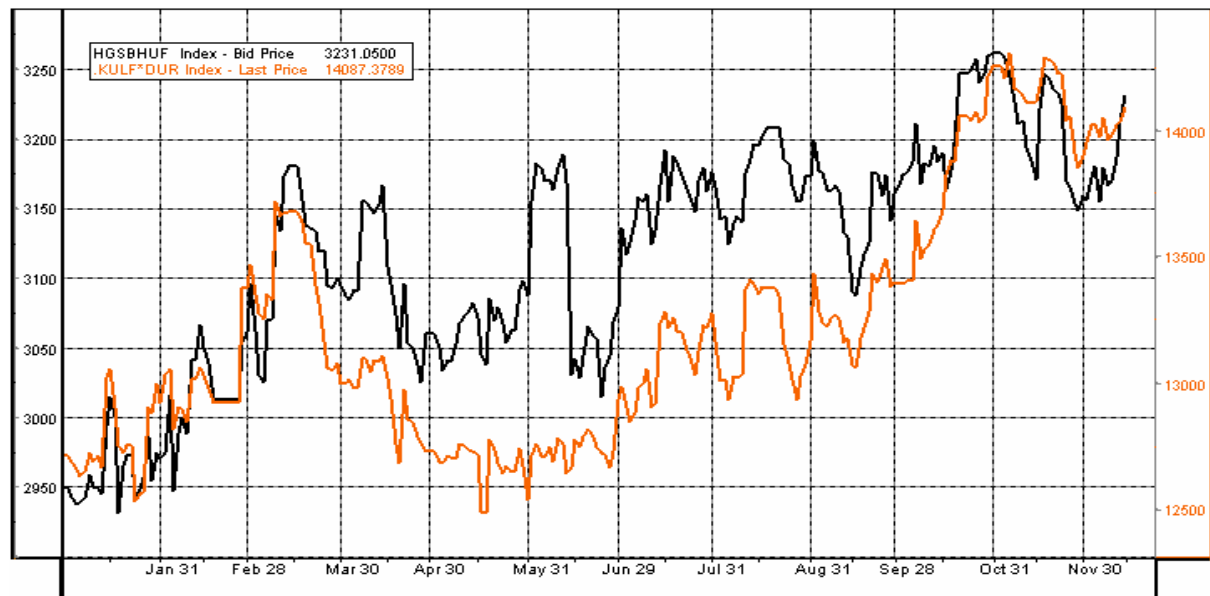
A jegybank részéről már szó sem lehetett újabb kamatcsökkentésről, hiszen a nemzetközi befektetői környezet romlása mellett a magas bérnövekedés, az egekig emelkedő olajárak és egy új kínálati sokk, a megugró élelmiszerárak sem tették azt lehetővé a Monetáris Tanács megítélése szerint.



A 3, 5, 10 és 15 éves hozamok alakulása 2007-ben

Forrás: Bloomberg

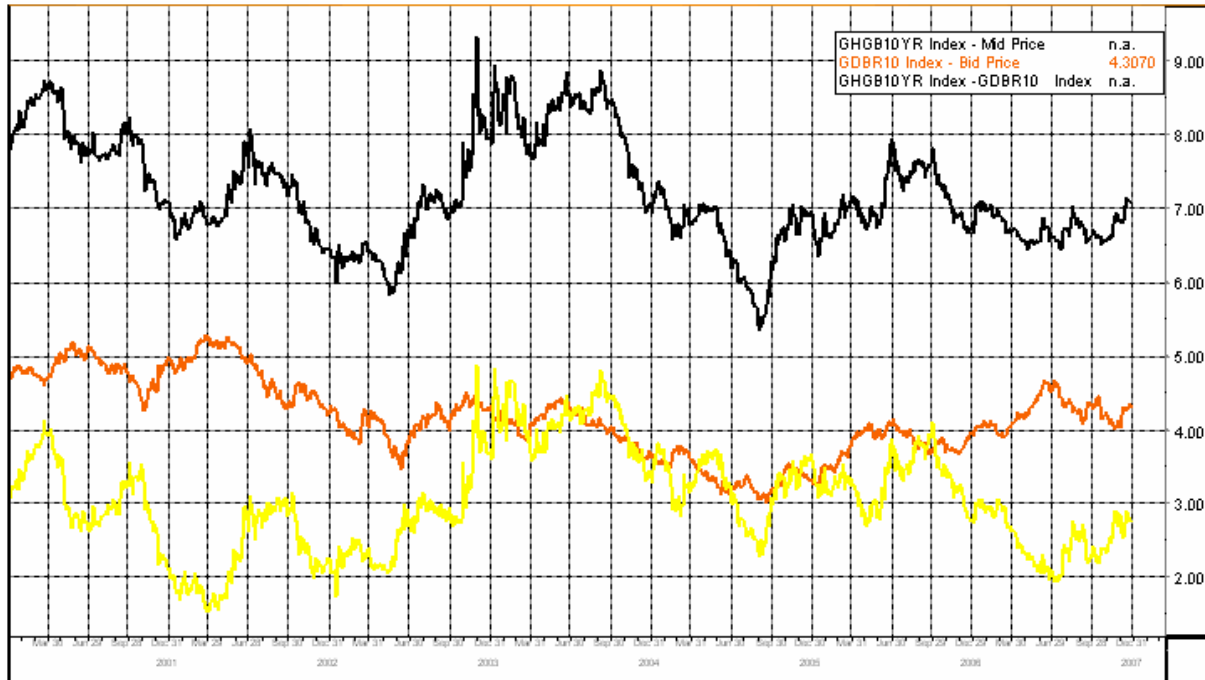
A külföldi befektetők év végi elfordulását a hazai papíroktól az is jelzi, hogy míg az év egészében 300 milliárd forinttal nőtt a kezükben lévő állampapír-állomány, addig november-december folyamán 17 milliárd forinttal csökkentették kitétségüket.



