

Raiffeisen Kötvény Alap
Féléves jelentés 2006.

I. A Raiffeisen Kötvény Alap (RAKA) bemutatása

1. Alapadatok

Alap neve:	Raiffeisen Kötvény Alap
Lajstrom száma:	1111-46
Alapkezelő neve:	Raiffeisen Befektetési Alapkezelő Zrt.
Székhelye:	1054 Budapest, Akadémia u. 6.
Letétkezelő neve:	Raiffeisen Bank Zrt.
Székhelye:	1054 Budapest, Akadémia u. 6.
Forgalmazó neve:	Raiffeisen Bank Zrt.
Székhelye:	1054 Budapest, Akadémia u. 6.
Könyvvizsgáló neve:	KPMG Hungária Kft., Nagy Zsuzsanna
Székhelye:	1139 Budapest, Váci út 99.
Elszámolás napja:	T+1 napon
Típusa:	kötvény
Futamideje:	határozatlan

2. Az Alap stratégiája

Az Alap célja, hogy elsősorban hosszabb futamidejű, hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok vásárlásával középtávon a pénzügyi hozamok feletti jövedelmet biztosítson befektetőinek. Portfóliója állampapírokat, egyéb hitelviszonyt megtestesítő értékpapírokat, kamatkockázat kezelésére irányuló származékos eszközöket, pénzügyi eszközöket, repo megállapodásokat, bankbetétet, devizát és kollektív befektetési értékpapírok tartalmazhat.

3. A RAKA teljesítménye a 2006. üzleti év első félévében

Azon befektető, aki 2006. június 30-én rendelkezett RAKA befektetési jegyekkel, attól függően, hogy mikor vásárolta azokat, a mellékelt táblázat szerinti hozamokat érhetette el. **A 6 és 3 hónapos hozamokat nem évesítve közöljük.**

	Elért hozam
1997.10.09 (indulás óta)	8,97%
2004.06.30. (1 éves)	-0,35%
2005.12.31. (6 hónapos)	-1,23%
2006.04.03. (3 hónapos)	-1,80%

Forrás: RIF Statisztika

4. Az Alapkezelő működésében bekövetkezett változások

Az Alapkezelő működésében 2006. I. félévében jelentős változás nem történt.

II. Az Alap teljesítményét meghatározó főbb tőkepiaci folyamatok

2006. első felében nem folytatódott az MNB irányadó kamatának csökkenése, sőt a befektetői hangulat romlása, a forint gyengülése, az inflációs kilátások romlása és az emelkedő nemzetközi kamatok 25 bázispontos kamatemelésre készítették a jegybankot június végén. A lépés ráadásul csak egy monetáris szigorító ciklus első lépésének tekinthető.

Az állampapírci referencia indexek közül csak az RMAX index 2006. első féléves teljesítménye lett pozitív. A második negyedév folyamatai következtében a MAX és MAXC index jelentős veszteséggel zárta az első félévet.

Benchmark teljesítmény	MAX	MAXC	RMAX
2006. első félév, nominális	-0,95%	-0,38%	2,45%
2006. első félév, évesített	-1,92%	-0,77%	4,93%

A 2005. év végére a hozamgörbe újra pozitív meredekségűvé vált azok után, hogy a tavalyi év szeptemberében még a 6%-os alapkamtatól induló inverz görbével álltunk szemben. A 2006. év elejétől kezdve a hazai állampapíroktól elvárt hozamokat reprezentáló referenciagörbe a 3 éves szegmensnél csúcsosodott ki. Azt is mondhatjuk, hogy a piaci szereplők mintegy túlreagálták a MNB inflációs céljának alullovását 2005-ben. Így a hozamvárakozások megfordulása is elsősorban a hazai inflációs kilátások megváltozására volt visszavezethető, a 2006. év végi fogyasztói árindex várakozás 2005. év végén még csak 1,3% volt az éves átlagra vonatkoztatva, míg 2006. májusában már 2,3% volt ugyanez az érték. Azt figyelhetjük meg, hogy a tavalyi év végi ÁFA csökkentés alig jelent meg a fogyasztói árakban. Mindez természetesen nem volt függetleníthető a nemzetközi folyamatoktól sem, hiszen még a 2006. év első negyedévének végén sem látta senki, hogy az energia és nyersanyagárak tovagyrűző inflációs hatása hogy befolyásolja a FED kamatemelési ciklusának hosszát.

