

**Független Könyvvizsgálói Jelentés  
az Erste Abszolút Hozamú Alternatív Alapok Alapja  
2014. évi éves jelentéséről**



## Tartalomjegyzék

I. Független Könyvvizsgálói Jelentés

II. Éves jelentés



## Független könyvvizsgálói jelentés

Az Erste Alapkezelő Zrt. részére

Elvégeztük Erste Abszolút Hozamú Alternatív Alapok Alapja (továbbiakban „az Alap”) mellékelt 2014. évi éves jelentés 1-12. pontjaiban található számviteli információinak (továbbiakban: „számviteli információk”) a könyvvizsgálatát.

### *A vezetés felelőssége az éves jelentésért*

Az Erste Alapkezelő Zrt. ügyvezetése (továbbiakban „vezetés”) felelős ennek az éves jelentésnek a kollektív befektetési formákról és kezelőikről, valamint egyes pénzügyi tárgyú törvények módosításáról szóló 2014. évi XVI. törvénnyel, az abban szereplő számviteli információknak a magyar számviteli törvényben foglaltakkal összhangban történő elkészítéséért, különös tekintettel az eszközök és kötelezettségek leltárral való alátámasztásáért, a kezelési költségeknek az Alap letétkezelője által megadott értékelése alapján történő elszámolásáért, valamint az olyan belső kontrollokért, amelyeket a vezetés szükségesnek tart ahhoz, hogy lehetővé váljon az akár csalásból, akár hibából eredő lényeges hibás állításoktól mentes éves jelentés elkészítése.

### *A könyvvizsgáló felelőssége*

A mi felelősségünk ennek az éves jelentés számviteli információinak, különös tekintettel az éves jelentésben bemutatott eszközök és kötelezettségek időszak végi leltárának, valamint az adott időszakban elszámolt kezelési költségeknek a véleményezése könyvvizsgálatunk alapján. Könyvvizsgálatunkat a magyar Nemzeti Könyvvizsgálói Standardokkal és a könyvvizsgálatra vonatkozó – Magyarországon érvényes – törvényekkel és egyéb jogszabályokkal összhangban hajtottuk végre. Ezek a standardok megkövetelik, hogy megfeleljünk az etikai követelményeknek, valamint hogy a könyvvizsgálatot úgy tervezzük meg és hajtsuk végre, hogy kellő bizonyosságot szerezzünk arról, hogy az éves jelentésben szereplő számviteli információk mentesek-e a lényeges hibás állításoktól.

A könyvvizsgálat magában foglalja olyan eljárások végrehajtását, amelyek célja könyvvizsgálói bizonyítékot szerezni az éves jelentés számviteli információiban szereplő összegekről és közzétételekről. A kiválasztott eljárások – beleértve az éves jelentésben szereplő számviteli információk akár csalásból, akár hibából eredő, lényeges hibás állításai kockázatainak felmérését is – a mi megítélésünktől függenek. A kockázatok ilyen felmérésekor az éves jelentésben szereplő számviteli információk gazdálkodó egység általi elkészítése és valóságos bemutatása szempontjából releváns belső kontrollt azért mérlegeljük, hogy olyan könyvvizsgálói eljárásokat tervezzünk meg, amelyek az adott körülmények között megfelelőek, de nem azért, hogy a gazdálkodó egység belső kontrolljának hatékonyságára vonatkozóan véleményt mondjunk. A könyvvizsgálat magában foglalja továbbá az alkalmazott számviteli politikák megfelelőségének és a vezetés által készített számviteli becslések ésszerűségének értékelését.

Meggyőződésünk, hogy a megszerzett könyvvizsgálói bizonyíték elegendő és megfelelő alapot nyújt könyvvizsgálói véleményünk megadásához.

### *Vélemény*

Véleményünk szerint az az Erste Abszolút Hozamú Alternatív Alapok Alapja 2014. december 31-ével végződő évre vonatkozó éves jelentésében közölt számviteli információk minden lényeges szempontból a magyar számviteli törvényben foglaltakkal, valamint a kollektív befektetési formákról és kezelőikről, valamint egyes pénzügyi tárgyú törvények módosításáról szóló 2014. évi XVI. törvénnyel összhangban kerültek összeállításra. Az éves jelentésben szereplő eszközök és kötelezettségek leltárral alátámasztottak. Az éves jelentésben bemutatott kezelési költségek az Alap letétkezelője által adott értékelés alapján kerültek elszámolásra.





*Egyéb kérdések*

Könyvvizsgálatunk kizárólag a fent felsorolt számviteli információkra vonatkozott.

A Társaság 2013. évi éves jelentését más könyvvizsgáló könyvvizsgálta, aki 2014. április 18-án kelt könyvvizsgálói jelentésében minősítés nélküli véleményt bocsátott ki.

Budapest, 2015. április 29.

KPMG Hungária Kft.  
Nyilvántartási szám: 000202

Agócs Gábor  
Partner

Guttman Gabriella  
Kamarai tag könyvvizsgáló  
Nyilvántartási szám: 005445





*Az*

**ERSTE**  
**ABSZOLÚT HOZAMÚ ALTERNATÍV**  
**ALAPOK ALAPJA**

*2014. évi éves jelentése*

## 1. Az Erste Abszolút Hozamú Alternatív Alapok Alapja (továbbiakban: Alap) rövid bemutatása

### Az Alap neve

Az Alap neve Erste Klipper Alapok Alapjáról a PSZÁF EN-III/TTE-39/2010. számú határozata alapján 2010. április 02-ai hatállyal Erste Nyíltvégű Abszolút Hozamú Részvény Származtatott Alapra módosult, majd 2013. október 07-től a PSZÁF H-K-III-634/2013. számú határozata alapján **Erste Abszolút Hozamú Alternatív Alapok Alapjára** változott.

### Az Alap rövidített elnevezése

Erste Abszolút Hozamú Alternatív Alapok Alapja

### Az Alap típusa, fajtája

Az Alap Magyarországon nyilvános forgalomba hozatal útján létrehozott, nyíltvégű értékpapír befektetési alap.

### Az Alap futamideje

Az Alap futamideje az Alap nyilvántartásba vételétől (2007. április 17-től) határozatlan ideig terjed.

### Alapkezelő

Erste Alapkezelő Zrt.  
Székhelye: 1138 Budapest, Népfürdő u. 24-26.  
Cégjegyzékszám: 01-10-044157

### Letétkezelő

ERSTE Bank Hungary Zrt.  
Székhelye: 1138 Budapest, Népfürdő u. 24-26.  
Cégjegyzékszám: 01-10-041054

### Forgalmazó

Erste Befektetési Zrt.  
Székhelye: 1138 Budapest, Népfürdő u. 24-26.  
Cégjegyzékszám: 01-10-041373

### Nettó eszközérték számítás típusa

Tárgynapi eszközérték Tárgy +1 napon készül Tárgynapi eszközállomány  
Tárgynapi árfolyam adatok  
Tárgynapi befektetési jegy forgalmi adatok felhasználásával

