



## „FED Astaire”, a parkett ördöge

Kereskedési tipp a mai FED kamatdöntés előtt

## Mi történt tavaly november óta?

### Ismét a FED a fókuszban

Tavaly november elején jelentkeztünk legutóbb a FED-et, vagyis az amerikai jegybank politikáját boncolgató anyaggal, amely az alábbi linken tölthető le: [http://dokumentum.equilor.hu/hirlevel/FED\\_20101105\\_xde12l.pdf](http://dokumentum.equilor.hu/hirlevel/FED_20101105_xde12l.pdf)

### Mi áll az elmúlt hónapok ralija mögött?

2010. augusztusában jelezte Ben Bernanke, a FED elnöke, hogy a gazdasági indikátorok egy második kötvénycsúszási programot indokoltak a FED részéről, amellyel az állampapír-piaci hozamok csökkentését kívánta elérni. Ez áttételesen a vállalatok finanszírozási kondícióinak enyhítését célozta, amelyre azonban csak mérsékelten került sor.

A bankok ugyanis a többletforrásokat nem kizárólag a gazdasági szereplők hiteligényének kielégítésére fordították, hanem piacra vezették. Részben ennek is köszönhető az a széleskörű és tartós áremelkedés, amely a tőzsdei termékekben mutatkozott tavaly november óta.

### Könnyű Katát táncba vinni

A kedvező kondíciók nem csupán a nyersanyagpiacokon, hanem a részvénytőzsdéken is felívelést eredményeztek, így a vezető indexek, termékek újabb lokális és/vagy historikus magaslatokba emelkedtek.

Egy ilyen hangulatban véleményünk szerint már a várakozások szintjén is elegendő egy eltolódás ahhoz, hogy az kisebb profitrealizálást vagy éppen egy újabb megugrást eredményezzen a börzéken.

### Útelágazáshoz értünk

Jelenleg a piaci szereplők többsége azzal számol, hogy a mostani 600 milliárd dollár keretösszegű program (QE2) június végével kifut, és hasonló léptékű program következik majd maximum néhány hónapos csúszással.

A folytatás esélyét azonban csökkenti az a tény, hogy menetközben tovább duzzadt az amerikai államadósság, amely előbb-utóbb gátat szabhat a további likviditásfokozó intézkedéseknek.

Ebből adódóan felmerülhet annak a lehetősége is, hogy egy esetleges újabb nagyszabású program kialakítása és elfogadása csak döcögős lesz, azaz vagy az időzítés és/vagy a mérték tekintetében differencia mutatkozhat az aktuális piaci várakozásokhoz képest – tehát pozitív és negatív irányban is elképzelhetőnek tartunk kilengést.

### Kereskedési tipp: S&P500 vételi és eladási opció vásárlása

Limitált veszteség,  
elvből korlátlan nyereség

**A következő néhány hét piaci mozgásait véleményünk szerint az S&P500 indexre vonatkozó call és put opcióval érdemes megjátsszani,** amelyek mind egy nagyobb piaci emelkedés, mind egy negatív korrekció esetén profittal kecsegtetnek.

Amennyiben az S&P500 index nem mozdul el érdemben az aktuális, 13 pont körüli értéktől, úgy a veszteség a két opció vételi díjában maximalizálható.

Mi változott a monetáris politikában?

2010. novembere óta nem állt be érdemi változás a FED politikájában, bár 2011 eleje óta valamelyest megváltozott a FED monetáris tanácsának összetétele. Az áprilisi FED-döntés előtt górcső alá vettük a grémium tagjainak nyilatkozatait, amelyből következtetni lehet a következő hónapok jegybanki politikájára.

