

Raiffeisen Stratégia

2022. II. negyedév



Forrás: Google Images, flickr.com/creative commons, wikimedia commons, freeimages, pickpick, unsplash, pixabay.com, pexels.com, dreamstime.com, Williams H. Mullins, rac.co.uk, bwabtk.com, depositphotos.com



**Raiffeisen
BANK**

Amerika – Az infláció árnyékában

Az idei év legnagyobb kihívása a meredeken emelkedő fogyasztói infláció leküzdése. A 40 éve nem látott áremelkedés a gazdaság minden aspektusára rányomja a bélyegét. Hiába egyre gyorsabb ütemben emelkedő munkabérek, ha a növekményt teljes mértékben elviszi az infláció. Már 11. hónapja zsugorodik így a fogyasztó vásárlóereje. Bár a munkanélküliségi ráta rekord alacsony szintek közelében, de továbbra is vannak még tartalékok a munkaerőpiacon. Ennek is köszönhetően a Fed megteheti, hogy csak az infláció letörésére koncentráljon. Ezt úgy kívánja elérni, hogy minden ideai kamatdöntő ülésen legalább 25 bázisponttal emelni az alapkamatot. Ezáltal már inverzé vált a hozamgörbe, amit tipikusan 1 – 1,5 év távlatában recesszió szokott követni. A forró lakáspiacot 11 éve nem látott magasságba emelkedő jelzálogkamatok hűtik majd le. A részvénypiacokon nagy a bizonytalanság a geopolitikai kockázatok miatt és várhatóan az első negyedéves eredményeszezon is hagy majd kívánnivalót. Az olajárak az összehangolt stratégiai olajkészletek megcsapolása és Kína „nulla Covid” politikája által lefordultak 2008 óta nem látott magasságból, ahová az Ukrajna elleni orosz támadásra választ kereső nyugati országok által említett potenciális orosz olajembargó híre tolta. Tartós árcsökkenésre nem számítunk, hiszen a háború felerősítette az alapvető olajpiaci állapotokat: szűk kínálathoz erősebb kereslet társul.

Euróövezet – Nagyravágyó kamatok

Az ukrán háború a nyugat-európai gazdasági kilátásokat még tovább mérsékelte. A 2020-as 6,4%-os visszaesést, valamint a 2021-es 5,3%-os fellendülést idén már alig több, mint 3%-os bővülés követheti csupán az euróövezetben a legutóbbi elemzői felmérések szerint. Hogy ez miért kevés, amikor a hosszú távú átlag csak 1,3%, de a növekedés még a világjárvány előtti években is mindössze 2% körül alakult? Azért, mert ez a konszenzus nemrég még jóval magasabb, 4% feletti volt, ahonnan az inflációt övező egyre erősebb felfelé mutató kockázatok miatt csúszik lefelé folyamatosan. Gyakorlatilag az elmúlt háromnegyed évben a lendület több mint egy negyedét konszolidálta a drágulás, a történetnek pedig itt még nincs vége, a háború ugyanis csak fokozza mindezt. A kilátások nem jók. Hogy lesz-e ebből kamatemelés, esetleg recesszió, vagy valami teljesen más kifutás várható, egyelőre nehéz megmondani. Mindenesetre a bizonytalanság kisebb, mint két éve volt, és most talán a piacok is jobban bírják a gyűrődést.

Magyarország – Csöbörből vödörbe

A covid miatti problémák a globális ellátási láncokban még meg sem oldódtak, amikor megtörtént az elképzelhetetlen (pontosabban, amit nem akartunk: elképzelni) háború a szomszéd országban. Minél közelebb van egy adott ország a háborúhoz, és minél erősebb gazdasági szálakkal kapcsolódik a harcban álló felekhez, annál nagyobbak lehetnek a negatív következmények. Magyarország azok közé az országok közé tartozik, amelyeket a leginkább sújtják a háborús következmények.

2022 tehát ismét gazdasági kihívásokkal terhelt év. A választások után felálló kormánynak a feladata nem egyszerű: a társadalmi hatások mérséklése, a költségvetési hiány megemelkedésének a megakadályozása és az ország gazdaságának növekedési pályán tartása.

Blahó Levente

Elemző

+36-1-484-4313

Pálffy Gergely

Elemző

+36-1-484-4313

Török Zoltán

Vezető elemző

+36-1-484-4843

Tartalomjegyzék

USA helyzetkép	2
USA részvénypiac	11
Olajpiac	18
Euróövezeti helyzetkép	28
Magyar gazdaság	32
Hazai részvénypiac	37

Reál GDP (év/év, %)

	2021	2022	2023
USA	5,7	3,4	2,4
Euróövezet	5,3	3,0	1,0
Németország	2,9	2,7	2,7
Magyarország	7,1	2,5	2,0
Lengyelország	5,7	3,7	1,8
Csehország	3,3	2,8	0,9
Románia	5,9	2,2	3,0

Infláció (éves átlag, %)

	2021	2022	2023
USA	4,7	6,3	2,7
Euróövezet	2,6	6,3	3,1
Németország	3,2	5,4	2,5
Magyarország	5,1	10,0	6,0
Lengyelország	5,1	10,1	11,1
Csehország	3,8	12,6	6,0
Románia	5,1	10,0	7,1

Munkanélküliség (%)

	2021	2022	2023
USA	5,4	3,7	3,5
Euróövezet	7,7	7,0	7,2
Németország	5,7	5,0	4,8
Magyarország	4,1	4,3	4,4
Lengyelország	6,0	5,2	5,0
Csehország	3,8	3,5	3,7
Románia	5,6	5,6	5,2

3 hónapos bankközi kamat (%)

	*aktuális	Q2 2022	Q3 2022	Q4 2022
USA	0,97	1,25	1,60	1,85
Euró zóna	-0,47	-0,40	-0,15	0,05
Magyaró.	6,49	6,70	7,00	7,00
Lengyeló.	4,90	4,40	5,20	5,20
Cseho.	5,29	5,15	5,10	5,10
Románia	4,53	5,20	5,80	6,00

10 éves állampapírhozam (%)

	*aktuális	Q2 2022	Q3 2022	Q4 2022
USA	2,61	2,20	2,25	2,30
Németország.	0,64	0,45	0,45	0,45
Magyarország	6,43	6,55	6,50	6,45
Lengyelország	5,56	5,10	5,10	4,90
Csehország	3,93	3,70	3,60	3,60
Románia	6,43	6,60	6,70	6,75

Árfolyam

	*aktuális	Q1 2022	Q2 2022	Q3 2022
EUR/USD	1,09	1,09	1,11	1,13
EUR/HUF	377	375	370	365
EUR/PLN	4,64	4,70	4,60	4,60
EUR/CZK	24,4	24,8	25,0	25,0
EUR/RON	4,94	5,00	5,02	5,05

*2022. április 6-i értékek

Forrás: RBI, Raiffeisen Research, Bloomberg

USA,
Az infláció nyomása alatt

Amerika földrajzi adottságainak előnye megint megmutatkozik, ebben az erősen bizonytalan időszakban. Partját két óceán mossa, így kellően elkülönült a világ többi részétől, hogy ne kelljen közvetlen külső agressziótól tartania. Mérete biztosítja számára, hogy alapanyagokból és termőterületből bőségesen jusson. Az energiafüggetlenség is elérhető lenne számára. Ugyanakkor pont a nagy távolságok miatt a szállítási költségek jelentősebbek lehetnek, különösen a behozott áruk esetében. Összességében stabil és demokratikus politikai rendszerrel rendelkezik. Azonban ezek ellenére nem tud független maradni a világban zajló események hatásától, így kénytelen reagálni rájuk.

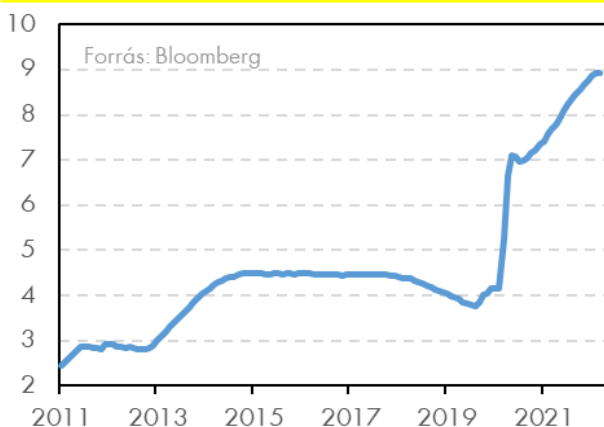
A 40 éve nem látott magasságba szökő infláció hatására a jegybank megkezdte kamatemelési ciklusát, de szerencsére a munkaerőpiac erős, így ahogy arra Powell is utalt elég most csak az árrághatásra koncentrálni. Hosszas várakozás után március közepén végre **25 bázisponttal megemelte az alapkamatot a Fed**. Ez az első ilyen típusú monetáris szigorítás 2018 decembere óta. A kiadott kommuniké jelentős változásokat tartalmazott. Külön kiemelten foglalkozik az ukrán helyzettel és a háború negatív gazdasági és inflációs következményeivel. Ez utóbbiak már a jegybank szerint is széleskörűek. Powell többször hangoztatta, hogy a Fed igyekszik megakadályozni, hogy ez a magas infláció beépüljön a várakozásokba és a gazdaságba. Azonban az erős hangvételű felszólalásokon túl eddig nem sikerült ezt megakadályozni. Addig is a folytatódó kamatemelések ellenére a nyersanyagárak magas szinten ragadása miatt magasabb árakra számít a jegybank. A márciusi kamatdöntés nem volt egyhangú, hiszen Bullard, a

St. Louis-i Fed elnök 50 bázispontos szigorítást szeretett volna látni.

Március elejével **kifutott a mennyiségi lazítási program**, de a hivatalos kommunikében a várható **mérlegfőösszeg leépítéséről** csak egy mondat szólt és az sem tartalmazott részleteket. A további részletek hiánya azt jelenti, hogy a tanács nem jutott konszenzusra a kezdési időpontot vagy ütemet illetően. A kommuniké szerint a bizottság "várhatóan egy következő ülésen" kezdi majd meg az állományok csökkentését. A következő májusi ülés lehet az, amikor meghozzák a döntést. A jegyzőkönyv szerint a tanácstagok egyet értettek abban, hogy **helyén való lenne havi 95 milliárd dollárral** (60 milliárd állampapír és 35 milliárd jelzáloggal fedezett értékpapír) **csökkenteni a jegybanki mérleget** és legalább egy 50 bázispontos kamatemelésre is szükség lehet. Powell szerint a mérlegfőösszeg leépítése egy kamatemelési hatással egyenértékű. Az biztos, hogy üteme gyorsabb lesz, mint korábban és a bejelentéssel párhuzamosan már el is indulhat, ha először kisebb értékben is.

Negyedév lévén sor került a **gazdasági előrejelzések** közzétételére is. Ezekben is jelentős válto-

Fed mérlegfőösszege (billió dollár)



zás volt megfigyelhető. Az idei évre már csak 2,8 százalékos **GDP** növekedéssel számolnak, holott decemberben ez még 4 százalékon állt. Powell szerint ez az orosz-ukrán háborúnak a következménye, de nem szabad elfeledkezni a makacsul magas szinten ragadó infláció hatásától sem. A 2023-ra (2,2%), illetve a 2024-re (2,0%) vonatkozó értéket nem változtatták.

A (PCE) **maginflációs előrejelzés** 2022-re, evvel szemben jelentősen megugrott a decemberi 2,7 százalékról 4,1 százalékra. Itt azonban a 2023 (2,6% vs 2,3%) és a 2024-es érték (2,3% vs 2,1%) is magasabbra tolódott. Ezek alapján a Fed úgy számol, hogy a gazdaság gyorsabb ütemben tér vissza a növekedés hosszú távú trendjéhez, mialatt az infláció tartósan magasabb pályán mozog majd. Kiemelendő, hogy saját előrejelzéseik szerint sem teljesül az inflációs cél 2024 végére sem.

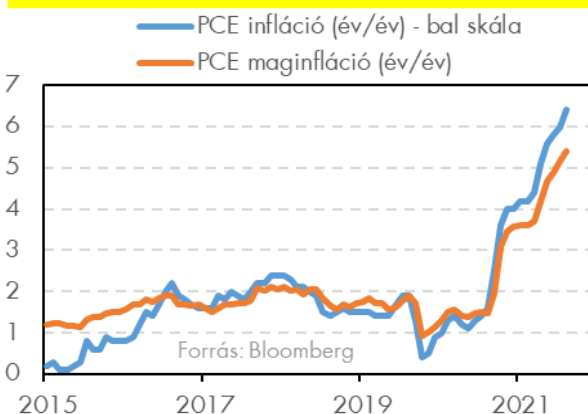
Az infláció kordában tartásához a **kamatpálya** is sokkal meredekebb lett, mint decemberben. A 2022-re végére vonatkozó medián várakozás 2 százalék lett szemben a decemberben remélt 1 százalékkal. Jövőre már 2,75 százalékon állhat meg az alapkamat az év végén, míg három hónappal korábban 1,5 százalékot vártak csak. Azonban 2024-ben nem terveznek kamatemelést (2,75%), míg tavaly év végén itt még csak 2%-ról szólt a prognózis. Ha megvalósul a 2,75 százalék, az magasabb lenne, mint a Fed által természetesnek beállított 2,4 százalékos alapkamat, amely se nem fűti, se nem hűti a gazdaságot. Pláne, hogy márciusban ezt is mérsékeltek a korábbi 2,5 százalékról.

A **kamatemelés várakozások** az összeállításban résztvevő tagok között szintén erőteljesen felfelé mozdultak el. Decemberben 2022 végére még 10 tag a 18-ból, három idei kamatemeléssel számolt. Mára a legtöbben (5 fő) hét kamatemelést tartanak valószínűnek, de ehhez minden ülésen szigorítania kellene a jegybanknak. Azonban nagyon nagy

a szórás. Van, aki – valószínűleg Bullard – 3,25 százalékos alapkamatra számít 2022 decemberére. A többség (13 fő) 1,75 - 2,50 százalék közötti alapkamatot lát valószínűnek év végére. Ez a mai 25 bázispontos szigorítás után 5 vagy 8 további hasonló emelést jelentene.

A **határidős kamatok árazása** alapján a piac 50 bázispontos májusi és júniusi szigorításra számít, amit majd hat 25 bázispontos emelés követne egyhuzamban. Evvel decemberre már 2,25 - 2,50 százalékra érne az alapkamat. Powell szokásos fél-éves kongresszus előtti felszólalásában közölte, hogy teljességgel elképzelhető, hogy nem 25 bázisponttal fognak szigorítani, illetve, hogy a természetes alapkamatszint fölé kell majd emelni az alapkamatot az infláció hatásos visszaszorítása érdekében. Ez de jure már **gazdasági növekedést hátráltató intézkedés** lenne. Nehéz elképzelni, hogy ez a Fed hajlandó lenne a gazdasági növekedést is beáldozni az infláció letörése érdekében, mint ahogy azt a Volker Fed tette az 1980-as évek elején, amikor is a rekord szintre emelt alapkamat dupla recessziót is eredményezett 1980 folyamán majd 1981 Q3 - 1982 Q3 között. Mindenesetre egyelőre az **elemzői várakozások** a Fed tanácsstagok erőteljes felszólalásai után még meredekebb pá-

Jelentősen felpattanó infláció



lyát áraznak április elején. **A többség 3 darab 50 bázispontos szigorításra számít, amit egy sor 25 bázispontos kamatemelés követhet.** Evvel 2,5 – 2,75 százalékra érne az alapkamat idén év végére. Ugyebár a jegybank pontdiagrammja alapján csak 2023 végére lenne meg a 2,75 százalékos alapkamat.

Azért is van lehetősége a jegybanknak ilyen drasztikus kamatemelési pályát kijelölni, mert a **pénzügyi kondíciók** továbbra is nagyon kedvezőek. A St. Louis Fed által mért pénzügyi stressz index 2018 óta nem látott alacsony szinten található, ami kedvező környezetet jelent. Ugyanakkor a Chicago Fed által összeállított nemzeti kiigazított pénzügyi kondíciók indexe a 2021 végi, 2020 februárja óta nem látott alacsony szintjéről március végére 2020 júniusi magasságba emelkedett, közel megháromszorozva értékét. Azonban így is bőven a laza pénzügyi kondíciókat jelentő tartományban található. Fontosak ezek a mutatók, hiszen a márciusi döntést követő sajtótájékoztatón elhangzott, hogy a pénzügyi piacok volatilitása szűkítheti a hitelkondíciókat, ami hatással lehet a gazdaságra. Azaz, **továbbra is a részvény, illetve hitelpiac lesz a hőmérője, hogy meddig és milyen gyorsan tud a jegybank szigorítani.** A jelentős geopolitikai kockázatok és magasabb inflációs környezet ellenére **Powell nem számít recesszióra** a következő évben. A munkaerőpiac, az üzleti és háztartási mérlegek mind erősek, így a monetáris szigorítás ellenére erősödhet a gazdaság.

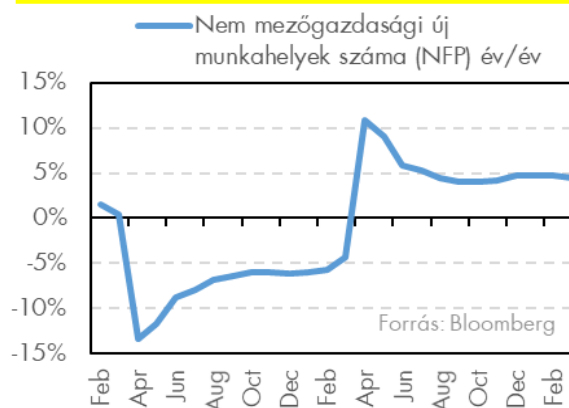
Kijelenthető, hogy **a rendkívül szoros munkaerőpiaci háttérbe szorul a Fed politikájában és az infláció leküzdése az elsődleges prioritás.** Ezt maga a jegybankelnök is megerősítette a kamatdöntést követő sajtótájékoztatón, mikor arról szólt, hogy a munkaerőpiac már „egészségtelen

módon” szoros, de szerinte bérinflációs spirál nem fenyeget.

Márciusban a várakozásokat kis mértékben alulmúlva 431 000 fővel bővült tovább az amerikai munkaerőpiac. Kisebb növekedést utoljára tavaly szeptemberben láthattunk. Sőt, ez volt az ötödik legalacsonyabb érték 2020 májusa óta. Azonban a felminősített, 2020 szeptembere óta nem látott mértékben erős 750 000 fős februári adat után nem meglepő a visszaesés. Mindezek ellenére, **továbbra is még 1,6 millió állás hiányzik a járvány előtti szint eléréséhez.** A februári kimagasló értékkel nem számolva tavaly október óta egyre csökken a havi munkaerőpiaci bővülés.

