

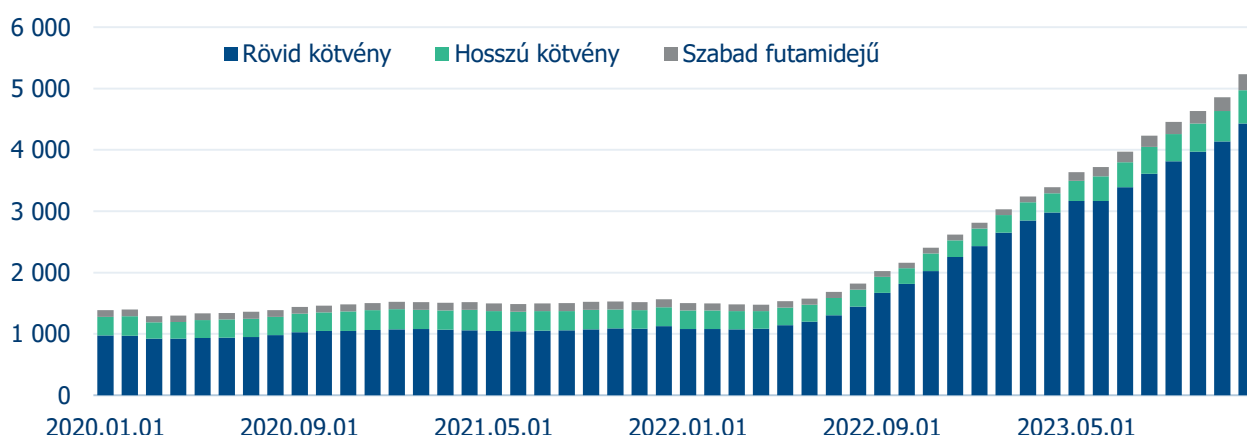
Taroltak a kötvényalapok, de sokan jobban jártak volna magyar állampapírokkal

Öhschläger Noémi – Beke Károly

Kiemelkedő évük volt 2023-ban a kötvénypiaci befektetőknek, rég nem látott hozamot tudtak elérni a magas szintről induló és csökkenő kamatkörnyezetben. Ez pedig a befektetési alapok számaiban is megmutatkozott, a jelentős friss tőkebeáramlás mellett jó teljesítményt mutattak az állampapírokba fektető alapok. Viszont ez nem párosult a magyar állampapírok állományának hasonló ütemű növekedésével a portfóliókban, ami nem feltétlenül bizonyult jó döntésnek, hiszen nem minden alapkezelő tudta felülmúlni az ÁKK Zrt. (ÁKK) által publikált [magyar intézményi állampapír-indexek](#) teljesítményét. A magasabb kockázatot figyelembe véve is csak a kötvényalapok fele tudott a kockázatmentes hozam feletti teljesítményt elérni az elmúlt öt évben. A cikket az ÁKK a nyilvánosan elérhető adatok alapján, saját következtetéseit levonva készítette és szakmai vitaindítónak szánja, elsőként az állampapírpiacot érintő és a jövőben feldolgozni tervezett témák sorában, remélve, hogy ezáltal felélénkül egy szakmai alapokon nyugvó dialógus a piaci szereplők között.

Ömlött a pénz az alapokba, de nem elsősorban magyar állampapírba

A Magyar Nemzeti Bank (MNB) adatai szerint 2023-ban kishíján 5 000 milliárd forinttal nőtt a befektetési alapok nettó eszközértéke Magyarországon, így december végén 17 858 milliárd forint volt ezeken az eszközökben. Ennek jelentős része, több mint 5 200 milliárd forint kötvényalapokban volt az év végén, ráadásul ez a kategória érte el a legnagyobb növekedést 2023-ban, hiszen megduplázódott a kötvényalapokban elhelyezett befektetések állománya. A Befektetési Alapkezelők és Vagyonkezelők Magyarországi Szövetsége (BAMOSZ) adatai szerint a fenti összeg kétharmada a hazai eszközökbe fektető kötvényalapokban van, vagyis logikus lenne azt feltételezni, hogy ennek az összegnek a jelentős részét magyar állampapírok teszik ki.