A FED monetáris tanácsa jelenleg tíz tagból áll, akiket egy nagyobb csapatból választanak ki előre meghatározott rotációs sorrendben. Ők az utóbbi hónapokban nagyjából azonos álláspontokat képviseltek. A monetáris politikát és azon belül a kötvényszerzési programot érintő vélemények alapján az alábbi felosztással élhetünk:

Megosztott a FED is

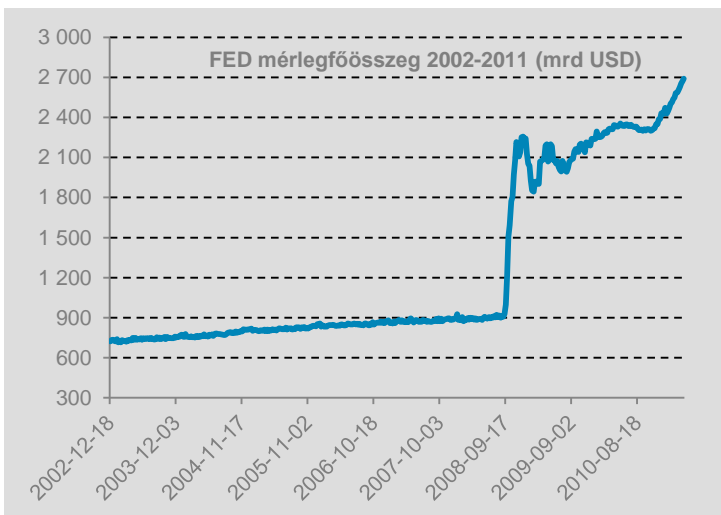
A Nyíltpiaci Bizottság tagjai a QE2-ről			
héja		galamb	
felfelé mutató inflációs kockázatok, kilépési stratégia előtérbe helyezése		infláció kontroll alatt, az áremelkedésnek átmeneti lesz a hatása, folytatás mellett	
Nem támogatja a QE2-t	Nem támogatja a QE2-t, de hallgat az elnökre	Elnökkel együtt szavaz	Támogatja a QE2-t
Fisher	Kocherlakota	Duke	Bernanke
Plosser	Lockhart*	Pianalto*	Dudley
Lacker*		Raskin	Evans
		Tarullo	Yellen

\*nem szavazó

Bernanke kapitány

A csoportosításból jól látszik, hogy az idén nem szavazó tagokat figyelmen kívül hagyva 7:3 az arány a Bernanke vezette csapat javára. Vagyis, ha politikai oldalról nem szabnak gátat a program működésének, akkor könnyen lehet, hogy a gazdasági helyzet függvényében további eszközvásárlási program indul a következő hónapokban.

