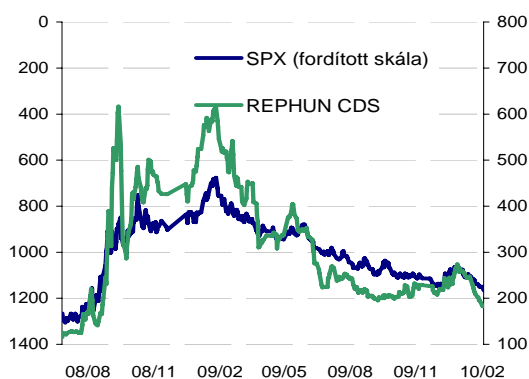


Havi elemzés – Március

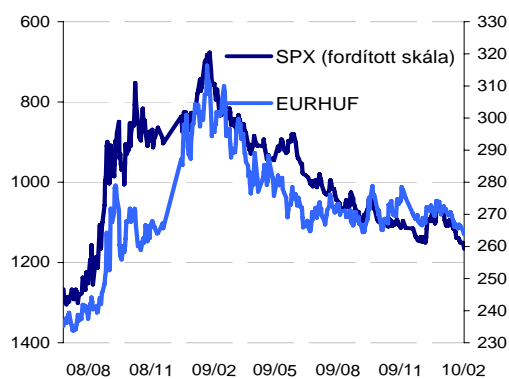
Orbán Gábor: A választások befektetői szemmel

Már csak egy pár hét az országgyűlési választásokig, és többen joggal kérdezik: mi várható a pénzügyi befektetések piacán a választások körül, és miért nem csapódik már le a „fokozódó bizonytalanság” a forint árfolyamában, a kötvények hozamaiban? A forint áttört a 265-ös szinten és bikaerős, az országgockázatot tükröző CDS-felár a Lehman-csőd előtti szinten tanyázik, az államkötvényeink hozama pedig (a futamidők átlagában) jóval a válság előtti szinten van. A hazai piac erejének legfontosabb oka persze megint a sokat emlegetett nemzetközi hangulat. A befektetők ismét úsznak a likviditásban, és ennek tényleges árával – a kormányzati szektor világméretű adósságproblémájával – egyelőre úgy tűnik, még nem most kell szembenéznük. Az amerikai tőzsdeindexszel a válság kirobbanása óta együtt mozog a hazai CDS és a forint árfolyama is, nincs ez másképp most sem: a részvénypiaci emelkedésre a forint erősődéssel, a CDS szint csökkenéssel reagált.

Az S&P 500 tőzsdeindex és a hazai CDS-felár



Az S&P 500 tőzsdeindex és az euró-forint árfolyam



Forrás: Bloomberg

Ami a hazai viszonyokat illeti, valóban indokolt bizonytalanságról beszélni, részben a választások kimenetelével, részben az új kormány szándékaival kapcsolatban. Ami a választási eredményeket illeti, a Jobbik sikerének mértéke ugyan komoly kockázati tényező, de főleg abból a szempontból, hogy jelentős ellenzéki erőként destruktív magatartást tanúsítva, provokálhatja, hibára kényszerítheti a leendő kormányt. A fő bizonytalanság abból fakad, hogy nem ismerjük eléggé az új kormány, vagyis a közvélemény-kutatásokat vezető Fidesz szándékait, mivel az a választásokat megelőző időszakban láthatóan a szabadsági fokok megtartására, sőt a „mozgástér” növelésére törekszik. Politikailag racionális ez a magatartás, több okból is. Először is, a választások kimenetele – elérhető-e a kétharmados többség, mekkora erőt képvisel majd a Jobbik, az MSZP – nem ismert. Másodszor, az ellenzéki pártok meglepetéstől tartanak az állami kassza állapotát illetően, bár ezek a félelmek remélhetőleg eltűntek. Harmadszor, a hazai közbeszéd jelenlegi állapotának ismeretében okkal feltételezhető, hogy az ötletek könnyen lejáratódnak: így járt többek között a svéd típusú nyugdíjrendszer bevezetésének ötlete, amely bár költségvetési megtakarítással nem járt volna (így a nyugdíjszínvonal csökkenésével sem), a politikai ciklusoktól megszabadíthatna volna végre a nyugdíjrendszert.

Amit minden titkolózás ellenére sejthetünk: az új kormány célja a belső gazdasági erőforrások felszabadítása lesz munkahelyteremtéssel, a forinthitelezés beindításával, az üzleti környezet általános javításával és a kis- és középvállalkozások direkt támogatásával. A kétharmados többség akár az önkormányzati reform előtt is megnyithatná az utat. Az ilyen típusú „gazdaságfejlesztő” megközelítés nagyon ígéretes, mert úgy emelheti a potenciális növekedés ütemét, hogy egyrészt nem feltétlenül jár költségvetési többletkiadással, másrészt összhangban van a most éppen változó közgazdasági-gazdaságpolitikai paradigmával is, amelyben a válság nyomán világszerte jelentősen felértékelődött az állam gazdasági szerepvállalása.

A mozgástér növelésére irányuló másik nyilvánvaló próbálkozás a deficitcél emelése, amire viszont semmi fogadókészség sincs, sem a nemzetközi intézmények, sem a befektetők körében. Ha ez külső eredetű, pl. az adóalap összezsugorlása, mint ahogy egyesek várják, az más téma. De ha sima politikai döntés („osztogatás”) eredménye, az más megítélés alá esik. Az Európai Unió nem fogja tétlenül nézni a konvergenciaprogram újabb borulását, a deficitcsökkentés sokszor módosított, legeslegutolsó határidejének be nem tartását, különösen a görög dráma után. Az IMF, bár sokan lágyszívűnek gondolják, a GDP-arányos államadósság csökkenését tartja szem előtt, ami nem valósulhat meg a deficitpálya érdemi romlása mellett. Jól hangzó, de hamis érv a magasabb hiány mellett, hogy 80% körüli adósságrátánkkal nincs okunk szégyenkezni, hiszen ezzel csak a fejlett országok átlagos szintjét értük el. Nem szabad elfelejteni ugyanakkor, hogy az átlagos adósságsszint a feltörekvő országokban – amelyekhez érdemes mérnünk magunkat – a miénknek éppen fele. Már most is jelentős részben a fiskális fegyelem alapozza meg a hazai alapkamat-csökkentést, és az állam mérséklődő finanszírozási igénye komoly szerepet játszik a kötvénypiac kedvező teljesítményében. Ezek pedig elengedhetetlenek a tartósan alacsony kamatkörnyezet megteremtéséhez, ami a hazai forinthitelezés, azon belül is a kis- és középvállalkozások finanszírozásának előfeltétele.

A piac most még elsősorban lehetőséget lát egy erős mandátummal rendelkező, cselekvőképességet sugárzó kormány színre lépésében. Egyelőre reménykedjünk, hogy az új kormány nem lesz lobbycsoportok foglya, és végül is a fiskális fegyelem mellett teszi majd le a garast. A választások után még nem, majd csak nyár folyamán látszanak világosabban ennek a körvonalai. Addig azért nem árt becsatolni az öveket...

Készítette az AEGON Global Asset Management / AAM CEE

Orbán Gábor – makroelemző és kötvény-üzletágvezető

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 Global Asset Management / AAM CEE nem vállal felelősséget a jelen kiadvány alapján hozott befektetési döntésért és annak következményeiért, illetve a dokumentumban található adatok esetleges hiányosságaiért vagy pontatlanságaiért.