

Az első félévben is töretlen volt a befektetők bizalma Magyarország iránt

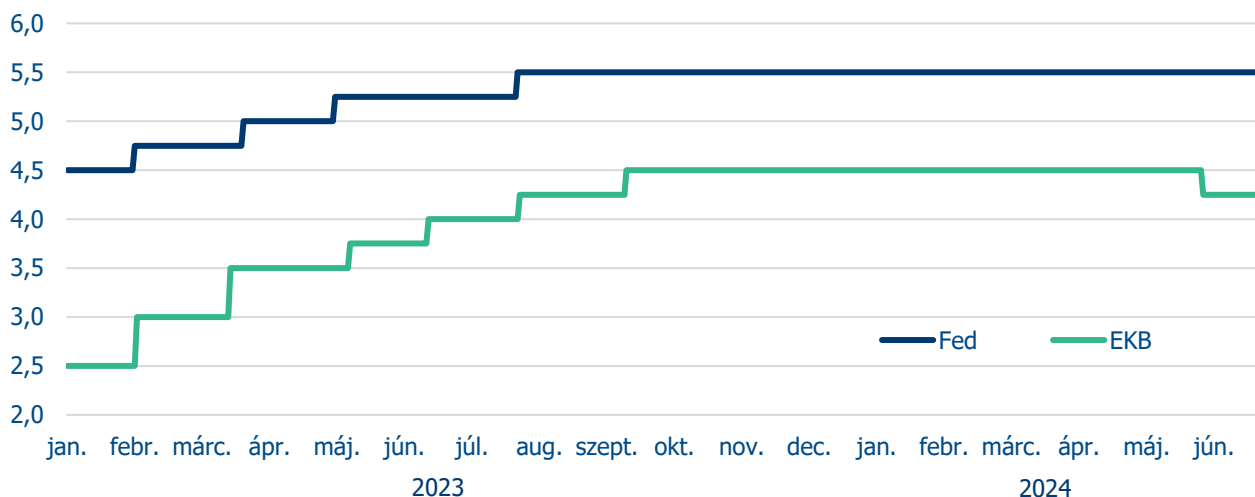
Beke Károly, ÁKK

Sikeres volt az adósságkezelés az első félévben, hiszen az egész évre tervezett forrásbevonás 60 százaléka teljesült, mind a három részpiac jól teljesített. Az intézményi forintpiacot érdemes alaposabban szemügyre venni, ahol a nagybefektetők bizalma töretlen volt, és ez a sikeres aukciókban meg is mutatkozott. Bár a forintkötvények hozamai érezhetően emelkedtek, ugyanakkor a nemzetközi folyamatokat is figyelembe véve ez normális folyamat.

A jegybankok mozgatták a nemzetközi hangulatot

A magyar állampapírpiac szempontjából is lényeges kérdés a nemzetközi hangulat alakulása, hiszen az amerikai vagy nyugat-európai piaci mozgások alól mi sem tudjuk kivonni magunkat. Ezért elsőként egy rövid összefoglalást érdemes tenni arról, hogyan alakultak a nemzetközi állampapírpiaci fejlemények, utána érdemes rátérni a magyar piacra.

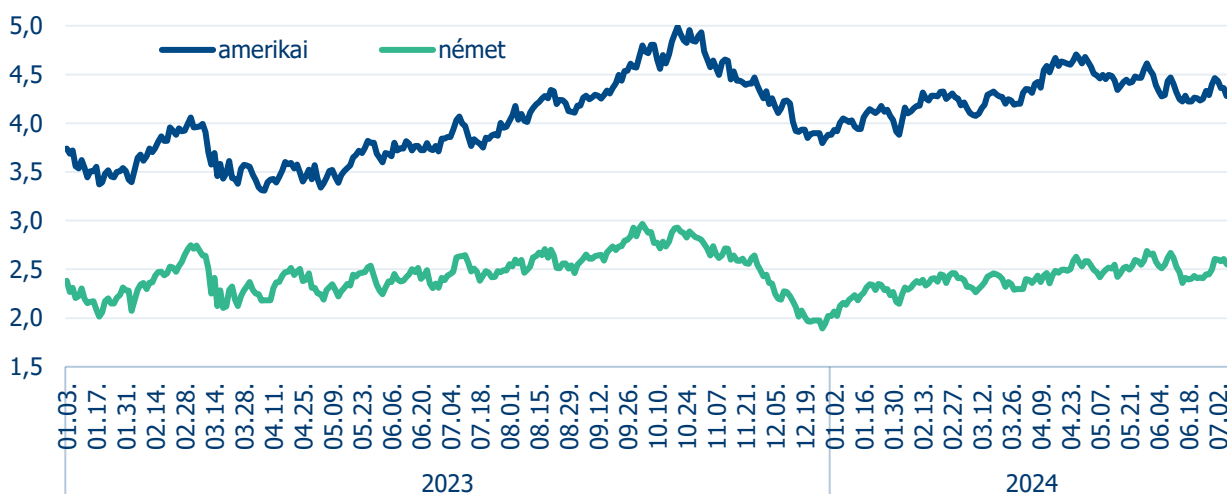
Az elmúlt fél évben kis mértékben emelkedtek az amerikai és német tízéves referenciahozamok. Ez annyiban meglepetés, hogy 2023 végén az általános piaci konszenzus alapján több kamatvágásra is lehetett számítani 2024 első felében. Végül a Fed egyelőre kivár az első kamatvágással, míg az EKB is csak júniusban csökkentett 25 bázispontot.