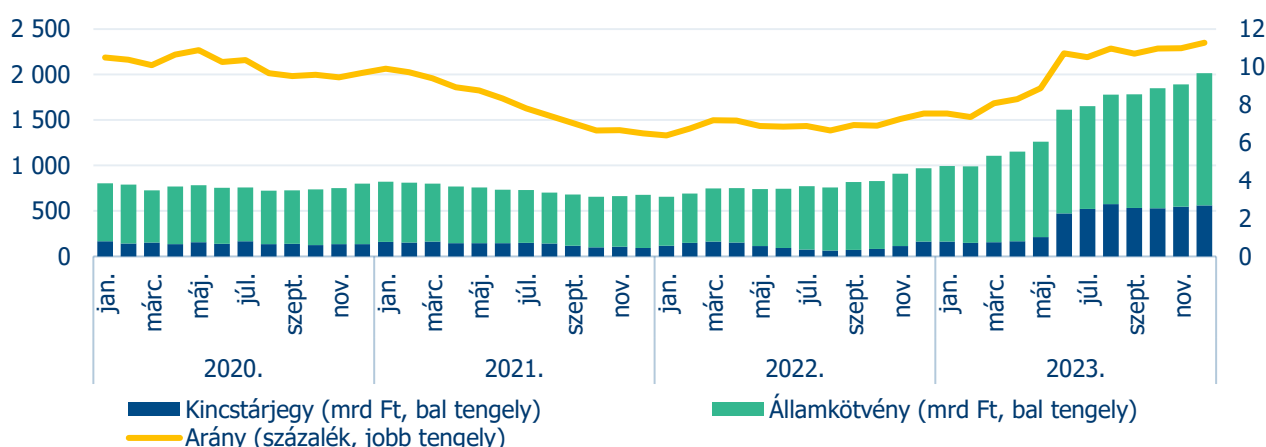
1. ábra: A kötvényalapok nettó eszközértéke az alap típusa szerint (milliárd forint); Forrás MNB

Éppen ezért érdekesség, hogy a kötvényalapok felfutása nem járt együtt tavaly a teljes befektetési alap szektor által birtokolt forint állampapírok állományának hasonló mértékű növekedésével. A jegybank adatai szerint 2023 végén 2 014 milliárd forintnyi magyar állampapír volt az alapok

portfóliójában, ez a teljes befektetett összeg **mindössze 11,3 százalék**a. Egy év alatt a kötvényalapok több mint 2 600 milliárd forintos vagyonnövekedése mellett 1 044 milliárd forinttal nőtt a hazai állampapírok állománya és

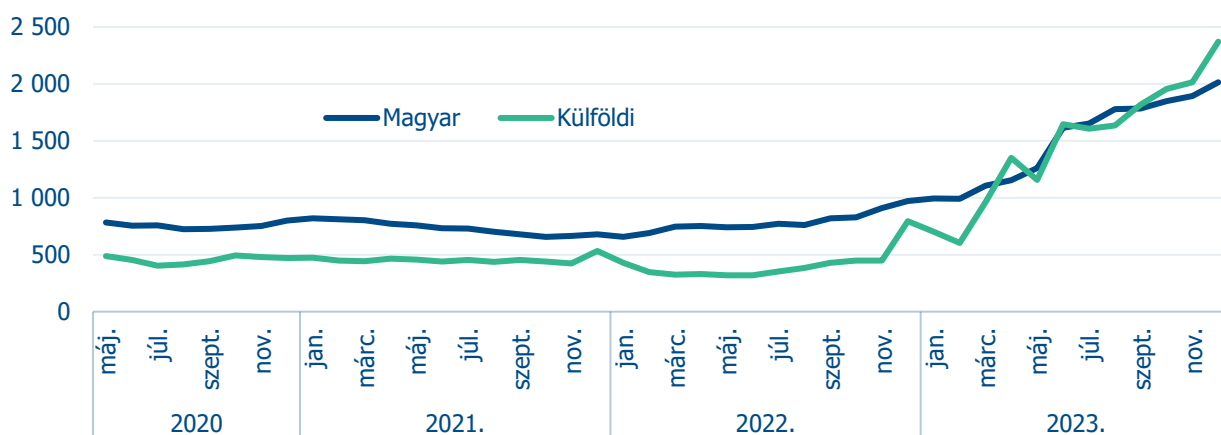
először fordult elő, hogy a magyar befektetési alapokban több külföldi állampapír volt, mint magyar.