A 426 000 magánszektorbeli munkahelyből 60 000 a termelő szektorban létesült a februári 102 000 fő bővülés után. A szolgáltató szektorban (366 000 vs 637 000) is jelentős visszaesés volt megfigyelhető. A kereskedelmi, szállítási és közüzemi szektorban (54 000 vs 199 000) volt a legnagyobb csökkenés, ami a kiskereskedelmi iparág (49 000 vs 110 000) és a szállítmányozás (-500 vs 70 000) számlájára írható. A **szálláshely és vendéglátás** (112 000 vs 154 000) továbbra is a legnagyobb munkahely teremtmő, bár 2021 januárja óta nem látott csekély számú

Stabilan javuló munkaerőpiac



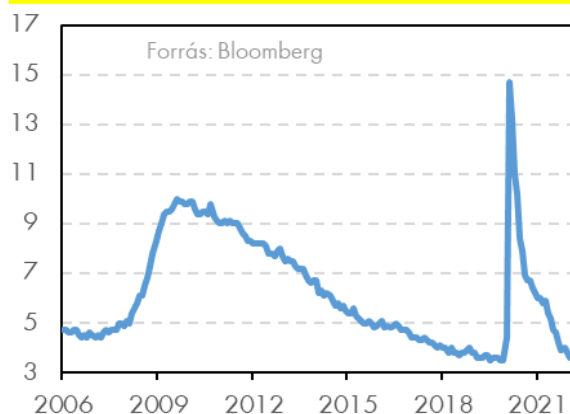
dolgozó (86 000 vs 121 000) helyezkedett el a vendéglátószektorban. Van hova fejlődni, hiszen a járvány előtti szinthez képest a szálláshely és vendéglátás szektorból még mindig 1,474 millió dolgozó hiányzik.

A háztartási felmérés szerint márciusban a munkaerőpiac 418 000 fővel bővült azáltal, hogy a foglalkoztatottak száma 736 000 fővel emelkedett, de ezt ellensúlyozta a munkanélküliek 318 000 fős növekedése. Mindennek köszönhetően **a munkanélküliségi ráta 3,6 százalékra süllyedt 3,8 százalékról**. Az aktivitási ráta (62,4% vs 62,3%) tovább javult 2020 márciusa óta nem látott magasságba a 25-54 éves korosztály (82,5% vs 82,2%) nagyobb részvételének köszönhetően. A járvány előtti aktivitási rátával számolva a munkanélküliségi ráta 5,1 százalékra csökkent volna az előző havi 5,5 százalékról. Az alulfoglalkoztatottsági mutató 6,9 százalékra esett 7,2 százalékról, alig elmaradva a rekord alacsony, 2019 decemberében elért 6,8 százaléktól. Egyre több ember kerül vissza aktív állományba a partvonalakról. A legalább 27 hete munka nélkül lévők száma 274 000 fővel 1,4 millió főre zsugorodott. Bár ez továbbra is 307 000 fővel több, mint a járvány előtt, de a trend kedvező. Emellett érdekes az az adat, hogy 382 000 fővel 5,737 millió főre nőtt azok száma, akik nincsenek a munkaerőpiacon, de szeretnének munkát. A 2020 februári alapszint 5 millió fő.

Kijelenthetjük, hogy bár vannak még tartalékok a rendszerben, mint a munkaerőpiacon kívül népes tömeg, de összességében már a teljes foglalkoztatottság szintjén áll az ország. Sőt, már gazdasági kár is keletkezik a munkaerőhiány miatt. Egy márciusban végzett felmérés **alapján a feldolgozóipari vezetők 45 százalékának vissza kellett mondani megrendeléseket**, mert nem állt ren-

delkezésre munkaerő. Emellett nem meglepő, hogy 83 százalékuk szerint bevonítani és megtartani a szakembereket a legnehezebb és legfontosabb feladat. Még mindig 178 000 feldolgozóipari munkahellyel kevesebb van, mint a járvány előtt.

A rendkívül szoros munkaerőpiaci helyzetre utal a még csak februári állásváltoztatási statisztika is. A meghirdetett állások száma csak 17 000 darabbal csökkent januárhoz képest és így 11 266 000 munkahelyi hirdetés van. Továbbra is igaz, hogy **az összes regisztrált munkanélkülinek**, ami februárban 6,27 millió fő volt, **lehetne állása és még mindig 5 millió darab állás maradna betöltetlen**. Ez utóbbi ugyebár megegyezik a munkaerőpiacon kívüli, de állásra vágyók számával. Van, hogy a jelentkező nem felel meg az állásnak van, hogy fordítva, de az állást kínáló és állást keresők területi aránya sem fedi egymást minden esetben. Azonban ennek a legfrissebb statisztikának most egy másik aspektusa a fontos. Februárban a valaha volt harmadik legtöbb, 4,35 millió munkavállaló, hagyta el önként az állását és váltott munkahelyet. Ez azt jelenti, hogy a kilépési arány már 2,9 százalék, ami alig marad el rekord szintű és decemberben elért 3 százaléktól. Ugyanakkor ez az átlag szint, hiszen a vendéglátóiparban (6,0%) sok-

Munkanélküliségi ráta

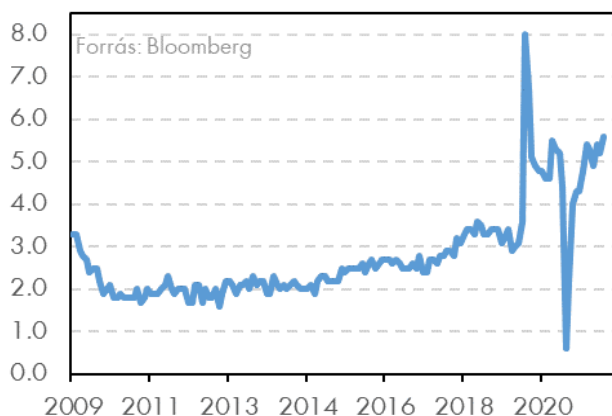
kalta magasabb értékeket kaptunk, míg az állami oktatásban (1,1%) sokkal alacsonyabbat. Nem véletlen, hogy az előbbiben találjuk a legtöbb meghirdetett állást (10,2%). Egyértelműen a munkavállalók kezében az alkupozió, ami magasabb béreket eredményez.

Az **átlagos órabérek** a teljes munkaerőpiacon 13 centtel 31,73 dollárra, azaz 0,4 százalékkal nőttek február és 5,6 százalékkal tavaly márciusához képest. Ez utóbbi 2020 májusa óta nem látott erősség. Sőt, az adatok 2007 óta rendelkezésre álló történelmében a legnagyobb, ha a koronavírus egyszeri hatását figyelmen kívül hagyjuk. Talán ez a bérinflációs spirál kezdetére utal. A termelő és nem vezető beosztású dolgozók bére még nagyobb ütemben, 6,7 százalékkal ugrott meg. Itt az adatok bőven 1980 előtti időkhöz nyúlnak vissza. Ez alapján, a koronavírus egyszeri hatásával nem számolva 1982 februárja óta nem látott erősségű a béremelkedés üteme. A fogyasztói infláció is 1982 óta nem látott magasságban található. Azonban hiába az órabér emelés, ha az infláció ezt mind ellensúlyozza. A szintén 40 éve nem látott infláció miatt továbbra is reálbér csökkenéssel szembesülnek a dolgozók. **A reál órabér februárban 2,6%-kal csökkent** éves szinten. Május óta nem láthatunk ilyen mély visszaesést. Ez volt már a 11. hónap egyhuzamban, hogy zsugorodnak a bérek, ennek már a fogyasztás is kárát látja.

Az órabéreknél tágabban értelmezett **személyes jövedelem** kategóriája, ami a bér és fizetések mellett az egyéb állami támogatásokat is tartalmazza februárban 0,5 százalékkal nőtt a januári 0,1 százalékos emelkedés után. A fizetések ugyan nőnek, de az állami támogatás csökken, mert például a havonta fizetett családi adóvisszatérítés összege kifutott. Így reál alapon már tavaly szept-

ember óta zsugorodást mutat a mutató, azaz a fogyasztók fél éve folyamatosan veszítenek vásárlóerejükből. Hasonló folyamatokat láthatunk az **elköltethető jövedelem** alakulásában is, ami a kötelező adók levonásával kerül kiszámításra. Bár februárban 0,4%-kal nőtt ez az összeg januárhoz képest, ami már az ötödik növekedés volt egyhuzamban és a nyolcadik az elmúlt kilenc hónapban, de reál alapon egy év alatt csak júliusban tudott bővülni.

Ennek ellenére a **személyes kiadások**, ami a szolgáltatásokra és termékekre fordított kiadásokat összegezi, egyelőre tartja magát. Bár februárban csak 0,2 százalékos volt a növekedés havi alapon, de ez a januári 2,7 százalékos megugrásnak volt köszönhető. A középtávú trendek azonban itt is mérséklődésre utalnak. Februárban a tartós fogyasztási javakra fordított kiadások mennyisége 2,5 százalékkal csökkent, ami már a harmadik visszaesés négy hónap alatt. A nem tartós fogyasztási javak esetében 0,1 százalék volt a visszaesés, ami a második csökkenés három hónap alatt. Ugyanakkor a szolgáltatásokra fordított kiadások (0,9%) július óta nem látott mértékben erősödtek a koronavírus járvány omikron variánsának elmúlásával párhuzamosan. Ha a dollárban kifejezett összeget

Átlagos órabér (év/év)

nézzük részletesebben láthatjuk a magasabb árak hatását. Vendéglőben és szálláshelyre 35 milliárd dollárral többet költött az amerikai fogyasztó, mint januárban. A második helyre a benzin (27 milliárd dollár) került az egészségügy (16 milliárd dollár) előtt. A top ötben találhatjuk még a szállítási szolgáltatásokat (14,3 milliárd dollár), ami az egyéb utazási költség gyűjtőcsoportja. Evvel szemben 30,7 milliárd dollárral kevesebbet költöttek gépjárműre, 11 milliárd dollárral kevesebbet élelmiszerre és 9 milliárd dollárral kevesebbet bútorra. Csalókának tűnnek ezek a számok, mert hiába nőtt a nominális érték közben 40 éve nem látott magas inflációval szembesül a fogyasztó. **A Fed által követett személyes fogyasztói kosár maginflációjának éves változása 0,23 százalékponttal 5,4 százalékra emelkedett egy hónap alatt, így utoljára 1983-ban látott magasságban található.** A hivatalos cél 2 százalék.

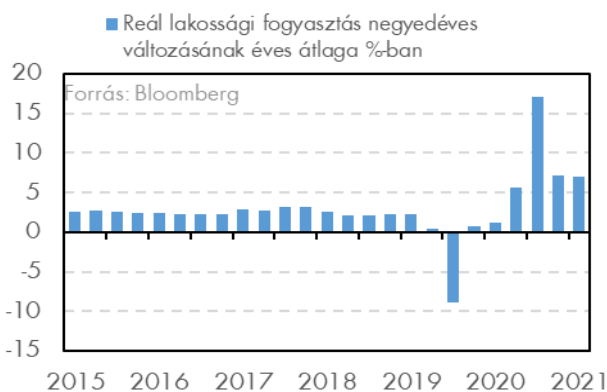
Országos átlagos inflációról van szó, ami jelentős különbségeket mutat egyes régióban. Atlantában például már most 10%-os az éves árváltozás, míg New York-ban csak fele ekkora. A különbséget főleg a lakhatási költségek és benzinárak adják. Sajnos nem csak az éves összehasonlítási adatok okoznak meglepetést nagyságukkal, hanem a havi szintűek is. A fogyasztói infláció 7,9 százalékkal drágult éves összehasonlításban a januári 7,5 százalékot követően, ami 0,8 százalékos havi növekedést jelent. Utoljára októberben láthattunk erősebb havi növekedést. **Egyelőre nem reménykedhetünk abban, hogy számottevően csökkenne az inflációs nyomás.**

Korábban még februárra várták a fogyasztói infláció tetőzését, de ezek az optimista várakozások azonnal megdőltek, míhelyst Oroszország megtámadta Ukrajnát. A háború és Biden oroszországi

energiaimport-tilalma miatt az olajellátás szűkült, és az amerikai kiskereskedelmi benzin és más nyersanyagok ára ebben a hónapban rekord szintre emelkedtek. Ezek után nem meglepő, hogy az **energiaárak** (+3,5% vs 0,9%) adták a februári növekedés harmadát, a 0,8 százalékos havi növekedésből 0,26 százalékpontot. Ezen belül a benzinárak (+6,6% hó/hó) emelkedtek számottevően. Ennek egy része talán már a háború hatása, ami február 24-én indult meg. A tényleges következmény majd a márciusi adatban érződik. Eddig a hónapban a benzin 19,3 százalékkal 4,32 dollárra emelkedett gallononként. A sokkal magasabb árak tükrében máris más megvilágításba kerül az elköltött 27 milliárd dollár többlet.

Az **élelmiszerárak** 1 százalékkal nőttek egy hónap alatt, amire 2020 áprilisa óta nem volt példa. Éves összehasonlításban 7,9 százalékos a növekedés, ami viszont 1981 óta példátlan nagyság. Így az élelmiszerárak a 0,14 százalékponttal járultak hozzá a 0,8 százalékos havi megugráshoz. Az élelmiszerárakban is jelentősebb drágulás várható a háború következtében egyrészt a magasabb energiaárak, másrészt a műtrágyaárak megugrása miatt. Oroszország és Fehéroroszország az utóbbi alapanyagok a legnagyobb exportőre. A háború mi-

Bázishatás miatt erős Q4 fogyasztás



att meghozott nyugati szankciók ellen a két ország beszüntette a kivitelét.

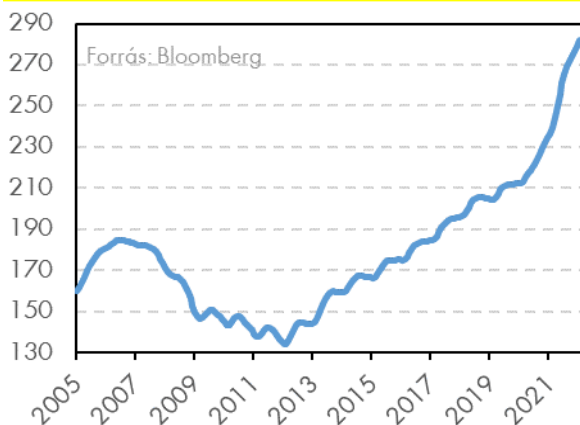
A fogyasztási javak inflációja 12,3%-os volt 12 hónap távlatában, amire 1975 óta nem volt példa. A bútorok (17,1% vs 17%) újabb rekord mértékű ár-emelkedést mutattak, csakúgy, mint a babaruhák (12,4% vs 8,8%). **Rekord növekedést láthattunk az új gépjárművek áraiban** (12,4% vs 12,2%) is. Az autószerelvíz díjak (+4,3%) szintén rekord mértékben ugrottak meg. A 2020 februárjától 2022 januárjáig tartó 55 százalékos kumulatív emelkedés után a használt járművek árának 0,2 százalékos februári csökkenése csak egy kis megnyugvás a használt-autó-vásárlók számára. A szezonális nem korrigált árak még mindig 0,8 százalékkal drágultak. Az éves növekedés, ami 41,2 százalék volt, is nagyobb, mint a januári 40,5 százalék. Az áremelkedés tükrében a 31 milliárd dollárral kevesebb ilyen jellegű kiadás **sokkal kevesebb megvásárolt gépjárművet jelent**. A félvezető hiány miatt küszködő gyárak alacsonyabb kapacitása is közrejátszott ebben. Januárban alig több mint egy millió autót adtak el, aminél kevesebbet a járvány miatti leállást nem számítva 2012 előtt óta nem láthattunk.

A szolgáltatások árai, amely a 0,8 százalékos havi növekedés 0,31 százalékpontjáért felelnek, 4,4%-kal drágultak éves szinten, ami 1991 óta nem látott csúcs. A lakhatási és utazási (1,4% vs 1,0%) költségek tolták fel a kategóriát. **A lakhatási költségek, amely a fogyasztói árindex havi változásának most 40 százalékaért felelt**, november óta nem látott 0,5 százalékkal emelkedtek. Ráadásul a bérleti díjak 0,6 százalékkal nőttek havi szinten, ami 1987 óta nem látott nagyság.

A jelentés összetétele kiszámítható, de fontos módon változik. A járművekkel kapcsolatos árak februárban mindössze 3%-kal járultak hozzá az alapárak növekedéséhez, ami tavaly augusztus óta a legalacsonyabb érték, és annak jele, hogy az **ágazat ellátási láncának gondjai** a végéhez közeledtek, legalábbis a kiobbant háború és a kínai koronavírus lezárások előtt. A bérleti díjak azonban az alapárak növekedésének közel 36 százalékát adták, szemben a januári 29 százalékos és a decemberi 27 százalékos növekedéssel. A **bérleti díjak folyamatos emelkedése**, amely valószínűleg nem fog egyhamar mérséklődni, rávilágít arra a kihívásra, amellyel a Fed az év hátralévő részében szembeülni fog. **Lassan mozgó, de rendkívül széles határról van szó, ami szinte a teljes lakosságot érinti**. Az egy generáció óta nem látott infláció hatása már most érezhető a fogyasztási szokások átalakulásában. A lakosság kénytelen többet költeni arra, ami fontos (élelmiszer, közüzemi díjak), így kevesebb jut a „felesleges” diszkréionális javakra.

Bár a medián **újlakás** árak visszaestek tavaly júliusi szintre, de így is 400 000 dollár egy új családi ház. A **használtlakás** olcsóbb, a medián lakásár itt 360 000 dollár, de az árak június óta csak oldalaz-

Törtető lakásár index (SPCSCL)



nak. Egy év alatt 20 százalékkal nőttek országos átlagban a lakásárak. Azonban továbbra is eladói piac van, hiszen már 2020 előtt is hiány volt a piacon, amit a járvány okozta leállás csak fokozott, de az elmúlt időszakban megindult kamatemelés az, ami véget vetett a drágulásnak. A benchmarknak tekinthető **30 éves fix kamatozású**, állami, maximum 467 000 dolláros **hitelhez tartozó jelzálogkamat** 4,9 százalékon áll, 2011 óta nem látott magasságban. Összehasonlításképpen az év elején még 3,2 százalékon állt a mutató, míg tavaly februárban rekord alacsony szinten, 2,8 százalékon. Utoljára 1980-ban láthattunk gyorsabb jelzálogkamat emelkedést. Akkor is megugró inflációra reagáló erőteljes kamatemelés váltotta ki. Akkor recesszió lett a vége. Vajon most lehet más a helyzet? A lakosság fele már most sem tud lakást venni a magas önerő szükséglet és az alacsony bére miatt.