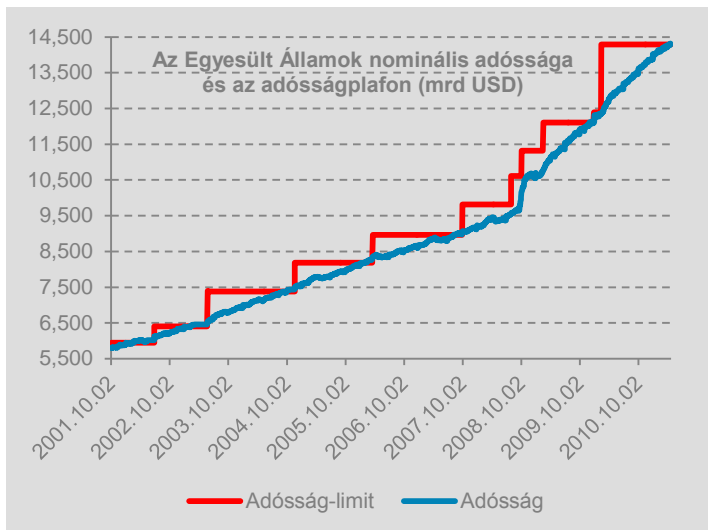
A FED mérlegfőösszegének bővülése



- Ben Bernanke, elnök** A gazdasági növekedési kockázatok kevésbé fajsúlyosak és a deflációs hatás is elhanyagolható. A növekedési momentumok erősödnek, de a jelenlegi monetáris politikát fenn kell még tartani egy ideig. Inflációs veszély nincs, ugyanis az áremelkedést kontroll alatt tartja a jegybank. A nyersanyag árak megugrásának legfeljebb átmeneti hatása lehet, ám a jegybanknak meg kell akadályoznia, hogy a magasabb infláció beépüljön a várakozásokba.
- Narayana Kocherlakota** Szükséges lehet a kamatemelés beindítása már 2011 során.
- William Dudley** Biztató folyamatok látszanak a foglalkoztatásban, de a munkaerőpiaci helyzet csak 2012 végére normalizálódhat, vagyis a jelenlegi politikát még fenn kell tartani, mert a gazdasági fundamentumok még gyenge lábakon állnak.
- Janet Yellen** A gazdasági tényezők még nem elég erősek ahhoz, hogy lehetővé váljon az élénkítést célzó intézkedések visszavonása. A mostani monetáris kondíciókat egyelőre tartani kell, és egy esetleges váltást előre kell kommunikálni a piacnak, hogy megelőzhető legyen az inflációs várakozásokban beálló változás.
- Charles Evans** A nyersanyag áremelkedést egyelőre nem kell figyelembe venni, a maginfláció a fontos, és amíg az utóbbi üteme nem lépi át tartósan az 1,5%-os (év/év) növekedést, addig szükségtelen a monetáris kondíciók megváltoztatása. A nyersanyagdrágulás egyelőre alig hat a maginflációra, ezért nem kell szigorítani. Az árupiaci drágulást egyébként sem a kötvényszerzési program idézi elő. Csak abban az esetben kellene lépnie a jegybanknak, ha a drágulás a maginflációs folyamatokra is hatni kezdene. De ez nem valószínű, ugyanis az energia áremelkedésre egy önkorrekciós folyamat hat: ahogy tartóssá válik az olajár emelkedése, úgy lesz egy fékező hatás a gazdaságban, ami csökkenti a keresletet.
- Elizabeth Duke** A nyersanyagár-emelkedést nem a Fed programja idézi elő, ráadásul szükségtelen minden egyes árkilengésre monetáris választ adni. Ezért most nem esedékes a szigorítás.
- Daniel Tarullo** Az infláció mostani megugrásának még nem látszik az átgyűrűző hatása a maginflációra. A jelenlegi ismereteik alapján nem látszik szükségesnek sem a kötvényszerzési program berekesztése, sem pedig meghosszabbítása.
- Charles Plosser** Egyelőre az emelkedő inflációnak nincs érzékelhető begyűrűző hatása a várakozásokba, de az amerikai gazdaság erősödése azt sejteti, hogy a nem túl távoli jövőben ki kell vezetni a jelenlegi különleges monetáris kondíciókat.
- Richard Fisher** A programot a tervezett júniusi kifutása előtt be kellene szüntetni, mert károkat okoz a gazdaságban. A nyersanyagár emelkedés ráadásul csak erősíti a kellenél egyébként is nagyobb inflációs nyomást.
- Jeffrey Lacker** Látszik az inflációs veszély, aminek kibontakozását inkább meg kellene előzni. Úgy kell alakítani a monetáris feltételeket, hogy az emelkedő infláció ne épüljön be a várakozásokba. Márpedig a válságok eddigi tanulsága szerint hirtelen inflációs megugrás akkor is lehetséges, amikor a gazdasági aktivitás még nem állt helyre a válság előtti szintre. Most viszont egyre erősebb a növekedési momentum.

## Határait feszegeti az USA eladósodottsága

Gondot természetesen a politikai oldal jelenti, hiszen az elmúlt évek nem a takarékoság jegyében teltek Amerikában, amelyet jól szemléltet az államadósság és az adósságplafon alakulása:

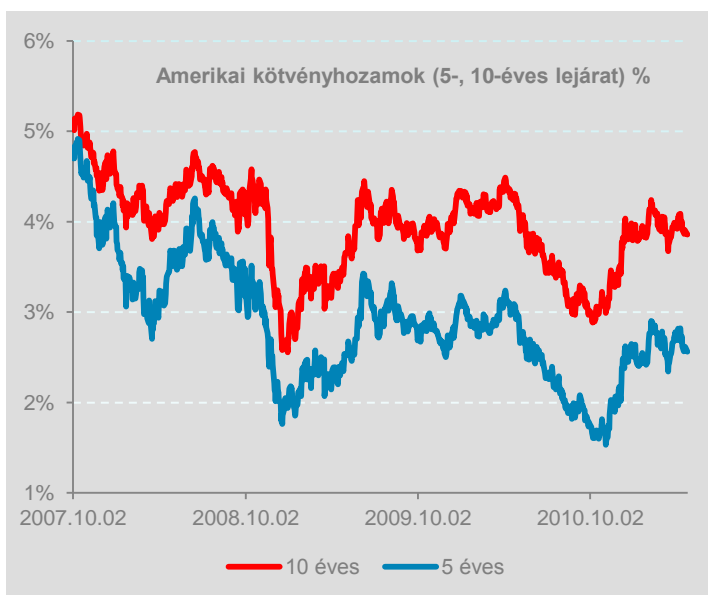


Egy ilyen környezetben nem is feltétlenül a politikusokon, hanem sokkal inkább az amerikai államadósságot finanszírozókon múlik az, hogy továbbra is bizalmat szavaznak-e a kormányzatnak.

