

ÖSSZEFOGLALÁS

Alig két hónap telt el 2017-ből és az **S&P 500**, azaz az 500 legnagyobb céget tömörítő index máris **4% feletti hozammal büszkélkedhet**. Persze nem csak az USA részvénypiaca emelkedett 2016 novembere óta, hanem a **legtöbb fejlett és fejlődő piac is csúcspontot döntöget**. Trump megválasztása óta egyszerűen csak **Trump-ralinak** aposztrófált esemény egyenes következménye, hogy a mainstream médiában csak félelem indexnek aposztrófált **VIX index történelmi minimum közelébe ragadt**, amely mindenképpen figyelmeztető jel és óvatosságra int.

A FÉLELEM INDEXE

Bár a legtöbb híradás ennyivel elintézi a VIX mögött lévő mondanivalót, nem nehéz megérteni azt, hogy a mutatót miből származtatták és valójában mi az értelme. A világ tőzsdéin **szinte mindenre lehet opciós ügyletet kötni**. Azaz a befektetők vehetnek opciót arra, hogy az adott index emelkedni vagy esni fog egy adott időpontig, legyen az egy hét vagy akár tíz év. Ezeknek **az opcióknak viszont meg kell határozni az árát**, amit nyilvánvalóan a hátralévő idő, az aktuális kamatok mértéke, az, hogy az adott részvény fizet-e osztalékot vagy sem és az határozza meg, hogy az előre lefixált vételi vagy eladási ár milyen messze van a mostani ártól.

Az előbb felsorolt adatokat mindig tudjuk, így egyszerűnek tűnik a helyzet, ami azonban nem az. Van egy utolsó és talán **a legfontosabb tényező, ez pedig az, hogy az a részvény, amire vonatkozóan vettük az opciót, mennyire lesz a jövőben változékony**, azaz mennyire lesz nagy az árfolyamának a kilengése. Például, ha adott egy részvény, ami 500 forintba kerül, akkor nem mindegy, hogy az elkövetkezendő (legyen ez egy év a példa kedvéért) időszakban 400 és 600 forint között, vagy 100 és 1000 forint között ingadozik majd az ára. Minél tágabb ez a tartomány, annál nagyobb lesz a várt változékonyság és **minél nagyobb ez a változékonyság, annál drágább az opció**. És **ez az egyetlen adat, amit nem ismerünk** az egyenletben, **csak tippelgetni tudunk**, hogy mennyi lesz az értéke. Itt jön képbe a **VIX index**, hiszen az nem más, mint ennek a **várt változékonyságnak a jövőbeni mértéke** az S&P 500 indexre vonatkozóan. Azaz, minél magasabb az értéke, annál szélesebb skálán mozoghat az index és fordítva.

A matematikai okfejtésbe most nem megyünk bele, de a jelenlegi 11-es értékű VIX index azt jelzi, hogy az elkövetkezendő egy évben az idő 2/3-ában az S&P 500 index napi szinten +/- 0,7%-ot mozdul el az opciós kereskedők szerint. Egy 20-as értékű VIX esetén ez a napi mozgás már napi +/-1,26%, 30-as VIX-nél pedig +/- 1,9%.

A kérdés tehát az, hogy **mitől emelkedhet a VIX index?** Attól, hogy ha a befektetők azt gondolják, hogy valamilyen piaci turbulencia, **visszaesés fog következni, akkor az opciók árazásához használt várható változékonyság értéke megemelkedik**, és így a VIX is, továbbá **egyre többen vesznek eladási opciót** biztosítás miatt, ami szintén az opciók árát emeli a megnövekedett kereslet miatt.