Ráadásul 1 044 milliárd forintos növekedésből majdnem 400 milliárdot a diszkont kincstárjegyek tettek ki, tehát az alapok nettó magyar államkötvényszerzése nem érte el a 650 milliárd forintot. Ehhez a növekedéshez hozzájárulhatott az a 2023 nyarán bevezetett szabályozás, mely szerint egyes befektetési alapoknak kötelező volt bizonyos mértékben magyar diszkont kincstárjegyekbe fektetni és a megjelölt minimum szintnek naponta megfelelni.



2. ábra: Befektetési alapok forint állampapír állománya (milliárd forint) és aránya (%) a teljes vagynon belül; Forrás: MNB

A hazai állampapírok állományának bő 1 000 milliárd forintos növekedése mellett a külföldi kötvények állománya viszont 1 576 milliárd forinttal emelkedett a befektetési alapokban egy év alatt, így az év végén a teljes vagyont 13,3 százalékát tették ki. Ez az arány egy év alatt megduplázódott, az állomány pedig a háromszorosára emelkedett.



3. ábra: Magyar és külföldi állampapírok állománya a befektetési alapokban (milliárd forint); Forrás: MNB

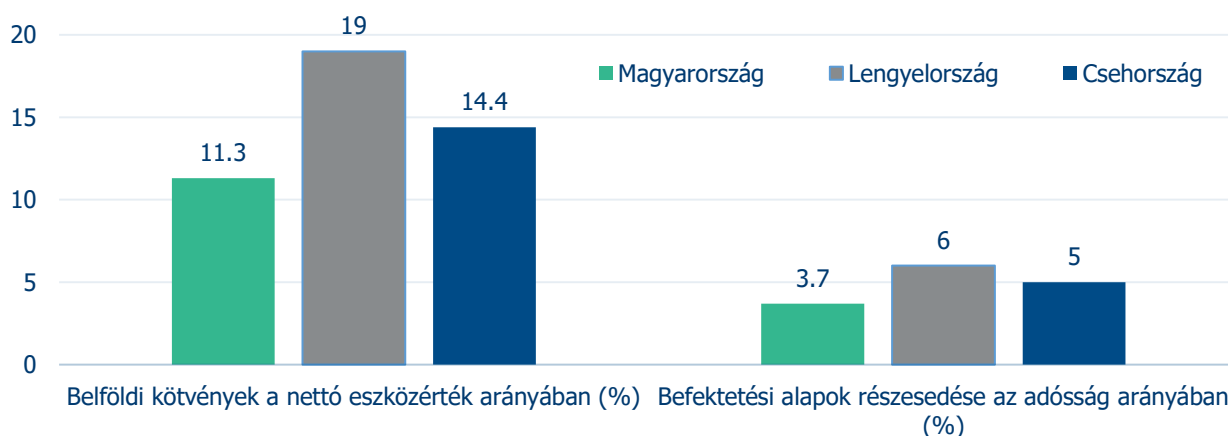
A régióban több helyi állampapírt vesznek az alapok

Ahhoz, hogy a magyar alapok befektetési politikáját kontextusba helyezzük, érdemes még megnézni néhány régiós országban a helyi állampapírok arányát a befektetési alapok eszköz-portfóliójában. Ez ugyanis megmutatja, hogy magyar sajátosság-e az alul-súlyozás vagy pedig nemzetközi tendencia.

Lengyelországban tavaly a harmadik negyedév végén összesen 118 milliárd zloty vagyon volt a nyíltvégű befektetési alapokban, ebből 43 milliárd zloty volt lengyel állampapírban befektetve. Vagyis a magyar 11,3 százalékkal szemben 36 százalék volt a lengyel alapok a lengyel állampapír aránya. Ezt valamelyest árnyalják a zártvégű befektetési alapok, ahol a 152 milliárd zloty mindössze 6,2 százalékát tartották lengyel állampapírokban. Összességében így is a mintegy 270 milliárd zloty kezelt vagyon 19 százaléka volt lengyel állampapír, ami majdnem a duplája a magyar alapoknál tapasztalható arálynak.

Csehországban 1 306 milliárd korona volt a befektetési alapok teljes nettó eszközértéke, ebből 262 milliárd korona volt kötvényekben, amin belül 188 milliárdot belföldi állampapírok tettek ki. Ez a teljes vagyon 14,4 százaléka volt, ami szintén magasabb a magyar alapok adatánál.

