

## A QUAESTOR Financial Hrutira Kft. 2009. évi Üzleti jelentése

### A Társaság tevékenységét befolyásoló gazdasági és piaci folyamatok, piaci környezetének bemutatása

#### *Forint- és állampapírpiacon 2009.*

A feltörekvő piacokon belül a közép-kelet-európai régió megítélése rosszabbra fordult január közepétől, a gyengülésben élen járt a zloty és a forint árfolyama márciusban. A hozamszint egyes hosszabb lejáratokon a 2008 október-novemberi magas szintek fölé került, ez a folyamat is jelezte a befektetők kockázatkerülését. A jegybank 2008 novemberi, első 50 bázispontos kamatcsökkentését három további (köztük egy rendkívüli) követte, aztán 2009 februárban és márciusban kivárt a testület. Segítette a hangulatjavulását, hogy az Európai Unió vezetői március 20-án megállapodtak, hogy az eurozónán kívüli kelet-európai országok számára nyújtott, válságkezelésre fordítható forrásokat 50 milliárd euróra bővítik. A kormányfő lemondása új belpolitikai helyzetet teremtett, mindez azonban mérsékelt reakciót váltott ki az állampapírpiacon hozamok tekintetében. Hiába erősödött az optimizmus március végén az amerikai pénzügyminiszter Timothy Geithner banktisztító programjának részletei miatt, a forint nem volt képes erősödni, a hazai folyamatok és a leminősítések megakadályozták ezt. Március utolsó napjaiban előbb a Standard and Poor's hitelminősítő intézet (S&P) rontotta le hazánk hosszú lejáratú devizaadósságának minősítését („BBB”-ről „BBB”-re), negatív kilátással, majd egy nappal később lépett a Moody's is. Az S&P leminősítésre a forint 312,50-ig gyengült, a második minősítést nem reagálta le a piac, sőt, a forint árfolyama tovább tudott erősödni, egészen a 307-es szintig, a régiós devizákkal párhuzamosan. Ezzel szemben az IMF jóváhagyta a Magyarország rendelkezésére bocsátott hitelkeret második részletének lehívását. Az áprilisi G20-as csúcstalálkozó fontos fordulópontnak bizonyult, a befektetői hangulat számottevően javult április elejétől. Az Európai Központi Bank (ECB) 25 bázisponttal csökkentett kamatot április elején. A JP Morgan és a Goldman Sachs vártnál jobb eredményei erősítették azon optimista véleményeket, melyek szerint a gazdasági-pénzügyi válság enyhülni látszik.

Az IMF egy belső tanulmányában hangoztatott, a régiós országok egyoldalú euró bevezetésének gondolata kevésbé volt reális terv, azonban az ECB azon tervezte, hogy helyi devizában kibocsátott állampapírokat fogadnának el fedezetként eurólikviditásért cserébe, már nagyobb támogatást kapott. A kormánycsere és az új kormány programtervének megismert részleteinek nem volt lényegesebb piaci reakciója. A húsvéti ünnepek követő két hétben a forint árfolyama a 300-as szintnél ragadt, elsősorban a kockázatkerülés erősödése nyomán, a régióban leginkább a zloty veszített értékéből. A nemzetközi hangulatban április elején tapasztalt kedvező fordulat a hazai állampapírpiacon hozamok mérséklődését is segítette, a hozamszintek január végén látott szintre tértek vissza. Az amerikai központi bank szerepét betöltő Federal Reserve (Fed) április végi ülésén egyhangúan szavazott az alapkamat 0,00%-0,25% között tartásáról, illetve arról, hogy folytatni kell a kvantitatív, mennyiségi politikát.

Május elején a befektetők figyelme az amerikai nagybankok ún. „stressz tesztjének” eredményére irányult, ugyanis ez az amerikai pénzügyi rendszer állapotáról egy közelebbi képet vázolt fel, s a piacoknak is új irányt mutatott. A 19 amerikai nagybankból 10 bukott meg a teszten, ami a tőkeemelés kényszerét jelentette, ám a piac ennél rosszabbra számított. A vizsgált bankok megállapított összes forrásigénye közel 75 milliárd dollár lett a várt pár száz milliárddal szemben, s ez már okot adott a jó hangulat kibontakozására. Május első hetében a kedvező befektetői hangulat közepette a forint a régiós devizákkal együtt tovább tudott erősödni. Ebben vélhetően erőteljesebb volt a külső hatás, a kedvezőbb amerikai GDP-adat, majd az ECB kamatcsökkentése, mintsem a magyar kormány által bejelentett szigorító intézkedések parlamenti elfogadása, vagy a kedvezőbb, de még mindig erőteljes csökkenésről szóló ipari termelési adat.