1. ábra: a Fed és az EKB irányadó kamatának alakulása (százalék)

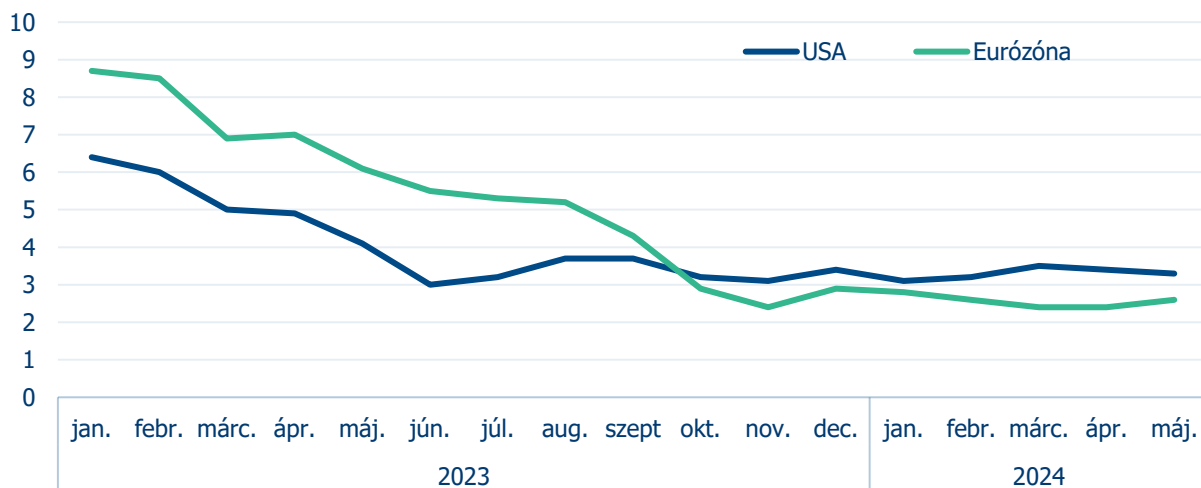
A másodpiaci emelkedés a fejlett piaci hozamokban elsősorban a kamatcsökkentési várakozások kitolódása miatt következett be. Ennek oka egyrészt az, hogy az amerikai infláció beragadni látszik 3% felett, azaz még mindig nem érte el a Fed 2%-os célját, így az erős növekedési és munkaerőpiaci adatok mellett a Fed még nem kezdte meg a kamatcsökkentési ciklust. Ugyanakkor az utóbbi hónapokban már gyengébb gazdasági adatok jöttek a tengerentúlról, így nem zárható ki a

kamatvágási várakozások erősödése. Másrészt az eurózónában a törékeny növekedési kilátások mellett jelentősen lassult az inflációs ráta, így az EKB júniusban meg is lépte az első kamatcsökkentést. Mindkét jegybank továbbra is adatvezérelt üzemmódban van.



2. ábra: Az amerikai és német tízéves referenciahozam alakulása (százalék)

Jórészt a felfokozott kamatcsökkentési várakozásoknak szólt a 2023 őszi 5%-os lélektani határ elérése után a hozamesés a kötvénypiacon, majd onnan az év elején jött a kijózanodás időszaka. Az elmúlt hat hónapban az amerikai tízéves hozam ismét járt 4,5% körül is, majd 4,3%-nál zárta a félévet. A német hozamban hasonló irányú volt a mozgás, hiszen 2% körül indította az évet a tízéves referenciaérték, majd június végére ez 2,56%-ig emelkedett.

