

Havi elemzés – Június

Orbán Gábor: A csökkenő volatilitás nyertesei

A múlt hónapban a carry-játék visszatéréséről értekeztünk, melyben a gyengülő dollár, az alacsony fejlett piaci kamatkörnyezet, a carry-devizák magas kamata és a csökkenő volatilitás a globális pénzpiacokon együttesen fokozódó érdeklődést váltott ki a carry-devizák iránt. Várakozásunknak megfelelően e folyamat folytatódott, felerősödött, és legnagyobb nyertese éppen a forint árfolyama volt.

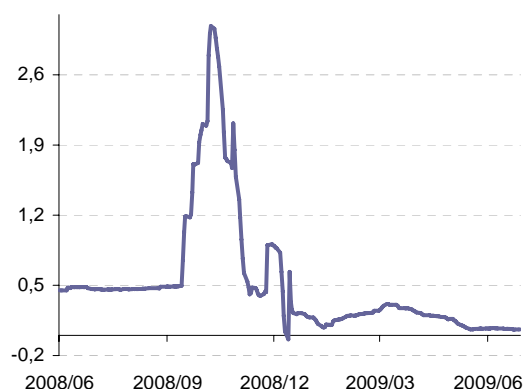
A volatilitás világszerte csökken: az év közepére elérte a tavaly őszi Lehman-csődöt megelőző szintet, miután a széles körben figyelt VIX index értéke 26 közelébe ért a tavaly őszi 60-70-es szintről. Az akkor megjelent, illetve korábban nem látott jelentőséget kapott új kockázati elem – a beárazott partnerkockázat – ismét mérsékelt szintre került. Ez tükröződik például az amerikai pénzpiaci feszültségeket mérő index, az egy hónapos dollár pénzpiaci kamat és az amerikai jegybank szerepét betöltő Federal Reserve kamatcélja közötti különbségetben, ami tavaly ősszel felrobbant, és csak május közepe óta stabilizálódott a korábbi évekre jellemző 5-7 bázispontos sávban.

VIX index



Forrás: Bloomberg

Az 1 hónapos pénzpiaci dollár kamat és a Fed Funds target különbsége



Forrás: Bloomberg

A magyar vonatkozása mindennek a javuló devizaliquiditás. A válság legsúlyosabb időszakában a devizaforrás költsége rendkívüli mértékben megemelkedett. A forint-euró kamatcsere ügyletekben felszámított devizakamatok mintegy 280 bázisponttal haladták meg a fejlett pénzpiacokon érvényes eurókamatok szintjét. A „bázis” néven is futó, a devizaforrás relatív „drágaságát” mérő mutató a Lehman-csőd után, a magyarországi IMF-programot megelőzően kezdett el romlani, majd februárban érte el csúcspontját. Ennek háttérében a hazai szereplők devizaforrások iránti éhsége, illetve a romló kockázati megítélés állt, ami a régióval szembeni általános bizalmatlanságban és tőkekivonásban is kifejeződött.

Azzal, hogy a belföldi és a külföldi (*onshore* és *offshore*) pénzpiaci eurókamat (devizakamat) szintje elvált egymástól, az egyik legalapvetőbb elméleti pénzügyi összefüggés, a fedezett

kamatparitás képlete borult fel, aminek szabad tőkeáramlás mellett mindig érvényesülnie kellene.

Úgy fogalmazhatnánk: a partnerkockázat megjelenése miatt az elméleti összefüggés módosult, illetve másképpen megfogalmazva: maga a nyitott tőkepiac feltevése sérült ezekben a hónapokban. Mindez oda is vezetett, hogy a hazai szereplők által elérhető forint-euró kamatkülönbözet (carry), illetve a külföldi szereplők szempontjából a forint eladásából fakadó negatív carry erősen lecsökkent, így a forint árfolyama sérülékennyé vált. Bár az ilyenkor hiénaként támadó hedge fundok már korábban kiütötték magukat, a folyamatban a spot árfolyam komoly gyengülésen ment keresztül.

Euró-forint swap bázis



Forrás: Bloomberg

Euró-forint árfolyam



Forrás: Bloomberg

A folyamat részletes ismertetésére azért volt szükség, mert a tavasz folyamán éppen ez a folyamat fordult meg, ahogy a devizapiaci kereslet-kínálati feszültség érzékelhetően oldódott. Egyrészt a kockázati étvágy növekedésével csökkent az érzékelt, illetve beárazott partnerkockázat. A devizalikviditás javulásához persze hozzájárultak az MNB euró-eladásai is, mind a befolyó EU-transzferek, mind az IMF-EU-Világbank csomag egy részének piacra vezetésével, ami csökkentette a belföldi szereplők (bankrendszer) devizaéhségét és forrásmegújítási-finanszírozási kockázatait. Ahogy a belföldi devizaforrás olcsóbbá vált, abszolút értelemben nőtt a forint-euró kamatkülönbözet. Relatív értelemben szintén nőtt ez a kamatfelár, hiszen a régióban, tehát a cseh, lengyel, román, török piacokon folyamatosan csökkentek a pénzügyi kamatok. A bevezetőben említett volatilitás-csökkenés ilyen kamatfelár mellett rendkívül vonzóvá tette a forintot, ami jelentősebb mennyiségű forró pénz beáramlását idézte elő.

A forint egyre javuló technikai képet mutat, miután egyértelműen áttörte a 200-napos mozgóátlagát, és a korábbi kereskedési sávból kitört lefelé. A korábban túladottságot mutató forint államkötvények, sőt a még jelenleg is túladott hosszú lejáratok szintén átütötték kritikus szintjüket, így komoly rally indulhatott meg. A hangulati elemeken túl fundamentális történetek is alátámasztják a forint és az állampapírok erősödését: a piaci finanszírozásra való visszatérés lehetősége – így a szupranacionális forrásoktól való függés csökkenése – mind az állam, mind a bankrendszer esetében komolyan növeli a kamatsökkentés esélyét már ebben a hónapban. A fizetési mérleg jelentős javulása az első negyedévben széles alapokon nyugodott.

Az áruforgalom többlete tavalyhoz képest megduplázódott és a jövedelemegyenleg is kedvezőbb volt a tavalyinál az alacsonyabb kamatterhek és az alacsonyabb Magyarországon megtermelt külföldi profitok miatt, miközben a szolgáltatásoknál is javulás volt megfigyelhető. Az EU-transzferekkel együtt, ami ebben a negyedévben kiugróan magas, összesen 1,1 milliárd euró volt, a magyar gazdaság teljes külső finanszírozási igénye pozitívba fordult, amire legutoljára 2003-ban volt példa.

A forint árfolyamára ható tényezők rövid távon tehát mindenképpen pozitívak. Három veszély leselkedik azonban továbbra is a forintot tartókra:

1. A GDP visszaesése az idén számottevő lesz, a fizetési mérleg javulása is nagyon jelentős részben ezt tükrözi, vagyis nagyrészt ciklikus (a gazdasági szereplők megtakarítási szokásai vagy a cserearányok nem változtak ennyit). A gyenge növekedési kilátások eleve nem kedveznek a reálfelértékelődésnek, és a magas külső adósság fenntarthatósága is hamarabb kérdőjeleződhet meg tartósan alacsony GDP mellett.
2. A volatilitás csökkenése – ami logikám szerint a forint erősödése mögötti fontos elem – bármikor megfordulhat. Az elmúlt hónapokban beérkezett rövid távú befektetések úgyszintén.
3. A tartós politikai bizonytalanság még előidézhethet tőkemenekülést, bár valószínűleg ez a három közül a leginkább átmeneti hatás.

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.