Május közepén a forint gyengülésnek indult, a befektetők a megelőző hetek optimizmusa után óvatosabbá váltak. A 275-ös szintekről előbb 280-ig, majd két lépésben már a 290-es szint közelébe kúszott az árfolyam. Az IMF és az EBRD optimistább kilátásai segítették a hangulatot; az IMF és az EU jóváhagyta, hogy az államháztartás hiánya 3,9% lehet GDP-arányosan. A Fed előző ülésének jegyzőkönyve elhúzódó gazdasági visszaesést vázolt fel, míg a brit gazdaság szuverén adósi besorolásának negatív kilátása az amerikai államháztartás esetleges finanszírozásával kapcsolatos aggodalmakat erősítette. A jegybank monetáris tanácsa májusi ülésén sem változtatta meg az irányadó rátát. Az észak-koreai kísérleti atomrobbantással a geopolitikai feszültség erősödött, a német bankrendszer problémáival kapcsolatos hírek, valamint a német gazdaság rekord szintű visszaesésének megerősítése sem kedvezett a forintnak. A pütkösi ünnepet követően mutatkozó forint erősődéssel a kurzus a 280-as szint alá nézett, átmenetileg. A befektetői hangulat is kedvezőtlenebbre fordult, miután gyengébb amerikai adatok láttak napvilágot (ISM index, ipari megrendelések), Bernanke Fed elnök pedig az amerikai költségvetési lazítás korlátaira figyelmeztetett.

A sikertelen lett kincstárjegy-aukción és a balti árfolyamrendszerek leértékelésével kapcsolatos spekuláció megadták az irányt a régiós devizáknak június elején, az EURHUF kurzus két lépésben 290-ig mozdult el. A brit jegybank és az ECB kamatdöntése is megfelelt a vártnak, azonban az ECB stábjában alacsonyabb GDP-prognózist mutatott be. A gyenge hazai ipari termelési adat hatására ellensúlyozták a miniszterelnök szavai, a globális befektetői hangulatot pedig az amerikai kedvezőbb munkaerőpiaci adat javította. Az európai parlamenti választásokat követő napokban megnyugodni látszódtak a kedélyek, a lett aggodalmak is mérséklődtek, a régióban a forint vezette az erősödést, három hete nem látott erős szintekre, 276 közelébe került vissza. Az erősödő trend a várt feletti inflációs adatok közlése nyomán kissé megtorpant.

A befektetők figyelme a hét hónapja nem látott szintre emelkedő olajárak hatására a közép távú inflációs folyamatok felé fordult, miközben kedvezőbb makroadatokat jelentek meg a fejlett piacokon. A dollár erősödésének hatására a forint árfolyama ismét a 280-as szint fölé került, egészen 283-ig jutott. A negatív hangulatot a kedvezőbb makroadatokat törték meg átmenetileg. Az IMF illetékese úgy nyilatkozott, a magyar gazdaság továbbra is igen sebezhető, óvatos monetáris politikára van szükség. A PSZÁF elnökének lemondása nem hatott a forint árfolyamára. Az MNB június 22-i kamatdöntését megelőzően elsősorban a romló nemzetközi hangulat hatására a korábbi erősödést szinte lemorzsolta a forint, és ismét a 280-as szint fölé nézett, miután a Világbank borús kilátásokat vázolt fel, és Iránban is erősödött a belpolitikai feszültség. A kamatdöntés és a sajtótájékoztató elhangzottak nem okoztak meglepetést. A forint gyengülése az euróval szemben a régió stabilitásával kapcsolatos aggodalmak hatására (Fehéroroszországban kiszélesítették az árfolyam kereskedési sávját) a 283-as szintig tartott. Mindeközben az IMF felajánlotta Magyarországnak, hogy a jelenlegi keretszerződés kifizetése után is hajlandó az ország finanszírozását segíteni, azonban ahogyan a pénzügyminiszter parlamenti beszámolójában kihangsúlyozta, nem folytatnak tárgyalásokat a jelenlegi hitelszerződés meghosszabbításáról.