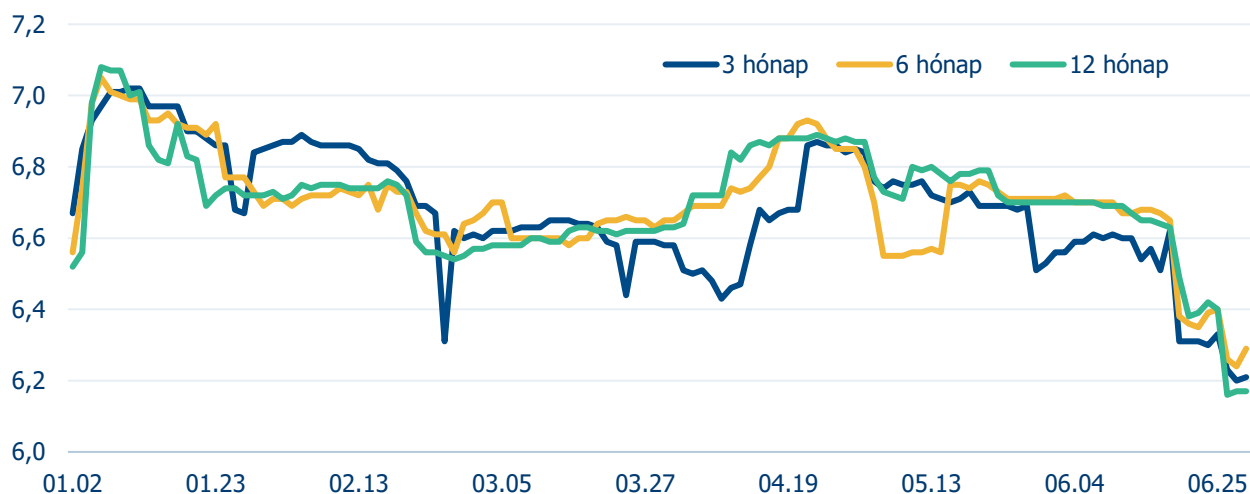


3. ábra: Az amerikai és az eurózána inflációs ráta alakulása (év/év, százalék)

Normalizálódó forint hozamgörbe

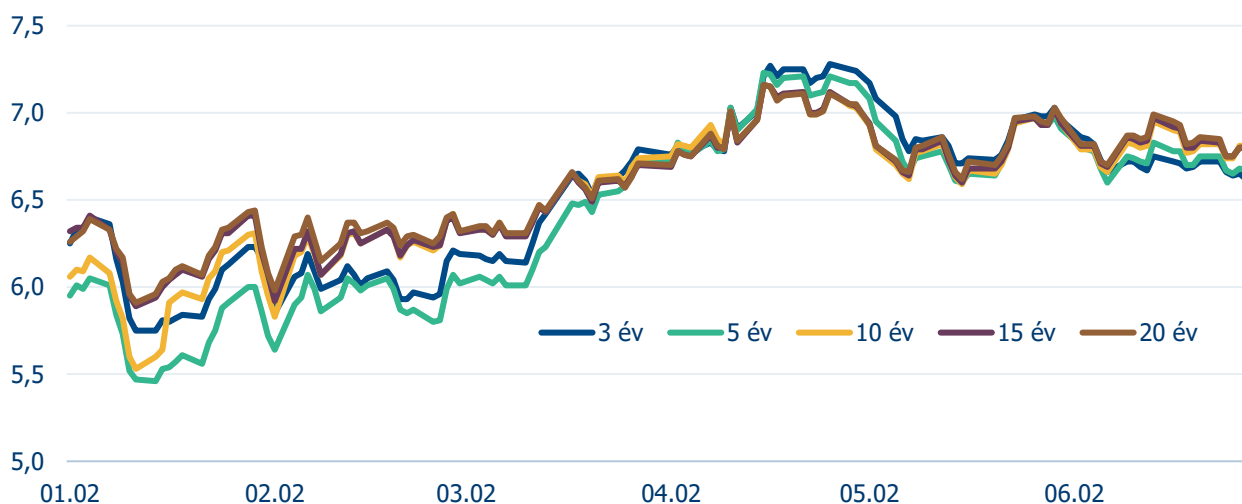
Ellentétes folyamatok jellemezték az első félévben a diszkont kincstárjegyek (DKJ) és a forintkötvények piacát, hiszen míg a DKJ esetében csökkentek, a kötvényeknél emelkedtek a hozamok. Ez azonban közép- és hosszútávon természetes folyamat, aminek eredményeként a hozamgörbe hosszú végén magasabb hozamok lesznek, mint a rövid oldalon, a korábbi inverz, majd lapos hozamgörbe normalizálódni kezdett. Az egyes futamidók esetében a hozamszintek az 5,78%-

os 12 hónapos és a 6,54%-os 10 éves között szóródnak állnak szemben a 7,3-11,4 százalékos 2023. évi éves átlaghozamokkal az egyes lejáratokon.



4. ábra: A DKJ másodpiaci referenciahozamának alakulása 2024 első félévében (százalék)

