

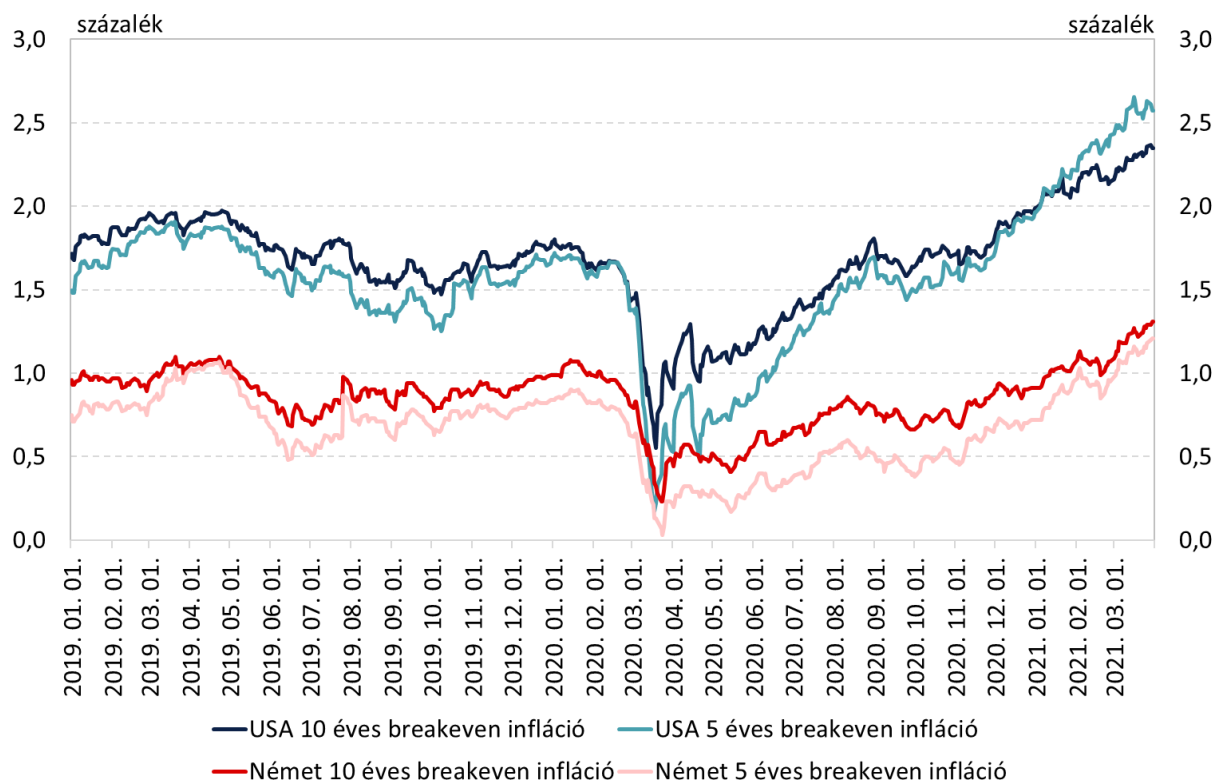
Viharos vizeken – a reflációs kockázatok emelkedése nem okozott turbulenciát a magyar állampapírpiacra

2021 év eleje óta a fejlett gazdaságokban megemelkedett az infláció alakulásával kapcsolatos bizonytalanság, felerősödtek az inflációs várakozások, reflációs kockázatok a gazdaságok újrainyitása és a jelentős amerikai fiskális élénkítés kapcsán. Mindez a globális kötvénypiacokon tőkekivonáshoz és a hozamok növekedéséhez vezetett. A magyar állampapírhozamok a nemzetközi folyamatokkal összhangban emelkedtek, országspecifikus elmozdulás csak a hozamgörbe leghosszabb szegmensében volt tapasztalható. Az országspecifikus tényezőkre reagálva, a piac stabilitásának fenntartása érdekében az MNB több lépésben, célzott finomhangolást hajtott végre állampapírvásárlási programján. Az intézkedések ellensúlyozni tudták az átmeneti országspecifikus tényezők hatását, így márciusban a hosszabb szegmensben a hozamok nagyobb mértékben csökkentek. Összességében az év első három hónapjában az MNB tartós piaci jelenlétének és az állampapírvásárlási program rugalmas alakításának is köszönhetően a hazai hozamok emelkedése beleillett a globális trendbe és jóval visszafogottabb volt a korábbi turbulens időszakokban tapasztaltnál.

