

**Beszámoló  
a 2008. IV. negyedéves és éves  
befektetési üzletmenetről az**

# **OTP Egészségpénztár**

**részére**

**2009. január 15.**



## Tartalom

1. Összefoglaló.....	3
2. Kötvénypiac.....	5
2.1. Kötvénypiaci folyamatok.....	5
2.2. Hazai kötvénypiaci stratégia .....	18
3. Kitekintés.....	20
3.1. Hazai kötvénypiaci várakozások .....	20

Az alábbiakban az OTP Alapkezelő Zrt. 2008. IV. negyedéves befektetési tevékenységéről számolunk be az OTP Egészségpénztár portfólióját illetően. Bemutatjuk a Pénztár megcélzott befektetési piacain történt eseményeket és az Alapkezelő meghatározó lépéseit.

## 1. Összefoglaló

A portfólió és az egyes indexek hozama 2008-ban az alábbiak szerint alakult:

	I.NÉ	II.NÉ	III.NÉ	IV.NÉ	2008. ÉV
Pénztár (fedezeti alap)	-0.70%	2.37%	2.24%	3.33%	<b>7.39%</b>
Referencia portfólió	-0.38%	2.34%	2.32%	2.64%	<b>7.06%</b>
Különbség	-0.31%	0.04%	-0.08%	0.69%	<b>0.33%</b>
Pénztár (likviditási alap)	1.35%	2.21%	2.12%	3.90%	<b>9.92%</b>
Pénztár (működési alap)	1.40%	2.20%	2.12%	3.89%	<b>9.94%</b>
RMAX	1.17%	2.18%	2.13%	2.71%	<b>8.45%</b>
MAX	-4.94%	2.78%	2.82%	2.13%	<b>2.59%</b>
MAXC	-4.12%	2.72%	2.81%	2.01%	<b>3.30%</b>
BUX	-17.25%	-6.09%	-7.45%	-35.12%	<b>-53.34%</b>
CETOP20 (Ft-ban)	-10.63%	-7.58%	-9.43%	-33.45%	<b>-50.22%</b>
MSCI Europe	-14.06%	-14.07%	-10.22%	-13.11%	<b>-42.39%</b>
MSCI World	-14.08%	-10.32%	-5.50%	-11.69%	<b>-35.70%</b>

A fedezeti portfólió 2008. IV. negyedéves hozama **3,33%**, amely **69** bázisponttal felülteljesítette a referenciaportfólió hozamát.

**A fedezeti portfólió teljes 2008. évi hozama 7,39%, amely 33 bázisponttal felülteljesítette a referenciaindexet.**

A portfóliót alkotó egyes eszközcsoportok 2008. negyedik negyedéves teljesítményei vegyes képet mutatnak, a piaci hangulatot a globális világgazdasági válság és következményei határozzák meg minden piaci szegmensben:

A 2008-as év volt talán az eddigi legnehezebb év a  **hazai állampapírpiac**on. A globális pénzügyi válság hatalmas hullámzást hozott a hazai piacokra: lefeleződött a tőzsdeindex, a forint 60 forintot hullámzott fel-le, az állampapírok hozama is 6%-pontos sávban mozgott. Év végére szerencsére konszolidálódott a helyzet, pluszban teljesítettek az állampapírok. Világossá vált, hogy az adósságcsapda elkerülése és a fenntartható növekedés érdekében további intézkedésekre lesz szükség. Az éven túli papírok árfolyam-mozgását mutató MAX index értéke a negyedik negyedév folyamán 2,13%-ot erősödött, az RMAX index 2,71%-ot az éves teljesítményeket tekintve azonban az RMAX index 8,45%-os növekedéssel jelentősen túlszárnyalta a 2,59%-ot növekedő MAX indexet.

Az IMF-fel kötött megállapodás és a stabilizáció lehetővé tette a Monetáris Tanács számára a november végi kamatdöntő ülésen az 50 bázispontos kamatvágást,

amelyet decemberben még két újabb csökkentés követett, így az alapkamat év végén 10%-on zárt.

A **hazai és régiós részvénypiacokon** a negyedik negyedévben nagyon kedvezőtlen teljesítmény adatok jellemzőek. A Lehman csődjét követő nemzetközi likviditás szűkülés, a befektetői bizalom csökkenése, a befektetési alapokból történő visszaváltások és a régió makrogazdasági problémáinak előtérbe kerülése mind felelőssé tehető az amúgy már megszokott recessziós forgatókönyv mellett a negyedik negyedév erőteljesen negatív teljesítményéért.

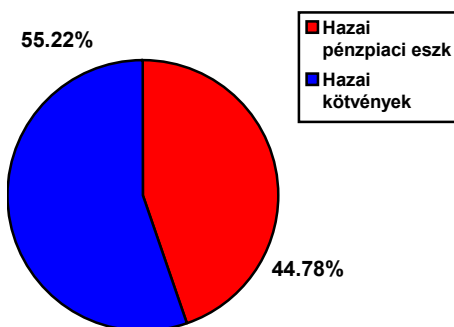
A cseh piac koronában -28,8%-ot, forintban -28%-ot gyengült. A BUX forintban mért -35,12 százalékos teljesítményével a legnagyobb esést produkáló piac volt, míg a teljes régiót átfogó CETOP20 -38,8 százalékos euróban mért hozama forintban -33,4 százalékot tett ki.

A **globális fejlett részvénypiacokon** is nehéz évnek bizonyult a 2008-as év. A negyedik negyedévet is meghatározta a nemzetközivé terebélyesedő bankválság, a nemzetközi üzleti ciklus lefelé fordulása, de legfőképpen a kettő előre nem látható egymásra hatása. Szeptembertől kezdve a tőkepiacok egyre borúsabb jövőbeni növekedési forgatókönyveket kezdtek el beárazni. A várható világgazdasági lassulás kedvezőtlenül érintette az árutözsdei termékek árfolyamát is. A fejlődő piaci részvényindex, az MSCI World Index a negyedik negyedév során -11,69%-ot a teljes év során -35,7%-ot esett. Az MSCI Europe utolsó negyedéves teljesítménye -13,11% míg az év során -42,39%-ot csökkent.

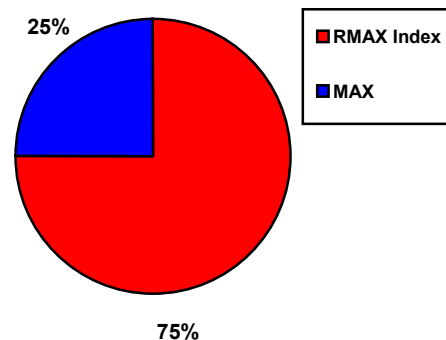
Októberben gyakorlatilag összeomlottak a világ részvénypiacai, és ebből az összeomlásból a **feltörekvő részvénypiacok** is derekasán kivették a részüket. A fejlett piacok recesszióba fordulásával egyre inkább visszaesik a kereslet a feltörekvő országok exportja iránt.

Az MSCI Emerging Markets Index eddigi legnagyobb mértékű, -18,33%-os esést produkált, éves szinten -49,25%-ot esett. A jelentősebb piacok közül forintban számítva Brazília -32,5%-ot, Oroszország -42%-ot esett a negyedévben, míg az alacsony nyersanyagárak fő haszonélvezője, Kína jóval kevesebbet, mintegy -8%-ot veszített az értékéből.

A portfólió összetétele  
2008. december 31.



A referenciaindex összetétele  
2008. december 31.



## 2. Kötvénypiac

### 2.1. Kötvénypiaci folyamatok

2008-ban jelentős mértékben emelkedtek a hozamok a hazai állampapír-piacon. Az első negyedév nagy hozamemelkedést hozott, majd a következő fél év során stabilizálódott a piac, hogy ezt követően ősz végén ismét óriási gyengülés jöjjön, az év utolsó hetei pedig ennek korrekcióját hozták. A hozamgörbe elején közel 1,5%-ponttal, a közepén mintegy 2%-ponttal, a 10-15 éves lejáratoknál 80-120 bázisponttal emelkedtek a hozamok az év során. A hozamgörbe így púpos alakot vett fel 2008-ban, a hároméves lejáratig emelkedő, az ennél hosszabbaknál csökkenő volt a hozamgörbe alakja. A különböző lejáratok hozam-változásának mértékét az alábbi táblázat mutatja.