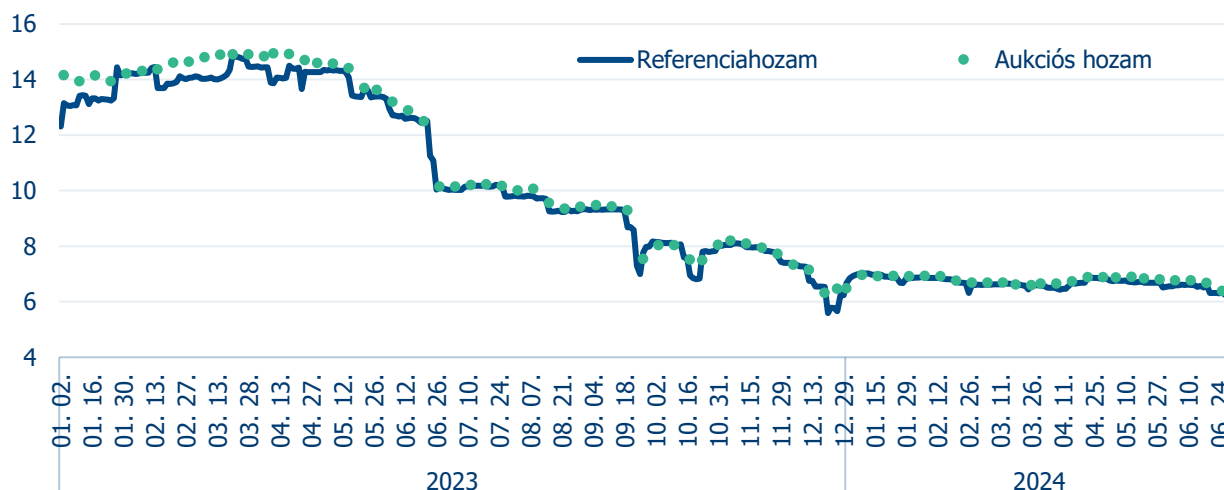
Az elmúlt másfél évben a magyar befektetési palettán érdekes elmozdulások voltak tapasztalhatók, jelentős lakossági tőke mozdult meg a kötvényalapok felé. A hozamgörbe alakjának normalizálódása és a jegybanki kamatszint csökkenése a jövőben keresletet generálhat a forint állampapírok piacán, a korábban jegybanki és egyéb pénzügyi eszközökbe fektető befektetési alapok nagyobb mértékben jelenhetnek meg az állampapírpiacra.



5. ábra: A forintkötvények másodpiaci referenciahozamának alakulása 2024 első félévében (százalék)

Újdonságok a DKJ-piacon

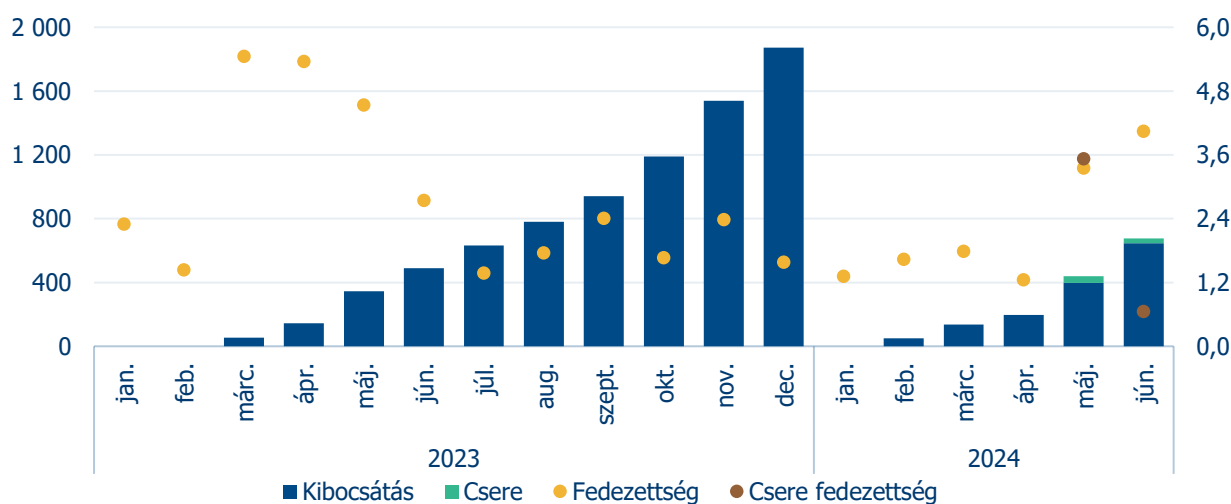
A DKJ-piacon az ÁKK jelentős újításokat vezetett be 2024-ben. Az aukciók átalakításának következtében a 2023-ban átlagosan kinnlevő sorozatok száma 18-ról 2024. június végére 8-ra csökkent, jelentősen növelve az egyes sorozatok likviditását. Ezen felül 2024 második negyedévében az ÁKK heti rendszerességgel elindította a DKJ csereaukciókat is. Az ÁKK a második negyedévében nyolc csereaukción 72,15 milliárd forint rövid lejáratú DKJ cseréjét tette lehetővé. A fenti újítások következtében a DKJ-piaci kereslet egyenletesebb lett.



6. ábra: A három hónapos DKJ aukciós hozama és referenciahozama 2023 eleje óta (százalék)

Az első félév végén a teljes DKJ-állomány 2 093 milliárd forint volt, ez 220 milliárd forinttal haladta meg a tavaly decemberi értéket. A módosított éves tervben az ÁKK 2024-re 300 milliárd forintos csökkenést várt, vagyis az eddigi piaci folyamatok rácaffoltak a várakozásokra. Ennek oka, hogy az intézményi befektetők jelentősen növelték vásárlásaikat. Ez egyúttal növeli az ÁKK finanszírozási mozgásterét is. A lakosság DKJ-állománya időarányosan a terveknek megfelelő ütemben csökkent az első félévben.