Ha a teljes nettó eszközérték esetében nézzük, akkor a lengyel-cseh átlag 16,7 százalék szemben a magyar 11,3 százalékkal, vagyis a 17 858 milliárdos eszközértékhez mérten több mint 960 milliárd forintos kereslet hiányozhat.



4. ábra: A befektetési alapok súlya a régió kötvénypiacain; Forrás: ÁKK, régiós jegybankok

Más nézőpontból is megközelíthetjük az összehasonlítást: Magyarországon a befektetési alapokban lévő kicsit több mint 2 000 milliárd forintos állampapírállomány a bruttó államadósság 3,7 százalékát tette ki, Csehországban ez az arány 5 százalék, Lengyelországban pedig 6 százalék. Ha tehát az államadósságban való finanszírozási arányt nézzük, akkor az 5,5 százalékos régiós átlaghoz képest a 3,7 százalékos magyar arány alapján szinte ugyanekkora, 950 milliárd forintos elmaradó összkereslet látszik a befektetési alapok oldaláról.

Ez alapján megállapítható, hogy

a régiós átlaghoz több százmilliárd forintos állampapírpiaci kereslet marad el a befektetési alapok részéről.

Jobban járnának magyar állampapírokkal az alapok?

Alapvetően az érthető lenne, hogy a befektetési alapok nem feltétlenül csak magyar állampapírok vásárlásában gondolkodtak 2023-ban, hiszen globálisan kiemelkedő éve volt a kötvénypiacnak, vagyis könnyen lehetett más piacokon is találni jó kötvénypiaci befektetést. Az egyes alapok a saját befektetési politikájukat követik, mely adott esetben többféle szempontot tartalmazhat (referenciamutató, régió, időtáv stb.). Ugyanakkor az árulkodó, hogy

a legtöbb kötvényalap a saját benchmarkját is alig tudta felülmúlni.

Az alábbiakban arra kívánunk rámutatni, hogy az összetétel statisztikákból kiolvasható eltolódás a külföldi eszközök felé nem feltétlenül nyújtott jobb eredményt a befektetési alapok jegyeit megvásárlók számára, mint ha az alapkezelők kizárólag Magyarországon, forintban denominált állampapírokat vásároltak volna, és lekövezték volna az intézményi állampapírpiaci referenciamutató szerkezetét. Ebből a szempontból is többféle állampapír-benchmarkot érdemes vizsgálni a befektetési politika és az időtáv függvényében:

- az RMAX index a 3 hónap és 1 év közötti állampapírok teljesítményét tükrözi,
- a MAX index pedig az 1 évnél hosszabb magyar állampapírok referenciaindexé.

Mivel a kötvényalapok vagyonának több mint 80 százaléka rövid kötvény alapokban van, ezért a legtöbb alap esetében az RMAX index lehet a benchmark, amihez érdemes mérni a teljesítményüket. A hosszú kötvényalapoknál pedig a MAX index lehet a viszonyítási alap.

Fontos kiemelni, hogy az összehasonlításnál az intézményi állampapírpiacot, annak referenciamutatóit vesszük figyelembe, a lakossági papírokon elérhető hozamot ebben az esetben nem vizsgáltuk.

A legnépszerűbb rövid kötvényalapokban 100 milliárd forint felett van a nettó eszközérték, itt húztuk meg a határt a vizsgálódás előtt. Az egyes alapok nevesítése nélkül annyi látszik, hogy a saját maguk által felállított benchmarkot sem minden esetben tudták felülmúlni, ha pedig az RMAX-hoz hasonlítjuk őket, akkor sem egyértelműen pozitív a teljesítmény. Az egyes alapok éves költségeit az úgynevezett teljes költséghányad mutató (TER) közli, melyet az MNB publikál minden évben. Egyelőre a 2023-as számok nem ismertek, így csak az utolsó nyilvánosan elérhető, 2022-es költségekből tudunk kiindulni. A TER mutató az alap összes éves költségét magában foglalja az alapkezelői díjtól kezdve a letétkezelési díjon át a sikerdíjig. A közölt nettó eszközérték már a költségek levonása után értendő, vagyis nem kell még egyszer levonni az alábbi költségeket.

