

Kitekintő – 2011. Április

Orbán Gábor: Hány évig tart még a nyár?

2011 közepére a két teljes éve tartó globális gazdasági konjunktúra érett szakaszába kerültünk. Ennek legfontosabb jellemzői a folyamatosan érkező robusztus növekedési adatok, a növekvő nyersanyagárak és ezzel összefüggésben az ugyancsak emelkedő inflációs várakozások, valamint az erőteljes gazdaságpolitikai, azon belül is elsősorban monetáris élénkítés visszavételének egyre nagyobb veszélye. Ez a szigorítási folyamat a feltörekvő gazdaságokban már megindult, főleg a mennyiségi eszközökre (tartalékráta emelése) összpontosítva, az év hátralevő részében pedig már minden bizonnyal a fejlett gazdasági régiók jegybankjainak várható döntései állnak majd a befektetők figyelmének középpontjában. A szélsőségesen laza európai és amerikai monetáris kondíciók szigorításának időzítése, ütemezése, mértéke és módja lesz tehát az egyik fő hajtóereje a tőkepiaci trendeknek. Az első, 25 bázispontos EKB kamatemelés már áprilisban megtörtént, jelezve a folyamat kezdetét. A Fed elnökeinek nyilatkozatai alapján júniusra tehető az amerikai mennyiségi lazítás vége, amelyet hónapokon belül követhet a lejáró jelzálog-fedezetű (MBS, illetve a Freddie/Fannie) papírok kifuttatása a Fed mérlegéből, majd 2012-ben az irányadó kamat is emelkedésnek indulhat.

Erős a hasonlóság a 2008-as évvel, amikor az olajár a mainál is magasabb szintre tört. Az inflációs kockázatokra akkor éppúgy 25 bázispontos kamatemeléssel reagált először az EKB, mint 2011 áprilisában (nálunk 100 bázispont emelés történt azokban az időkben, most 75 bázispont). Akkoriban azt számoltuk, mennyit bukott a fejlett országok bankrendszere a subprime-válságban, most inkább azt figyeljük, mi lesz az Európa szélén fekvő országok adósságállományával. 2008-ban a végkifejlet a bankközi piacok befagyása, a kamatok emelkedése, a refinanszírozás leállása, és az azt követő keresletpusztulás lett, melynek hatására az olajár is összezuhant, és az emelkedő inflációs várakozások helyébe deflációs félelmek léptek hosszú időre. Az EKB-kamatemelés ezután gyorsan meredek kamatsökkentésbe fordult át, amint a Lehman-válság után mind a piacok, mind a konjunktúra összeesett.

Nehéz látni, hogy most mi vet véget a nyersanyagok szárnyalásának, van-e „puha földet érés” ebből az állapotból. Az Egyesült Államokban jelenleg inkább az a nézet uralkodik, hogy a magas olajár automatikus stabilizátorként hat, és csökkenti a keresletet, ami az inflációs nyomást is enyhíti, így nincs közvetlen kényszer monetáris beavatkozásra. Az EKB lépése nyomán ugyanakkor a hitelek átárazódása nagy valószínűséggel bekövetkezik, így a fogyasztási kereslet csökken. A mennyiségi lazítás visszavétele már sokkal bonyolultabb téma: a periféria bankjai olyan rossz állapotban vannak, hogy a jelenlegi nagyvonalú rendelkezésre állás kivezetése csak később kerülhet napirendre. Eközben a költségvetési megszorítás mindenhol egyre sürgetőbbé válik, különösen az angolszász országokban, illetve azokban, ahol borúsak a növekedési kilátások.

Amíg az olcsó pénz vége még nem valóság, a kockázatvállalási kedv erős marad. Egyelőre rövid távon nincs okunk kételkedni sem a konjunktúra erejében, sem az alacsony volatilitás fennmaradásában. Ilyen körülmények között érthető, hogyan lehet ilyen sikeres a magyar devizakötvény-kibocsátás, amit bár nagyban segít a tavalyinál sokszorta kedvezőbb hazai

hírfolyam, globális szintű pénznyomtatás nélkül önmagában nem valószínű, hogy elég lenne összesen 4 milliárd eurónyi forrás bevonásához. Bár a hazai gazdaságpolitika jó úton halad, a magyar piac hagyományos megítélése, amely szerint a kockázati étvágy ingadozásai felerősítve jelentkeztek ezen a piacon, tartósan nem változott még meg. A hazai eszközök ártértékelése folyamatban van, amit mutat a piac csökkenő sérülékenysége is, ahogyan például képes volt lerázni magáról az Észak-Afrikából vagy Japánból érkező rossz híreket. A külföldi hangulatra való érzékenység végső oka azonban a magas külső adósság, így a külföldre való ráutaltság hosszú távon olyan mértékben csökkenhet, ahogy a külső adósságot ledolgozzuk. Éppen ezért az, hogy milyen devizában áll fenn ez a külső adósság, inkább a befektetők igényei, mandátuma, valamint az MNB tartalékiénye kell, hogy megszabja.

