AEGON Befektetési Alapkezelő

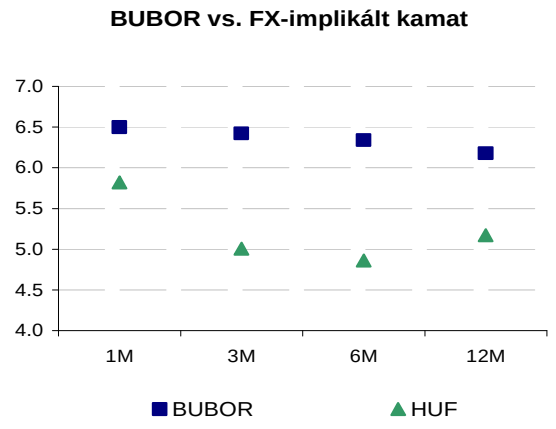
Havi elemzés – November - December

Hevér Judit - Orbán Gábor: Miről mesélnek a swappontok?

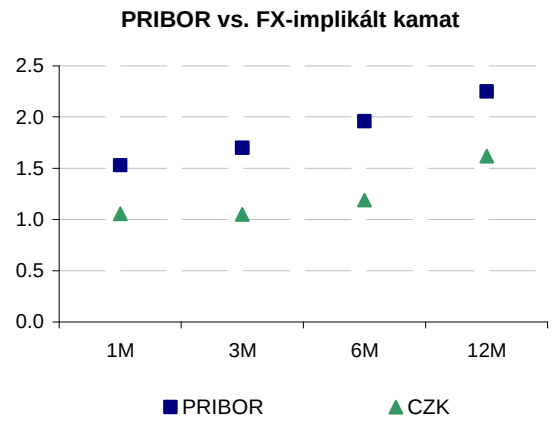
Pénzpiaci lehetőségek szűkebb régiónkban

Amióta a globális pénzügyi válságnak a jelenleg is tartó, legújabb szakaszába léptünk 2009 tavaszán, a visegrádi országok pénzügyi piacainak kialakult egy markáns, közös vonása. A „közép-európai bankrendszer", részben azonos tulajdonosi háttere folytán a hitel-betét arány csökkentésén fáradozik, így folyamatosan elhelyezni való rövid lejáratú forrása keletkezik. Ezt a forrást a kormányzat – bár finanszírozási igénye számottevően nőtt – nem tudja, és nem akarja a diszkontkincstárjegyek megnövelt kibocsátásával lekötni. Egyrészt a kibocsátást a lehetőségekhez mérten igyekeznek visszafogni, hiszen a GDP-arányos államadósság emelkedését szívesebben halasztják a jövő évre, másrészt minden lehetőséget igyekeznek megragadni az államadósság átlagos futamidejének emelésére. Ha mindez nem volna elég, a jegybankok nem szokványos intézkedésekkel, (vagy azok kilátásba helyezésével) növelik a likviditásbőséget, és nyomják le a pénzpiaci (éven belüli bankközi) kamatokat. A legagresszívebb a lengyel jegybank volt, amely az aktív repók lejáratát 12 hónapra növelte, és nyílt aukciókon vásárolt kereskedelmi bankok által kibocsátott papírokat.

Mindez rendkívül alacsony bankközi kamatokhoz kellett, hogy vezessen ezeken a piacokon. Ha azonban a bankközi fixingek (BUBOR, PRIBOR, WIBOR) értékeit nézzük, kicsit mást látunk. Mivel a kamatcsökkentési ciklus befejezettnek tekinthető Csehországban és Lengyelországban, a bankközi fixingek görbéje a jegybanki alapkamatról indul, és a lejárattal emelkedő tendenciát mutat. Nálunk látható egyedül csökkenés, melynek hátterében a kamatcsökkentési ciklus folytatódására vonatkozó várakozások állnak. A bankközi fixingek azonban egy bankközi tender, egyfajta kérdőív eredménye, tényleges kereskedés ezeken a szinteken nem folyik. Mivel a bankrendszer érdekelt lehet a magasabb fixing-értékekben, ezek jellemzően nem is tükrözik a valós pénzpiaci kamatszinteket, ezért nincs nyoma a likviditásbőségnek sem.