A svájci jegybank vélhető intervenciója, valamint a jelentős összegű ECB tender segítette a forint euróval szembeni árfolyamát is, amely ismét a 277-es szintek közelébe süllyedt annak ellenére, hogy az OECD borús kilátásokat vázolt fel, és az amerikai adatok is vegyesen alakultak a Fed kamatdöntése előtt. Nem okozott különösebb meglepetést a Fed sem, és újabb kötvényvásárlást sem jelentettek be. A kedvező hangulat közepette a 275-ös szinten csak többszöri próbálkozás után jutott át a kurzus lefelé, és ezzel már öt hónapja nem látott erős szintet közelített. A negyedév és egyben a félév utolsó napjaiban az európai gazdaságok kilábalásával kapcsolatos optimizmus segítette a régiós devizákat is. A forint árfolyama további 1%-kal 273-ig erősödött az euróval szemben, január 8-ától nem látott erős szintre. Június végére a külföldi befektetők állampapír állománya a 2200 milliárd forintot alá süllyedt.

Július elején megindultak a tárgyalások a 2010-es lett költségvetésről, a Világbank megállapodott egy négy és fél milliárd dolláros hitelkeretről Lengyelország számára, míg az IMF és Törökország megállapodása is egyre közelebb került.

A hónap elején az S&P jelzése is negatívan hathatott az árfolyamra, mivel úgy vélték, továbbra is a leminősítés esélye nagyobb, a reform intézkedések ellenére is. A befektetők egyre kevésbé hittek a részvénypiaci emelkedés tarthatóságában, mivel a reálgazdasági mutatók korántsem voltak kedvezőek. A régióban is élen járt a forint a gyengülésben, július 8-án napközben a 280-as szinthez is közel járt, ismét előtérbe kerültek a balti árfolyam rendszer fenntarthatóságával kapcsolatos aggodalmak. Az amerikai kedvezőbb vállalati eredmények a befektetői hangulatot javították, ami átmeneti forint erősödést is hozott. Nem járt jelentős árfolyammozgással az IMF bejelentése, hogy 10 kelet-közép-európai országgal folytat tárgyalásokat. A kamatdöntést megelőzően július közepétől kezdte a piac árazni az 50 bázispontos kamatcsökkentést. A befektetői hangulat továbbra is kedvező maradt, így a forint is fokozatos erősödést mutatott több egymást követő napon, a régiós devizákkal párhuzamosan. Az árazott csődkockázat 2008 őszi szintekre süllyedt ismét, a magyar 5 éves CDS felár 300 pont alá jött vissza. A váratlan kamatcsökkentésnek nem volt érdemi árfolyamhatása, kisebb gyengülést mutatott hétfőn a forint (266,61-268,50). A hosszas tárgyalások után megkötött lett-IMF megállapodás hírének nem volt lényeges piacmozgató hatása. Korábban azért késlekedett a megállapodás, mert az IMF olyan garanciákat ösztönzött, amelyek a megszorítások végrehajtását biztosítják. Július végén többszöri próbálkozás ellenére sem tudta átlépni az EURHUF kurzus a 265-ös szintet lefelé.