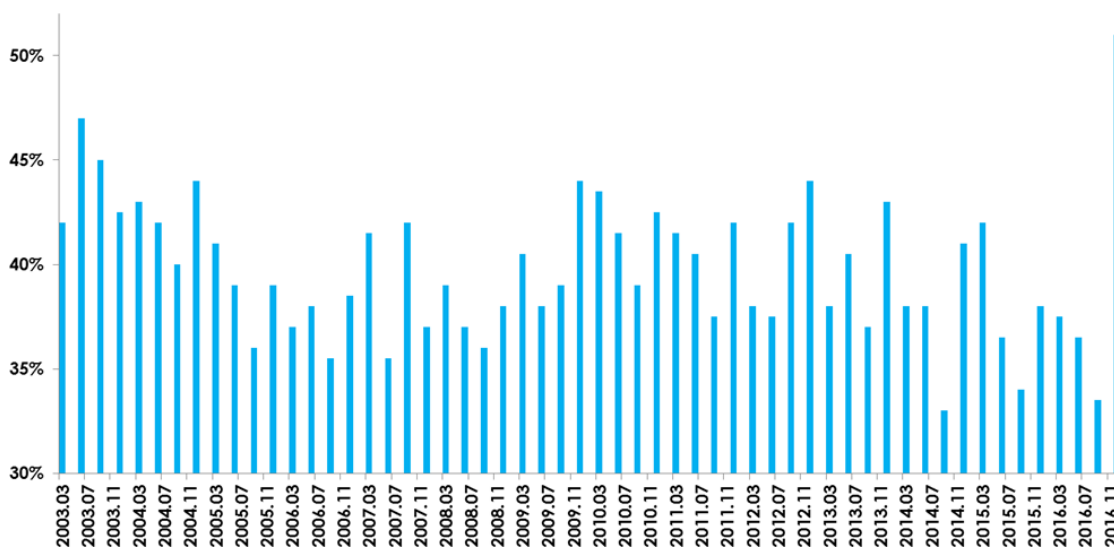
Az utóbbi években már magával a VIX index-szel is lehet kereskedni, tőzsdén jegyzett befektetési alapok (ETF), vagy határidős kontraktusok formájában. Mivel sokan arra számítottak/számítanak, hogy a jegybankok aktív tevékenysége és így a likviditásbőség fennmarad, ami a részvényárak emelkedésére jelentősen hat, minden komolyabb VIX emelkedést a befektetők eladtak, azaz shortolták a terméket, amely jelentősen befolyásolja a VIX-re szóló határidős és opciós termékek árát. (Igen, hogy még bonyolultabb legyen a dolog, a VIX-re is lehet opciós jogot kötni.) Valamint az is megemlítendő, hogy egyre többen alkalmaznak olyan kereskedési stratégiát, ahol részvényt vesznek, majd ezzel szemben opciót adnak el, amely szintén az opciók árának (azaz a várt változékonyság) és így a VIX értékének csökkenése irányába hathat.

TÖRTÉNELMI MINIMUM KÖZELÉBEN A VIX INDEX

A világ legtöbb részvénypiacát 2-3 hónapja kiemelkedő optimizmus jellemzi. Az új amerikai elnök megválasztása óta egyszerűen csak **Trump-raliak** keresztelt részvénypiaci emelkedés **a fejlődő és fejlett piacokat is elérte**. Fontos azonban az is, hogy mindez nem biztos, hogy létrejött volna akkor, ha nem jobbak a vállalati gyorsjelentések, mint amire a piac számított, vagy nem **optimistábbak a befektetők** annál, mint ami 2015-ben vagy 2016-ben jellemezte őket.

Ha megnézzük a fogyasztói bizalmi vagy a vállalatok bizalmi indexeit, akkor szinte mindenhol rég nem látott magas értékekkel szembesülünk. A gyorsjelentési szezon még javában tart, de az optimizmus a vállalati vezetők körében is töretlen, hiszen **soha ennyiszor nem hangzott el az „optimizmus” szó a jelentések utáni sajtótájékoztatókon**. Nevezetesen az ilyen események 51%-án használta az „optimista” szót a menedzsment, amelyre még 2003-ban, a részvénypiaci visszaesés után sem volt példa.

Azon vállalati gyorsjelentések utáni sajtótájékoztatók aránya, ahol megjelent az "optimizums" szó a jövőre vonatkozóan



Forrás: Factset, Bofa Merrill Lynch, MKB

LET'S VIX AGAIN

A **VIX index** statisztikáját az alábbi táblázat foglalja össze: a **minimum értéke 9,31 volt, a maximuma pedig 80,86**, melyet 2008. november 20-án ért el. Az index **hosszú távú átlaga 19,64**, azonban azt fontos megemlíteni, hogy **a különböző időszakokban más és más volt a jellemző átlag**. Így például az 1990-es évek végén, bár a piacok emelkedtek, a VIX index értéke szinte végig a hosszú távú átlagnál magasabban stabilizálódott, majd a 2000-es évek közepét és a válság utáni időszakot a folyamatos csökkenés jellemezte. Ezt jól példázza, hogy **a 2009-es részvénypiaci fordulat óta** az index átlagának értéke közel másfél pontot csökkent, és az utóbbi nyolc évben a 19,64-kal szemben **már „csak” 18,3 volt**.