(%)	3 hó	6 hó	1 év	3 év	5 év	10 év	15 év
<b>2007.12.31</b>	<b>7.45</b>	<b>7.46</b>	<b>7.47</b>	<b>7.52</b>	<b>7.38</b>	<b>7.08</b>	<b>6.83</b>
2008.03.31	8.72	8.65	9.17	9.96	9.60	8.56	8.17
2008.06.30	8.85	8.88	9.18	9.55	9.25	8.50	8.24
2008.09.30	8.85	8.98	9.10	9.66	9.27	8.17	7.95
<b>2008.12.31</b>	<b>9.03</b>	<b>8.96</b>	<b>8.95</b>	<b>9.57</b>	<b>9.43</b>	<b>8.28</b>	<b>7.70</b>
<b>Hozam-változás</b>	<b>1.58</b>	<b>1.50</b>	<b>1.48</b>	<b>2.05</b>	<b>2.05</b>	<b>1.20</b>	<b>0.87</b>

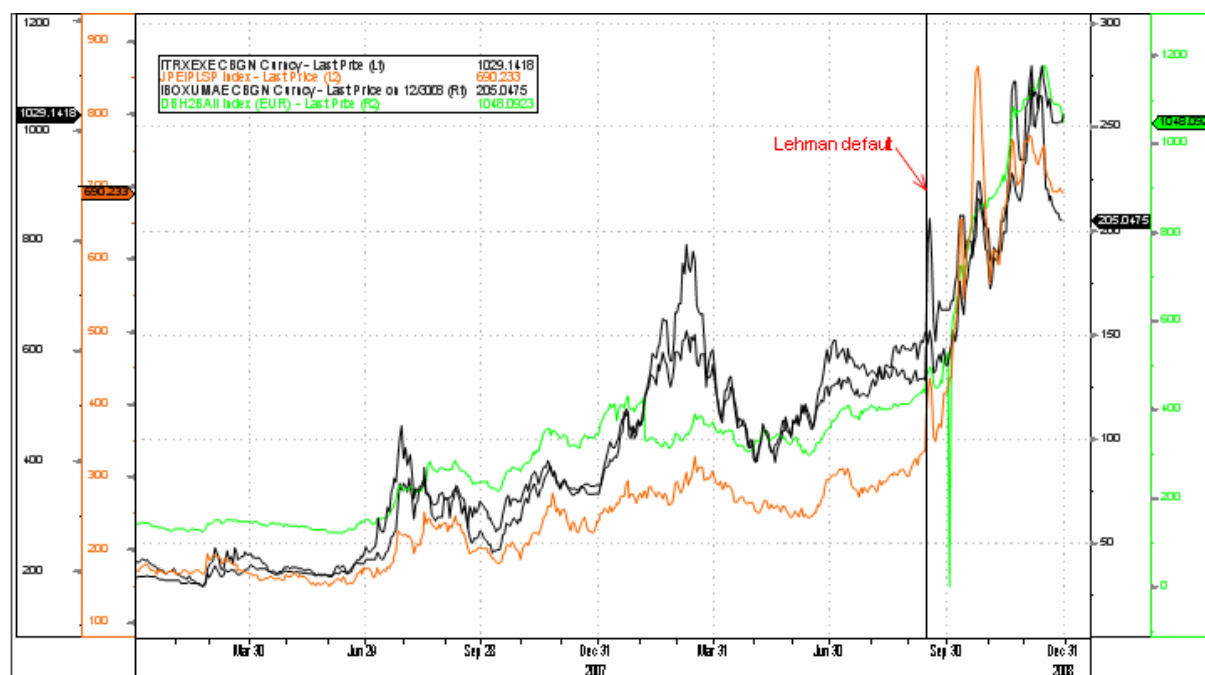
Rossz és viharos év volt 2008. a hazai állampapír-piac befektetői számára. A globális pénzügyi válság hatásai nem kerülték el Magyarországot sem, így hiába csökkent az államháztartás hiánya, a háztartások és a vállalatok növekvő eladósodása miatt az ország külső finanszírozási igénye nemhogy csökkent, hanem ismét emelkedett. Ráadásul a hitelpiacokon tapasztalt erősödő kockázatkerülés, óvatosság miatt egyre nehezebb és drágább volt hosszú lejáratú forráshoz jutni, így a külső finanszírozáson belül nőtt a rövid lejáratú adósság aránya. Mindezek és a magas adósság-állomány miatt nőtt az ország sebezhetősége, ami Lehman bankház szeptember közepi csődjét követő globális pénzügyi összeomlás után finanszírozási válsághoz vezetett októberben, és csak egy, az IMF, az EU és a Világbank hármasa által nyújtott óriáshitel mentett meg bennünket. A jegybank többszöri kamatemeléssel próbálta stabilizálni a helyzetet. A hozamok jelentősen emelkedtek az egész hozamgörbén, a kötvénypiac így az év elején beárazottnál gyengébben teljesített. Nem meglepetés tehát, hogy az éven belüli lejáratú állampapírok teljesítményét mutató RMAX index közel hat százalékkal magasabb hozamot produkált, mint a hosszú lejáratú kötvények teljesítményét mutató MAX index, de ötéves távlatban is az RMAX évi 8,6%-os hozama felülteljesítette a MAX évi 7,6%-os hozamát.

2008. negyedik negyedéve a harmadik negyedév eseményei által keltett hullámmal indult. A negyedév rendkívüli volatilitással, a kockázatos befektetések árának a csökkenésével, jegybanki kamatcsökkentéssel – ezzel párhuzamosan az állampapír hozamok drasztikus csökkenésével – és a bankok világméretű feltőkésítésével telt. A negyedév folyamán a reálgazdaság teljesítménye is romlott,

Amerikában recesszió van, az időszak tőkepiaci folyamatait azonban most nem elsősorban ez mozgatta.

A negyedik negyedévben a világ pénzügyi intézményei 460 milliárd friss tőkéhez jutottak az előző három negyedévben kapott 382 milliárd után. Szükség is volt rá, hiszen 2008-ban a világ bankrendszerében 716 milliárd dollár veszteség keletkezett, a hitelválság kezdete óta pedig már 1000 milliárd. Ebből 678 az USA-ban, 289 Európában. Látszik tehát, hogy a problémák súlypontja az USA-ban van jelenleg.

A világ piacain tapasztalható negyedik negyedéves hullámzást egyébként az egyik legnagyobb amerikai befektetési bank, a Lehman Brothers szeptemberi csődje indította el. A piac egyáltalán nem számított a Lehman csődjére, sőt igazából egy nagy szereplő csődjére sem. A Bear Stearns márciusi megmentése után joggal hihették, hogy majd így-úgy magán, illetve állami pénzből megmentik a nagyobb, bajba jutott pénzintézeteket. Arra sem számított a piac, hogy a befektetési banki modell teljes mértéken megbukik, és csak azok a pénzügyi intézmények életképesek a jelenlegi hitelszűkében, melyek mögött stabil betétes bázis áll. Megbuktak továbbá a rendkívül sok tőkeáttételre épülő pénzügyi szereplők, az egyes elemzők által csak „shadow banking system”-nek nevezett hedge-fundok, illetve egyéb, magukat rövid lejáratú forrásokkal finanszírozó, ámde hosszú eszközökbe fektető speciális befektetési konstrukciók. A hedge fundok a 2008-as évet egyébként átlagosan 12% körüli veszteséggel zárták, ennek és a tőkekivonásoknak köszönhetően 350 milliárd dollárral, 1500 milliárd dollár közelébe csökkent az általuk kezelt vagyon. A 2008-as év a piac túlnyomó részének a „deleveraging”-ről, azaz a tőkeáttétel csökkentéséről szólt. Kezdődött mindez az amerikai fogyasztóval, aki túlzott mértékű lakáshitellel terhelte magát, bízva az ingatlan árak örökös emelkedésében, aztán áttevődött a neki hitelt nyújtó bankokra és rajtuk keresztül a pénzügyi közvetítőrendszer gyakorlatilag minden „felhasználójára”. A „decoupling” teória, azaz hogy a világ egyéb országai, befektetési termékeinek teljesítménye el tud válni az amerikai lakás- és tőkepiaci problémáktól, illúzióvá vált. Tudvalevő, hogy válság idején egyetlen egy dolog emelkedik (az állampapírok árfolyamán kívül), mégpedig a korreláció. Ha nagy a baj, ha kitör a pánik, a befektetők minden valós és vélt kockázattól szabadulnak, ezáltal lavinát indítva el a világ minden értékpapír, pénz és áru piacán. A globalizáció hajnalán tett kijelentés, miszerint ha New York tüsszent, Európa és az egész világ megfázik, soha nem volt igazabb. Dominóhullámot indított el az amerikai ingatlanpiaci válság, amibe magukat biztos talpon álló játékosoknak gondoló szereplők is belebuktak és olyan piacokat is elért 2008. végére, amikre a konszenzus egyáltalán nem számított.