Év eleje óta emelkedtek a reflációs kockázatok a globális pénzpiacokon

2021 év eleje óta a gazdaságok újrainyitásával kapcsolatos várakozások és az amerikai jelentős fiskális élénkítés miatt a fejlett és a feltörekvő gazdaságokban megemelkedtek az inflációs ráták, a hosszú távra vonatkozó inflációs várakozások. Az inflációra vonatkozó hosszútávú várakozások növekedése tükröződött az amerikai fix kamatozású és inflációkövető államkötvények hozamkülönbségének (ún. breakeven inflációs ráta) emelkedésében. Tavaly év végéhez képest közel 40 bázisponttal növekedett a tízéves papírok esetében ez a különbség, míg az ötéves futamidő esetében még nagyobb mértékben, 60 bázisponttal nőtt ugyanez a mutató. A két állampapír hozamkülönbségének emelkedése nemcsak az inflációs várakozások növekedését jelezheti, hanem az inflációval kapcsolatos bizonytalanság emelkedését is. Az európai piacon is hasonló tendenciák voltak megfigyelhetők, a 10 éves német breakeven inflációs ráta 40 bázisponttal, az ötéves 50 bázisponttal emelkedett.

1. ábra: Az amerikai és a német inflációs várakozások alakulása



Forrás: Bloomberg

Megjegyzés: A 10 éves és az 5 éves inflációkövető és fix kamatozású kötvény hozamának különbsége.

Az inflációs várakozások emelkedése a kötvénypiacokon tőkekivonáshoz és a hozamok növekedéséhez vezetett. Az inflációs várakozások emelkedése február végére-március elején volt a leginkább meghatározó, ebben az időszakban mind a feltörekvő, mind pedig a fejlett kötvénypiacokat tőkekivonás jellemezte az EPFR¹ adatai alapján. Mindezek hatására az amerikai 10 éves állampapír hozama 0,9 százalékos év eleji szintjéhez képest, több mint 80 bázisponttal 1,76 százalékra nőtt, míg a német tízéves hozam -0,6 százalékról, -0,28 százalékra emelkedett.

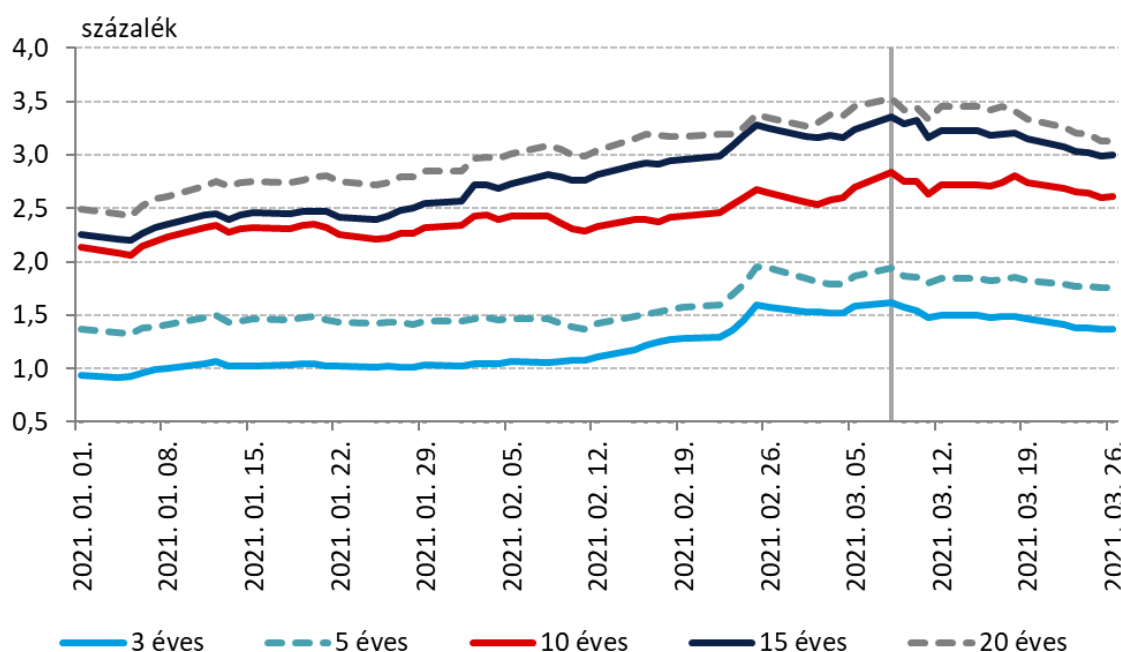
A magyar állampapírpiac is hozamemelkedés volt megfigyelhető