Forrás: Bloomberg, AEGON Alapkezelő

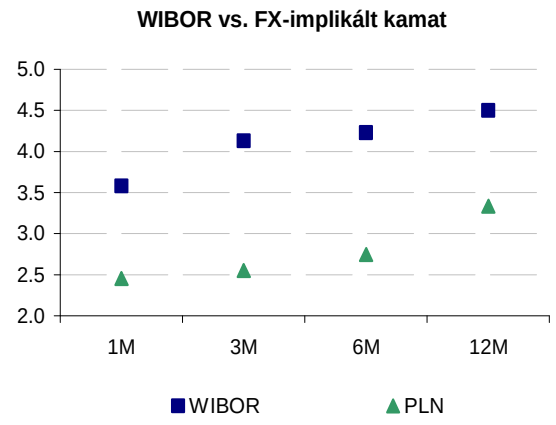


Forrás: Bloomberg, AEGON Alapkezelő

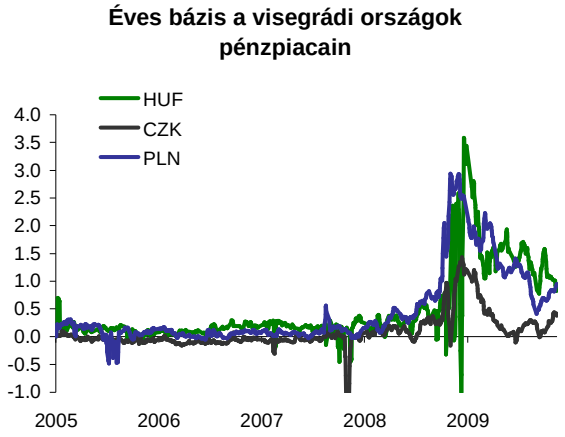
Pontosabb képet akkor kaphatunk a tényleges pénzpiaci kamatokról, ha a határidős devizaügyletekből számolt implikált kamatokat vizsgáljuk. Ez nem más, mint a határidős és a spot árfolyam különbsége (a „swappont”) osztva a spot árfolyammal. Az így kapott szintek már nagyrészt mentesek a partnerkockázattól, így lehetővé teszik a tényleges kamatszintek megfigyelését. (A partnerkockázat azért elhanyagolható, mert az ügylet névértéke nem cserél gazdát, többnyire utólagos elszámolás történik.) Az alábbi kamatszinteket a Bloombergen található USDHUF-jegyzésekből számoltuk, az USD kamatszinthez pedig az USD LIBOR fixingeket használtuk. Látható, hogy az éven belüli szegmensben is megjelenik a „bázis”, vagyis a BUBOR-LIBOR különbség nagyobb, mint a határidős ügyletek kötésekor kapott kamatkülönbözet. Más szavakkal, a „carry” kisebb, mint a fixingek közötti különbség.

Mitől nyíltak szét ennyire a fixingek és az implikált kamatok, miután éveken keresztül stabilan nulla körül mozgott ez a különbség? Egy pillantás az éves bázis idősorára, és látható, hogy volt ez a különbözet már sokkal szélesebb is. A bázis emelkedés egyik oka lehet, hogy a hazai szereplők számára megnő a devizaforrás költsége, ezért a neki felszámított devizakamat is nagyon magas, így csökken a „carry”. Ezt nevezhetjük partnerkockázatnak is, bár inkább egyfajta hiteladagolási szituációhoz hasonlít jobban, amikor a hitelkínálat szűkös és rugalmatlan. Ez a hatás volt jellemző a 2008 októberi Lehman-csődöt követő piaci turbulenciákra, vagy a 2009 tavaszi régiós felfordulásra. A devizaforrás szűkössége azóta érdemben enyhült, hiszen a külföldi anyabankok megerősítették a leányaik finanszírozására tett elkötelezettségüket, illetve állami devizaforrásokat is kapott a helyi bankrendszer, jegybanki devizapiaci intervenciók és különféle hitelek formájában. Mindez a bázis csökkenését eredményezte, egészen idén őszig.