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

Forrás: Bloomberg

Amerikában a tőkeáttétel csökkentésének jegyében a befektetési banki modell utolsó két szereplője a Goldman Sachs és a Morgan Stanley is bankká alakult október folyamán. Előbbi hiába volt nyereséges az első három negyedévben, hiába volt mentes a többi banknak fejfájást és tőkehiányt okozó nagy leírásoktól, kénytelen volt Warren Buffet segítségét kérni és tőkét emelni a bankká válással párhuzamosan. Aztán pedig az állami feltőkésítési programba is beszállt október végén, melynek során a többi nagy szereplőhöz hasonlóan az amerikai kincstár ebben a bankban is osztalékelsőbbbségi részvényeket jegyzett.

Az állam év végéig összesen 267 milliárd dollárt investált bankokba és autógyártókba. Az eredetileg bankoknak szánt programot kénytelen volt kiterjeszteni a nagyon drágán és hatékonytalanul termelő detroiti autógyártókra, illetve azok finanszírozó részlegeire. Ezt megelőzően beindította a 700 milliárd dolláros TARP programot (troubled asset relief program), amelynek keretében illikvid eszközöket vásárol a pénzügyintézetektől, illetve a fent említett formában feltőkésíti őket. Elindult továbbá a TLGP (temporary liquidity guarantee program) mennyiségi korlátozás nélkül, amelyben állami garancia mellett bocsáthatnak ki bankok és holding cégek legkésőbb 2012. júniusában lejáratú kötvényeket, ezzel enyhítve a finanszírozási problémáikat. A rövid lejáratú commercial paper piac problémáinak enyhítésére beindult a mennyiségi korlátozás nélküli CFFF (commercial paper funding facility) program és a Fed 200 milliárdos TALF (term asset-backed securities loan facility) programja, aminek a segítségével eszközfedezett (ABS) kötvények fedezete mellett lehet egyéves hitelt fölvenni.

Látható tehát, hogy az amerikai állam 1000 milliárd dolláros nagyságrendben próbálja a pénzügyi rendszer likviditási, tőke-ellátottsági problémáit megoldani, amire szükség is van. Hiszen míg korábban a befektetők azzal a feltételezéssel éltek, hogy a nagy pénzügyi szereplők nem bukhatnak el, mivel ezzel a Fed és az állam a pénzügyi közvetítő rendszer működését kockáztatná, addig a Lehman csőd után bármi lehetségessé vált, a magántőke bizalma megrogogott a rendszerben.

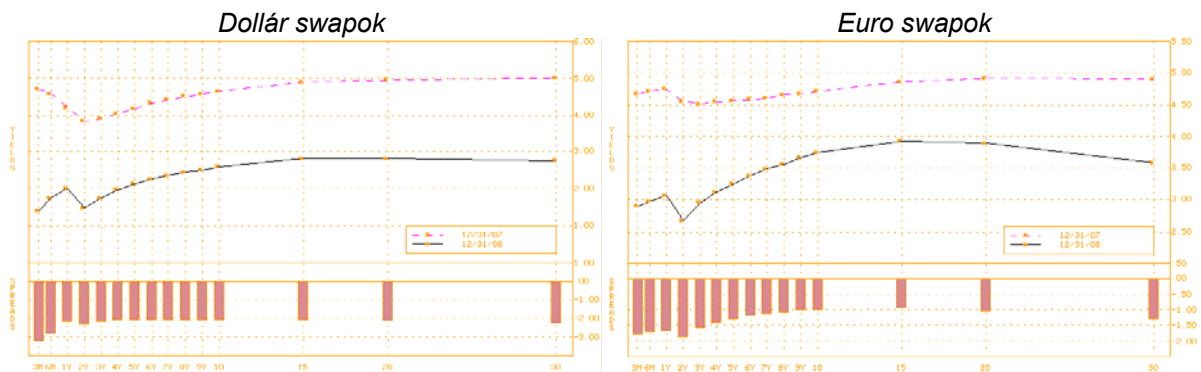
Az eloszlási függvények vastag széléről (fat tail) kezdett mindenki beszélni, a nem várt események egyre nagyobb számú bekövetkezésével kezdtek el számolni. Mivel tehát a historikus, normál eloszlásra épített modellek – köztük is elsősorban a VaR alapúak – nem jelezheték előre, ami történik, a befektetők pánikszerűen menekülni kezdtek minden olyan eszköztől, melynek ára csökkenhet. A növekvő pánik következtében az opciókban beárazott volatilitás rendkívüli mértékben megemelkedett, a realizált volatilitás pedig ezt követte. Az állampapírokon kívül minden kötvényben megjelent a likviditási prémium, a vállalati kötvények vételi-eladási jegyzései közötti különbség az egekbe szökött, a forgalom minimális szintje mellett. Ilyen piacon a stop loss megbízásoknak nem sok értelme van, igazából nem nagyon lehet vevőt találni a papírokba, egyes befektetők margin call-ok, vagy végbefektetői visszaváltások (vagy az arra való felkészülés) miatt kénytelenek voltak bármi áron eladni, ezzel tovább bomlasztva a piacot. A növekvő volatilitás és a drasztikusan csökkenő árak pedig újabb befektetőket készítettek veszteségméréséklő eladásokra. Jellemző a piac irracionalitására, hogy egyes banki kötvények és az ugyanezen kötvényekre vonatkozó credit default swap jegyzések (amik a kötvénnyel egyenértékűek hitelkockázat szempontjából) között 5% körüli is volt a hozamkülönbség, ezzel rendkívüli veszteségeket okozva az arbitraszőröknek. Azok ugyanis korábban megvették a kötvényeket és a nemfizetési kockázatot alacsonyabb szint mellett lefedezték a CDS kontraktusokon (ezzel egy kockázatmentes befektetést eszközölve) Az október-novemberi eladási hullámban azonban a CDS jegyzések csak kevéssé tágultak, a kötvények ellenben drasztikus mértékben, így a kettő közötti spread tágulással hatalmas mark to market veszteségek keletkeztek, sokakat kiszorítva pozíciójukból.

A kockázatot elutasító befektetők az év végére drámaian alacsony szintekre nyomták az állampapírok hozamát. A 3 hónapos amerikai diszkont kincstárjegyekre negatív hozamon is született kötés, a két éves hozam 0.65%, a 10 éves 2.05, a 30 éves pedig 2.55%-os mélypontot állított be. Ez a szeptember végi hozamszintekhez képest 131, 178, 176 bázispontos csökkenést jelentett. Mindeközben a vállalati kötvények, a jelzáloghitelek kamatai decemberig nem igazán tudtak csökkenni. Ez utóbbiak pedig kritikus fontossággal bírnak az amerikai gazdaságban, a lakáspiac és ezáltal a fogyasztói bizalom javulása nem képzelhető el a jelzáloghitelek kamatának tartós csökkenése nélkül. A Fannie Mae által kibocsátott jelzáloglevelek kamatai, amelyek a jelzáloghitel-intézmények államosítása óta már gyakorlatilag államilag garantált kibocsátásoknak számítanak, október végén még közel 6.5%-os hozamon forogtak. A hozamok a Fed jelzáloglevél vásárlásainak beindulásával tudtak csak elkezdni csökkenni, december végén már 5.26%-on álltak. Ehhez persze kellett az is, hogy a jegybank a negyedév folyamán 2%-ról gyakorlatilag 0-ra vágta az alapkamatot, pontosabban egy 0-0.25%-os sávban célozza meg. Az alternatív költség így gyakorlatilag 0, azaz a készpénz nem hoz semmit, a megtakarítóknak-befektetőknek, pénzügyi alapoknak előbb-utóbb valami hozammal rendelkező instrumentum után kell nézniük. A Fed-nek az a célja, hogy nem csupán az irányadó



kamat legyen alacsony (hiszen ez a gazdaságnak kevésbé számít, csak a Feddel üzemelő bankrendszernek), hanem a tényleges, magánszereplők között érvényes kamatok is csökkenjenek.

A likviditást javító intézkedések a bankközi piacon megtették a hatásukat. A 3 hónapos dollár LIBOR október közepén még 4.8%-on volt (holott az alapkamat akkor is már csak 1.5% volt), december végére 1.5% alá csökkent. A sokak által figyelemmel követett 3 hónapos LIBOR és a három hónapra várt alapkamat különbsége (ami gyakorlatilag a bankok kihelyezési hajlandóságát mutatja, egyfajta bankközi hitelfelár a kockázatmentes fölött) ezáltal az október közepén jellemző 350 bázispont körüli szintről év végére 120 pontra csökkent. Ez a spread 2007. év végén, amikor pedig már komoly likviditási problémák jellemezték a bankközi piacot, 65 bázispont körül volt. (2007. elején 7 bázispont volt mindössze). A befektetési kategóriába sorolt vállalati kötvények piacán az átlagos hozamszint 8.5% fölött is tartózkodott novemberben, az állampapírhoz képesti felár az indexek történetében először a 640 bázispontot is elérte. Hasonló rossz teljesítményre ezen a piacon utoljára a nagy gazdasági világválság idején volt példa (persze az adatsorok nem feltétlenül összehasonlíthatóak). Az átlagos befektetési kategóriájú kötvény az évet 593 bázisponttal állampapír fölött, 7.82%-os hozamon zárta az előző év végi 202 bázispontos felár és 5.8%-os hozamszinthez képest, ezzel komoly veszteséget okozva a befektetőknek.