A külföldi kézben lévő állampapír-állomány (milliárd forint, bal skála) és a külföldiek kamatkockázata (állomány és lejáratú idő szorzata, jobb skála)

Forrás: Bloomberg

Az első félévi forint-hozamcsökkenés után a hazai tízéves állampapír hozama és a 10 éves német bund-hozam közötti különbség 200 bázispont alá csökkent, amire 2003. januárja óta nem volt példa. Ez azért is fontos mutató, mert az egyik maastrichti kritérium, amelynek teljesítése szükséges feltétele az euro-zónához való csatlakozásnak. Az öröm sajnos nem tartott sokáig, a spread a második félévben megint tágult, az év végére 277 bázispontig nőtt a különbség.



A magyar és német 10 éves állampapírhozamok ill. a spread alakulása 2001-2007(sárga)

Forrás: Bloomberg

A magyar gazdaság 2007-es teljesítménye ellentmondásos. Míg az egyensúly javult és az államháztartási hiány is kisebb lett a tervezettnél, addig az infláció a vártnál lényegesen magasabb volt, a gazdasági növekedés üteme pedig az előre jelzettnél is lassabb lett.

A hazai GDP-növekedés 1,4%-1,6% közé várható 2007-ben, ami messze elmarad a visegrádi országok 6-9% közötti növekedésétől. Az élénk külső konjunktúra, a dinamikus exportbővülés nem tudta ellensúlyozni a belső kereslet lassulását. A stabilizációs csomag intézkedései közvetlenül és közvetve is előidézték a belső kereslet lassulását. Közvetlenül hatott az állami fogyasztás, a természetbeni társadalmi juttatások és az állami beruházások visszaesése, közvetve pedig a háztartások rendelkezésre álló jövedelmének visszaesésén keresztül, mivel így csökkent a lakosság fogyasztási és beruházási kereslete. A termelési oldalon a legnagyobb visszaesést a nagyrészt állami megrendelésekből élő építőipar és az aszály-sújtott mezőgazdaság szenvedte el. Ezt csak részben tudta ellensúlyozni az élénk külső konjunktúra következtében dinamikus bővülő feldolgozóipar. A felhasználási oldalon a háztartások fogyasztási kiadása alig változott, bár a

rendelkezésre álló jövedelmük visszaesett. A látszólagos ellentmondás magyarázata a fogyasztás-simítás. A természetbeli társadalmi juttatások volumene közel 10%-kal esett vissza a stabilizációs csomag eredményeként (pl. egészségügy, oktatás). A közösségi fogyasztás szintén nagymértékben esett. A beruházási dinamika lanyha, hiába élénk a külső konjunktúra, a vállalatok nem a kapacitások bővítésével, hanem magas szintű kihasználtsággal elégtik ki.