## 2. Vagyonkimutatás, a befektetési alap eszközeinek és forrásainak tételes összetétele

Megnevezés	Záró eszközérték Tárgynap: 2013.12.31 (Ft)	Az eszközök teljes portf. arányában (%)	Záró eszközérték Tárgynap: 2014.12.31 (Ft)	Az eszközök teljes portf. arányában (%)
<b>ÖSSZES ESZKÖZ</b>	<b>675 487 324</b>	<b>100.13%</b>	<b>3 880 539 503</b>	<b>101.39%</b>
<b>Banki egyenlegek</b>	<b>1</b>	<b>0.00%</b>	<b>0</b>	<b>0.00%</b>
Pénzforgalmi számla egyenleg	1	0.00%	0	0.00%
Lekötött bankbetét	0	0.00%	0	0.00%
<b>Átruházható értékpapírok</b>	<b>673 570 693</b>	<b>99.84%</b>	<b>3 920 225 926</b>	<b>102.43%</b>
<i>Hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok</i>	<b>0</b>	<b>0.00%</b>	<b>0</b>	<b>0.00%</b>
Diszkontkincstárjegyek	0	0.00%	0	0.00%
MNB kötvények	0	0.00%	0	0.00%
Államkötvények	0	0.00%	0	0.00%
Állami garanciával rendelkező kötvények	0	0.00%	0	0.00%
Hitelintézeti kötvények	0	0.00%	0	0.00%
Vállalati kötvények	0	0.00%	0	0.00%
Egyéb kötvények	0	0.00%	0	0.00%
Jelzáloglevelek	0	0.00%	0	0.00%
Külföldi kötvények	0	0.00%	0	0.00%
<i>Részvények</i>	<b>0</b>	<b>0.00%</b>	<b>0</b>	<b>0.00%</b>
Hazai tőzsdei részvények	0	0.00%	0	0.00%
Hazai OTC részvények	0	0.00%	0	0.00%
Külföldi részvények	0	0.00%	0	0.00%
<i>Kollektív befektetési értékpapírok</i>	<b>673 570 693</b>	<b>99.84%</b>	<b>3 920 225 926</b>	<b>102.43%</b>
Nyíltvégű alap befektetési jegye - Hazai	410 836 199	60.90%	1 034 036 316	27.02%
Nyíltvégű alap befektetési jegye - Külföldi	262 734 494	38.95%	2 886 189 610	75.41%
Zártvégű alap befektetési jegye	0	0.00%	0	0.00%
<b>Származtatott ügyletek</b>	<b>1 916 630</b>	<b>0.28%</b>	<b>-40 086 434</b>	<b>-1.05%</b>
Futures ügyletek	0	0.00%	0	0.00%
Forward ügyletek	1 916 630	0.28%	-40 086 434	-1.05%
Opciók	0	0.00%	0	0.00%
Egyéb származtatott ügyletek	0	0.00%	0	0.00%
<b>Egyéb eszközök</b>	<b>0</b>	<b>0.00%</b>	<b>400 011</b>	<b>0.01%</b>
Befektetési számla egyenleg		0.00%	6	0.00%
Egyéb követelések	0	0.00%	400 005	0.01%
<b>KÖTELEZETTSÉGEK</b>	<b>-866 767</b>	<b>-0.12%</b>	<b>-53 059 940</b>	<b>-1.39%</b>
<b>Hitelállomány</b>	<b>0</b>	<b>0.00%</b>	<b>0</b>	<b>0.00%</b>
<b>Költségek</b>	<b>-866 767</b>	<b>-0.12%</b>	<b>-4 513 604</b>	<b>-0.12%</b>
Alapkezelői díj	-75 215	-0.01%	-515 420	-0.01%
Forgalmazói díj	-426 216	-0.05%	-2 920 711	-0.08%
Letétkezelői díj	-87 750	-0.02%	-572 689	-0.01%
Könyvvizsgálói díj	-254 000	-0.04%	-254 000	-0.01%
Felügyeleti díj	-23 586	0.00%	-250 784	-0.01%
Közzétételi költség	0	0.00%	0	0.00%
Egyéb kötelezettség	0	0.00%	-48 546 336	-1.27%
<b>NETTÓ ESZKÖZÉRTÉK</b>	<b>674 620 557</b>	<b>100.00%</b>	<b>3 827 479 563</b>	<b>100.00%</b>
<b>Befektetési jegyek darabszáma</b>	<b>717 033 569</b>		<b>3 875 594 823</b>	
<b>Egy jegyre jutó nettó eszközérték</b>	<b>0.9408</b>		<b>0.9876</b>	

**3. A forgalomban lévő befektetési jegyek száma**

Tárgyidőszak: 2014.01.01 - 2014.12.31	
Forgalomban lévő befektetési jegyek száma 2014.12.31-én	3 875 594 823

**4. Az egy befektetési jegyre eső nettó eszközérték**

Egy befektetési jegyre eső nettó eszközérték 2014.12.31-én (Ft)	0.9876
---	--------

**5. A befektetési alap összetétele**

adatok forintban

Megnevezés	Tétel neve	Bruttó piaci érték	Érték a portfolió eszközeinek arányában
<b>A tőzsdén hivatalosan jegyzett átruházható értékpapírok</b>		0	0.00%
			0.00%
<b>Más szabályozott piacon forgalmazott átruházható értékpapírok</b>		0	0.00%
			0.00%
<b>A közelmúltban forgalomba hozott átruházható értékpapírok</b>		0	0.00%
			0.00%
<b>Egyéb átruházható értékpapírok</b>		<b>3 921 776 449</b>	<b>102.46%</b>
Befektetési jegy	AEGON Atticus Alfa Derivative Fund	128 858 005	3.37%
Befektetési jegy	Citadella Származtatott Alap	82 756 450	2.16%
Befektetési jegy	Concorde Columbus Származtatott Befektetési Alap	253 818 000	6.63%
Befektetési jegy	Erste Tőkevédett Pénzpiaci Alap	96 229 405	2.52%
Befektetési jegy	OTP Absolute Return Fund-A	124 903 397	3.26%
Befektetési jegy	OTP Supra Származtatott Alap	236 696 400	6.18%
Befektetési jegy	Platina Pí Származtatott Befektetési alap "B" sorozat	110 845 200	2.90%
Befektetési jegy	Erste Euro Pénzpiaci Befektetési Alap	247 569 584	6.47%
Befektetési jegy	Allianz Discovery Europe Strategy	141 776 074	3.70%
Befektetési jegy	BNY Mellon Global Funds plc Fund	174 532 686	4.56%
Befektetési jegy	DB Platinum IV DBX Systematic Alpha Index Fund	335 194 107	8.76%
Befektetési jegy	DWS Concept Kaldemorgen FC	366 579 194	9.58%
Befektetési jegy	GAM Star-Global Rates-EUR ACC	189 178 040	4.94%
Befektetési jegy	Goldman Sachs Global Strategic Income Bond Portfolio Fund	314 335 794	8.21%
Befektetési jegy	JPMorgan Funds Systematic Alpha	168 599 663	4.40%
Befektetési jegy	Loomis Sayles Multisector Income Fund	272 123 563	7.11%
Befektetési jegy	MLIS-Marshall Wace TOPS UCITS Fund	55 987 442	1.46%
Befektetési jegy	Morgan Stanley Investment Funds Diversified Alpha Plus Fund	111 696 836	2.92%
Befektetési jegy	Schroder GAIA Sirios US Equity - EUR-A	350 170 276	9.15%
Befektetési jegy	Threadneedle Focus Investment Fund	159 926 333	4.18%
<b>Hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok</b>			0.00%
			0.00%
<b>Nettó eszközérték</b>		<b>3 827 479 563</b>	

Az Alapnak nincsenek elkülönített eszközei.



## 6. A befektetési alap eszközeinek alakulása a tárgyidőszakban

### A befektetési alap eredménykimutatása

adatok ezer forintban

Megnevezés		2013.12.31	2014.12.31
I.	Pénzügyi műveletek bevételei	25 012	110 624
II.	Pénzügyi műveletek ráfordításai	14 196	57 543
III.	Egyéb bevételek	-	-
IV.	Működési költségek	5 880	32 379
V.	Egyéb ráfordítások	85	666
VI.	Rendkívüli bevételek	-	-
VII.	Rendkívüli ráfordítások	-	-
VIII.	Fizetett, fizetendő hozam	-	-
<b>IX.</b>	<b>Tárgyévi eredmény</b>	<b>4 851</b>	<b>20 036</b>

### Az eredménykimutatás adatainak részletes bemutatása

adatok ezer forintban

Megnevezés	Összes bevétel	Ebből pénzügyileg realizált bevétel
<b>Pénzügyi műveletek bevétele összesen</b>	<b>110 624</b>	<b>110 624</b>
- Kamatbevétel pénzintézettől	-	-
- Értékpapírok kamatbevétele	58 506	58 506
- Részvények osztalékbevétele	-	-
- Értékpapírok árfolyamnyeresége	-	-
- Realizált deviza árfolyamnyereség	5 105	5 105
- Határidős műveletek nyeresége	47 013	47 013
<b>Egyéb bevételek</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
- Egyéb bevétel	-	-

adatok ezer forintban

Megnevezés	Összes költség, ráfordítás	Ebből pénzügyileg realizált költségek, ráfordítások
<b>Pénzügyi műveletek ráfordítása összesen</b>	<b>57 543</b>	<b>57 543</b>
- Pénzintézetnek fizetett kamat	-	-
- Értékpapírok árfolyamvesztesége	-	-
- Realizált devizaárfolyam veszteség	7 077	57 543
- Határidős műveletek vesztesége	50 466	-
- Értékpapírok kölcsönzési díja	-	-
<b>Működési költségek összesen</b>	<b>32 379</b>	<b>28 165</b>
- Alapkezelői díj	4 048	3 532
- Letétkezelői díj	4 666	4 093
- Forgalmazási díj	22 938	20 067
- Hirdetés, közzététel költsége	-	-
- Bank és nyomtatvány költség	2	2
- Könyvvizsgálói díj	508	254
- Felügyeleti eljárási díj	-	-
- Megbízási díj	217	217
- Keler eljárási díj	-	-
<b>Egyéb ráfordítás összesen</b>	<b>666</b>	<b>418</b>
- Felügyeleti díj	666	418

<b>Nettó jövedelem</b>	<b>20 036</b>
------------------------	---------------

Az Alap futamideje során nem fizet hozamot, a befektetéseinek elért nyereségét újra befekteti. A hozam a befektetési jegyek nettó eszközértékének emelkedésén keresztül mérhető. A befektetők a befektetési jegy visszaváltásakor realizálják az elért értéknövekményt.