Az euró és dollár hozamok fokozatos emelkedésével párhuzamosan folyamatosan sejthető volt az is, hogy a befektetők kockázatvállalási hajlandósága csökkenni fog a globális likviditáscsökkenés nyomán. Mindez azonban még nem érzékeltette hatását az első negyedévben Magyarországon. A hazai és régiós részvények értéke soha nem látott csúcsokba emelkedett. Erre az optimizmusra az év elején még nem nagyon számított senki. A külföldi befektetők állampapír-állománya is soha nem látott magasságokba emelkedett, igaz az állomány átlagos futamideje jelentősen lecsökkent. A hazai hozamfelár meglehetősen csábító volt a külföldi és régiós befektetők számára. Az első negyedév végén még csak körvonalazódnak kezdtek azok a feltörekvő piaci problémák, melyek későbbi hazai hatása megkérdőjelezhetetlen. A lengyelországi választásokat övező politikai bizonytalanságon túl, a török líra és a dél-afrikai rand nagyarányú külföldi kitétséggel magyarázható sebezhetősége csak fokozta a forintpiaci bizonytalanságot, mely később a forint volatilitásának jelentős emelkedésében csapódott le.

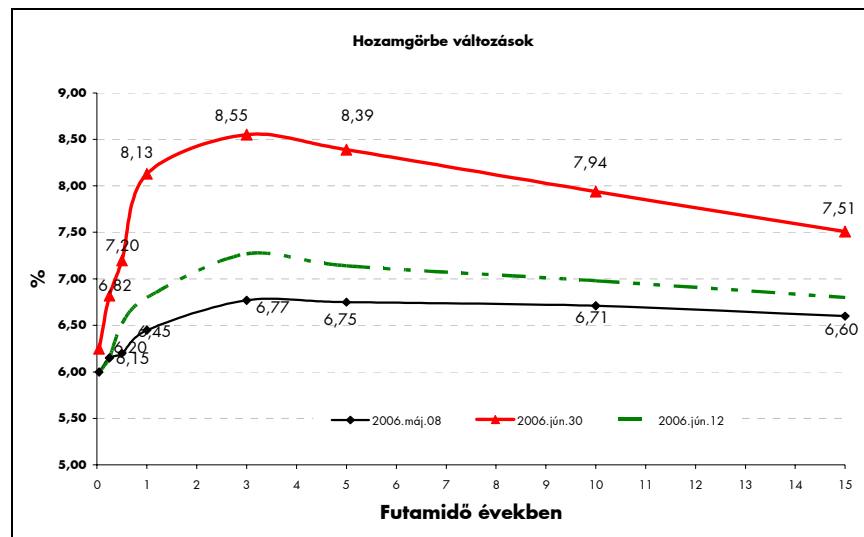
Nem szabad ugyanakkor elfeledkeznünk arról a belföldi hatásról sem, hogy a költségvetési szigor javulására nem számíthatott senki a 2006-os választások közeledtével. Ennek nyomán a választások első fordulójáig fokozatosan tolódtak feljebb a hozamok minden lejáraton, és a forint árfolyama is jelentősen gyengült: a március eleji 250-es átváltási szintről egészen 264 fölé. A választási kampány természetesen nem a kiigazító intézkedések sorozatáról szólt, melyet már az első negyedévben több nemzetközi pénzügyi szervezet figyelmeztetése követett. Sajnálatos módon a kiélezett választási környezetben a pénzügyminisztérium korábbi kommunikációs hibáinak kijavítására is kis esély mutatkozott: továbbra sem láthatunk esélyt a költségvetés strukturális hibáinak felfedezésére. Igaz a 2006-os hiány túllövésében számos egyszeri, nagy volumenű tétel (árvízvédelmi költségek, madárinfluenzával kapcsolatos kiadások, stb.) is szerepet játszhat majd. Megtörtént az, amitől már a tavalyi évben is tartani lehetett: a nyugdíjkorrekció, az autópályaépítési költségek államháztartáson kívülre helyezésének, egyéb könyvelési „trükkök” alkalmazásának lehetősége valamint a választások közelsége elodázta

