Havi elemzés – Február

Németh Gábor

# Csaknem 2100 milliárd állampapír a Templetonnál

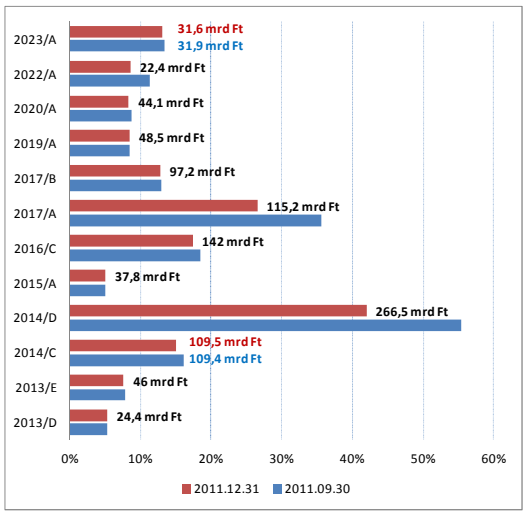
– Mit hoz a jövő?

**A napokban kiderült, hogy továbbra is a Franklin Templeton befektetési alapkezelő a magyar állam legnagyobb hitelezője: immáron csaknem 2100 milliárd forint összegű forintos és devizás magyar állampapírt tart. A Templeton által kezelt összvagyon közelítőleg a magyar gazdaság hatéves teljesítményével egyezik meg, így ennek csak töredékét jelenti a magyar kitettség.**

A nemrég napvilágot látott, 2011 végi adatok szerint nem vált meg magyar állampapírtól a Franklin Templeton alapkezelő, mi több, kis mértékben növelte is kitettségét az egy negyedévvel korábban birtokolt mennyiséghez képest. Az amerikai szereplő a december 31-i állapot alapján a forintban kibocsátott államkötvényekből névértéken összesen 985,1 milliárd forintnyit (egy negyedévvel korábban 985,3), a devizakötvényekből év végi árfolyamon számítva 1038,2 milliárd forintnyit (915,6), míg diszkont kincstárjegyekből 51 milliárd forintnyit (52,3) birtokolt.

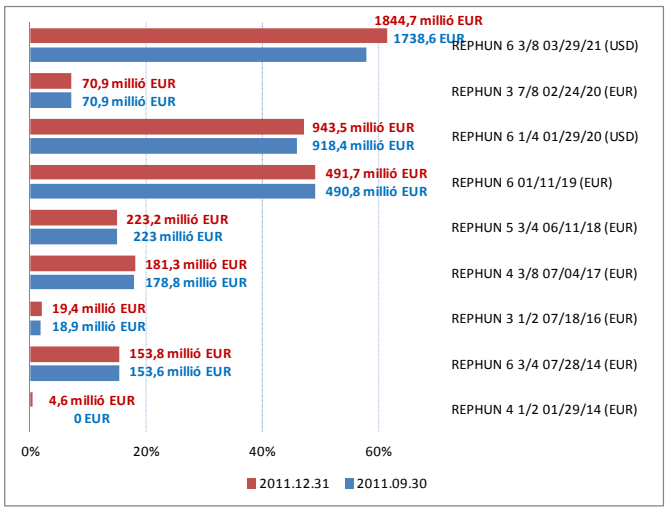
A forintalapú államkötvényeinél lényegében nem változtatott a korábban kialakított portfólión, egyes papíroknál (2017/A, 2014/D) azonban - az ÁKK új kibocsátásai következtében - lényegesen csökkent a teljes piaci állományra vetített koncentrációja. A forintra átszámolt devizaalapú magyar állampapír-állománya azonban nem csak a magyar fizetőeszköz leértékelődésének köszönhetően nőtt, hanem abban új vásárlások is szerepet játszottak: 8,7 millió euró illetve 131,2 millió dollár névértékkel növelte pozícióját, ami - tekintettel ezen papírok piacára - lényegesnek tekintendő. Ezeknél a kötvényeknél kevesebb papírra fókuszált a nagybefektető, ott azonban kiugró a piaci részesedése. Mindezzel a külföldi befektetők forint állampapír állományának 26%-a, a magyar központi költségvetés teljes bruttó államadósságának pedig 10%-a az amerikai befektető kezében összpontosul.

1. A Templeton magyar forintkötvényei és azok piaci koncentrációja




Forrás: Bloomberg, AKK

2. A Templeton magyar devizakötvényei és azok piaci koncentrációja




Forrás: Bloomberg, AKK

**Hogyan tovább?** Nem lehet figyelmen kívül hagyni azt a tényt, hogy a Templeton a magyar papírokat az alapok referenciaindexéhez képest látványosan felülsúlyozta. A magyar állampapírok döntő többsége (több, mint 90%-a) két alapra korlátozódik: Global Bond Fund és Global Total Return Fund, melyek benchmarkjában 1%-nál is kisebb súllyal szerepelnek magyar papírok, szemben a Templeton 6%-ot is meghaladó magyar kitettségével.