Az infláció 2007-ben lényegesen magasabb lett az év eleji előrejelzéseknél. A decemberi szám elérte a 7,4 %-t, a maginfláció mértéke pedig az 5,3%-t. Az elmúlt években egymást érték a kínálati sokkok, 2006-ban a kiigazítási csomag részeként nőtt az ÁFA-kulcs, nőttek az energiaárak, nagyrészt a csökkenő ártámogatásnak köszönhetően. Ez a bázishatás idén augusztusban-szeptemberben esett ki az éves inflációs indexből, de a várakozásokkal ellentétben nem tudott 5% alá csökkenni a pénzromlás üteme. Az olajárak tovább emelkedtek - év végén már tartósan meghaladta a 90 dollárt egy hordó ára-, az élelmiszerek áralakulása pedig szintén sokkolta a fogyasztókat. Csak a szeptember és november közötti három hónap alatt közel 6%-kal ugrottak meg az élelmiszerárak, az elmúlt két évben összesen pedig több mint 25%-ot tett ki az árnövekedés. Ez nem csak hazai jelenség, globálisan is megfigyelhető az élelmiszerárak gyorsuló emelkedése. A mezőgazdasági termékek és élelmiszerek globális áremelkedése mögött meghúzódnak átmeneti – lokális aszály miatti gyengébb kínálat– és tartós tényezők is, mint a fejlődő országok fogyasztásának dinamikus bővülése és a bioüzemanyag-termelés felfutása miatti növekvő kereslet, valamint a mezőgazdasági földterületek csökkenése. Az iparcikkek és a piaci szolgáltatások inflációja is magasabb, mint amit az alapfolyamatok indokolnának.

A munkapiacra a kiigazítási csomaghoz nehezen alkalmazkodnak a piaci szereplők. A versenyszektorban a bérek növekedési üteme magas, a fehéredési hatások kiszűrése után is 8-9% körüli szinten állt be. Ezt a béremelkedést a GDP-növekedés és a termelékenység javulása nem támasztja alá, nem párosult létszámcsökkenéssel sem, tehát a vállalatok profitabilitása romlott. Az adatokból úgy tűnik, hogy a vállalatok a prémium-kifizetések visszafogásán keresztül próbálnak alkalmazkodni a romló körülményekhez.

Az államháztartási hiány a konvergencia-programban tervezett 6.8%-nál lényegesen kisebb lett, 5,6-5,9% közé várható az ESA95 szerint számolt hiány. Emögött az adó és járulékbévételek terv feletti teljesítése áll. A versenyszektor magasabb bérnövekedése és a jövedelmek kiféhéredése többlet SZJA és járulékbévételet eredményezett, a vásárolt fogyasztás tervezettnél kisebb visszaesése emelte az ÁFA-bévételeket. A kiadási oldalon jelentős kiigazítás történt a gyógyszer-támogatásoknál, a gyógyító-megelőző ellátásoknál, az ártámogatások terén, erősödött a kiadás- és költségkontroll.

A kormányzati szektor finanszírozási igényének csökkenése javította a külső egyensúlyt, bár a kormányzati szektor pozíció-javulásánál kisebb mértékben, mert a háztartások finanszírozási képessége a korábbi 3-4%-ról 2% alá csökkent GDP-arányosan. A folyó fizetési mérleg hiánya az elmúlt öt év 6,5-8,5%-os sávjából kitörve 5,5% közelébe csökkent.

A fent leírtak következtében az éven túli futamidejű állampapírok árfolyam-alakulását mutató MAX index jelentős mértékben, több mint másfél százalékponttal alulteljesítette az egy évnél rövidebb állampapírok mozgását leíró RMAX indexet.



A MAX, RMAX és MAXComposite indexek alakulása, 2007

Forrás: Bloomberg

Összességében a 2007-es év tehát igen mozgalmas volt a hazai piacon, magas volatilitás jellemezte mind az állampapír, mind a devizapiacot. A forint az euróval szemben egy 20 forintos sávban mozgott, de az évet nagyjából ott zárta, ahol kezdte. A kötvényhozamok emelkedtek, hiszen a nemzetközi befektetési környezet romlott, a hazai inflációs kilátások pedig jóval rosszabbak, mint az év elején voltak. Az egyensúlyi mutatók javulnak, de ennek ára a magasabb infláció és az alacsonyabb gazdasági növekedés.

2.2. Hazai kötvénypiaci stratégia

2007. első heteiben megakadt a tavaly év végi állampapírpiaci rally. Januárban korrekció jellemezte a piacot, amely február közepére beállt egy szűk sávba, majd kismértékű hozamemelkedés következett február végén a globális kockázatvállalási hajlandóság átmeneti csökkenése miatt. Márciusban a forint-sáv eltörlésével kapcsolatos találgatások nyomán erősödő forint és a kedvező makro-hírek ismét lökést adtak a hozamok csökkenésének. Március első felében a korábbinál kedvezőbb külső környezet valamint a javuló hazai egyensúlyi helyzet miatt csökkentettük pozíciónk alulsúlyozottságát öt- és tízéves benchmark papírok vásárlásával. Az első negyedév végén a kötvény-portfolió durationje még így is alacsonyabb volt a benchmarkénál, de ezt a 2-5 év közötti lejáratok alulsúlyozása eredményezte, míg az 5 éven túli lejáratok már kis mértékben túlsúlyozásra kerültek.