a strukturális reformok végrehajtását és a világos kommunikáció megkezdését. Ezzel együtt paradox helyzetnek lehettünk tanúi a választások előtt, melyet a befektetők többsége nem is igazán tudott komolyan venni. Míg a jegybankelnök egy katasztrófhelyzetet igyekezett lefesteni, és problémák nemzetközi pénzügyi szervezetek segítségével történő orvoslását javasolta, addig a költségvetési szervek a helyzet túlárado optimizmusát sugallták. Talán nem volt véletlen az sem, hogy a befektetők többsége is nagy megosztottságot mutatott a választási eredmények és azt követő intézkedések hatásának vonatkozásában.

Az idei év második negyedévének kezdete gyakorlatilag egybe esett az év első felének kulcseményével, azaz a választások első fordulójával. A baloldali kormány megőrizte pozícióját és már az első forduló után meggyőző többséget tudott felmutatni, melyet a kötvénypiaci szereplők erős vételi hullámmal reagáltak le. Mindez tükrözte azt az optimizmust, mely a kormány pozíciójának megőrzéséből és azon várakozásokból fakadt, hogy a baloldali koalíció hatékonyan lesz képes megoldani a magyar államháztartás helyzetét. A belföldi folyamatokat a fejlődő piacok más térségeiben zajló események is befolyásolták, mint pl. a lengyel politikai zavarokkal párhuzamosan gyengülő zloty, ami a forintra is hatással volt. Ugyanez elmondható volt a török líráról, a dél-afrikai randról és a brazil realról is.

Mindeközben azonban továbbra is ott lebegett a befektetők szeme előtt a FED véget nem érni akaró kamatemelési sorozata. A 10 éves amerikai államkötvény hozam 5,25%-nál is járt, egészen addig amíg az USA gazdasági növekedési ütemére vonatkozó várakozások le nem csillapodtak, és a 30 éves lejáratú papír hozama is 5%-ig esett vissza az 5,3%-os szintről. Az EKB mindez idő alatt egy kamatemelési ciklus kezdetét kommunikálta a befektetők felé, és közben a 10 éves eurókötvény hozama is átszelve a 4%-os szintet. A forinthatamok lefelé csordogálása ebben a nemzetközi hozamkörnyezetben limitált lehetett csak. A konvergenciavárakozásokat tükröző 5x5-ös euró-forint swap hozamszórás egészen 200bp-ig csökkent le, mely minden idők legalacsonyabb értéke.

Április elejére a külföldi befektetők állampapír állománya mindeközben elérte a valaha látott legmagasabb értéket, igaz az állomány átlagos futamideje éppen ekkor kezdett csökkenni. Ugyancsak ekkor ugrottak meg kissé a pénzügyi hozamok is, egyre nagyobb kamatemelést árasztva a jegybank részéről.