*Az amerikai és európai swap hozamok változása 2008-ban*

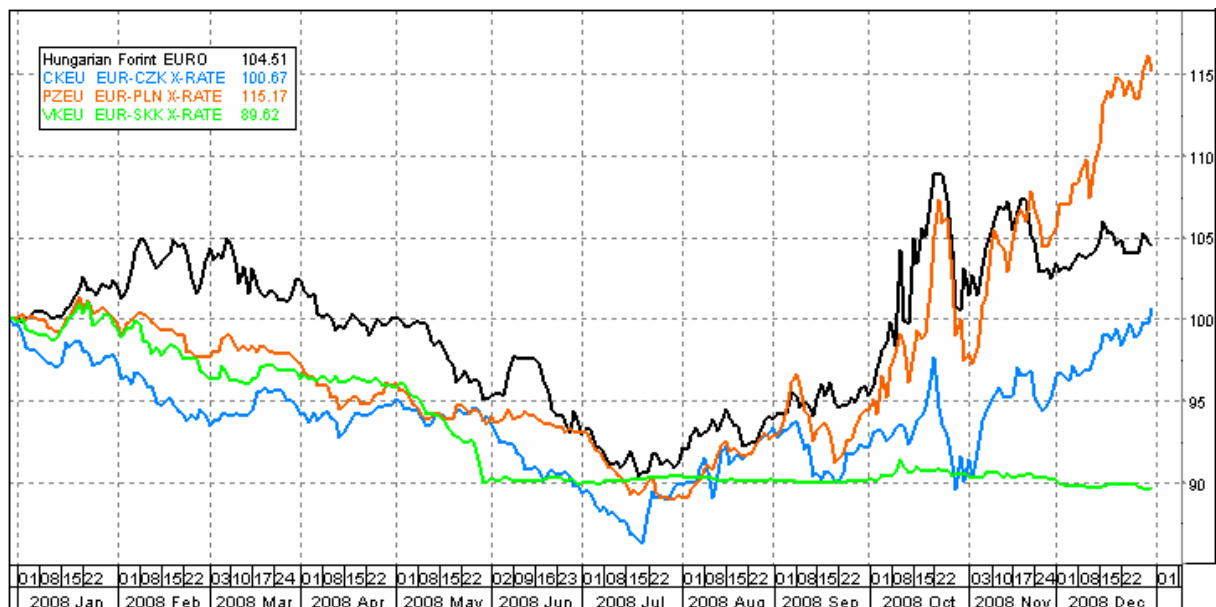
Forrás: Bloomberg

Az Euró övezetben 2008-ban nem volt ilyen drámai a pénzügyi rendszer helyzete, bár kisebb áldozatok itt is voltak, a benelux államokban tevékenykedő Fortist például részben államosítani kellett, részben továbbadták a BNP-nek, az elsősorban önkormányzati hitelezéssel foglalkozó Dexia szintén állami (francia, belga, luxemburgi) tőkejuttatásra szorult, míg az ingatlanhitelezéssel foglalkozó Hypo real estate kötelezettségeire a német állam volt kénytelen 30 milliárd euró erejéig garanciát vállalni. Az euró övezetben is hoztak a tagállamok a bankok likviditását javító intézkedéseket. Írország 485(!), Németország 400, Franciaország 320, Hollandia 200, Ausztria 100 milliárd euró értékben vállalt garanciát a bankjainak kötelezettségeiért, illetve új kötvénykibocsátásaiért.

Sokaknak az a véleménye, hogy az EKB késve érzékelte a helyzet súlyosságát, hiszen júliusban még az emelkedő olajár árnyékára ugorva kamatot emelt 4.25%-ra, hogy aztán érzékelve a gazdaságban jelentkező problémák súlyosságát 3 lépésben 2.5%-ra mérsékelje azt. Az euró övezet ráadásul még mindig messze nem mutat egységes képet, a komoly ingatlanpiaci és gazdasági problémákkal küzdő Írországot és Spanyolországot, a versenyképesség fokozatos romlása miatt amúgy is növekedni képtelen és magas adóssággal birkózó Olaszországot nem lehet egy lapon említeni Németországgal. De speciális például az eddig eminensnek számító Ausztria helyzete is, ahol a kormányzatnak komoly fejtörést okoznak a Kelet-Európában Ausztria méretéhez képest nagy kockázatot felvállaló bankok. Részben ennek is köszönhetően az euró nem teljesített túl jól a dollárral szemben, a júliusi 1.60-as csúcsról novemberre 1.25 alá gyengült, hogy aztán decemberben illikvid piacon újra 1.40 fölé erősödjön. A politikai megosztottság sokak szerint megakadályozza az egységes fellépést a válsággal szemben, és ahogy látható, a késlekedés komoly problémákat okozhat, ha kritikusra fordul a tőkepiacok illetve a gazdaság helyzete.

Az állampapír piac mindenestre itt is reagált a gazdasági teljesítmény csökkenésére (2009. egészére recessziót várnak), a két éves német állampapír hozama 172 bázispontot, a 10 évesé 106 bázispontot csökkent, 1.75, illetve 2.95%-ra süllyedve. Fontos azonban kiemelni, hogy az euró övezet állampapír piacáról már nem lehet ugyanolyan egységesen beszélni, mint akár pár hónappal ezelőtt. Az utóbbi évek konvergenciája megfordult és dekonvergenciába csapott át, amikor is a befektetők

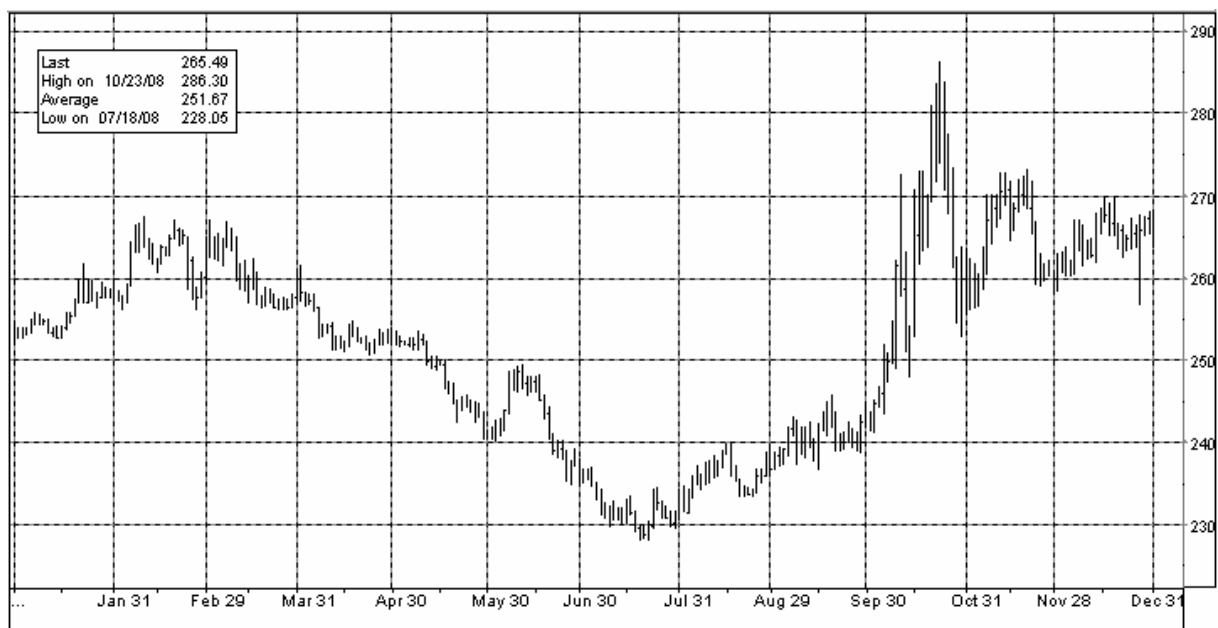
komoly felárat kérnek azért, hogy német állampapír helyett más ország kibocsátását tartsák. A német állampapírok iránti hatalmas kereslet tehát a többi euró ország hitelfelárának a növekedését is eredményezte. A spanyol 10 éves államkötvény felára a nyár eleji 20 bázispontos szintről 80 bázispont fölé tágult, az íré 30-ról 120-ra, a portugálé 40-ről 90-re, az olasz spread 50-ről 140-re, a görög 60-ról 180-ra emelkedett. Nem csak a „club med” országokat sújtotta azonban a befektetők kockázatos eszközöktől történő elfordulása. Nem kímélte a válság az euró övezet úgynevezett „core”, stabilan AAA minősítésű országait sem, az osztrák spread 20-ról 70-re, a holland 20-ról 60-ra, még a francia is 20-ról 40-re tágult. Ezek a papírok tavaly még alig néhány bázisponttal hoztak többet, mint a német állampapír, sőt, egyes esetekben még német állampapír alatti hozamokon is kereskedtek velük. Spanyolország például 2006 közepén még Németországgal teljesen megegyező hozamszinten tudott 10 éves kötvényt kibocsátani. Az egyes államok kockázati megítélésének a romlása nem csak a „flight to quality”, azaz a legjobb minőségű eszközök előnyben részesítésére vezethető vissza, hanem az egyes országok bankrendszerének sebezhetőségére is. Sok országban a bankok állami segítségre szorulnak, ami gyakorlatilag az állam finanszírozási igényét növeli. Így azok az országok, melyeknek GDP-jéhez képest a bankrendszer mérlegfőösszege jelentős, kockázatosabbnak ítéltetnek. Így fordulhat elő, hogy Írország, aki államadósságának alacsony szintjéből (25% a GDP-hez viszonyítva) fakadóan AAA minősítéssel bír, 120 bázisponttal többet kénytelen 10 éves kötvényére fizetni, mint Németország. Bankrendszere ugyanis az ingatlanpiaci lufinak köszönhetően nagy bajban van. Persze nem elhanyagolható szempont a magas államadósság sem, az olaszok 104, vagy a görögök 94%-os GDP arányos államadóssága a jó időkben nem zavarta a befektetőket, most azonban büntetik a laza fiskális fegyelmű országokat