Az első félévben az ÁKK az aukciókon 1 245 milliárd forintnyi DKJ-t kínált fel a befektetőknek, erre összesen 2 642 milliárd forintnyi ajánlatot adtak be, így az átlagos fedezettség 2,1-szeres volt. Az erőteljes érdeklődést látva 1 518,5 milliárd forintnyi diszkont kincstárjegyet értékesített az ÁKK, ezzel több mint 270 milliárd forinttal túlteljesítette a féléves tervet.

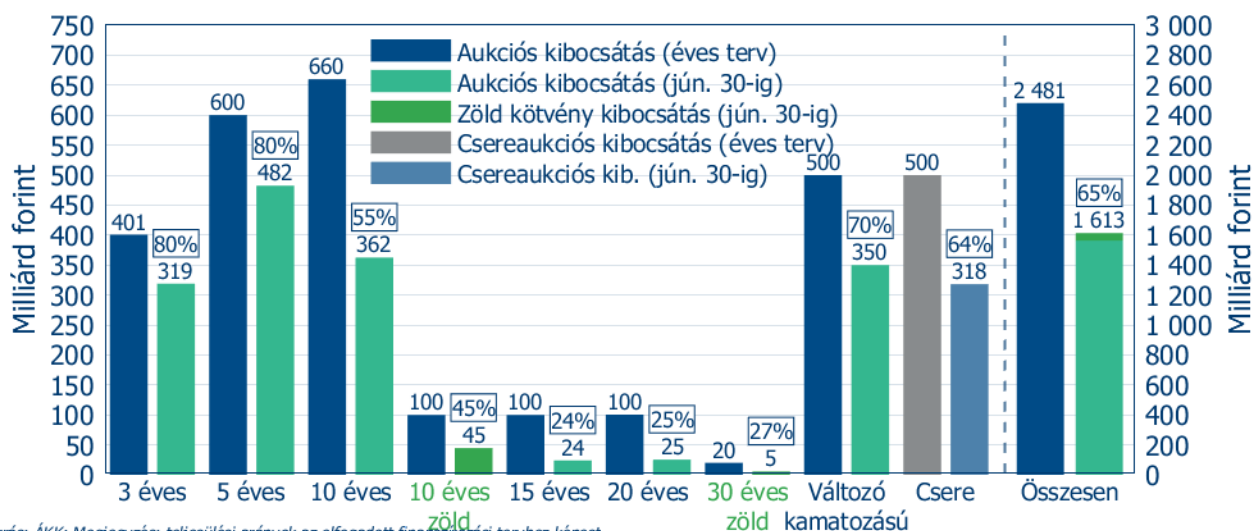


78. ábra: Kumulált DKJ-értékesítés és csereaukciós kibocsátás (milliárd Ft, bal tengely), valamint az aukciók és csereaukciók fedezettsége (jobb tengely)¹. Csereaukciókat 2024 májusától tart az ÁKK a DKJ-piacon.

¹ A kibocsátás az OECD-módszertana szerint kerül elszámolásra, vagyis az adott évben lejárt kibocsátott DKJ-k nem szerepelnek benne.

Erős volt a kereslet a forint kötvényekre

A forint intézményi piacon is kedvezően alakultak a finanszírozási feltételek az első félévben, az egész évre tervezett kibocsátás 65%-át teljesítette az ÁKK. Ezen belül a három- és öt éves papírok piacán már 80%-ban teljesült az egész éves terv, vagyis ezekre a papírokra kifejezetten erős volt a befektetői érdeklődés. Különösen az öt éves kötvényekre volt erős piaci kereslet, de összességében is elmondható, hogy sikeresek voltak az aukciók. Az átlagos aukciós fedezettség az egyes futamidők esetében 1,17 és 6,24 között alakult, míg 2023. év átlagát tekintve 2,3 és 4,6 között alakult a fedezettség az egyes futamidőkön.



Forrás: ÁKK; Megjegyzés: teljesülési arányok az elfogadott finanszírozási tervhez képest