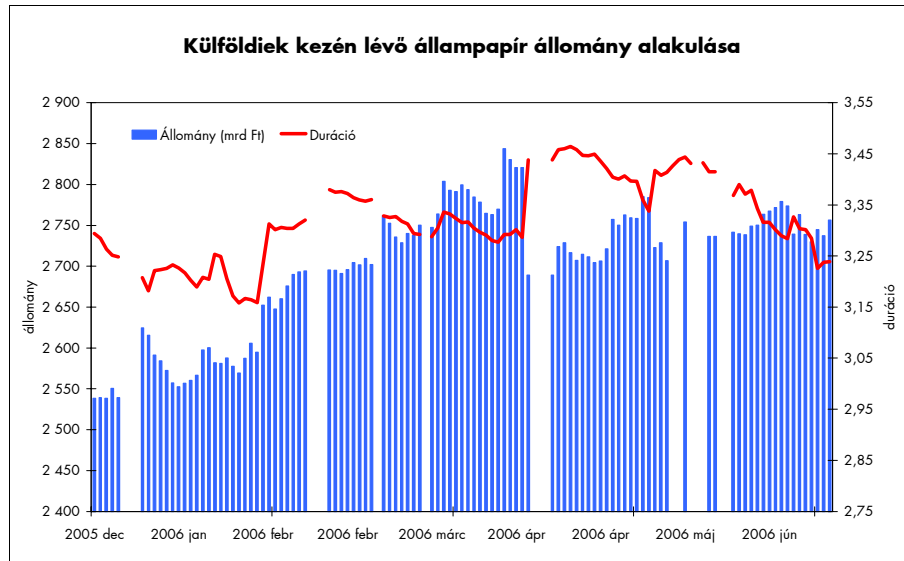


1. ábra A hazai állampapír referencia hozamgörbe alakulása

A választások lezajlása után jelentősen megnövekedett a gazdaságpolitikai „tenniakarók” száma az országban, és szinte mindenki a hazai fiskális helyzet problémáiról kezdett beszélni, mintegy kikényszerítve a kormány reformprogramját. A reformtervek június 10-én láttak napvilágot, melyet nagy optimizmus előzött meg a befektetők részéről, de ugyanilyen mértékű csalódottság követett. A külföldi és belföldi bírálók egyaránt azzal érveltek, hogy a kormány „Új Magyarország” programja mellőzi a strukturális reformokat és újra csak az

eddig sokat látott bevételnövelésre koncentrálni.

A program publikálását követően aztán nem kellett sokat várni az idei év igazán nagy fordulatára, megtörtént az aminek veszélye már régóta ott lebegett a befektetők feje felett. Június 15-én ugyanis a S&P hitelminősítő „BBB”-ra minősítette le a Magyar Állam hosszú lejáratú adósságát. Ezzel gyakorlatilag éppen egy fokozattal lett a magyar állampapír jobb befektetés a török alternatívánál. A bejelentést nagy hozamemelkedés és jelentős eladási hullám követte. Ennek oka nem az intézkedés meghozatalának ténye volt – hiszen arra már a piaci szereplők többsége régóta számított –, hanem az időzítése. Az esemény nyomán a hozamgörbe a félév végéig folyamatosan tolodott felfelé, és 8,5% közelében állt meg a 3 éves benchmark állampapír hozama, melyet júniusi aukcióján alig akartak megvenni a befektetők. Ezúttal a hazai események voltak azok, melyek jelentősen befolyásolták a feltörekvő régiók tőkepiaci folyamatait.



2. ábra A külföldi befektetők magyar állampapír állománya

A fenti, kötvénypiac szempontjából nem éppen pozitív eseménysorozat után a 2006-os év második felének hektikus és bizonytalan kezdetére számíthatunk. Mindezt leginkább az támasztja alá, hogy a belföldi gazdaságpolitika olyan hitelveszteséget szenvedett el az utóbbi években, melynek visszanyerése hosszú folyamat lesz. Addig természetesen számos fontos esemény várható még, mely sorsdöntő lehet a hazai deviza- és kötvénypiaci folyamatok szempontjából. Szeptemberig kell benyújtani Magyarország konvergencia programját az Európai Bizottság elé, és a befektetők kíváncsian várják azt is, hogy mi bontakozik ki a kormány reformtervből valójában. Emellett háromból egy hitelminősítő még kilóg a sorból a besorolások tekintetében. A Moody's kategorizálása szerint ugyanis hazánk még mindig 3 fokozattal jobb besorolással bír a másik két vezető hitelminősítő besorolásánál.

III. *Az Alapkezelő befektetési stratégiája a félév során*

A befektetési politika kialakításakor abból indultunk ki, hogy a hazai állampapírpiac helyzete jelentősen függ a belföldi fiskális helyzettől, és a külföldi kötvénypiaci folyamatoktól egyaránt. Az év kezdetén ezek egyikének kilátásai sem voltak igazán kedvezőek a hazai várakozások szempontjából. Egyrészt mind a FED, mind az EKB kamatemelési periódusának hossza bizonytalan volt, illetve mind a dollár, mind pedig az euró hozamokra vonatkozó várakozások felfelé mutattak. A belpolitikai folyamatok ugyancsak fokozott bizonytalanságot hordoztak magukban. Összességében elmondható volt tehát, hogy a forintkötvények hozama előtt lefelé nagyobb támasz állt, mint felfelé, vagyis a hozamok emelkedéséhez nagyobb valószínűséget rendelhetünk az első félévben.