A magyar állampapírpiaci hozamok idei alakulását két időszakra lehet bontani. Március elejéig a hazai hozamok – a nemzetközi folyamatokkal összhangban – emelkedtek, ugyanakkor az emelkedés mértéke és háttere nem volt egységes, lejáratától és az adott állampapír-piaci sorozattól is függött. Amíg a rövidebb lejáratokon (3-10 év) 50-70 bázispontos emelkedést figyeltünk meg, addig a

¹ Globális befektetési alapok és tőzsdén kereskedett befektetési alapok (ETF) pénzügyi mozgásainak monitorozására szolgáló adatforrás.

hosszabbakon (15-20 év) 100-110 bázispontos növekedés volt tapasztalható. Az 5 éves hazai állampapír hozama az év elején tapasztalt 1,37 százalékos szintről 1,94 százalékra emelkedett. A 10 éves papír 2,8, míg a 15 és 20 éves papírok hozamai pedig 3,3 százalék fölé nőttek (4-6. ábra). **Ezzel szemben március utolsó heteiben a hazai hozamok érdemben mérséklődtek az első negyedév végéig (átlagosan 30 bázisponttal) főleg a hozamgörbe hosszabb végén (35-40 bázisponttal).** Így az 5 éves benchmark papír március legvégén 1,76, a 10 éves 2,6, míg a 15-20 évesek 3 százalék közelében alakultak.

2. ábra: A magyar állampapírpiaci hozamok elmozdulása



Forrás: Bloomberg

A hazai felárak alakulásában is hasonló tendenciák azonosíthatók. Az év eleje óta érdemi feláremelkedés volt tapasztalható, mely az elmúlt hetekben megfordult. Ráadásul az USA-val és Csehországgal összevetve a feláraink az első negyedév végén alacsonyabb szinten is alakultak, mint az az év elején volt megfigyelhető. Míg a német hozamokkal szembeni felárunk is a korábbi turbulens időszakokban tapasztaltnál jóval mérsékeltebben emelkedett.

1. táblázat: A hazai zérókupon hozamfelárak változása

	5 év				10 év			
	2021.01.01	2021.03.08	2021.03.31	változás az év elejéhez viszonyítva	2021.01.01	2021.03.08	2021.03.31	változás az év elejéhez viszonyítva
Lengyel	82	107	97	14	85	104	95	10
Cseh	53	48	30	-22	82	87	65	-17
Amerikai	97	110	94	-2	113	111	85	-28
Német	208	250	246	38	264	298	287	23
	15 év				20 év			
	2021.01.01	2021.03.08	2021.03.31	változás az év elejéhez viszonyítva	2021.01.01	2021.03.08	2021.03.31	változás az év elejéhez viszonyítva
Lengyel	70	128	102	32	82	159	110	28
Cseh	82	129	82	0	88	146	82	-6
Amerikai	95	119	84	-11	105	140	87	-17
Német	265	326	300	35	288	361	316	28