Az augusztus első napjaiban megjelent kedvezőbb adatok és vállalati jelentések nyomán tovább erősödött a kockázatvállalási hajlandóság, a dollár új mélypontra került, így a régiós devizák új csúcokra törtek, a forint 7 hónapja (264,50), a zloty (4,10) 6,5 hónapja nem látott szintre erősödött az euróval szemben, a hozamok minden lejáraton lejjebb jöttek. Az elért nyereséget azonban a következő napokban visszakorrigálták az árfolyamok, a profitrealizálásokkal párhuzamosan a forint euróval szembeni jegyzése fokozatosan emelkedett, előbb 268-ig, majd a gyengébb amerikai feldolgozóipari mutató és romló hangulat hatására 270 fölé. A hazai inflációs adatok kedvezőbben alakultak a várakozásoknál, azonban a balti országok devizaadósi besorolásának csökkentése után, a romló nemzetközi befektetői hangulat közepette a forint 273,50-ig, három hete nem látott szintre gyengült. A Fed kamatdöntése a kedvezőbb német GDP adatok segítették a hangulatot, így a forintot is támogatták, azonban gyengítőleg hatottak a hazai GDP adat nyomán felújuló kamatcsökkentési várakozások, és a befektetői hangulat negatív változása. Az ünnepnap(ok) után is folytatta a forint a lejtmenetet, ezekben a napokban a befektetői hangulat hullámozása volt meghatározó, a vegyesen alakuló fejlett piaci adatok egymás hatását lényegében kioltották. A Standard and Poor's nemzetközi hitelminősítő magyar bankrendszeréről szóló borús előrejelzése, és a jegybank monetáris tanácsstagjának kommentje megadták az irányt, 268,50-ről 271,50-ig gyengült a forint az euróval szemben. A befektetői hangulat és a kedvezőbb lengyel GDP adatok segítették a 270-es szint körül stabilizálódni a kurzust.

2009 harmadik negyedévében már érkeztek olyan vészjósló jelek a piacról, hogy a forint egy időre akár gyengülő pályára is állhat, mivel a befektetők számítottak arra, hogy a Fed lassan letesz az asztalra egy tervezetet a kilépési stratégiáról, a likviditásnövelő intézkedések visszavonásáról, s szakít a nem szokványos monetáris politikai eszközökkel (QE). A G20-as találkozón viszont kiderült, hogy szó sincs erről. Ha a Fed valóban bízott volna ősz elején a növekedésben, akkor már erőltette volna a kilépési stratégiát. Az amerikai gazdasági kilátások és makrogazdasági mutatók folyamatosan javultak, s 2009 ősz végére már körvonalazódott, hogy a Fed 2010 márciusára fejezheti be a kötvénnyvásárlási programjait. Mindennek eredményeként a dollár bankközi kamatlábak a jen és a svájci frank kamatok alá ereszkedtek, a dollár gyengülése folytatódott, s nemcsak a hosszú, hanem már a rövid amerikai hozamokat is leszorította a Fed, amellyel gyakorlatilag arra kényszerítette a befektetőket, hogy továbbra is a magasabb kockázatú pénzeszközöket, így akár a magyar államkötvényeket, részvényeket és a forintot vásárolják. A forint a harmadik negyedévben 2%-ot tudott erősödni a főbb devizákkal szemben úgy, hogy közben az MNB 6,50%-ra, 3 éves mélypontra csökkentette az irányadó rátát, hogy kímeld a gazdaságot a közel két évtizedes mélypontról. 2010 október végére 6,75% körüli szintre ereszkedtek a 3, illetve 6 hónapos magyar kincstárjegy hozamok, az 5 éves állampapírokat valamivel 7,0% felett jegyezték, a 10 éves benchmarkok pedig 7,3% körüli alacsony szintet értek el.

Ezt követően fordulat következett a befektetői hangulatban, s október végén, november elején a forint az euróval szemben markáns gyengüléssel ment keresztül, a 280-as szint fölé is felkapaszkodott a jegyzés, amellyel párhuzamosan a 3-6 hónapos kincstárjegy hozamok 20, illetve 50 bázisponttal, az 5-10 éves államkötvényhozamok pedig 50-60 bázisponttal emelkedtek. Az amerikai és a brit bankszektorból kedvezőtlen hírek érkeztek (CIT Group csődje, a brit RBS-ben nőtt az állami tulajdonrész), s az ázsiai régióban már megkezdődtek a kamatemelések. Görögország fiskális helyzete miatti aggodalmak 2009 decemberétől kerültek görcsö alá, december 8-án a Fitch, december 17-én pedig a Standard and Poor's hitelminősítő intézet minősítette le, de Spanyolország és Portugália adóskockázati besorolása is „negatív” jelzöt kapott, amely az egész euroövezettel kapcsolatos globális bizonytalanságot generált. A Dubai World fizetéseképtelenségével kapcsolatos aggodalmak csak tovább rontották a helyzetet, így december végére a forint ismét a 280-as szint közelébe gyengült az euróval szemben. A 3, illetve 6 hónapos hozamokat mérsékelten érintette mindez, hiszen 6,50-6,40%-on forogtak, hosszabb lejáraton viszont már az 5 éves papírok átlagos hozama 7,8, a 10 éveseké 8,1% fölé emelkedett. Az évet 270 körüli árfolyamon zárta a magyar fizetőeszköz az euróval szemben. Az év végi erősödés jórészt már annak volt köszönhető, hogy az amerikai makrogazdasági adatok tovább javultak, s a szuverén adóproblémák keltette pánikhangulat is enyhült.

