

Havi elemzés – Január

Hevér Judit - Orbán Gábor: Régiós államkötvény-kibocsátás 2010

Nagy ára van a globális pénzügyi válságkezelésnek: az államadósságok szerte a világban jelentősen megugrottak az elmúlt év során. A recesszió miatt összeestek az adóalapok, és megugrottak a munkanélküli ellátásokhoz kapcsolódó kifizetések. A pénzügyi szektor szanálásához kapcsolódó adósságátvállalás és a gazdaság élénkítése érdekében tett diszkrecionális lépések tovább növelik az adósságterheket. Mindez ráadásul akkor, amikor a fejlett világ nagy része és a fejlődő országok többsége (az amerikai kontinenst és a közel-keletet leszámítva) már küzd egy hosszú távú fiskális válsággal: a társadalmak elöregedése miatti pénzügyi egyensúlytalansággal. A német állampapír-kibocsátás tavalyhoz képest duplájára nő. A fejlett piaci szuverén csőd is fölkerült a radarra: Görögország komoly finanszírozási nehézségekkel küzd, és idővel talán más fejlett országok is oda jutnak még.

Ebben a környezetben kell a közép-kelet-európai régió országainak versenyezni a befektetők kegyeiért, és vonzó feltételeket kínálni kötvényeik értékesítéséhez. Mekkora kínálati nyomástól kell tartanunk? Az alábbiakban áttekintjük három visegrádi ország kötvénykibocsátási terveit, és abból próbálunk az idei évre kereslet-kínálati feszültségekre következtetni.

Csehországban már 2009-ben, a tervezetthez képest 140 milliárd koronával - mintegy duplájára! - emelkedett a bruttó finanszírozási igény, melynek oka a központi költségvetés hiányának megugrása volt (ötszörösére...). A finanszírozáshoz a hazai piacon 200 milliárd korona értékben bocsátottak ki kötvényeket, a tervezett 40-125 milliárdos nagyságrend helyett. A cseheknél így 2009-ben már volt egy komoly kötvénykibocsátási sokk, ami meg is látszott a kötvények swap fölötti hozamfelárában, amely tartósan magas volt 2009 nyarának végéig.

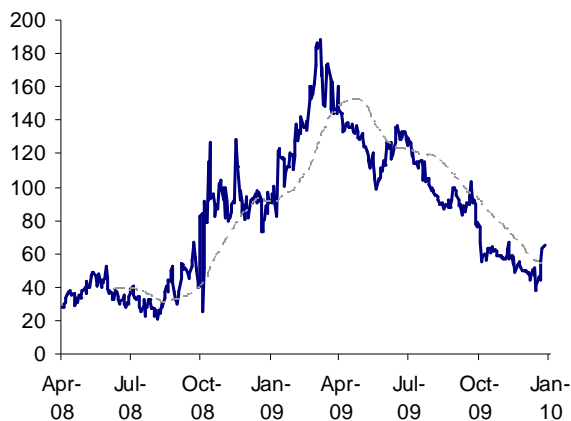
Kibocsátási volumenek Csehországban 2008-2010

(milliárd CZK)	2008		2009		2010	
	Ténybecslés	Tervezett	Ténybecslés	Tervezett	Ténybecslés	Tervezett
Költségvetési deficit	20	38	179		163	
Bruttó finanszírozási igény	181	148	279		280	
Kötvénykibocsátás	176	83-133	257		278	
hazai piacon	128	40-125	202		168	
nemzetközi piacon	48	0-74	55		110	

A tavalyi kötvény-özöntől megrettent cseh piacot szeptembertől a bankrendszer megnövekedett szerepvállalása, illetve egy szabályozási változás hozta végül többé-kevésbé egyensúlyba. Bár a bankrendszer a forrásköltségek kezdeti drasztikus emelkedése miatt lassan reagált, a hitelezés leállása miatt bekövetkezett javulás a bankok likviditási pozíciójában végül komoly keresleti potenciált eredményezett. Az alapkamat, illetve a rövid lejáratú kötvényjellegű instrumentumok hozamának drasztikus csökkenése, egyre vonzóbbá tette a hosszabb lejáratokat, miután a 2-15 éves lejáratok közötti hozamkülönbözlet egész évben fölfelé menetelt, és nyár végén már mondhatni nagyvonalúan jutalmazta a hosszú távra befektetőket.

