

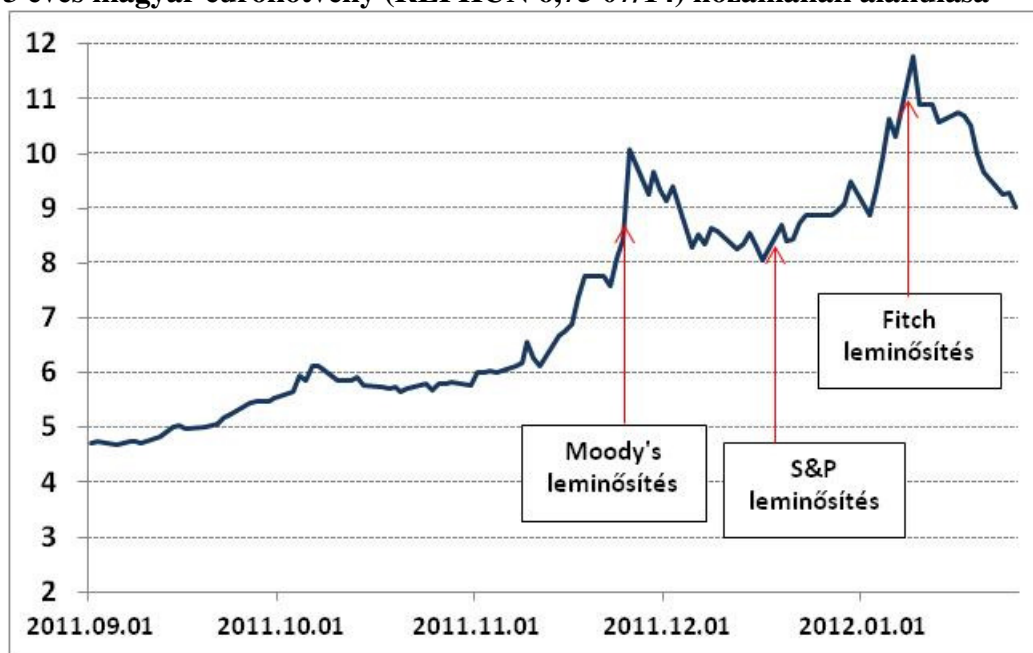
Szakértői vélemény – Bakos Ádám

Tényleg jó befektetés a magyar állampapír? – peer group elemzés

A magyar állampapírok – különösen a devizában kibocsátott papírok – árfolyamát nagyon érzékenyen érintette, hogy immár mindhárom nagy hitelminősítő intézet (Moody's, S&P, Fitch) befektetésre nem ajánlott kategóriába helyezte hazánk kötvényeit (egy kivétellel: a Fitchnél a forintadósság besorolása még éppen csak, de befektetésre ajánlott). Noha a hitelminősítők reputációja sokat romlott az elmúlt években, és a befektetői kör sem olyan érzékeny a besorolásokra, mint korábban, még így is komoly ütés volt a papírok árfolyamára a leminősítések sora, különösen azok egyik fontos következménye: a harmadik leminősítés után az eurós papírok elveszítették egy fontos tulajdonságukat: az EKB nem fogadja el fedezetként ezeket a papírjainkat. Ezt a hatást felnagyította az európai bankrendszer mérlegalkalmazkodása, vagyis a mérlegben a kockázatos eszközök tőkéhez viszonyított arányának javítása. A felsorolt erők olyan kínálati nyomást okoztak a magyar eurókötvényekben, amely sem a forintban, sem például a dollárban kibocsátott hazai államkötvények esetében nem volt tapasztalható. A kötvények felárai így a kockázati felár (CDS) emelkedésénél is jobban tágultak.

Nem befektetési kategóriájú országnak lenni rosszul hangzik ugyan, de azért nem a világ vége. Itt is van élet, és érdemes is körbe nézni, milyen társaságba kerültünk, hiszen a hitelminősítők nem gyorsnászádok, bizony időbe fog telni, mire megint befektetésre ajánlanak magyar állampapírokat. Ritkán akad arra példa, hogy egy szuverén adós befektetési kategóriából kikerül, majd ismét relatív gyorsan visszakerül az elitbe. Természetesen az összes továbbiakban felsorolt esetnek egyedi jellemzői vannak, valószínűleg nehezen húzható párhuzam a jelenlegi magyar helyzettel, de egy valami tény: a hitelminősítők szakemberei jól megfontolják, mielőtt kategóriaugrást eredményező döntést hoznak.