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

Forrás: Bloomberg

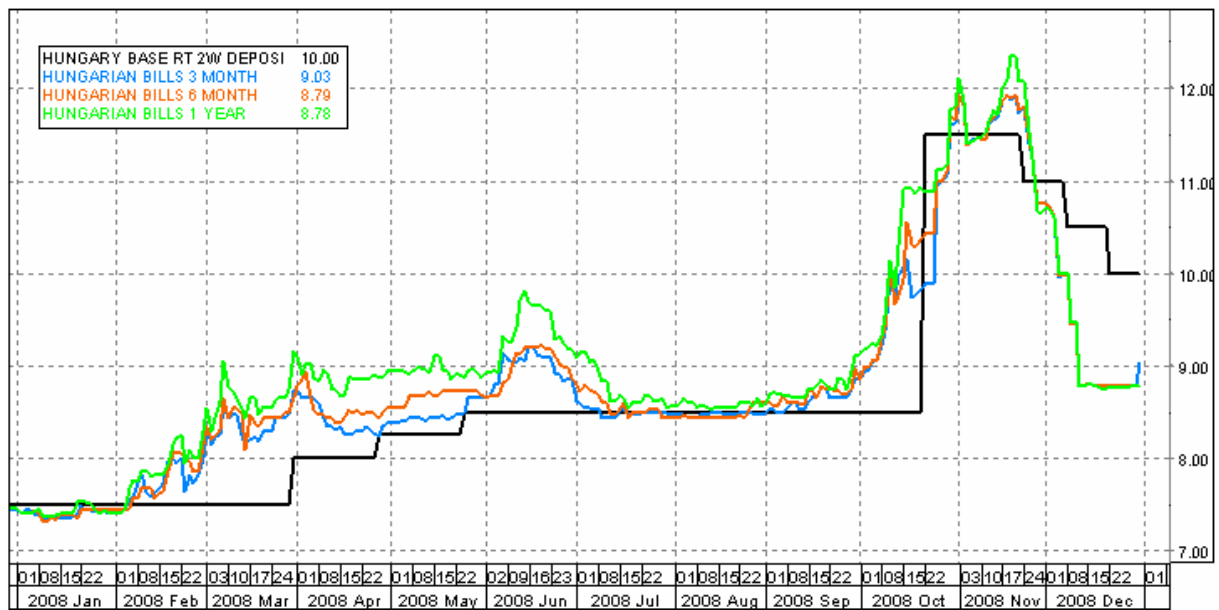
A nemzetközi kitekintés után térjünk vissza a hazai fejleményekre. 2008 elején a korábbi stabilizációs csomag eredményeként javuló államháztartási egyensúly, de csökkenő gazdasági növekedés és magas szinten beragadt infláció jellemezte a hazai gazdaságot. A befektetők leginkább az infláció miatt aggódtak, a jegybank 2006-ban és 2007-ben is elvétette az inflációs célt, és ekkorra világos lett, hogy a 2008-as célt is el fogja véteni. A problémát az jelentette, hogy az árfolyamsáv miatt nem volt minden szükséges eszköz a Monetáris Tanács kezében a 3%-os inflációs cél teljesítéséhez, hiszen 240 forint/euró alá nem erősödhetett a forint. A jegybank hitelessége forgott kockán. Ennek hátrányait (a magasabb inflációs pályát, és emiatt magasabb kamatszintet, drágább hiányfinanszírozást) végre megértette a kormányzat is, és február végén megszületett a régóta várt döntés, a Monetáris Tanács a kormánnyal egyetértésben eltörölte a forint  $\pm 15\%$ -os lebegési sávját. Mivel a forint az év eleje óta gyengült, a piac azzal a gyanúval élt, hogy a döntést egy alku előzte meg: a Kormány belemegy a sávtörlésbe, ha a Monetáris Tanács nem emel kamatot. Mindez zavart okozott a piacon, és az állampapírpiac felgyülemlett kereslet-kínálati feszültség eladási hullámot indukált, ez gyors hozamemelkedést és a piac szétesését eredményezte. A folyamatos kibocsátói nyomás miatt, és a magánnyugdíjpénztári portfólió-átalakítások miatt lecsökkent kereslet miatt a papírok másik két nagy vevői köre, a hazai bankok és a külföldi befektetők túlsúlyozódtak. Az így felvett kamatkockázatot kamatswap pozíciók felvételével igyekeztek mérsékelni. De mivel ezek a szereplők ugyanabban a pozícióban ültek (asset package), az állampapírok és a swapok közötti spread tágulása mindenkinek óriási veszteséget okozott, a fedezés nem működött, beindultak a veszteségkorlátozó stop-loss megbízások, a hozamemelkedés felgyorsult. Egy hét alatt 150-200 bázisponttal emelkedtek a hozamok mire a folyamat megállt és megjelentek a vevők. Az ÁKK, mint kibocsátó bejelentette, hogy csökkenti a kibocsátás volumenét, hogy enyhítsen a kínálati nyomáson. Márciusban a jegybank kamatot emelt, és a forint végre erősödő pályára állt. A lépés erősítette a jegybank hitelét, az infláció letörése iránti elkötelezettségét.



*Az euró-forint árfolyam 2008-ban*

Forrás: Bloomberg

Mindeközben a hazai politikában sem telt eseménytelenül az idő. A reformok körüli viták erősödtek a koalíción belül, és a kormányzó pártok ill. az ellenzék között is. A márciusban megtartott népszavazás során a szavazók elkaszálták a tandíjat, a vizitdíjat és kórházi napidíjat, a reform szimbolikus elemeit. Gyurcsány kormányfő és a kormányzó MSZP a kudarc után lassítani akart a reform-tempón, ami miatt partnere, az SZDSZ kilépett a koalícióból. Kisebbségi kormányzás vette kezdetét növelve a politikai bizonytalanságot. A tavaszi felfordulás után eseménytelen nyári hónapok következtek.

