

**Beszámoló
a 2009. IV. negyedéves és éves
befektetési üzletmenetről az**

OTP Egészségpénztár

részére

2010. január 15.



Tartalom

1. Összefoglaló.....	3
2. Kötvénypiac.....	4
2.1. Kötvénypiaci folyamatok	4
2.2. Hazai kötvénypiaci stratégia	21
3. Kitekintés.....	24
3.1. Hazai kötvénypiaci várakozások.....	24

Az alábbiakban az OTP Alapkezelő Zrt. 2009. IV. negyedéves és éves 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 2009-ben az alábbiak szerint alakult:

	I.NÉ	II.NÉ	III.NÉ	IV.NÉ	2009. ÉV
Pénztár (fedezeti alap)	-2.65%	6.55%	5.59%	1.84%	11.53%
Referencia portfólió	-1.15%	5.42%	5.20%	1.90%	11.71%
Különbség	-1.50%	1.13%	0.38%	-0.06%	-0.17%
Pénztár (likviditási alap)	1.49%	3.32%	3.65%	2.25%	11.14%
Pénztár (működési alap)	1.45%	3.34%	3.67%	2.25%	11.13%
RMAX	1.68%	2.99%	3.54%	2.19%	10.79%
MAX	-9.36%	12.96%	10.34%	1.02%	14.14%
MAXC	-6.96%	10.92%	9.14%	1.32%	14.12%
BUX	-9.56%	38.37%	32.02%	4.95%	73.40%
CETOP20 (Ft-ban)	-9.46%	16.23%	28.56%	3.47%	39.98%
MSCI Europe	0.85%	4.89%	19.75%	2.81%	30.23%
MSCI World	9.21%	0.16%	12.29%	5.92%	30.10%

A fedezeti portfólió 2009. IV. negyedéves hozama **1,84%**, amely **6** bázisponttal elmaradt a referenciaportfólió hozamától.

A fedezeti portfólió 2009. éves hozama **11,53%**, amely **17** bázisponttal elmaradt a referenciaportfólió hozamától.

2009-ben az elmúlt tíz év legjobb teljesítményét produkálta a **hazai állampapírpiac**. Pedig nem így indult az év, az első negyedévben ismét összeroppant a piac, rekordmagasságba emelkedtek a hozamok március közepére-végére. Innen aztán folyamatos erősődéssel egészen október közepéig szárnyalt az állampapírpiac, majd az utolsó heteket kisebb korrekcióval zártuk. Az éven túli futamidejű állampapírok árfolyam alakulását mutató MAX index jelentős mértékben, több mint 3%-ponttal felültejesítette az egy évnél rövidebb állampapírok mozgását leíró RMAX indexet.

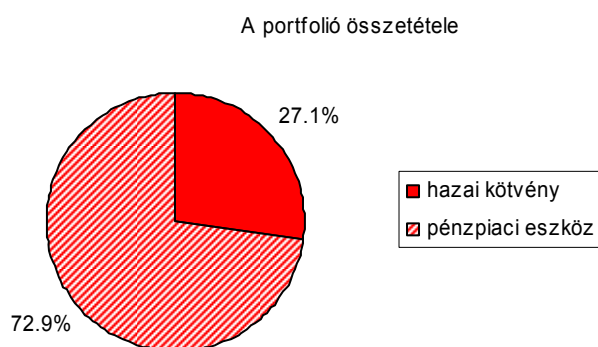
A nemzetközi piacokat tekintve a 2009-es év nyertese a vállalati kötvény lett. A vállalati kötvények hozamának csökkenése az állampapírok hozamának emelkedése mellett történt. Az euró övezetben hasonlóan alakultak a piaci folyamatok, mint az USA-ban: a jegybank a görbe elejét könnyen befolyásolja az alapkamaton keresztül, viszont a növekvő kibocsátás és a deficit későbbi finanszírozhatóságába vetett bizalom csökkenése miatt a hosszabb hozamok drámai mértékben emelkedtek.

Ha a **régiós devizákra** az év folyamán csak kétszer néztünk volna rá, egyszer az év elején, egyszer a végén, azt is hihetnénk, hogy 2009-ben nem történt semmi említésre méltó. Azonban a tőzsdék hullámozó mozgásával párhuzamosan februárban

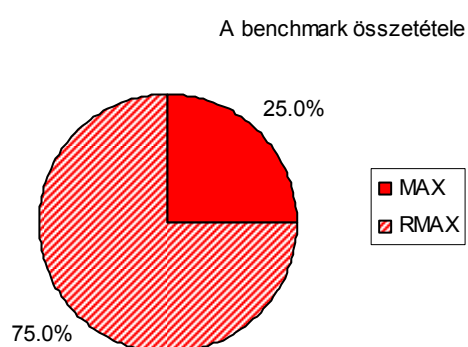
a zloty 18%-os, a korona pedig 10%-os mínuszban is járt az euróhoz viszonyítva 2008 végéhez képest.

Hasonlóan hektikus pályát írt le a forint is: február elején átlépte a 300-as árfolyamot, március elejére pedig 317-ig gyengült. A jegybank ezért bár megkésve, de a bankrendszer segítségére sietett, különböző konstrukciókon keresztül biztosított devizaforrásokat a rászorult bankok számára. Szerencsére a hazai stabilizációs intézkedések mellett a globális hangulat is javult, így a forint árfolyama a márciusi mélypont után folyamatosan erősödni tudott, az év eleji gyengülés után visszaerősödött és stabilizálódott.

A portfolió összetétele
2009. december 31.



A referenciaindex összetétele
2009. december 31.



2. Kötvénypiac

2.1. Kötvénypiaci folyamatok

2009-ben az elmúlt tíz év legjobb teljesítményét produkálta a hazai állampapírpiac. Pedig nem így indult az év, az első negyedévben ismét összeroppant a piac, rekordmagasságba emelkedtek a hozamok március közepére-végére. Innen aztán folyamatos erősődéssel egészen október közepéig szárnyalt az állampapírpiac, majd az utolsó heteket kisebb korrekcióval zártuk. A hozamgörbe elején közel 3%-ponttal, a közepén mintegy 2%-ponttal estek a hozamok az év során. A görbe hosszú végén nagyjából stagnáltak a hozamok, a tízévesé enyhén csökkent, a 15 évesé 20 bázisponttal emelkedett. A hozamgörbe év eleji púpos alakja így emelkedő (normál) alakba fordult év végére, a hazai állampapír-piac történetében először. A különböző lejáratok hozam-változásának mértékét az alábbi táblázat mutatja.

(%)	3 hó	6 hó	1 év	3 év	5 év	10 év	15 év
2008.12.31	9.03	8.96	8.95	9.57	9.43	8.28	7.70
2009.03.31	9.92	10.15	11.05	12.98	12.98	12.25	11.65
2009.06.30	9.25	9.25	9.28	9.75	9.76	9.74	9.64
2009.09.30	6.78	6.82	6.75	7.18	7.41	7.63	7.65
2009.12.31	6.07	6.08	6.05	7.41	7.59	7.99	7.90
Hozam-változás	-2.96	-2.88	-2.90	-2.16	-1.84	-0.29	0.20

A hazai folyamatok áttekintése előtt, nézzük meg, mi történt 2009-ben a globális és régiós kötvény piacokon.

A 2008. harmadik negyedévétől 2009. második negyedévéig tartó recesszió a világgazdaság legnagyobb visszaesését produkálta az elmúlt hatvan évben. Az amerikai (és ázsiai) gazdaságot korábban hátán cipelő lakossági fogyasztás a túlzott eladósodásnak, a zuhanó ingatlanáraknak és az emelkedő munkanélküliségnek köszönhetően jelentős visszaesést mutatott. A 2009-es évben a munkahelyek számának csökkenése a januári mélypont után teljesen megfordult, a januári 741 ezres munkahely-veszteség év végére 0 közelébe kúszott fel. Bár stabilizálódni látszik a munkaerőpiac, a munkanélküliség mindeközben 7.2%-ról 10%-ra emelkedett. Az 1980-as évek elején a munkanélküliség ugyan kicsit feljebb tetőzött (10.8%-on), viszont ha a kényszerűségből részmunkaidőben foglalkoztatottakat is belevesszük, akkor a munkanélküliek és az alulfoglalkoztatottak együttes aránya új rekordot állított be, 17.5%-ot. 2007 decembere óta az amerikai gazdaság 7.2 millió munkahelyet veszített el, holott a népesség növekedésének köszönhetően (természetes szaporulat és bevándorlás) több mint 3 millió új munkahelyet kellett volna teremteni a munkanélküliség szinten tartásához.

Bár az amerikai jegybanknak kettős mandátuma van, az infláció kordában tartása és a gazdasági növekedés elősegítése egyaránt feladata, a tények azt mutatják, hogy amíg a munkanélküliség nem kezd el tartósan csökkenni, addig a jegybank nem emeli a kamatot. 2009-ben ennek megfelelően az alapkamat változatlan maradt. A hatalmas állami stimulusnak (az Obama kabinet közel 300 milliárd dollárt fordított adó visszatérítésre és 500 milliárd dollárt költött el a gazdaság élénkítésére) és az alacsony kamatoknak köszönhetően az amerikai gazdaság négy rossz negyedév után az év harmadik negyedévében újra növekedni tudott 2.2%-kal. Ennek a növekedésnek jelentős része az állami ösztönzőknek és kiadásoknak köszönhető, egyes becslések szerint közel 100%-a. Persze a raktárkészletek recesszióban történő elengedhetetlen leépítése az első két negyedévben azt eredményezi, hogy a kereslet növekedésére a gyártók azonnal termeléssel kell, hogy reagáljanak (hiszen nincsen számottevő árukészletük), kérdés azonban hogy ez a természetesnek nevezhető visszapattanás mennyire lesz tartós. A Fed nem feltétlenül számít V alakú kilábalásra, nem akarja elhamarkodni a kamatemelést, komolyak egy esetleges újabb recesszió kockázatai. Főleg ha figyelembe vesszük, hogy a megugró deficit finanszírozására adókat kell majd emelni, ami nem fog jól tenni az épphogy talpra álló gazdaságnak. A jegybank legfrissebb prognózisa egyébként 2010-re 3, 2011-re 4% körüli gazdasági növekedést valószínűsít.

