

Havi elemzés – December

Orbán Gábor: Csökkenő hozamok, árak, jövedelmek...

December 8-ra a Magyar Nemzeti Bank két bátor lépéssel, – a legtöbb piaci elemző várakozásával szemben – összesen 100 bázisponttal csökkentette az alapkamatot. A rendes ülésen alkalmat adott erre a friss inflációs jelentés nyilvánosságra hozatala, amelyben a stáb előrejelzése szerint az infláció jelentősen, a 3 százalékos cél alá csökken 2010-re, de a fejlett piaci, illetve régiós kamatcsökkentések is kedvező környezetet biztosítottak. Bár a jegybank a lazább monetáris kondíciókkal szembeni nyitottságát fejezte ki a kamat csökkentésével, az általános forint elleni pozicionáltság következtében nem volt tere egy forinteladási-hullámnak, sőt, az összességében pozitív hangulatban erősödni tudott az árfolyama. A kedvezőbb inflációs és alapkamat-kilátások, illetve a forint-tartalékráta levágása kedvező folyamatokat indított be viszont az állampapírpiacra: masszív hozamcsökkenés következett be, a hozamgörbe lapulása mellett, vagyis a hozamesés a rövidebb futamidőkön volt erősebb.

Bár a monetáris politika nem élénkítheti a gazdaságot a költségvetés helyett, az elkövetkező üléseken a kamatciklus agresszívabb folytatódására van kilátás. Egyrészt, meglátásunk szerint az inflációs folyamatok már rövid távon is igen kedvező képet mutatnak. Jelenlegi tudásunk szerint a gazdasági visszaesés és a zuhanó olajár viszonylagos árfolyamstabilitás mellett is 3% alatti áremelkedést valószínűsít az elkövetkező két év átlagában, amire évtizedek óta nem volt példa. A válság kedvező mellékterméke lehet, hogy az inflációs tehetetlenséget képes lehet kiirtani a magyar árazási döntésekből, illetve bértárgyalásokból, amin az sem változtat, hogy az állam ismét az átlagos árszintnövekedésnél jóval nagyobb mértékben növeli a közműdíjakat (csatorna, víz, szemét, tömegközlekedés stb.), jelezve, hogy azért továbbra is az inflációban csapódnak le az állami vállalatok hatékonysági problémái. A szabályozott árak mellett elsősorban az adórendszer esetleges változásai hordoznak fölfelé mutató kockázatokat.

Másrészt az inflációs nyomás most végre jó eséllyel eltűnhet a magyar gazdaságból, de a reálgazdasági visszaesés is nagyon jelentős. A legvalószínűbb forgatókönyv szerint a jövő évi GDP minden tétele negatív lesz. Az általános hitelszűke, a munkahelyek megszűnése és a bérbefagyasztás a fogyasztás csökkenését vetíti előre. A beruházásokat a forráshiány és a szűkülő értékesítési lehetőségek vetik vissza. Az exportpiacokon megfigyelhető recesszió miatt a nettó export hozzájárulása nagy eséllyel negatív lesz, és az újabb költségvetési kiigazítás következtében a fiskális keresleti hatás is kénytelen rásegíteni a visszaesésre. A 2009-es költségvetési bevételi tervek rossz fényt vet, hogy a Pénzügyminisztérium a piacon vártnál, jóval magasabb inflációval számol, illetve a GDP sokkal nagyobb csökkenésére van kilátás, mint a tervekben szereplő -1%. A reális forgatókönyv valószínűleg az lehet, hogy a nominális GDP egyáltalán nem tud nőni jövőre.

A gazdasági visszaesés, illetve a javuló inflációs kilátások nem kedveznek a forint árfolyamának, de ha megoldódik a hazai bankrendszer devizaforrás-problémája, akkor ez a gyengülés rendezetten mehet végbe. Az állampapírpiacra ugyanakkor az inflációs, illetve kamatkilátások mellett kereslet-kínálati oldalról is egyre inkább a stabilizálódás jelei mutatkoznak az utóbbi időszakban. Bár a külföldi befektetők közel 1000 milliárd névértékű papírtól szabadultak meg az elmúlt hónapokban, a belföldi szereplők mindeddig képesek voltak ezeket átvenni: az eladott mennyiséget az MNB (és kisebb részben az Államadósság

Kezelő Központ) visszavásárlásai, a nyugdíjpénztári kereslet élénkülése, a kibocsátást összességében meghaladó állampapír-lejáratok, valamint a felerősödött lakossági, vállalati és önkormányzati kereslet szívták fel. A nemzetközi piacokon látható állampapírhozam-csökkenések a régiót is pozitívan érintik. Decemberben már látjuk a külföldiek visszatérésének az első jeleit, dacára a továbbra is erős kockázatkerülésnek. Míg az ötéves benchmark hozam korábban erős korrelációt mutatott a kockázatos vállalati hitelfelárakat tömörítő iTraxx Crossover indexszel, a kapcsolat november közepén megtörni látszik. A várhatóan visszafogott állampapír-kibocsátás (erről a december 10-i ÁKK sajtótájékoztatón kapunk pontosabb képet) és a nagy összegű februári kuponfizetések tovább segítik a hozamokat lefelé. A magyar állampapírban tehát továbbra is nagyobb lehetőséget, mint kockázatot látunk.

Az 5 éves benchmark hozam és az iTraxx Crossover index, 2008



Készítette az AEGON Magyarország Befektetési Alapkezelő Zrt. (1091 Budapest, Üllői út 1.)
 Orbán Gábor - makroelemző és kötvényportfólió-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.