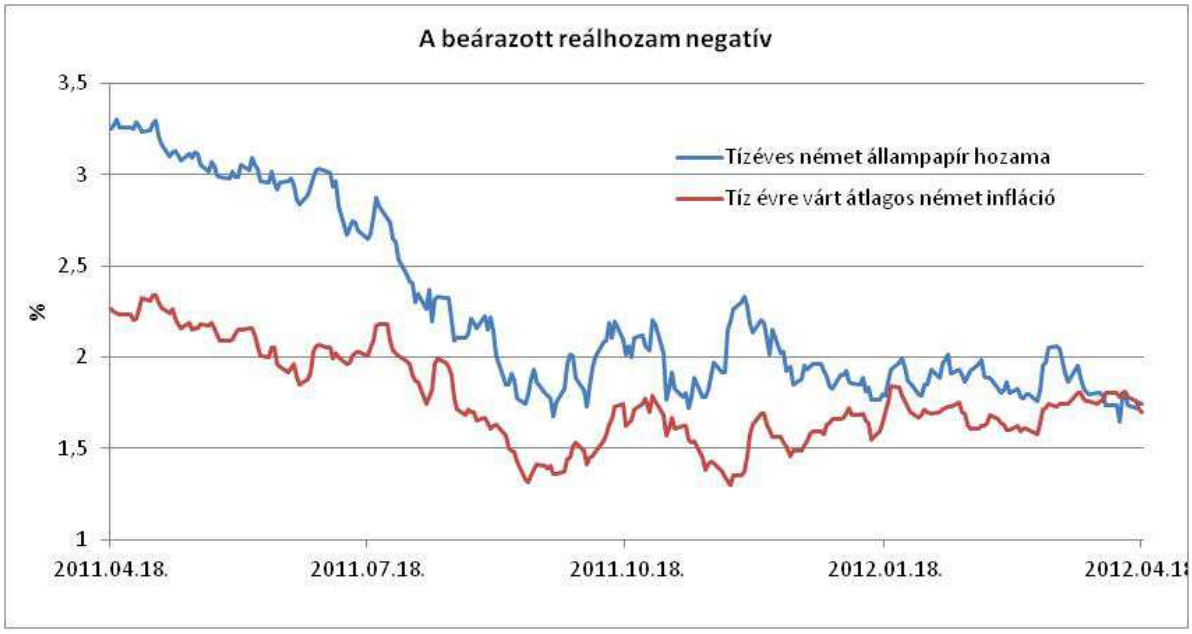
Havi elemzés – Április, Május

Bakos Ádám

Soha nem látott mélységben a német állampapírhozamok

A világgazdasági kilátások kedvezők, de sokan nem hisznek még az európai kilábalásban

Az alacsony fejlett piaci hozamok a 2008-as válság „melléktermékei", a rossz gazdasági kilátások, a jegybanki kötvényvásárlások és a biztonságos, jó minősítésű állampapírok iránti nagy kereslet mind egy irányba tolták a hozamokat: lefelé. Eközben a német és amerikai állampapírok mozgása és szintje is a piac aktuális kockázati étvágyának vagy éppen kockázatkerülésének egyik indikátorává vált.



Forrás: AEGON Magyarország Befektetési Alapkezelő Zrt.

A német állampapírok hozamának korábbi minimumát tavaly szeptemberben regisztráltuk, akkor 1,67 százalékra estek a hozamok, miközben tombolt az európai államadósság-válság és gyors ütemben romlottak a világgazdasági kilátások. Múlt hét elején újra 1,64 százalékra süllyedt a tízéves német állampapírok hozama, a befektetők még soha nem kértek ilyen kevés kompenzációt Európa legnagyobb gazdaságának hitelezéséért. A kockázatos piacok nagy részének héthónapos teljesítménye azonban ennél jóval pozitívabb képet tükröz. A tavaly szeptemberi értékekhez képest a DAX 30, az MSCI World 16 százalékkal jár magasabban. A feláras kötvénypiacokon elmúlni látszik az ECB tenderek által okozott erősödés, de a feltörekvő piaci kötvények spreadjei is kb 100 bázisponttal csökkentek tavaly szeptember vége óta. Ne feledjük, márciusban még ennél is erősebbek voltak a piacok. Eközben a rekord alacsony német állampapírhozam azt mutatja, a kockázatkerülés hasonló szinteket ért el, mint hét hónapja. A mostani szintek azt jelezhetik, hogy az európai államkötvény-befektetők ugyanolyan pesszimisták, mint hét hónappal ezelőtt. Érdemes lehet összehasonlítani azonban, mennyit változott a piaci környezet az óta, indokolt-e a félelem. Melyik piacnak van igaza?