Inflációtól viszont egyelőre nem kell tartani, a hatalmas kapacitás felesleg (jelenleg 70% körül van a kapacitás kihasználtság a 2005-2007 között jellemző 80%-hoz

képest) és a munkaerő-piaci túlkínálat azt eredményezi, hogy a maginfláció nem igazán tud emelkedni, jelenleg 1.7%-on áll. A Fed által előszeretettel figyelt PCE, azaz fogyasztói kiadás deflátor pedig a harmadik negyedévben csupán 1.2%-os növekedést mutatott. A jegybank előrejelzései alapján 2012-ig várhatóan 1.9% alatt marad ez a mutató, tehát aggodalomra nincs ok. Sokan aggódnak amiatt, hogy a mennyiségi monetáris politikai lazítás (quantitative easing) – melynek keretében a Fed jelzálog- és államkötvényt vásárol a szabadpiacon – inflációhoz fog vezetni a piacon lévő pénzmennyiség bővülésével párhuzamosan. Tény, hogy a jegybank mérleg-főösszege a 2008. szeptemberi 900 milliárd dollárról 2200 milliárd dollárra emelkedett, de mindeközben a bankok jegybanknál tartott tartaléka is emelkedett több mint 1000 milliárddal. Mi történt tehát? A felesleges likviditás majdhogynem teljes egésze a bankrendszerben maradt, azon belül is a Fed-nél. Hiába nőtt tehát a pénzmennyiség, a gazdasági szereplőkhöz ebből szinte semmi nem került. A bankok, ahelyett hogy a jegybanktól kapott pénzt jó marzssal továbbadnák a gazdasági szereplőknek, a gazdaság rossz teljesítményétől és a saját veszteség leírásaiktól megrémülve nem hiteleznek, inkább 0%-on visszaadják a jegybanknak a pénzt, jegybanki tartalékszámán tartva. A nagyobb bankok (a befektetési banki üzletággal is rendelkezőknek) a kereskedésen elért eredményeknek köszönhetően 2009-ben rekord eredményeket könyvelhettek el (köszönhetően a kitáguló bid-offer spreadeknek és a saját pozíció-vállalásuknak), a kisebb regionális bankok viszont sorra mennek csődbe. A lakosság pedig nem hajlandó még alacsony kamatok mellett sem újabb hitelt felvenni, hiszen már el van adósodva. A nagyvállalatok hitelhez jutása a felpörgő kötvénypiacnak köszönhetően már nem probléma, a spreadek szűkülése egyre kedvezőbb kamatozású kötvények kibocsátását teszi lehetővé. A munkahelyek felét adó kis – és középvállalkozások hitelfelvételi lehetőségei viszont brutálisan beszűkültek, hiszen főleg a kis vállalkozások klasszikusan szabad felhasználású jelzáloghitelből, vagy hitelkártyával finanszírozták vállalkozásaikat, ezek a források pedig teljesen elapadtak. A hitelkártya kamatok drasztikusan emelkednek (ezzel a már felvett hitelek rendkívüli mértékben megrágulnak), ráadásul a bankok sorra vágják vissza a limiteket. Az újabb jelzáloghitel pedig a drámaian csökkenő ingatlanárak mellett természetesen szóba sem jöhet, hiszen a legtöbb már jelzáloggal terhelt ingatlan értéke elmarad a felvett hitel összegétől, a saját erő negatív. Arról nem is beszélve, hogy sok vállalkozó nem az országos, jó tőkeellátottságú bankok ügyfele, hanem a kisebb, regionális társaiké, melyek alig jutnak levegőhöz. Ennek megfelelően a lakossági hitelállomány 2008. eleje óta csökken, 2009. novemberben (a karácsonyi vásárlások alatt!) a hitelkártya adósság állománya 17 milliárd csökkenést mutatott, amire még soha nem volt példa. A hitelválság a legtöbb amerikai polgár számára tehát még nem csengett le, még ha a tőzsde nem is ezt mutatja.

A jegybank a jelzáloglevelek és az államkötvények vásárlásával kamatkockázatot és volatilitást szívott ki a rendszerből (a jelzáloglevelek bármikor előtörleszthetőek a kibocsátó, illetve a hitelfelvevő által, így aki megvásárolja az ilyen call opcióval rendelkező kötvényt, volatilitást ad el). Ennek egyrészt az lett a következménye, hogy az általa vásárolt kötvénytípusok hozama csökkent (vagy nem emelkedett annyira az államkötvények esetében), illetve kiszorította a profitorientált vevőket a jelzáloglevél piacról, akik más, kockázatos kötvények vásárlásába kezdtek. Tették ezt már csak azért is, mert a kötvény alapokba folyamatos volt az új pénz beáramlása, az év folyamán közel 300 milliárd dollár folyt be, aminek a jelentős részét nem állampapírba, hanem a magasabb hozammal kecsegtető vállalati kötvényekbe

fektették. Dedikált önkormányzati kötvény alapokba 50 milliárd, high yield kötvény alapokba 30 milliárd, feltörekvő kötvény alapokba 10 milliárd dollár folyt be. Csak a PIMCO Total return kötvény alapjába közel 50 milliárd dollár áramlott be az év folyamán. A pénzügyi alapokból a 0% körüli hozam hatására 520 milliárd dollár távozott, ami rendkívüli mértékben hozzájárult a kockázatos kötvények hitelfelárának szűküléséhez a nagy mennyiségű új kibocsátás ellenére is.

2009-ben a világ vállalatai mintegy 1400 milliárd dollárnyi kötvényt bocsátottak ki, amik iránt a befektetők majdnem kivétel nélkül óriási keresletet támasztottak. A kibocsátók az év első felében – hogy biztosak legyenek a kibocsátás sikerében – gyakran 50-60 bázisponttal a másodlagos piaci hozamjegyzések fölött kínálták új kötvényeiket, csak hogy a kibocsátás sikeres legyen. Ennek következtében a legtöbb kibocsátás a bejelentést követően 1 órán belül lezárult, addigra ugyanis összegyűjtötték a kibocsátandó mennyiség 4-6-8-szorosának megfelelő vételi érdeklődést. Az új kibocsátások aztán – mivel mindenki kevesebbet kapott a kívánt mennyiségnél – azonnali profittal örvendeztették meg a szerencsés befektetőket, akiknek jutott a kötvényekből. A második félévre ezek az engedelmények jóval kisebbek lettek, az új befektetési besorolású kibocsátások jellemzően 10-15 bázisponttal lettek olcsóbban kibocsátva, mint ahol a másodpiacon kereskedtek ugyanazon kibocsátó kötvényeivel. Nagy volt a cash kötvények iránti kereslet azért is, mert a CDS spread-eknél jóval tágabban kereskedtek velük. Megtehetette tehát egy befektető, hogy megvásárolta a kötvényeket és a CDS piacon lefedezte a nemfizetési kockázatot, ezáltal arbitrázs útján zsebre vághatta a kettő közti különbséget.

Nem meglepő tehát, hogy a 2009-es év nyertese a vállalati kötvény lett. Míg a számlapénz, illetve a pénzügyi alapok 0%-ot, az állampapírok pedig negatív hozamot hoztak (átlagosan 3.8%-ot, de a 10 évesnél hosszabb kötvények 13%-ot), addig a befektetési kategóriába sorolt vállalati kötvények 20%-ot, a spekulatív kategóriába sorolt ún. bővlikötvények pedig 63%-ot. Nagyon jól jártak a feltörekvő piaci államkötvényekbe fektetők is, 26%-os hozama versenyképes volt az amerikai részvényeken elérhető nyereséggel.

Minek volt köszönhető ez a kiemelkedő hozam? A 2008. végi piaci fejlemények, a Lehman csődjét követő erőteljes eladási hullám ágyazott meg a 2009. évi jó teljesítménynek.

A dollárban, euróban denominált különböző kötvények hozama alapvetően három tényezőtől tevődik össze: az adott devizában megfigyelhető kockázatmentes hozamból (ami az állampapír hozammal egyezik meg – bár ennek kockázatmentes mivoltáról egyre inkább lehet vitatkozni), a nemfizetés kockázatából eredő elvárt többlethozamból (hitelfelárból) és az alacsonyabb likviditásért megkövetelt többlethozamból. Az állampapírok hozama az idő nagy részében a legerősebb befolyásoló tényező. Ha emelkedik, akkor a legtöbb kötvény hozama is emelkedik, és fordítva. Stresszhelyzetben azonban egy ideig mehet ellentétes irányba a különböző kötvények hozama és ezzel árfolyamuk is. Ezt figyelhettük meg 2008-ban és 2009-ben. Az elmúlt két évben a likviditási és a hitelfelár változása olyan drámai mértékű volt, hogy a két eszközosztály áralakulása el tudott szakadni egymástól. 2008-as év nyertese az állampapír volt, 2009-é a vállalati kötvény. 2008 végére a vállalati kötvények állampapír feletti többlethozama olyan szintekre tágult, ami nehezen volt

indokolható a nemfizetés kockázatának emelkedésével. A befektetési kategóriába sorolt vállalatok kötvényei állampapír felett 600-650 bázisponttal forogtak 2008. december elején. Ha ez a felár teljes mértékben az esetleges csődtől való félelem oka lett volna, akkor a befektetők az elkövetkező 5 évben az összes befektetési kategóriába sorolt vállalat 50%-ának fizetésképtelenségét árazták volna (ha azt feltételezzük, hogy csőd esetén pénzünk 40%-ához jutunk majd hozzá – ami a megtérülés történelmi átlaga), ami persze egy világ vége scenáriót kivéve nem reális. (a kumulatív öt éves csődráta az elmúlt 80 évben a legrosszabb esetben is csupán 5% körüli volt)

Mi volt tehát az ok, ami miatt a vállalati hitelfelárak ilyen mértékben kitágultak 2008 végére? A tágulás jelentős részéről a banki kötvények tehettek. A Lehman Brothers csődje után egyre több amerikai bankháznál árazták be a csőd eshetőségét. Az SPV (special purpose vehicle)-k portfólióiban, banki könyvekben, pénzügyi alapok portfólióiban sok banki kötvény volt. A pénzügyi alapoknak, a magukat rövid forrásokkal finanszírozó banki és SPV könyveknek rendkívül kényelmes volt a rövid lejáratú forrásaikat magasabb marzsot (LIBOR felett 15-25 bázispont) fizető hosszú banki kötvényekbe fektetni – egészen addig amíg ezen kötvények árfolyama nem kezdett el meredeken esni. A legrégebbi pénzügyi alap, a Reserve Primary nettó eszközértéke az alapon lévő Lehman kötvények miatt esett 1 alá, ami miatt likvidálni kellett az egész alapot. Ezekben a portfóliók tele voltak mindenféle pénzügyi vállalkozás által kibocsátott hosszú kötvénnyel, amiket 2008. végén – 2009. elején hirtelen likvidálni kellett. Jól mutatja a piac szétesését, hogy az amerikai befektetési kategóriás kötvények 2009. márciusi átlagos 550 bázispontos felára a pénzügyi szektor átlagosan 800 és minden más vállalat átlagosan 430 bázispontos hitelfelarából tevődött össze.