A VIX index értékei 1990-től

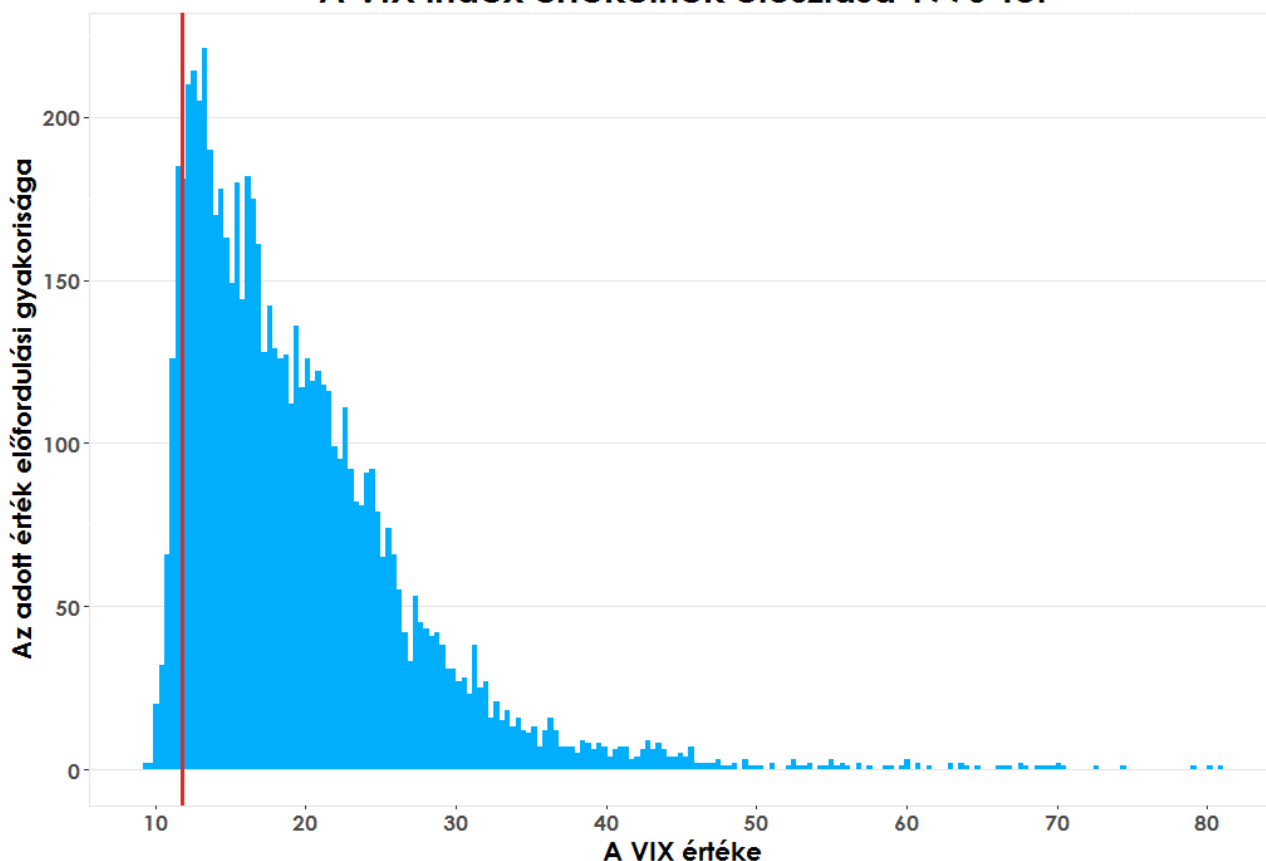
Minimum	9,31
Első kvartilis	13,97
Medián	17,78
Átlag	19,64
Harmadik kvartilis	23,02
Maximum	80,86

Forrás: Bloomberg, MKB

Amennyiben pillantást vetünk az index értékeinek eloszlására, látszik, hogy **az idő döntő többségében 10 és 20 között értéket vesz fel**. Kiugróan extrém eset mindösszesen háromszor fordult elő, amikor egy-egy napra 80 körül volt az értéke, de elmondható, hogy 50 felett viszonylag ritkán tartózkodik huzamosabb ideig a VIX.

10 körüli érték is rendkívül kevés alkalommal fordult elő, a 10 alatti és 10-12 közötti szint extrém alacsonynak számít még 25 éves viszonylatban is. Ezt reprezentálja a piros vertikális vonal, amely az index február 16-záróértéke.