Ha hiszünk a **hozamgörbe inverz** válásának, akkor nem. Áprilisban 2006 óta nem látott mértékben haladta meg a 2 éves állampapír a 10 éves állampapír hozamát. Ez történelmileg jó előrejelzője a recesszióknak 1 – 1,5 éves időtávon, hiszen 2019-ben, 2006-ban, 2000-ben és korábban is bekövetkezett. A rövid lejáratú papírok hozamszintje a Fed tervezett erőteljes kamatemelése miatt emelkednek, de a hosszú oldal már a magas kamatszintek gazdaságnövekedésre gyakorolt negatív hatása miatt lemaradóak. A 10 éves állampapír hozama így is három év nem látott magasságban található.

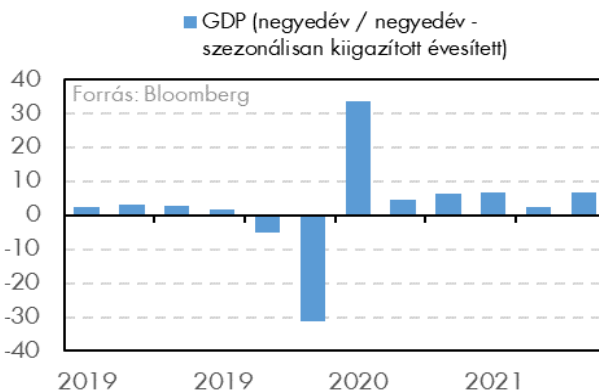
Az Atlanta Fed becslése alapján **az első negyedében az amerikai GDP csak 1 százalék körüli mértékben bővül évesített negyedéves alapon**. Ha 1 százalék lesz a végső érték, az 2018 negyedik negyedéve óta nem látott alacsony növekedési

ütem. Akkor vetett véget Powell a 2016-ban megkezdett kamatemelési ciklusnak a részvénytőkebeesés hatására. Most pedig csak elkezdte a szigorítást. Természetesen a bázishatás miatt is alacsonyabba mutató, hiszen a negyedik negyedében 7 százalékos volt a GDP erősödés.

Az amerikai gazdaság hajtómotorja a személyes fogyasztás. A 2009 óta tartó növekvő trend 2020 tavaszán a koronavírus lezárásoknak köszönhetően egyértelműen megtört. Az állami támogatásoknak köszönhetően sikerült tavaly márciusban visszakerülni a korábbi emelkedő trendhez, de az év végére megtorpant a növekedési ütem.

Az amerikai növekedés két fő hazai ellenszele idén az infláció és a csökkenő költségvetési támogatás. A háztartások erős mérlegei már most gyengülnek, ahogy a megtakarítási ráta csökkenéséből is láthatjuk. A magas szinten ragadó infláció 5200 dolláros „adót” jelenthet háztartásonként az idén. Ebből 2200 dollár a magasabb élelmiszer és energiaárak költsége. A munkaerőpiac hiába erős, ha a reálbérek hosszú ideje csökkennek, gyengítve a vásárlóerőt. A több dolgozó munkába állásával nő a nemzeti bértömeg, ami összeítve tompíthatja is az infláció negatív hatását.

Lankadó lendület



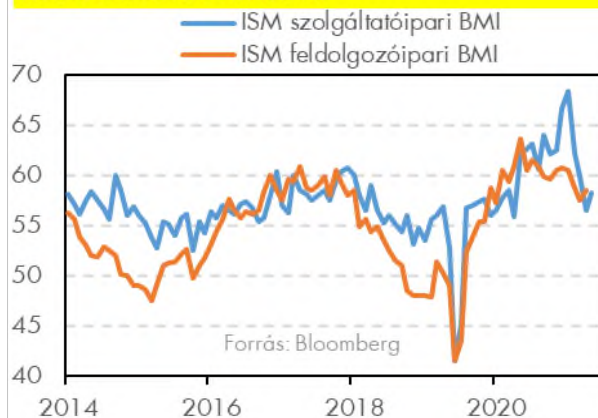
Tény, hogy a legalacsonyabb fizetési kategóriába tartozó iparágakban nőtt a legnagyobb mértékben a bértömeg, akár éves szinten 10 százalékkal is, de itt a legalacsonyabb a bázis és a gazdaság hajtómotorját adó fogyasztás zöme sem innen származik. Ebben a csoportban az élelmiszer és energia (benzin, lakásfűtés) költségek a kiadások közel 20 százalékát adják, míg a leggazdagabb csoportban csak 10 százalékot. **A várható béremelések akár 100 százalékát is elviheti a magasabb élelmiszer és energia költség** ebben a csoportban, de a 20-60 százalékos jövedelmi kategóriában is a többlet bevétel felét emésztheti fel. Pozitívum, hogy **az elmúlt évtizedekben egyre kisebb részt vitt el az élelmiszer és energia költség a bevételekből**. Amíg az 1970-es években a bevétel közel negyede fordítódott ilyen kiadásokra, addig 2016-2019 között már csak 10 százalék.

Az elmúlt két év pozitív hozadéka, hogy **a fogyasztó jelentős megtakarításokat halmozott fel** köszönhetően a világjárvány ösztönző és munkanélküli segélyeknek, a fogyasztás kényszerű csökkenésének, a lezárások és egészségügyi aggályok miatt, bérek és egyéb jövedelmek növekedésének, valamint az adók kedvező változásának. Ez összesen 2500 milliárd dollár többlet megtakarítást jelenthet a járvány előtti időszakhoz képest. Pozitívum, hogy az alanyi jogon járó állami támogatásoknak köszönhetően rendkívül egyenletes az eloszlás a jövedelmi csoportok között, de a járványügyi fiskális támogatási programok kifizetése akár 2,5 százalékponttal is visszavetheti az éves reál GDP növekedést.

A járvány idején rekord szintre (33,8%) ugró **megtakarítási ráta** idén januárra nyolc éve nem látott alacsony szintre, 6,1 százalékra mérséklődött. 2013-ban, illetve 2009-et megelőzően tapasztalhattunk

már alacsonyabb értékeket, de az Oroszország által indított háború negatív hatása majd csak most fogják elérni Amerika védett partjait. Ugyanakkor **az eladósodottsági arány**, ami a hiteltartozás összegét veti össze az elkölthető jövedelemmel, **nagyon alacsony** szintet mutat. A negyedéves mutató 2021 első negyedévében érte el 1980 óta számított történelmének legalacsonyabb értékét (8,37-szeres), ahonnan a harmadik negyedévre csak 9,21 százalékra emelkedett vissza. Összehasonlításképpen a csúcs 2007 negyedik negyedévében volt 13,2 százalékkal. Ez a mutató nem csak a jelzálog kötelezettségeket tartalmazza, de minden egyéb kötelezettséget is, mint a hitelkártya, autóhitel tartozások, de még a bérleti díj elmaradásokat is.

Hiába Amerika védett partjai, így is a begyűrűző külső környezet lesz a legfontosabb faktor az év alakulásában. Ezek közül a legközvetlenebb az orosz-ukrán háború olajárakra gyakorolt hatása. A hozamgörbe inverzé válása ellenére **nem számítunk az idén recesszióra, de a jövő évre**, pláne annak második felére nagyban **megnő a kockázata** egy magas infláció, és a ellene meghozott magas kamatszintek okozta fogyasztás csökkenés által kiváltott gazdasági visszaesésnek.

Rekord közeli szinteken

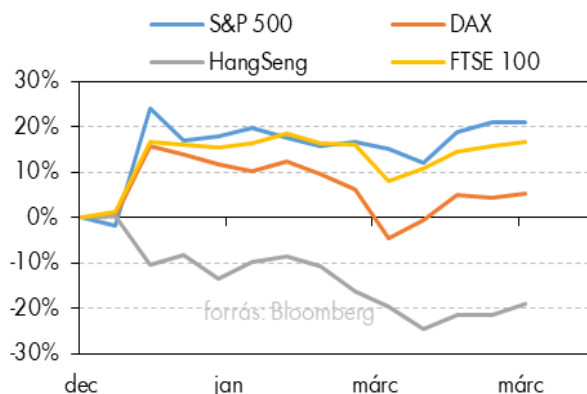
USA részvénytőke, Bérelt idő

Két hatalmas sokk uralta az első negyedévet: az amerikai jegybank és más központi bankok éles, szigorító fordulata, valamint Oroszország ukrajnai inváziója. Ezek az események külön-külön is növelték volna a recesszió vagy a gazdasági lassulás kockázatát, de emellett csorbították a jövedelem-növekedésbe vetett reményeket is. A magasabb kamatlábak, a nemzetközi zavarok és a megugró nyersanyagárak mind megnehezítik a vállalatok számára a nyereséges működést. A nagy alapkezelők körében mért felmérés szerint **a globális recesszió kockázatának valószínűsége 24 százalékponttal ugrott meg** az előző negyedévhez képest. A második legnagyobb valószínűségi emelkedést az amerikai munkanélküliségi ráta (+19 százalékpont) kapta, ami voltaképpen az amerikai gazdasági lassulástól való félelem. A spektrum másik végén 17 százalékponttal csökkent annak a valószínűsége, hogy erősek lesznek a vállalati eredmények, illetve 9 százalékponttal, hogy emelkedni fognak a részvények. Ez utóbbiak önmagukban még nem is okok az aggodalomra, hiszen 2021 végén több amerikai index is rekord (közeli) szinten tartózkodott, ahonnan van tér és talán szükség is a konszolidációra.

A negyedév végére **az S&P 500 index 11 szektora** közül csak két szektor tudott a pozitív tartományban zárni. Fényévekkel megelőzve a második helyzet közüzemi szektor 4 százalékos emelkedését, az **energia szektor** nyerte az etapot 37,6 százalékos megugrással. Természetesen nem szabad megfeledkezni, hogy az olajárak a negyedévben 33,3 százalékkal drágultak, ami nagy mértékben hozzájárult a győztes szektor teljesítményéhez. Az energia szektor csak ott folytatta, ahol tavaly abbahagyta, hiszen 2021-ben a legjobb teljesítményt

nyújtotta 47,7 százalékos drágulásával. A **defenzív közüzemi szektor** csak az utolsó héten lendült át a pozitív tartományban, de az Oroszország által kirobbantott háború óta felülteljesítő. Végül 4 százalékkal drágult az időszak alatt. Ez nem kis teljesítmény, hiszen evvel párhuzamosan a hozamszintek is meredeken emelkedtek, ami tipikusan ellensége a szektornak. A magasabb és biztosabb állampapír hozamok miatt nincs értelme kockázati felárat fizetni, ráadásul alacsonyabb hozamért. A magasabb inflációs környezet is ellensége az osztalékfizető papíroknak. A szintén defenzív és ciklikus **fogyasztási cikkek szektora** 1,6 százalékos csökkenésével a harmadik legjobb lett a negyedévben. A **pénzügyi szektor** a negyedév utolsó napján elszenvedett lekötés miatt nem tudott a pozitív tartományban zárni, de a három hónap során rendre felülteljesítő volt. A negyedik helyre süllyedt 1,9 százalékos veszteségével. A pénzügyi szektor is nyertese szokott lenni a hozamemelkedésnek és a jegybanki kamatemelésnek. A bank kamatnyeresége a rövid és hosszú lejáratú papírok közötti hozamkülönbségből szeri, így a hozamgörbe laposabbá válása nem kedvező számára. Április elején ráadásul inverz lett a hozamgörbe a klasszikus időtávon 2-10 év, ami 1 – 1,5 éves időtávon recessziót jelez előre és a bankpapíroknak is nagyon

Részvénytőke teljesítménye (2022.01.01-től)

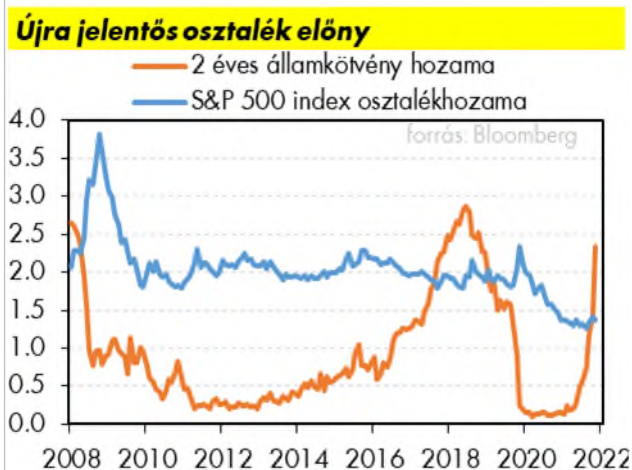


kedvezőtlen. Emellett az Oroszország elleni szankciók is megnehezítik a bankok munkáját. Az év első három hónapjában a **kommunikációs szektor** szerepelt a leggyengébben a maga 12,1 százalékos vesztesége miatt. Ez főként a Meta csalódást okozó negyedik negyedéves eredményének köszönhető, amellyel, hogy a tavalyi év után felerősödött az átcsoportosítás a növekedési szektorokból, mint a kommunikációs, a ciklikus, illetve defenzív szektorokba. A **növekedési szektorok végeztek a három legutolsó helyen:** kommunikációs (-12,1%), fogyasztási termékek (-9,2%), technológiai (-8,6%). Érdekesség, hogy az alapanyag szektor miért nem tudott jobb teljesítményt elérni, mint a 2,8 százalékos csökkenés, hiszen a különböző ipari fémek (acél, réz) rekord szintre vagy annak közelébe tudtak emelkedni, és a mezőgazdasági termények is száguldottak. A szén ára a második negyedév elején 13 éve nem látott magasságba emelkedett.

A globális tőkepiaci forrásbevonás több mint 900 milliárd dollárral zsugorodott az első negyedévben a 2021-es év azonos időszakához képest, mivel a megugró infláció, az ukrajnai háború és az ingadozó eszközárak késleltették a tőzsdei bevezetéseket és akadályozták a kötvényügyleteket. A vállalkozások az év első három hónapjában 2,3 milliárd dollárt gyűjtöttek **részvényeladások** és új hitelfelvételek révén a kötvény- és hitelpiacokon, ami hat év óta a legkisebb összeg, és az egy évvel ezelőtti, rekord szintű, több mint 3,2 milliárd dollárhoz képest jelentős csökkenést jelent. **Amerikában az első negyedévben alig 24 klasszikus tőzsdei bevezetés volt.** Ez 2009 óta nem látott alacsony szint. Világszinten 131 milliárd dollárt vonzottak be így, ami fele a tavalyi szintnek, de ez is az ázsiai aktivitásnak köszönhető, ahonnan az idei 15 legnagyobb tőzsdei bevezetésből 9 származik. Az LG Electric Solutions bevezetése egymagában 11 milli-

árd dollárt kötött le. A **vállalati kötvénykibocsátások** esetében is csökkenés volt megfigyelhető, 7 százalékos 1,36 billió dollárra, a piaci volatilitás hatására. A kockázatos kötvények körében már 72 százalékos volt a visszaesés globális szinten. A 2016 óta nem látott alacsony 59 milliárd dollárból 34 milliárd Amerikában került kibocsátásra, de ez is óriási visszalépés a négy negyedévvvel korábbi 139 milliárd dolláros szinthez képest. Nagyon sokan elhalasztották, főleg a részvénypiaci tőkebevonás időzítését a piaci volatilitás miatt, de ez nem azt jelenti, hogy letettek volna róla. A befektetőknek sok szabad tőkéjük van, amit munkába szeretnének állítani.

A negyedév során is megfigyelhető Amerika kitűnő földrajzi helyzete, illetve az ebből származó előnye. Hiszen a háborútól való távolsága és így viszonylagos biztonsága miatt a leggyengébben teljesítő kommunikációs szektornak is sikerült a negyedév végére ledolgozni az orosz támadás okozta sokkhatást, ha nem számolunk az utolsó két nap negyedév végi átsúlyozás okozta visszaeséssel. Ugyanakkor ebben az emelkedésben is talán az **emberi optimizmus** figyelhető meg – lesz ez még jobb – valamint a **részvénypiacok jövőbeli diszkont mechanizmusa**. A koronavírus



okozta részvénytőzsi mélypont is márciusban következett be, holott az első vakcinákat csak novemberben jelentették be és utána még legalább egy évig több kevesebb vehemenciával velünk volt – bizonyos esetekben még most is velünk van – a vírus. Korábbi háborús eseményeknél hasonló pályát járt be a fő index. Ez persze nem azt jelenti, hogy nem érinthetjük újra a márciusi mélypontokat vagy akár még lejjebb ne eshetne az index, de ez utóbbi esetben már aktuális gazdasági nehézségek – recesszió – lesz a kiváltó ok, ami a vállalati eredményességre is rányomja a bélyegét. Sajnos egyáltalán nem kizárható, hogy bekövetkezik ez utóbbi forgatókönyv, hiszen az elszabaduló infláció, az erre gyors kamatemelésekkel reagáló Fed a fogyasztói környezetet nehezíti jelentősen, ami a vállalati eredményességre van negatív hatással, ez pedig a részvényárfolyamokat tolhatja lejjebb.

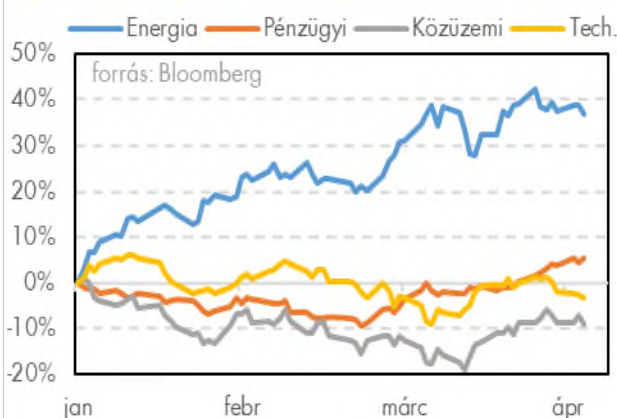
Talán pont az Ukrajnában zajló háború kiszámíthatatlan következményei miatt, de az elemzők többsége még nem nyúlt vállalati előrejelzéseikhez. Így a hamarosan kezdődő **első negyedéves gyorsjelentési szezon igazi meglepetéseket tartogat** majd. Az eredményvárakozások makacsul magas szinten ragadásával szemben az értékeltségi mutatók, mint a P/E, jelentősen visszaesett. Ez azonban a zajló hozamemelkedésnek a velejárója.