Ebben a légüres térben kellett tehát óriási mennyiségű kötvénytől megszabadulni, ami a spreadek brutális tágulásához vezetett. Tovább rontotta a helyzetet, hogy a befektetők is vették ki a pénzüket minden kockázatos kötvényt vásárló alaptól, rengeteg kényszer-eladó volt a piacon. A likviditási prémium ezzel párhuzamosan soha nem látott magasságokba hágott, a pénzügyi intézmények kötvényeinek felára sokszor akár 2-300 bázisponttal is meghaladta a CDS piacon jegyzett felarat. Ez aztán arbitrázs lehetőséget teremtett, meg lehetett venni a kötvényt (akinek még volt szabad pénze), a hitelkockázatot lefedezni a CDS piacon és gyakorlatilag kockázatmentesen évi 2-3%-ot meg lehetett keresni. Mégis eleinte senki sem mert még így sem megvenni a kötvényeket, mert félt az átárazódási kockázattól, azaz hogy néhány nap múlva esetleg már komoly veszteséget lesz kénytelen kimutatni az ügyleten. A vételi eladási árfolyamok nagymértékű kiszélesedése és az árfolyamok drámai volatilitása miatt egyre kevésbé volt transzparens a piac, ami megint csak óvatosságra intette a befektetőket. A kötvények árfolyamának esése egy idő után tehát nem a csődkockázat emelkedése miatt következett be, hanem a vevők meghátrálása miatt.



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)

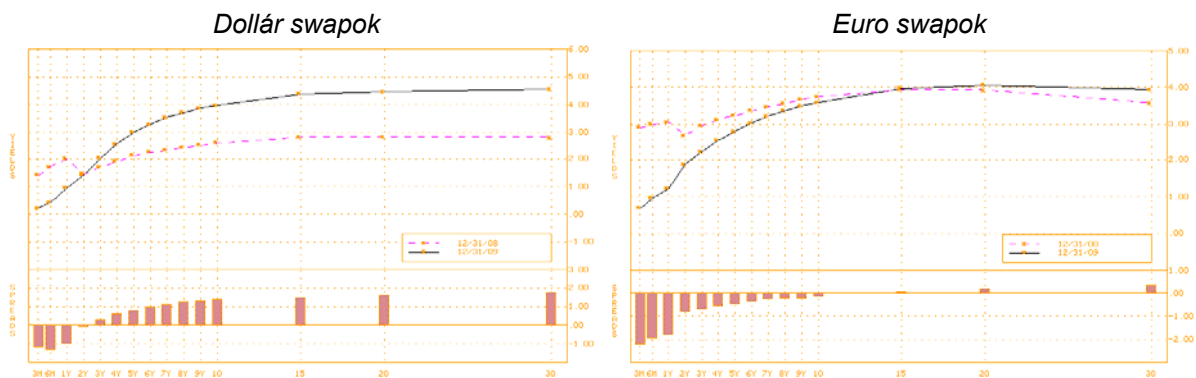
Forrás: Bloomberg

2008. végén a befektetési kategóriába sorolt kötvények átlagos lejáratú hozama 8%, a bővlikötvényeké pedig közel 20% volt. A likviditási prémium és a hitelfelár drámai csökkenésével aztán az államkötvény hozamok emelkedésének dacára a vállalati kötvény hozam 2009. végére 4.88, a bővlikötvények hozama 9.06%-ra csökkent. 2009-ben a kötvény alapokba rengeteg új pénz áramlott, a 2008. végére jellemző portfólió likvidálások lecsengtek, a bankközi kamatok normalizálódtak, a Fed intézkedéseinek köszönhetően rengeteg likviditás volt a rendszerben. Historikus összehasonlításban a kötvények sokkal olcsóbbak voltak, mint a részvények, a kockázat/hozam aránya nem volt pariban a részvénypiacéval. Amint a piac egyre biztosabb lett abban, hogy mégsem dől össze a világ, a befektetők lecsaptak a rendkívül olcsó kötvényekre, és az 1400 milliárd dollárt meghaladó új vállalati kötvénykibocsátást is gond nélkül felszívták.

A vállalati kötvények hozamának csökkenése az állampapírok hozamának emelkedése mellett történt. Az amerikai (és más fejlett piaci) hozamok a 80-as évek közepe óta kisebb-nagyobb megszakításokkal gyakorlatilag folyamatosan csökkentek. A fejlett világban végbemenő defláció és az ezzel párhuzamosan csökkenő kockázati prémium rendkívül jó hozamokat eredményezett az elmúlt 25 évben a kötvényekbe fektetőknek. Az amerikai 10 éves állampapír hozam például az 1984-es 14%-ról 2008 végére 2%-ra csökkent. Nyilvánvaló volt, hogy ez a pálya nem tartható fenn, hacsak nem az USA is Japánéhoz hasonló deflációba zuhan és minden eszköz negatív hozamot produkál, kivéve az állampapírok. Tudvalevő volt, hogy a Fed élén álló Ben Bernanke, aki a nagy világgazdasági válság

tanulmányozásával töltötte idejét, mindent meg fog tenni egy esetleges deflációs spirál elkerülésének az érdekében. Mindeközben a kincstár 1060 milliárdnyi állampapírt dobott a piacra, amit a befektetők csak egyre magasabb hozamszinteken voltak hajlandók megvenni. A jegybank a görbe elejét könnyen befolyásolja az alapkamaton keresztül, viszont a növekvő kibocsátás és a deficit későbbi finanszírozhatóságába vetett bizalom csökkenése miatt a hosszabb hozamok drámai mértékben emelkedtek. Míg a 2 éves hozam csupán 37 bázisponttal, az 5 éves már 1.13%-kal, a 10 éves 1.63%-al, a 30 éves pedig 1.97%-kal kúszott feljebb.

Jelentős tényező volt a kötvénypiacon a jegybank, 2008 vége óta 900 milliárd dollárnyi jelzálogkötvényt, és 300 milliárdnyi államkötvényt vásárolt, ezzel sikerült körülbelül az előző év végi szinten tartania a jelzáloghitelek kamatait. Azok a piaci szereplők, akik eladták jelzálogleveleiket, feltehetően részben vállalati kötvényeket vásároltak. Kérdés, hogy mi lesz majd, ha abbahagyja 2010 márciusában a vásárlást, vagy ami még rosszabb, elkezd értékesíteni portfólióját.



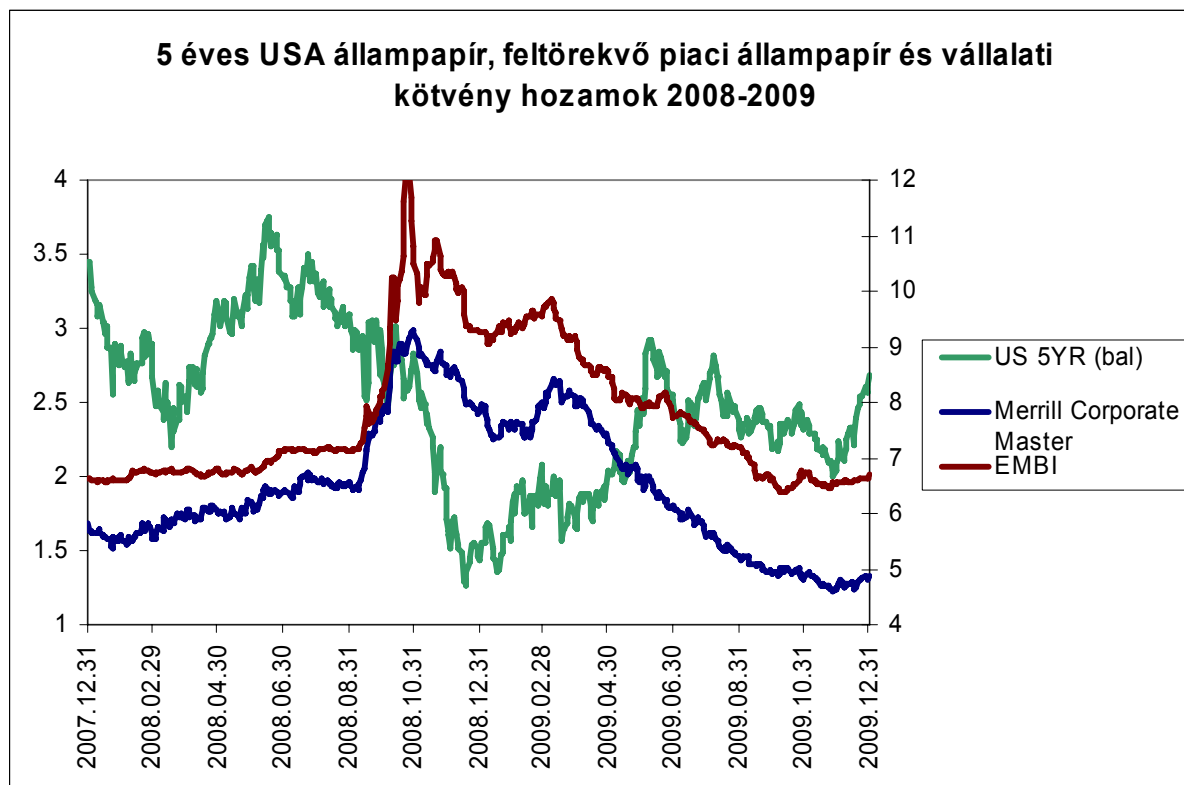
Az amerikai és európai swap hozamok változása 2009-ben