3 éves magyar eurókötvény (REPHUN 6,75 07/14) hozamának alakulása

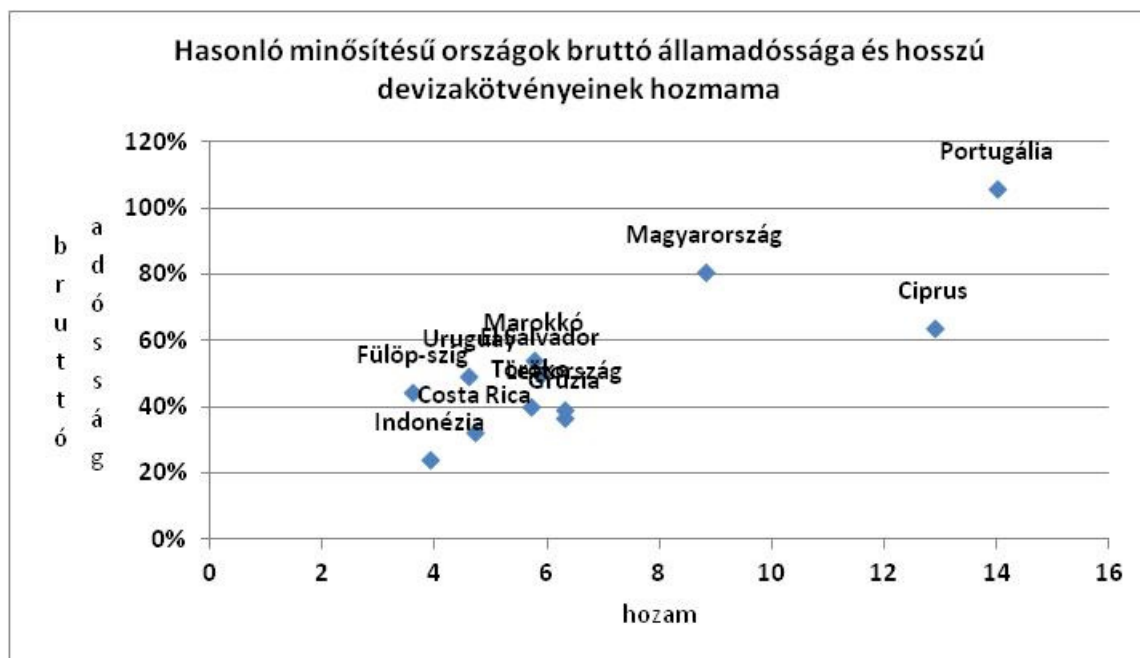


Forrás: Bloomberg, AEGON Alapkezelő

Uruguay államadóssága 1997 és 2002 között BBB- minősítéssel rendelkezett, a 2002-es bővliba sorolás után 2003 végéig még folyamatosan romlott az ország hitelbesorolása, az év nyarán kénytelenek voltak restrukturálni hiteleiket, majd 2003-tól folyamatosan emelkedő minősítések után csak 2011-ben lett ismét BBB-, azaz befektetési kategóriájú az ország minősítése. Talán Kolumbia jobb példa (elkerülte az adósság átütemezést), az ország 1993 és 1999 között legalább egy hitelminősítőnél a legjobbak közé tartozott (BBB-, Baa3), de az évi leminősítése után szintén csak 2011-ben lett újra a befektetési kategória tagja. A vállalati szektorban gyakoribb, hogy a cégek gazdasági ciklusokkal együtt mozogva vándorolnak befektetési kategóriából ki és be. Az S&P kimutatásai szerint a legutóbbi válság során 2007 közepétől 2009-ig 155 vállalatot vágtak „bóvli” kategóriába, ezekből a 2011 elejéig mindössze 17 (alig több, mint 10%) kapaszkodott vissza az elitbe, átlagosan 1,5 évet töltve a besorolások alsóbb bugyaiban.