2007. második negyedévében egy 30-40 bázispontos sávban mozogtak a hazai kötvényhozamok. Áprilisban még folytatódott a márciusi - a forintsáv-eltörlési sztorira épülő - hozamcsökkenés, ami májusra lecsengett, és a piac stagnált. A júniusi globális kockázatos-eszköz eladási hullám hazánkat sem kerülte el, jelentős hozamemelkedés szemtanúi voltunk június első heteiben. A gyors gyengülést lassú korrekció követte, majd a negyedév utolsó hete egy meglepetésszerű MNB-kamatvágással kezdődött, aminek hatására estek a hozamok. A negyedév során a kötvény-portfolió durationje folyamatosan a benchmark alatt volt, de aktívan változtattuk közben. Kihasználtuk, hogy sávós kereskedés volt, és nagyobb hozamcsökkenés után, a sáv alja közelében, május közepén beleadtunk a piacba csökkentve a durationt, és kockázati kitettségenket. Júniusban viszont belevettünk a hozamemelkedésbe visszanyúlva a durationt. A második negyedév végén így a kötvény-portfolió durationje tehát továbbra is alacsonyabb volt a benchmarkénál, de ezt az 1-5 év közötti lejáratok alulsúlyozása eredményezte, míg az 5 éven túli lejáratokat semlegesesen súlyoztuk. Rövidtávon továbbra is túlzottnak tartottuk a hozamgörbe elején beárazott kamatcsökkenési várakozást, hiszen a versenyszektor béradatai még mindig felfelé irányuló inflációs kockázatot mutatnak. A görbe hosszú végén ugyanakkor láttunk tartalékot, amennyiben a fejlett piacon a hozamok csökkennének.

2007. harmadik negyedévében tovább folytatódott az előző negyedévre is jellemző sávós kereskedés. Júliusban a hozamok erősödni tudtak, azonban augusztusban az amerikai jelzálogpiacról indult válság átgyűrűzött a hazai piacra is. A befektetők kockázatvállalási hajlandósága csökkent, és fejlett piaci állampapírokban kerestek menedéket. Hazánkkal szemben a kockázati felár elvárás növekedett, és a hozamok ennek megfelelően felfelé tolódtak. Szeptemberben lenyugodni látszódtak az aggodalmak, bár a piacokon még nem állt teljesen helyre a bizalom. A piaci folyamatok hatására a FED 50 bázisponttal csökkentette az irányadó kamatot. A kamatvágást a piacok pozitívan fogadták, és újra megindult a kockázatosabb eszközök felé is a kereslet. Az MNB júniusban megkezdett kamatcsökkentését, szeptemberben folytatta és újabb 25 bp-al az irányadó kamatot 7,50 százalékra csökkentette, azonban az alábbi kockázatokat ők is kiemelték. A nemzetközi pénzügyi zavarok mellett, a hazai makrogazdasági folyamatok továbbra is felfelé mutató kockázatokat hordoztak. A harmadik negyedév során aktívan kereskedtünk, kihasználva a sávós kereskedést. Augusztusban –a hozamok emelkedésekor – hosszabbítottuk a portfolió durationjét, majd szeptemberben a hozamerősödésben

visszacsökkentetük a kiinduló körüli szintekre. Továbbra is az éven belüli papírokat és a hosszú papírokat súlyoztuk enyhén felül, azonban a görbe középső részének a súlyát csökkentettük a benchmarkhoz képest.

Az utolsó negyedévben, októberben növeltük a kötvényportfólió alulsúlyozottságát kihasználva a FED-kamatvágás utáni piaci megnyugvást, erősödést, amit az MNB is kamatvágással kísért. Novemberben az amerikai és európai likviditási és hitelválság második hulláma ismét elbizonytalanította a befektetőket, akik ismét adni kezdték a kockázatos eszközöket. Az év végén egyre több market-maker fogta vissza aktivitását a hazai kötvénypiacon is, így az eladók túlsúlya gyorsan emelkedő hozamokhoz vezetett. A vevők hiánya miatt az utolsó két hónapban felrobbant a piac, amit kihasználtunk arra, hogy a megemelkedett hozamszinteken bevásárolva zárjuk alulsúlyozott pozíciónkat. A karácsony előtti utolsó kötvényaukción pedig - mivel szerintünk irreálisan magas hozamszintek alakultak ki az alacsony likviditás és a külföldiek távolléte miatt – agresszív vétellel túlsúlyozásba fordítottuk pozíciónkat.