Az inflációs bizonytalanság elsősorban a 2-3 éves szegmens számára jelentett kockázatot. A belföldi fiskális kockázatok azonban a görbe hosszú végét ugyanúgy érinthetik. Mindezek alapján az év elején igyekeztünk a benchmark átlagos futamidejénél rövidebb portfóliót tartani, elsősorban az éves szegmens felülsúlyozásával. A kötvények átlagos futamidejét csak néhány esetben emeltük meg kis mértékben a referencia portfólió ugyanezen mutatója fölé, mintegy számítva arra, hogy néhány kedvező makrogazdasági hír, és indikatív statisztikai mutatószám hatására hozamcsökkenést figyelhetünk meg az állampapírpiacra.

A választások előtt várható volt a hazai fizetőeszköz gyengülése, mely be is következett, igaz valamivel korábban, mint ahogy arra a piaci szereplők többsége is számított. Ennek köszönhetően a rövid és a hosszú hozamok egyaránt feljebb mozdultak, és a hozamgörbe közepe újra 7% fölé nézett. A választási eredmények övezte bizonytalanság közepette nem kívántuk a kötvényportfóliót felülsúlyozni durációban, elsősorban a hozamgörbe eltérő szegmenseinek átsúlyozásával próbáltuk a megfelelő irányba pozicionálni az alap kitétséget. Ezalatt a befektetők többsége pozitívabbnak ítélte meg a kormánymaradást, mint a kormányváltást és közvetlenül az első forduló után 20-30 bázispontos hozamesésnek lehettünk tanúi. Az optimizmus tovább folytatódott az azt követő hetekben is, annak ellenére, hogy egyre fenyegetőbbek voltak a hitelminősítők és nemzetközi pénzügyi szervezetek felől érkező figyelmeztetések a gazdasági fundamentumok tekintetében. Ennek legfőbb oka az volt – és mi is erre számítottunk –, hogy a befektetők meg voltak győződve a kormány fiskális konszolidáció iránti elkötelezettségéről, illetve arról, hogy annak kivitelezése jó irányba tereli majd a hazai gazdasági folyamatokat. A pénzügyminiszter és a kormány mindezalatt – még a folyamatosan rosszabbodó hiányszámok és makromutatók ellenére is – folyamatosan kitartott a 2008-as EMU-csatlakozási céldátum mellett, mely piaci elemzők szerint tovább rontotta a hitelességüket.

A kormányprogram azonban már közvetlenül a publikálása után megosztotta az elemzőket és a befektetőket. A kritika a strukturális reformok hiányosságát tartotta az egyik legfontosabb hibának. Kétségtelen, hogy ezek megvalósítása hosszabb folyamatot igényel, de a túlnyomó részben bevétel növelésre alapozó megszorító csomag az átfogó reformok részletezése nélkül jogosan volt kifogásolható. Mindebből úgy tűnt, hogy a kormánynak nincs igazán kikristályosodott koncepciója az államháztartás, köztük az egészségügy, a nyugdíjrendszer és más súlyos, strukturális hiányosságokkal rendelkező szegmensek átalakítására. Ennek következtében igyekeztünk a kötvényalap portfólióját jelentősen rövidíteni ebben az időszakban.

A fent említett kritikák végül valamelyest igazolást nyertek az S&P leminősítésében, ami duplán sújtotta a kötvénytulajdonosokat, hiszen a minősítő a belföldi kilátásokat is negatívan tartotta. A hirtelen leminősítés egyben tükrözte mindazt a hiteltelenséget, melyet a belföldi fiskális politika alakítóinak az elmúlt évek folyamán sikerült felhalmozniuk. A leminősítés nyomán a magyar állampapír-portfóliók jelentős veszteségeket voltak kénytelenek elkönyvelni, mely egészen a félév végéig nem tudott javulni.