### A tőkeszámla változásai

adatok forintban

Megnevezés	2014.12.31
Tárgyidőszakban eladott befektetési jegyek száma	3 938 138 013
Tárgyidőszakban visszaváltott befektetési jegyek száma	- 779 576 759
Visszavásárolt befektetési jegyek értékülönözete	20 974 897
Eladott befektetési jegyek értékülönözete	- 153 121 966
Értékelési különbözet tartaléka	114 441 445
Üzleti évi eredmény	20 035 937

**A befektetések értéknövekedése, illetve értécsökkenése**

adatok forintban

Megnevezés	2013.12.31	2014.12.31
Értékelési különbözet tartaléka	6 425 430	114 441 445
Értékpapírok állománya	669 007 485	3 767 248 572
Értékpapírok értékelési különbözete	4 508 800	154 527 879
Követelések állománya	-	400 011
Követelések értékelési különbözete	-	-
Pénzeszközök állománya	1	-
Pénzeszközök értékelési különbözete (devizaárf. változásból eredő kül.)	-	-
Származtatott ügyletek értékelési különbözete	1 916 630	- 40 086 434

Kötelezettségeknek értékelési különbözete nincs.

**7. Az Alap nettó eszközértékének és az egy befektetési jegyre jutó nettó eszközértékének alakulása a megelőző három év végén**

Eszközérték érvényességi dátuma (hónap utolsó munkanapja)	Nettó eszközérték	Egy befektetési jegyre jutó nettó eszközérték
2011.12.30	262 513 274	0.9912
2012.12.28	341 549 728	0.9171
2013.12.31	674 620 557	0.9408

## 8. A származtatott ügyletek részletes leírása a tárgyidőszakban, kategóriánkénti bontásban, feltüntetve az ezekből eredő kötelezettségvállalás összegét

Eszközérték érvényességi dátuma	Eszköz	Mennyiség (devizában kifejezve)	Eszközérték (HUF)
2014.01.31	EURHUF	1 136 068	-12 352 418
2014.02.28	EURHUF	1 415 818	-1 288 683
2014.03.31	EURHUF	2 152 440	7 060 018
2014.04.30	EURHUF	2 246 001	1 043 594
2014.05.31	EURHUF	3 377 395	13 253 149
2014.06.30	EURHUF	5 464 763	-16 612 981
2014.07.31	EURHUF	7 774 988	-26 085 413
2014.08.31	EURHUF	8 960 888	-45 735 943
2014.09.30	EURHUF	8 960 888	32 908 389
2014.10.31	EURHUF	8 843 192	47 120 846
2014.11.30	EURHUF	8 843 192	23 274 510
2014.12.31	EURHUF	8 843 192	-40 086 434

## 9. A befektetési alapkezelő működésében bekövetkezett változások, valamint a befektetési politika alakulására ható fontosabb tényezők bemutatása

### 9.1. A gazdasági folyamatok rövid áttekintése, az Alap befektetési politikájára ható tényezők

#### 2014. I. negyedév

Az első negyedévben az árfolyamok az eszközosztálytól és régiótól függően vegyesen teljesítettek. A negyedéves részvényindex teljesítményeket vizsgálva szembevetendő, hogy jelentős elmozdulás általában nem volt megfigyelhető, miközben a fejlett piaci indexek inkább emelkedtek, míg a fejlődő részvény indexek többségükben kismértékben csökkentek. Az azonban szembevetendő volt, hogy a többségükben pozitív fejlett piaci indexek hozama is jelentősen elmaradt a tavalyi utolsó negyedéves változásuktól. Ennek során, az S&P 1,70%-os, a technológiai papírokat tömörítő Nasdaq 1,08%-os teljesítményt mutatott fel. Ha az európai indexek teljesítményét nézzük, akkor megállapítható, hogy az euró zóna vezető indexe a német DAX 0,04 %-kal, míg az átfogó európai index a DJEU50 mutató 1,69 %-kal emelkedett. A japán Nikkei negyedéves teljesítménye kilógott a nulla körüli elmozdulást mutató fejlett piaci teljesítményektől és a negyedév során 8,98%-ot esett. Mindezek ellenére a globális fejlett piaci részvények árfolyam alakulását reprezentáló MSCI World Free index 0,77%-kal emelkedett a negyedév során. A fejlődő piaci indexek negyedéves teljesítményében általában a negatív előjel volt megfigyelhető, így a globális fejlődő-piaci összefoglaló index az MSCI Em. is esett 0,8%-kal. A lengyel tőzsdemutató a WIG: -2,96%-os negyedéves teljesítményt mutatott fel, míg a magyar tőzsdeindex 2014. első negyedévében tovább esett és a BUX -5,57%-os teljesítményt produkált, bár a régiós tőzsdeindex esetében már újból enyhe plusz látható (CETOP: +0,10%).

Az első negyedévben a hazai kötvényindexek korábbi pozitív teljesítménye továbbra is fennmaradt, bár a negyedéves növekmény mértéke kissé mérséklődött. Így a MAX és a CMAX is 1,5% körüli negyedéves hozamot ért el. A fejlett piacok felé fordulást jól mutatja, hogy a biztonságos befektetési helyszínnek számító Németország 10 éves állampapír hozama a negyedév végére 1,57%-os értékével kilenc havi mélypontjára esett, és az amerikai 10 éves papírokkal is 2,72%-os hozam mellett kereskedtek, mely a tavalyi év végi 3% feletti szintnél lényegesen alacsonyabb. A negyedév

során a megújult kormányt maga mögött tudó olasz papírok hozamában volt a leglényegesebb változás, mely papírok hozama a tavaly év végi 4,13%-ról a negyedév végére 3,29%-ra esett. Ha az árupiacok negyedéves teljesítményét vizsgáljuk, akkor az első negyedévben nem láthatunk egyirányú változást (arany.: +6,86%, Brent: -3,20%, crude: +2,61%).

Az elmúlt időszakban bekövetkezett változások közül fontos kiemelni, hogy ebben a negyedévben változott az amerikai jegybank szerepét betöltő Fed vezetője. Ben Bernanke-t a korábbi alelnöke és egyben monetáris politikai elveinek örököse Janet Yellen követte. A FED a negyedév során a tavaly évvégéig még havi 85 milliárd dolláros keretösszegű jegybanki eszközvásárlási program volumenének több lépcsőben történő csökkentéséről döntött, melynek eredményeként a negyedév végére a havi eszközvásárlások (QE3) összege 55 milliárd dollárra mérséklődött. Márciusban az új Fed elnök még utalt arra, hogy a dollár alapkatamát emelésére csak a mennyiségi lazítás kivezetését követően kerülhet sor. A piaci várakozások alapján a QE3 program az évvégéig kifut.

Az EU esetében a negyedéves gazdasági adatok közül ki kell emelni a legfrissebb inflációs adatot, mely az euró-zóna egészében 0,5%-os – még a vártnál is alacsonyabb ütemű – pénzromlásról tesz tanúbizonyságot. A fenti pénzromlás ráadásul mínusz 0,4%-os 2013. évi, ezen belül +0,5%-os negyedéves negyedévi - valójában stagnálásnak megfelelő - gazdasági növekedési ütemmel párosult, miközben az EU ipari termelése még mindig nem érte el a 2008-as szintet, míg az amerikai gazdaság GDP-je a legfrissebb adatok szerint 2,6%-kal bővült. Mindeközben a korábbi jegybanki hiteleket a piaci szereplők az ECB-nek már fizetik vissza, ami likviditás szűkülésként értelmezhető; míg az USA-ban – ugyan egyre csökkenő mértékben – de még mindig folyt a monetáris mennyiségi lazítás.

A negyedéves nemzetközi befektetői hangulat alakulását vizsgálva nem mehetünk el szó nélkül a Krím félszigeten történtek mellett. A konfliktus március során az iraki háború óta a legsúlyosabb nemzetközi válsággá terebélyesedett ki, európai kontextusban pedig a jugoszláv háború óta nem volt hasonlóra példa. A Krím félszigeten történt orosz katonai bevonulást közvetlenül megelőzően az alapvetően EU szimpatizáns Majdan téri tüntetők, az orosz integráció felé közeledő Janukovicsot az ukrán elnöki székéből eltávolították. Janukovics leváltását követően a haditengerészeti szempontból fontos, többségében oroszok lakta Krím félszigetet az orosz hadsereg először megszállta, majd a már jóval korábban kiírt márciusi közepi függetlenségi népszavazást követően az új Krími kormány szándékával egyező módon Oroszországhoz csatolta.

A negyedéves magyar makrogazdasági adatok alapján úgy látszik, hogy Magyarország valóban (egyre) jobban teljesít. A február közepén közölt 12 hónapos jan/jan inflációs ráta az alkoholmentes söröket idéző 0,0% volt, és a februári mutató is csak 0,1%-ra emelkedett, miközben a jegybanki alapkamat rekord-alacsony szinten 2,6%-on áll. A pozitív adatok sorába tartozik az is, hogy a hazai gazdaság reál teljesítménye 2013. IV. negyedévében – az Európai Unió átlagát jelentősen meghaladó mértékben 2,7%-kal tudott emelkedni. A költségvetés 2013-ban messze a korábban tervezett 2,9%-os hiánycél alatt teljesített és a kormány az év végi adatok alapján 80% alatt tudta tartani az államadósság GDP arányos mutatóját.

