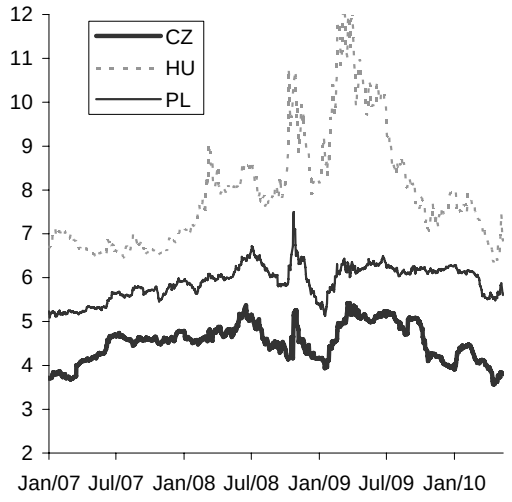
Havi elemzés –Május

Orbán Gábor: Régiós kötvénypiacok: mekkora a likviditási prémium?

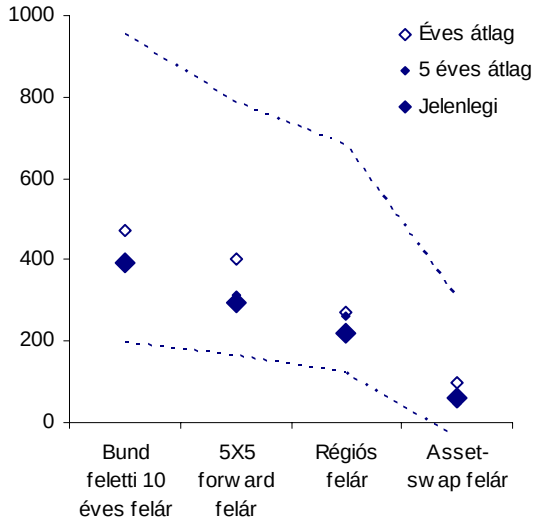
A befektetési folyamat fontos eleme, hogy eldöntjük, olcsó vagy drága, amit adunk-veszünk. Az „értékeltségi szintek" meghatározása kötvények esetében általában valamilyen felár vizsgálatát jelenti, aminek hátterében az áll, hogy az árakat, hozamokat a fundamentumok fényében próbáljuk megítélni, amelyekről feltesszük, hogy lassabban változnak, mint az árak. A kötvények hozamát ezért azonos devizájú swap hozamokhoz, más, hasonló országok kötvényhozamaihoz, vagy kockázatmentes országokéhoz (Németország) szoktuk hasonlítani. Gyakran a hozamgörbe alakjának eltérése a szokásostól utal valamilyen félreértékeltségre, így a különböző futamidők közötti spreadek, a forwardok alakulását is érdemes figyelni. A leggyakoribb oka a félreértékeltségnek a piaci hangulat igen gyors változása, illetve a jelentős likviditási prémiumok megjelenése, amelyek akkor alakulhatnak ki, amikor a piac mélységéhez képest jelentős tételek cserélnek gazdát. Ezek az anomáliák különösen a hosszú távú befektetők számára tartogatnak lehetőségeket.

Az általunk legtöbbet figyelt tízéves kötvények, illetve felárak az alábbiak szerint alakultak május közepén három közép-kelet európai piacon:

A helyi devizában kibocsátott régiós 10-éves kötvényhozamok alakulása



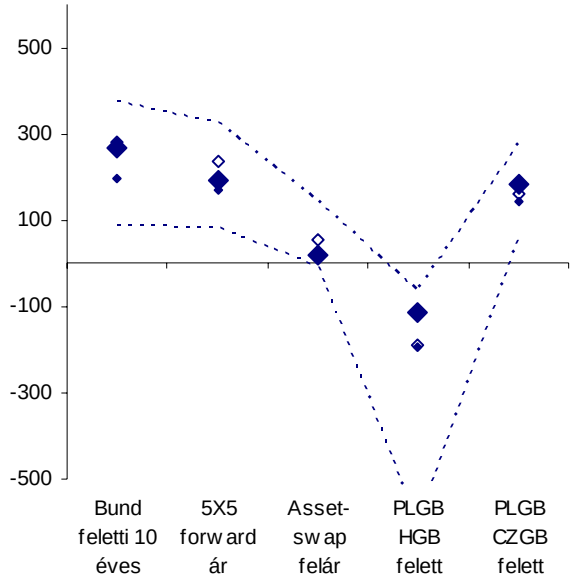
Magyar 10-éves államkötvény értékeltség

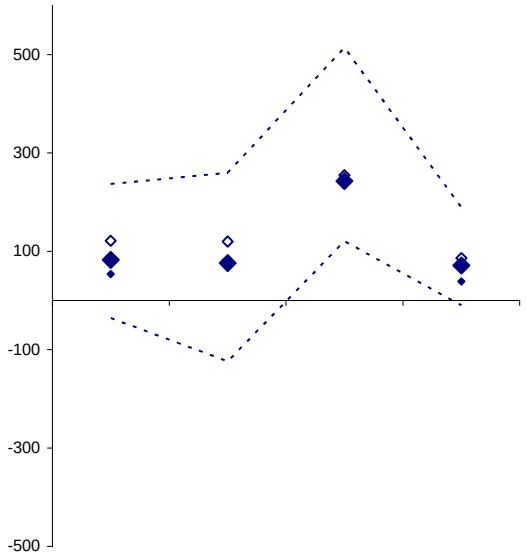


Forrás: Bloomberg, AEGON Alapkezelő

Három mutató esetében a magyar piac az ötéves átlagon helyezkedik el, és túlértékeltséget mutat az éves átlagokhoz viszonyítva. Emellett a magyar tízéves hozam alacsony a cseh és a lengyel hozam átlagához képest az éves és az ötéves historikus átlaghoz viszonyítva is. A változás hátterében a lengyel és a magyar 10 éves hozam közötti különbség érdemi csökkenése áll, illetve jóval kisebb mértékben a cseh és a magyar hozamkülönbözet szűkülése. A lengyel hozamok ilyen megközelítésben olcsónak tűnhetnek, amit alátámaszt a német hozam fölötti relatíve magas különbözet. A régiós felárak eltolódásának oka lehet viszont a régiós kamatciklusok divergenciája: Lengyelországban a szigorítási ciklust a legtöbb befektető korábbra várja, mint a másik két gazdaságban. A cseh tízéves hozam értékeltsége átlagosnak tűnik, bár a német bund fölötti felára nagyobb, mint az ötéves átlag.

Lengyel 10-éves államkötvény értékeltség **Cseh 10-éves államkötvény értékeltség**



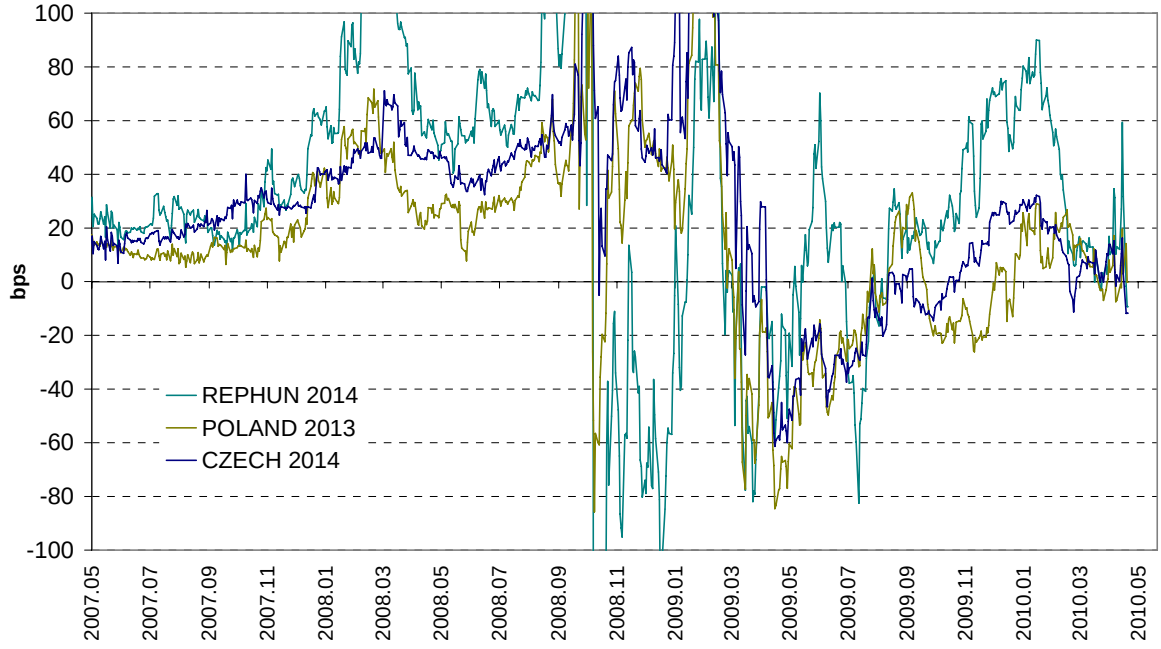


Forrás: Bloomberg, AEGON Alapkezelő

Ezek alapján a magyar piac drágának, a cseh semlegesnek, a lengyel talán olcsónak tűnik. Ebben az elemzésben a fenti mutatókat kiegészítjük két újabbal: megvizsgáljuk az eurókötvények likviditási prémiumát az ún. CDS-bázison keresztül, ez után pedig a helyi devizában kibocsátott államkötvények árazását vetjük össze az eurókötvények árazásával.

