

Havi elemzés – Március

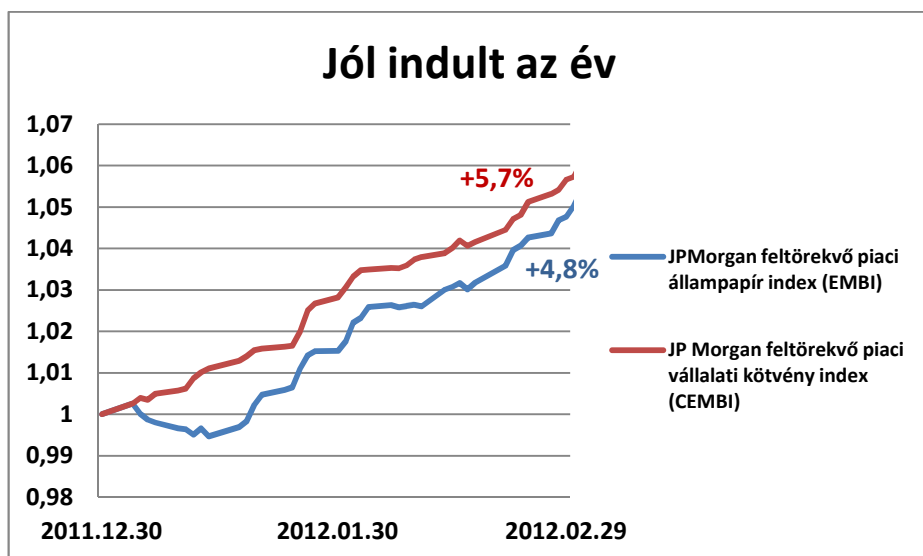
Bakos Ádám

Van-e ennél lejjebb? Mi jön most a kötvénypiacokon?

Sokat gondolkozhattak rajta az Európai Központi Bankban, hogyan csináljanak úgy mennyiségi lazítást (quantitative easing), hogy arról azért el lehessen magyarázni, hogy mégsem az. Így született meg tavaly decemberben az a megoldás, hogy az EKB korlátlan mennyiségben hároméves forrást biztosít az euroövezet bankjai számára. Az ötlet az volt, hogy ezáltal közvetlenül nem lép a piacra az EKB, de a bankok a pénz jó részét kötvényvásárlásra fordítva jelentősen lenyomják a kötvényfelárakat/hozamokat.

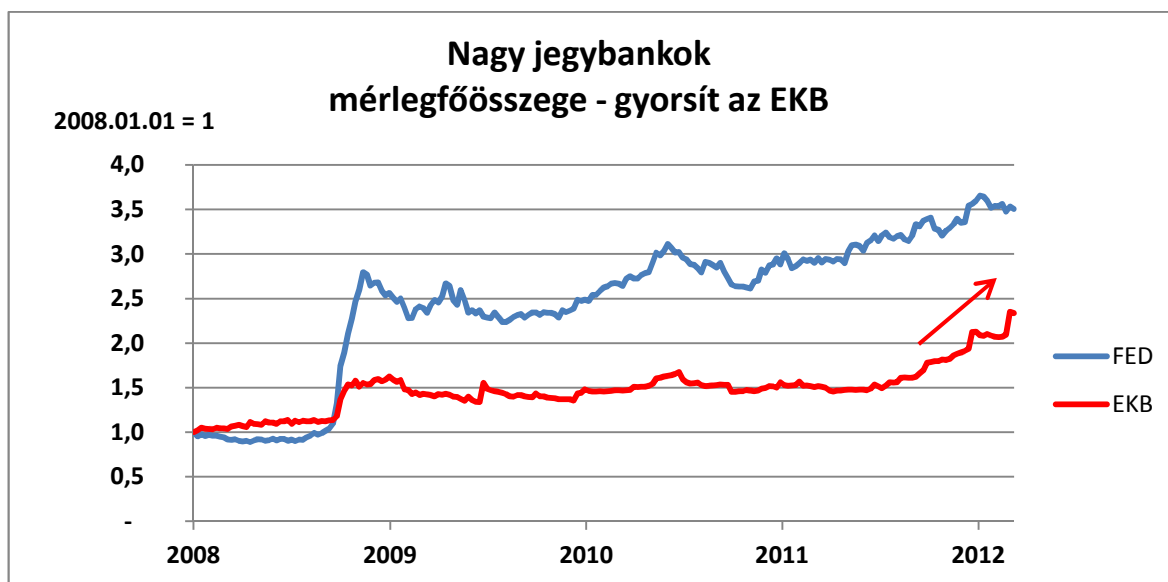
Jelentem, a terv működött. A bankok olcsón jutottak forráshoz, ezt magasabb hozamú euroövezeti állampapírokba fektették, csökkentve a kritikus szinteken tartózkodó perifériás hozamokat, és így az államcsőd valószínűségét is. Természetesen annyi pénzt a bankok nagy része felvett, hogy a következő években lejárá kötvényeit törleszteni tudja, így a pénzügyi szektor refinanszírozási kockázata is mérséklődött, ami persze a banki hozamszintek alakulásában is tükröződött. A dominóhatás nem állt meg itt: a javuló banki helyzet várhatóan javuló hitelezési hajlandóságot és javuló reálgazdasági aktivitást jelent, így a vállalati kötvények is erősödésnek indultak. A kockázati prémiumok mérséklődése pedig húzta magával a kötvény eszközosztály többi szereplőjét is. A számok nyelvére lefordítva: aki olasz tízéves állampapírba fektette pénzét 15 százalékos keresett év vége óta; az eurózónás banki senior papírok indexe 6,5 százalékos hozamot produkált ebben az időszakban, de alárendelt papírokban kétszámjegyű euróhozamokat lehetett elérni.