Forrás: Bloomberg

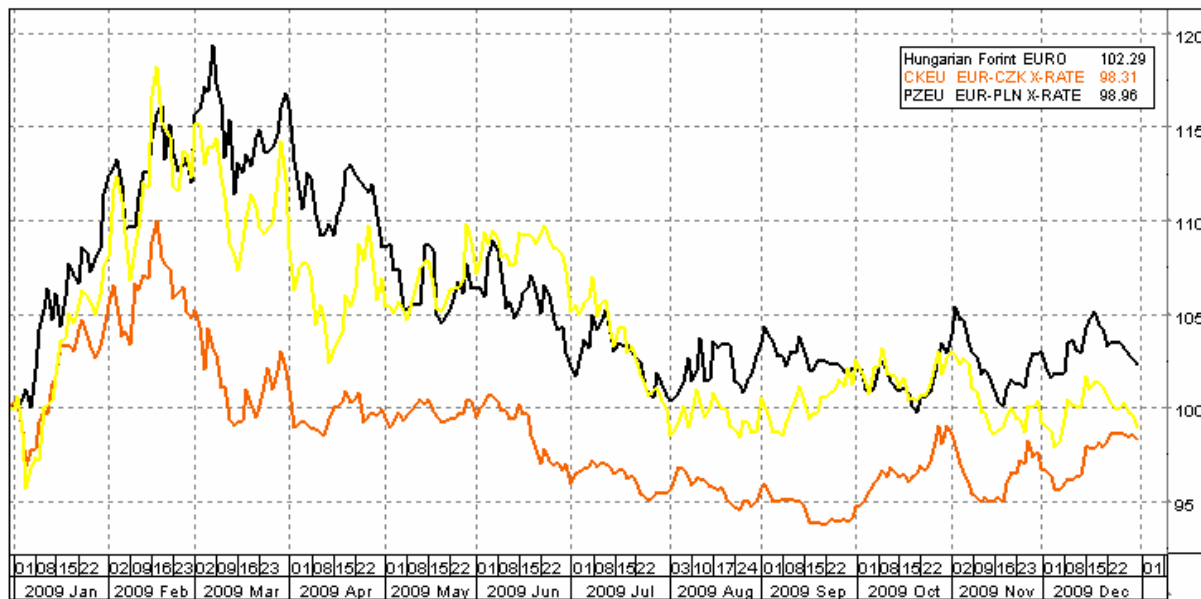
Az euró övezetben hasonlóan alakultak a piaci folyamatok, mint az USA-ban. A gazdaság visszaesése várhatóan 4% körüli lesz 2009-ben, az áremelkedés éves üteme pedig 0.9% körüli, miután az év folyamán 5 hónapban is deflációt mértek az euró övezetben. Az Európai Központi Bank ennek eredményeként 4 lépcsőben 2.5%-ról 1%-ra vágta az alapkamatot, aminek köszönhetően a 2 éves államkötvények hozama 42 bázisponttal 1.33%-ra csökkent. Az 5 éves hozam 2.32-ről 2.42%-ra, a 10 éves 2.95-ről 3.39%-ra emelkedett. A német államkötvények hozama sokkal kevésbé süllyedt 2008 folyamán, mint az amerikaiaké, így az emelkedésből is kevésbé vették ki a részüket. A másik ok, ami miatt a német hozamok kevésbé emelkedtek, az alacsonyabb német deficit – a költségvetés egyenlege 2009-ben 3, 2010-ben 6% körüli hiányt mutat, míg az USA-ban 10% volt 2009-ben és 9% körül várható 2010-ben is. Az euró övezet államkötvény piacán voltak azért izgalomok, a magas deficittel (2009-ben a GDP 13%-a volt) és a 130%-ot közelítő államadósságával Görögország komoly bizonytalansági tényezővé vált az amúgy is strukturális problémákkal küszködő euró övezetben. Míg a többi állampapír hozama relatíve szűk sávban mozgott, a görög 2 éves állampapírral 300, a 10 évessel 200 bázispontos sávban kereskedtek. Az év eleji hozamemelkedés után megnyugvás következett (300 bázispontos hozamfelár fél év alatt 100 bázispont alá

csökkent), hogy aztán 2 hónap alatt újra megközelítse a 300-at (amikor az új kormány elismerte, hogy a deficit az eredetileg tervezett közel duplája lesz)

A vállalati kötvények gyakorlatilag ugyanazt a pályát járták be mint amerikai társaik, a befektetési kategóriába sorolt kötvények hozama 7.25%-ról 4%-ra, a bővlikötvényeké 26%-ról 10.75%-ra apadt.



A fejlett piacok után, nézzük meg a régiókat. Ha a régiós devizákra az év folyamán csak kétszer néztünk volna rá, egyszer az év elején, egyszer a végén, azt is hihetnénk, hogy 2009-ben nem történt semmi említésre méltó. Azonban a tőzsdék hullámzó mozgásával párhuzamosan februárban a zloty 18%-os, a korona pedig 10%-os mínuszban is járt az euróhoz viszonyítva 2008 végéhez képest. A kockázatos eszközök iránti érdeklődés erőre kapásával párhuzamosan a zloty év végéig fokozatosan, míg a cseh korona már márciusban ledolgozta a hátrányát, hogy aztán az évet 1-1.5%-os erősödéssel zárják az euróval szemben.



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

Forrás: Bloomberg

Csehország az év folyamán a piacot többször is meglepve 2.25%-ról 1%-ra vágta az alapkamatot, így nem meglepő hogy különösen a rövid kötvényeik rendkívül jól teljesítettek. A 2 éves hozamok közel 2%-ot 1.5%-ra csökkentek, míg az 5-10 éves hozamok 25-75 bázispontos csökkenéssel 3.2 illetve 3.9%-on zárták az évet. Az éves infláció októberben még negatív tartományban volt, az év végére aztán felkúszott 1%-ra, ami a 2008 eleji 7.5%-hoz képest óriási csökkenés. A Németországba irányuló exportnak köszönhetően a gazdaság növekedése várhatóan beindul 2010-ben, az infláció is 3% közelébe fog emelkedni.

A lengyel kötvénypiac már nem tudta a 2008-as év jó teljesítményét megismételni. A rövid hozamok az alapkamat 1.5%-os csökkenésének köszönhetően jól teljesítettek, a hosszú hozamok viszont a dinamikus növekvő deficittervnek köszönhetően (2010-re a GDP 7%-át tervezik) az év elején meredek emelkedésbe kezdtek, hogy aztán minimális volatilitással a márciusi szinteken stabilizálódjanak. Az 5-10 éves hozamok 60-90 bázispontos emelkedés után 5.8-6.3% között zárták az évet. Köszönhető volt ez annak is, hogy a 2009-es évben az EU-ban egyedül Lengyelország tudott gazdasági növekedést felmutatni és ez a különbség várhatóan 2010-ben is fennmarad.

A nemzetközi kötvénypiaci folyamatok áttekintése után térjünk vissza a hazai piacra. A 2009-es év úgy indult, hogy a 2008. októberi viharokat követő stabilizáció után az IMF-csomag árnyékában bizhatunk benne, hogy a törékeny egyensúly fennmarad. A piac erre sajnos rácafélt. Globálisan tovább erősödtek a kételyek, egyre mélyebbnek látták a recessziót a befektetők, ezért kerülték a kockázat-vállalást, tovább estek a részvényárak is. Régióink is egyre negatívabb megítélés alá esett, mint az a régió, amely a legnagyobb kárvallottja lehet a globális válságnak a magas

adósságállományok miatt, több ország esetében a devizahitelek magas arányával súlyosbítva. A régiós devizák gyengülésével párhuzamosan tovább gyengült a forint is. A 2008. decemberi 260-270 közötti sáv után január közepén már ismét 280 felett járt a forint euróval szembeni árfolyama. Ebben a helyzetben utólag súlyos hibának látszik a jegybank Monetáris Tanácsának január 19-i 50 bázispontos kamatcsökkentése, hiszen ezzel azt sugallták a piac számára, nyugodtan gyengülhet tovább a forint, ez nincs ellenükre, nem veszélyezteti az inflációs cél teljesülését. Nem is kellett sokat várni erre, február elején átlépte a 300-as árfolyamot a forint, március elejére pedig 317-ig gyengült. Kezdetű úgy látszani, hogy a folyamat kezelhetetlen, és csak egy hatalmas kamatemeléssel lehet a forint összeomlását megakadályozni.



Az euró-forint árfolyam 2009-ben

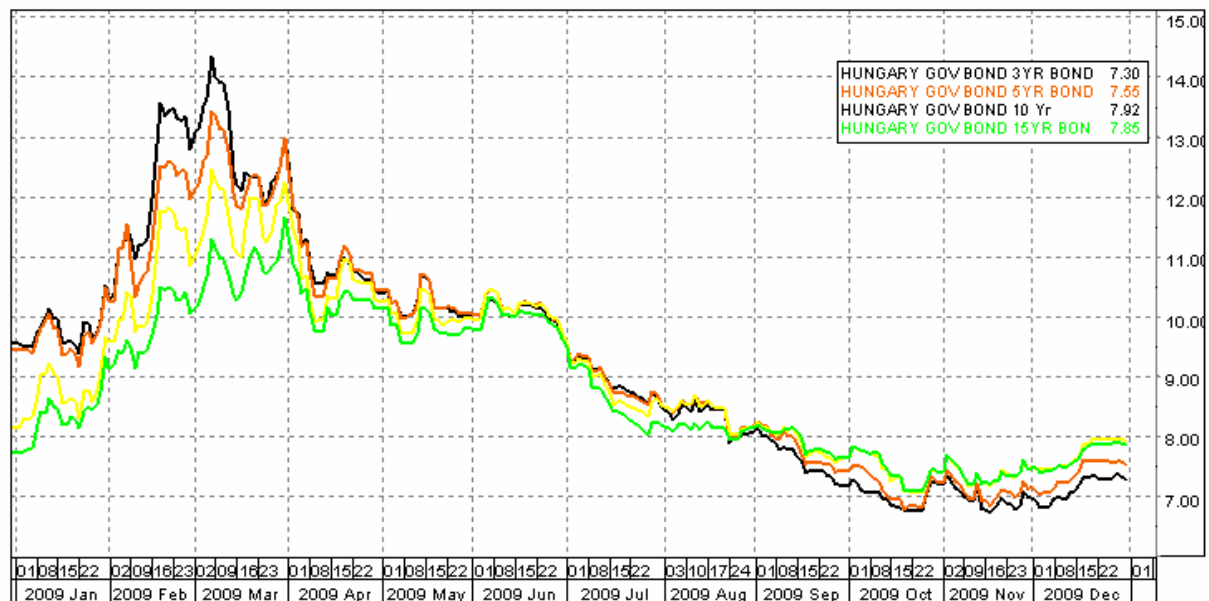
Forrás: Bloomberg

A 320-at közelítő árfolyam azért életveszélyes, mert a háztartások devizaadóssága meghaladja a GDP 20%-át, és vállalatok is jelentős devizaadóssággal rendelkeznek. Az árfolyam 30%-ot meghaladó gyengülése óriási veszteséget okoz számukra, a háztartások devizahiteleken elszenvedett vesztesége a GDP 5-6%-át is elérte. Devizahitelek havi törlesztő részlete jelentősen emelkedett, így féltő, hogy ugrásszerűen nő a késedelembe esők száma, a bedőlő hitelek aránya. A hitelportfolió romlása a bankrendszer stabilitását fenyegeti, további árfolyamgyengülés esetén a nemteljesítő hiteleken elszenvedett veszteségek miatt a bankok alultőkésítetté válhatnak, tőkeemelésre szorulhatnak, annak érdekében, hogy teljesítsék a szabályozó által előírt 8%-os tőke megfelelési mutatót.

