

Havi elemzés – November

## Orbán Gábor: Kockázatok és lehetőségek a Magyar állampapírpiacra

A hazai kötvényalapok teljesítménye az elmúlt időszakban sokak számára okozhatott csalódást: rendkívül ingadozó árfolyamokat láttunk, ahol a meredek zuhanást gyors, de nem tartós korrekció követte. A magyar kötvénybefektetések a részvényalapok, illetve a devizaárfolyam-kitettséget is vállaló alapok tulajdonságaihoz kezdenek hasonlónak válni. Az alábbiakban támpontokat szeretnénk nyújtani a magyar kötvényekbe fektetni szándékozók számára a mérlegeléshez.

A magyar kötvények jelen pillanatban a szokásosnál jóval kockázatosabbak, és ezért mindenképpen csak hosszabb távú befektetésnek ajánlhatók. A megnövekedett kockázat és piaci törékenységek négy egymással összefüggő jelenségnek köszönhető.

1. A piacra érkezett jelentős állampapír-kínálathoz képest a belföldi megtakarítások tömege elégtelennek bizonyult végig 2008 folyamán, és végül októberre végképp szétfeszült a piac. Először is az államháztartás finanszírozási igénye folyamatosan nagy mennyiségű állampapírral látta el a piacot, még az aukcionált mennyiségek visszaveszése után is. Az év első felében a nyugdíjpénztárak részvényhányad-növelése jelentette az állampapír-kínálat másik forrását, különösen miután a jelentős tőzsdei veszteségek következtében a pénztári részvénysúly passzívan csökkenésbe is kezdett. Októberre azután a külföldiek is bedobták a törülközőt: a londoni feltörekvő piaci alapokból történő masszív tőke kivonás, illetve a hazai piac rossz teljesítménye következtében beinduló intézményi likvidáció miatt a külföldi alapok magyar állampapír-állománya jelentősen, 25%-kal csökkent az elmúlt másfél hónapban..
2. A gyenge hazai fundamentumoknak, a javuló egyensúlyi mutatók ellenére továbbra is magas adósságállománynak betudhatóan a globális pénzügyi válság az átlagosnál nagyobb mértékben sújtotta a magyar kötvénypiacot. A gazdaság hanyatlása már az idei évben elkezdődött, és a magas reálkamattal kiegészülve az alacsony hosszú távú növekedési potenciál, amellyel egyben a fejlett európai gazdaságokhoz történő felzárkózásunk is megállt, felvetette annak veszélyét, hogy a belföldi szereplők, különösen a magyar állam adóssága felrobbanó pályára kerül.
3. A fentiekből fakadó piaci törékenységek önmagában kockázatosabbá teszik a magyar állampapír-befektetéseket. Bár a magyar állampapírpiacra jelenleg folyik kereskedés, a piaci működés normálisnak egyáltalán nem nevezhető. A piac többször is befagyott már az idei évben, most azonban a bankközi kereskedés hetek óta nem létezik, a bankok ugyanis saját számlára nem vállalhatnak pozíciót, mindössze a jellemzően külföldi eladói érdeklődést és a túlnyomórészt hazai vevőket köthetik össze. Paradox módon, a megugró hozamszintek hatására az intézményi befektetők helyett most a lakosság, a vállalati szektor és az önkormányzatok mutatnak érdeklődést az állampapírok iránt. A magát így viszonylag gyakran és hirtelen felfüggesztő másodpiac miatt a papírok kifejezetten illikvidnek számítanak, és ez jelentős hozamvolatilitáshoz vezet, és tovább csökkenti a külföldi befektetők étvágyát is.

4. A magyar gazdaság hosszú távú gyenge növekedési teljesítményével, illetve a külső forrásokra való nagyfokú ráutaltsággal függ össze a forint árfolyamának minden eddiginél nagyobb sérülékenysége, ami általában a forintbefektetésekkel, így a hazai állampapírokkal kapcsolatos kockázatokat erősíti.

A kétségkívül jelentős kockázatok ellenére a hazai kötvénybefektetések komoly lehetőségeket is hordoznak. Ahogy a kockázatoknál, a lehetőségek esetében is négy fő szempontot lehet említeni.

1. A három-négy éves távon gondolkodók számára egyértelműen vonzerőt jelentenek a kétszámjegyű hozamú állampapír-befektetések, ami nem várható egyetlen összehasonlítható kockázati jellemzőkkel bíró másik eszközosztálytól sem a következő öt évben.
2. A 25 milliárd dolláros IMF-EU-Világbank hitelkeret lehívása jelentős mértékben képes tehermentesíteni a hazai kötvénypiacot és oldani a kialakult kereslet-kínálati problémákat. A jövő évi deficit finanszírozásához, a kincstári számla feltöltéséhez, illetve a lejáró állampapír-állomány megújításához szükségessé váló kibocsátás a jövő év közepéig helyettesíthető a már eddig lehívott forrásokkal. A piac így lélegzethez juthat, így jó esély van rá, hogy hónapok távlatában helyreállhat a normális kereskedés, és visszatérhet a likviditás a piacra. A bankrendszer stabilizációja keretében reálisan számíthatunk arra is, hogy a banki állampapír-könyvek ismét vállalhatnak majd pozíciót, ami képes lesz beindítani a bankközi kereskedést.
3. Maga a rendelkezésre álló hitelkeret, tehát a gyors külföldi segítség azt is mutatja, hogy az államcsőd valószínűsége jóval kisebb, mint az a piaci árazásokból kikövetkeztethető. A nemzetközi mentőakció során kiderült, hogy az Európai Unió egyik tagállamát sem engedi a fizetéseképtelenné válni, még akkor sem, ha az illető ország nem tagja az euróövezetnek, és éppen az EU intelmei ellenére növelte az adósságállományát az elmúlt években.
4. Egy esetleges monetáris politikai lazítás szintén kedvezhet a kötvénypiaci likviditásnak. Az olajár-csökkenése, valamint a belső kereslet szinte biztosra vehető visszaesése teret nyithatna a kamatsökkentésnek a következő hónapokban, hiszen minden esély megvan a 3 százalékos inflációs cél alullövésére már a jövő évben. Bár a sorozatosan cél fölötti infláció hitelességromboló hatását most érdemes lenne azzal ellensúlyozni, hogy átmenetileg tolerálják a tartósan cél alatti árindexet, a közgazdasági folyamatok mindenesetre növelik lefelé a Monetáris Tanács mozgásterét. Mivel a 300 bázispontos kamatemelésre elsődlegesen az október 23-a körüli ünnepnapok miatt volt szükség, ennek ledolgozása feltehetően nagyobb lépésekben is bekövetkezhet, de az elmélyülő növekedési problémák – amennyiben teszik még ennél is reménytelenebbé az adósságok rendezését – közép-hosszú távon a 8.5% alatti alapkamat lehetőségét is felvetik.

---

Készítette az AEGON Magyarország Befektetési Alapkezelő Zrt. (1091 Budapest, Üllői út 1.)  
Orbán Gábor - makroelemző és kötvényportfolió-manager  
Felügyeleti szerv: Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyelete

Az oldalon megjelenő valamennyi információ kizárólag tájékoztatásul szolgál. Az AEGON Magyarország Befektetési Alapkezelő Zrt. nem vállal felelősséget a jelen kiadvány alapján hozott befektetési döntésért és annak következményeiért, illetve a dokumentumban található adatok esetleges hiányosságaiért vagy pontatlanságaiért.