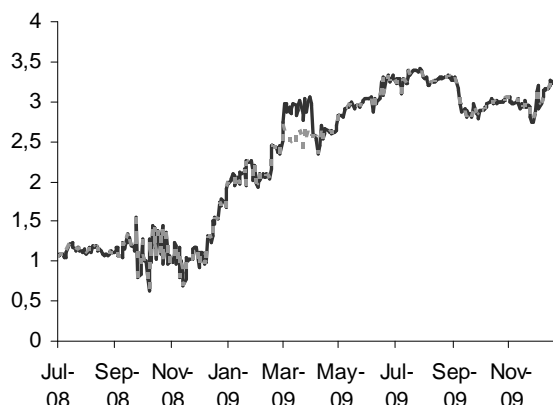
Az említett szabályozási változás az önkéntes nyugdíjpénztári szektort érintette, amely a közhiedelemmel ellentétben igen jelentős tényező a cseh befektetések piacán (a teljes vagyion 2009 közepén közel 200 milliárd korona volt, így a cseh önkéntes szektor megközelítette a hazai magán-nyugdíjpénztári szektor súlyát). E pénztárakra viszonylag konzervatív befektetési politika jellemző, részben amiatt, hogy az érvényes szabályozás következtében, a nyugdíjalap nem a nyugdíjpénztártól elkülönülve, hanem annak mérlegében van nyilvántartva. Ennek megfelelően a befektetések napi átértékelődése a saját tőkében csapódik le, így a szektor jellemzően kerüli a hosszabb lejáratú kötvénybefektetéseket és a részvényeket is. Jelentősen növelte a szektor kockázatviselő képességét a 2009 szeptemberétől érvényes szabályozás, amely szerint legfeljebb a portfólió 30 százalékának erejéig, a Csehországnál nem rosszabb besorolású államkötvények lejáratig tartott státuszba tehetők, így beértékelésük nincs kitéve a piaci mozgásoknak. Becslésünk szerint ezzel mintegy 40 milliárd koronányi egyszeri kereslet jelent meg ezen a piacon.

10 éves asset-swap felár Csehországban



Forrás: Bloomberg

A 2-15 év különbség a cseh hozamgörbén



Forrás: AEGON Alapkezelő

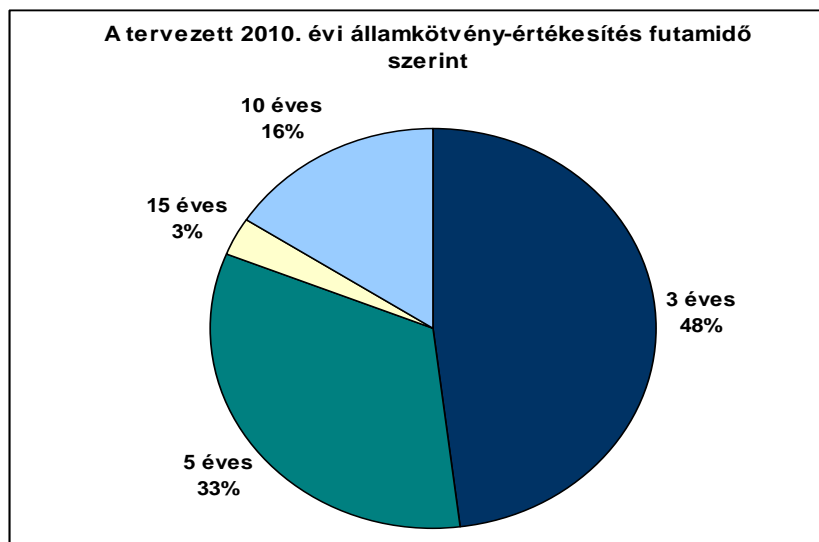
A korábbi évekhez képest erős kötvénykínálat 2010-ben is fennmarad, sőt kismértékben nő. Idén a tervezett bruttó finanszírozási igény 280 milliárd korona (éven belüli instrumentumok nélkül), amiből 160 milliárd korona a központi költségvetési hiány, a megszorítások ellenére is, 83 milliárd korona pedig a lejáratok refinanszírozása és a 10 milliárd koronányi visszavásárlás miatt adódik. Az adósságkezelési stratégia szerint, továbbra is maximum 50%-ban történhet a finanszírozás nemzetközi piacokról. Az első negyedéves kibocsátási terv, illetve sajtónyilatkozatok alapján arra számíthatunk, hogy ezzel a mozgástérrel élni fognak, és a tényleges arány megközelíti a teljes kötvénykibocsátás felét. Elvileg az éven belüli lejáratok arányának növelésével is csökkenthető (átmenetileg) a kötvényekre nehezedő nyomás, bár az adósság hátralévő futamidejét ez a lépés csökkentené, a finanszírozási kockázatot pedig növelné. Mindent összevetve a 2010-es cseh korona kötvénykínálat 2008-ashoz képest legalább 30%-kal magasabb lesz, még akkor is, ha az éven belüli lejáratok arányát növelik, és a devizás kibocsátást a tavalyi duplájára emelik. Ráadásul, ha a devizakötvények kiszorítják a helyi devizában kibocsátott kötvények keresletét, akkor egy darabig eltarthat, amíg a cseh kötvénypiacon helyreáll a kereslet és a kínálat egyensúlya. Az idei évben a nyugdíjpénztári többletkereslet lényegesen alacsonyabb lesz, mint tavaly, ami szintén a nagyobb piaci feszültség irányába mutat. Addig a kötvényhozamok emelkedésére, a hozamgörbe meredekségének emelkedésére van kilátás a cseh kötvénypiacon.