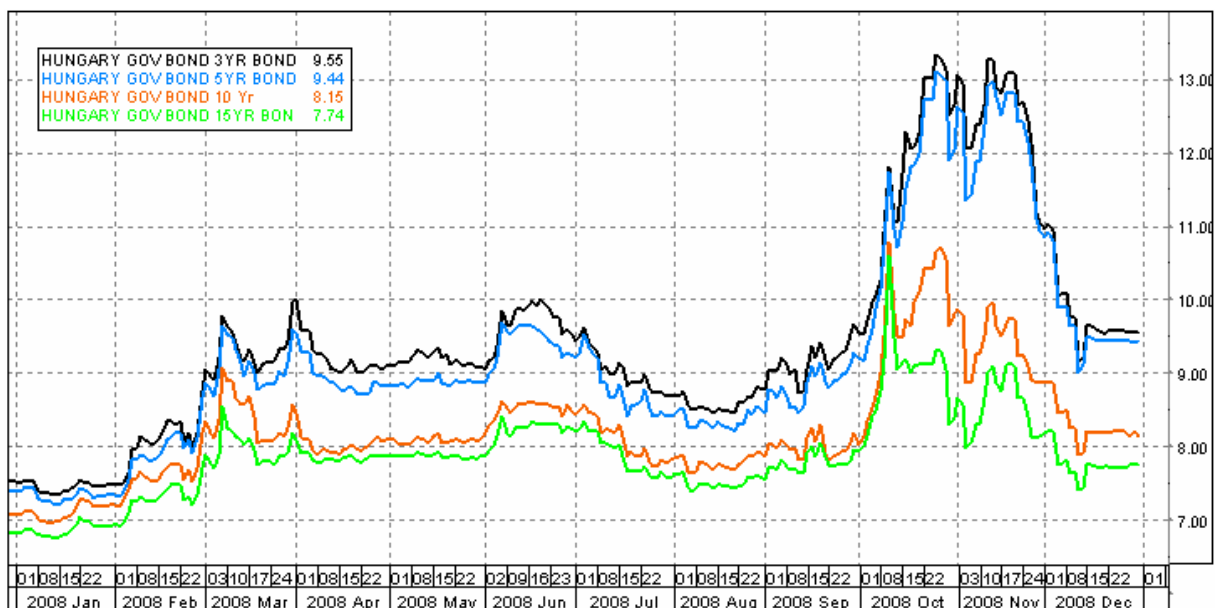


*A kéthetes jegybanki betét, és az éven belüli hozamok alakulása*

Forrás: Bloomberg

A jegybank március után áprilisban és májusban is kamatot emelt, így ennek és a régiós valuták erősödésének köszönhetően a forint folyamatosan erősödött, június közepén áttörte a korábbi 240-es sávhatárt, majd júliusban 230 alá is benézett az árfolyam. Az erős forint a kamatokat is lejjebb hozta nyár közepére. A helyzet stabilnak tűnt, azonban a rendszer sérülékenysége folyamatosan nőtt. Bár az államháztartás hiánya és finanszírozási igénye folyamatosan mérséklődött, a vállalatok és a háztartások nettó megtakarítása csökkent, finanszírozási igényük nőtt. Ezt a bankrendszeren keresztül külföldi forrásokból finanszíroztuk. A háztartások ráadásul nagyrészt devizában, elsősorban svájci frankban vették fel a hiteleket, így folyamatosan nőtt a devizakockázatuk, szeptember végére devizahiteleik állománya elérte a GDP 20%-át. Ez négy éve még a GDP 5%-a volt. A háztartások nettó megtakarítása az első három negyedévben negatív volt. Az államháztartás javuló pozíciója ellenére így az ország külfölddel szembeni finanszírozási igénye ismét nőtt. A bankrendszer ráadásul a romló globális környezet és a dráguló hitelek miatt a hosszú lejáratú eszközöket egyre rövidebb forrásokkal finanszírozta. Az egy éven belül lejáró külföldi adósság szintje a jegybanki tartalék szintje fölé emelkedett, nőtt az ország refinanszírozási kockázata. Mindenki azt gondolta, hogy a külföldi kézben lévő hazai bankok anyabankjuktól korlátlan finanszírozáshoz hozzáférnek, náluk nincs megújítási kockázat, azonban ez illúzió volt. Szeptember közepén csődbe jutott

a Lehman Brothers, ami korábban elképzelhetetlen volt. Megdőlt a „too big to fail”, „túl nagy, hogy csődbe menjen” hit, és ez alapjaiban rázta meg a pénzügyi rendszert. Megszűnt a bizalom a szereplők között, leállt a bankközi hitelezés, majd a teljes globális hitelpiac befagyott. A nagy tőkeáttétellel működő, külső finanszírozásnak kitett modellek kockázatossága megugrott. A teljes izlandi bankrendszer áldozatul esett október elején, és a spekulánsok már következő áldozatot keresték. Ez Magyarország lett, mert ha az anyabankok elzárják a finanszírozási csapokat hazai leányaik felé, sőt kiviszik a likviditást, akkor a befagyott hitelpiacokon nem jutunk új forrásokhoz, a jegybanki tartalék szintje pedig gyorsan elolvad. Spekulációs támadás indult a forint és az állampapírpiac ellen. A gyengülés lavinaszerűen felgyorsult, a forint 286-ig gyengült az euróval szemben, a hozamok 13% fölé emelkedtek az állampapírpiacra, amire tíz éve nem volt példa. Az állampapírpiac befagyott, a vevők eltűntek, csak eladók voltak, az árjegyzés megszűnt.



A 3, 5, 10 és 15 éves hozamok alakulása 2008-ban

Forrás: Bloomberg

A támadást a kormány és a jegybank gyors reakciója védte ki, október 9-én felvették a kapcsolatot az IMF-fel és az EU-val egy rendkívüli hitel felvételéről. A kormány elkezdte kommunikálni, hogy a 2008-as államháztartási hiány a korábbi 3,8%-os célnál kisebb lesz, 3,4% az új cél, valamint a 2009-es új hiánycél is kisebb lesz a korábbinál. Az ÁKK előbb elhalasztotta a kötvény-kibocsátásokat, majd bejelentette, hogy az év hátralévő részében már nem lesz éven túli lejáratú kibocsátás. Az MNB megállapodott a bankokkal, hogy térjenek vissza az állampapírpiacra, és a jegybank is vásárolni fog állampapírokat, hogy stabilizálja a piacot, kiutat adjon a kényszereladóknak. A bankok az elapadt devizaforrások átmeneti pótlása érdekében euró-forint kamatswap tenderen juthattak euró forráshoz. A jegybank további likviditásjavító intézkedésekkel segítette a bankrendszert, értékpapír-fedezet mellett biztosított forint-hitelt, majd november végén 5-ről, 2%-ra csökkentette a kötelező jegybanki tartalék mértékét, amivel önmagában 450 milliárd forinttal javította a bankrendszer likviditási helyzetét. A forint összeomlását megakadályozandó, és a

pénzügyi rendszer stabilizálódását elősegítendő 300 bázisponttal emelte a kamatokat október 22-én.

Néhány külföldi befektető az állampapírok hozamemelkedésére játszva spekulált ellenünk, más külföldi befektetők a kockázat-kerülés, a veszteség-minimalizálás miatt óriási kényszereladásokba kezdtek. A külföldi kézben lévő állampapír-állomány néhány hét leforgása alatt közel 30%-kal, mintegy 1000 milliárd forinttal csökkent. Mindez azt is jelenti azonban, hogy tisztult a piac, kevesebb forró pénz van bent, a jövőben ez kisebb kockázatot jelent.



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

Forrás: Bloomberg

November 4-én bejelentették az IMF-fel való megállapodást, amelynek keretében az IMF, az EU és a Világbank hármasa összesen mintegy 20 milliárd eurónyi hitelkeretet biztosít a kormány számára a finanszírozási problémák kezelésére. Az összeg meglepően nagy volt, és nemcsak az államháztartás finanszírozását, hanem a bankrendszerét is biztosította a program által lefedett 17 hónapra. Az IMF és az EU szigorú feltételeket szabott, tovább kell csökkenteni az államháztartási hiányt, és rendszeresen fogják monitorozni a feltételek teljesülését, így nem lesz lehetőség választási költekezésre. A részletekbe azonban nem szóltak bele a hitelnyújtók, a kormányra bízták, hogyan teljesíti a feltételeket. A jegybank az október végi 17,8-ról 24 milliárd euróra növelte a deviza-tartalékot az IMF-hitel felhasználásával.

A stabilizáció lehetővé tette a Monetáris Tanács számára a november végi kamatdöntő ülésen az 50 bázispontos kamatvágást, amelyet decemberben még két újabb vágás követett, így az alapkamat év végén 10%-on zárt.

A hazai tízéves állampapír spreadje éveken keresztül 2-4% között volt a tízéves német bund felett. Ez a márciusi pánik során 5%-ra ugrott, majd a nyári megnyugvás után az októberi összeomlás során pedig 7%-ra. Ilyen tág korábban soha nem volt a magyar-német kötvény-hozamkülönbözet.