A járvány kirobbanása óta először fordul elő, hogy **a negyedév során csökkentették az S&P 500 indexre vonatkozó eredményvárakozásaikat az elemzők**. Evvel az elmúlt hat negyedév tendenciája dőlt meg és tért vissza a megszokott kerékvágásba. Az első negyedévre vonatkozó becslések 0,7 százalékkal (51,83 dollárra) húzták le az egy részvényre jutó eredményt (EPS). Történelmi összehasonlításban csekély mérték ez, hiszen öt éves átlagban 2,5 százalék, míg tíz éves átlagban 3,4

százalék az átlagos leminősítés. Evvel párhuzamosan több cég közölt negatív eredmény előrejelzést. Az első negyedév végéig 96 cég publikált módosított eredmény előrejelzéseket, de ezek közül 67 leminősítés volt. Az elmúlt év átlagában tipikusan 45 cég közül pesszimista várakozásokat. A negatív EPS iránymutatás arány (70%) meghaladja az öt-éves átlagot (60%) is. A negatív EPS-előrejelzést kiadó vállalatok nagyobb száma és az eredménybecslések nettó lefelé történő elmozdulása miatt a 2022 első negyedévére becsült (éves szintű) eredménynövekedési ráta a negyedév végére (4,7%) alacsonyabb lett, mint a negyedév elején (5,7%). Ha ez lesz a tényleges növekedési ráta a negyedévben, akkor 2020 negyedik negyedéve óta (3,8%) ez lesz az index által bejelentett legalacsonyabb nyereség-növekedési ráta.

A **fogyasztási szektor** esetében már csak 28,3 milliárd dollárnyi eredményt várnak a negyedév eleji 32,1 milliárd dollárhoz képest. Ez a 11,9 százalékos csökkenés messze a legrosszabb a 11 S&P 500 szektor közül. Evvel párhuzamosan az éves eredménycsökkenés mértéke is megugrott 14,9 százalékra 3,4 százalékról. Némileg magyarázza a negatív hozzáállást, hogy a negyedév során a szektor a második leggyengébb teljesítményt nyújtotta 9,2

S&P 500: Q1 teljesítmény



százalékos esésével. Összességében az 59 szektortagból 43 esetben csökkent az EPS várakozás a negyedév során. Főképp a kaszinók, illetve tengeri hajózási vállalatok leminősítése okozta a visszaesést. A szektort alkotó 10 iparágból 8 esetben éves szintű visszaesésre számítanak. Ugyanakkor a legnagyobb visszahúzó erőt az Amazon és a Ford képezte. Nélkülük a 14,9 százalékkal alacsonyabb eredménytömeg helyett 2,9 százalékkal többet kapnánk.

Az **ipari szektor** esetében 11,8 százalékos visszaeséről beszélhetünk a negyedév során, amivel a várható éves EPS növekedés üteme 31,9 százalékra esett 49,5 százalékról. Az év első három hónapjában szerény 2,7 százalékkal csökkent csak a szektor árfolyama. Az ipari szektor 72 tagja közül 52 esetben mérsékeltek a negyedév során az EPS-t, ami 13 cégnél 10 százalékot meghaladó mértékű volt. Azonban a 12 iparág közül 9 esetben éves szintű növekedésről szólnak a várakozások. A légitársaságok képezték a legnagyobb hozzáadott értéket. Ha a figyelmen kívül hagynánk a Boeing és az öt légitársaság eredményeit, a szektor várható növekedési üteme 3,9 százalékra esne vissza a 31,9 százalékról.

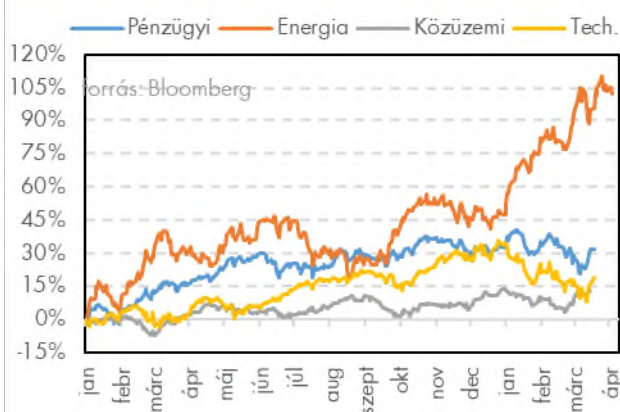
Az **energia szektor** esetében egy negyedév alatt 25,6 milliárd dollárról 33,3 milliárd dollárra nőtt a becsült eredménytömeg. Ez a 30,3 százalékos javulás messze a legnagyobb az összes szektor közül. Természetesen az olajának van a legnagyobb várakozásokat felhajtó ereje, hiszen a negyedév során 75 dollárról 100 dollárra drágult a nyersanyag. Ez a 33 százalékos növekedés még több is mint amit az EPS várakozásokban láthatunk. Ennek köszönhetően éves szinten már 245 százalék növekedésre számítanak a január elsejei 165 százalékhöz képest. Az olajár itt is a legnagyobb té-

nyező, hiszen a 2022 első negyedéves átlagos olajár (95,01\$) 63 százalékkal magasabb, mint a 2021 második negyedéves átlag (58\$). A szektor 21 tagja közül 16 esetben nőtt ez EPS becslés, sőt 13 esetben ez a növekmény 10 százalékot meghaladó mértékű. Az Exxon (37%), ConocoPhillips (35%) és Chevron (28%) büszkélkedhet várhatóan a legnagyobb éves EPS növekménnyel.

A **pénzügyi szektortól** várják, hogy mind a 11 szektor közül a legnagyobb éves eredménycsökkenést produkálja. Mind az öt iparág esetében csökkenésre számítanak. A legnagyobb visszaesést a bankok (-32%) és a lakossági pénzügyek (-26%) csoportja adja. A várt 24,2 százalékos éves EPS zsugorodás, bár csak minimálisan rosszabb, mint a szilveszterkor becsült -21,3 százalékos érték, de messze meghaladja a második legrosszabb, fogyasztási termékek várt 14,9 százalékos csökkenését.

Az **árbevétel** tekintetében 10,7 százalék bővülés a prognózis az első negyedévre vonatkozóan, ami meghaladja az öt (7,1%) és tíz (4%) éves átlagot is. Ha a negyedév végén legalább 10,1 százalék lesz a növekedés, akkor ez lesz az ötödik negyedév egyhuzamban, hogy 10 százalék feletti a bővülés mér-

S&P 500: Teljesítmény 2021.01.01-től



téke. Egyedül a közüzemi szektortól nem számítanak árbevétel növekedésre. A december 31-i 0,9 százalékos remélt csökkenés helyett már 7,3 százalékos zsugorodás a várakozás. A spektrum másik végén az energia szektor áll, ahol az olajár megugrásának köszönhetően 43,3 százalékkal nagyobb árbevétel a cél. A negyedév elején még csak 28,2 százalékot reméltek.

Az előzőekben felvázolt várakozásokat alapján az S&P 500 index vállalataira vonatkozó **összesített nettó haszonkulcs** 12,1 százalék lehet, ami magasabb, mint az öt éves átlag 11%, de elmarad az előző évi azonos negyedév 12,8 százalékától és az azt megelőző negyedév 12,4 százalékától is. A tizenegy szektorból négy esetben éves szinten nagyobb árrésre számítanak. Ezek közül a legjelentősebb javulása az energia szektornak (11,0% vs 4,6%) lehet. A legnagyobb csökkenést a pénzügyi szektortól (16,9% vs 22,7%) várják árrés tekintetében. Amúgy hat szektor esetben az öt éves átlaguknál magasabb lehet az árrés. Itt is az energia szektor (11,0% vs 5,3%) kerül az élre. Azonban a legrosszabb teljesítményt a fogyasztási termékek szektora (6,0% vs 6,6%) nyújtja az öt éves átlaghoz képest.

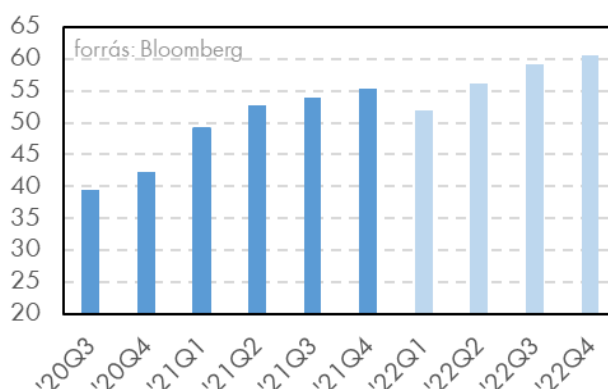
Habár az első negyedéves összesített indexszintű EPS várakozásokat csökkentették az elkövetkezendő három negyedévre vonatkozóan javítottak kilátásaikon az elemzők. **A második negyedévre 5,8 százalékos eredmény és 9,6 százalékos árbevétel növekedés a prognózis**, míg a harmadik negyedévre már 10,3 százalék és 8,7 százalék. Így összességben az éves EPS is erősödött, ráadásul 2 százalékkal 227,8 dollárra. Ez szembe megy a korábbi trenddel, hiszen öt éves átlagban 0,4 százalékos csökkentés szokta jellemezni az éves változásokat az első negyedév során, míg tíz éves idő-

távon 1,7 százalék. A teljes 2022-es év esetében 9,5 százalékos EPS és 9,3 százalékos eredménynövekedés a várakozás most.

Értékeltségi alapon vizsgálva az **előremutató P/E** (ár / várt eredmény) mutató (19,5) visszaesést mutat az negyedik negyedév végi 21,3-hoz képest. Ez a szint az öt (18,6) és a tíz (16,8) éves érték felett található. A negyedév során 4,9 százalékkal csökkent az S&P 500 index, míg az előremutató 12-havi EPS 4,4 százalékkal még nőtt is. Szektor szinten a fogyasztási termékek (27,8) és a technológiai szektor (24,4) rendelkeznek a legnagyobb 12-hónapra előremutató P/E rátával, míg az energia (11,5) és a pénzügyi szektorok (14,4) maradtak a sor végén. Az utóbbi kettő alacsony P/E rátája alátámasztja, hogy a hozamemelkedésben amúgy is felülteljesítő szektorokban bőven van tér felfelé és nagyon messze vagyunk még a korlátozó túlvett szintektől. Amúgy a 12-havi **visszamusutató P/E ráta** – amit valós értékekből és nem becslésekből számítanak – 22,1, ami mind az öt éves átlag (23,1) alatt, de a tíz (20,1) éves átlag felett található.

A magasabb infláció, az emelkedő kamatlábak, az Oroszország által kirobbantott háború és a koronavírus kínai újjáéledése ellenére, **az elemzők**

S&P 500 EPS (\$) adatok és várakozások



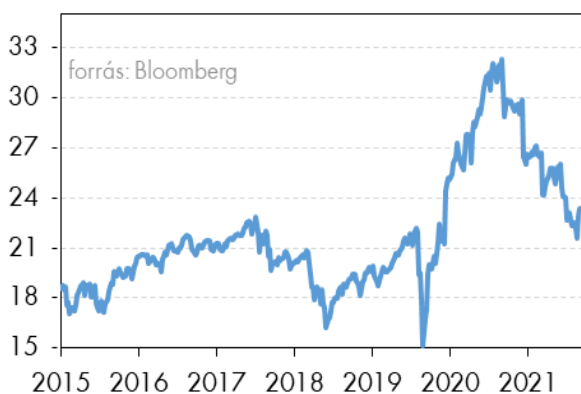
több mint tíz éve nem látott arányban rendelkeznek vételi ajánlással az összes értékelésük százalékában az S&P 500 részvényekre. Március 31-én 10 821 értékelés volt az S&P 500 részvényeire. Ezeknek a minősítéseknek 57,3 százaléka volt vételi ajánlás, 37,1 százaléka tartás, és csupán 5,6 százaléka eladási minősítés. Az elmúlt öt évben a vételi minősítések átlagos (hó végi) százalékos aránya 52,9 százalék volt, míg a tartást tipikusan az esetek 41,1 százalékában adtak. Az eladási ajánlás aránya öt éves átlagban 6,0 szokott lenni. Márciusban volt, február (57,4%) után a második legmagasabb a vételi minősítések aránya (hónap végén) az index esetében legalább 2010 óta. Az adatok csak eddig nyúlnak vissza. A harmadik legmagasabb ilyen érték 2011 szeptemberében (55,8%) esett meg. Szektorszinten az elemzők a legoptimistábbak az energia (66%), a technológia (64%) és a kommunikációs (62%) szektorban, mivel márciusban e három szektorban volt a legmagasabb a vételi minősítések aránya. Másrészt az elemzők a fogyasztói cikkek (41%) és a közüzemi szolgáltatások (49%) szektorában a legpesszimistábbak. A fogyasztási cikkek szektorban volt a legtöbb a tartási (48%) és az eladási (11%) ajánlás is.

A nagy fokú vételi ajánlások mellé **erőteljes részvényindex célár** is tartozik. Az elkövetkezendő 12 hónapra 5283 pontos az átlagos S&P 500 index célszint, ami több mint 16 százalékos emelkedést jelentene. Bár a különböző elemzőházak által készített év végi S&P 500 index célérték semmi több, mint reklám, a 16 felmért pénzügyi intézményből csak kettő gondolja úgy, hogy a jelenlegi szintnél is alacsonyabban fog záródni az év. Az átlag 7 százalékos növekedést vár az elkövetkezendő kilenc hónapra. A negatívba fordult 10 és 2 éves állampapír hozamkülönbség a részvénytőzssal kapcsolat-

ban is megindította a fantáziákat. Meglepő együtt mozgást mutatott az elmúlt 50 évben a részvények öt éves teljesítménye a kötvényekhez képest az öt éves késleltetéssel vett 10 és 2 éves kötvényhozamok különbségével szemben. Ez alapján a visszatekintő öt éves részvénytőzsi teljesítmény pár év múlva utoljára 2012-ben látott -5 százalék alá eshet. Azaz, ezek alapján a kötvénypiac felül teljesítheti a részvényeket. Az idei évre koncentráva az alapkezelők még mindig a részvények jobb teljesítményét várják. Mégis, az ebben hívők aránya 2019 harmadik negyedéve óta a legalacsonyabb, tehát a bizalom kezd zsugorodni.

Az S&P 500 index a rendkívül erős tavalyi éve után rögtön csökkenéssel kezdte az évet. A befektetők az új évi átpozicionálás során előtérbe helyezték a defenzív és ciklikus szektorokat, amelyek magas inflációs környezetben felül tudnak teljesíteni, a növekedési szektorokkal szemben. Már a tavalyi évben megkezdődött ez a folyamat, amit remekül példáz a kispapírokat tömörítő Russell 2000 index közel egész éves oldalazása. Az S&P 500 index fejezház a növekedési szektorok tagok által így, ha ezek alulteljesítenek, akkor az egész index megérzi a hatását. Természetes reakciója volt ez a befektetői társadalomnak a tavalyi teljesítmény és az

S&P 500-as előremutató P/E rátája



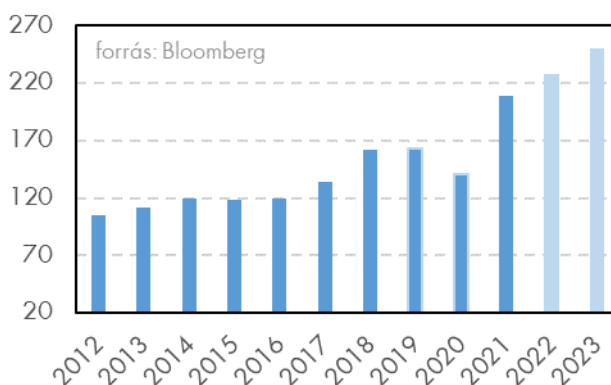
idei óvatosabb várakozások tükrében. A **technikai mutatók** is eladási jelzésre váltottak, már januárban. Ebben a környezetben következett be, hogy Oroszország megtámadta Ukrajnát. Az index legmélyebb mélypontján 2021 májusi szintig esett. Azonban a technikai mutatók heti szinten nem kerültek a túladott tartományba. A 4200 pont ebből a szempontból erős támaszszintet képez. És a legoptimistább forgatókönyv alapján az S&P 500 index a (4150)4200 – 4800 pont közötti tartományban tölthetné el az évet. A 4200 pont alatt a 100 hetes mozgóátlag (3992) várja az érintést, amire 2020 májusa óta nem volt példa. Havi szinten, szintúgy eladási jelzésben lévő mutatókkal találkozunk, sőt az RSI a túlvett tartományból korigál, ami legalább átmeneti alulteljesítéssel szokott járni. Havi szinten nézve ez akár az egész évet is jelentheti.

A háború első sokk hatását követően, a már említett történelmi példáknak megfelelően elindult egy emelkedés az alacsony részvényárak és a várható kedvező jövő eredményeként. Itt azonban felültesítették a növekedési szektor tagok. Ez nem meglepő, hogyha figyelembe vesszük, hogy **egy alacsonyabb gazdasági növekedési időszakban** a stabil bevételi forrással rendelkező, nem eladósodott, nagy múltú vállalatok az egyik legbiztosabb befektetés. A **MANAMAT** – Microsoft, Apple, Netflix, Alphabet, Meta, Amazon, Tesla – többsége ilyen típusú. Ez a hét papír adja az S&P 500 index közel 27 százalékát. Még ha az elmúlt években tapasztalt csillagászati emelkedést nem is várhatjuk el tőlük. A 2020 márciusi mélypont és a tavaly decemberben elért rekord szint között 220 százalék a különbség. Mindezt 21 hónap alatt érte el az index. Ez egy átlag, így az egyes papírok sokkal nagyobb nyereségre tettek szert. Egy ilyen hajrá után időszerű a korrekció, így csak abban bízhatunk, hogy a rendkívül gyors kamatemelés si-

kerrel jár az infláció leküzdésében és nem csorbítja a fogyasztói kedvet jelentősen, mert az megalapozott részvényárfolyam csökkenéshez vezetne.