IV. Portfólió összetétel

BEFEKTETÉSI ALAP NETTÓ ESZKÖZÉRTÉKÉNEK MEGÁLLAPÍTÁSA 2005.12.31-ÉN

Nagyságrend: Forint

Megnevezés	ISIN , egyéb azonosító kód	darabszám	piaci érték	devizanem
Pénzforgalmi számla			1 203 117 975	
Állampapírok		262 195	2 753 032 689	
Államkötvény		252 287	2 655 988 628	
2007/D MÁK	HU0000402052	50 033	513 403 123	HUF
2007/F MÁK	HU0000402227	13 614	148 406 759	HUF
2007/G MÁK	HU0000402250	6 119	64 789 135	HUF
2008/C MÁK	HU0000402102	5 576	56 830 313	HUF
2008/D MÁK	HU0000402276	8 629	91 026 458	HUF
2008/E MÁK	HU0000402300	44 873	458 103 521	HUF
2009/B DEMAT	HU0000402177	251	2 782 664	HUF
2009/D MÁK	HU0000402243	11 547	121 914 034	HUF
2010/B MÁK	HU0000402292	23 749	239 122 981	HUF
2011/A MÁK	HU0000401922	4 589	48 439 740	HUF
2013/C MÁK	HU0000401823	81	809 273	HUF
2013/D MÁK	HU0000402045	19 040	199 685 808	HUF
2015/A MÁK	HU0000402268	37 997	430 550 466	HUF
2020/A MÁK	HU0000402235	26 189	280 124 353	HUF
Kincstárjegy		9 908	97 044 061	
D060215	HU0000515382	653	6 482 775	HUF
D060510	HU0000515267	9 255	90 561 286	HUF
Tőzsdén vagy más elismert piacon jegyzett értékpapír		22 956	243 192 340	
Kötvények		18 500	182 931 885	
MFB 2007/A	HU0000338298	18 500	182 931 885	HUF
Jelzáloglevél		4 456	60 260 455	
FJ06ZV01	HU0000650023	1	10 398 250	HUF
FJ07NF02	HU0000650171	1 455	15 488 475	HUF
FJ09NF01	HU0000650247	3 000	34 373 730	HUF
Követelések			810 679	
Kötelezettségek			-7 328 998	
A portfólió értéke összesen			4 192 824 685	

**BEFEKTETÉSI ALAP NETTÓ ESZKÖZÉRTÉKÉNEK MEGÁLLAPÍTÁSA
2006.06.30-ÉN**

Nagyságrend: Forint

Megnevezés	ISIN , egyéb azonosító kód	darabszám	piaci érték	devizanem
Pénzforgalmi számla			537 470 174	
Állampapírok		141 321	1 385 952 663	
Államkötvény		140 035	1 373 362 376	
2007/F MÁK	HU0000402227	584	5 983 863	HUF
2007/G MÁK	HU0000402250	22 389	241 180 129	HUF
2008/C MÁK	HU0000402102	14 033	135 438 237	HUF
2008/E MÁK	HU0000402300	10 305	106 003 619	HUF
2009/B DEMAT	HU0000402177	251	2 673 022	HUF
2009/D MÁK	HU0000402243	438	4 608 360	HUF
2009/E MÁK	HU0000402326	13 589	129 950 248	HUF
2009/F MÁK	HU0000402359	2 680	25 368 210	HUF
2010/B MÁK	HU0000402292	197	1 952 369	HUF
2011/A MÁK	HU0000401922	4 898	49 185 814	HUF
2011/B MÁK	HU0000402334	5 916	54 899 178	HUF
2013/C MÁK	HU0000401823	81	831 143	HUF
2013/D MÁK	HU0000402045	17 683	168 020 506	HUF
2014/C MÁK	HU0000402193	5 744	50 533 989	HUF
2015/A MÁK	HU0000402268	13 981	143 834 151	HUF
2016/C MÁK	HU0000402318	12 354	106 468 996	HUF
2017/A MÁK	HU0000402037	10 000	95 091 300	HUF
2020/A MÁK	HU0000402235	4 912	51 339 242	HUF
Kincstárjegy		1 286	12 590 287	
D061025	HU0000515507	1 286	12 590 287	HUF
Tőzsdén vagy más elismert piacon jegyzett értékpapír			234 626 079	
Kötvények		18 500	187 688 235	
MFB 2007/A	HU0000338298	18 500	187 688 235	HUF
Jelzáloglevél			46 937 844	
FJ07NF02	HU0000650171	1 455	15 145 284	HUF
FJ09NF01	HU0000650247	3 000	31 792 560	HUF
Követelések			595 636 043	
Kötelezettségek			-622 790 583	
A portfólió értéke összesen			2 130 894 376	