*A magyar és német 10 éves állampapírhozamok ill. a spread alakulása, 2001-2008*

Forrás: Bloomberg

A magyar gazdaság 2008-ban komoly kihívásokkal nézett szembe. Az államháztartási hiány a 2006-os stabilizációs intézkedések óta folyamatosan csökken. A 2007-es 5% után a 2008-as hiány várhatóan a GDP 3,3%-a körül alakul. A javulás elsősorban az adóterhelés növelésének köszönhető. Ezzel az a probléma, hogy a versenyképességet rontja, a gazdaság potenciális növekedési ütemét csökkenti. Márpedig az ország adósság-dinamikáját négy tényező határozza meg: az adósság-állomány kiinduló szintje, a gazdaság potenciális növekedési üteme, az államháztartás elsődleges, kamatkiadások nélküli egyenlege és a reálkamat szintje. Az első tényező adott. A reálkamatokat a másik három tényező és a globális befektetési környezet határozza meg. A kormány megtette az intézkedéseket az államháztartás hiányának csökkentésére, de ha ezt úgy teszi meg, hogy a növekedési potenciál ezáltal csökken, azzal az ország ördögi körbe kerülhet, és nem tud kitörni az adósság-spirálból. A helyzetet nehezíti a globális pénzügyi válság, ami véget vetett az olcsó pénz korszakának, emelte a reálkamatokat. Elengedhetetlen tehát, hogy az államháztartás helyzetét úgy stabilizáljuk, hogy közben beinduljon a gazdasági növekedés, emelkedjen a potenciális növekedési ütem. Adócsökkentésre és a kiadások csökkentésére van szükség, az állam szerepét mérsékelni kell.

A növekedés 2008-ban 1,5% körül lehet a 2007-es 1,1% után. Ebben benne van a mezőgazdaság bázishatások miatti kiugró ideji növekedés, e nélkül valószínűleg csökkenő növekedési ütemet láttunk volna. A negyedéves adatokat vizsgálva azt láthatjuk, hogy 2007 első feléve után 2008 második felévében ismét recesszióba



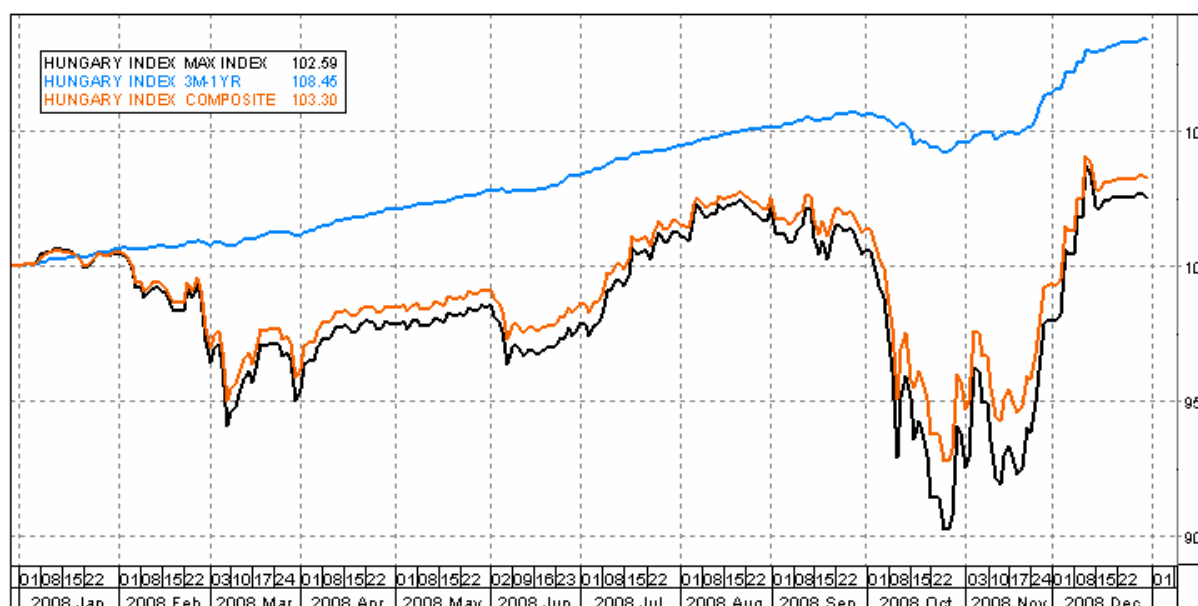
süllyedhetett a magyar gazdaság. A növekedést korábban húzó export a nyár vége óta csökken az exportpiacok növekedési ütemének csökkenése ill. recesszióba süllyedése miatt. Ez az oka az ipari termelés év elején kezdődött csökkenésének is.

Amint már említettük a külső egyensúly romlott 2008-ban az államháztartás javuló egyensúlya ellenére, mert a háztartások és a vállalatok finanszírozási igénye nőtt. A magánszektor külfölddel szembeni adósságának gyors növekedését mutatták a pénzügyi számlák és a folyó fizetési mérleg adatai is.

Az infláció a magas nyersanyag és élelmiszerárak miatt az év elején jóval magasabb volt a korábbi várakozásoknál. Az olajárak nyáron tetőztek 146 dolláros hordónkénti áron. Ezt követően a spekulációs buborék a globális kereslet csökkenése miatt kipukkant, az olajár az év végére 40 dollárra esett. Ez a hazai inflációt is gyors ütemben csökkentette, az augusztusban még 6,7%-os érték novemberre 4,2%-ra esett. A rövidbázisú maginfláció a nyár közepe óta 1% körüli értékre esett. A globális és hazai recesszió miatt az inflációs nyomás megszűnt 2008 második felében.

A bérek egyelőre nem reagáltak a fenti változásokra, a versenyszféra béreinek növekedési üteme 9% körül alakul, a nemzetgazdaság egészében 8% az emelkedés. De az év utolsó hónapjaiban az alkalmazásban állók létszáma csökkenésnek indult, a munkanélküliek száma nőtt.

A fent leírtak következtében az éven túli futamidejű állampapírok árfolyam-alakulását mutató MAX index jelentős mértékben, közel 6%-ponttal alulteljesítette az egy évnél rövidebb állampapírok mozgását leíró RMAX indexet.



A MAX, RMAX és MAXComposite indexek alakulása, 2008

Forrás: Bloomberg

Összességében a 2008-as év volt talán az eddigi legnehezebb év a hazai állampapírpiacra. A globális pénzügyi válság hatalmas hullámozást hozott a hazai piacokra: lefeleződött a tőzsdeindex, a forint 60 forintot hullámozott fel-le, az állampapírok hozama is 6%-pontos sávban mozgott. Év végére szerencsére konszolidálódott a helyzet, pluszban teljesítettek az állampapírok. Világossá vált, hogy az adósságcsapda elkerülése és a fenntartható növekedés érdekében további intézkedésekre lesz szükség.

## **2.2. Hazai kötvénypiaci stratégia**

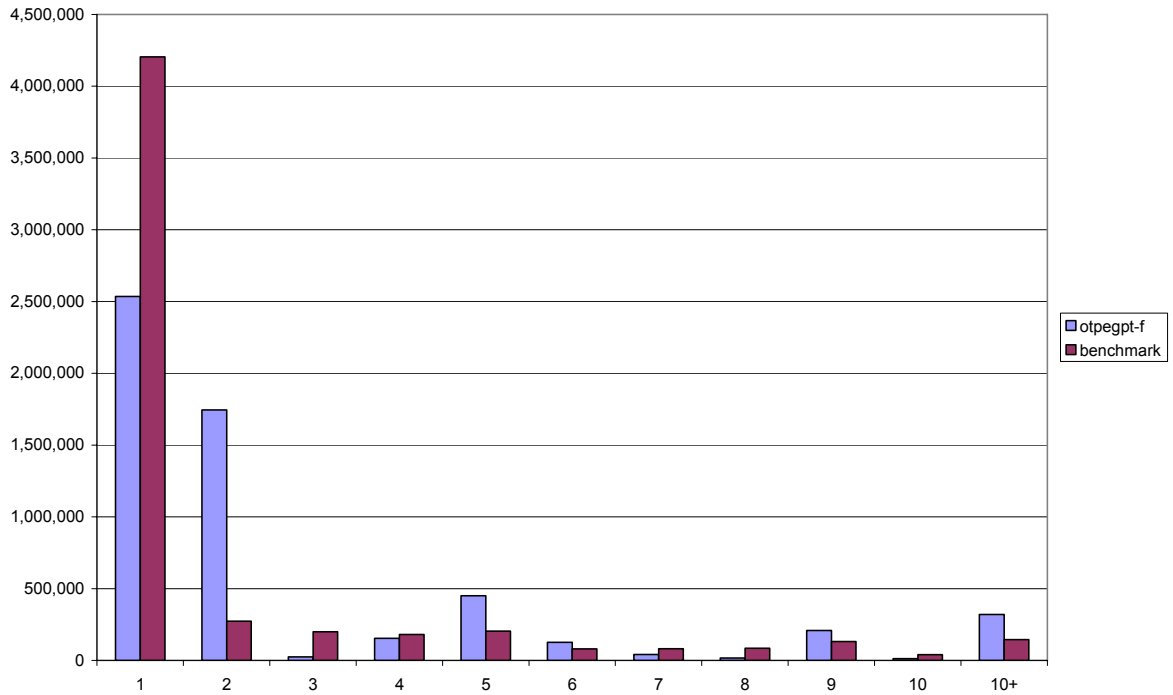
2008. első negyedévét túlsúlyozott kötvény-portfólióval indítottuk, a kötvény-portfólió durationje enyhén meghaladta a benchmarkét. Februárban tovább emelkedtek a hozamok, amellyel párhuzamosan tovább növeltük a durationt. A február végi – március eleji állampapírpiaci összeomlás így erősen túlsúlyozott portfólióval ért el bennünket. 2008. első negyedévében rosszul teljesített a kötvény-portfólió, hozama elmaradt a referencia-portfólió teljesítményétől.