### **Nemzetközi részvénytársasági környezet**

A nemzetközi piacokon 2009 első negyedében az eladóké volt a főszerep. A 2008 októberi pánikszzerű eladások után kissé konszolidálódott az esés, de a trend továbbra is csökkenő maradt. A nemzetközi piacokat az év első felében a spekulánsok és a nagy hedge-fund-ok uralták, akik komoly volatilitást vittek a kereskedésbe. Emiatt az európai és így a hazai indexeknek jelentősebben nehezebb volt lekövetni a tengerentúli „nagy testvér” iránymutatásait. Az S&P500 történetében soha nem volt még olyan rövid az az időszak, amely alatt egy társaság teljes szabad részvényállománya átlagosan gazdát cserélt, mint 2009 elején. A mélypontok elérése után a bankpapírok piacán volt a legnagyobb mértékű a felpattanás, azonban az emelkedés nagy része vélhetően a papírok esésére spekuláló short-pozíciók visszavételéből eredt.

Március eleje után egy nagyon komoly emelkedő hullám bontakozott ki a nemzetközi börzéken. Az S&P 500 index lokális mélypontját március 6-án érte el, ekkor 683 ponton zárt a mutató, míg június 12-én 946 ponton fejezte be a kereskedést az index, ami 38,5%-os erősödést jelent három hónap alatt. A piaci idegesség, bizonytalanság mérőszámaként is aposztrófált VIX-index a 30-as értékek közelébe csökkent, párhuzamosan a piac emelkedésével, ám még nem érte el az átlagosnak mondható 20-as tartományt. Az S&P 500 indexet alkotó vállalatok összesített profitja 36%-kal múlta alul az egy évvel korábbi értéket, a számokból látható volt, hogy a profitcsökkenés üteme lassult, de nem látszott gyors javulást a következő negyedévben még. A piac várakozásai már túl pesszimisták voltak, hisz a gyenge eredmények ellenére a jelentő vállalatok 65%-a a vártnál kedvezőbb profitról adott számot. Az amerikai állam túlköltekezése miatt egyre erősebbek lettek az inflációs várakozások, és a kamatok emelkedésétől való félelem is fontos tényezővé vált a piacokon.

A nemzetközi piacokon tovább folytatódott az emelkedés a harmadik negyedévben is. Július elejétől az amerikai S&P500 index és a német DAX30 index is közel 21%-ot erősödött, de augusztus közepe óta az emelkedés lendületét négy alkalommal is komoly korrekció törte meg. Az amerikai jegybank részéről egyre több olyan kommentár érkezett, amely az alacsony kamatszint hosszú távú fenntartására és a likviditásnövelő lépések folytatására utal. Ez a részvénytársaságok szempontjából további rengeteg „olcsó” pénzt, gyenge dollárt, és extraprofit-lehetőséget kínált. A részvénytársaságok túlárazottságától való félelem egyre inkább a nyersanyagpiacokra terelte a magas hozamot kereső spekulatív pénzeket, emellett a dollár gyengülése is a nyersanyagok áremelkedését támogatta. Az S&P 500 indexet alkotó vállalatok összesített profitja 2009 harmadik negyedében 14%-kal múlta alul az egy évvel korábbi értéket. A jelentést közlő vállalatok 80%-a az elemzői várakozásoknál kedvezőbb számokat tett közzé. Az összesített eladási adatok 10%-kal múlták alul az egy évvel korábbi értéket.

