

## Havi elemzés – Május

### Orbán Gábor: Gyengül a dollár, erősödik a forint: vissza a carry trade-hez?

A mögöttünk álló évtized egyik népszerű befektetési stratégiája volt a carry trade, ami 2007 közepétől kibontakozott pénzügyi válságban hirtelen elveszítette a jelentőségét. Az elmúlt hónapban látott dollárgyengülés, illetve azzal párhuzamosan a feltörekvő piacok erősödése felveti a kérdést: visszatérhet a carry trade?

A carry trade nem más, mint egy short pozíció a finanszírozó devizában (dollár, jen, svájci frank, de már ide kezdik sorolni a cseh koronát is), és long pozíció a magas kamatozású feltörekvő piaci devizában, például forintban. Három dolog mindenképpen kell hozzá: 1) alacsony hozamkörnyezet a fejlett piacokon, amely a befektetőket kockázat vállalására ösztönzi a fejlett piacokon kívüli kockázatosabb terepen, és egyúttal olcsó forrást biztosít a befektetés számára; 2) kell egy pozitív kamatkülönbözet, ami miatt érdemes megvenni és tartani a feltörekvő piaci devizát, még akkor is, ha a nem értékelődik fel a dollárhoz képest (a „carry” kifejezés ezt a jelenséget takarja); 3) a carry-deviza volatilitása mérsékelt kell, hogy legyen, hogy az árfolyamkockázatot ellensúlyozza a kamatfelár. A trendszerűen gyengülő dollár egyértelműen növeli a carry pozíció vonzerejét, így a két jelenség mögött részben oksági kapcsolatot is sejthetünk.

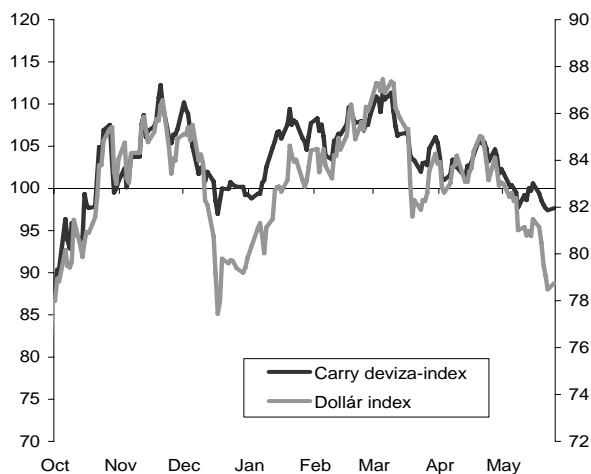
A dollár komolyabb gyengülésen ment keresztül az elmúlt hónapban, melynek hátterében, úgy tűnik, a kockázati étvágy erősödése állt. Eközben a feltörekvő piaci devizák, azon belül a magas kamatot ígérő „carry” devizák, így a forint is, bár kisebb mértékben, de mind felértékelődtek az elmúlt hetekben. A gyengébb dollár – erősebb feltörekvő devizák közötti összefüggés a múltban, a subprime válság kirobbanása előtt határozottan érvényesült, sőt a piaci folyamatok egyik legmeghatározóbb jelensége volt. 2003-2007 között, mint a bal oldali ábrán is látható, meglehetősen szoros összefüggés mutatkozott a dollár gyengülése és a carry devizák erősödése között. 2007 közepétől 2008 végéig az együttmozgás megtört, hiszen megnőtt a volatilitás és a globális forráshiány, illetve a tőkeáttétel leépítése közben a carry mint a befektetőket orientáló tényező jelentősége nulla közelébe csökkent. A Lehman-összeomlásban azután a maradék carry pozíció is felszámolódott: a kockázati étvágy drasztikus csökkenése a minőségbe menekülést eredményezte, ami a biztonságosabbnak ítélt dolláreszközök keresletét erősítette fel, szemben minden mással, így a carry devizákkal is. Ezen kívül a periféria országaiban elapadt a devizaliquiditás, ami a devizaforrások költségének (kamatának) drasztikus emelkedését okozta, így a carry számos esetben elpárolgott, a relatíve magas forint stb. kamatszint ellenére is.

A dollár-index és a carry devizák kapcsolata a közelmúltban és hosszabb távon

2003. január – 2009. május



2008. október – 2009. május



Forrás: Bloomberg.

A dollár-index a dollár euróval, jennel, fonttal, kanadai dollárral, svéd koronával és svájci frankkal szembeni határidős árfolyamának súlyozott átlagát mutatja. A carry deviza-index a forint, román lej, izlandi korona, ausztrál és új-zélandi dollár, illetve a dél-afrikai rand dollárral szembeni súlyozatlan átlagaként számolódik. Az alacsonyabb értékek a dollár főbb devizákkal szembeni gyengülését és a carry devizák erősödését jelentik.

A pénzügyi befektetők jelentős részét foglalkoztatja most az a kérdés, hogy ma érvényesülhetnek-e a régi összefüggések a dollár és a carry-devizák, illetve általában a kockázatos eszközök között, vagy a carry mint tényező utóbbi időben tapasztalt hiánya marad jellemző továbbra is.

A dilemma értékeléséhez a carry-játék feltételeihez kell visszanyúlnunk. Ami a hozamkörnyezetet illeti, a fejlett piacokon rendkívül alacsony a kamatszint, és érdemben javultak a finanszírozási feltételek, bár a források mégsem váltak olyan olcsóvá, mint 2007-et megelőzően. A kamatkülönbözet tekintetében hasonlóan vegyes a kép: bár a feltörekvő piaci kamatfelár egyértelműen nőtt az elmúlt hónapokban, az a dollár-/euróeszközök esetében is rendkívül vonzó, tehát önmagában a „carry” meglete nem feltétlenül csapódik le a feltörekvő piaci deviza felértékelődésében. Harmadsorban, a feltörekvő piaci devizák volatilitása, bár számottevően csökkent, még csak most kerül először összhangba a kamatkülönbözettel.

A helyzetet persze tovább bonyolítja, hogy a dollár gyengülése mögött részben az agresszív gazdaságélénkítő politikát folytató amerikai államba vetett bizalom csökkenése is meghúzódhat. A gigantikus méretű amerikai költségvetési hiány (az idén 13%) is nyomást gyakorol a dollárra, különösen mióta az Egyesült Államok leminősítése is szóbeszéd tárgya lett. Mindez az állampapírpiacon a hozamok emelkedésében, a hosszabb lejáratú kötvényekre nehezedő eladási nyomásban érhető tetten. Hogyan változik a kép, ha a dollár gyengülése rendezetlen, válságszerű formát ölt? Innentől kezdve átértékelődik a „kockázatos eszköz” fogalma is. A feltörekvő piaci eszközök számára ez a volatilitás általános emelkedése következtében inkább kedvezőtlen fordulatot hozna. Lehetséges persze, hogy az amerikai állampapírhozamok emelkedése csak a korábbi Lehman-csőd utáni menekülés korrekciója, illetve a kedvezőbb növekedési kilátások miatt növekvő reálhozam-elvárás kifejeződése, a feltörekvő piaci eszközök, így a forint is erősődéssel reagálhat. Amíg azonban ez a kérdés nem dől el, a carry-trade visszatéréséről a befektetések világába korai lenne még beszélni.

---

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.