



A hazai eszközárakat jelentősen befolyásoló bejelentés történt múlt hét pénteken, majd hétfőn ez megerősítésre került. A hétfői Orbán Viktor felszólalásból további részleteket tudhattunk meg (és azóta is folyamatosan érkeznek az új hírek), de fontos leszögezni, hogy ezek csak bejelentések és a majd megszülető jogszabály alapján lehet korrekt elemzést készíteni. Az ördög pedig a részletekben rejlik, éppen ezért el tudjuk képzelni, hogy a végtörlesztés lehetősége sokak számára nem lesz valódi alternatíva.

A kormány tervezett intézkedéseivel kapcsolatos nyilatkozatok mindenesetre egyértelműen negatív hatást fejtenek ki a hazai eszközárakra, kötvényekre, részvényekre egyaránt (tartósabb forintgyengülés, állampapíripiaci hozamemelkedés, csökkenő tér a kamatvágásra, növekvő kamatemelési várakozások stb.).

Amit a végtörlesztéssel kapcsolatban gondolunk:

- 1) A költségvetés számai rosszabbul alakulnak a vártnál. Erre több elemző, köztük a Concorde is felhívta a figyelmet, hogy a nyugat-európai konjunktúra lassulásával és a svájci frank erősödésével a hazai GDP növekedés kisebb lehet a kormány által tervezettnél. Egész egyszerűen a költségvetési lyukat szeretne volna betömni a kormányzat, úgy hogy közben a lakosság terhein is próbáljon enyhíteni.
- 2) Ezzel azonban óriási terhet rótt a hazai bankrendszerre, amely véleményünk szerint radikális átalakuláson fog keresztül menni.
- 3) Éppen a bankrendszer gyengítése okán a pozitív hatások ellenére nem várjuk a növekedés felfutását, sőt az intézkedés bizonytalanságot ébreszthet a külföldi befektetőkben, ami kiolthatja a pozitív hatásokat (gyengébb deviza az export számára, kisebb CHF kitétség a lakossági szektorban, növekvő hazai inflációs környezet).
- 4) A nemzetközi környezet, különösen az európai adósságválsággal kapcsolatos problémák elterelik azonban a figyelmet a hazai belföldi eseményekről, így az elképzelés jó eséllyel jogszabályba foglalásra is kerülhet a vélhetően erős külföldi banki lobb ellenére is.
- 5) Sokat puhulhat azonban addig az elképzelés, mint azt már a nyilatkozatokból is lehet hallani. Bizonyos időintervallum fog rendelkezésre állni, csak a rögzített devizaárfolyam alatt felvett hitelek kerülhetnek visszatörlesztésre, ráadásul a fedezetek értékében bekövetkezett változás miatt a legtöbb esetben pótfedezet vagy önerő bevonása szükséges majd a forint hitelekhez. Ezért közel sem fog mindenki számára elérhetővé válni az átváltás,
- 6) Orbán Viktor fontos bejelentése volt a referenciaindexhez rögzített kamatláb a devizahitelek esetében (forint hiteleknél már sok esetben működik), ez fontos tényező, hiszen nem egyértelmű, hogy a magas kamatkülönbség miatt a svájci frank hitelekkel szemben egy valóban versenyképes forinthitelezés jelenhet meg rövidtávon. Ez természetesen a hazai hozamkörnyezet csökkenésével változhat és hosszabb távon a forint hitelek dominálhatnak, ami nyilván pozitív fejlemény a makrogazdasági stabilitás szempontjából.

Ami a befektetéseket illeti, a romló nyugat-európai konjunktúra okán Magyarországgal kapcsolatosan is negatív kilátásokat fogalmaztunk meg. Ezért elsősorban a relatív erőt mutató kötvénypiacon alulsúlyozott pozíciót építettünk ki, ami az események tükrében jó döntésnek bizonyult. A múlt hét pénteki Lázár János-féle bejelentés óta sokat esett a magyar állampapírok árfolyama, így taktikai jelleggel a további negatív kilátások ellenére is csökkentettünk az alulsúlyozottságon a benchmarkkövető stratégia lényegéből fakadóan.

Ami a részvényeket illeti, itt a magasabb értékeltségű közép-európai térséget súlyoztuk némileg alul a benchmarkhoz képest. A magyar papírok jóval kedvezőbb árazottság mellett forogtak/forognak, mivel a kormányzat erőteljes deficitcsökkentő szándéka és a vállalati

szektortól ehhez elvárt „szolidaritás” már így is a mélybe lökte az árfolyamokat. Ami miatt mégsem növeltük meg a hazai részvények arányát a portfólióban az éppen annak köszönhető, hogy sok bizonytalanságot láttunk a meghirdetett gazdaságpolitika megvalósulásában. Ez a sejtésünk a mostani bejelentés kapcsán beigazolódt, így a részvények nem felülsúlyozása is helyes döntésnek bizonyult.

Bár negatív kilátásokkal rendelkezünk a hazai makrogazdasági környezet alakulására vonatkozóan, a helyzet az, hogy az egész világban hasonló folyamatok zajlanak. Magyarország nem lóg ki túlzóan az USA, vagy az Európai Unió országainak csoportjából abban az értelemben, hogy a megszorításokkal, a vállalati szféra megadóztatásával próbálják az állami hiányt mérsékelni, miközben a lakosság egy magas eladósodottsági szinten vergődik. Ezért sem a magyar, sem a nemzetközi tőkepiacon nem látunk olyan extrém félrearázásokat (sem túl drága, sem túl olcsó eszközosztályokat), ami indokolná a hosszútávra szóló stratégiai eszközallokáció megváltoztatását.

Egyedül a fejlett kötvényeket tartjuk drágának, ezek nem is kapnak helyet a portfólióban, shortolásukra pedig a pénztári szabályozás révén nincs lehetőségünk.

Azt gondoljuk, hogy kezd beárazódní mindaz a reálgazdasági probléma, amit lassan két éve görget maga előtt a világ, ráadásul a folyamatos pénznyomtatással csak tovább növelte ezeket a problémákat. Látunk esélyt arra, hogy az elkövetkező 8-12 hónapban lesz egy olyan begyorsuló tőkepiaci áresés, ami jó lehetőséget teremt majd arra, hogy megemeljük a kockázati szinteket. Amennyiben ilyet látunk, haladéktalanul értesítjük a Pénztárat.

Végezetül pedig Móricz Dani kollégám múlt héten megjelent magyar kötvénypiacról szóló írását

(http://www.concordealapkezeslo.hu/alapblog/blog_mutat.php?blog_tipus=0&bejegyzes=661) szeretném figyelmükbe ajánlani, amely még a pénteki bejelentés előtt készült, és nagyon precízen körbejárja, hogy milyen okok állhatnak a mögött, hogy a magyar állampapír az idei évben a világ egyik legerősebb eszközosztálya.

Amennyiben bármilyen kérdésük van a leírtakkal kapcsolatban, akkor akár írásban, akár szívesen szóban is válaszolunk a felmerülő kérdésekre.

Budapest, 2011. szeptember 15.

Tisztelettel,

Telegdi René
Concorde Alapkezelő