A negyedik negyedévben is kitartott a lendület a nemzetközi részvénytőzsdéken. Az S&P 500 index az év utolsó három hónapjában 1057 pontról 1115 pontra erősödött, ez 5,5%-os emelkedést jelent. Az S&P 500 indexet alkotó vállalatok összesített profitja 2009. negyedik negyedévében 216%-os növekedést mutatott az egy évvel ezelőtti értékekhez képest. A jelentős növekedésért leginkább a nagyon alacsony bázisérték volt a felelős. A jelenlegi előrejelzések szerint az összesített profitok a következő két évben 50%-kal nőhetnek. Meglátásunk szerint a 2009. márciusa óta tartó hatalmas emelkedésért nagy részben a világ jegybankjai által a piacokra pumpált jelentős pénzmennyiség, és a nulla közeli dollárkamat miatti „olcsó pénz” voltak a leginkább felelősek. A jegybankok, félve az infláció elszaladásától, ebben az évben várhatóan hozzákezdnek a többletlikviditás visszavonásához. Emellett a jelenlegi legnagyobb kérdés, hogy az Egyesült Államokban elindult gazdasági növekedés mennyire lesz fenntartható a hatalmas állami ösztönzők nélkül. Az organikus növekedés beindulása most még kétséges, és ezt a bizonytalanságot be kell, hogy árazza a piac. Egy esetleges korrekció után a piacok a makrogazdaságból érkező pozitív megerősítések hatására kezdhetnek újabb jelentős emelkedésbe.

### **Hazai részvénytőzsde**

Összességében 2009. első felében két ellentétes negyedéven volt túl a hazai részvénytőzsde. Az első negyedévben a hazai gazdasági környezet romlása és a globális recessziós környezet jelentős eladásokat generált a piacon. A magyar piactól a külföldi befektetők továbbra is távol maradtak, a hazai spekulánsok vették át az irányítást. A magyar gazdaság rossz állapota és kedvezőtlen nemzetközi megítélése miatt csak nagyon komoly kockázati prémium fejében voltak hajlandók nálunk befektetni a külföldiek. Az év első negyedévében a hazai piactól elvárt hozam 16% felett alakult, ez jóval magasabb volt, mint a brazil, az indiai vagy akár a kínai piactól elvárt hozamszint. A külföldi befektetők a magyar piacot sokkal kockázatosabbnak ítélték meg, mint feltörekvő társait, és ez az árfolyamok folyamatos esésében nyilvánult meg. A hazai börzét meghatározó négy nagy társaság, az OTP, a MOL, a Magyar Telekom és a Richter összprofitja 2008. negyedik negyedévére elolvadt, hatalmas volt a visszaesés a korábbi negyedévekhez képest.

A második negyedévben a globális kockázatvállalási hajlandóság megnövekedésével komoly piaci emelkedésnek lehettünk tanúi. A 2009.01.05 és 2009.06.30. közötti időszakban a BUX index 19,5%-ot haladt felfelé. A blue chip papírok terén az OTP árfolyama 15,5%-ot emelkedett, a Magyar Telekom 3%-ot, a Richter 15%-ot, a MOL szintén 15%-ot erősödött. A kis papírok közül az Állami Nyomda 2,7%-kal, a Rába 1,4%-kal magasabb, míg az Econet 21,4%-kal alacsonyabb árfolyamon fejezte be a 2009-es év első felét. Az emelkedő trend erős forgalommal párosult, az alacsony árszintekről elinduló emelkedésekben sok vevő aktivizálódott, és a spekulánsokat kiegészítve komoly forgalmat generáltak a hazai piacon. Ez az emelkedés azonban sajnos nem volt a kedvező hazai gazdasági folyamatoknak, hanem a drasztikusan javuló globális kockázatvállalási hajlandóságnak volt köszönhető. A hazai börzét meghatározó négy nagy társaság, az OTP, a MOL, a Magyar Telekom és a Richter összprofitja 2009. első negyedévére mínuszba ment át, ez komoly visszalépés a korábbi negyedévekhez képest. Ebből láthatóvá vált, hogy az árfolyamok emelkedése nem a vállalatok profittermelő képességének javulását jelezte.