## 2014. II. negyedév

A második negyedévi árfolyamok többségükben inkább emelkedtek, csak néhol láthattunk kismértékű csökkenést. A negyedéves részvényindex teljesítményeket vizsgálva szembetűnő, hogy jelentős elmozdulás általában nem volt megfigyelhető, miközben a fejlett piaci indexek inkább emelkedtek, míg a fejlődő részvény indexek többségükben enyhén csökkentek. Az azonban szembetűnő volt, hogy a fejlett-piaci indexek második negyedéves hozama meghaladta az első negyedéves változásukat. Ennek során, az S&P 4,69 %-os, a technológiai papírokat tömörítő Nasdaq 4,98 %-os teljesítményt mutatott fel. Ha az európai indexek teljesítményét nézzük, akkor megállapítható, hogy az euró zóna vezető indexe a német DAX 2,90 %-kal, míg az átfogó európai index a DJEU50 mutató 2,11 %-kal emelkedett. A japán Nikkei, melynek teljesítménye az első negyedévben jelentősen elmaradt a fejlett piacok teljesítményétől, a második negyedévben már korrigált és 2,25 %-os pozitív negyedéves emelkedést könyvelhetett el. Mindezek eredőjeként a globális fejlett-piaci részvények árfolyam-alakulását reprezentáló MSCI World Free index 4,96 %-kal emelkedett a negyedév során. A fejlődő piaci indexek negyedéves teljesítményében több esetben negatív előjel volt megfigyelhető, bár a globális fejlődő-piaci összefoglaló index az MSCI Em. 5,64 %-kal emelkedett. A lengyel tőzsdemutató a WIG: -2,10 %-os negyedéves teljesítményt mutatott fel, míg a magyar tőzsdeindex 2014. második negyedévében emelkedni tudott és a BUX 6,14%-os teljesítményt produkált, azonban a régiós tőzsdeindex esetében már újból enyhe csökkenés látható (CETOP: -0,88%).

A második negyedévben a hazai kötvényindexek korábbi pozitív teljesítménye továbbra is fennmaradt és a negyedéves növekmény mértéke ismét a 2013. évi negyedéves teljesítményeket idézi. Így a MAX és a CMAX is 5%-t meghaladó negyedéves hozamot ért el, melynek következtében a magyar kötvényindexek éves teljesítménye 6-8% között alakult. A fejlett piacok felé fordulást jól mutatja, hogy a biztonságos befektetési helyszínnek számító Németország 10 éves állampapír hozama a negyedév végére 1,25%-os értékével két éves mélypontjára esett, és az amerikai 10 éves papírokkal is 2,53 %-os hozam mellett kereskedtek, mely a 2013. év végi 3% feletti szintnél lényegesen alacsonyabb. A

negyedév során tovább estek az olasz kötvényhozamok is, így a 10 éves futamidejű olasz államkötvények hozama a 2013. év végi 4,13%-ról a negyedév végére 2,85%-ra csökkent. Ha az áru piacok negyedéves teljesítményét vizsgáljuk, akkor a második negyedévben egységesen kismértékű emelkedést láthattunk (arany: +3,39%, Brent: +4,31%, crude: +3,92%).

A negyedév gazdaságpolitikai intézkedései közül ki kell emelni, hogy júniusban az Európai Központi Bank történelmi lépésre szánta el magát. Ennek során az ECB a hónap elején döntött arról, hogy a jegybanki overmigth betétek kamatát a negatív tartományba - mínusz 0,1%-ra - vágja az eddigi 0.0%-os szintről, és egyúttal az elemzői várakozásoknak megfelelően az euró alapkamata (a kéthetes jegybanki betét kamata) is csökkent 0,25%-ról 0,15%-ra. A kamatdöntéseken kívül az ECB még jelezte, hogy egy potenciális jövőbeli mennyiségi lazításhoz megkezdí előkészíteni az átlátható eszközfedezetű értékpapírok jegybanki felvásárlását is, mellyel azonban az európai jegybank csak az euró zónás környezet további romlása (gazdasági lassulás vagy kötvény piaci turbulencia) esetén élne. Az intézkedésekhez kapcsolódóan az ECB deklarálta azt a szándékát is, hogy a kötvényvásárlásai során a piacokra jutó pótlólagos euró mennyiséget nem sterilizálja, vagyis nem vonja ki a gazdaságból. A sterilizáció elmaradása értelemszerűen inflációt gerjeszt, azonban az ECB álláspontja szerint az euró zóna inflációs várakozásai meglehetősen lehorgonyoztak, és a jegybank a saját korábbi 1,0%-os inflációs várakozását is 0,7%-ra visszavágta.

A fenti lépéseken túlmenően az európai jegybank két egyenként 400 milliárd eurós volumenű, a korábbi LTRO tenderekhez hasonló likviditás bővítési program őszi meghirdetését is tervezte. Ennek során 4 éves futamidejű, alacsony kamatozású hitelt nyújtanának olyan bankoknak, akik ezt a hitelt a gazdaság szereplői számára tovább hitelezik. (Ez a program - első megközelítésben - meglehetősen hasonlóságot mutatott a magyar jegybank NHP programjával.) A fentiek célja az volt, hogy az ECB által a bankoknak nyújtott pótlólagos likviditás ne jegybanki betétbe kerüljön vagy az állampapír piacon landoljon, hanem a pénzügyi közvetítőktől hitelek formájában a reálgazdaságba jusson, ami végső soron a gazdasági növekedés felpörgetését eredményezi.

Mindeközben - az európai likviditás bővítő és gazdasági növekedést élénkítő tendenciákkal szemben - az amerikai jegybank szerepét betöltő FED a negyedév során áprilisban és júniusban is további 10-10 milliárd dollárral, 35 milliárd dollárra csökkentette a havi eszközvásárlási programjának volumenét. A program előreláthatóan a 2014-ben kifut és a piaci várakozások szerint a 2015. év során a FED már kamatemelésről dönthet. Ennek kapcsán az elemzők, a 0%-os amerikai alapkamattal szemben, a jövő év végére már 1,25%-os kamatszintet várnak. A FED meglátása szerint az első negyedéves reálgazdasági visszaesés (-2,1%) is csak átmeneti volt, melyet rendkívül zord téli időjárás okozott, és a gyenge negyedéves adattal szemben az Egyesült Államokban már egy organikus gazdasági növekedés kezdett beindulni, így a mesterséges monetáris stimulusokra (QE és alacsony alapkamat) sincs már a korábbi mértékben szükség.

A fentiek alapján látható, hogy eltérő irányú monetáris politika mutatkozott az USA-ban és az euró zónában. Míg az USA-ban a korábbi extra laza monetáris politika a megszorítás irányába mozdult el, addig Európában még tovább lazították azt. A fenti ellentétet a gazdaságok növekedési ütemének különbsége oldja fel. A 2013-ban az euró zóna gazdasága mínusz 0,4%-os teljesítményt mutatott, míg az USA esetében 1,9%-os bővülésnek lehettünk tanúi.

Ha a hasonló magyar adatokat vizsgáljuk, úgy azt tapasztaljuk, hogy a negyedév során az előzetes várakozásoknál jobb hazai makrogazdasági adatok láttak napvilágot. Ráadásul a kijövő adatok trendjében is fokozatos javulás volt érzékelhető.

A magyar gazdasági növekedés, mely 2013-ban éves szinten még csak 1,1%-kal haladta meg a 2012. évi teljesítményt, a 2013. év negyedik negyedévében már 2,7%-kal emelkedett, míg a 2014. év első negyedévében 3,5%-os bővülést mutatott az előző év hasonló időszakával összevetve. Ráadásul a növekedés összetétele is egészségesebbé vált. A 2013. évi éves gazdasági növekedés nagy részét a mezőgazdasági termelés több mint, 20%-os bővülése okozta. Ezzel szemben az idei első negyedéves növekedésből már szépen kivette a részét a GDP-ből 25%-kal részesedő ipari termelés (2014Q1/2013Q1: +6,7%), és az 5%-os súlyú építőipar (+25,2%) kibocsátásának bővülése is. Öröndetes hír az is, hogy az „adatban” már megjelent a nemzetgazdaság felhasználásának 2/3-át kitevő lakossági fogyasztás bővülése is (+1,6%), valamint a legfrissebb kiskereskedelmi forgalom alakulását bemutató statisztika (+6,6%) a jövőre nézve is biztató lehet.