A külföldiek állampapírállománya



Forrás: ÁKK

A magyar CDS-felár



Forrás: Bloomberg

A külföldi befektetők és a magyar adósságkezelés kapcsolata azért érdemel jelenleg kitüntetett figyelmet, mert most indult be igazán az a folyamat, amelyben a szupranacionális intézmények (IMF, EU Bizottság, Világbank) hiteleit piaci finanszírozásra cseréljük. A külföldiek szerepe a hazai piacon annál is inkább aktuális, mert április 13-án a külföldiek forintállampapír-állománya ismét 3000 milliárd fölé nőtt. Első körben ez azt jelzi, hogy a hosszan tartó pesszimizmus után az alulpozicionált külföldiek egy része semleges súlyra töltötte portfólióit magyar kötvényekből. Nagy kérdés azonban, hogy a 2008 végén brutális sebességgel leépült külföldi forintállampapír-állomány egyensúlyi szintje hol lehet, hiszen kézenfekvő gondolat, hogy a két és fél éves csúcsra ugrott külföldi pozíció túlvett piacot jelez. Nem világos ugyanis, hogy a befektetői kör, amely ezt az adósságot korábban tartotta, később, a fundamentumok javulásával, a válság lecsengése után képes lesz-e ismét finanszírozni a magyar államot, vagy egyszerűen megszűnt létezni, így az egyensúlyi szint valahol lejjebb van, mint 2008-at megelőzően. 2008 végén ezek a hagyományos értelemben vett, kontinentális (német-osztrák) konvergencia-befektetők kivéreztek, óriási kivonások történtek az alapokból a kockázattól való általános elfordulás következtében. A korábbi konvergencia-alapok önmaguk árnyékai, a válság elmúltával sem épültek vissza, már csak azért sem, mert azóta a nominális konvergencia fogalma is értelmét veszítette. Ma már legfeljebb arra szorítkoznak ezek az alapok, hogy taktikai pozíciókat vegyenek fel a magyar piacon néhány hónapra. Az európai bankrendszert ráadásul az is sújtja, hogy könyvei tele vannak az

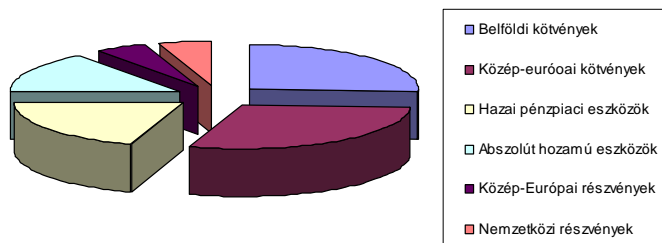
eurozóna perifériáján fekvő országok kötvényeivel, amelyek növekvő csődkockázata indokolhatatlanná teszi számukra további rizikó vállalását, például a magyar kötvénypiacon.

A jó hír az, hogy a jelek szerint az elmúlt két évben nem kis részben a pénznyomtatás közvetett hatásainak köszönhetően megerősödtek azok az amerikai nyugdíjalapok és nagy dedikált feltörekvő piaci alapkezelők, (még ázsiai jegybankról is lehet hallani ebben az összefüggésben), akik stratégiai befektetőként jelentős feltörekvő piaci kitettséget keresnek. Az idei magyar devizakötvény-kibocsátás szerkezetét, amelyben a dollár-euro arány 3:1 is az indokolta, hogy az amerikai alapok részéről lényegesen erősebb a kereslet az ilyen típusú eszközök iránt. Nem véletlen az sem, hogy a lengyel állam is dollárkötvény-kibocsátással jelent meg a héten. A forintkötvények piacán is az amerikai vevők voltak az elmúlt hetek főszereplői, akik gyakorlatilag az év eleje óta megvették az állam által piacra dobott mennyiséget, miközben a belföld passzivitásba húzódott. Az amerikai végbefektetők növekvő jelentőségét látva úgy tűnik, a külföld pozícionáltságának megítéléséhez a korábbi, 2008 nyarán beállított csúcs jelentheti megint a viszonyítási pontot.

Ajánlott portfólió:

A jelenlegi piaci környezetben az AEGON Alapkezelő az alábbi portfólió összetételt tartja ideálisnak, amely közepes kockázati profiljával kiegyensúlyozott teljesítményt nyújthat:

Eszközök	Súly
Belföldi kötvények	26%
Közép-európai kötvények	29%
Hazai pénzüpiaci eszközök	20%
Abszolút hozamú eszközök	15%
Közép-Európai részvények	5%
Nemzetközi részvények	5%



Készítette az AEGON Global Asset Management / AAM CEE

Orbán Gábor – makroelemző, 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.