A bankrendszer másik problémája a devizaforrások biztosítása volt, a hitelek mögött. A külföldi anyabankok hazai leányai számára döntően anyabankjuk biztosította a devizahitelek mögé a devizaforrásokat, míg a külföldi anyabankkal nem rendelkező bankok (OTP, FHB) devizakötvény-kibocsátással és forint forrásaik devizára cserélésével (fx swap, bázis swap) biztosították a szükséges devizaforrást. A válság

mélyülésével és a spreadek tágulásával ezen források futamideje folyamatosan rövidült, ezért jelentősen megnőtt ezek megújítási kockázata, és az emelkedő spreadek miatt meg is drágultak. A jegybank ezért bár megkésve, de a bankrendszer segítségére sietett, különböző konstrukciókon keresztül biztosított devizaforrásokat a rászorult bankok számára. Az MNB devizaforrás-nyújtásának egyik fontos eredménye volt az is, hogy a bankok óriási devizaforrás-kereslete miatt szétesett fx swap és bázis swap piacon az üzletekbe beárazott rendkívül alacsony szintre esett forintkamat (implikált forintkamat) ismét emelkedni tudott (az O/N piacon az eurókamat szintjére esett a forintkamat, a 3-5 éves bázis swap piacon 250-300 bázisponttal a hasonló futamidejű IRS kamat alá esett a forintkamat). Ez megdrágította a forint elleni spekulációt is (februárban olyan olcsó trade lett, hogy nem volt carry-költsége). Az off-shore forintkamat emelkedése is lehetővé tette, hogy csökkenjen a forint elleni spekulációs nyomás, a forint árfolyama megnyugodott március végére. Ebben fontos szerepe volt a globális hangulat kedvezőbbé válásának, a régió egyéb devizáinak erősödésének és a svájci jegybank frankot gyengítő intézkedéseinek is. az MNB kivárhatott, mielőtt a forint védelmében az irányadó kamatot emelte volna.

Az államháztartás hiányát 2008. októbere óta csak az IMF/EU/Világbank hiteleiből tudta az ország finanszírozni, a piacról nem tudott forrást szerezni. A szétesett piacon az állampapírhozamok együtt mozogtak a forinttal. A január első heteiben még stabil hozamok január végén emelkedni kezdtek. Amikor a forint átvitte a 300-as szintet, ismét elpattant a húr és befagyott a piac. A hozamok 1-2 nap alatt 2-3 százalékponttal emelkedtek. A 2-5 év közötti lejáratú szegmens hozama március elején 14% körül tetőzött, a hosszú lejáratú hozama a tavaly októberi csúcspontot is meghaladó szintekre emelkedett, a tízéves papír hozama elérte a 12,5%-ot, a 15 éves benchmarké a 11,6%-ot. A deviza állampapírok csődkockázatát kifejező magyar CDS felár 640 bázisponttal emelkedett március első hetében. A hangulat innen fordult kedvezőbbre, március utolsó három hetében erősödtek a tőzsdék és a forint, csökkent a CDS-felárunk és az állampapírhozamok (leszámítva március utolsó néhány napját, amikor átmeneti gyengülés volt). Az állampapírhozamok március végi erősödésében szerepe volt annak is, hogy az ÁKK közzétette második negyedévi kibocsátási tervét, amelyből kiderült, hogy nem terveznek kötvény-kibocsátást, ellenben az IMF-hitelkeretből származó pénzt felhasználják a jövőbeli adósság-megújítási kockázat csökkentésére, azaz 2009.-2012. között lejáratú állampapírokat vásárolnak vissza jelentős, több százmilliárdos tételben. Ez jelentősen csökkentette a piaci feszültséget és javította a likviditást, kiutat biztosított a kényszereladók számára.



A 3, 5, 10 és 15 éves hozamok alakulása 2009-ben

Forrás: Bloomberg

Márciusra világossá vált, hogy a korábban vártnál jóval mélyebb recesszió miatt az adóbevételek el fognak maradni a tervezettől, a kiadási oldalon pedig további jelentős megszorításokra lesz szükség ahhoz, hogy teljesíteni tudjuk vállalásainkat az IMF felé. Az IMF is puhított a feltételeken az eredeti 2,6-ről 2,9%-ra engedte fel az államháztartás 2009 évi hiányát. A válság mélyült, a stabilizációhoz szigorú intézkedésekre lett volna szükség, azonban a kormányfő mögött nem volt meg a szükséges támogatottság, és nem volt meg Gyurcsányban sem a politikai elszántság a szükséges fájdalmas lépések megtételéhez. Mindez március végén Gyurcsány Ferenc lemondásához vezetett. Némi huzavonát követően Bajnai Gordont jelölték a szocialisták kormányfőnek, aki a megelőző kormányban is miniszteri tisztséget töltött be, így tisztában volt, milyen állapotban veszi át a kormányrudat. Tudta azt is, hogy manőverezési lehetőségei szűkek, az IMF megállapodás szabja meg a kereteket. A megállapodásban vállalt kötelezettségeket beiktatása után viszonylag gyorsan keresztülvitte a parlamenten: eltörölték a 13. havi nyugdíjat, felemelték a nyugdíjkorhatárt, eltörölték a közszféra 13. havi illetményét, majd júniusban elfogadták az új adótörvényeket, amellyel 2010. elejétől csökken a munkát terhelő adók és járulékok mértéke, viszont 2009. júliusától 20-ról 25%-ra emelkedett az ÁFA felső kulcsa. A kormány tehát nagyobb kompromisszumok nélkül teljesíti az IMF-megállapodásban vállaltakat, csökkentve a kiadásokat, megkezdve a korábban tabuként kezelt szerkezeti reformokat például a nyugdíjrendszer területén, és úgy módosítva az adórendszert, hogy növekedjen az ország versenyképessége, növekedési potenciálja. A fő probléma, hogy a globális válság mélyülése miatt a hazai gazdasági visszaesés is nagyobb lesz a korábban kalkulálnál, ami több százmilliárdos adóbevétel kiesést jelent. Az IMF is elfogadta, hogy ha ezt további brutális kiadás-csökkentéssel ellensúlyozzuk, akkor még mélyebb lesz a recesszió. A korábban 2,9 %-ra puhított államháztartási hiány-kritériumot ezért tovább puhították 3,9%-ra.

Szerencsére a hazai stabilizációs intézkedések mellett a globális hangulat is javult, így a forint árfolyama a márciusi mélypont után folyamatosan erősödni tudott, először április elején bejött 300 alá az euróval szemben, majd tovább erősödve 272 körül zárta a második negyedévet. A forint erősödése révén csökkentek a devizában eladósodott háztartások és vállalatok terhei (az első negyedévi forint-gyengülésen többszáz milliárd forintot veszített mindkét szektor), javulhatott a bankok hitelportfoliójának minősége, erősödhetett a pénzügyi rendszer stabilitása.

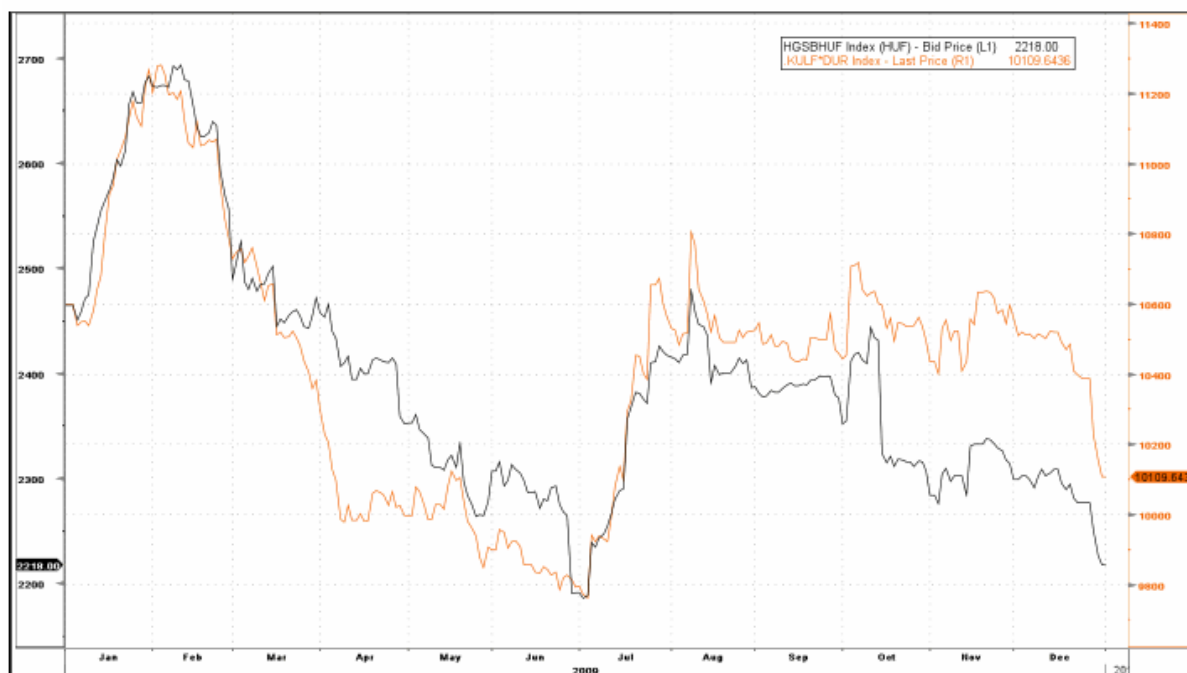
Bár az infláció az ÁFA-emelés miatt a 2009. júniusát követő 12 hónapban a jegybanki cél felett lesz, ezen az egyszeri hatáson MNB Monetáris Tanácsa átnézhetett, hiszen az óriási negatív kibocsátási rés miatt aligha lehet inflációs nyomás a gazdaságban. A jegybank azonban óvatos volt, a második negyedév során nem csökkentette az irányadó kamatokat, nem akarta egy elszigetelt lépéssel veszélyeztetni a pénzügyi stabilitást, a forint erősödését megakasztani, hangulatromlás esetén egy újabb drasztikus leértékelődést kockáztatni.