Fel kell készülni tehát arra, hogy ebben a „megbélyegzett” csoportban maradnak a magyar állampapírok egy jó ideig, de ha megnézzük új versenytársaink által kínált hozamokat, érdekes eredményre jutunk. Három csoportba tudjuk sorolni az országokat, amelyek legalább két dupla B-s minősítéssel rendelkeznek. Az első csoportba rakjuk az európai adósságválság során leminősített országokat, Portugáliát és Ciprust és ide sorolható talán Izland is. Portugália és Ciprus papírjaival jóval 10% felett kereskednek, de náluk a csőd elkerülése - a görög helyzethez hasonlóan - csak a nemzetközi szervezetek jóindulatától függ. Izland a bankrendszer 2008-as összeomlása után tavaly vissza tudott térni a piacra, dollárban kibocsátott kötvényeivel 4,5% körüli hozamon kereskednek.

Ázsiai és latin-amerikai feltörekvő országok főleg dollárban kibocsátott adóssággal rendelkező heterogén csoportja (Salvador, Fülöp-Szigetek, Uruguay, Guatemala, Costa Rica, Indonézia) képezi a következő csoportot. A dollár blokk országaira jellemzőbb, hogy alacsonyabb államadósságszintekkel rendelkeznek, és inkább a magasabb politikai kockázatok húzzák lefelé a minősítést. A legmagasabb hozamszint, amit ebben a körben jelenleg el tudunk érni, az 6,5%, ezt Salvador 11 éves papírjai fizetnek. (Nem szabad elfelejteni, hogy a dollárkötvények likviditása pedig általában jóval mélyebb, mint feltörekvő országok euró kötvényeie, a magyar dollárkötvények is nagyjából 1 százalékkal kevesebbet hoznak dollárban). A tág kelet-európai/afrikai régió feltörekvő országai (Grúzia, Montenegró, Jordánia, Törökország, Románia, Lettország) között pedig Montenegró a rekorder, négyéves papírja 10% euróhozamot ígér most, a többi ország 6% körül tudja magát euróban finanszírozni. Egy gyors pillantást vetve a vállalati szektorra: a dupla B-s kibocsátók átlagosan 5,77% hozamot fizetnek dollárban (Citi HY index) és 7,67%-ot euróban (CEMBI index).



Forrás: Bloomberg, AEGON Alapkezelő

Megjegyzés: az ábrán a felsoroltak közül csak azokat az országokat tüntettük fel, amelyeknek 8-10 éves devizakötvénye van és arra létezik másodpiaci árjegyzés. Magyarország, Marokkó, Törökország, Ciprus és Portugália estén euróhozam, a többi országnál dollárhozam került feltüntetésre. Az államadósság az IMF 2011-re vonatkozó becsléseit mutatja.

Kicsit alaposabban megvizsgálva új versenytársaink által kínált hozamokat arra jutottunk tehát, hogy a jelenlegi magyar hozamszintek még ebben a szegmensben is magasnak tűnnek. A hitelbesorolások oldaláról közelítve a magyar állampapírokéhoz hasonló euró/dollárhozamokat ma a hasonló besorolású szuverén kibocsátóknál alig találni, és még a vállalati kibocsátók között is inkább a magasabb kockázatú iparágakban kéne keresgelnünk.

Ezek alapján azt gondoljuk, hogy felminősítésekkel egyelőre nem kalkulálva (amelyekhez, mint láttuk, általában idő kell) is van tér az árfolyam-erősödére. Ezért – ahol a befektetési politika engedi – az AEGON alapokba is (kötvény- és total return alapokba egyaránt) vásároltunk ezekből a papírokból. Nem szabad azonban szem elől téveszteni a fundamentumokat sem, a fenti ábra jól mutatja, hogy az adósságszint alapján akár indokolt is lehet a magyar devizakötvények magasabb hozama, viszont arról sem szabad elfeledkezni, hogy a leminősítések mellett a fent taglalt kereslet-kínálati faktorok is jelentős szerepet játszottak a felárak/hozamok emelkedésében.

Készítette az AEGON Magyarország Befektetési Alapkezelő Zrt. / AAM CEE

Bakos Ádám – szenior kötvény-portfóliómenedzser

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.