Forrás: Bloomberg

A hozamgörbe nagyobb részén országspecifikus tényezők nem játszottak szerepet a hozamemelkedésben, míg a leghosszabb szegmensben az MNB lépései ellensúlyozta azokat

Becsléseink alapján a március elejéig megfigyelt hazai hozamemelkedés esetében a **görbe nagyobb részén nem figyelhető meg országspecifikus faktor**, sokkal inkább globális tényezők húzódnak meg mögötte. **A hazai CDS-felárak továbbra is stabilak és a magyar devizakötvények felárai is inkább csökkentek**, amik azt sugallják, hogy a magyar szuverén adósság kockázati megítélése nem változott. Továbbá **az idei évre vonatkozó makrogazdasági előrejelzések kedvező képet festenek hazánkról és a világgazdaságról egyaránt**. A Bloomberg elemzői konszenzusa alapján a magyar GDP növekedés a legmagasabb lehet a régióban, míg a hiány várt értéke megfelel a régiós átlagnak.

A 10 év feletti lejáratokon azonban már látszanak országspecifikus tényezők, melyek március elejéig hozamaink emelkedésének irányába hatottak. Az egyik ilyen tényező az állampapírok kínálata. Az ÁKK az idei tervezett bruttó mintegy 3000 milliárd forintos kötvénykibocsátásának körülbelül 50 százaléka három hónap alatt megvalósult. A kedvező finanszírozási környezet kihasználása érdekében az adósságkezelő folytatta a tavaly elindított hosszítási stratégiát, aminek eredményeképp **a kibocsátások mintegy 45 százaléka a 10 év feletti szegmensre koncentráldott**. Ez több szempontból is előnyös: egyrészt csökkenti az

államadósság refinanszírozási kockázatát, másrészt hosszútávra rögzíti a jelenlegi kedvezőnek tekinthető finanszírozási költségeket, ugyanakkor **átmenetileg kínálati nyomást okozhatott a görbe leghosszabb szakaszán a hozamok emelkedését okozva**. Eközben több hosszú futamidejű sorozat esetében az MNB vásárlásai megközelítették az akkor érvényben lévő 50 százalékos határértéket (korlátosabb kereslet), ami a befektetők számára mérsékeltebb jövőbeli jegybanki beavatkozási kockázatát vetette fel. Ezen tényezők mellett a leghosszabb szegmensben tapasztalt nagyobb hozamemelkedéshez hozzájárulhatott az is, hogy a **sorozatok mérete alacsonyabb és a befektetői szerkezet koncentráltabb ezen értékpapírok esetében**. A 10 év feletti sorozatok közül a 33/A, a 34/A és a 41/A sem kerültek még be a fontosabb feltörekvő piaci kötvényindexekbe (igaz a 33/A már elérte az 1 milliárd dolláros sorozatméretet, így ez várhatóan hamarosan megtörténik). Ez egyrészt csökkenti a sorozatok iránti keresletet, másrészt az alacsonyabb állomány miatt kedvezőtlenebb lehet az értékpapír likviditása. A keresleti oldalt gyengíthette továbbá, hogy a **bankközi hozamok gyors emelkedése miatt a kamatswap (IRS) kamatokhoz képesti felárak csökkentek**. A bankok forrásköltségeit nagyban meghatározzák az IRS hozamok, így azok szintje és az állampapírpiaci hozamok közötti szpred az adott állampapír megvásárlásának jövedelmezőségét mutatja. A szpred szűkülésével tehát az állampapírok befektetési vonzereje érdemben mérséklődött, ami a hazai banki kereslet csökkenésének irányába hatott.