Blahó Levente,
levente.blaho@raiffeisen.hu,
+36-1-484-4301

S&P 500 EPS (\$) adatok és várakozások



Olaj piac, Szűkülő piac

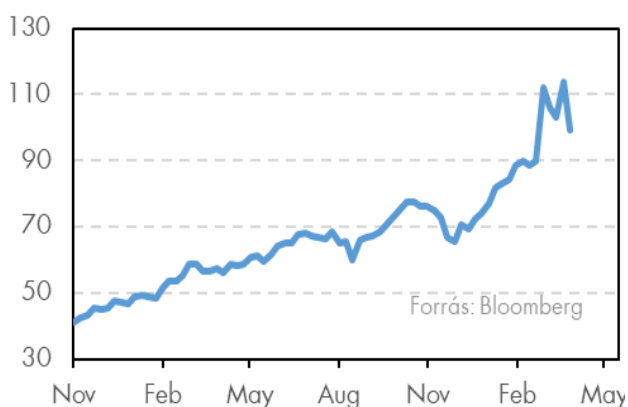
Több párhuzam is felállítható az olajárak tekintetében az elmúlt negyedév és a 2020 második negyedéve között. Pár héttel ezelőtt 2008 óta nem látott magasságba szökött fel a nemzetközi olajár, míg két évvel ezelőtt sohasem látott negatív értékkel is cserélt gazdát kontraktus. Akkor a szaúdi-orosz árháború okozta a rendkívüli árszinteket, sajnos most valós háborús helyzet lökte magasabbra az árakat. Hiába a leginkább érintett termékcsoport ebben a háborúban az energiahordozók köre az orosz támadás előtt már legalább fél évvel jelentkeztek azok a trendek, amelyek alapvetően továbbra is befolyásolják az olajpiacot.

Bár már két éve, hogy a járvány megjelent **a nyersolaj kitermelés sem az OPEC+, sem a fejlett piaci kitermelők körében nem érte még el a járvány előtti szintet.** A szűken vett OPEC 2016 novemberében termelte a legtöbbet, 34,140 millió hordót naponta. Ehhez képest idén márciusban a kartell még a napi 29 millió hordós szintet sem érte el, pedig ez a szám tartalmazza a szankciókkal sújtott iráni kitermelést is. A 2016 és 2019 közötti lejtmenet mögött az amerikai kitermelés drasztikus felfutása áll. Az OPEC+ 2020 márciusában a koronavírus járványra adott szinte világszerte megfigyelhető egészségügyi óvintézkedések negatív gazdasági hatását, többek között az olajkereslet drasztikus visszaesését kívánta ellensúlyozni 10 százalékos körülbelül 10 millió hordó/napos (mhpn) kitermelés csökkentéssel. Az 1991 óta nem látott alacsony szintre (22,5 millió hordó/nap) beeső OPEC kitermelés nagyon lassan épül csak vissza. Ez magyarázható a járvány első évében elterjedt inkább pesszimista kilátásokkal,

amelyeknek hatására **a beruházások is elmaradtak.** Ugyanakkor a rendkívül fiskális és monetáris támogatás révén **nagyon gyorsan pattant vissza a világgazdasági növekedés** már 2020 végére, ami aztán a teljes 2021-es évben kitartott. Ez a megemelkedett, korábbi trendszerű növekedést nagy mértékben meghaladó növekedés nagyobb olajkeresletet okozott. Ez természetesen az árakban is megjelent, hiszen **2020 novembere óta folyamatos emelkedő trendben található az olaj árfolyama.**

A tavaly augusztusi egyezmény értelmében havi 400 000 hordó/nap kitermeléssel igyekeznek ledolgozni hátrányukat az OPEC+ tagok. Nem szeretnék volna, ha a túlságosan erős visszaépítés túlkínálat-hoz és így az árak csökkenéséhez vezetett volna. Avval azonban nem számoltak, hogy az általuk vállalt szerény növekedési szintet sem sikerül teljesíteni. Amíg Szaúd-Arábia, Irak és az Egyesült Arab Emírségek mind sokkal többet tudnának kitermelni, mint amennyit az OPEC+ bázisidőszaki kvóták engednek, mások – nevezetesen Oroszország, Angola, Nigéria, Malajzia és Kuvait – sokkal kevesebbet tudnak csak hozzájárulni. A megállapodás feltételei szerint azonban **a tartalékkapacitással rendelkező tagok nem tölthetik ki a nehézsé-**

Törtető olajár (WTI \$)



gekkel küzdő szövetségeseik által hagyott ürt. Így fordulhat elő, hogy januárban 681 000, míg februárban 670 000 hordóval maradt el a 10 legnagyobb OPEC kitermelő az előirányzott szintjétől. A legnagyobb elmaradásban Nigéria (napi 280 000 hordó), Angola (napi 250 000 hordó), Malájzia (napi 140 000) és Azerbajdzsán (napi 75 000 hordó) van.

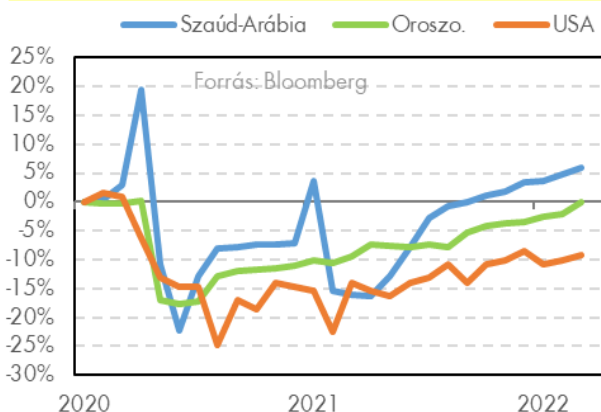
A kvótarendszer nem vonatkozik a szankciók alatt lévő Iránra és Venezuelára, valamint a bizonytalan politikai helyzettel küszködő Líbiára. Az utóbbi négy hónapja stabilan 1 mhpn ütemben hoz a felszínre, míg Venezuela napi 650 – 700 ezer hordós kitermeléssel rendelkezik. Egyértelműen Irán a legnagyobb szereplő a maga 2,5 millió hordós jelenlegi ütemével. Nem véletlen, hogy gőz erővel dolgoznak a Trump által felrúgott nukleáris egyezség visszaállításán. Hiszen evvel napi 1,5 – 2,0 millió hordóval nőhetne a világpiaci kínálat, ami már akár jelentősebb árcsökkenést is eredményezhetne. Megoszló híreket hallani a tárgyalások pontos állapotát illetően. Amerika reménykedik, Oroszország ellenzi és Izrael sem lelkes iránta.

Irán mellett logikus lépés lenne, hogy venezuelai kitermelés növelésével enyhítse Amerika az olajkínálati hiányt. Az OPEC tag, de kvótarendszer alá nem tartozó **Venezuela rendelkezik a világ legnagyobb bizonyított olajtartalékával**, több mint 300 milliárd hordóval. Az ország 30 éve még a világ egyik legerősebb olajiparával rendelkezett, és napi 3,2 millió hordó kőolajat hozott a felszínre, de az azóta eltelt időszakban a folyamatos hanyagság, gondatlanság és mulasztás miatt elképzelhetetlen mértékben leromlott és **már csak napi 700 000 hordót tud a felszínre hozni.** Az aktuális kormányok is csak a gyors vagyonszerzés lehetőségét látták az olajiparban, de fejleszteni már

nem volt kedvük. Több milliárd dollár beruházás kellene ahhoz, hogy legalább a közelébe érjen az ország olajipara 30 évvel korábbi szintjéhez. Nehezíti a helyzetet, hogy **a Maduró kormány öt éve amerikai szankciók alatt szenved** választási csalás, emberjogi vétségek és szoros iráni, orosz és kínai kapcsolatai miatt.

Azonban meglepő előrelépés történt márciusban. Két amerikai fogvatartottat engedtek szabadon, valószínűleg abban a reményben, hogy így sikerült majd enyhíteni a szankciókon. A **Chevron** az egyetlen nagy **amerikai termelő**, amely a szocialista kormány által 2007-ben végrehajtott államosítások, majd jóval később a 2019-es amerikai szankciók után is megtartotta eszközeit Venezuelában. A cég lassan egy évszázada van jelen az országban. A cég tavaly november óta **azon fáradozik, hogy visszaengedjék az országba.** Mind eddig hiába. Azonban Putin Ukrajna elleni háborúja a Chevron malmára hajthatja a vizet. A cég hónapokon belül megduplázhathatja Venezuela napi termelését. Ez pótolhatná azt a nagyjából napi 700 000 hordónyi veszteséget, amelyet az USA Oroszországtól importált, mielőtt az megtámadta Ukrajnát. Ez pedig segíthetne csökkenteni a benzinárakat, ami a Biden-kormányzat számára a nehéz választási évben komoly aggodalomra ad okot.

Lemaradó amerikai kitermelés (bázis: 20.01.01)



A március végi **OPEC+ ülés**, az előző hónapban elért 13 perces rekordot is megdöntötte egy perccel. A szervező szaúdi királyság még a lehetőségét is ki akarja zárni, hogy bármelyik fél Oroszország tevékenysége ellen szót emeljen, mert az akár a teljes kartell végét jelenthetné, hiszen Oroszország a második legnagyobb kitermelő a csoportban. A OPEC+ az elmúlt 8 hónapban megszokott napi 400 000 hordós kvótaemelés helyett most napi 432 000 hordó mellett döntött. A küldöttek szerint ez inkább a fennmaradó még nem üzemelő mennyiség finomhangolt helyreállításának következménye, mintsem az öt kulcsfontosságú tag esetében a jövő hónapban életbe lépő új termelési bázisértéké.

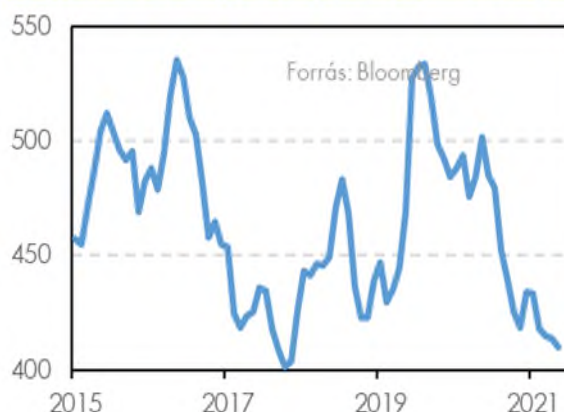
Szintén most döntöttek arról, hogy az OPEC nyersolaj-kitermelésre vonatkozó becsléseiből **kizárják a Nemzetközi Energiaügynökség által szolgáltatott adatokat**. Ez egy kisebb technikai változtatás, amelyet elsősorban az olajfogyasztók érdekeit képviselő és a biztonsági készletek felszabadításának koordinálásában kulcsszerepet játszó ügynökség nyilvános megszégyenítésének szántak. A több éve tartó szorosabb együttműködés után az elmúlt hat hónapban a piacokat sújtó súlyos energiaválság és a szén-dioxid-kibocsátás csökkentésére irányuló egyre nagyobb nyomás nehezítette az együttműködést. Az OPEC+ vezetője, **Szaúd-Arábia** különösen megrovón nyilatkozott az IEA legutóbbi keresletrevíziójáról. Azonban nem a szaúdiak az egyetlen OPEC+ tag, akinek problémája volt az IEA-val. Az ügynökség volt az, amely először vette észre, hogy **Abu Dhabi** jóval a kvótája felett pumpál. Ez a jogsértés Rijádot arra készítette, hogy nyilvánosan szemrehányást tegyen az Egyesült Arab Emírségek energiaügyi miniszterének, és olyan vitát indított el a két öböl menti szomszéd között, amely miatt majdnem

szétesett az OPEC maga.

A következő május 5-i ülésen már nem hagyhatják figyelmen kívül, hogy Oroszország közel napi 2 millió hordóval kevesebb kőolajat tud exportálni, mert egyszerűen nem talál vevőt a világpiaci árnál akár 30 dollárral is olcsóbb uráli termékére.

A helyzetet nehezíti, hogy a globális kőolajkészletek évek óta nem láttak alacsony szinten találhatóak. A mögöttes ok, hogy a világ gazdaság gyorsan felépült a koronavírus-járványból, és a főbb olajtermelők nem hajlandóak gyorsabban növelni a kitermelést. A Gazdasági Együttműködési és Fejlesztési Szervezet (OECD) országaiban tartott kereskedelmi készletek 2021. december végén 2,68 milliárd hordót tettek ki, szemben a 2020. júliusi 3,21 milliárd hordóval. A koronavírus-fertőzések első, 2020-as hulláma utáni tetőzés óta a készletek az elmúlt évtizedek leggyorsabb ütemben csökkentek, és a tavalyi évet 2013 óta a legalacsonyabb szezonális szinten fejezték be. **Az OECD kereskedelmi készletei december végén nagyjából 8%-kal maradtak el az előző ötéves szezonális átlagtól**, akár a világjárványos évvel együtt, akár anélkül.

Csökkenő USA nyersolajkészlet (millió hordó)



Ilyen **szűk kínálati és erősödő keresleti oldali környezetben került sor Oroszország Ukrajna elleni támadására**. A nyugati világ szankciókkal kívánja kedvét szegni az agresszornak, ami a pénzügyi tiltások mellett leginkább az energia szektort érintette. Bár 2020-ban az orosz éves GDP-nek csak 5 százaléka származott olaj és földgáz bevételekből. **Oroszország a világ egyik legnagyobb olajkitermelője és a harmadik legnagyobb olaj exportőre**. 2021 decemberében Oroszország napi 5 millió hordó nyersolajat és napi 2,8 millió hordó olajszármazékot exportált, ebből napi 1,1 millió hordó gázolaj/dízel, napi 0,6 millió hordó fűtőolaj és napi 0,5 millió hordó naftát. 2020-ban az Európába irányuló teljes nyersolajexport napi 2,8 millió hordó volt, amelyből körülbelül napi 0,7 millió hordó csővezetéken, a fennmaradó rész pedig tengeri úton érkezett. Oroszország kőolajtermék-exportjának több mint 70%-a az európai és az amerikai piacokra irányult. 2021-ben a nyersolaj- és kőolajtermék-export az orosz exportbevételek 37%-át tette ki amikor az olajár átlagosan még csak 71 \$/hordó volt. Azóta 120 dollár felett is járt a nemzetközi olajár.

A háborús felár és a potenciális embargó hírére az árak 2008 óta nem látott magasságba ugrottak. Az orosz energia import tiltásának ötletét Amerika vetette be a köztudatba, amihez gyorsan csatlakozott az Egyesült Királyság is, de Európa érthető okok miatt óvatosabb álláspontra helyezkedik. **Amerika** könnyen beszél, hiszen orosz földgázt egyáltalán, míg kőolajból csak 245 millió hordót importált (napi 700 000 hordó kőolaj és származékaik) tavaly. Bár ez utóbbi 24%-os éves emelkedés, de eltörpül a teljes tavaly kőolaj és származékaik 3100 millió hordós behozatala mellett. Egy (időközi) választási évben akkor is kockázatos a Biden kormányzatnak csökkenteni a

behozott olaj mennyiségét. A közvélemény egyelőre támogatja és hajlandó (átmenetileg) magasabb árat fizetni, hogy legyőzhessék Putint. Több terv is az asztalon van, hogyan lehetne segíteni a rekord szintre szökőbenzinárak ügyében. Ezek közül benzinkártya és pénzvisszatérítés a két legnépszerűbb. Az elmúlt két év fiskális lazításainak és nagyobb adóbevételeknek köszönhetően a tagállamok rendelkeznek forrással a programok végrehajtására.

Az **Egyesült Királyság** is egyszerűbb helyzetben van, mint az Európai Unió, hiszen a szigetország a földgáz 4%-át és a kőolaj 8%-át importálja csak Oroszországból. Ennek megfelelően az idén felhagynak az utóbbival és kutatják a módját miként tudnának az előbbiről is leszokni mondjuk holland vagy amerikai földgáz szállításokkal. Az **Európai Unió** sokkal nehezebb helyzetben van, hiszen a földgáz 40%-a, míg a kőolaj behozatal 27%-a orosz származású. Ennek ellenére már most vannak olyan egyáltalán nem elrugaszkodott forgatókönyvek, amelyek az európai orosz földgáz behozatal 75%-át az év végére helyettesíteni tudná, főképp megújuló energiákkal. A problémát az olyan országok jelentik, mint Magyarország vagy Németország, ahol a lakosság túlnyomó többsége gázzal fűt, pedig semmilyen saját földgázlelőhelyeik nin-

Visszapattanó fúrókapacitás



csenek.

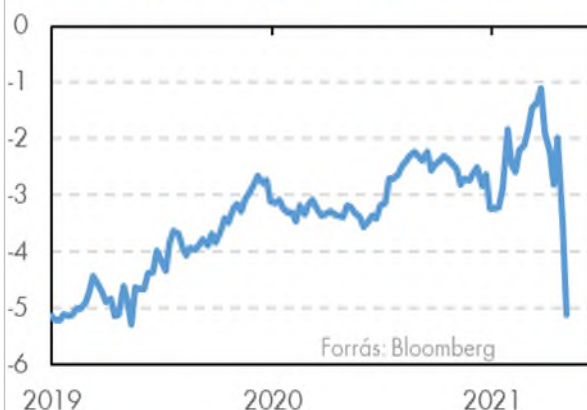
Az orosz olaj 70%-a már most is nehezen talál vevőre, ennek ellenére teljesen kizárni a világ energia körforgásából szinte lehetetlen. Még a háború előtt a világ olajkeresletének minden 10. hordója Oroszországból származott és kevés alternatíva van a körülbelül napi 5 millió hordós kőolaj kivitelpótlására. Az olajellátásban eddig kevés hasonló fennakadás volt. Az 1978-as iráni forradalom becslések szerint napi 5,6 millió hordót vont ki a piacról, míg az **OPEC arab tagjai által elrendelt 1973-74-es embargó** és az 1990-91-es Perzsa-öbölbeli háború 4,3 millió hordót vont ki a piacról.

Szaúd-Arábia és az Egyesült Arab Emírségek azon kevés olajtermelők közé tartoznak, amelyek jelentősebb **tartalékkapacitással** rendelkeznek, amelyet gyorsan igénybe tudnának venni a termelés növelésére. A Nemzetközi Energiaügynökség szerint **a két öböl menti OPEC-termelő napi 1,8 millió hordónyi "rövidtávú" tartalékkapacitással rendelkezik**, a világszinten rendelkezésre álló napi 2,2 millió hordós potenciálból. Ez a többlet kapacitás a világkereslet közel 2 százalékának felel meg. Középtávú 90-napos kapacitásokat nézve már 5,1 millió hordó állhat rendelkezésre világ szinten, de ennek is a két említett ország adja a 65 százalékát. Továbbá a legtöbb öböl-menti országnak jelentős tárolókapacitása van, amelyből akár hetek alatt több millió hordót lehetne a világpiacra önteni. Ez persze csak átmeneti megoldás lenne, amivel ellensúlyozni lehetne az Oroszországból vagy máshonnan érkező ellátási veszteségeket, és az árakat is lejjebb nyomhatnák.