A legnagyobb hitelezője Amerikának továbbra is a FED, őt követi Kína és a harmadik Japán. Utóbbi kettő egyéb okokból kifolyólag nem siet, hogy további összegekkel finanszírozza Amerikát.

## Nem dőltek be a trükknek a befektetők

Ráadásul az utóbbi hónapokban csak átmenetileg mutatkozott az a hozamcsökkenés, amely az egész kötvényvásárlási program elindítását célozta, így a jelenlegi hitelezők is joggal aggódnak az esetleges hozamemelkedés miatt.



**Mi lehet a folytatás?**

Egy ilyen környezetben rendkívül sok tényezőt kell mérlegelniük a politikai döntéshozóknak, amelynek kapcsán három fő forgatókönyvet tudunk elképzelni:

**Első forgatókönyv**

**Szünet nélkül folytatódik a kötvénvásárlási program**, ám a mostani havi 75 milliárd dollárt meghaladó értékét jelentősen csökkentik. Ebben az esetben egy átmeneti, néhány hónapos felívelést követően bő 5-10%-os lemorzsolódást is elképzelhetőnek tartunk mind a részvényt piacokon, mind az áru piacokon. Egy ilyen környezetben defenzív voltuk miatt a kötvények jól teljesíthetnek. A folyamat megfordítaná a dollár gyengülő trendjét. Ennek a verzióknak a legnagyobb a valószínűsége.

**Második forgatókönyv**

**Átmeneti szünetet követően további masszív kötvénvásárlási program**, amelynek révén fenntarthatnák a likviditást a parketteken, ám ez is csak a meglévő eszközár-buborékok további fújódását idézné elő, a reál gazdasági hatása változatlanul marginális lenne. Ebben az esetben egy kis megingást követően további fellendülés rajzolódhat ki a részvényt piacokon és áru piacokon, a kötvén piacon azonban eladói hullám ütheti fel a fejét a folyamatok fenntarthatatlanságától tartva, a dollár pedig tovább gyengülne.

**Harmadik forgatókönyv**

**Nem folytatódik a kötvényprogram, az év második felében a FED fokozatosan leépíti mérlegfőösszegét** és piacra vezeti az eszközöket, amely jelentős törést okozhat a piacokon és dollár erősödéshez vezetne. Ennek az esélye a legkisebb a jelenlegi helyzetben.

Ezen forgatókönyvek esetében nem csupán az időzítés, de a pálya is kérdéses, ezért a piaci mozgásokra való felkészülést véleményünk szerint már most érdemes megkezdeni.

A börzei folyamatok kapcsán ugyanis eddig is a FED volt és ezután is ez marad a legfontosabb faktor. A mostani helyzetben tehát a víziók, elképzelések csekély eltolódása is sokszorosan érezhető hatásait a piacokon.

**Bika vagy medve? Mindegy...**

Ebből adódóan **ajánlásunk egy vételi és eladási opció megvásárlása**, amelyet a szakzsargon széles terpesznek vagy teknősnek hív. Ez egy vételi jogból (long call) és egy eladási jogból (long put) áll.

A long call akkor nyereséges, ha a S&P500-index a kötési árfolyam és az opciós díjak összege fölé emelkedik.

A long put akkor profitabilis, ha az S&P500-index a kötési árfolyam és az opciós díjjal csökkentett értéke alá esik.

A long széles terpesz használata nagy volatilitású piacok esetén nyereséges, alkalmazásuk során mindegy, hogy emelkedik vagy csökken az árfolyam, csak az számít, hogy nagy legyen az elmozdulás mértéke.