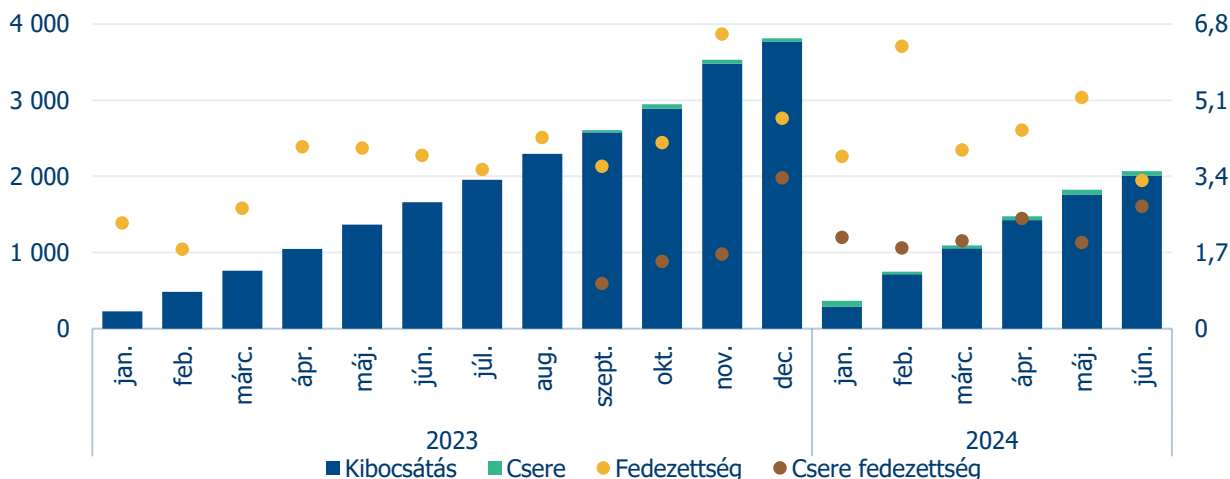
89. ábra: Kötvénykibocsátási terv teljesülése lejáratok kategóriáinként az intézményi piacon (ÖMÁK és DKJ nélkül), az arányok a 2024. június 30-ig megvalósult és pénzügyileg elszámolt aukciós kibocsátás és az egész évre tervezett aukciós kibocsátás arányát jelölik (csereaukciós értékesítés nélkül)².

Összesen fél év alatt 1 613 milliárd forint értékben adott el forintkötvényeket az ÁKK, így jó eséllyel túlteljesülhet az egész évre kitűzött 2 481 milliárd forintos terv.

Az ÁKK intézményi stratégiai céljai közül a megújítási kockázat csökkentése kiemelten fontos. Ennek eléréséhez a 2025-2026-os lejáratú államkötvények kinnlévő állományának csökkentése szükséges, ekkor futnak ki ugyanis a korábbi jegybanki fedezett hiteleszköz műveletek („MNB repó”) összesen mintegy 2 580 milliárd forint értékben, melyben 2025-26-ban lejáratú államkötvény sorozatok jelentős része érintett. Az ÁKK jelenlegi tevékenysége, beleértve a csereaukciókat is azt a célt szolgálják, hogy csökkenjen az MNB repó lejáratával érintett államkötvények piaci állománya.

A kötvényhozamok kivétel nélkül emelkedtek az első félévben, az aukciókon 54-114 bázispontos növekedést láttunk, míg a másodpiaci referenciahozamok esetében futamidőtől függően 37-75 bázispontos volt az emelkedés. A hozamemelkedésben szerepet játszott az amerikai kötvényhozamok emelkedése és a mérséklődő fejlett piaci jegybanki kamatcsökkentési várakozások mellett a borús európai és hazai növekedési kilátások is.

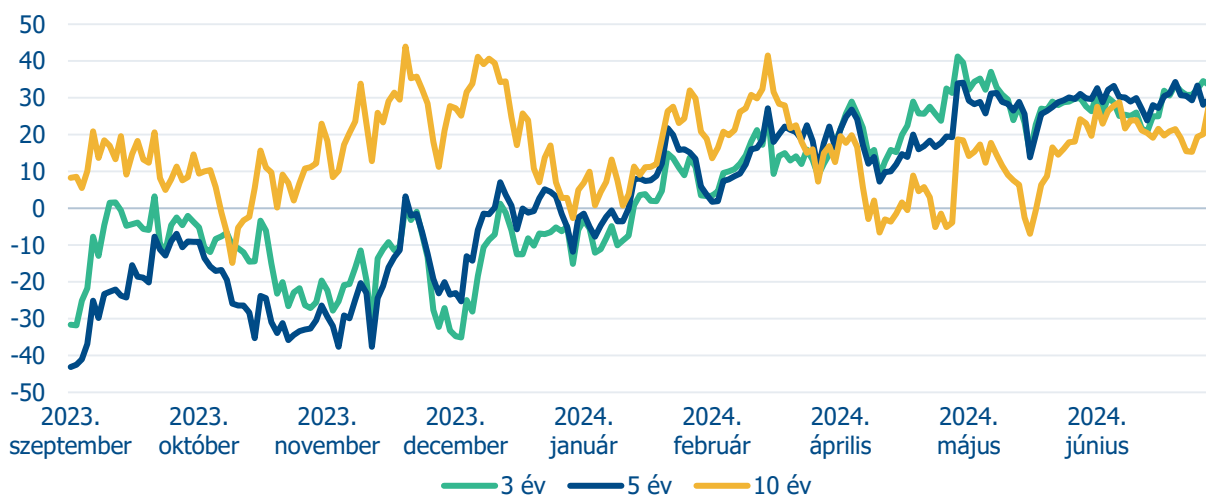
² Megjegyzés: Az adatok a pénzügyi teljesítés napját és nem az aukciós értékesítés napját figyelembe véve készültek. Az ábra nem tartalmazza a DKJ kibocsátási tervet.



9. ábra: Kumulált államkötvény-értékesítés és csereaukciós kibocsátás (milliárd Ft, bal tengely), valamint az aukciók és csereaukciók fedezettsége (jobb tengely). Az ÁKK 2023 szeptembere óta tart újra csereaukciókat a kötvénypiacon.