Az OPEC nem tér el előírányzott kvótaemelési terveitől, holott egyre több ország kéri a kartellt, hogy segítsen enyhíteni a magas árak okozta ne-

hézségeken. **Szaúd-Arábia és az Egyesült Arab Emírségek** szerint az Egyesült Államoknak és a többieknek bízniuk kell az OPEC+ stratégiájában. Állításuk szerint igyekeznek egyensúlyba hozni a piacot, de nem ők az egyetlen olajkitermelő a világon. **Egyelőre nem látnak arra utaló jeleket, hogy jelentős mértékben kínálati hiány lenne a piacon.** Azt is mondták, hogy a nemzetközi közösgnek komolyabban kell vennie az Arab-öböl olajipari infrastruktúrája elleni támadásokat. Szaúd-Arábia és az Egyesült Arab Emírségek idén már többször is célpontjai voltak az Irán által támogatott, Jemenben állomásozó **huthi lázadók**nak. Március végén a hutik rakétákat lőttek ki több szaúd-arábiai helyszínre, és nagy tüzet okoztak egy dzsiddai üzemanyagraktárban, pont a szomszédban zajló Forma-1 verseny idején. **A szaúdiak és az emírségek ezért sem sietnek megsegíteni az Egyesült Államokat.** Szerintük Washington túl lassan reagál a huthi agresszióra, és folytatja az Iránnal folytatott nukleáris tárgyalásokat. Az utóbbi esetben attól tartanak, hogy így Teherán jelentős olajvagyonhoz jut, amivel fokozhatná a térségbeli bizonytalanságot. Így nem meglepő, hogy március végén Szaúd-Arábia azt mondta, hogy nem tehető felelőssé az olajexport csökkenéséért, ha a huthik kárt tesznek az infrastruktúrájában.

WTI-Brent különbség dollárban



Rijád és Abu-Dzabi szeretné megőrizni kapcsolatait Moszkvával, ami lehetővé tette számukra, hogy megerősítsék a globális kőolajpiacok feletti ellenőrzést, és csökkentsék az Egyesült Államoktól való politikai függőségüket. Ez különösen hasznos Mohammed bin Szalmán szaúdi koronaherceg számára, akit a Biden-kormány mellőzött Jamal Khashoggi újságíró meggyilkolása miatt. A három szemjegyű emelkedő árak révén az OPEC+ koalíció bevételei is növekednek, feltöltve a járvány által okozott gazdasági visszaesés során kimerült államkasszákat.

Bár még nem került sor hivatalosan az orosz olaj kizárására a nemzetközi piacokról, de a kereskedők már így kezelik a helyzetet a szankcióktól tartva vagy szolidaritási okokból. Az orosz urál típusú olaj és európai brent közötti árfolyam különbség, ami a járvány kirobbanásakor sem érte el az 5 dollárt hordónként példa nélküli hordónkénti 30 dollárra ugrott. Hiába nagyon olcsó az olaj nem mernek hozzányúlni. **Az orosz szállítások, de facto embargója,** amelyet számos finomító és kereskedő megfigyelt, **kétségtelenül lyukat hagyott maga után,** még akkor is, ha **Kína és India diszkrétan folytatja a vásárlásokat.** Oroszország átlagos nyersolaj-kibocsátása március 16. és 27. között napi 11 millió hordó alá süllyedt, ami az év eleje óta nem látott alacsony szint. Az adatok szerint az Oroszország finomítóiba irányuló nyersolajszállítások 11%-kal csökkentek, a kulcsfontosságú piacokra irányuló export pedig csaknem ötödével esett vissza. **Március végén az orosz finomítók jelentős mennyiségű feldolgozó kapacitást állítottak le,** valószínűleg azért, mert egyes finomítók az exportkorlátozások miatt megteltek. Március 23-án napi 1,13 millió hordónyi kapacitásuk volt kikapcsolva, ami mintegy 75%-os növekedést jelent az egy héttel koráb-

bi szinthez képest. Ezek az első jelei annak, hogy az ukrajnai invázió miatti nemzetközi nyomás hogyan hat az orosz energiaiparra, amely a globális nyersolajtermelés mintegy 10%-át adja. Csak néhány ország - köztük az Egyesült Államok és az Egyesült Királyság - vezetett be kifejezett importtilalmat Oroszországból, de az ország hagyományos vásárlói közül sokan máshol keresik az olajat a katonai agresszió széles körű elítélése közepette. A külföldi vevők tartózkodása mellett az orosz gazdasági kilátások körüli bizonytalanság is visszafogja a hazai energia iránti keresletet, ami nyomást gyakorol a finomítókra, amelyek már így is túlzott készletszintekkel küszködtek. A Nemzetközi Energiaügynökség szerint **Oroszország a következő hónapban olajtermelésének közel negyedét veszítheti el.** Ez tovább szigorítaná a globális piacot, ahol az árak már most is 100 dollár fölött vannak hordónként, és kevés jel utal arra, hogy az OPEC hajlandó lenne betölteni a rést.

Egyértelműnek tűnik, hogy **Amerika, mint a világ legnagyobb olajkitermelője** segítse ki Európát, ha már saját maga végre is hajtotta az orosz olaj embargót. Azonban hiába rendelkezik 11,6 millió hordós kitermelési szinttel már nyolcadik hete, ha ebből csak 4 millió hordó kerül exportra. Ezt további 3 millió hordó feldolgozott termék export egészíti ki.

Amerikai olajexport (6 havi átlag, ezer hordó per nap)



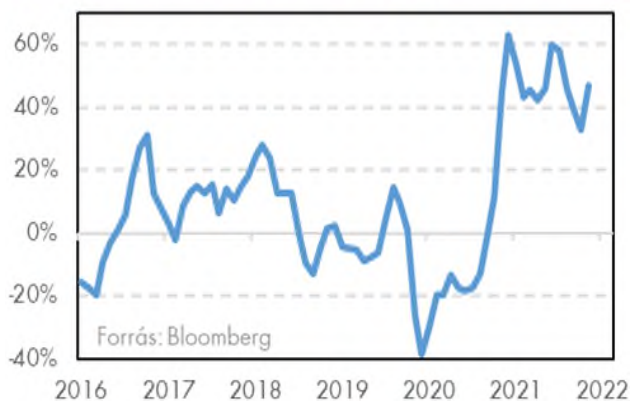
szíti ki. Az ország a járvány előtt még napi 13,3 millió hordóval hozott a felszínre, de a befektetői támogatás elapadása, illetve a kitermelés maximálálása helyett a nyereség előtérbe állítása nem kedvez a kitermelési szint növelésének. **A fejlett országok olaj kitermelése piaci alapon működik állami beleszólás nélkül**, így, ha szeretné is Biden, hogy nőjön az amerikai kitermelés sok mindent nem tud tenni az ügy érdekében.

Az **üzemben lévő olajkutak száma 531 darab**, ami még csak 2020 áprilisi magasság. Ez sajnos apadó kitermelési volumenre utal. Ezt erősíti meg az amerikai energia ügynökség (EIA) jelentése is. A kontinentális Egyesült Államokban hét nagy olajkitermelő mezőt különböztetnek meg, amelyek közül a nyugat-Texasban található **Permian** a legnagyobb. Ebből több olaj származik (napi 5,2 millió hordó), mint a többi mezőből összesen. Ugyanakkor hiába itt található a legtöbb olajkút – 302 darab – **az új kutak hozama átlagosan már több mint 20 százalékkal alacsonyabb** (napi 1185 hordó), mint egy évvel korábban. Tavaly szeptemberben kezdődött el a termelési hozam éves szintű zsugorodása. Mindemellett a meglévő kutak is folyamatosan apadnak és havonta már közel napi 300 000 hordó a kiesés. Természetes folyamat az olajkutak idő utáni hozamcsökkenése, de ezt eddig az új kutak fúrásával, illetve a megfúrt kutak növekvő hozamával ellensúlyozni lehetett. A járványt megelőző időszakban tipikusan 15-20 százalékos éves hozamnövekedést lehetett várni egy új kúttól.

Biden elnök március utolsó hetében jelentette be, hogy **fél éven át napi 1 millió hordó olajat pumpálnak a piacra a nemzeti stratégiai olajtárolókból**. Evvel a 2002 óta nem látott alacsony 568 millió hordós biztonsági készlet, amit még az 1974-

ben, az arab embargó által okozott olajválságra válaszul hoztak létre 180 millió hordóval csökken. Az idei és tavalyi évben összesen már 110 millió hordóval megcsapolták a készleteket hasonló okok miatt. Ez lesz a tározó történelmének legnagyobb lehívása. Ez több mint 3,6-szor akkora mennyiség, mint az eddigi rekord. A bejelentéshez csatlakozott Európa, Kanada, Mexikó, Japán és Dél-Korea is. Ugyanakkor az árak mesterséges csökkenése a kereslet erősödésével jár majd és kiszolgáltatottabb helyzetbe hozza az Egyesült Államokat egy esetleges válság esetén. Továbbá a kereslet-kínálati egyensúlytalanság ezáltal sem fog helyre állni. A világ kereslet 100 millió hordó, de Amerika egymaga is körülbelül 20 millió hordót használ el naponta.

A Fehér Ház ezen bejelentés mellett közölte, hogy **büntetni fogják azokat a cégeket, amelyek nem használják ki a fúrási engedélyeiket**. Ezen felül az olajcégeknek díjat kell majd fizetniük a nem használt kútjaik után. Ezekkel az intézkedésekkel is igyekeznek ösztönözni az olaj kitermelés felfuttatását, de a kormány az elmúlt másfél évben pont az ellenkezőjéért, a környezetvédelemért harcolt és korlátozta a fúrási lehetőségeket. Természetesen a novemberi időközi választásokra időzített árcsökkentési terv a demokrata párt esé-

Átlagos amerikai benzinár (év/év)

lyeit is növeli.

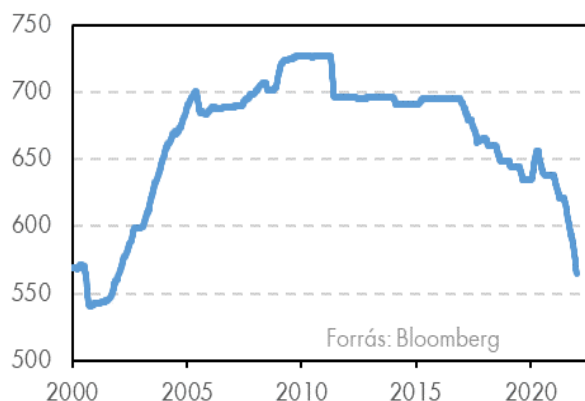
Láthatjuk, hogy a kínai oldalon az amúgy is szűk készletek az orosz háború miatt még tovább szűkültek 2008 óta nem látott magas olajárat eredményezve. Azonban **a magas árak legjobb ellenszere a magas árak**, azaz a magas árak keresletcsökkenéshez vezetnek, ami lehúzza az árakat is. Egy hónapnyi háborúskodás után még nem látjuk ennek jelét, de például Amerikában a magasabb benzinárak már alacsonyabb fogyasztást eredményeztek, ha az így is több még, mint egy évvel ezelőtt. A **keresleti oldalon** a második legnagyobb szereplő **Kína**. Kína az egyetlen ország a világon, amely továbbra is fenntartja „**nulla Covid**” politikáját annak gazdaságromboló hatása ellenére. Március végén a két éve nem látott fertőzöttséget okozó **omikron variáns** terjedése miatt így **kénytelen volt lezárni** az ország technológiai központját Szencsent hétnapra, majd **az ország legnépesebb városát**, a 26 millió fős Sanghajt is. Sanghaj kulcsfontosságú gazdasági és technológiai központ, és egyben a világ legforgalmasabb kikötője. Az utóbbit kilenc napra zárták le, hogy mindenkit letesztelhesse, de valószínű meg kell hosszabbítani a határidőt. A teljes lezárások hatása azonnal jelentkezett. Ugyanolyan képeket láthattunk, mint két éve a világ nagy részében a koronavírus első felbukkanásakor. Az utcák üresek, még a hidakat és alagutakat is lezárták. **A benzin kereslet 70-80%-kal csökkent**, de a légi közlekedés is hasonló visszaesést szenvedett.

A hivatalos adatok szerint Sanghaj Kína olajfogyasztásának mintegy 4 százalékát adja. Ez akár napi 200 000 hordóval is csökkentheti az ország olajkeresletét. **A mostani visszafogott kereslet akár egy ízelítő is lehet a jövőből.** Az ország nyersolaj szükségletének 73 százaléka importtól

függ. A legjobb időkben is ez biztonsági kockázatot jelentett, ami szükségessé tette a Mianmaron és Szibérián keresztül vezető csővezetékeket, az Indiai-óceánon folytatott haditengerészeti tevékenységeket és a Dél-kínai-tengeren történő szigetépítés szükségességét. Oroszország ukrajnai inváziója, pontosabban a nyugati szövetségesek gyors és összehangolt válasza sokkal realisabbá teszi ezt a kockázatot.

Az **"energiabiztonság"** a "hatékonyság" mellett az egyik fő témája volt Peking múlt héten közzétett 14. ötéves energiaügyi tervének. Az előbbi kifejezés magában foglalja az olyan áramkimaradások megelőzését, mint amilyenek tavaly ősszel voltak országszerte, valamint Kína kőolajimporttól való súlyos függőségének csökkentését. Úgy tűnik, hogy **Kína hazai olajmezői elértek a csökkenő hozamhoz.** Itt már jelentős beruházás szükséges a szinten tartáshoz is. Az állami tulajdonú PetroChina tavaly többet fordított beruházásokra, mint a világ legnagyobb olajvállalata, a Saudi Aramco. Az ország legnagyobb olajfinomítója, a China Petroleum & Chemical azt ígérte, hogy a beruházásokat rekordszintre, 198 milliárd jüanra (31 milliárd dollár) növeli, és ennek egyre nagyobb részét teszi ki az olaj utáni kutatás. A termelés ennek ellenére alig bővül. **A 2025-re kitűzött 200 millió**

Amerikai stratégiai olajtartalék (millió hordó)



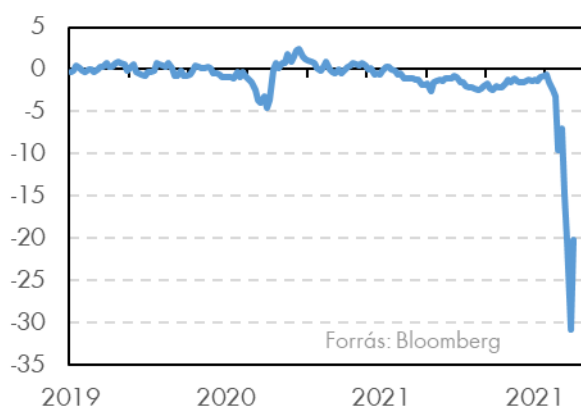
tonnás termelési cél lényegében azt jelentené, hogy az ország kitermelése a jelenlegi szinten maradna. Így csak egy lehetőség marad, ha Kína komolyan gondolja, hogy csökkenteni kívánja az importált üzemanyagtól való függőségét, a **takarékosság**.

Ezen a fronton még sok a tennivaló. A **kínai gazdaság olajintenzitása** - azaz az 1000 dollárnyi termelés előállításához szükséges nyersolaj mennyisége - egy sűrűn lakott, az importnak kiszolgáltatott ország esetében feltűnően magas, 2019-ben körülbelül 0,22 hordó volt. Ez a szám az elmúlt évtizedben csak fokozatosan javult, még az USA és Oroszország is gyorsabb ütemben csökkentette olaj éhségét. Ha azonban Kína el tudja érni Nyugat-Európa szintjét, ahol évente mintegy 4 százalékkal javul az olajintenzitás, akkor **a következő évtizedben évente 5 százalékkal növelheti gazdaságát** (az idei cél 5,5%) **anélkül, hogy érzékelhetően növelné az olajkeresletet.** Az elmúlt évtizedekben tapasztalt kínai középosztály felemelkedése révén vált az ország a világ második legnagyobb olaj felhasználójává. Ez a növekedés fűtötte az energiaszektor, hiszen Kína mindig megvette a „felesleget”, hogy titkos stratégiai tározóit feltöltse. Úgy tűnik ez a folyamat is véget ért, így többlet keresletet ez sem fog már támasztani.

Az orosz olajtól való függés elérése nehéz, de nem lehetetlen feladat. Az EU-nak és a többi OECD-országoknak gyorsan és összehangoltan **terveket kellene kidolgozni a kereslet csökkentésére.** A második világháború vagy az OPEC 1973-as olajembargója idején hozott intézkedések ebben jó példaként szolgálhatnak. A IEA tagjainak fenn kell tartaniuk a keresletet korlátozó intézkedések programját, hogy az olajkeresletet gyorsan 10%-kal csökkentsék. Ez elegendő időt adna a piacok-

nak az orosz olajtól való strukturális átrendeződéshez. Minden most megtakarított hordó olaj a raktárakban maradhat, és rendelkezésre állhat az ellátási zavarok esetén. A legnagyobb megtakarításokat a legnagyobb fogyasztói csoportban, a közúti felhasználásban lehetne elérni. Már a páros-páratlan rendszámú közlekedés is több mint napi 2 millió hordó megtakarítást eredményezne az IEA szerint. A sebességhatár csökkentése további fél-millió hordó spórolást jelenthetne naponta. A dugódíjak, illetve a közösségi közlekedés ingyenessé tétele szintén napi 1 millió hordó keresletcsökkenést okozna. Ezek az intézkedések a globális felmelegedés már velünk élő és érezhető hatásainak mérséklésében is nagy szerepet játszanának. Így optimista esetben egyáltalán nem átmeneti hatásról lenne szó. Ennek ellenére megvalósításuk valószínűsége sajnos közelít a nullához.