A VIX index értékeinek eloszlása 1990-től



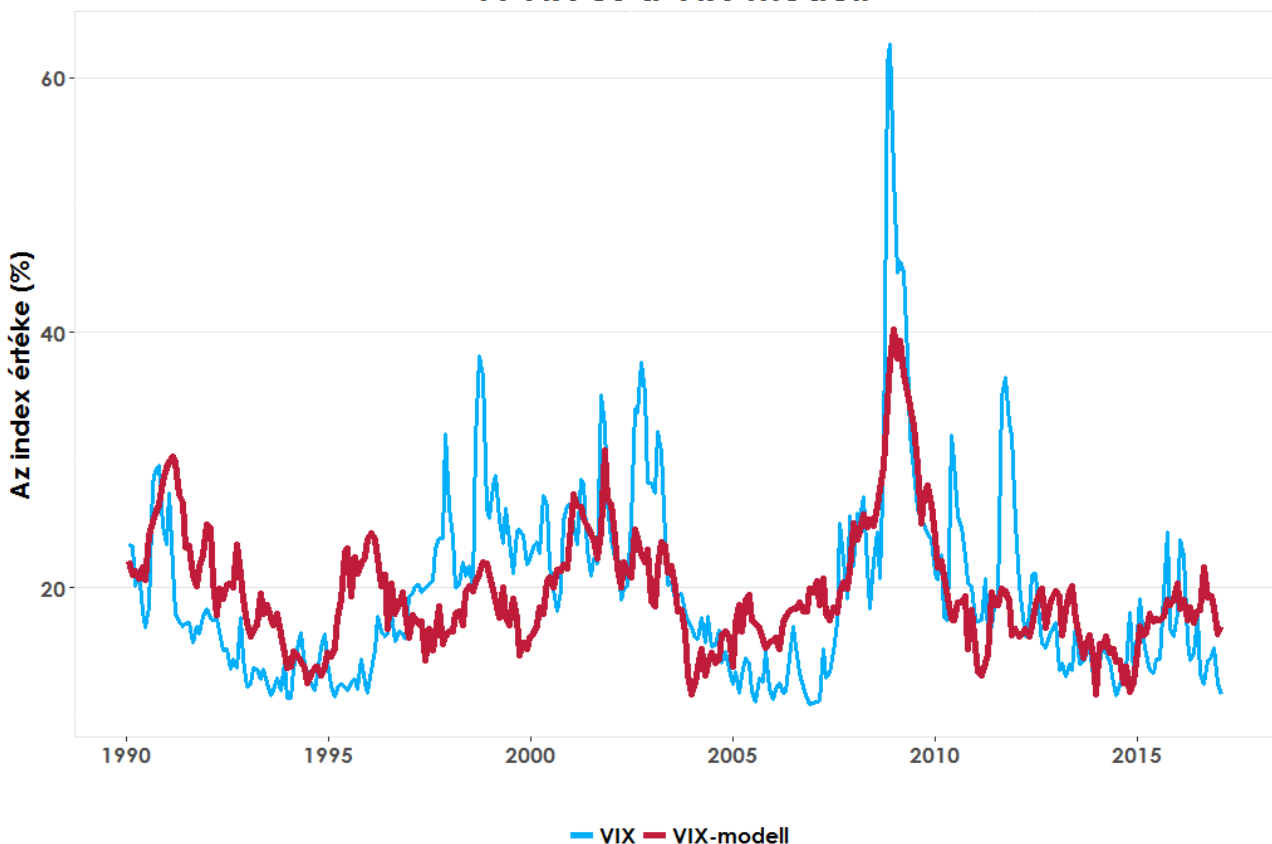
Forrás: Bloomberg, MKB

A VIX jelenlegi értéke **12 alatt van**, közelít a történelmi minimumhoz, de hogy kontextusba helyezzük ezt az értéket, ennél az **1990 óta létező 6837 kereskedési nap mindössze 7%-ában volt alacsonyabban az index értéke.**

A fő kérdés amellett, hogy megállapítottuk, hogy **az esetek 93%-ában ennél magasabb szinteken szokott tartózkodni a VIX index** az az, hogy **valójában alacsony-e vagy sem?** Érdekes módon a VIX havi átlagának közel 40-50%-át meg lehet határozni **a munkanélküliség egy éves és az ISM új megrendelések állományának változásából.** Ez elsőre furcsa lehet, de ha megvizsgáljuk a VIX és a fenti két adatból összeállított modellt, akkor tényleg **kísérteties a hasonlóság.**

E szerint pedig a jelenlegi, **aktuális hónapban valahol 15 felett kellene az index havi átlagának lennie.**

A VIX és a VIX-modell



Forrás: Bloomberg, MKB

KÖVETKEZTETÉS

A fenti okfejtés arra mindenképpen rámutat, hogy bárki, **aki most az S&P 500 indexre vonatkozó opciót szeretne venni, az szinte soha nem látott olcsón teheti ezt meg.** Persze ez nem azt jelenti, hogy ezzel feltétlenül pénzt is lehet keresni, hiszen **az irányt el kell találni** és ami olcsó az olcsó maradhat sokáig és fordítva. Ha azonban jól időzítünk és a VIX index hirtelen ugorna 20 közelébe, akkor jó eséllyel jelentős hozamra tehetünk szert.