A kötvényhozamok emelkedése mellett az intézményi forintkötvények úgynevezett ASW felárai (Asset swap spread) is emelkedtek, a korábbi negatív tartományból elmozdulva jelenleg a hozamgörbe szinte teljes szakaszán pozitív értékek mérhetők.

A fix kamatozású államkötvények árfolyama jelentősen változhat a hozamgörbe elmozdulása, azaz a piaci hozamok emelkedése esetén. Ez a kockázat – többek között – kamat csereügyletek (IRS - Interest Rate Swap) megkötésével mérsékelhető a befektetők számára, melynek során a befektető fix kamatot fizet, és cserébe változó kamatozást kap. Az ASW számokban kifejezve mutatja meg a referencia eszköz, azaz a kötvények hozamgörbéje és derivatív instrumentumok (IRS-ek) hozamainak adott futamidőnél iterált különbségét (spread). Ha az ASW pozitív, az azt jelenti, hogy a kötvénytulajdonos prémiumot kap a kötvény kamatkockázatának vállalásáért, ha viszont negatív, akkor a kötvénytulajdonos ténylegesen felárat fizet, hogy kiküszöbölje a kockázatát. Éppen ezért az utóbbi időben újra pozitívvá váló magyar spread a gyakorlatban akár a befektetői érdeklődés fokozódásával is járhat.

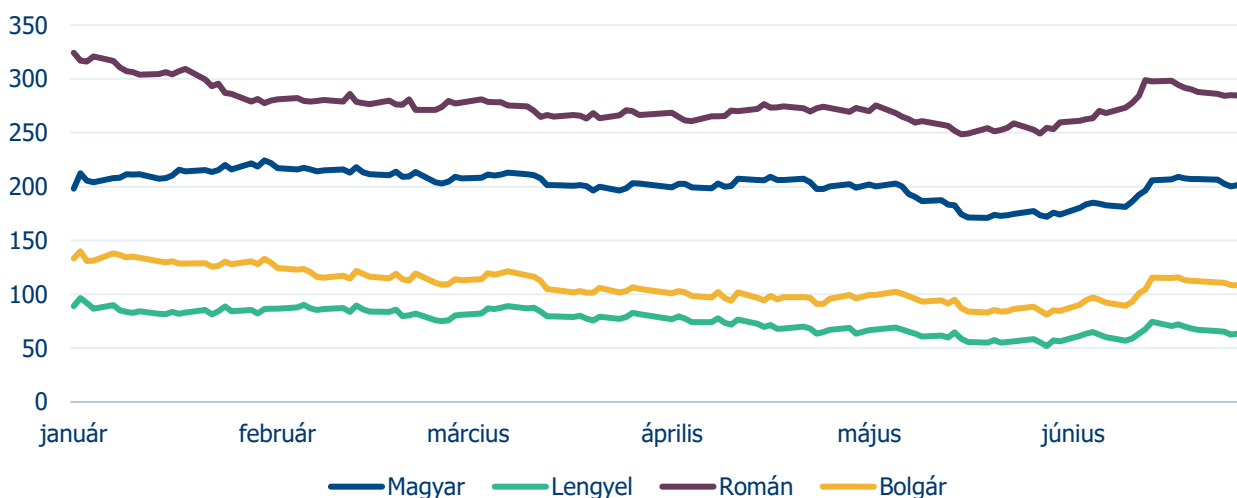


10. ábra: Forintkötvények esetében az asset swap spreadek 2023 szeptembere óta (bázispont)

Mennyire tekintik most kockázatosnak Magyarországot a nemzetközi befektetők?