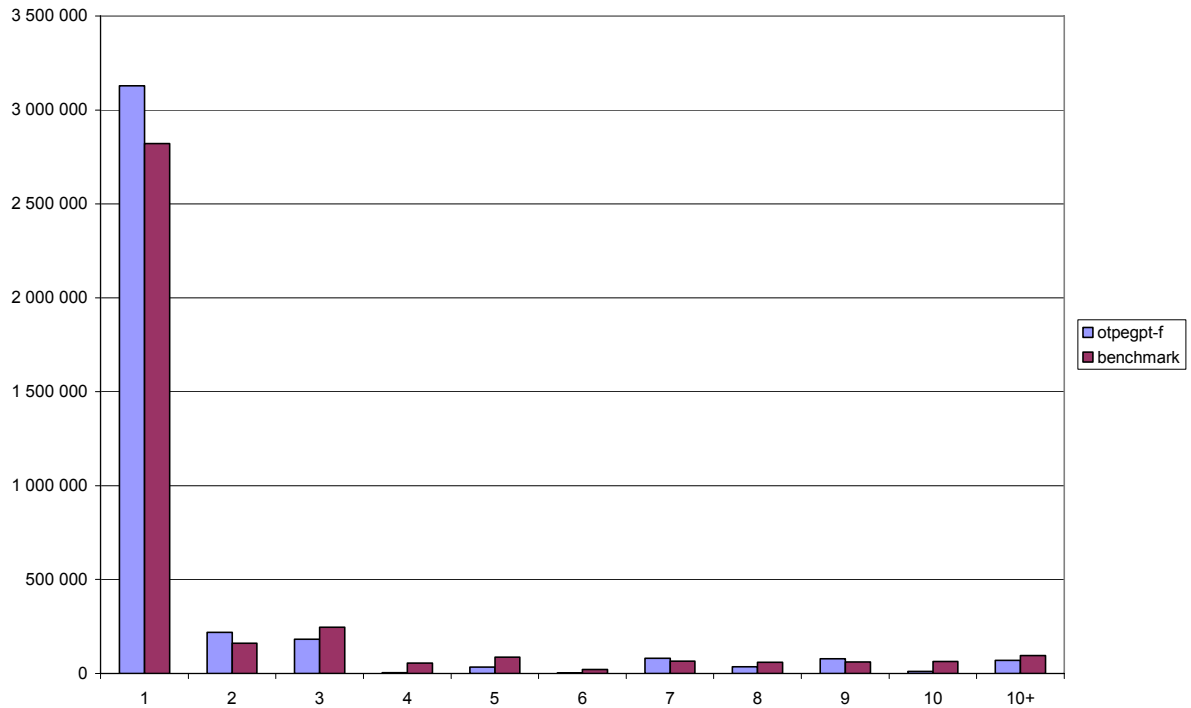
A kötvény-stratégia 2007-ben sikeresnek bizonyult, a kötvény-portfólió hozama felülteljesítette a benchmark-hozamot.

A kötvényportfólió átlagos futamidejének alakulása a referenciaindexhez képest:

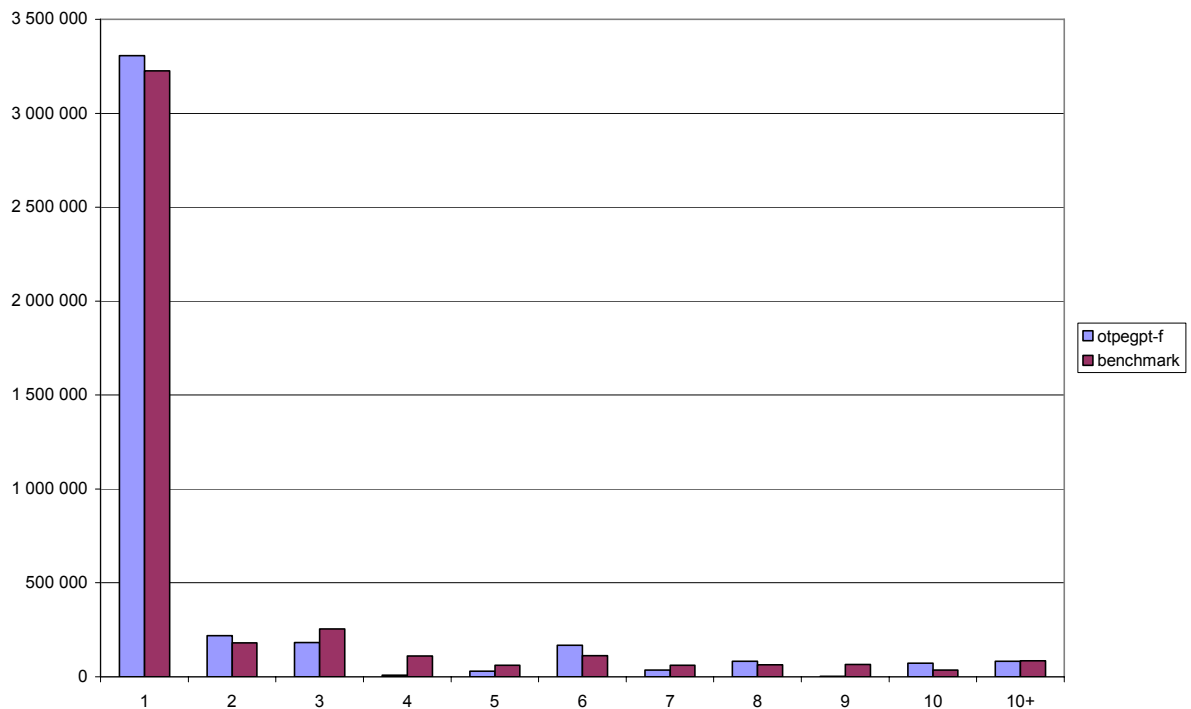
	2006.12.31	2007.03.31	2007.06.30	2007.09.30	2007.12.31
Duration (év)	1,05	1,19	0,95	1,19	1,49
Benchmark duration (év)	1,45	1,42	1,41	1,53	1,38
Portfolio / benchmark duration	72%	84%	67%	78%	108%

A kötvény-stratégia 2007-ben sikeresnek bizonyult, a kötvény-portfólió hozama felülteljesítette a benchmark-hozamot.

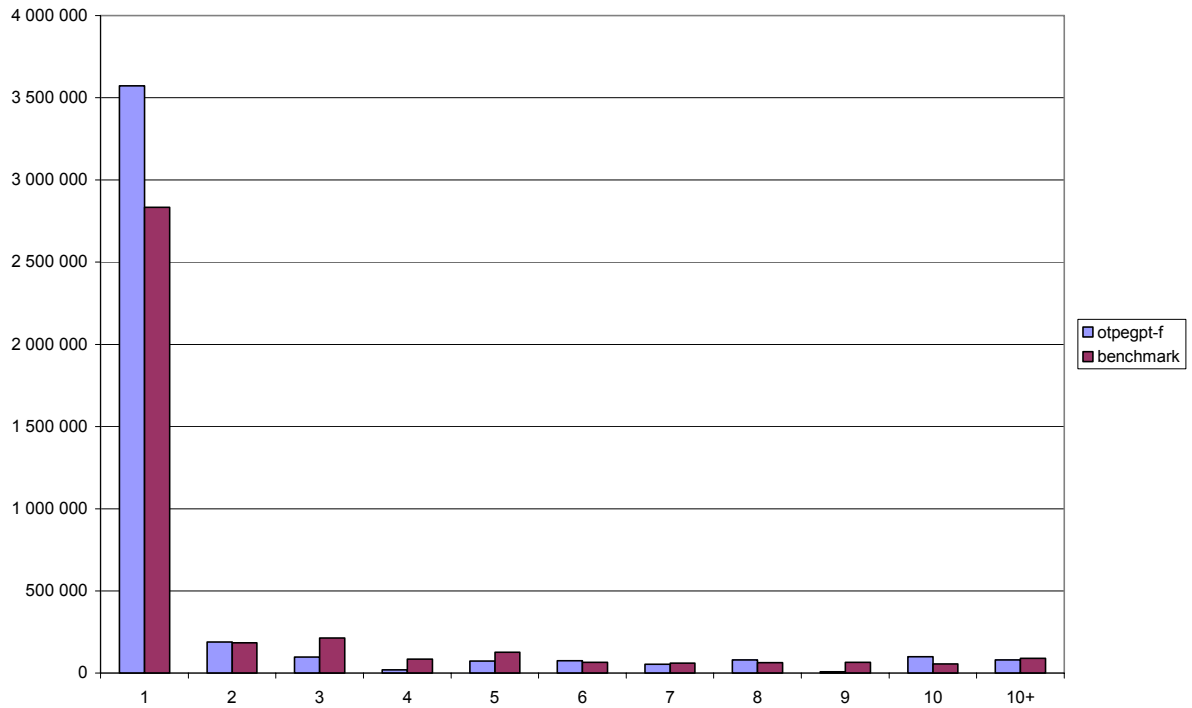
Az alábbi ábrákon a lejárat szerkezet változásait mutatjuk be a 2007. év folyamán.