	Nettó eszközérték (Mrd Ft)	2023-as teljesítmény (%)	Benchmark 2023-as teljesítmény (%)	RMAX 2023-as teljesítmény (%)	Benchmarkhoz viszonyított teljesítmény (%)	RMAX-hoz viszonyított teljesítmény (%)	TER (2022, %)
Alap1	887,1	17,08	16,93	15,33	0,15	1,75	1,11
Alap2	530,4	15,34	15,77	15,33	-0,43	0,01	1,06
Alap3	435,1	15,03	n.a.	15,33	n.a.	-0,3	1,36
Alap4	272,8	14,64	n.a.	15,33	n.a.	-0,69	1,06
Alap5	268,4	14,07	n.a.	15,33	n.a.	-1,26	1,31
Alap6	138,2	18,6	18,5	15,33	0,1	3,27	1,27
Alap7	112,7	16,16	n.a.	15,33	n.a.	0,83	1,22

1. táblázat: Rövid kötvényalapok 2023-as teljesítménye; Forrás: BAMOSZ, MNB, ÁKK

A hosszú kötvényalapoknál már más a helyzet, ott a MAX indexet egyetlen alap tudta felülmúlni, a többi alap éves teljesítménye jelentősen elmaradt a referenciaindextől. Sőt, egy alapot kivéve a saját maguk által kitűzött benchmark 2023-as teljesítményét is alulmúlták.

	Nettó eszközérték (Mrd Ft)	2023-as teljesítmény (%)	Benchmark 2023-as teljesítménye (%)	MAX 2023-as teljesítménye (%)	Benchmarkhoz viszonyított teljesítmény (%)	MAX-hoz viszonyított teljesítmény (%)	TER (2022, %)
Alap8	81,7	27,81	26,82	27,67	0,99	0,14	1,64
Alap9	54,6	24	26,4	27,67	-2,4	-3,67	1,33
Alap10	24,6	25,71	n.a.	27,67	n.a.	-1,96	1,43
Alap11	23,2	25,77	26,82	27,67	-1,05	-1,9	1,46
Alap12	20,4	26,39	26,82	27,67	-0,43	-1,28	1,76

2. táblázat: Hosszú kötvényalapok 2023-as teljesítménye; Forrás: BAMOSZ, MNB, ÁKK

Szabad futamidejű alapok közül csak egyet érdemes megemlíteni, a többi ide sorolt termékben ugyanis nagyon alacsony, néhány milliárd forint a befektetett eszközök állománya. Az egy vizsgált alapnál a kicsivel 22 százalék feletti éves teljesítmény érezhetően elmaradt a MAX index 2023-as hozamától.

	Nettó eszközérték (Mrd Ft)	2023-as teljesítmény	MAX	Relatív teljesítmény (MAX-hoz)	TER
Alap13	171,4	22,06	27,67	-5,61	1,52

3. táblázat: Szabad futamidejű kötvényalapok 2023-as teljesítménye; Forrás: BAMOSZ, MNB, ÁKK

Még egy dolgot érdemes megvizsgálni: az úgynevezett Sharpe-rátát, amely az egységnyi kockázatra jutó többlethozamot fejezi ki, vagyis azt mutatja meg, hogy egy befektetési forma teljesítményére milyen hatással van a nagyobb kockázatvállalás. A vizsgált befektetési alapok éves, illetve 5 éves teljesítményét a Sharpe-rátákkal elemeztük 2019 és 2023 között. Egy befektetési alap Sharpe-rátája az alábbi összefüggéssel írható le:

$$sharpe_a = \frac{r_a - r_f}{\sigma_a}$$

ahol r_a a portfólió éves hozama, r_f a kockázatmentes eszköz hozama, σ_a pedig a portfólió heti hozamainak évesített szórása.

A hozamok számításához a BAMOSZ által publikált árfolyam adatokat használtuk. Kockázatmentes hozamnak, a piaci gyakorlat alapján a szereplők számára elérhető, legrövidebb futamidejű eszköz, a háromhónapos diszkont kincstárjegy éves átlagos hozamát tekintettük. Tehát **minél magasabb egy adott eszköz (jelen esetben befektetési alap) Sharpe-rátája, annál jobban teljesít a vállalt kockázatokhoz viszonyítva. Vagyis ha egy alap Sharpe-rátája magasabb, mint a vizsgált referenciaindexé, akkor kifizetődött a kockázatosabb eszközökbe való befektetés.**

A rövid kötvényalapok esetében egyéves időtávon a többség az RMAX-indexnél magasabb Sharpe-rátát produkált, vagyis a kockázattal korrigálva kifizetődött az aktív vagyonkezelés, 2023-ban.