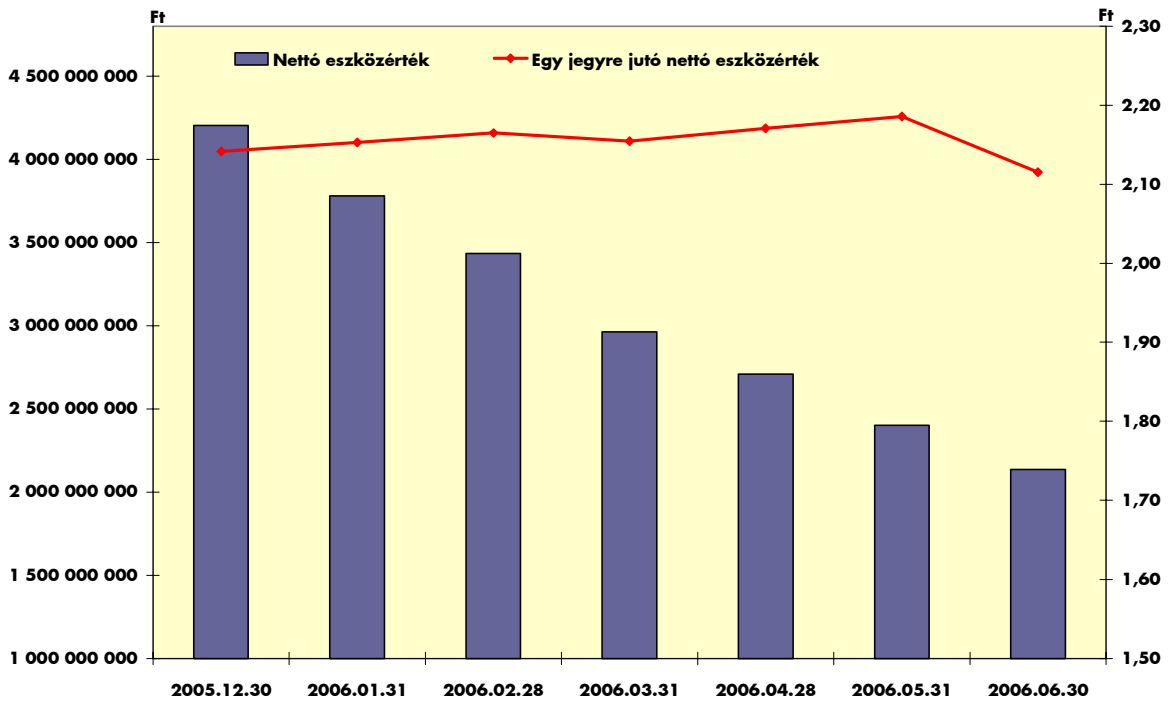
Az Alap a 2006.01.01. és 2006.06.30 között nem vett igénybe hitelt.

V. Forgalmazási és pénzügyi adatok

1. Befektetési jegyek forgalma

Forgalmomban lévő befektetési jegyek 2005.12.31-én	1 960 155 922
2006. I. félévben eladott befektetési jegyek	157 730 645
2006. I. félévben visszaváltott befektetési jegyek	1 108 069 315
Forgalmomban lévő befektetési jegyek 2006.06.30-án	1 009 817 252
Portfólió összesített nettó eszközértéke 2006.06.30-án	2 130 894 376
Egy jegyre jutó nettó eszközérték 2006.06.30-án	2,110178

2. Az Alap nettó eszközértékének és egy jegyre jutó nettó eszközértékének változása



Forrás: RIF Statisztika

Az Alap a tárgyidőszakban nem fizetett hozamot, a hozam az árfolyamban került jóváírásra.

Budapest, 2006. augusztus 01.

Balogh András
az Alap képviselőjében