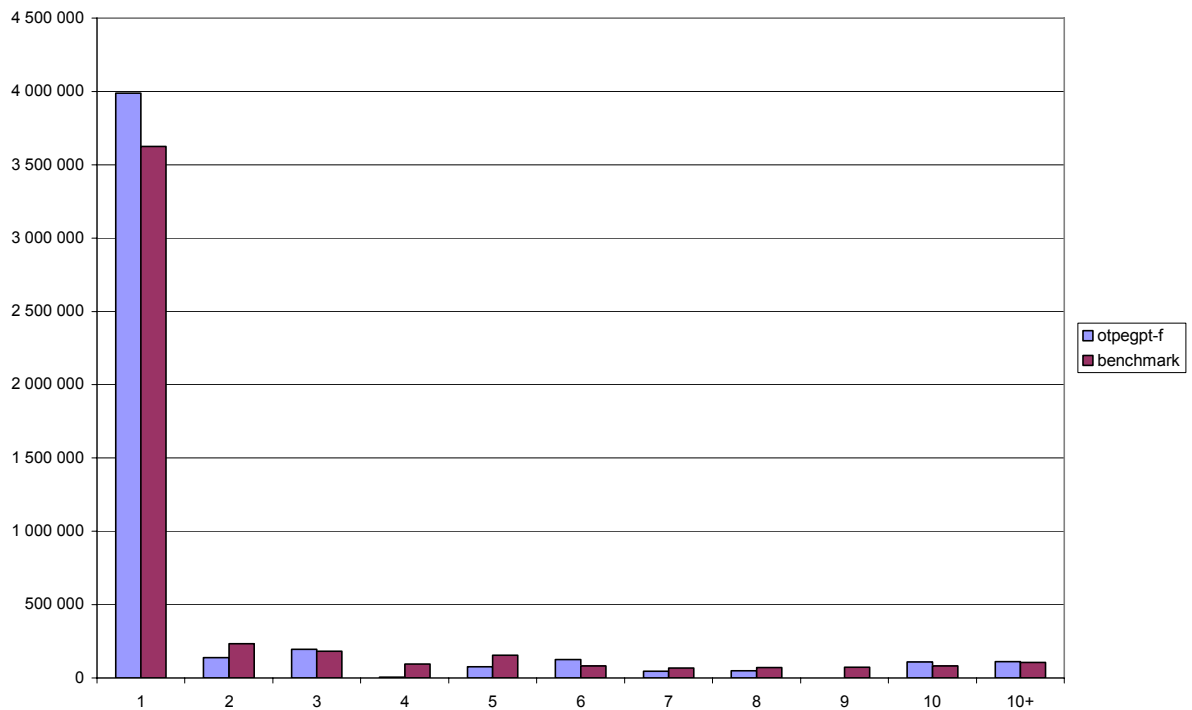
Lejárat szerkezet, 2006. december 31.



Lejárat szerkezet, 2007. március 31.