**Mivel indokolható mindez?** Az amerikai befektető nyár végi fokozott érdeklődése – amikor hazánkbeli érdekeltségét döntő részben kialakította - a Széll Kálmán Terv által keltett befektetői bizalommal, az akkori várakozások szerint a kedvező feltörekvő piaci befektetői hangulattal, a fejlődő piaci kötvényalapokba történő hatalmas tőkebeáramlással, valamint a rendkívül alacsonyra süllyedt fejlett és eközben vonzó magyar állampapír-piaci hozamkörnyezettel egyaránt magyarázható volt. Mindezek mellett más feltörekvő országok államkötvényeit, így például a lengyelt is hatalmas mértékben vásárolta.

**Mi változott azóta?** Az európai adósságválság eszkalálódása, a bizonytalan nemzetközi befektetői hangulat és a magyar gazdaságpolitikába vetett bizalom gyengülése következtében 2011 végére hazánk elvesztette a befektetésre ajánlott hitelbesorolását, a forint történelmi mélypontjára gyengült, az ország csődkockázatát mérő CDS-felár történelmi csúcspontjára emelkedett, ami hirtelen egekbe szökő állampapírhozamokkal párosult. Mindez érzékenyen érintette a Franklin Templeton magyarországi kitettségét is: a hosszabb futamidejű forintkötvényeken a hozamok megugrása miatt akár 20%-ot is meghaladó (nem realizált) árfolyamvesztesége is keletkezhetett, míg ha nem fedezte devizakitettségét az további 20%-ot meghaladó értékvesztést okozhatott neki. (Érdekes lenne tudni, hogy milyen mértékben hedgelte magyar állampapírjait a portfólió menedzser.)

Mindezekkel szemben megnyugtató tény, hogy az amerikai szereplő nem szabadult meg magyar állampapírjaitól, még ilyen feszült piaci körülmények között sem. Egyrészről befektetési politikája lehetővé tette, hogy a bóvliba vágás után is tartsa magyar papírjait, másrészről minden bizonnyal megértette, hogy a magyar piac likviditása nem tesz lehetővé hirtelen nagy volumenű eladásokat, a hatalmas pozícióból való kiszállás már sokkal nehezebb, mint annak felépítése. A fentiek nagyban segíthették a hazai állampapírpiac teljes „befagyásának” elkerülését a 2012 januárjában bekövetkezett rendkívül feszült helyzetben. Valószínűsíthető az a forgatókönyv, hogy az alapkezelő közép- vagy hosszú távon gondolkodik, s megvárja egyes kötvények kifutását, illetve kedvező piaci hangulatban, jó árfolyamon ad csak el, pánik esetén pedig elképzelhető, hogy inkább tovább vásárol, ezzel védve korábbi pozícióját.

Ebből a szempontból még szerencsésnek is mondható, hogy a nagy koncentráció nyilvánvaló veszélyei ellenére egy olyan külföldi végbefektető vette át a magán-nyugdíjpénztári átalakítások után hosszú távon kieső 1350 milliárd Ft-os, illetve a hazai pénzintézeteknél tapasztalható gyengülő keresletet, aki közép és hosszú befektetési horizonttal rendelkezik, s pánikhelyzetben feltehetően csak akkor adja el magyar állampapírjait, ha arra a cég kockázatkezelői utasítják, vagy tőkekivonások miatt kényszerlikvidálásokra szorul.

Mindez sokkal kedvezőbb, mintha számos gyorsabban mozgó befektetőnél – például banki proprietary trading deskeknél vagy hedge fundoknál - volna ez az állomány, mivel azok kedvezőtlen piaci folyamatok esetén egymás eladásaitól félve, egyszerre próbálnának kiszállni a magyar papírokból.

Összességében tehát elmondható, hogy megbízható, stabil befektető kezében összpontosul a magyar államadósság jelentős hányada, amely az állampapírpiac szerkezetében mutatkozó törékenységet (többek között a külföldi befektetők egyre magasabb részaránya által előrevetített veszélyeket) némileg csillapítja. Mindezek ellenére természetesen nem dőlhetünk hátra, a magyar állampapírpiac továbbra is fokozottan sérülékeny: nemcsak a magyar gazdaságpolitikával és az EU/IMF megállapodással kapcsolatos kérdőjelek, hanem a nemzetközi befektetői hangulat és az európai adósságválság jövője miatt is.

**Készítette az AEGON Magyarország Befektetési Alapkezelő Zrt. / AAM CEE**
**Németh Gábor – elemző, kötvény portfolió menedzser**
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 Magyarország Befektetési Alapkezelő Zrt. / AAM CEE nem vállal felelősséget a jelen kiadvány alapján hozott befektetési döntésért és annak következményeiért, illetve a dokumentumban található adatok esetleges hiányosságaiért vagy pontatlanságaiért.