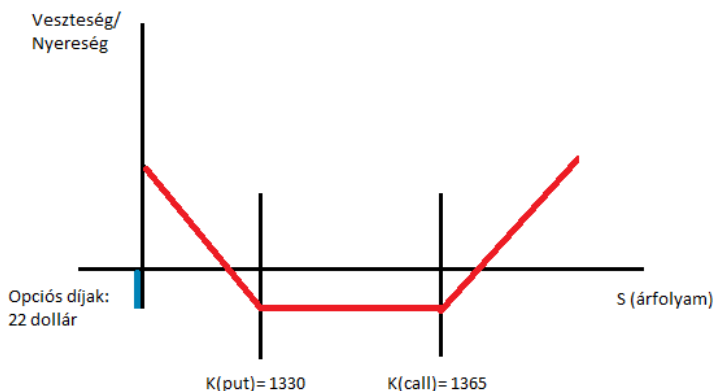
**Hogyan épül fel a termék?**

Stratégiánk értelmében egy amerikai típusú long call opciót veszünk 1.365-es kötési árfolyammal és májusi lejáráttal, amely kb. 14 dollárba kerül.

Emellett 1.330-as kötési árfolyammal amerikai típusú long put opciót vásárlunk májusi lejáráttal, amely kb. 8 dollárba kerül.

A komplex konstrukció akkor válik nyereségesé, ha az S&P500 index a futamidő alatt 1.387 pont fölé vagy 1.308 pont alá csökken esetleg menetközben nagy kilengések mutatkoznak az indexben. A nyereségfüggvényt a következő oldalon látható grafikon szemlélteti:

## Nyereségfüggvény



### Mennyit veszíthetünk?

A nyereségfüggvény azt mutatja, hogy az S&P500 index 1.330 és 1.365 közötti értéke esetén a konstrukció veszteséges, azonban a maximális kiadást a két opció díjának összege, azaz 22 dollár jelenti.

### Mennyit nyerhetünk?

Amennyiben az S&P500 index a futamidő alatt 1.308 pont alá vagy 1.387 pont fölé emelkedik, akkor már profitot könyvelhetünk el az opciós stratégiával.

A konstrukció elvben végtelen profitot biztosít, amennyiben az S&P500 index árfolyama az 1.308-1.387-es sávhoz képest jóval távolabb kerül.

### Az opció időértéke: nem elhanyagolható

Nyereséget lejáratkor is el lehet könyvelni, azonban a **konstrukció jellegzetessége miatt már a lejárat előtt is felértékelődhetnek az opciók**, amennyiben jelentős kilengés mutatkozik a börzéken. Ebben az esetben nem csupán lehívni/érvényesíteni lehet az opció(ka)t, hanem eladni is.

A fenti áttekintésben nem ejtettünk szót az opciók időértékéről, amely a futamidő vége felé közeledve folyamatosan csökken. Ez annak az esélynek a pénzületi kifejezése, hogy az esetlegesen veszteséges opció nyereségbe fordul a futamidő alatt. A lejáratához közeledve az opció időértéke csökken, lejáratkor nulla.

### Miért előnyös ez a konstrukció?

Az amerikai típusú opciók lejárat előtt bármikor lehívhatóak szemben az európai opciókkal, melyek csak lejáratkor érvényesíthetők. **Pontosan kiszámolható előre a maximális kockázatotott érték** (opciós prémium / díj), aminél többet nem lehet veszíteni.

A stop loss megbízások ebben az esetben értelmetlenek, így ezek hiányában nem tud az árfolyam esetleges fel- vagy leszúrásokkal „kírászni” a megnyitott pozícióból.

**Pozíciózárás (profitrealizálás) egy nagyobb piaci kilengés után is ajánlott**, ilyenkor nem feltétlenül kell megvárni a lejárat dátumát. A pozíció lejárat előtti lezárása esetében mindkét opciót (LC és LP) tanácsos eladni, amely többletbevételt jelent.

