

## Havi elemzés – Március

### **Orbán Gábor: Brutális „fordulat” az állampapírpiacra**

Februárban és március elején komoly tőkekivonás és spekuláció zajlott a kelet-közép európai régió pénzügyi piacain. Miután a növekedési kilátások romlásával a régiós devizák reálfelértékelődése mögül eltűntek a fundamentumok, immár egyetlen mentségünk sincs növekvő eladósodásunkért (pláne devizában), és így vannak ezzel Lengyelországban is. Bár a zloty felülteljesítette a forint árfolyama, a hazai hírek, így az év második hetére egyértelműen tarthatatlanná vált magyar költségvetés és a jelenlegi struktúrában nyilvánvalóan nullára szűkült gazdaságpolitikai mozgástér volt a meghatározó abban, hogy nemcsak a német, de a lengyel kamatszinthez képest is drasztikusan tágult a magyar kamatfelár. A jelentős leértékelődést a szokásos korrekció követte, majd újabb eladási hullám és így tovább...

Mindeközben nem is a kötvényhozamok emelkedése, hanem a hozamgörbe elfordulása volt a legfeltűnőbb és legaggasztóbb jelenség az állampapírpiacra. Miközben az ÁKK a hírek szerint jelentős visszavásárlást tervez a 2010-2012-es papírokban (ennek első lépését márciusban végre is hajtotta 60 milliárd forint értékben), a hozamgörbe hosszú végét semmi sem horgonyozza. Március közepére szinte vízszintes hozamgörbe alakult ki, ami példátlan a hazai piac történetében, legalábbis a kétszámjegyű tartományban.

Mit lehet tenni? Nem sokat. Megítélésem szerint most a hangulat javításában az ÁKK visszavásárlási aukciói sokkal kevésbé tudnak segíteni, mint tavaly év végén. A lépés, hasonlóan a devizapiaci intervencióhoz, alkalmas arra, hogy a túlzott volatilitásból fakadó eladási nyomást enyhítse. Tavaly azonban a visszavásárlások – mind az MNB, mind az Államadósság Kezelő részéről – fő hozadéka az volt, hogy a bankrendszerben és az alapkezelőknél „lógó” papírt kiszivattyúzta, így javította az addig valóban katasztrofális likviditási helyzetet és csökkentette a piaci volatilitást, és a hosszabb lejáratokat is segítette. Mára ugyanakkor nem a likviditási problémák okozzák a kereslet hiányát, hanem általánosabb, fundamentális bizalmatlanság áll a háttérben. Ezt mutatja az is, hogy a hosszú távú fenntarthatósági kockázatokat is megtestesítő távoli, 8-10 éves lejáratokon érzékelhető eladói nyomás alakult ki.

A Fed szerdán jelentette be, hogy 300 milliárd dollár értékben vásárol 10 éves amerikai állampapírt. Ironikusan azt is mondhatnánk, hogy az ÁKK szerdai visszavásárlásai után kapott kedvet a Fed is; valójában inkább az angol jegybank hasonló akciójának sikere jelentette a példát. A bejelentésre adott reakció az állampapírhozamok csökkenése mellett a dollár gyengülése (két nap alatt közel 6%) és a részvénypiacok emelkedése volt, hiszen a befektetők fejében a lépés pénzügyi rendszert stabilizáló hatása sokkal fontosabb e pillanatban, mint az inflációs kockázat, ami az effektív bankóprézből fakad. A hazai piacok szempontjából mindenképpen kedvező hatásokra számíthatunk, hiszen egyrészt a gyengébb dollár a múltban általában segítette a feltörekvő piaci devizákat. Másrészt az utóbbi hónapokban globális szinten ugrásszerűen megnövekedett az állampapír-kínálat, hiszen minden kormány, amelyik teheti, igyekszik gazdaságát költségvetési eszközökkel élénkíteni. Az amerikai visszavásárlás ezt a nyomást enyhíti, így javítja a hazai államkötvények

értékesítési esélyeit. Mindezek a tényezők azonban sajnos egyelőre eltörpülnek a fenntarthatósági aggályokhoz képest, amelyek a hazai állami és magánadósságot továbbra is övezik.

Ismét úgy állunk, hogy belátható időn belül lehetetlen visszatérni a piaci, forintalapú finanszírozáshoz. Így az államadósság hosszú távú finanszírozhatóságával kapcsolatos aggályok is egyre inkább meggyökeresednek, véglegessé válnak. Noha a 20 milliárd eurós IMF/EU/Világbank-hitelkeret jelentős, ennek ellenére mégis véges. Ráadásul 2,5 milliárd eurót már elköltöttünk visszavásárlásokra, további kétmilliárdot félre kell tennünk a bankmentő csomagra, így legfeljebb 2011 elejéig bírjuk kötvénykibocsátás nélkül, még akkor is, ha a diszkontkincstárjegyek piacán megmarad a jelenleg szerencsére erőteljes kereslet. A hozamok emelkedése a forintot ideig-óráig megvédelmezi a komolyabb leértékelődéstől, de az államadósság finanszírozását csak a költségvetés teljes átalakítása lenne képes stabil alapokra helyezni.

---

Készítette az AEGON Magyarország Befektetési Alapkezelő Zrt. (1091 Budapest, Üllői út 1.)  
Orbán Gábor - makroelemző és kötvényportfolió-manager  
Felügyeleti szerv: Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyelete

Az oldalon megjelenő valamennyi információ kizárólag tájékoztatásul szolgál. Az AEGON Magyarország Befektetési Alapkezelő Zrt. nem vállal felelősséget a jelen kiadvány alapján hozott befektetési döntésért és annak következményeiért, illetve a dokumentumban található adatok esetleges hiányosságaiért vagy pontatlanságaiért.