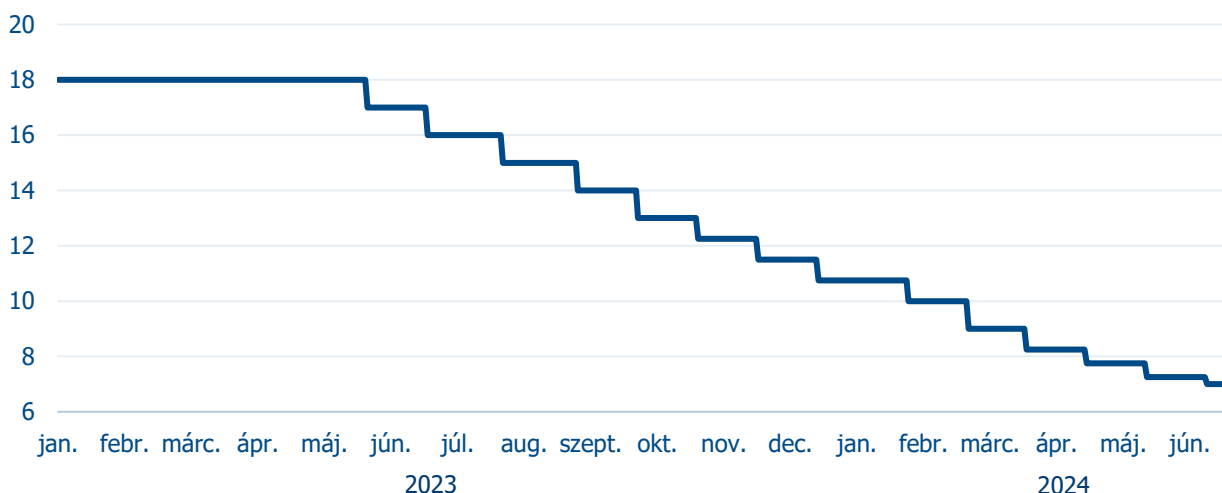
Az intézményi forintpiac szempontjából is lehet jelentősége annak, milyen felára van ma Magyarországnak a régióban, ez ugyanis a forintkötvények hozamát és keresletét is befolyásolhatja. Ebből a szempontból két mutatót lehet figyelembe venni: A CSD (Credit Default Swap) ügylet egyfajta biztosítás a nemteljesítési kockázat csökkentése érdekében. Az ügylet bázispontban kifejezett értéke azt mutatja meg, hogy a piac értékelése alapján mennyi "biztosítási díj" fizetendő. Nem teljesítés esetén a vevő a kötvény névértékét kapja meg. A magyar öt éves CDS-felár június végén 122 bázispont volt, szemben a román 145, a lengyel 68, míg a cseh 29 bázispontos értékeivel június végén. Ugyanakkor mára a CDS-piac mérete, likviditása és ebből következően a CDS-felár információtartalma is nagymértékben csökkent, melynek negatív hatásai a kelet-közép-európai régió szuverén kötvények CDS-felarában is megjelennek, ez pedig torzíthatja az országkockázat CDS árazás alapján történő valós megítélését.

Emiatt a másik fontos, sőt releváns kockázati mutató az egyes országokhoz viszonyított hozamfelár. Ezt azonban nem egy konkrét futamidőn érdemes mérni, hanem az úgynevezett Z-spreaden, ami a zérókupon hozamgörbéhez viszonyítja az egyes kötvények hozamát, ezért a befektetői döntésekhez gyakran használt mérőszám, hiszen valójában azt mutatja meg a befektető számára, hogy melyik futamidejű sorozat van felülárazva és melyik van alulárazva az adott piaci helyzetben. Magyarország esetében ez a devizakötvény-felár jelenleg a 10 éves lejáraton 200 bázispont körül van, az elmúlt hónapokban nem volt jelentős elmozdulás. A régióban a román Z-spread esetében látszott egy érezhető csökkenés, a lengyel és a bolgár felárak szintén kisebb mértékben csökkentek.



11+2. ábra: Régiós 10 éves devizakötvények Z-spreadeinek alakulása 2024 első félévében (bázispont)

Az első félév adataiból tehát az látszik, hogy egyrészt kifejezetten erős volt a kereslet a magyar állampapírok és DKJ-k iránt, ennek köszönhetően időarányosan jól áll az egész éves finanszírozás. Másrészt **nem azonosítható olyan kockázati tényező, ami érdemben eltértené a hazai kötvények hozamfelárát a régiós trendekből.**



1213. ábra: AZ MNB irányadó kamatának alakulása 2023 eleje óta (százalék)

Az MNB folytatta a kamatcsökkentési ciklust az első félévben, így június végére 7,00 százalékra esett vissza az alapkamat. **A régióban így továbbra is a magyar jegybanki alapkamat a legmagasabb, bár közelített a régiós versenytársakéhoz,** ugyanakkor továbbra is pozitív a hazai reálhozam. A magyar jegybank már jelezte, hogy az év második felében korlátozott lehet a tér a további lazításra.

A forint euróval szembeni árfolyama az utóbbi másfél évben jelentős kilengéseket mutatott és összességében 6 egységgel erősödött. Az idei első félév egészét tekintve 3,2%-os gyengülés jellemezte a magyar devizát. Az évet 380 körül indította majd többször megközelítette a 400-as lélektani szintet az árfolyam, de nem lépte azt át.



1314. ábra: Euró-forint árfolyam alakulása 2023 eleje óta.

A kockázati megítélést tükrözik a devizakötvény-kibocsátások is. Az év elején két jelentős kibocsátás is volt. Januárban a kedvező piaci körülményeket, az erős keresletet kihasználva összesen 2,5 milliárd dollár és 1,5 milliárd euró értékben bocsátott ki devizakötvényeket az ÁKK. Mindkét tranzakció során az eredetileg tervezettnél több forrásbevonás történt, így összesen közel 1 milliárd euróval haladta meg a két kibocsátás az eredeti tervet. Mindkét esetben többszörös túljegyzés volt. A dollár tranzakció hozamfelára mintegy 100 bázisponttal volt kedvezőbb, mint az egy évvel korábban kibocsátott dollár kötvényé.

Az év második felében az ÁKK már nem tervez jelentős devizakötvény kibocsátást, a japán és kínai piacon jelenhet meg kisebb összeggel, illetve kedvező feltételek esetén zártkörű rábocsátásra (private placement) kerülhet sor.