## Elemzési kapcsolattartó

Belföldi részvény desk  
Állampapír/Kötvény desk  
Nemzetközi részvény desk  
Derivatív desk  
Vagyonkezelés  
Front Office

## Kapcsolat

Kuti Ákos  
akos.kuti@equilor.hu  
+ 36 1 436 7015

+ 36 1 430 3985, + 36 1 430 3999, + 36 1 430 3996  
+ 36 1 430 3958  
+ 36 1 430 3994, + 36 1 430 3457  
+ 36 1 430 3995  
+ 36 1 430 3989 / 92  
+ 36 1 430 3980



## Kiadó

Equilor Befektetési Zrt.  
H-1037 Budapest, Montevideo u 2/C  
Tel: + 36 1 430 3980, Fax: + 36 1 430 3981  
[equilor@equilor.hu](mailto:equilor@equilor.hu)  
[www.equilor.hu](http://www.equilor.hu)

Lezárva: 2011. április 27.

### FONTOS FIGYELMEZTETÉS

**JELEN BEFEKTETÉSI ELEMZÉS HIRDETÉSNEK MINŐSÜL ÉS NEM A BEFEKTETÉSI ELEMZÉS FÜGGETLENSÉGÉNEK ELŐMOZDÍTÁSÁT CÉLZÓ JOGI KÖVETELMÉNYEKNEK MEGFELELŐEN KÉSZÜLT, EGYÜTTAL NEM VONATKOZIK RÁ A BEFEKTETÉSI ELEMZÉS TERJESZTÉSÉT, KÖZZÉTÉTELÉT MEGELŐZŐ ÜGYLETKÖTÉSRE VONATKOZÓ TILALOM.**

JELEN DOKUMENTUM SEM ÖNMAGÁBAN, SEM RÉSZBEN NEM KÉPEZ AJÁNLATOT, VAGY FELHÍVÁST SEMMILYEN TŐKEPIACI INSTRUMENTUM JEGYZÉSÉRE, VAGY MEGVÁSÁRLÁSÁRA, ÉS SEM MAGA A DOKUMENTUM, SEM ANNAK BÁRMELY TARTALMA NEM TEKINTHETŐ SEMMILYEN SZERZŐDÉSKÖTÉSRE, VAGY KÖTELEZETTSÉGVÁLLALÁSRA TÖRTÉNŐ ÖSZTÖNZÉSKÉNT. A DOKUMENTUM, VAGY ANNAK TARTALMÁNAK ILYEN FELHASZNÁLÁSÁBÓL, ILLETVE AZZAL ÖSSZEFÜGGÉSBEN BÁRMELY MÁS MÓDON KELETKEZŐ ESETLEGES VESZTESÉGEKÉRT AZ EQUILOR ZRT. FELELŐSSÉGET NEM VÁLLAL.

A DOKUMENTUMBAN FOGLALT INFORMÁCIÓK TÖBB, KÜLÖNBÖZŐ FORRÁSBÓL SZÁRMAZNAK, ÉS AZ EQUILOR NEM GARANTÁLJA AZOK PONTOSSÁGÁT, VAGY TELJESSÉGÉT. EZEN INFORMÁCIÓK FRISSÍTÉSE, VAGY A JELEN DOKUMENTUMBAN TÁRGYALTAK ALAPJÁN TÖRTÉNŐ TANÁCSADÁS NEM TARTOZIK AZ EQUILOR FELADATAI KÖZÉ.

AZ EQUILOR BEFEKTETÉSI ZRT. MUNKAVÁLLALÓI ÉS ÜGYFELEI AZ ELEMZÉSBEN SZEREPLŐ BEFEKTETÉSI TERMÉKEK ÉS SZÁRMAZTATOTT INSTRUMENTUMOK TEKINTETÉBEN POZÍCIÓKKAL RENDELKEZHETNEK, MELYEK AZ ELEMZÉSTŐL FÜGGETLENÜL BÁRMIKOR MEGVÁLTOZHATNAK.

MIELŐTT BÁRMILYEN BEFEKTETÉSI INSTRUMENTUMBAN POZÍCIÓT VÁLLAL, FELTÉTLENÜL GYŐZÖDJÖN MEG, HOGY MEGÉRTETTE A PIAC MŰKÖDÉSÉT ÉS KOCKÁZATÁT, S AZ TELJES MÉRTÉKBEN MEGFELEL SAJÁT – BEFEKTETÉSI - CÉLJAINAK ÉS ELVÁRÁSAINAK.

© 1990-2011 Equilor Befektetési Zrt. - [www.equilor.hu](http://www.equilor.hu)