A hosszabb állampapírok is profitáltak a javuló globális befektetői hangulatból. A márciusi hozamcsúcsokról lassan fokozatosan csökkentek a hozamok. Ebben fontos szerepe volt annak is, hogy a hazai és külföldi befektetőket feszítő mennyiséget az ÁKK a már említett visszavásárlási aukciókat meghirdetve szívta ki a piacról. Ennek forrása az IMF-től kapott hitel volt. Ez helyes lépés volt, így értelmesen fel tudtuk használni ezt a forrást arra is, hogy a forintban történő refinanszírozás kockázatát csökkentsük a következő 2-3 évre, és stabilizáljuk az állampapírpiacon.

A hozamok legjobban a 2010.-2012. közötti lejáratok estében csökkentek, ide koncentráltak az ÁKK visszavásárlási aukciói. A hosszú végén még érezhető volt vissza-visszatérő eladói nyomás elsősorban külföldiek részéről, így a korábban inverz alakú hozamgörbe júniusra teljesen kilaposodott.

Az ÁKK fél év szünet után április végén megtette az első lépéseket (egy februári gyenge próbát leszámítva) a piac normalizálásának irányába azzal is, hogy felújította a kéthetes időközönként meghirdetett kötvényauctionokat. Minden aukción 3, 5 és 10 éves papírokat kínáltak fel kezdetben papíronként kezdetben 5 milliárd forintos mennyiségben, amit majd a kereslet javulását látva emeltek. Változás volt az is, hogy a meghirdetett mennyiséggel rugalmasabban kívánták követni a kereslet változását, valamint, hogy az akciót követően a vevők úgynevezett top-up kibocsátásból további mennyiséget vehettek az aukciós átlagáron.

A külföldiek kezében lévő forint-állampapírállomány a második negyedévben tovább csökkent, mintegy 280 milliárd forintnyi állampapírt adtak vissza, részben az ÁKK visszavásárlási aukcióin kihasználva a kiszállási lehetőséget. Június végére a kezükben lévő állomány 2200 milliárd forint alá csökkent. A hozamgörbe alakja azonban továbbra is azt jelezte, hogy a befektetők még nem bíztak az ország hosszútávú adósságpályájának fenntarthatóságában. Az állampapír hozamgörbe továbbra is 10% körüli 5-10 éves forward hozamokat árazott félévkor, azaz a befektetők nem hittek a konvergenciában, nem várták, hogy belátható időn belül csatlakozni tudunk az eurózónához.



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

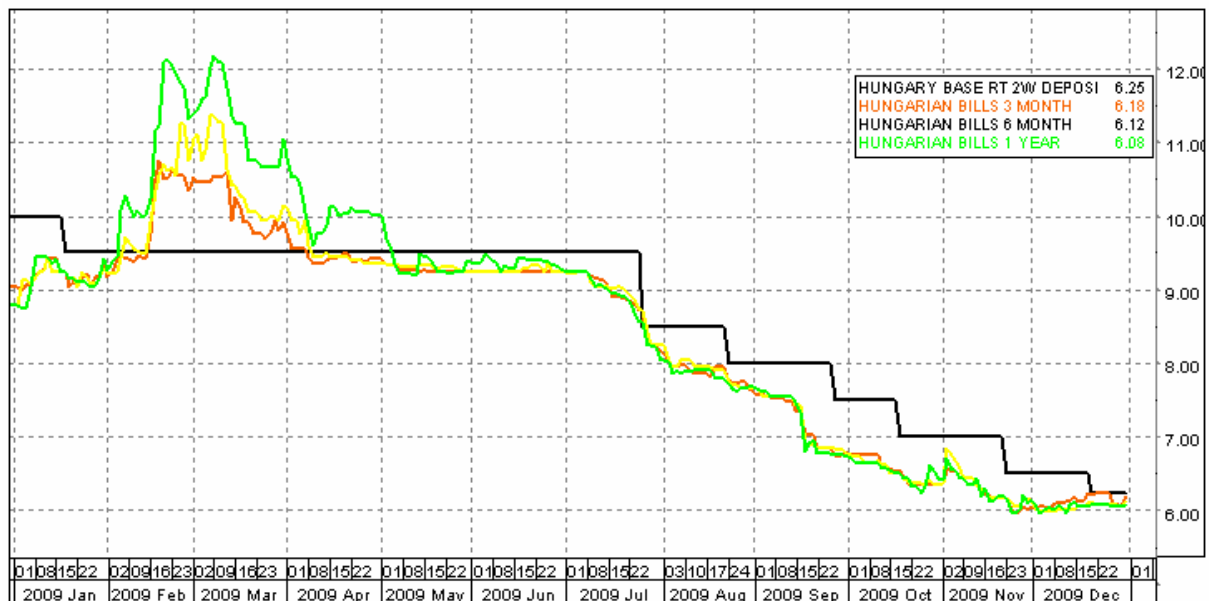
Forrás: Bloomberg

Bár több hazai eszköz ára normalizálódott a második negyedévben, a hosszú állampapírok piacán még nem tért vissza a bizalom, és ez óvatossá tette a jegybankot is. Ugyanakkor a forint euróval szembeni erősödése, a hazai részvények rally-ja, a bázis-swap piac magához térése azt jelezte, hogy több részpiacon elmúlt a sokk. A hazai bankok devizaforrás keresletét jól indikáló bázis-swap például egyéves futamidőre -300 bázispontról -100 körülire javult a félév végére, ami a hazai bankok euró-forrásköltségének csökkenését jelezte. De említhetjük a magyar szuverén devizakötvények csődje ellen biztosítást nyújtó CDS (credit default swap) felár csökkenését is a március eleji 640 bázispontról 360-ra június végére, ami jól szemlélteti az ország-kockázat csökkenését.

A globális kockázati étvágy a harmadik negyedévben tovább javult. Szeptember végére a magyar CDS 215 bázispontra csökkent. Az ÁKK a forint-kötvény aukciókon a rendszeres túljegyzéseket látva júliusban növelni tudta a kibocsátott mennyiségeket, amit a piac könnyedén felszívott. A piac normalizálódási folyamata nem akadt meg. Július közepén az ÁKK ki tudott jönni egy egymilliárd eurós ötéves devizakötvény-kibocsátással is, swap felett 395 bázisponthozam-felárral. Elmondhatjuk tehát, hogy a magyar állam féléves szünet után ismét a piacról tudta finanszírozni magát 2009 nyarától. A kormányfő és a pénzügyminiszter ki is jelentette szeptemberben, hogy nem használja fel az IMF-hitel hátralévő részleteit, egyúttal félévvel kiterjesztik a program határidejét 2010 októberéig, a finanszírozást pedig a piacról akarják megoldani.

Az egyéb kockázati indikátorok mellett az állampapírpiac normalizálódását, a hosszú kötvények iránti kereslet élénkülését látva, júliusi ülésén az MNB Monetáris Tanácsa is elérkezettnek látta az időt a kamatcsökkentésre, és a piacot meglepve 100

bázisponttal vágta a kamatok, amit aztán novemberig minden hónapban 50 pontos vágás követett. A döntéseknél fontos volt, hogy a pénzügyi rendszer stabilitásának szem előtt tartása mellett kedvezőek voltak az inflációs folyamatokat is. Az infláció az ÁFA-emelés után a szakértőket is meglepve jóval alacsonyabb pályát jár be, mint azt a szakértők korábban várták. Az MNB augusztusi inflációs jelentésében 5,5%-os inflációt jelzett előre a harmadik negyedévre, ezzel szemben a tényadat 5,0% lett, míg a negyedik negyedévre 6,0%-ot várt, ami ehelyett 5,1% lett. A mély recesszió, a negatív kibocsátási rés miatt úgy tűnik, a piaci szereplők nem tudták az árakban érvényesíteni a júliusi ÁFA-emelés áremelő hatását, ez a hatás a korábban feltételezettnél kisebb mértékben, és jóval elnyújtottabban gyűrűzik át az árakba.



A kéthetes jegybanki betét, és az éven belüli hozamok alakulása

Forrás: Bloomberg

Decemberi, évi utolsó ülésén a jegybank lassított a kamatvágási ütemen, jelezve, hogy a ciklus a végéhez közeledik. A 25 bázispontos vágással így 6,25%-ra csökkent év végére az alapkamat mértéke. Az óvatosságot indokolta a december végén felerősödő befektetői aggodalom a görög államadósság finanszírozhatóságát illetően, és a dubai-i állami fejlesztési vállalatok csődközeli helyzetéről érkező hírek miatt. A görög tízéves állampapír-hozamok felára a hasonló futamidejű német benchmark felett a szeptember végi 130 bázisponttól december közepére 280 bázispontra tágult, ekkor a spread tágabb volt, mint a magyar-német eurókötvény spread. A görög problémák miatt gyengültek a régió devizái, így a forint is, emelkedtek a hozamok. Ráadásul december végén megjelent egy nagy külföldi eladó is a piacon, aki vélhetően profitot realizált, és több tízmilliárdos tételben adott el papírokat, elsősorban a hozamgörbe hosszú végén. Csak decemberben így 150 milliárd forinttal csökkent a külföldiek állampapír állománya, míg az év egészében a csökkenés mértéke 300 milliárd forint volt.

Az évvégi emelkedő hozamgörbe-alak és a magas forward hozamok azt jelzik, hogy a befektetők a hosszútávú kilátásokat illetően még komoly kockázatokat látnak, továbbra sem hisznek a konvergencia folyamatban, és adósságpálya hosszútávú

fenntarthatóságában. Az 5-10 év múlva induló egyéves állampapír forward hozamok december végén 8,5-9% között voltak, jóval a spot egyéves hozam felett. Amint az alábbi ábra mutatja, a magyar tízéves forint-kötvény hozama a hasonló lejáratú német bund hozama felett továbbra is jóval az utóbbi évek átlag-spreadje felett volt, december végén 460 bázispont, igaz március elején, a válság mélypontján járt 960 bázisponton is a spread.