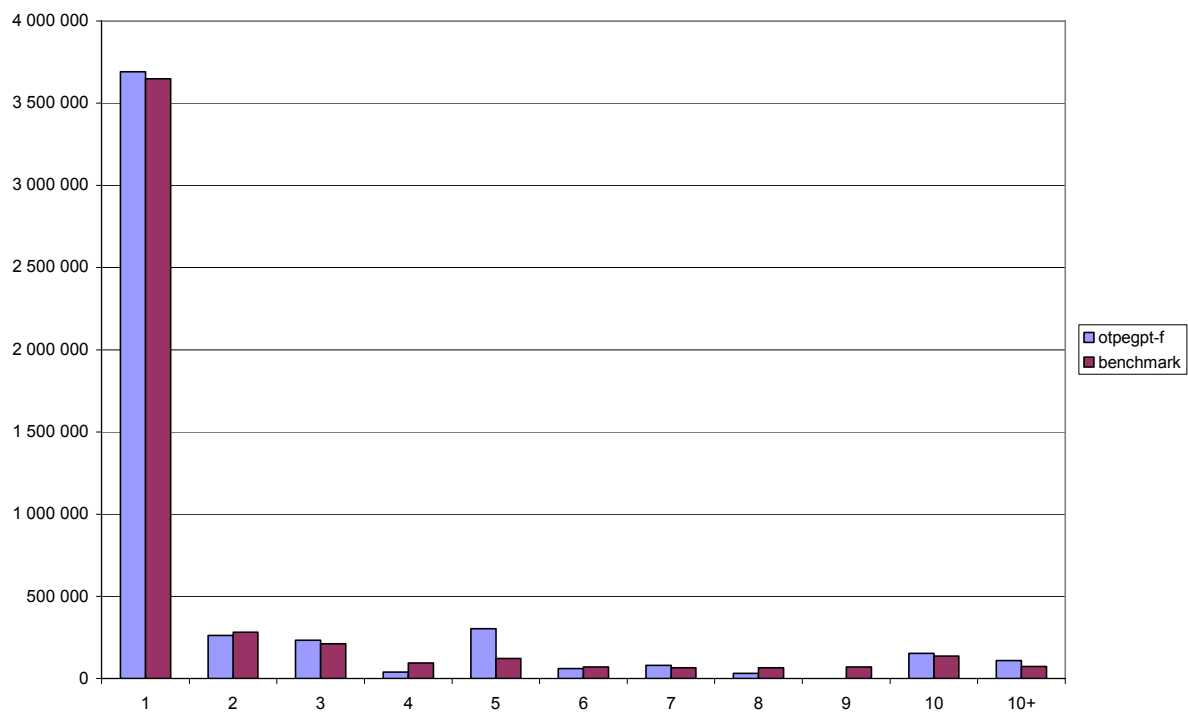


Lejárat szerkezet, 2007. június 30.



Lejárat szerkezet, 2007. szeptember 30.

Lejárat szerkezet, 2007. december 31.



3. Kitekintés

3.1. Hazai kötvénypiaci várakozások

2008. legnagyobb kihívása hazai makro-fronton az alacsony növekedés és a magas infláció trendjének megfordítása lesz.

Az államháztartási hiány várakozásaink szerint tovább javul 2008-ban és tartható lesz a költségvetési törvényben rögzített 4,1%-os hiány is. A 2009-es hiánycél elérése már kétségesebb, eléréséhez további intézkedésekre lenne szükség, erre azonban a választások előtti évben nem tennénk fogadást. A külső hiány kisebb mértékben tovább javulhat. A makro-egyensúly oldaláról komoly veszély nem fenyegeti a gazdaságot.

Annál nagyobb probléma az alacsonyabb gazdasági növekedés. A tavalyi növekedési ütem-csökkenés oka még elsősorban az állami szektor visszaesése volt, de a jövőben a versenyszektor növekedését, az ország versenyképességét illetően egyre több kérdés merül fel. A magas adóterhelés, a lassuló belső kereslet nem ösztönzi a vállalati fejlesztéseket, a tőke-növekedés tartósan lassulhat, a kapacitások bővítése helyett óvatosságból inkább a meglévő kapacitásokat használhatják ki jobban a vállalkozások. A potenciális GDP-növekedési ütem így a korábbi mintegy 4%-ról 3% közelébe mérséklődhet. Ha mindehhez a nemzetközi környezet jelentős romlása társul, az nehéz helyzetbe hozhatja a hazai vállalatokat.

A bérek várhatóan 2008-ban olyan lassan alkalmazkodnak a makro-folyamatokhoz, mint ahogy az elmúlt egy-két évben is történt. Innen szerintünk nem kap támogatást az infláció a vártnál gyorsabb csökkenéshez.

Az infláció terén felfelé mutató kockázatokat látunk. Az egymást követő kínálat-oldali sokkok tartósan magas inflációt eredményeztek, ami a várakozások emelkedéséhez vezethet. A 2006. és 2008. között folyamatosan, háromszor egymás után elvett inflációs cél nehezzé teheti az infláció letörését olyan környezetben, amikor a növekedési ütem is alacsony, és a jegybank nem akarja teljesen megfékezni a növekedést az infláció letörése érdekében.

Jelentős kockázatot jelent a globális folyamatok alakulása. Megnőtt a valószínűsége annak, hogy az USA gazdasága recesszióba süllyed a likviditási és hitelválság mélyülése és annak reálgazdasági visszahatása miatt. Kérdés, hogy ebben az esetben a fejlődő országok függetleníteni tudnak-e magukat, az export-vezérelt növekedésről át tudnak-e állni egy belső kereslet által indukált növekedési pályára. A globális kockázati étvágy és a kockázatos eszközök árának csökkenése várhatóan gyengülő forintot és emelkedő hazai állampapír-piaci hozamokat eredményezne.

A 2008. év eleji hozamszintek ugyanakkor attraktívak, ha a fenti negatív fejlemények nem következnek be, esély van a beárazottnál nagyobb hozamcsökkenés megvalósulására.

Sok tehát a bizonytalanság az év elején, mi túlsúlyozott pozícióval vágunk neki az új évnek, és ha a kockázatok további növekedését látjuk, készen állunk gyorsan alulsúlyozásra váltani.