Ha az infláció alakulását vizsgáljuk, akkor a javuló trend itt szintén látszik. A tavalyi évben az átlagos éves infláció még 1,7% volt, mely a 2013. év végi december/december rátánál már 0,4%-ra csökkent. A május/május-i inflációs adat - hasonlóan az egy hónappal korábbi áprilisi adathoz - azonban már mínusz 0,1% volt. Ilyen alacsony „pénzromlási” értékre 1968 óta nem volt példa. Az inflációs ráta még úgy is alacsonynak mondható, ha a rezsziár csökkentés hatását levonjuk belőle. A Kormány lakossági energiaár csökkentését leszámítva is csak 1% körüli inflációs értéket kapunk. Ha azonban a jövőbeli trendet nézzük, úgy az várható, hogy a ráta a jövő év második felében 3% közelébe emelkedhet a megélénkülő lakossági fogyasztás és a tartósan gyenge forint miatt.

Fontos hazai esemény volt az április 6-án lezajlott hazai országgyűlési választások. Az elmúlt időszakban választási rendszer átalakult, melynek eredményeként a korábbi 386 parlamenti képviselői létszám 199-re csökkent, miközben az egyéni választókeretek átszabását követően az egyéni mandátummal bejutott képviselők száma 106-ra, míg a listás képviselői mandátumok száma 93-ra módosult a korábbi 50-50 százalékról. A 2014. évi választásokon gyakorolhatták szavazati jogukat először az ország határain kívül kisebbségben élő magyar nemzetiségűek. A választásokat követő kormányalakításra – az előzetes közvélemény-kutatásokkal megegyező módon – a Fidesz, mint a választás győztese lett felkérve. A Fidesz ismét 2/3-os parlamenti többséget ért el, ami a gazdaságpolitika jövőbeli alakítása szempontjából az eddigi, nehezen előre jelezhető unortodox lépéseket is tartalmazó gyakorlat további folytatódását eredményezi. A piacok visszafogottan reagáltak a korábbi közvélemény kutatásokkal megegyező Fidesz győzelmére.

Az MNB lépéseit nézve fontos fejlemény volt, hogy április 24-én az MNB bejelentette, hogy augusztus elsejétől kezdődően megszünteti a 2 hetes jegybanki kötvényeket és ezt követően a jegybanknál már csak két hetes betétet lehet az aktuális alapkamaton a kereskedelmi bankoknak elhelyezni. A jegybank az intézkedéstől egyrészt azt várta, hogy a jelenlegi MNB kötvény tulajdonosok egy része hosszabb futamidejű állampapírt fog választani augusztus elejétől a meglévő állománya helyett, így a forint államadósság futamideje növekedhet; míg a külföldi tulajdonosok egy része várhatóan kivonja befektetését az országból. Ez a külföldi befektetés kivonás a magyar gazdasággal szemben fennálló bruttó deviza követelés volumenének a csökkenését - illetve másik oldalról a jegybank deviza tartalékának csökkenését - vonja maga után, mely a jegybank meglátása szerint az ország sérülékenységét csökkenti. A rövid/hosszú kötvények „cseréjének” és ezzel egyidejűleg a kibocsátott állampapírok futamideje növelésének elősegítése végett az MNB az államkötvény tulajdonosok részére kamatswapot, lombard hitelt illetve szükség esetén a forint értékpapírok deviza kötvényre cserélésének lehetőségét is felkínálta.

Fontos hazai fejlemény volt július elején a Parlament döntése a devizahitelek megsegítése kapcsán. Ennek során – a Kúria júniusi döntését követően – a parlament jogszabályt fogadott el, melyben semmisnek nevezte az árfolyamrést (folyósításkor és törlesztéskor eltérő módon vételi és eladási devizaárfolyamok alkalmazását), továbbá megtámadta a bankok egyoldalú kamatemelését. Az egyoldalú banki kamatemelések esetében a bankoknak kell bíróság előtt bizonyítaniuk, hogy tisztességesek voltak. Az árfolyamrés 100 milliárd forintos, míg a kamatemelés 300 milliárd forintos tételt jelenthet, mely még kiegészülhet a forint hitelek egyoldalú kamatemelésének terhével is.

### 2014. III. negyedév

A harmadik negyedévi árfolyamok eszközosztálytól és régiótól függően vegyesen teljesítettek. A negyedéves részvényindex teljesítményeknél szembetűnő, hogy jelentős elmozdulás általában nem volt megfigyelhető, miközben a fejlett piaci indexek inkább emelkedtek, míg a fejlődő részvény indexek többségükben kismértékben csökkentek. Az azonban szembetűnő volt, hogy a pozitív teljesítményt produkáló indexek hozama is elmaradt az előző negyedéves változástól. Ennek során, az S&P 0,62%-os, a technológiai papírokat tömörítő Nasdaq 1,93%-os teljesítményt mutatott fel. Ha az európai indexek teljesítményét nézzük, akkor megállapítható, hogy az euró zóna vezető indexe a német DAX 3,65%-kal, míg az átfogó európai index a DJEU50 mutató 0,07%-kal gyengült. A japán Nikkei negyedéves teljesítménye kissé kilógott a nulla körüli elmozdulást mutató fejlett piaci teljesítményektől és a negyedév során 6,67%-ot emelkedett. Mindezekkel együtt a globális fejlett piaci részvények árfolyam alakulását reprezentáló MSCI World Free index 2,58%-kal csökkent a negyedév során. A fejlődő piaci indexek negyedéves teljesítményében általában a negatív előjel volt megfigyelhető, így a globális fejlődő-piaci összefoglaló index az MSCI Em. is esett 4,33%-kal. A lengyel tőzsdemutató a WIG: +3,88%-os negyedéves teljesítményt mutatott fel, míg a magyar tőzsdeindex 2014. harmadik negyedévében csökkent és a BUX -3,88%-os teljesítményt produkált, bár a régiós tőzsdeindex esetében már újból enyhe plusz látható (CETOP: +0,14%).

A harmadik negyedévben a hazai kötvényindexek korábbi pozitív teljesítménye továbbra is fennmaradt, bár a negyedéves növekmény korábbi mértéke jelentősen mérséklődött. Így a MAX és a CMAX is fél százalék alatti negyedéves hozamot ért el. A fejlett piacok felé fordulást jelezheti, hogy a biztonságos befektetési helyszínek számító Németország 10 éves állampapír hozama a negyedév végén már – tavaly év végi 2% körüli szinttel szemben - 1% alatt zárt, és a negyedév végén az amerikai 10 éves papírokkal is 2,5%-os hozamszint alatt kereskedtek, mely a 2013. év végi 3% feletti szint alatt van. A negyedév során az olasz papírok hozamában volt lényegesebb változás, mely papírok hozama a 2013. év végi 4,13%-ról, a negyedév végére 2,33%-ra esett. Ha az áruipacok negyedéves teljesítményét vizsgáljuk, akkor a harmadik negyedévben itt is árfolyamcsökkenést láthatunk (arany.: -8,93%, Brent: -15,72%, crude: -13,47%).

A magyarországi harmadik negyedéves gazdasági (és politikai) eseményeket vizsgálva fontos kiemelni a kereskedelmi bankokat érintő legfrissebb fejleményeket. A kormánynak az árfolyamrészlet és az egyoldalú kamatmódosításokat érintő szabályozása következtében a magyar bankrendszer egésze várhatóan 900 milliárd forintos veszteséget fog elkönyvelni. Ez a 144 milliárd forintos bankadó, a tranzakciós adó és a bankokra – a vártnál alacsonyabb tranzakciós adóbevétele miatt kirótt – egyszeri 75mrdft-os befizetés, az árfolyamgát és az ingyenes készpénzfelvétel után már a

sokadik olyan lépés, mely a hazai bankok veszteségét növeli, illetve ezzel párhuzamosan a bankrendszer egészének tőkét csökkenti. A deviza hitelek megmentése kapcsán a legnagyobb magyar bank, az OTP vezérigazgatója azt várja, hogy a bankrendszer elveszíti saját tőkéjének legalább a harmadát. Mindeközben Nagy Márton, az MNB ügyvezető igazgatójának tájékoztatója szerint a Magyarországon tevékenykedő külföldi nagybankok összességükben az elmúlt 17 évben (1997-től) nem termeltek nyereséget, vagyis ezek alapján a külföldi bankok eddigi magyarországi extra profitjáról beszélni meglehetősen ellentmondásos.

A deviza hitelek forint konverziója kapcsán a jegybank deklarálta, hogy a bankrendszer segítségével siet egyrészt a több mint 30mrdrEUR-os deviza tartalékból egy 3mrdrEUR-os keret elkülönítésével, másrészt október során pontosításra kerülő további jegybanki lépésekkel és eszközökkel.