A magyar és német 10 éves állampapírhozamok ill. a spread alakulása, 2001-2009

Forrás: Bloomberg

A hazai gazdasági folyamatokat a számok tükrében nézve is azt látjuk, hogy a globális válság rendkívül súlyosan érintette Magyarországot. A GDP várhatóan 6,7% körüli mértékben csökkenhetett 2009 folyamán. A belső felhasználás brutális visszaesését csak részben tudta ellensúlyozni a nettó export javulása. A belső felhasználáson belül közel 8%-kal esett vissza a háztartások fogyasztási kiadása, kisebb mértékben a közösségi fogyasztás, közel 6%-kal a bruttó állóeszköz-felhalmozás, és csökkentek a készletek. A hitelszűke és a törlesztő-részletek árfolyam-gyengülés miatti emelkedése tehát drasztikus visszaesést eredményezett a fogyasztásban, óvatosabbá tette a háztartásokat és a vállalatokat. Mindkét szektor kényszerűen a megtakarításai növelésével reagált a válságra. A visszaeső fogyasztás és beruházások hatására az import euróban számolva 27%-kal zuhant, az export visszaesése kisebb volt, közel 20%. A külkereskedelmi egyenleg a korábbi évekre jellemző deficitből így többletbe fordult, a kiviteli többlet meghaladta a 4 milliárd eurót. A külső egyenleg javulása megmutatkozott a folyó fizetési mérlegben is, az I-III. negyedév félmilliárd eurós pozitív egyenleget mutatott, a tavalyi hasonló időszak 5,5 milliárd eurós hiányával szemben. A külfölddel szembeni tavalyi 4,5 milliárd eurós finanszírozási igény idén 1,5 milliárd eurós finanszírozási képességbe fordult, az ország külső adóssága így 2009-ben csökkent, ami a forint és a hazai eszközök sebezhetőségét is csökkentette.

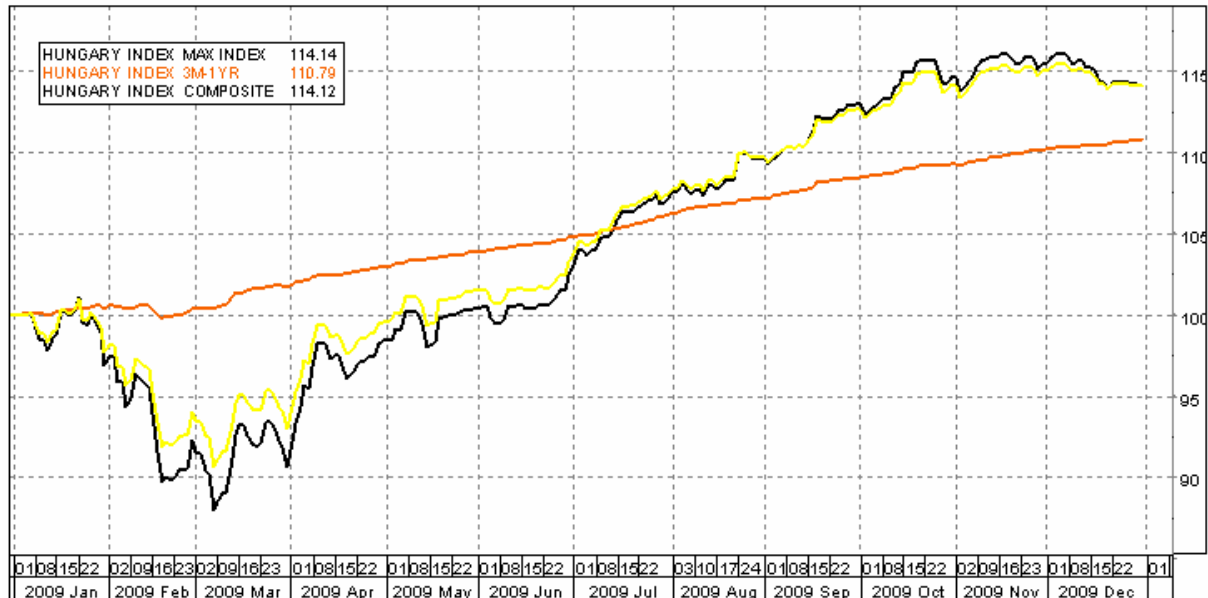
A GDP termelési oldalát nézve a mezőgazdaság teljesítménye 19, az iparé 19%-kal esett vissza az első kilenc hónapban, míg a szolgáltatásoknál csak 2,5% volt a csökkenés mértéke. A hazai ipari termelés alakulása lekövette fő exportpiacunk, Németország ipari termelésének zuhanását.

A visszaesés a foglalkoztatottak számának 120 ezres csökkenését, és a munkanélküliek számának ugyanekkora növekedését eredményezte, így a munkanélküliségi ráta a tavalyi év végi 8-ról 10,5%-ra emelkedett. A laza munkapiacra a bruttó keresetek alig emelkedtek, így a reálbérek több mint 3%-kal csökkentek 2009-ben.

Az infláció, amint arra már kitértünk, jóval alacsonyabb pályán valósult meg, mint amire a piac, az elemzők illetve a jegybank szakértői számítottak. A válság hatására a kereslet visszaesése miatt csökkent a termelők és kereskedők árazási ereje, az évközi ÁFA-emelés hatása a vártnál kisebb mértékben és lassabban gyűrűzött át az árakba.

A csökkenő fogyasztás, zuhanó kiskereskedelem, 60%-kal visszaeső újautó-értékesítések miatt az ÁFA, fogyasztási és regisztrációs adó bevételek is kisebbek voltak a vártnál. A csökkenő foglalkoztatottság és az alacsony béremelkedés az SZJA-bevételeknél okozott kiesést, és a várt társasági nyereségadó is elmaradt a csökkenő vállalati profitok miatt. A válság miatt évközben az IMF egyetértésével többször módosult a hiánycél, az eredeti 2,6%-ról 3,9%-ra puhult fel, amely valószínűleg teljesült végül, bár erről csak később kapunk információt. Az adórendszer évközi változásai – bár rövidtávon mélyítik a recessziót – hosszú távon hozzájárulnak a versenyképesség növeléséhez, a potenciális növekedési ütem emelkedéséhez. A munkát terhelő adók és járulékok csökkentek, a fogyasztást terhelő adók növekedése árán. A kiadási oldalon jelentős megtakarítást hozott a 13. havi nyugdíj eltörlése, a 13. havi közalkalmazotti illetmény megszüntetése, a gázár-támogatások csökkentése. Több alrendszer (tömegközlekedési vállalatok, önkormányzatok, oktatás, egészségügy) reformja, konszolidációja azonban továbbra is várat magára, és a következő évek hiányát emeli majd. Az átmeneti Bajnai-kormány elvégezte dolgát, az előttünk álló nehéz feladatokhoz egy erős felhatalmazással rendelkező új kormányra lesz szükség.

A fent leírtak következtében az éven túli futamidejű állampapírok árfolyam-alakulását mutató MAX index jelentős mértékben, több mint 3%-ponttal felülteljesítette az egy évnél rövidebb állampapírok mozgását leíró RMAX indexet.



A MAX, RMAX és MAXComposite indexek alakulása, 2009

Forrás: Bloomberg

Összességében 2009. is nagy hullámzást hozott a hazai állampapírpiacra. Az első negyedévi lefagyást, összeomlást nyárra kiheverte a piac, év végére pedig összeszedte magát, és az elmúlt 10 év legjobb teljesítményét produkálták a hazai állampapírok. A forint az év eleji gyengülés után visszaerősödött és stabilizálódott, a pénzügyi rendszerben nőttek a veszteségek, kockázatok, de a stabilitást sikerült megőrizni. Az IMF segítségét követően, fél év szünet után ismét a piacról tudta magát finanszírozni az állam. Ugyanakkor a válság, és annak kezelése mély recesszióba lökte az országot, amelynek kiheverése évekig tart majd, de bízhatunk benne, hogy az egyensúly nem borul úgy fel a jövőben, mint a válságot megelőző években. Remélhetjük, hogy a válság okozta sokk az évtizedes inflációs nyomást is megtörte, ami majd alacsonyabb hozamgörbét eredményezhet a jövőben.

2.2. Hazai kötvénypiaci stratégia

2009. első negyedévében tovább tartottuk a korábban felvett duration-túlsúlyozott portfóliónkat. Továbbra is a 2012-es lejáratot és a hozamgörbe hosszú végét súlyoztuk felül. Nem voltunk aktívak a negyedév során, jelentősen nem fordítottunk a kötvény-pozícióban. A MAX index rosszul teljesített, ráadásul leggyengébben a leghosszabb futamidejű papírok teljesítettek, mivel a görbe inverzitása csökkent. A görbe közepén 2-3,5 százalékponttal, míg a hosszú végén közel 4 százalékponttal emelkedtek a hozamok. A forward hozamok várakozásainkkal ellentétben még ennél is nagyobb mértékben emelkedtek.

Túlsúlyozott pozícióink és a kötvények negatív teljesítménye miatt a kötvény-portfólió alulteljesített a benchmarkkal szemben 2009. első negyedévében.

2009. második negyedévében tovább tartottuk a korábban felvett duration-túlsúlyozott pozíciókat. A hozamgörbe hosszú végét továbbra is jelentősen felülsúlyoztuk, míg a görbe közepén a 2012-es lejáratok erős túlsúlyozását csökkentettük, kihasználva az ÁKK visszavásárlási aukciói által nyújtott lehetőséget a kedvező áron történő kiszállásra. Jelentősen nem fordítottunk tehát a kötvény-pozíción, enyhén csökkentettük a portfólió durationjét, így a felülsúlyozást. A MAX index kiválóan teljesített, legjobban a 3-5 éves szegmens „szerepelt”, itt 3-3,5 százalékponttal csökkentek a hozamok, a hosszú lejáratoké csak 2-2,5 százalékponttal, így a görbe inverzitása ismét csökkent. A hozamgörbe éven túli része teljesen kilaposodott június végére.