	1 éves Sharpe	RMAX 1 éves Sharpe	5 éves Sharpe	RMAX 5 éves Sharpe
Alap1	3,34	3,17	0,76	0,17
Alap2	4,37	3,17	-0,55	0,17
Alap3	8,31	3,17	1,50	0,17
Alap4	7,52	3,17	0,80	0,17
Alap5	7,22	3,17	1,56	0,17
Alap6	2,09	3,17	0,23	0,17
Alap7	4,24	3,17	1,11	0,17

4. táblázat: A legnagyobb rövid kötvényalapok és az RMAX index Sharpe-mutatója; Forrás: BAMOSZ, ÁKK

Fontos kiemelni, hogy egy év alapján nem biztos, hogy érdemes komoly következtetéseket levonni egy-egy alap teljesítményéből. Ha az ötéves Sharpe-rátákat vizsgáljuk a rövid kötvényalapok esetében, akkor is hasonlóan pozitív a kép a szempontjukból. Egy kivételével az összes érintett alap magasabb Sharpe-rátát tudott elérni, mint az RMAX index.

A hosszú kötvényalapok esetében hasonló kép rajzolódik ki; egyéves időtávon teljes nettó eszközértékkel súlyozva az alapok nagyjából fele magasabb Sharpe-rátát ért el, mint a referenciának tekintett MAX index. Vagyis esetükben kifizetődött a vagyon aktív kezelése, ezzel jobb teljesítményt tudtak elérni, mint az állampapírpiaci benchmark. Ötéves időtávon viszont messze nem ilyen pozitív a kép az alapok szempontjából, csak egyetlen portfólió tudott a MAX indexnél magasabb Sharpe-rátát felmutatni. Vagyis a hosszú kötvényalapok esetében hosszútávon egyáltalán nem fizetődött ki az aktív vagyonkezelési stratégia és ezzel a magasabb kockázat felvállalása.

	1 éves Sharpe	MAX 1 éves Sharpe	5 éves Sharpe	MAX 5 éves Sharpe
Alap8	2,02	1,54	0,14	0,014
Alap9	1,37	1,54	-0,23	0,014
Alap10	1,85	1,54	-0,09	0,014
Alap11	1,49	1,54	-0,21	0,014
Alap12	1,58	1,54	-0,23	0,014

5. táblázat: A legnagyobb hosszú kötvényalapok és a MAX index Sharpe-mutatója; Forrás: BAMOSZ, ÁKK

Összességében tehát azt lehet mondani, hogy egyéves időtávon 2023-ban még viszonylag jól tudtak teljesíteni az alapok a vonatkozó állampapírpiaci benchmarkokhoz képest, amelyhez valószínűleg nagyban hozzájárult az időszakra jellemző inverz hozamgörbe, valamint a teljesen kockázatmentes, kiugróan magas MNB alapkamat, amelyhez a rövid kötvényalapok könnyen hozzáférhettek. **Amennyiben viszont az elmúlt öt évet vizsgáljuk, akkor sok alapnak nem sikerült jobb teljesítményt nyújtania az ÁKK által publikált indexeket követő passzív stratégiához képest.** Erre bizonyítékként szolgál a hosszú kötvényalapok jellemzően negatív teljesítménye, számukra ugyanis kisebb mértékben volt elérhető alternatíva a kiemelkedő MNB alapkamat. Sőt, a nettó eszközértékekkel súlyozva a rövid kötvényalapok közel fele az elmúlt 2-3 évnek köszönheti az 5 éves teljesítményének megugrását. **Márpedig igazán akkor mondhatnánk, hogy megérte az aktív vagyonkezelés, ha az alapnak hosszabb távon, normál körülmények között is sikerült volna a referenciaindexnél magasabb Sharpe-rátát elérni.**

Az alapok teljesítményét elnézve még egy kérdés vetődik fel: **miért nem indított még senki Magyarországon az ÁKK által publikált államkötvény piaci benchmarkot követő kötvénypiaci ETF-et?** A jelek szerint ugyanis az aktív alapkezelési stratégia nem tudja érdemben felülmúlni a MAX index teljesítményét, így lehetne létjogosultsága egy olyan passzív eszköznek, mely ezeket az indexeket követné le, természetesen az aktív portfóliókezelés költségénél alacsonyabb díjszabással.

A szerzők az Államadósság Kezelő Központ munkatársai.