A CDS-bázis a kibocsátó CDS felárát viszonyítja a külföldi devizában kibocsátott kötvény swap felárához. A negatív érték itt azt jelenti, hogy a kötvények magasabb felárral kereskednek a megfelelő lejáratú CDS-jegyzéshez képest, a cash termék piacán tehát likviditási prémiumhoz, többlethozamhoz juthatnak a befektetők. Ez jellemző olyan időszakokban, amikor a likviditás szűkös, hiszen a kötvénypiacon a kereskedéshez jóval több befektetni való tőke (likviditás) szükséges, mint a derivatív piacon a CDS-kereskedés során. Olyankor, amikor a rendszerben sok a likviditás, a cash termékek piacán is több lesz a vevő, a CDS-bázis pedig tágul, akár a pozitív értékeket is felvéve. A válságot kísérő turbulencia után 2009-et követően a likviditás eltűnését (is) jelző negatív CDS-bázis folyamatosan emelkedett, és ismét pozitív tartományban van, a cash prémium tehát ismét eltűnt a rendszerből, sőt a cseh és a magyar esetben 15 bázisponttal alacsonyabb hozam érhető el rajta, mint a hasonló kockázatot megtestesítő CDS-en. A lengyel piacon nincs CDS-bázis, valószínűleg az utóbbi időben végrehajtott nagyobb összegű eurókötvény-kibocsátások jelentette kínálati nyomás miatt.

CDS-bázis

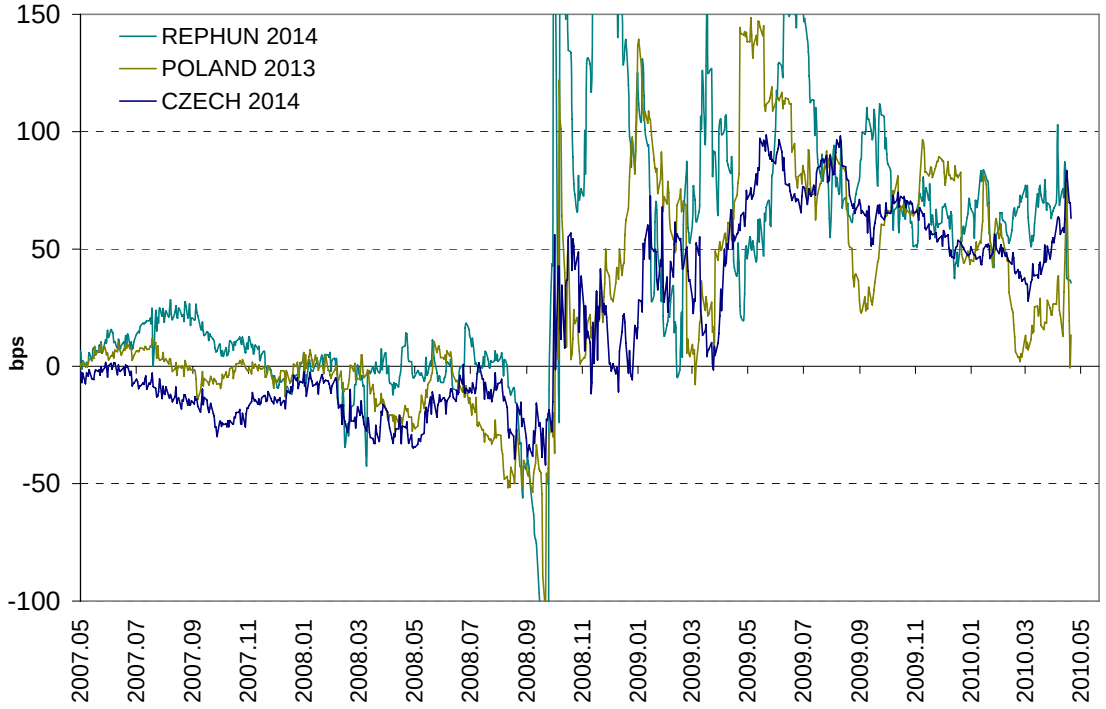


Forrás: Bloomberg, Aegon Alapkezelő

A fenti okfejtés alapján azt is gondolhatnánk, hogy a régiós eurókötvények inkább drágák. Mit mondhatunk akkor a helyi devizában kibocsátott kötvényekről? Elvileg a két típusú eszközben csak a devizanem tér el, azok pedig elcserélhetők egymásra szinte bármely futamidőn a bázisswap-piacon. Az üzlet során az euró és a helyi deviza swap kamatának különbségét kapjuk az árfolyamkockázatért cserébe, ugyanakkor fizetnünk kell valamennyi „bázist", ami időben változik. Ez teremt átjárást a két piac között, így feleltethető meg a helyi devizás kötvény hozama az eurókötvény hozamának. Mivel e piacok eléggé elkülönülten léteznek (más a befektetői kör, a kibocsátások rendszeressége, az árjegyzés), a likviditási prémium is érdemben eltérhet.