Áprilisban és májusban konszolidáció jellemezte a piacot, majd júniusban ismét gyengült a hazai piac, átszivárgott az euró-hozamemelkedés is, ez a hosszú forint-hozamok emelkedéséhez vezetett. Ezt kihasználva növeltük a tízéves papírok súlyát a portfólióban. A június végi hozamcsökkenés során jól performált a portfólió. Továbbra is úgy láttuk, hogy érdemes tartani a kötvény-portfólió felülsúlyozását, az erős forint miatt nem vártunk további kamatemelést, a kamatcsökkenés beárazódását valamint a hozamok csökkenését vártuk a második félévben.

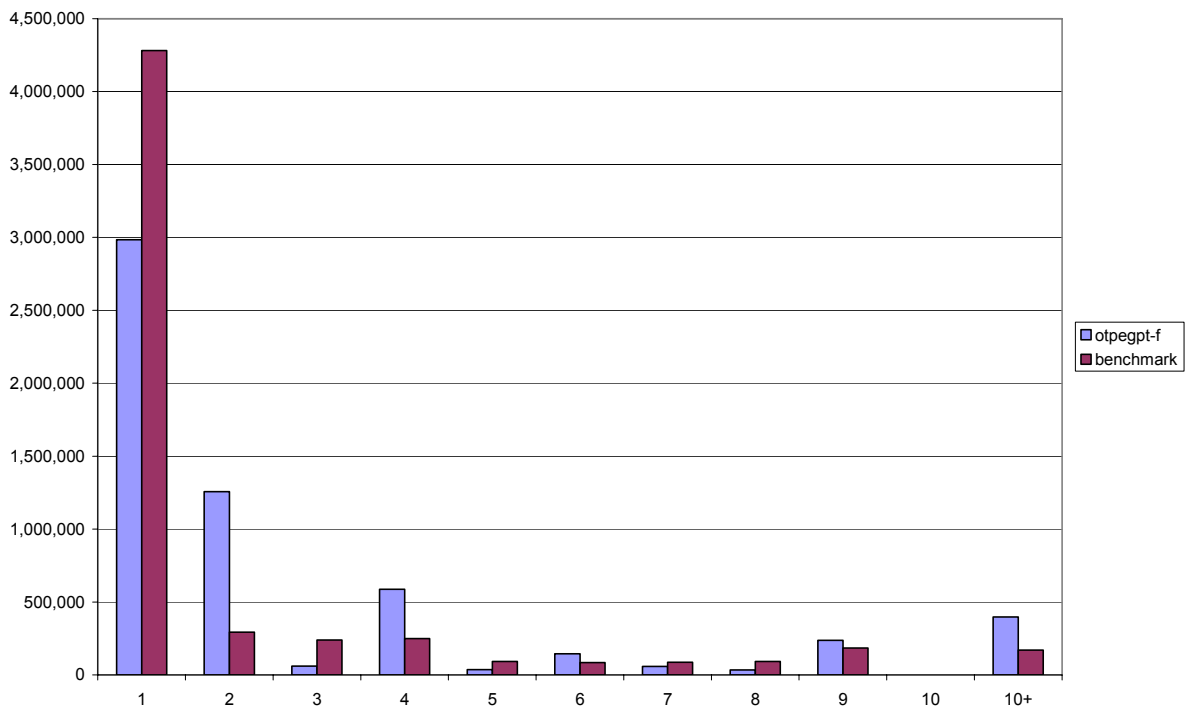
2008. harmadik negyedévében tartottuk a korábbi duration-túlsúlyozott kötvény-portfóliót. Az időszak során nem voltunk aktívak, továbbra is az ötéves lejáratú szegmenst és a hozamgörbe hosszú végét súlyoztuk felül. A harmadik negyedév során a hosszú kötvények teljesítménye felülmúlta a rövid papírokét. Az éven túli papírok közül is a leghosszabb lejáratok teljesítettek a legjobban, ezeknek a hozama közel harminc bázisponttal csökkent, míg az 1-5 év közöttieké alig mozdult el. A hosszú papírok felülteljesítésének köszönhetően a kötvény-portfólió harmadik negyedévi hozama meghaladta a referencia-portfólió hozamát, a kötvény-portfólió felülteljesített.

2008. negyedik negyedévében tartottuk a túlsúlyozást a hazai állampapírpiacra.

Az alábbi ábrákon a lejáratú szerkezet változásait mutatjuk be 2008 utolsó negyedévében:



Lejárat szerkezet, 2008. szeptember 30.



Lejárat szerkezet, 2008. december 31.

## 3. Kitekintés

### 3.1. Hazai kötvénypiaci várakozások

2009. is nehéz évnek ígérkezik a hazai kötvénypiacon. A globális pénzügyi válság a kockázat-kerülés felfelé tolja a kötvényhozamokat, míg a recesszió és az alacsony infláció alacsonyabb kamatszintet engedne meg. 2009. nagy kérdése, hogy a kettő eredőjeként merre mozdulnak az állampapírhozamok.

A 2009. évi költségvetési törvény az államháztartási hiányt a GDP 2,6%-ában határozta meg. A tervezés során a GDP 1%-os visszaesésével és 4,5%-os inflációval számoltak. Várakozásaink szerint a gazdasági visszaesés mértéke elérheti a 2-3%-ot, míg az infláció 2-2,5% körül lehet. Ez azt jelenti, hogy a tervezett bevételek nem folynak be és a hiány 200-300 milliárd forinttal is magasabb lehet. A költségvetésben tehát látunk kockázatokat, ami azért is lényeges, mert az IMF és az EU folyamatosan monitorozni fogja a költségvetés alakulását, mielőtt az ország hozzáférhetne a hitelkeret aktuális részletéhez.

A recesszió, a negatív kibocsátási rés, az alacsony várható infláció lehetővé tenné a kamatok drasztikus mérséklését a jegybank számára. Tolerálható lenne egy gyengébb forint-árfolyam is. A jegybank kommunikációja azonban zavaros, a pénzügyi rendszer stabilitásának fontosságára hivatkozik a forint-árfolyammal kapcsolatban, ami továbbra is kettős cél követésének a célját veti fel. Az inflációs cél mellett, mintha lenne egy árfolyamcél is (azt sugallják, hogy egy gyengébb forint-árfolyamot nem tolerálnának, mert az veszélyeztetné a pénzügyi stabilitást). Szerintünk a hitelességet növelné, ha tisztán az inflációra fókuszálnának, és a kommunikációt ehhez igazítanák.

A hozamesés ellen szólhat, hogy amint korábban már kitértünk erre, a magas adósság-állomány, alacsony potenciális növekedési ütem, a globális pénzügyi válság miatti magas reálkamat-szint, valamint a kockázatkerülő befektetői magatartás okán a csökkenő hiány ellenére is nehezen kerülhetünk ki az elmúlt évek adósság-spiráljából. A fenntartható finanszírozás érdekében ehhez strukturális változásokra van szükség, azonban a 2010-es választásokig erre kevés esélyt látunk.

A kereslet-kínálati feszültség 2009-ben oldódhat, hiszen a magánnyugdíjpénztári portfólió-átalakítás befejeződött, ez a szektor ismét vevőként jelenhet meg a piacon. A külföldi állomány jelentősen csökkent, így 2008-hoz hasonló állomány-csökkenés nem várható a részükről. A hazai bankok a háztartások megtakarításainak növekedésével (hiszen a hitelhez jutás megszigorodott) a többletforrások egy részét az állampapírpiacon fektethetik be. Az ÁKK 2009. évi kibocsátása rugalmasabb lesz, jobban alkalmazkodik a piaci viszonyokhoz. Az első negyedévben még nem indul meg újra a kibocsátás várakozásunk szerint, és később is csak óvatosan lépnek a piacra.

Az év eleji hozamszintek attraktívak, alapvárakozásunk szerint a jegybank 7-7,5% körüli szintre csökkenti az alapkamatot 2009-ben, és az állampapírhozamok is 7-8% közé csökkenhetnek.

Most is sok a bizonytalanság az év elején, mi túlsúlyozott pozícióval vágunk neki az újévnek, és ha a kockázatok jelentős növekedését látjuk, készen állunk alulsúlyozásra váltani.