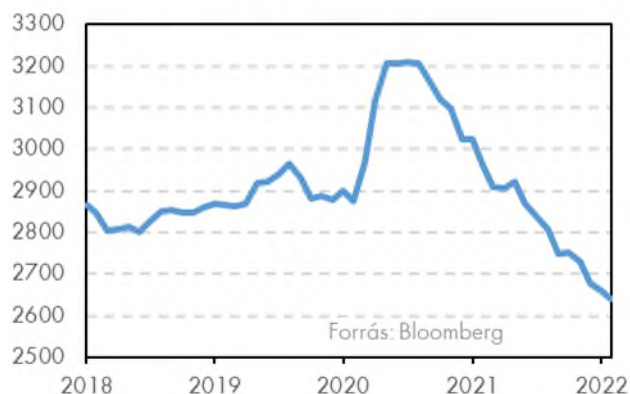
Az amerikai könnyűolaj árfolyama továbbra is a 2020 májusában kijelölt emelkedő trendcsatornában található. Igaz, hogy márciusban 2008 óta nem látott magasságot is érintett, de a hónapot már a csatorna szélei között zárta. Ez a hosszú felső kanóc, így nagyon erős fordulós jelzés. Amúgy a 2020 áprilisi negatív érték visszhangja lehetett az idén március megugrás. Ugyanúgy egyszeri, átmeneti állapot lehetett ez. Talán pont ez hozza el a

Brent-Ural kőolaj különbség dollárban

trendfordulót, mint akkor. A **technikai mutatók** egyelőre nem támasztják alá ezt a nézetet. A 100 dollár környéke még tartja az árfolyamot. Alatta amúgy a 90 dollár környéke lehetne a következő támasz. A 13 havi mozgóátlag (79) stabilan emelkedik, de továbbra is messze található az árfolyamtól. Ez sokáig nem tud így maradni. Ha mégis sor kerülne újabb ársokkra, akkor a 120 dollár környéke akadályozná a tovább haladást. Negyedéves viszonylatban jól látható, hogy az elmúlt húsz évben a 35 – 110 dollár között tartózkodott az olaj árfolyama. Bár most vételi jelzésen lévő technikai mutatóink vannak negyedéves **viszonylatban tartós emelkedésre mégsem számítunk**. Nem utolsó sorban az erős márciusi visszarendeződésnek köszönhetően. Ugyanakkor a háborús kockázati prémium egyelőre megakadályozza, hogy jelentősebb korrekciót lássunk.

Blahó Levente,
levente.blaho@raiffeisen.hu,
+36-1-484-4301

OECD olajkészletek (millió hordó)



Euróövezet, Nagyravágyó kamatok

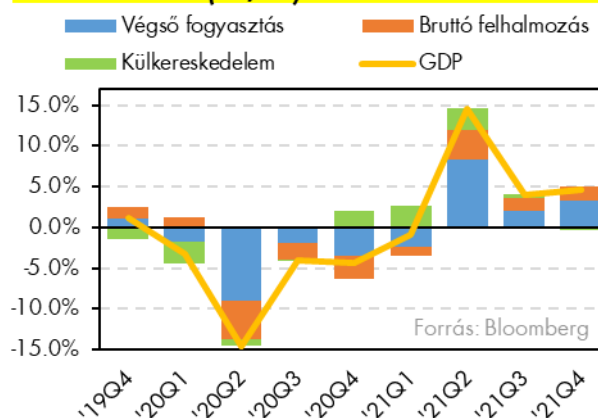
Az ukrán háború a nyugat-európai gazdasági kilátásokat még tovább mérsékelte. A 2020-as 6,4%-os visszaesést, valamint a 2021-es 5,3%-os fellendülést **idén már alig több, mint 3%-os bővülés követheti** csupán az euróövezetben a legutóbbi elemzői felmérések szerint. Hogy ez miért kevés, amikor a hosszú távú átlag csak 1,3%, de a növekedés még a világjárvány előtti években is mindössze 2% körül alakult? Azért, mert ez a konszenzus nemrég még jóval magasabb, 4% feletti volt, ahonnan az inflációt övező egyre erősebb felfelé mutató kockázatok miatt csúszik lefelé folyamatosan. Gyakorlatilag az elmúlt háromnegyed évben a lendület több mint egy negyedét konszolidálta a drágulás, a történetnek pedig itt még nincs vége, a háború ugyanis csak fokozza mindezt. A kilátások nem jók. Hogy lesz-e ebből kamatemelés, esetleg recesszió, vagy valami teljesen más kifutás várható, egyelőre nehéz megmondani. Mindenesetre a bizonytalanság kisebb, mint két éve volt, és most talán a piacok is jobban bírják a gyűrődést.

A hozzájárulási oldalon **egyértelműen az ipar a gyenge láncszem**. A szolgáltatásokat eddig kevésbé fékezte az áremelkedés. Az előzetes márciusi BMI 54,8 pontos értéke még mindig messze átlag feletti teljesítményre utal. A 2,7%-os szolgáltatói infláció, ami 14 éves csúcs, mindössze 2 havi mélypontra húzta vissza az euróövezeti BMI-t, jóllehet ebben a járványügyi korlátozó intézkedések rekordacsony szintjének is benne lehetett a keze. Az előzetes 57 pontos feldolgozóipari BMI sem lenne feltétlenül rossz adat, itt azonban jóval nagyobb kockázatokról és gyorsabban romló mutatóról beszélhetünk, amely jelen esetben már 14 havi mélypontot képvisel. A logisztikai nehézségek sokasod-

nak, az árnyomás fokozódik, a megrendelések pedig ismét akadoznak, holott illet legutóbb az első lezárást követően lehetett tapasztalni. Az üzleti bizalom a feldolgozóiparban 2020 május, a szolgáltató szektorban 2020 november óta nem látott szintre süllyedt. A kompozit BMI átlaga az első negyedévben tovább csökkent, ezzel együtt pedig valószínűleg **a 2021 utolsó negyedévi 0,3%-os negyedéves GDP-növekedési ütem is tovább zsugorodhatott**. De **akár még negatívba is átfordulhatott**, ha pedig a helyzet a második negyedévben tovább romlik, a háború elhúzódik és fennmarad az extrém inflációs környezet a bizonytalan kilátásokkal együtt, akkor valóban **benne lehet a pakliban egy technikai recesszió**.

Áttérve a felhasználási oldalra, a trendek hasonlóképpen romlanak. A fogyasztás már az elmúlt negyedévekben sem volt valami acélos, eddig azonban főképp a szűkös keresztmetszetek fékeztek. Most már az infláció is tompítja, és a java még csak most jön. Hiába nő a foglalkoztatás, rekordalacsony a munkanélküliség úgy, hogy egyes ágazatokban már hiány van, **a várva várt bérinfláció nem érkezett meg**. Előretekintve pedig várhatóan nem is fog egyhamar a háború és a romló gazda-

Euróövezet GDP (év/év)



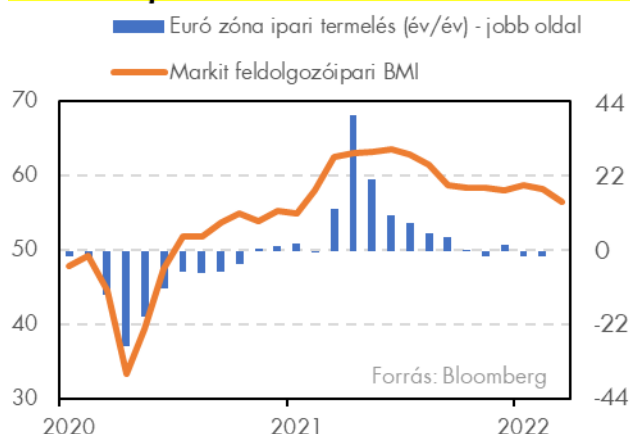
sági kilátások miatt, amelyek inkább a bérek befagyasztását eredményezhetik rövid távon. Nem is csoda, hogy a romló vásárlóerő a háború kitörése után pár héttel 2020 május óta nem látott mélypontra lökte a fogyasztói bizalmat. Őszintén szólva nehéz elképzelni, hogy a lakossági kereslet hozzájárulása rövid távon bármennyire is támogatni tudná a növekedést.

Ami a vállalatokat illeti, a kapacitásbővítések 2021 vége felé megindultak ugyan, a beruházások hozzájárulása erősen pozitív volt, az előjel pedig valószínűleg az idei első negyedévben sem változott. Ami a folytatást illeti, a cégek mérlegszerkezete egészséges, a pénzügyi piaci környezet változatlanul támogató, a romló növekedési kilátások, a nyersanyagpiacok kiszámíthatatlansága és maga a háború azonban mostanra együtt a pandémia kezdete óta nem látott pesszimizmust eredményeztek, amely mellett nehéz bármi biztatót előre jelezni. Az már nagyobb bizonyossággal megjósolható, **ha a bérfelesztések nem jönnek, akkor a beruházási aktivitás sem lesz túl látványos**, ezek mögött a döntések mögött ugyanis jelenleg ugyanaz a megfontolás. A háború és annak kifutása.

Az euróövezet áruforgalmi egyenlege ritkán mutat hiányt, mostanában azonban egyre gyakrabban teszi. Januárban már harmadik egymást követő hónapja. Korábban negatív egyenleget legutóbb 2014-ben mutatott, olyanra pedig, hogy több hónapon keresztül tartott, 2011 óta nem volt példa. Nem véletlenül, hiszen ilyen infláció sem volt. A jelenségért most ugyanis az import árak elszállása felel, ami a behozatal értékét januárban 44,3%-kal dobta meg éves szinten, miközben a kivitel értéke csupán 18,9%-kal nőtt, rekordmagas, 27,2 milliárd

eurós deficitet eredményezve. A statisztika valószínűleg az első negyedév többi hónapjában sem festett szebben, sőt, miután az igazi hullámvasút az energiaárakban csak ezután következett, annak gyakorlatilag nulla a valószínűsége, hogy a külkereskedelem akár egy hangyányit is támogatta volna a gazdasági növekedést. A külső egyensúly ilyesfajta romlása mindenképpen **megnehezíti a költségvetési konszolidációt**, amit nagyjából mostanában szerettek volna elkezdni a kormányok a világjárványból kifelé jövet. Az EU azonban valószínűleg ismét elnéző lesz, ahogy két éve is, hiszen a többletterhek szinte minden tagországot érintenek majd. A menekültválság kezelése, a védelmi ráfordítások megnövelése és az energiaimport újjászervezése rengeteg pénzbe fog kerülni. Főleg az utóbbi, és abból is elsősorban a cseppfolyósított földgáz részarányának megnövelése. Tavaly az EU 155 milliárd m³ földgázt vásárolt Oroszországtól, ami az import kb. 45, a fogyasztás közel 40%-a volt. Ezt nem hogy gyorsan, még lassan is elképesztően nehéz és költséges leépíteni, illetve ezzel egyidőben pótolni. Az új nyugati útvonalak, a nagyobb szállítási volumenek új infrastrukturális fejlesztéseket, kikötőket, terminálokat jelentenek. Nem lesz olcsó.

Eurózána ipar vs BMI



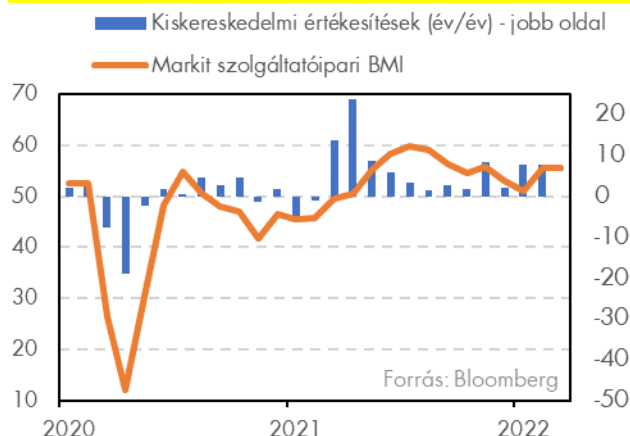
A fogyasztói infláció márciusban az előzetes adat szerint már 7,5%, a maginfláció 3%, a szolgáltatási infláció 2,7%, az energiainfláció pedig 44,7%. Gyakorlatilag minden csúcson van. A piac 2022-re már 5,9, jövőre pedig 2,1%-os drágulást vár. Az EKB márciusban 5,1, illetve 2,1%-on ragadt le. Az alapálás tehát az, hogy az idei év lesz a nehéz, jövőre pedig a magas bázis és a gyenge bérkiáramlás miatt úgyis visszatér a célhoz a mutató. Az EKB egyelőre nem tűnik idegesnek, bár **az eszközvásárlási programok kivezetését megsürgette, és most már azt sem feltétlenül zárja ki, hogy ösztöli kamatot emel.** A bankközi piacon persze már korábban is voltak erre vonatkozó várakozások, amelyek ekképpen csak tovább erősödtek. Április elején úgy áll a dolog, hogy a befektetők a -0,5%-os betéti kamatban, ami az euróövezeti irányadó kamat, **már 50 (5X10) bázispontnyi szigorítást áraznak év végéig.** Ez 2021 végén még 10, közvetlenül a háború előtt pedig 40 bázispont volt. Hogy ebből mennyi valósulhat meg ténylegesen, azt lehetetlenség megmondani. Az azonban biztos, hogy a szabályozónak nem lesz könnyű dolga, ilyen gyenge növekedési és erőteljes inflációs kilátások mentén ugyanis könnyen lábon löheti magát.

Az EUR az utóbbi hónapokban tovább gyengült, a kamatemelési várakozások erősödéséből az EUR/USD-ban semmi nem látszik, hiszen az USD mögött a Fed már jóval előrébb jár, az inflációs várakozások pedig ott még erőteljesebbek. Az árfolyamot tehát lényegében a reálkamat különbség tartja a tavaly nyáron kezdődött lejtőn. Irányváltásra egyelőre nem sok lehetőség van. A háború az euróövezet közelsége miatt az EUR-ra értelemszerűen nagyobb nyomást helyez, az USD pedig mindig is erősebb menedékdeviza volt, mint minden más, vagyis ha az árstabilitás fenntartása nem volna napi-

renden világszerte, az EUR/USD valószínűleg akkor is jókorát esett volna a közelmúltban. Hogy melyik hatás munkálkodik erősebben a csökkenő trend mögött, az leginkább akkor derülne ki, ha a háború gyorsan véget érne. Fontos megjegyezni, hogy a piac erősen lefelé pozícionált. Az EUR ellen 2018 óta nem fogadtak ennyien, és hát a technikai összkép is elég egyértelmű. Mindez azért fontos, mert ha fordul a piac, akkor az valószínűleg nagyon hangos lesz. Köztudott, hogy **minél többen ülnek ki egy hajót az egyik oldalon, az annál hevesebben billenhet át a másik oldalra ha hirtelen változik a széljárás,** a többség ugyanis vízbe esik.

A tőzsdéken mindeközben **zavartalan a korrekció.** A háború kitörése utáni veszteségeket a piac gyorsan visszaadta, most pedig már az év eleji gyengélkedés eltörlésére koncentrál. A várható szórás és az alulértékeltség még mindig meghaladja a tengerentúlt, a technikai összkép és a nettó pozícionáltság alapján a többség erős vételi jelzésen van. Mindez azonban hamis biztonságérzetet kelthet, hiszen **a háború számos előre nem látható kockázatot hordoz magában, ami bármikor beüthet.** Hogy számol-e ezzel a piac, pontosabban milyen mértékben, azt nem tudni, azt

Eurózána kisker vs BMI

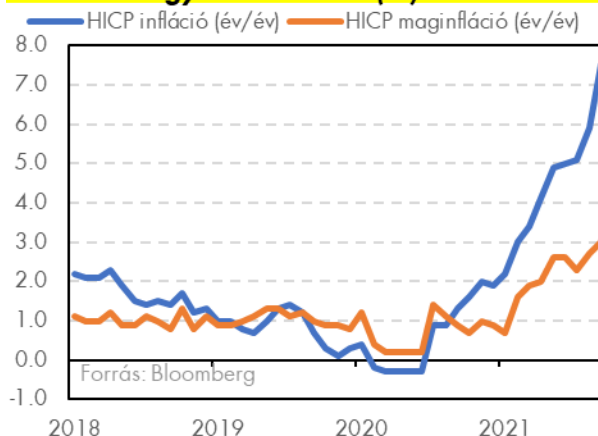


azonban igen, hogy a háború miatti hidegzuhaný, majd felépülés kevésbé szélsőséges, mint két éve a világvárvány elején volt. Akkor a beszakadás előtti csúcsához képest 38,1%-kal esett pl. az átfogó STOXX Europe 600, amit több mint egy év alatt sikerült csupán ledolgoznia. Idén mindössze 18,1%-kal jött vissza, aminek pár hét alatt már több mint a felét vissza is adta. Ez persze csupán a top-down megközelítés, ami nem jelenti azt, hogy ne volnának az ideai hullámvasútban is nyertesek és vesztesek. Nemcsak egyedi részvények, de már a különböző szektorok szintjén is jól megfogható trendek rajzolódtak ki. Az alapanyag és az energia szektor pl. tarol szinte minden időtávon (az első negyedévben ezek 18,3, illetve 14,1%-kal drágultak), de a sor végén ugyanilyen biztos szereplő a kiskereskedelemi, a technológiai és a jármű szektor is (amelyek 27,8, 16,9 és 12,5%-kal estek ez idő alatt). Nem véletlen. A nyersanyagok ára kilótt, amihez kellenek, azokból meg nem lehet megfelelő mennyiséget gyártani. Ez persze még a jobbik eset, hiszen azt is árazhatná, hogy nincs is rájuk kereslet. Ott egyelőre még nem tartunk.

Pálffy Gergely

gergely.palffy@raiffeisen.hu

+36-1-484-4313

Eurózána fogyasztói infláció (%)

Magyar gazdaság, Csöbörből vödörbe

Ugyan az ötödik covid hullám február végére lecsendesült Magyarországon (és így a korlátozásokat a kormány március 7-vel eltörölte), azonban egy újabb, bizonyos szempontból a járványnál is nagyobb veszéllyel kell szembesülnünk Oroszország Ukrajna elleni háborúja, valamint ennek következményei formájában. Nézzük, mit lehet látni a covid és mit a háború ügyében.

Bár a covid újabb hullámaival kapcsolatban nem lehetünk 100%-ban meggyőződve arról, hogy azok nem fognak ismét nagyobb egészségügyi kockázatot jelenteni, de a legvalószínűbb ma mégis az, hogy az elmúlt két év során **megtanultunk együtt élni a járvánnyal**. Ez a kép nagyjából általánosan igaz a fejlett gazdaságokra – viszont **Kína a coviddal szembeni zéró-toleranciájával** egy fontos kivételt képez. Ez pedig **a globális ellátási láncok helyreállítását** minden bizonnyal **lassítja**.