A világgazdasági kilátások kedvezőbbnek tűnnek. Az amerikai munkaerő-piaci adatok tavaly augusztus óta stabil növekedésről tanúskodnak, így nem csoda, hogy például a michigani egyetem fogyasztói bizalmi indexe is jóval magasabban áll (75,7 vs 59,4). A kínai gazdaság valamelyest lassul, de a beszerzési menedzser indexek (PMI) értéke az első negyedévben biztatóan alakult. Európában a PMI adatok nem ilyen jók, de drámainak nem nevezhető az alakulásuk, az eurózónás kompozit mutató a tavalyi utolsó negyedév gyászos számai után valamivel jobb első negyedévet produkált. Az IMF április elején négy negyedév óta először felfelé módosította a 2012-es világgazdasági növekedésre vonatkozó előrejelzéseit, bár tény, hogy jóval alacsonyabb bővülést vár, mint tavaly szeptemberben. Spanyolországon kívül minden jelentős régióban javuló kilátásokat jelzett előre a januári értékekhez képest. Gondoljunk arra is, hogy eközben a sikeres görög adósságcserével és az EKB kétéves tendereivel a pénzügyi szektor stabilitása is erősödött, amit többek között az EURIBOR-OIS spread szűkülése is jelez.

Forrás: AEGON Magyarország Befektetési Alapkezelő Zrt.

A pozitív fejlemények ellenére még mindig jelentős azoknak a befektetőknek a száma, akik nem hisznek az európai kilábalásban. Soros György például egyre súlyosbodó európai adósságválságról beszélt a napokban és Mario Draghi, az EKB elnöke múlt héten ismét figyelmeztetett, hogy a spanyol hozamok emelkedése azt mutatja, még mindig árgus szemekkel figyeli a piac, képes-e a spanyol kormány a vállalt átalakításokra. Nehezen tudom azonban elképzelni, hogy Spanyolországból egy második Olaszország lehet, tudván, hogy az európai döntéshozók, ha körülményesen is, de jelenős lépéseket tettek a válság megállítására. A piac talán belátja, ami bebizonyosodott az elmúlt években: több politikai és gazdasági érdek fűződik az eurózóna megmentéséhez, mint felbomlásához.

Van még egy érvem, ami amellett szól, hogy inkább a kötvénypiac túlzottan borúlátó. Tavaly szeptemberben az európai növekedési kilátások összeomlásával az inflációs várakozások is jelentősen csökkentek, így akkor az 1,67 százalékos tízéves hozam mellett a német inflációs várakozások is új minimumon, 1,36 százalékon álltak, tehát a kötvények egy minimális reálhozamot még biztosítottak a befektetőknek. Most viszont az állampapírhozamok úgy estek rekord alacsony szintre, hogy az inflációs várakozások épphogy csökkenésnek indultak, de magasabbak maradtak, mint a nominális hozamok, így a tíz évre várható reálhozam negatív – erre az elmúlt jó néhány évben nem volt példa.

Nem hiszem, hogy gyorsan megváltozik ez a furcsa helyzet, a piacok eltérő helyzetértékelése akár hónapokig is fennmaradhat. Amíg ilyen laza marad a jegybankok monetáris politikája, addig gyors emelkedés a fejlett piaci kötvényhozamokban nem várható, de a mostani rekord alacsony szintek ennek ellenére a fentiek fényében túlzottnak tűnnek.

Készítette az AEGON Magyarország Befektetési Alapkezelő Zrt. / AAM CEE
Bakos Ádám – szenior 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.