A lenti ábrán azt látjuk, hogy a válság előtt az euróban kibocsátott régiós államkötvények helyi devizára konvertált (swap hozamok feletti) felárai és a helyi devizában kibocsátott kötvények felárai között minimális eltérés, 20-30 bázispont volt csupán, inkább a hazai kibocsátások javára, ennyi volt tehát a likviditási prémiumok különbözete. A válság ezeken a piacokon is jelentős mozgásokat okozott és a felárak közti különbség hatalmasra tágult, aminek az oka az volt, hogy az eurókötvény piacokon a swap spread tágulása nagyobb volt, mint a helyi piacon: a nagy globális befektetők aránya az eurókötvények piacán magasabb, így a globális eredetű (a globális likviditás kiszáradását követő) eladási hullámnak ott voltak jelentősebb hatásai. Látszik, hogy a legnagyobb különbségek a magyar piacon alakultak ki: még akkor is magas (70 bázispont) maradt a hozamkülönbség az eurós papírok javára, amikor a helyi kötvénypiac is teljesen szétesett. Nem csoda, hogy a gyógyulás is nálunk történt a leglassabban, még az elmúlt hetekben is több mint 50 bázispont „előnye" volt a devizás papírnak a forintos papírral szemben, noha a bázisswap tágulása miatt ez az elmúlt napokban valamelyest csökkent. A lengyel piac már szinte teljesen normalizálódott, nulla körüli a különbség, míg a cseh piacon is magyarhoz hasonló eltérést figyelhetünk meg az eurókötvény javára.

Eurókötvények helyi devizára konvertált hozama vs. helyi hasonló lejáratú kötvény hozama



Forrás: Bloomberg, Aegon Alapkezelő

Úgy tűnik, tehát, a likviditás a helyi piacokon jobban dolgozik, a swap spreadek itt gyorsabban szűkültek, az eurókötvények piacára viszont lassabban térnek vissza a befektetők, mint a helyi piacokra. A forintos-zlotys-koronás papírok felülteljesítésének az alábbi okai lehetnek:

- a befektetők feltörekvő piaci devizában long pozíciót kerestek az elmúlt időszakban a fejlett piacon tapasztalható mennyiségi lazítás politikája következtében;
- a befektetők a régiós jegybankok kamatemelési ciklusát a távoli jövőbe helyezik, így helyi devizás duration-kitettséget is keresnek, amit az eurókötvényekkel nem kapnak meg.

Elképzelhető továbbá, hogy nem a helyi papírok teljesítenek fölül, hanem a helyi swap görbék ragadtak fönn valójában

- a helyi bankközi fixingek relatíve magas szintje,
- esetleg a tőkeáttételes szereplők, hedge fundok viszonylag alacsony aktivitása miatt.

Mindent összevetve, a cseh és a magyar piacon az eurókötvény – bár 15 bázisponttal drágább, mint a CDS – 70 bázisponttal így is „olcsóbb", mint a forintos, vagy a koronás papír. Ehhez képest a zlotys papírok drágasága a lengyel eurókötvénykekel szemben már nem feltűnő. Az, hogy melyik eszközár alkalmazkodik majd, nehezen megjósolható: lehetséges kimenet a magyar vs. lengyel bázisswap konvergenciája, vagy a forint és korona swap-görbe süllyedése is, éppúgy, mint a forint államkötvény-hozamok emelkedése vagy az eurókötvények hozamának csökkenése. A devizás papírokkal való összevetés azt azonban mindenképp megerősítette, hogy a cseh és magyar helyi kötvénypiac nem tekinthető már olcsónak.

Készítette az AEGON Global Asset Management / AAM CEE
Orbán Gábor – makroelemző és kötvény-üzletágvezető
Felügyeleti szerv: Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyelete

Az oldalon megjelenő valamennyi információ kizárólag tájékoztatásul szolgál. A múltbéli hozamok nem jelentenek garanciát a jövőbeni hozamokra nézve Az AEGON Global Asset Management / AAM CEE nem vállal felelősséget a jelen kiadvány alapján hozott befektetési döntésért és annak következményeiért, illetve a dokumentumban található adatok esetleges hiányosságaiért vagy pontatlanságaiért.