Az MNB reagálva a fejlett gazdaságokban erősödő reflációs kockázatok miatt növekvő volatilitásra, az állampapír-vásárlási programját idén több alkalommal módosította. Január végén, február elején heti 50 milliárd forint összegű vásárlásokat két lépésben, 60 milliárd forintra emelte, illetve jelezte, hogy a hazai hozamgörbe 10 évnél rövidebb szakaszán is végrehajt állampapírpiaci vásárlásokat, egészen az 5 éves lejáratú papírokig. Emellett **az MNB március 9-én arról is döntött, hogy eltörli az egyes sorozatoknál alkalmazott limitet** és jelezte, hogy amennyiben az állampapírpiac stabilitási és likviditási helyzete indokoltá teszi, vásárlásai az egyes kötvények esetében meghaladhatják az 50 százalékos részarányt. A módosítás következtében nőtt a program rugalmassága, hatékonysága azáltal, **hogy a vásárlások nagyobb mértékben koncentrálódhatnak az állampapírpiac azon szegmensére, amelyet épp nagyobb volatilitás jellemez**. Az állampapírpiaci hozamok stabilitását erősítette továbbá a **jegybank határozott kommunikációja és megerősített elköteleződése az inflációs cél elérése iránt**.

A korábbi számottevő fejlett piaci hozamemelkedések során a hazai állampapírhozamok meredeken nőttek, az aktuális időszakban stabilak maradtak

Az elmúlt időszakban historikus összevetésben is jól teljesítettek a hazai állampapírpiaci hozamok. A 2008-as pénzügyi válság, a 2013 közepi Fed taper tantrum², vagy akár a 2020 tavaszi – a koronavírus járvány első szakaszához kapcsolódó bizonytalanságok növekedése során – pénzügyi turbulencia idején a magyar benchmark papírok hozami és így feláraink is számottevően emelkedtek. Amíg a Fed taper során az amerikai 10 éves hozam egy negyedév alatt 100 bázispontot emelkedett, addig a magyar 200 bázisponttal nőtt. Ezzel szemben a Covid első szakaszában (2020 márciustól) az amerikai hozamok még csökkentek is (a német közel 50 bázisponttal nőtt), ugyanakkor a magyar hozamokban 100 bázispont körüli megugrás volt megfigyelhető. **2021-ben viszont az USA-hoz, valamint Csehországhoz viszonyított feláraink még csökkeni is tudtak az év elejéhez viszonyítva.** A hozamok stabilitása mellett legalább annyira fontos eredmény volt ebben az időszakban, hogy az aukciókat stabil kereslet jellemezte, az államadósság átlagos hátralévő futamideje pedig emelkedni tudott.

A korábbi turbulens időszakoknál stabilabb hazai hozamalakulásban szerepe volt az MNB folyamatos piaci jelenlétének, az állampapírvásárlási program rugalmas alakításának, illetve a jegybank infláció melletti erős elköteleződésről szóló kommunikációnak. Ha a GDP arányos állampapírvásárlásokat vizsgáljuk, az MNB globális összehasonlításban is előkelő helyet foglal el ebben a negyedévben, míg a régióban a legtöbb állampapírt vásárolta az MNB a bruttó hazai termék arányában (1,3 százalék). **Az állampapír-vásárlási program keretében vásárolt teljes kötvénymennyiség március végén 1730 milliárd forintot tett ki, amiből az állami készfizető kezesség mellett kibocsátott kötvények állománya 53 milliárd forint.**

A Monetáris Tanács többször jelezte, hogy az MNB az állampapír-vásárlási programot továbbra is tartós piaci jelenlét mellett, a heti vásárlások szerkezetét rugalmasan alakítva, a szükséges mértékben és a szükséges ideig fogja használni. Ez az erős elköteleződés nagyban hozzájárult ahhoz, hogy fennmaradt az állampapírpiac stabilitása és a támogató hozamkörnyezet.

² A Fed eszközvásárlási programjának kivezetéséről szóló információk nyomán fellépő bizonytalanságok és nem kívánt hozamemelkedések időszakát nevezik így, mely 2013 második negyedévében következett be.

„Szerkesztett formában megjelent a Portfolio.hu oldalon 2021. május 4-én.”