Szeptember közepe óta a cseh korona implikált kamata 30 bázisponttal, a lengyel zlotyé 60 bázisponttal tolódott lejjebb a fixinghez képest, miközben a forint pénzpiacon ezzel ellentétes folyamatok játszódtak le. A devizaforrás probléma nyár óta nem romolhatott lényegesen, hiszen a forint bázisban ennek az ellenkezője látszik, holott azt a magyar piac a múltban mindig sokkal jobban megérezte. Nagyobb a valószínűsége tehát, hogy a háttérben a - bevezetőben említett - likviditásbőség dolgozik legerősebben a zloty pénzpiaci kamatokban.



Forrás: Bloomberg, AEGON Alapkezelő



Forrás: Bloomberg, AEGON Alapkezelő

Ahhoz, hogy az implikált kamatok anomáliáiban piaci lehetőségeket találjunk, a fixing helyett kereskedhető kamatokat kell keresnünk. Az éves diszkontkincstárjegy-piac mindhárom országban kézenfekvő választás, a szintek az alábbi táblázat első sorában találhatók. Amikor diszkontkincstárjegyet veszünk, az adott állam, mint kibocsátó, csődkockázatát vállaljuk fel, amit a CDS felár fejez ki. (Második sor, bázispontban kifejezve. Az egyszerűség kedvéért az amerikait 0-nak tekintjük.) A harmadik sor a fedezés költségét és a CDS-felárat összegzi. A régiós és az amerikai DKJ-k közötti különbséget a negyedik sorba tettük. Hatékony piacon a DKJ-hozamok különbségének éppen ezt, a devizafedezés költségét és a CDS-t kellene ellentételeznie (a fixingek ebből az egészből most kimaradtak!). Így például, a magyar és az amerikai 1 éves diszkontkincstárjegyek hozama közötti különbség megfelel a forint-dollár fedezés százalékos költsége és a két ország közötti CDS-különbözet összegének. Ha éves amerikai állampapír helyett hasonló futamidejű magyar állampapírba fektetünk, úgy, hogy a határidős piacon fedezzük az árfolyamkitettségünket és csődkockázat ellen biztosítást (CDS-t) kötünk, akkor ugyanoda lyukadunk ki (a táblázat utolsó sora szerint nagyon alacsony, 12 pont, ami a számítás hibahatárán belül van, de a tranzakció során egyébként is elveszítenénk). Hasonló a helyzet a cseh DKJ-piacon is, nem találunk komolyabb anomáliát.

	HUF	CZK	PLN
T-bill yields	6.1	1.2	4.0
CDS	151	41	61
Swappoints+CDS	5.59	0.96	3.05
T-bill spread	5.71	0.86	3.66
T-bill relative value	0.12	-0.10	0.60

A lengyel eset már érdekesebb. Míg az éves DKJ-különbözet 3.66%, az éves CDS felár és az implikált kamatok összege csak 3.05%. Az éves diszkont szintjét tehát a lengyel állam szuverén kockázata nem indokolja, vagy az implikált kamatok túl alacsonyak. Akármelyik is az igazság, lejáratig tartva mind a magyar, mind a cseh állampapír helyett érdemes 4%-on éves lengyel papírt venni a deviza fedezése mellett. Így az 1.1%-os cseh DKJ-hoz képest 2%-ot kapunk, miközben devizakockázatunk nincs, és a csődvalószínűség különbsége csak 1.4%-os hozamot indokolna.

Készítette az AEGON Magyarország Befektetési Alapkezelő Zrt. (1091 Budapest, Üllői út 1.)
Hevér Judit – junior elemző
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.