Negyedév során fontos hazai esemény volt, hogy júliusban a monetáris tanács a jegybanki alapkamatot a várakozásoknál nagyobb mértékben 20 bázisponttal 2.1%-ra csökkentette. A csökkentéssel egyidejűleg viszont az MNB bejelentette, hogy kamatcsökkentési ciklusát lezárta és a jegybankelnök jelezte, hogy várakozása szerint 2015. év végéig az alapkamat a 2.1%-os szinten marad. A fentiekkel párhuzamosan az éven belüli állampapírok piacán érdekes anomáliát lehet megfigyelni. Az éven belüli állampapír hozamok mélyen a jegybanki alapkamat szintje alatt találhatók, annak ellenére, hogy a piaci szereplők további kamatvágásra már nem számítanak. Ennek az az oka, hogy augusztus elején megszűnt a jegybank kéthetes kötvény konstrukciója, amit csak a hazai kereskedelmi bankok által elhelyezhető kéthetes betét váltott fel. A fentiek következtében 900 milliárd forintnyi külföldi befektetők kezében levő, és több mint 500 milliárd forintnyi egyéb befektetők tulajdonában levő korábbi MNB kötvényben tartott forrás kereste a helyét a rövid futamidejű állampapírok piacán. Ez a jelentős túl kereslet a rövid futamidejű állampapír hozamot akár tartósan is a jegybanki alapkamat szintje alatt tarthatja.

A legfrissebb gazdasági adatok szerint a második negyedévben a magyar gazdaság 3.9%-os reálnövekedést ért el az előző év hasonló időszakához képest. A fenti második negyedéves növekedési ütem mellett a KSH az első negyedéves reál kibocsátás bővülést is a korábbi 3.5%-ról 3,7%-ra módosította. Az európai szinten is robusztus növekedés hajtóerejét az ipari termelés adta, mely a július havi adatok alapján éves szinten már 12.3%-kal nőtt. Az ipari termelésen belül a járműgyártás egésze 31.9%-kal, míg a közúti járművek gyártása 46.0%-kal emelkedett.

Az inflációs számokat vizsgálva az augusztusi adatok továbbra is nagyon alacsonyak maradtak. Az augusztus havi fogyasztói árindex változás 0.2% volt és a kormányzati intézkedésektől megtisztított inflációs mutató is csak 1.1%-os értéket mutat. Az MNB által szeptemberben közreadott inflációs jelentés alapján a jegybank szakértői az idén 0.1%-os, míg jövőre 2.5%-os inflációra számítanak. Az inflációs jelentés az idei GDP várakozást 3.3%-ra emelte a korábbi 2.9%-ról, míg a 2015-ös növekedési várakozást a 2.5%-ról 2.4%-ra csökkentette.

A nemzetközi piacokat vizsgálva ki kell emelni, hogy az Európai Központi Bank szeptember 4-én a piacokat meglepve tovább lazított a monetáris kondícióin. Az ECB az alapkamatot 10 bázisponttal 0.05%-ra vágta, amivel egyidejűleg az egynapos betéti rátáját is lecsökkentette mínusz 0.2%-ra, míg az egynapos hitelráta +0.3% lett. A negatív o/n betéti kamattal azt jelzi, hogy a piaci szereplőknek a jövőben már nem fogja feltétlenül megérni az, hogy az ECB-től valamilyen kedvező kamatozású hitelt vegyenek fel, majd azt a későbbi felhasználásig a jegybanknál parkoltassák, hiszen a jegybanki betét negatív kamata veszteséget termel számukra. Ennek a jegybanki lépésnek a hatása is megmutatkozott szeptember közepén, amikor az ECB az euro-zóna kereskedelmi bankjai számára a fix 0.15%-os kamatozás és 4 éves futamidő mellett megtartotta hitelprogramjának első aukcióját. A programra a várt 100 milliárd eurós hitelösszeg helyett csak 82.6 milliárd euró értékben érkezett ajánlat. (A program a magyar jegybank NHP programjához hasonló, mivel az ECB esetében is a hitelt a reálszféra finanszírozására kell felhasználni, amitől a jegybanki döntéshozók az alacsony EU gazdasági növekedés felpörgetését várják.)

Ha a gazdasági adatokat vizsgáljuk, akkor azt láthatjuk, hogy az európai gazdaság továbbra sem teljesít jól. A negyedév során az ECB az idei és a jövő évi gazdasági növekedési kilátásokat is kismértékben csökkentette. Az Európai Központi Bank elnöke az euro-zónában 2014-ben 0.9%-os gazdasági növekedésre (korábban 1.0% volt a várakozás), míg 2015-ben 1.6%-os (korábban 1.7%-os) növekedésre számít. A gyenge növekedés ráadásul deflációs kockázatot is rejt. Az euro-zóna év/év inflációja augusztusban átlagosan 0.4% volt, azonban több országban is éves szinten negatív mértéket mértek (Spanyolország: -0.5%, továbbá Olaszország, Görögország, Szlovákia, Észtország egységesen -0.2%). Az ECB célja a 2%-os inflációs szint elérése, melyhez azonban a gazdaság megerősödése szükséges.

Ha az amerikai jegybank szerepét betöltő Fed lépéseit vizsgáljuk, úgy azt láthatjuk, hogy az USA-ban a monetáris politika iránya már megint egy fázissal megelőzi az európai monetáris lépéseket. A Fed az elmúlt negyedévben további 10 milliárd dollárral csökkentette a havi eszközvásárlási volumenét, így az jelenleg a tavalyi 85 milliárd dollárral szemben már csak 15 milliárd dollárt tesz ki. A monetáris lazítás harmadik fázisa még az idei évben ki fog futni Amerikában és a piaci találgatások már a jelenleg rekord alacsony szinten levő amerikai alapkamat emelésének várható időzítésére vonatkoznak. A piaci várakozások leghamarabb csak a jövő év második félévére teszik a kamatemelés időpontját, azonban vannak már 2016-ra szóló elemzői várakozások is. A makrogazdasági adatok alapján egyértelműen látszik, hogy az európai gazdasággal szemben az USA-ban már beindult a gazdasági növekedés. A második



negyedévben az amerikai gazdaság 4.6%-kal bővült, és a jövő év vonatkozásában is 3%-os emelkedést várnak az elemzők. Mindeközben a legfrissebb statisztikák szerint az amerikai munkanélküliség 6.1%, amivel szemben az amerikai gazdaság természetes munkanélküliségi rátáját 5-5.5 százalékra teszik az elemzők, vagyis az USA gazdasága már meglehetősen közel van a gyakorlatilag teljes foglalkoztatást jelentő állapotához. Ha az Egyesült Államok pénzügyi helyzetét vizsgáljuk úgy az látható, hogy az év/év infláció augusztusban 1.5% volt, ami alatta marad a jegybank 2.0%-os céljának.

Az EU és az USA gazdasági adatait vagy a jelenleg alkalmazott monetáris politikai lépéseit összehasonlítva azt láthatjuk, hogy az USA már a válságkezelési eszközeinek kivonásához tesz lépéseket, míg az EU esetében még új eszközök bevezetése történik. Ezt az ellentmondást a gazdaságok növekedési üteme oldja fel, hiszen az USA gazdasága már évek óta 2% körül/fölött bővül, míg az európai gazdaság a 0% körüli szintről csak idén fog tudni elrugaszkodni, bár ekkor is csak kevesebb, mint 1%-os bővülés erejéig.

#### 2014. IV. negyedév

A tőke-, és áru piacokon az utolsó negyedévben továbbra is folytatódta a 2014-es év egészében is megfigyelhető tendenciák. Ennek során a fejlődő részvénypiacok (BUX, CETOP20, WIG20, MSCI Emerging) a negyedév során 5% körüli/fölötti mértékben estek, míg éves szinten 5-10% közötti csökkenést produkáltak. Mindeközben a fejlett piaci indexek (Nikkei225, S&P, Nasdaq Composite, Dow Jones) ezzel ellentétesen emelkedtek. A fejlett piacok az utolsó negyedévben 5% körüli, míg éves szinten már inkább 10%-os növekedés volt megfigyelhető. Az alapvetően likviditás orientált eszköztár alakulás megfigyelhető volt a hazai és a nemzetközi kötvények esetében is. A magyar kötvényindexek a negyedik negyedévben 3-4% közötti teljesítményt mutattak, mely éves szinten 10% fölé tolta a magyar kötvényindexek teljesítményét. A fejlett piaci állampapírok is jól teljesítettek. Az amerikai 10 éves állampapírok hozama az évet 2,17%-on zárta (0,86%-os éves hozamcsökkenés), míg a német 10 éves futamidejű állampapíroktól elvárt hozam év végére az akkori minimum szintjére, 0,54%-ra esett vissza (1,23%-os éves csökkenés). Nehéz azonban azt elképzelni, hogy azok a befektetők, akik a 10 éves német állampapírokat félszázalékos, vagy az 5 éves német állampapírt 0%-os nominális hozam mellett megvásárolják és azt a futamidő végéig megtartják, realizálhatnák-e bármiféle reálkamatot az ECB 2%-os inflációs célja mellett.