Magyarországon 2009-ben a kötvénypiac totális kiszáradása következtében, nemhogy nettó kibocsátás, de nettó visszavásárlás valósult meg. A békeidőkre emlékeztető kibocsátási volumenek nyártól álltak helyre, így a tavalyi év egészét tekintve a 2010-es kibocsátás mindenképp ugrásszerű növekedést hoz majd, azonban a 2009 második feléhez képest nagyjából stabil kibocsátásra számíthatunk.

A 2010-es kibocsátási szerkezet, Magyarország

(milliárd huf)	Forint				Deviza				Összes
	DKJ+lakossági	Kötvény	Egyéb	Összes	Kötvény	Egyéb piaci	Egyéb nempiaci	Összes	
Bruttó kibocsátás	4288	1356	215	5859	403	-	402	805	
Lejárat	4142	1186	-	5328	315	53	-	368	
Nettó kibocsátás	146	170	215	531				35	568

2010-ben a költségvetés tervezett finanszírozási igénye 982 milliárd forint, ami 2000 milliárd törlesztés és 2400 milliárd tervezett bruttó kibocsátás mellett, 568 milliárd nettó kibocsátást eredményez (az éven belül görgetett diszkontkincstárjegyeket leszámítva). A lejáró devizaadósság megújítására mintegy 2 milliárd dollár összegű piaci forrásbevonást hajtott végre az ÁKK a 10 éves szegmensben. Másrészt hasonló összegben tud a magyar állam a tavaly lehívott IMF-forrásból félretett betétből gazdálkodni. Mindennek eredményeképpen, a kéthetenként rendezett aukciókon elég, ha 50 milliárd körüli tételeket próbálnak majd elhelyezni, ami a tavalyi 65, illetve a 2008-as 60 milliárdhoz képest, valóban könnyen emészthető nagyságrend. Elképzelhető, hogy az új magán-nyugdíjpénztári devizamegfelelési követelmény is növeli majd a szektor felől érkező nettó keresletet 2010 folyamán.



Bár 2010-ben még nem jelentkezik komolyabb kötvénypiaci nyomás, a szupranacionális hitelekkel finanszírozott magyar államadósságban hosszabb távon komoly szerkezeti változásoknak kellene végbemennie. Egyrészt az IMF- és EU-források visszafizethetősége feltételezi a piaci finanszírozás arányának folyamatos emelkedését. Másrészt előbb-utóbb egy másik tendencia, a devizakötvények felől a forintfinanszírozás felé való eltolódás kell, hogy végbemenjen.