ELEMZÉS:

Vezető elemző

Kuti Ákos, CFA
+36-1-268-7940
kuti.akos@mkb.hu

Részvényelemző

Debreczeni Csaba
+36-1-268-8323
debreczeni.csaba@mkb.hu

KERESKEDÉS:

Dénes Szilárd
+36-1-268-8481
denes.szilard@mkb.hu

Falus Éva
+36-1-268-7561
falus.eva@mkb.hu

Gyürüs Péter
+36-1-268-7185
gyurus.peter@mkb.hu

Kasza Tamás
+36-1-268-7433
kasza.tamas@mkb.hu

Köber Péter
+36-1-268-7655
kober.peter@mkb.hu

Lukács Miklós
+36-1-268-7814
lukacs.miklos@mkb.hu

Muraközy Zsolt
+36-1-268-7587
murakozy.zsolt@mkb.hu

Takács Judit
+36-1-268-7090
takacs.judit@mkb.hu

Teleki József
+36-1-268-7793
teleki.jozsef@mkb.hu

JOGI NYILATKOZAT

1. Jelen kiadványt az MKB Bank Zrt. (tev. eng. sz.: III/41.005-3/2001., a Budapesti Értéktőzsde tagja) készítette.
2. A kiadványban szereplő információk hitelesnek tartott forrásokon alapulnak, de azok valódiságáért, pontosságáért és teljességéért az MKB Bank Zrt. felelősséget nem vállal. A megjelenő vélemények a kiadványt készítő szakemberek saját megítélését tükrözik, amelyek újabb információk megjelenése esetén külön értesítés nélkül megváltozhatnak.
3. Az árfolyamok múltbeli alakulásából nem lehetséges azok jövőbeni alakulására vonatkozó egyértelmű és megbízható következtetéseket levonni. A befektetőknek önállóan (vagy független szakértő igénybe vételével) kell felmérniük és megérteniük az egyes pénzügyi eszközök és befektetési szolgáltatások lényegét, valamint kockázatait. Javasoljuk, hogy a befektetők az adott pénzügyi eszközre és a befektetési szolgáltatásra vonatkozó üzletszabályzatot, tájékoztatót, egyéb szerződéses feltételeket, hirdetőanyagokat, kondíciós listát figyelmesen olvassák el, mert csak ezen dokumentumok és információk ismeretében dönthető el, hogy a befektetés összhangban áll-e a befektető kockázattűrő képességével! Javasoljuk továbbá, hogy tájékozódjon a termékkel, befektetéssel kapcsolatos adójogi és egyéb jogszabályokról!
4. A kiadványban szereplő információk nem minősülnek vételi vagy eladási ajánlatnak, sem befektetési tanácsadásnak, sem befektetésre, szerződéskötésre vagy kötelezettségvállalásra történő ösztönzésnek. A kiadványban foglalt adatok tájékoztató jellegűek. Az MKB Bank Zrt. kizárja a felelősségét a kiadványban foglalt esetleges befektetési döntésként való felhasználásáért, így nem vállal felelősséget a befektető ezen kiadványban foglaltak alapján hozott döntései következtében, vagy őt azzal bármilyen egyéb összefüggésben érő esetleges károkért.
5. Az MKB Bank Zrt. jogosult a kiadványban szereplő eszközök vonatkozásában árjegyzési, egyéb befektetési szolgáltatási tevékenységet vagy kiegészítő szolgáltatást nyújtani.
6. Jelen kiadvány a szerzői jogról szóló 1999. évi LXXVI. törvény szerinti védelem alatt áll, ezért kizárólag az MKB Bank Zrt. előzetes írásbeli engedélyével lehet azt többszörözni, terjeszteni, egyéb módon nyilvánosságra hozni, valamint felhasználni. Az MKB Bank Zrt. valamennyi szerzői jogon alapuló jogát fenntartja.