Azalatt míg a fejlett tőzsdék illetve az állampapírok piacán az árfolyamok 2014-ben erőteljesen emelkedtek, addig óriási zuhanás volt megfigyelhető az olaj piacán. Az olajpiacon csak az utolsó negyedévben 40%-os árfolyam veszteséget lehetett elkönyvelni, és az idei év első napjaira a Crude árfolyama 50 dollár alá került, miközben a május-július időszakban az stabilan 100 dollár fölött tartózkodott. Az áru piacot tovább vizsgálva látható, hogy a tavalyi évben az arany 2 százalékkal gyengült. A devizák között a dollár több mint 10%-kal erősödött az euróhoz képest. A forint is gyengült és a 2013. év végi 297-es szintjével szemben a tavalyi évet 315-ön zárta.

A fenti árfolyam-alakulások mögött egyrészt a jegybankok által ez idáig a világgazdaság pénzügyi rendszerébe juttatott pótlólagos likviditás, másrészt pedig az piaci szegmensek közötti eltérő növekedési ütemből fakadó befektetői különbségtétel előtérbe kerülése húzódott meg. A többségében javuló árfolyamok, illetve ezzel párhuzamosan a gazdaság egységes növekedési fordulatának elmaradása azt sugallja, hogy a jegybankok eszköz vásárlásai által ez idáig a világgazdaságba juttatott pótlólagos likviditás nagyobb része közvetlenül nem a reálgazdaságba áramlott, hanem a pénzügyi piacokra került. Azonban a befektetők különbséget tettek a különböző kockázatú eszközök között. Addig, míg a fejlett részvénypiacokat 2014-ben is az óvatosan optimizmus jellemezte, néhány európai piacon a befektetői kockázat vállalásban az elfordulás volt tetten érhető. Ez alapvetően a növekedési kilátások lényeges javulásának elmaradása miatt nagyobb kockázatúnak ítélt európai periféria országok részvénypiacait jelentette.

Ha a jövőbeli kilátásokat vizsgáljuk, úgy várakozásunk szerint az előttünk álló időszak kihívásokkal terhes lesz. Ez a kihívás a minimumán álló kamatszintből és a reálgazdasági növekedési fordulat elmaradásából fakad. A világgazdaság szempontjából továbbra is fontos kérdés, hogy az európai gazdasági növekedést sikerül-e beindítani. Az ECB a múlt év végén visszavágta az EU GDP növekedésére vonatkozó előrejelzését. Ennek eredményeként a 2015-ös gazdasági növekedésre vonatkozó várakozása 1,0%-ra csökkent a korábbi 1,6%-ról és a 2016-ra vonatkozó előrejelzésében is csökkenés volt megfigyelhető (1,5% a korábbi 1,9% helyett). Az inflációra vonatkozóan szintén csökkent az ECB várakozása tekintettel arra, hogy az Európai Központi Bank szakértői az olaj áresését nem csak átmeneti jellegűnek tekintik. Az új euro-zónás inflációs várakozás 2015-re már csak 0,7% (korábban 1,1% volt). Az alacsony gazdasági növekedési ütem és a deflációs veszély (az euro-zóna aktuális inflációja mínusz 0,2% dec/dec) azt okozhatja, hogy az európai mennyiségi lazítástól ez idáig ódzkodik Németország is beleegyezhet az ECB eszközvásárlásába. Egy ilyen eszközvásárlás, a gazdaságélénkítő hatásán túlmenően, azonban az euró kínálatát növelné, mely a dollárral szembeni további értékvesztést vetíti előre.

Az európai QE-re vonatkozó várakozások mellett a már megtett jegybanki lépéseket vizsgálva látható, hogy a IV. negyedévben tovább folytatódott a szeptember közepén megkezdett TLTRO program. A célzott hosszú távú refinanszírozási hitelprogram (TLTRO) keretében az ECB az előzetes tervek alapján összesen akár 1000 milliárd euró pótlólagos forrást is biztosíthat a kereskedelmi bankok számára. Tekintettel az euró zónát érintő pótlólagos likviditás nagyságára és az amerikai mennyiségi ösztönzési program kifutására, az euró kínálatának megnövekedése és a dollár kínálatának szinten maradása a jövőben az USD további erősödését hozhatja az euróval szemben.

Az európai tapasztalatokkal szemben úgy tűnik, hogy az USA-ban már beindult a gazdasági növekedés. A tavalyi év harmadik negyedévében az USA GDP-je 3,5%-kal bővült, míg a második negyedévben is 4,6%-os volt a kibocsátás növekedése az előző év hasonló időszakához képest. Az elemzők a következő évekre vonatkozóan is az európai növekedést jelentősen meghaladó mértékű, 3% körüli reálgazdasági bővülést várnak az USA-ban.

Ha az amerikai jegybank szerepét betöltő Fed lépéseit vizsgáljuk, úgy azt láthatjuk, hogy az USA-ban a monetáris politika egy fázissal megelőzi az európai monetáris lépéseket. A Fed a negyedik negyedévben további 15 milliárd dollárral csökkentette és ezzel megszüntette a havi eszközvásárlási volumenét, mely a tavalyi évben még havonta 85 milliárd dollárt tett ki. A monetáris lazítás harmadik fázisának kifutása után a piaci találgatások már a jelenleg rekord alacsony szinten levő amerikai alapkamat emelésének várható időzítésére vonatkoznak. A piaci várakozások csak 2015. második felére teszik a kamatemelés időpontját, azonban vannak már 2016-ra szóló elemzői várakozások is. Az eddigi tapasztalatok azt mutatják, hogy a FED meglehetősen óvatosan nyúl a monetáris kondíciók szigorításához, így a kamatemelési ciklus megkezdésének várható időpontja is folyamatosan toódik.

Ha a magyar piacot is vizsgáljuk, úgy nem mehetünk el szó nélkül a hazai infláció alakulása mellett. A magyar inflációs ráta az utóbbi hónapokban sorozatosan meglepte az elemzőket, mivel a hazai pénzromlás év/év üteme rendre alulmúlta a piaci várakozásokat. A december közepén nyilvánosságra került november/november-i mutató már mínusz 0,7%-on állt. Az árcsökkenés mögött a háztartási energia árának év/év alapon 13%-os csökkenése (reziár csökkentés) és az üzemanyagárak novemberben „még csak” 2,5%-os éves szintű csökkenése volt a hajtóerő. Az év végi ráta is negatív maradt (-0,9%). A negatív év/év infláció azonban még úgy is meglepő, hogy a novemberi maginfláció +1,2% volt, ami a teljes mutatónál közel 2%-kal magasabb.

A várakozásoknál rendre alacsonyabb inflációs adatok hatására a jegybank is módosította a jövő évi inflációs előrejelzését. Az új előrejelzésben 2015. év végére az MNB már csak 0,9%-os árszint emelkedést vár a korábbi 2,5%-os előrejelzése helyett. Kérdésként adódik az, hogy a jelentős mértékű jegybanki inflációs előrejelzés csökkenés vajon hat-e az elmúlt hónapok MNB nyilatkozatai alapján korábban bebetonozottnak tűnő 2,1%-os jegybanki alapkamatra. Több nagy külföldi bankház (Barclays, Commerzbank, JP Morgan) is azt várja, hogy 2015-ben az - előző évi lépések folytatásaként - még további alapkamat csökkentés lehetséges. Ennek már nem mond ellent az MNB december közepén megjelent inflációs jelentése sem, mely szerint a tartósan laza monetáris kondíciók összhangban vannak a jegybank árstabilitási céljának elérésével és mivel a világgazdaság növekedése továbbra is visszafogott, így az alacsony inflációs környezet tartósan is fennmaradhat. A jegybank szerint továbbá erősödtek a lefelé mutató inflációs kockázatok, melyek alapvetően a tartósan alacsony olajárból és a vártnál gyengébb nemzetközi növekedésből erednek.

2014-ben a hozamgörbe hosszú végén (is) jelentős csökkenés volt megfigyelhető. Az idei évben a hozamok csökkenése a futamidő növekedésével párhuzamosan emelkedett, vagyis a legnagyobb mértékű, közel 2.5%-os hozamcsökkenést, a leghosszabb, 15 éves futamidejű kötvényeknél láthattunk. Meglepő, hogy mindeközben 107 milliárd forintos csökkenés látszott a külföldiek év elején még 4994 milliárd forintos volumenű forintban nominált állampapír állományában. Azonban míg év elején a külföldi befektetők portfóliójának átlagos duratione 3,29 év volt, addig ez a futamidő december végére 4,06 évre emelkedett, vagyis a külföldi befektetők magyar kockázati kitettsége annak ellenére az ötödével megnőtt, hogy a birtokukban levő állampapírok volumenében kismértékű csökkenés volt tapasztalható.