Ugyanezen az időtávon az európai vállalati papírok hozama befektetési kategóriában 3,5%, míg a magasabb kockázatú papírok esetén 9 százalékos volt. A feltörekvő piacokon is hasonló a helyzet: a dollárban kibocsátott állampapírok teljesítményét mérő EMBIG index két hónap alatt 5 százalékos emelkedett, a vállalati teljesítményeket mutató CEMBI index majdnem 6 százalékkal van feljebb dollárban számolva. (Forintban befektetve az árfolyamkockázat fedezésével voltak elérhetőek ezek a hozamok, hiszen a forint párhuzamos erősödése csökkenti a fedezetlen devizabefektetések hozamát.)



Kötvénybefektetőként nem volt nehéz tehát jó teljesítményt elérni ebben az időszakban, de érdemes-e ezek után is kötvényekbe fektetni? Sok érvet és ellenérvet lehet felsorolni, de nézzük az általam legvalószínűbbnek tartott forgatókönyvet.

A felárak csökkenése egyelőre azt mutatja, az LTRO és a görög adósságcsere az extrém események (Európai bankrendszer összeomlása/eurozóna szétesése) bekövetkezésének valószínűségét jelentősen csökkentette, a mostani árakban ezek a kockázatok már nem (vagy csak nagyon kis valószínűséggel) szerepelnek. A piacot tehát megint a „szokásos”, unalmas kérdések fogják mozgatni: elkezd-e tényleg hitelezni a bankrendszer, mekkora lesz a kínai növekedés, a magas olajárnak milyen hatása lesz a keresletre és az inflációra? A makroadatokat pedig egyelőre biztatóak, főleg Amerikában, egy újabb globális recessziótól nem kell tartani, a kötvényeknek pedig pont egy stabil, nem túl magas növekedés a legkedvezőbb környezet.



Forrás: AEGON Alapkezelő, Bloomberg

Az értékeltségi szinteket érdekes kettőség jellemzi: a kötvényfelárak még mindig attraktív szinten vannak, de a hozamok (a rekord alacsony kockázatmentes német és amerikai hozamok nyomán) így is a legtöbb kategóriában a történelmi minimum közelében tartózkodnak. Azonban nem szabad elfelejteni, hogy a következő két-három évben a nagy jegybankok nem fognak érdemben szigorítani a rendkívül laza monetáris politikán, így a hozamokra felfelé irányuló nyomás ebből az irányból nem várható. A felárak így még inkább felértékelődnek, hiszen ha abszolút szintjük nem is kiugróan magas, a mögöttes hozamhoz viszonyított arányuk kiemelkedő, ami biztosítja a megfelelő keresletet. Biztosnak tűnik azonban, hogy az év elején tapasztalt általános kötvénypiaci erősödés nem tud folytatódni – inkább várható időszakról időszakra egy-egy szektor vagy egy-egy régió jó teljesítménye.

Sokan felteszik a kérdést, az itthoni 7-8 százalékos banki kamatok mellett miért fektetne az ember vállalati, vagy kockázatosabb feltörekvő piaci kötvényalapokba? Tény, hogy az egyes vállalatok, országok papírjainak devizahozamai nem biztos, hogy elérik a forint állampapírok, bankbetétek hozamát, de forintban számolva ehhez még hozzá lehet kalkulálni a kemény deviza/forint közti piaci kamatkülönbséget, amely bőven az említett szintek fölé emeli a befektetés „bekerülési” hozamát.

Összességében tehát még mindig vonzó az eszközosztály, azok a konzervatívabb befektetők, akik a részvényeket túl kockázatosnak tartják, bátran – de körültekintően – választhatnak maguknak vállalati-, feltörekvő piaci kötvényalapot. A valamivel nyugodtabb piaci környezet, oldalazó piac még így is tisztességes – ha nem is csillagászati – hozamokat eredményezhet, a kisbefektetők számára is vállalható árfolyam-ingadozás mellett.

Készítette az AEGON Magyarország Befektetési Alapkezelő Zrt. / AAM CEE

Bakos Ádám – szenior kötvény portfólió 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.