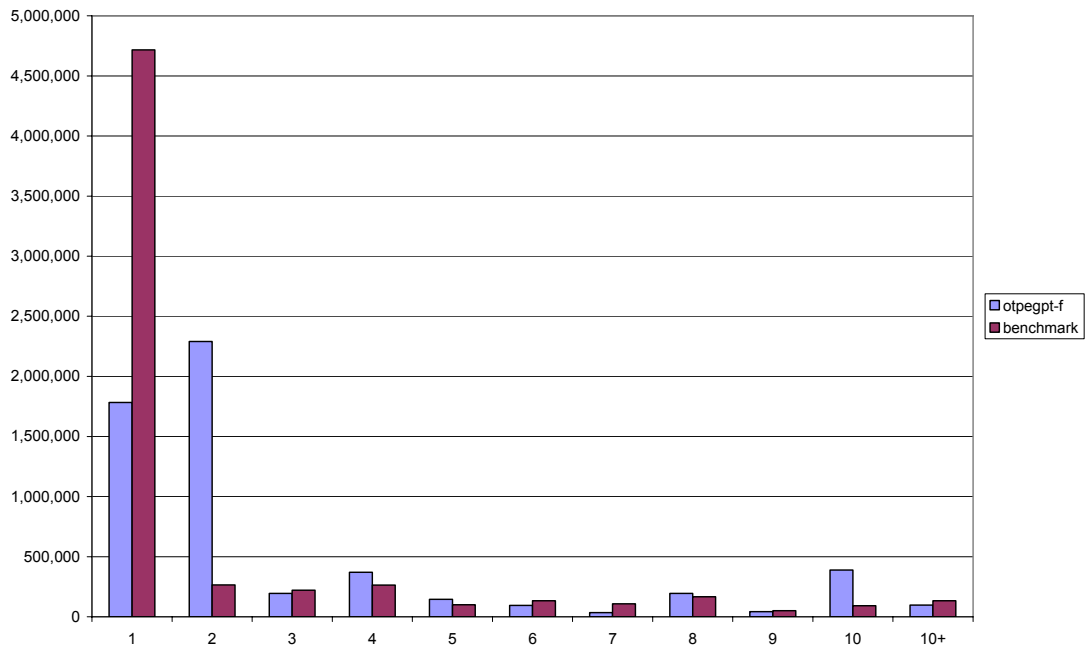
Túlsúlyozott pozíciónk és a kötvények remek teljesítménye miatt a kötvény-portfólió felülteljesített a benchmarkkal szemben 2009. második negyedévében.

2009 harmadik negyedévében nem hajtottunk végre jelentős változtatást a kötvény-portfólión, tovább tartottuk felülsúlyozott portfóliónkat. Míg a hozamgörbe elejét, közepét enyhén alul illetve semlegesen súlyoztuk, addig a hozamgörbe végét jelentősen felülsúlyoztuk. Úgy látjuk, hogy a hosszú lejáratok többet hozhatnak a rövidebbeknél, mert a 5-10 éves forward hozamok továbbra is magasak 8-8,5% körül voltak, még benne van a görbében a forward hozamok csökkenésének lehetősége, ahogy kilábalunk a recesszióból, megindul a növekedés és tovább erősödik befektetők bizalma, meggyőződnek az adósságpálya fenntarthatóságáról. A MAX index ismét jól teljesített, az éven túli papírok hozama 2-2,5 százalékponttal esett. Legnagyobb hozamesés az 1-5 év közötti lejáratú szegmensben volt, míg a hosszú papírok hozama kisebb mértékben csökkent. A hozamgörbe alakja így normál (emelkedő) alakba váltott a negyedév eleji lapos alakból.

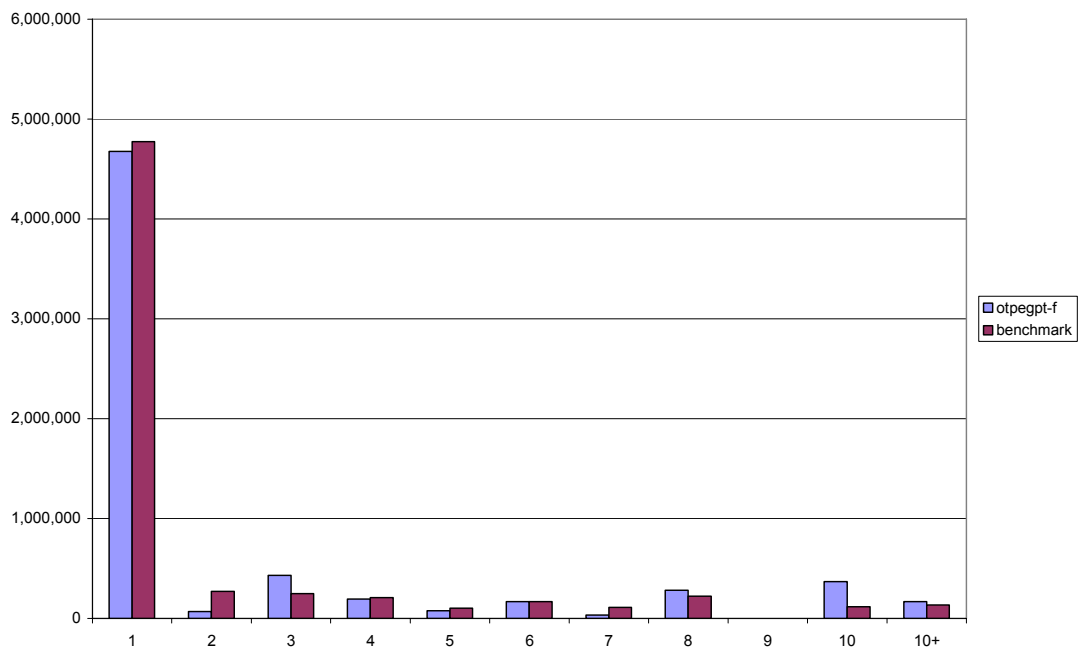
A felülsúlyozásnak köszönhetően a kötvény-portfólió jól teljesített a harmadik negyedévben, hozama meghaladta a benchmarkét.

2009. negyedik negyedévében kihasználva az év végi hozamemelkedést hosszítottunk a duration-ön, növelve a relatív felülsúlyozást is. Növeltük a hosszú kötvények arányát, aukciókon és a másodpiacon is nagyobb tételben vásároltunk 5 és 10 év közötti lejáratokat. Így év végén a hozamgörbe elejét alulsúlyoztuk, a közepét nagyjából semlegesen, míg a hosszú végét (8 év és azon túl) agresszíven felülsúlyoztuk. Ennek oka egyrészt az emelkedő hozamgörbe miatti pozitív carry, másrészt a véleményünk szerint indokolatlanul magas forward hozamok. A 8,5% feletti 5 év múlva induló 5 éves forward hozam csökkenésére jó esélyt látunk, ez esetben a hosszú papírok teljesítménye felülmúlná a rövidebb lejáratokét a jövő év során.

A hazai kötvény-portfólió és a benchmark 2009. december végi lejárat szerkezete az alábbi ábrákon látható összehasonlítva a 2009. szeptember végi állapottal.



Lejárat szerkezet, 2009. szeptember 30.



Lejárat szerkezet, 2009. december 31.

3. Kitekintés

3.1. Hazai kötvénypiaci várakozások

2010. már a válságból való kilábalást hozhatja itthon. Jövőre a gazdaság 0 közeli növekedése mellett csökkenhet az infláció. A tavalyi ÁFA-emelés bázishatása a nyáron kiesik, év végére 2-2,5%-ra csökkenhet a pénzromlás üteme. A válság megtörte az inflációs várakozásokat, jó esélyünk van arra, hogy az infláció 3% alatt álljon be a következő években, ahogyan az a cseheknél és lengyeleknél történt korábban hasonló sokk után.

A jegybanknak tehát lenne tere tovább csökkenteni a kamatokat akár 5% alá, azonban 2010-ben is figyelni fognak a pénzügyi rendszer stabilitására, a forint árfolyamára. Így a kettős cél miatt magasabb lesz a kamatszint, mintha tisztán csak az inflációt céloznák.

2010. választási év lesz, várhatóan erős többséggel a Fidesz alakít kormányt. Felhatalmazásuk erős lesz, de nem lesz könnyű dolguk, rengeteg területen kell átalakítani a struktúrát, fájdalmas, sok érdeket sértő intézkedést hozni annak érdekében, hogy a ciklus végére egy versenyképesebb, magasabb növekedési potenciállal bíró, hosszú távon finanszírozható és az euró-zónához csatlakozni képes országgá váljunk. Viszont ha nem lépnek és marad a mostani problémahalmaz, akkor a befektetők büntethetnek, és nehéz lesz finanszírozni az adósságot.

A 2010-es 3,8%-os államháztartási hiánycél további intézkedések nélkül 1-1,5%-kal magasabb lehet, és ehhez valószínűleg hozzá kell adnunk további 1,5-2%-ot, ha az új kormány a kvázi-fiskális hiányokat bekonzolidálja, az állam átvállalja a BKV, MÁV, stb. adósságállományát. Ugyanakkor az utóbbi tétel nem jelent azonnali finanszírozási igényt.

Összességében a 2010. évi hiány a piacról finanszírozható véleményünk szerint, nem lesz szükség további lehívásokra az IMF-hitelből. Finanszírozási nehézségeink 2011. utolsó negyedévéig lehetnek, amikor meg kell kezdeni ezen hitelek törlesztését, ami negyedévente nagyjából 1 milliárd eurós (a GDP kb. 1%-a) terhet jelent majd.

A hazai állampapír-hozamszintek tovább csökkenhetnek várakozásunk szerint. A rövid lejáratok hozamait a jegybanki kamat-csökkentés húzhatja le, a hozamgörbe csökkenő meredeksége esetén a hosszú papírok hozama eshet, a hozamok 6-7% közé csökkenhetnek. A 2009. év végén kialakult 8,5-9%-os öt év múlva induló ötéves forward-hozamot attraktívnak tartjuk, hogy a hozamgörbe hosszú végét felülsúlyozzuk. Legfőbb veszélynek pozíciónkra a fejlett piaci kamat-emelés vártnál korábbi megindítását, illetve az ottani hosszú hozamok esetleges emelkedését tartjuk, valamint ha valamilyen, a 2009. decemberi görög adósság-válsághoz hasonló probléma drasztikusan csökkenti a régiós befektetési kedvet, kockázatvállalási hajlandóságot.