Harmadrészt a kint lévő forintkötvény-állomány átlagos hátralévő futamidejének nőnie kellene, a finanszírozási kockázatok mérséklése érdekében. 2010-ben a piaci finanszírozás aránya emelkedés helyett nagyjából stagnál, hiszen az adósságkezelő a még tavaly lehívott IMF-forrást tudja használni a piacról történő forrásbevonás alternatívájaként, a devizaadósság aránya pedig nem csökken érdemben 2010-ben. A jelenlegi kilátások szerint a kibocsátási tervben 2010 után ezek a folyamatok fognak dominálni, azaz jelentősen nőnie kell majd a forintkötvény-kínálatnak. Ugyanakkor, a rugalmas aukciós keretrendszerben sokkal feltételezhetjük, hogy az ÁKK 2010-ben is törekszik arra, hogy a devizaadósság aránya minél alacsonyabb legyen, és kedvező keresleti viszonyok esetén csökkenjen a jelenlegi arányhoz képest. A kereslet-kínálati viszonyok ezért önmagukban a sávós kereskedést valószínűsítik a magyar kötvények piacán.

Lengyelországban a bruttó kibocsátás kb. 200 milliárd zloty az idén, amiből 110 milliárd a lejárat, a többi pedig az államháztartás 2010-es finanszírozási igénye. Ez az emelkedő privatizációs bevételek ellenére közel 20 százalékkal nagyobb, mint a 2009-es érték, ami komoly piaci nyomást vetít előre.

Kibocsátási volumenek Lengyelországban 2008-2010¹

(milliárd PLN)	2008	2009	2010
	Tény	Ténybecslés	Tervezett
Költségvetési deficit	43	57	82
Bruttó finanszírozási igény	123	164	197
DKJ	48	48	55
Kötvénykibocsátás	71	116	142
hazai piacon	60	85	111
nemzetközi piacon	11	31	31
Nettó finanszírozási igény	43	57	82
Kötvénykibocsátás hazai piacon	10	40	52

Az alacsonyabb lejáratok miatt a nettó kibocsátás lényegesen erőteljesebben emelkedik 2009-hez képest, mint a bruttó, és ez a zlotyban kibocsátandó kötvények terén is meglátszik, ahol nettó értelemben 30 százalékos az emelkedés. Ennek ellenére az első negyedéves bruttó kötvénykibocsátást 20 milliárd zloty körül tervezik, ami megfelel a tavalyi azonos időszakbeli értéknek, tehát a kibocsátás nagyjá, ahogy tavaly is, a későbbi negyedévekre koncentrálódik. A nemzetközi piacon 2009-hez hasonlóan, 31 milliárd zloty értékben terveznek kötvénykibocsátást (beleértve a 2010. januárban sikeresen kibocsátott 3 milliárd eurót). Az egyetlen vigaszt a nyugdíjpénztárak viszonylag alacsony kötvénykitettsége jelenti, akik így megállíthatják a jelentős kibocsátás miatt emelkedő hozamokat.

A csökkenő finanszírozási igény irányába mutatna elvileg az a változtatás, hogy a kötelező magánnyugdíj-járulék mértékét csökkentenék (a jelenlegi 7,3 százalékról 3 százalékra). Ez a visszalépés azonban megítélésünk szerint, több kárt okozna a piaci hangulatban, mint hasznot, ugyanis, - bár a kibocsátás visszafogását érhetnék el vele - a hosszú távú fiskális pozíció szempontjából összességében negatív hatása lenne, ráadásul a csökkenő pénztári járulék, részben csökkenő keresletet is okozna a piacon.

¹ Köszönjük Esther Law-nak (Société Générale) a lengyel adatokkal kapcsolatos segítségét.



Befektetési Alapkezelő

Összességében, a cseh és a lengyel piacon komoly, - a tavalyihoz hasonló - vagy annál is erősebb kínálati nyomásra kell számítanunk 2010-ben, a magyar esetben pedig a tavaly év végihez nagyjából hasonló tételekre. Mindez a cseh és lengyel esetben az általános fejlett piaci állami kibocsátási volumenek forrásmegkötő hatása mellett, a hozamok emelkedését vetíti előre, amíg a kereslet és a kínálat egyensúlya helyre nem áll. Bár Magyarországon a forintfinanszírozás arányának növelése, mint stratégiai cél, egyelőre nem okoz kínálati nyomást, így is korlátot szabhat a hozamsökkenésnek.

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.