Ha az infláció és a várható kamatszint mellett a magyar gazdaság legfontosabb makrogazdasági adatait is megvizsgáljuk, úgy az aktuális kép meglehetősen stabilnak tűnik. A 2014-es 2.9%-os költségvetési hiánycél teljesült (bár azt meg kell jegyezni, hogy a vállalati különadókból beszédett összeg a többszöröse a normál társasági adóbevételnek), továbbá az első negyedéves 3.7%-os és a második negyedéves 3.9%-os gazdasági növekedés után a harmadik negyedévben 3.2%-os GDP növekedést ért el a magyar gazdaság. A konkrét számok mögött látszik, hogy a kormány számára – az EU támogatások jövőbeli lehívásának biztosítása végett – továbbra is kiemelt cél marad a költségvetési hiány 3%-os maastrichti kritérium alatt tartása, így ez a limit – ha vállalati különadókkal megfűszerezve is, de - továbbra is betartásra kerül. Azonban a szektorális különadók következtében az adott szektort érintő beruházások részben vagy akár teljes egészében is elmaradnak, ami a jövőbeli fellendülés bázisát gyengíti. 2015-re már az MNB is csak a jelenleginél alacsonyabb GDP növekedésre számít. A jelenlegi jegybanki prognózis szerint a reálgazdaság az idei évben 2.5%-kal (Erste becslés: 2.1%) fog gyarapodni. A növekedési ütem további jövőbeli csökkenésére, illetve a hazai gazdaság egyre egyoldalúbbá válására utalhat az, hogy Magyarországon már 2013-ban a bankok veszteségpótló tőkeemelés nélkül számított nettó (bejövő és kimenő tételek egyenlege) működőtőke alakulása negatív volt, illetve az autógyárak nélkül számított export volumenében is jelentős csökkenés lenne tapasztalható.

Szegmensenként vizsgálva a hazai tőke-, és pénzpiaci indexek elmúlt negyedévét megállapíthatjuk, hogy az indexek eszközosztálytól függően vegyes teljesítményt mutattak. Így a hazai részvények árfolyam-alakulását reprezentáló BUX index az elmúlt negyedévben 6.99 %-kal csökkent, míg a hazai kötvényindexek közül a hosszabb futamidejű MAX index 3.83 %-kal, az éven belüli papírokat is tartalmazó MAX Composite index értéke pedig 3.30 %-kal emelkedett.

A hazai piacon tevékenykedő ingatlan befektetési alapok 2014. negyedik negyedéves teljesítményét vizsgálva megállapítható, hogy a BIX index 1.31 %-kal emelkedett, mely jelentősen meghaladta az RMAX index 0.45 %-os negyedéves növekedését.

## 9.2. Az Alapkezelő működésében bekövetkezett változások

Az elmúlt évben a Társaság tulajdonosi szerkezetében változás nem következett be. A 2009. évi tulajdonos váltást követően a társaság 100%-os tulajdonosa Erste Asset Management GmbH. A cégjegyzékbe történő bejegyzés 2009. február 9-én történt meg.

Az Erste Asset Management GmbH az ERSTE Group Bank AG 100%-os közvetett tulajdonában álló társasága, mely stratégiai irányítási feladatai mellett biztosítja az alap-, és vagyongazdálkodási üzletág infrastruktúráját. A tulajdonosváltás a Társaság működését, üzletpolitikáját, az ügyfelekkel kialakított kapcsolatot nem befolyásolja.

A Társaságnál sem az irányítási struktúrában sem a tevékenységi körében jelentős változás nem következett be az idei év során. A Társaság 2014. július 21-én a Kbtv. 203.§-ának (1) bekezdése alapján nyilatkozatot tett, hogy a Befektetési Alapkezelő a Kbtv. rendelkezéseinek minden tekintetben megfelel.

Az Alapkezelő a 2014-es év folyamán életre hívta YOU INVEST termékcsaládját YOU INVEST Stabil, YOU INVEST Kiegyensúlyozott és YOU INVEST Dinamikus Alapok Alapja névvel. Ezek az alapok a korábbi Erste Globál Aktív 10, Erste Globál Aktív 30 és az Erste Globál Aktív 50 Alapok Alapja alapokból lettek átalakítva. November 19-ével az Alapkezelő elindította 3 eurós YOU INVEST alapját YOU INVEST Stabil EUR Alapok Alapja, YOU INVEST Kiegyensúlyozott EUR Alapok Alapja és YOU INVEST Dinamikus EUR Alapok Alapja névvel.

Az Alapkezelő két alapja, az Erste Nyíltvégű Tartós Árfolyamvédett Kötvény Alap és az Erste Alpok Nyíltvégű Árfolyamvédett Kötvény Alap járt le 2014. szeptember 30-ával. Az Erste Alpok Nyíltvégű Tőkevédett Tőke- és Hozamvédett Befektetési Alap 2014. december 30-án beolvadt az Erste Nyíltvégű Tőkevédett Pénzpiaci Befektetési Alapba.

A 2014-es év folyamán az Alapkezelő befektetési alapokban kezelt állománya folyamatosan és dinamikusán emelkedett. A befektetési alapok piacára kedvező hatással volt a tavalyi év folyamatos kamatvágási periódus, ahol a jegybanki alapkamat az 3,00%-os kezdőértékről egészen 2,10%-ig süllyedt. A teljes év folyamán a befektetési alapokba 94,7 milliárd új befektetés áramlott be. Az Alapkezelő által kezelt befektetési alapok összértéke 752 milliárdos állományról év végére 874 milliárdra tudott növekedni, ami mind a sikeres értékesítésnek, mind pedig a hozamoknak volt köszönhető. A befektetési alapokban kezelt állomány +16,2%-os növekedést ért el az előző év végéhez képest. A nyilvános befektetési alapok piacán az Alapkezelő részesedése az év végén 16,41% volt, amivel sikeresen megőrizte piaci második helyezését.

A vagyon és portfóliókezelés is növekedést tudott felmutatni az év során. A növekedés húzómotorja egyértelműen a DPM portfóliókezelés volt, majd utána a biztosítói portfóliók teljesítménye emelhető ki. A DPM portfóliók állománya az év során több, mint duplájára nőtt, míg a kezelt biztosítói portfólió állomány is jelentős 13,3%-os növekedést tudott felmutatni. A nem befektetési alapokban kezelt vagyon a 2013. év végi 104,3 milliárdról 136,1 milliárdra növekedett az év végére, ami közel 30% feletti állománybővülésnek felel meg. A teljes vagyongazdálkodás megoszlásában a befektetési alapok állománya csökkent, a nyugdíjpénztári és biztosítói portfóliók aránya is csökkent, míg a DPM vagyongazdálkodás aránya a duplájára nőtt.

## 10. Az Alternatív Befektetési Alapkezelő (ABAK) által az adott időszakra kifizetett javadalmazás bemutatása

Megnevezés	adatok forintban	
	Összeg	
2014. évre kifizetett javadalmazás teljes összege	335 467 752	
Teljes összegből a rögzített javadalom	335 467 752	
Teljes összegből a változó javadalom	0	
Teljes összegből a vezetők javadalmazása	57 292 468	
Teljes összegből az ABA kockázati profiljára tevékenységük révén lényeges hatást gyakorlók javadalmazása	140 417 150	
Létszám	33 fő	
Kifizetett nyereségrészesedés	0	

## 11. Az Alternatív Befektetési Alap (ABA) illikvid eszközeinek, likviditás kezelésének és kockázatkezelésének bemutatása

a) Az ABA eszközei között a záró napon nem szerepeltek olyan eszközök, amelyekre nem likvid jellegüknél fogva különleges szabályok vonatkoztak volna.

b) Az ABA az adott időszakban likviditáskezelésével kapcsolatos új megállapodást nem kötött.

c) Az ABA kockázati profilja a múltbeli hozamok szórásán alapuló SRR1 mutató szerint 4-es kockázat/nyereség profilú besorolást kapott az indulása óta eltelt időszak visszatekintő heti hozamainak szóródása alapján.

Az Alapkezelő nyomon követi és méri az ABA-val kapcsolatban fennálló potenciális kockázatokat, úgy, mint piaci kockázat, partner kockázat és likviditási kockázat. Az Alapkezelő rendszeresen ellenőrzi az Alap likviditását, továbbá azt is, hogy a befektetési stratégia összhangban van-e a visszaváltási politikával. A portfólióba vásárolt eszközök kiválasztása során azok likviditási profilja is meghatározásra kerül, amit folyamatos felülvizsgálat követ, hogy az Alap befektetéseinek likviditási profilja megfeleljen az Alap kötelezettségeinek. Az Alapkezelő rendszeresen stresszteszteket végez, mind rendes, mind rendkívüli likviditási feltételek mellett, amivel nyomon tudja követni alapjainak likviditási kockázatát.

Amennyiben a likviditást veszélyeztető rendkívüli helyzet áll elő, úgy a kockázatkezelés haladéktalanul döntési javaslatot terjeszt az Alapkezelő döntésre jogosult vezető tisztségviselői elé.

## 12. Az ABA nevében alkalmazható tőkeáttétel mértékében bekövetkező változások bemutatása

Az ABA nem alkalmaz tőkeáttételt.

Erste Alapkezelő Zrt.  
108 Budapest, Népfürdő u. 24-26.

Budapest, 2015. április 29.



Erste Alapkezelő Zrt.