A harmadik negyedévben is tovább folytatódott az árfolyamok emelkedése, bár intő jel volt, hogy a forgalom csökkenő tendenciát mutatott. A külföldiek szerepében jelentős változás állt be a második negyedévhez képest a részvénytőzsdéken, az erőviszonyok átrendeződtek. A külföldiek a második negyedévi közel 200 milliárdos nettó vásárlás után a harmadik negyedévben tovább növelték pozíciójukat, jelezve, hogy a magas árszintek ellenére további emelkedésre számítanak. A harmadik negyedévi állapot szerint a tőzsdei részvényállomány 74%-át birtokolták külföldi befektetők. A hazai háztartások viszont már sokkal óvatosabbakká váltak, a 2008. végi és 2009. eleji jelentős nettó vásárlások után a második és harmadik negyedévben is nettó eladóként léptek fel, jelentős profitot realizálva. Ezekből a folyamatokból is kiolvasható, hogy a válság következtében a háztartások óvatosabbakká váltak, míg a külföldiek kezében felgyűlt hatalmas pénzmennyiség továbbra is a magasabb hozamot ígérő feltörekvő piacokra áramlott.

A Magyar Nemzeti Bank által közzétett 2009 negyedik negyedéves statisztikái szerint a Budapesti Értéktőzsdén forgó papírok piaci kapitalizációja 5685 milliárd forintot tett ki. Ebből a mennyiségből a külföldiek kezén 73% volt, ez egy százalékos csökkenés a harmadik negyedévhez képest. A lakosság nettó eladóként jelent meg az év utolsó három hónapjában, 13 milliárd forintnyi értékben váltak meg papírjaiktól ennek a szegmensnek a képviselői. Figyelemreméltó, hogy emellett a lakossági szereplők az árfolyamok emelkedésén 315 milliárd forintos vagyonnövekedést értek el. A külföldiek 21 milliárd forint értékben nettó eladók voltak, egyedül a pénzügyi vállalatok léptek fel nettó vevőként 35 milliárd forint értékben. A hazai börzét meghatározó négy nagy társaság, az OTP, a MOL a Magyar Telekom és a Richter összesített profitja a harmadik negyedéves 103 milliárd forintról a negyedik negyedévre 64 milliárd forintra esett vissza, ennek ellenére az index emelkedése töretlen volt.

### **A mérleg fordulónapja után bekövetkezett lényeges események:**

2010.02.22. napján került kibocsátásra a QFD100714 Diszkont Kötvény 5. sorozatrészlete, valamint a QFD101013 Diszkont Kötvény 4. sorozatrészlete.

2010.02.23. napján került kibocsátásra a QFD110126 Diszkont Kötvény 2. sorozatrészlete, valamint a QFF140116A10 Kötvény 1. sorozatrészlete.

2010.04.15. napján került kibocsátásra a QFD110427 Diszkont Kötvény 1. sorozatrészlete, és a QFD101215 Diszkont Kötvény 1. sorozatrészlete.

A kibocsátásra kerülő kötvények végleges feltételei, a forgalomba hozatal és a jegyzés eredménye, valamint a Kötvényprogram Alaptájékoztatója a [www.kozzetetelek.hu](http://www.kozzetetelek.hu) oldalon, valamint a Társaság hivatalos közzétételi helyén, a [www.quaestor.hu](http://www.quaestor.hu) oldalon érhető el, továbbá megtekinthető a Társaság székhelyén.

### **A várható fejlődés**

A 2007-ben kezdett kibocsátási program folytatásának keretében további kötvény kibocsátás, nyilvános forgalomba hozattal, amely keretében összegyűjtött tőke a QUAESTOR Csoport egyes tagvállalatainak kerül továbbkölcsonzésre, a QUAESTOR Csoport hosszú távú üzleti terveinek és befektetéseinek finanszírozása érdekében.

A kötvényprogram által lehetőség nyílik az ügyféligenyvekhez történő gyors alkalmazkodásra, valamint a lejáratú struktúra tudatos alakítására a már kibocsátott kötvények hátralévő futamidejének figyelembevételével, főként továbbra is a rövid és középtávú befektetési időhorizontot nyújtó kötvények nyilvános kibocsátásával.

Terveink között szerepel egzotikus kötvények kibocsátása is.

### **A kutatás és kísérleti fejlesztés**

A Társaság nem végez közvetlen K+F tevékenységet, de a forgalmazó visszajelzései alapján egzotikus és speciális kötvények kidolgozása és forgalomba hozatalának tervezése, a hosszú távú megtakarítási lehetőségek és a hitelkockázati felárak figyelembevételével feladatául szolgál.

### **A telephelyek bemutatása**

A QUAESTOR FINANCIAL HRURIRA Kft. székhelye és egyben telephelye a Budapest, Váci út 30. szám alatt található irodaházban van.

### **A vállalkozó által folytatott foglalkoztatáspolitikája**

A Kibocsátó - mint speciális rendeltetésű, különleges célú gazdasági egység - olyan gazdasági társaság, amelynek kizárólagos feladata, hogy a hatályos magyar jogszabályoknak megfelelően nyilvános kibocsátási program keretében kötvényeket hozzon forgalomba. A Társaság fentiek miatt munkavállalót nem foglalkoztat.

## Környezetvédelem

A tevékenység jellegéből adódóan a Társaság nem termel, és nem tárol veszélyes hulladékot, a tevékenység során keletkező, környezetre káros anyagok elenyészők.

A forgalmazó elektronikus kereskedési rendszerének folyamatos térhódítása által az egy ügyfélre jutó papírfogyasztás csökkenő tendenciát mutat. Ezen felül sajnos eleget kell tennünk a törvényi előírásokból fakadó ésszerűtlen papír felhasználást eredményező kötelezettségeknek is. Különösen nagy hangsúlyt fektetünk a korszerű kisebb elektromos áramfogyasztású informatikai rendszerek beszerzésének, az elavult rendszerek cseréjének, az energiafelhasználás figyelembevételével. Nyomtatóink valamint fénymásolóink festékpátrónjait, és az elhasznált számítástechnikai eszközöket az ilyen típusú veszélyes hulladék kezeléssel foglalkozó, erre szakosodott cég szállítja el, és elvégzi az ártalmatlanítást. Kivétel nélkül energiatakarékos fényforrásokat alkalmazunk. A Társaság gazdasági folyamatai ezen túlmenően nincsenek kapcsolatban a környezetvédelemmel.

## Kockázatkezelési és fedezeti ügylet politika

A Kft rendelkezik kockázatkezelési politikával amely alapján többek között figyelembe vételre kerül az átlagidő, módosított átlagidő és a konvexitás.

Amennyiben a meglévő pozíciókra a várható hozamgörbe változás előnytelenül hat, a Kft. fedezeti ügyleteket köthet ezek kivédésére.

## Pénzügyi instrumentumok hasznosítása

Az összegyűjtött tőke a QUAESTOR Csoport egyes tagvállalatainak kerül továbbkölcönzésre, a QUAESTOR Csoport hosszú távú üzleti terveinek és érdekeinek finanszírozása érdekében.

## Az ár-, hitel-, kamat-, likviditás- és cash flow kockázat

A kockázatelemzés a hozamgörbe folyamatos előrejelzésén alapul, figyelembe véve a hozamgörbe alakját, valamint a várható különböző mértékű párhuzamos elmozdulásokat, meredekségbeli változásokat, görbületes változásokat, és ezek hatását a Kft. eszköz és forrás oldalának eltérő lejáratú szerkezetéből adódó pénzáramlások összehangolására.

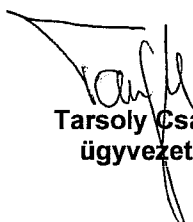
Mivel a kibocsátott kötvények különböző konstrukciójúak így minden kötvény sorozat kifizetését egyedileg szükséges vizsgálni a piaci trendek figyelembevételével, ebből kifolyólag külön stratégiát képez a változó kamatozású kötvények pénzáramlásainak vizsgálata, valamint a fix kamatozású kötvények pénzáramlásainak vizsgálata, és a diszkontkötvények kifizetése a piaci tendenciák figyelembevételével.

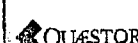
A kibocsátott kötvények fedezetéül a kötvénykibocsátásból befolyt összegek továbbkölcönzésével összefüggésben a Kft-nek Befektetett pénzügyi eszközei és a Forgóeszközök közötti Követelése keletkeznek.

Ez szükségessé teszi a Cégcsoport pénzügyi helyzetének folyamatos követését, a kölcsönzési kockázatok figyelembevételével.

Az éves beszámolóban szereplő adatok további szöveges magyarázat, kiegészítést nem tartjuk szükségesnek.

Budapest, 2010. április 30.

  
**Tarsoly Csaba**  
ügyvezető

 QUAESTOR	QUAESTOR Financiál Hírújság Kft.
1132 Budapest Váci út 30.	Adószám: 13900230-2-41