Az oroszok Ukrajna elleni háborúja váratlan volt, noha nem volt teljesen előzmények nélküli. Racionálisan nézve – gazdaságilag – minden érintett félnek a konfliktus deeszkálációjára kellett volna törekednie, azonban **Oroszország a háborús döntésével** egy olyan helyzetbe lavírozta önmagát, Ukrajnát és egész Európát, de a világ egy jelentős részét is, amelyben **mindenkinek veszteségekkel kell számolni**. Minél tovább tart a háború és minél inkább érintett egy adott gazdaság, annál nagyobbak a veszteségek. Éppen ezért lenne roppant fontos a mielőbbi békekötés, ami egyelőre a hadban álló felek közti folyamatos dialógus ellenére sem körvonalazódik határozottan. A béketárgyalások utáni bizakodást rendre visszavetik a rákövetkező napok háborús hírei.

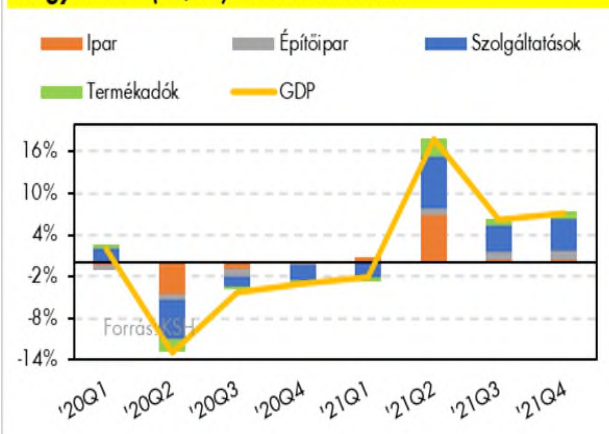
Mindazonáltal abban reménykedünk, hogy a következő negyedéves elemzésünkben – nyár közepén – már múlt időben beszélhetünk a háborúról.

A szomszédos országban dúló háború számos csatornán keresztül hat a magyar gazdaságra – ezek azonban egymással is összekapcsolódnak. Ezek a **negatív hatások** a következőkben foglalhatók össze:

- (1) **A pénz-, és tőkepiaci kockázatok emelkedésén keresztül.**
- (2) **Az infláció emelkedésén keresztül.**
- (3) **Az energiaellátási kockázatokon keresztül.**
- (4) **A realgazdasági hatásokon keresztül.**

Amint fent is megfogalmazásra került, minél inkább érintett egy adott gazdaság, annál komolyabb következményekkel jár a háború. **Magyarország jelentős mértékben érintett**. Az Eurostat adatai szerint 2020-ban az ukrán és orosz exportunk a hazai hozzáadottérték 3,4%-t jelentette. Összehasonlításképpen, a többi V-4-es ország esetében a vonatkozó arány 2,4%, míg az Európai Unió egészében 0,9% volt. Tehát a **kereskedelmi szankciók, az orosz és az ukrán gazdaság keresletének borítékolható jelentős visszaesése a**

Magyar GDP (év/év) - Termelési oldal

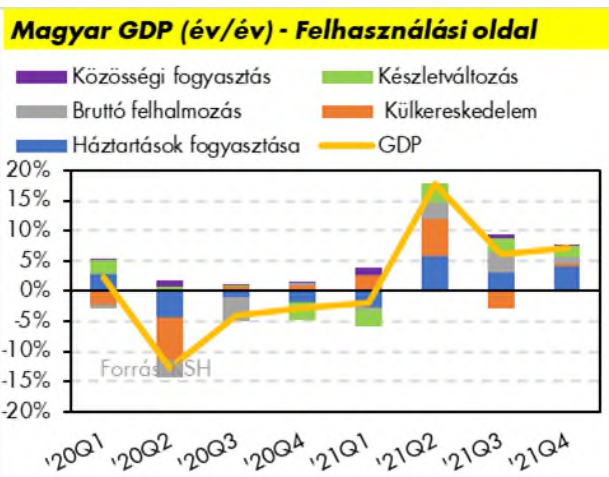


magyar gazdaságot számottevően – és arányai-ban **a régiós társaknál is nagyobb mértékben** – kedvezőtlenül érinti az export-csatornán keresztül. Ami az importot illeti, itt elsősorban a **Magyarország orosz energia-import függősége** számít kockázatnak. Tekinthetünk az elmúlt évtizedek hazai energiastratégiájára úgy is, mint a kölcsönösen előnyös gazdasági lehetőségek kiaknázásának maximalizálására való törekvésre (úgy mint Oroszország bővelkedik a nyersanyagokban, Magyarország pedig behozatalra szorul, miközben a hatékony és olcsó szállítási útvonalak a gáz-, és olajvezetékek formájában rendelkezésre állnak) de úgy is, mint **a szükséges energiatfüggetlenségi célok, illetve a beszerzési csatornák diverzifikálásának az elhanyagolására**. A háború előtt az előbbi narratíva volt a meghatározó, azonban a háború tükrében az utóbbi megközelítés vált érvényessé. Az Európába irányuló **orosz energiaszállítások** mind az EU, mind Oroszország kezében **zsarorlási eszközzé váltak**. Magyarország azon országok közé tartozik, amelyek számára kritikus fontosságú az energiaszállítások folyamatossága. Egyelőre nem történt drámai változás – **az energiaszállítások folyamatosak maradtak mindeddig**.

A hazai gáztározók töltöttsége a téli fűtési szezon végére 6% közelébe csökkent (március 18.: 6,25%). Bár az elmúlt két év adatai tükrében ez alacsony-nak tűnhet, de a fűtési szezon végére érve 2015-ben 2016-ban, 2017-ben és 2018-ban is alacsonyabb volt ennél (2018-ban alig 2%). Noha **az energia-kérdés továbbra is terítéken marad** és tartósan számíthatunk valamekkora bizonytalanságra (aktuálisan éppen amiatt, hogy az oroszok áprilistól rubelben követelik az energiaszámlák kifizetését), de **alapforgatókönyvünkben azzal számolunk, hogy a hazai gazdaság energiain-**

portja biztosítva lesz idén és jövőre is.

Viszont **az energia és nyersanyag árak emelkedése miatt a cserearányok drasztikus romlása** – ami már 2021 második felében elkezdődött – fokozottabban érezteti a hatását 2022-ben. **Az elmúlt hónapokban a nyersanyagokért 30-40%-kal, az energiahordozókért pedig 2,5-3-szor többet fizetünk, mint egy évvel korábban. A feldolgozott termékeknél, gépeknél az áremelkedés csupán 5-15% körüli.** Előbbiből többletbehozatalra szorulunk, utóbbiból pozitív az egyenlegünk. Magyarország nettó energiainportja 2021-ben 6,8 milliárd euró volt – szemben a 2010-es évtized átlagosan évi 5,2 milliárd eurójával. Pedig az energia áremelkedés csak tavaly ősztől indult be igazán. Természetesen nem tudjuk, hogy az év hátralévő részében milyen energiaárakkal fogunk találkozni a világpiacra, de naivitás volna azt feltételezni, hogy ne maradnának tartósan emelkedett szinten. Ha csak a tavalyi átlagos árszínvonalnak a duplájával számolunk, akkor is nagyjából 14 milliárd eurós nettó energiainportról beszélünk, de könnyen lehetnek ennél magasabbak is az árak. Azt az állítást, miszerint Magyarország olcsón veszi az oroszoktól az olajat és a gázt nem feltétlenül lehet hitelesnek tekinteni. Az olaj esetében persze



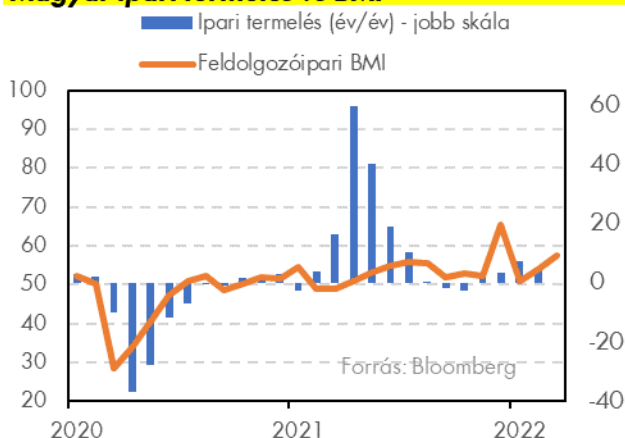
látjuk a tőzsdei árakat: az Oroszországból hozzánk érkező Ural típusú kőolaj (illetve az ezen alapuló REBCO – Russian Export Blend Crude Oil) ára valóban jelentősen – aktuálisan hozzávetőlegesen mintegy 20-30 dollárral – alacsonyabb a Brenthez képest (ez a különbség korábban 3-4 dolláros volt csak), de még így is meghaladja a tavalyi árszínvonalat (egy éve a Brent 60 dollár körül volt, ma 110). A földgáz esetében pedig **a kormányközi szerződés a hosszútávú gázvásárlásról nem nyilvános**. A korábbi szerződésekről azonban annyit lehetett tudni, hogy némi késéssel ugyan, de az árképzési mechanizmus követte a piacot – jogosan feltételezzük, hogy a Gazprom nem a saját maga ellensége, így ez a jelenlegi szerződésre is igaz lehet. Sőt van olyan értelmezés is, miszerint a hosszútávú szerződéssel Magyarország ellátási biztonságát vásárol magának, aminek pedig felára lehet. Ezt persze nem tudjuk, csak a homályosban tapogatózunk – de ezek olyan közérdekű információk, amelyeket nem helyes eltitkolni a közvélemény előtt. A piacon a gázárak mindenesetre hihetetlenül elszálltak: a korábban évekig stabilan kb. 40 euró/MWh helyett ennek aktuálisan a háromszorosa – de volt olyan is amikor hatszorosa volt. Tehát **a cserearányromlás** – amit legutóbb az 1970-es évek olajválsága nyomán emlegettek a közgazdászok – **itt van velünk**, és a 2009 óta folyamatos **külkereskedelmi többletét az országnak lenullázza**, sőt, **deficitbe fordíthatja**, még úgy is, hogy a hazai feldolgozóipari exportkapacitások folyamatosan és számottevően bővülnek.

Ha pedig romlik a külkereskedelmi mérleg, akkor **romlik a folyó fizetési mérleg is**. Sőt, már tavaly is jelentős romlást mutatott az MNB statisztikája: a GDP 3,1% lett a hiány. Ez már messze van az egyensúlyi helyzettől. Idén pedig semmi nem állítja meg a további romlást: jó esetben **a hiány a GDP**

4% körül lehet, de nem elképzelhetetlen, egy 5-6% körüli GDP arányos hiány sem (sajnos a folyó fizetési mérleg statisztika a gyakori és számottevő revíziói miatt az előrejelzések is ingoványos alapon nyugodnak).

Ha pedig az egyensúlyi folyamatokról beszélünk, akkor a külső egyensúlyi helyzettel kapcsolatos kilátások után következik a belső egyensúlyi folyamatok és így az államháztartás elemzése. A kormány tavaly karácsony előtt módosított terveiben GDP arányosan 4,9%-os hiány szerepel 2022-re. A probléma az, hogy azóta jelentősen **megemelkedt a kamatkörnyezet és ennek megfelelően az adósság finanszírozásának a költsége is magasabb lesz** (minimum 300-400 milliárd forinttal, vagyis a GDP alsó hangon is fél százalékával). Ehhez járul hozzá **az elszálló energiaárak miatt a lakossági rezsidíjak változatlanul tartásának a költsége már az 1000 milliárdot meghaladó extra-tétel is lehet** (ugye itt az információhiány miatt nem teszi lehetővé a pontos kalkulációt). Még szerencse, hogy – számításaink szerint – például **a fogyasztáshoz kapcsolt adóbevételek, vagy a lakossági befizetések növekedését** is jelentősen **alul tervezte a kormány** – különös tekintettel a vártnál jóval magasabb infláció-

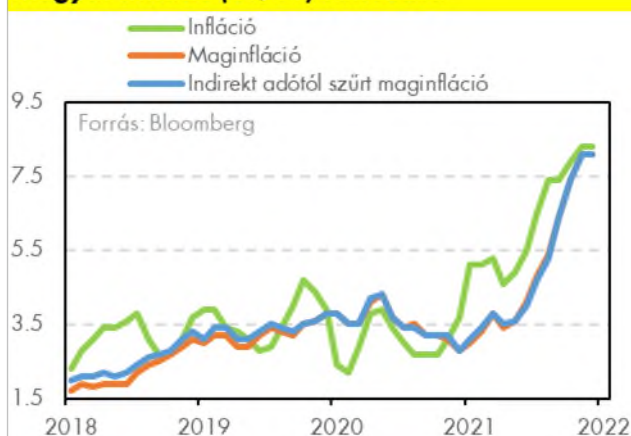
Magyar ipari termelés vs BMI



ra. De számításaink szerint a kedvező és a kedvezőtlen hatások nettó eredménye az államháztartási hiány kb. **a GDP 1%-nak megfelelő romlása lehet.** Ennek a kezelése a választások után felálló új kormány feladat lesz majd. Mindazonáltal már távolról is észrevehetővé válik a hazai gazdaságban az **ikerdeficit** az 5% körüli belső és hasonló mértékű külső hiány mellett. Ez még nem igazán drámai mértékű ikerdeficit, de már kényelmetlen, amit nem érdemes kiigazítás nélkül hagyni.

Az államháztartási hiány kapcsán említésre került az infláció. Februárban már 8%-ot is meghaladó mértékű volt, és **az infláció emelkedésének még messze nem vagyunk a végén.** A globális poszt-covid ellátási-lánc problémák általi áremelkedésnél – ami a jelek szerint idén is velünk marad – is sokkal nagyobb sokkot jelent az orosz-ukrán háborúnak a hatása. Általános jelenség, hogy a kockázatok újraértékelése, a pénzügyi befektetők kockázat-kerülése a feltörekvő piaci devizák értékvesztésével jár – jellemzően minél közelebb van egy ország az aktuális krízishez, annál nagyobb mértékű a leértékelődés. Most pedig a problémához a legközelebb álló országok közé tartozik Magyarország is, így nem lehet csodálkozni a forint gyengülésén. Bár sikerült megfékezni a leértékelődést, de így is **többet kell adni egy euróért vagy egy dollárért, mint a háború előtt. A gyengébb forint pedig egyenesen vezet a magasabb inflációhoz.** Mindeközben az energia és nyersanyagárak jelentős emelkedéssel reagáltak a háború hírére. A bejelentett és a jövőben még várható kereskedelmi szankciók a Nyugat és Oroszország viszonyában, az európai energia ellátásbiztonsággal kapcsolatos félelmek hajtják fel és tartják magasan az árakat – egyelőre beláthatatlan ideig. **A háború miatt biztosan kevesebb vas-, és acélárú, kukorica, étolaj, búza és árpa stb. kerül a világke-**

reskedelem körforgásába – a lista még folytatható. Ezek a hatások mind közvetlenül érintik a hazai gazdaságot – mint az összes európai országot – és **további tartós inflációs felhajtóerőt jelentenek.** Izgalmas kérdés, hogy miképpen ér véget majd az üzemanyag-, és élelmiszerár-stop, milyenek lesznek az aktuális piaci árak, és vajon egyből szembesülni kell ezekkel a fogyasztóknak, vagy esetleg további kormányzati ár-intézkedésekkel csak részben, illetve fokozatosan. Mindazonáltal az a legvalószínűtlenebb, hogy május második felében is 480 forintos üzemanyagot tudunk tankolni, de az még kérdéses, hogy 50, 100 vagy 200 forinttal kerül majd több literje. Mindezek alapján a hazai **infláció csúcsa minden bizonnyal 10% fölötti lehet majd a nyáron, és az év egészében is átlagosan 10% körül alakulhat majd** – annak ellenére, hogy a háztartási energiaárakban egyelőre még nem várható változás. Azonban azzal érdemes tisztában lenni, hogy a mesterségesen alacsonyan tartott lakossági rezsizdíjakat csak úgy lehet fenntartani, ha eközben a világpiaci árat (hiszen a beszerzési ár attól tartósan és jelentősen nem térhet el) azért az ország – vagyis az állam, és az államháztartáson keresztül mindenki – megfizeti.

Magyar infláció (év/év) változása

Ami pedig a gazdasági növekedést illeti, a háború negatív hatásai sajnos nem elkerülhetők. Ráadásul a magyar gazdaságot viszonylag erős kereskedelmi szálak kötik mind Oroszországhoz, mind pedig Ukrajnához (lásd fent a pontos számadatokat). Még ha a hazánk számára kritikus fontosságú orosz gáz-, és olajimport nem kerül felfüggesztésre, akkor is **a kieső közvetlen és közvetett export kiesés, valamint az egész európai konjunktúrának a romlása miatt csak 2-3% közötti gazdasági növekedésre számítunk idén, szemben a háború előtti 4-5%-os várakozásunkkal.** A beruházások területén csökkenésre, a nettó export területén negatív folyamatokra, a fogyasztás területén pedig a magas infláció miatti gyengébb növekedésre számítunk 2022-ben. Az EU-s támogatáshoz és hitelhez való mihamarabbi hozzájutás és azok felhasználása elősegítené a növekedés lassulásának a mérséklését.

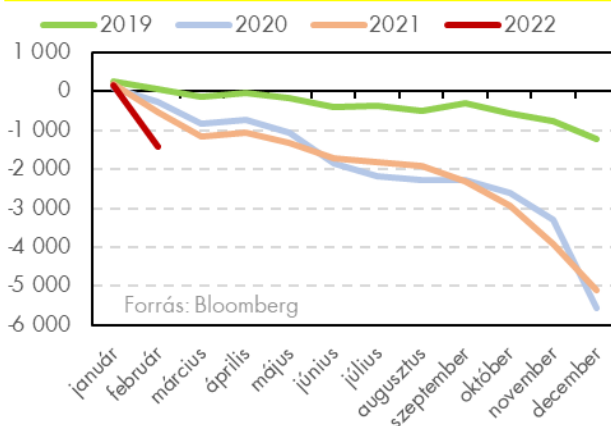
A forint árfolyamát a régiós háborús kockázati felár hullámai mozgatják elsősorban. Bízunk abban, hogy belátható időn belül békét kötnek a harcban álló felek és így a közvetlen háborús kockázatok mérséklődnek. Mindezek mellett azonban **a romló gazdasági kilátások, a magas infláció és az ikerdeficit megjelenése mind a forint erősödése ellen szólnak.** Az MNB kamatemelési sorozatának még sokáig velünk kell maradnia ahhoz, hogy a monetáris politika erősítse a hitelességét és a magasabb kamatokkal stabilizálódó, erősödő forintárfolyampályához tudjon hozzájárulni. **2022 harmadik negyedévében 7-8% között tetőző hazai kamatkörnyezetre számítunk és arra, hogy a forint euróval szembeni árfolyama az év során lassan, de fokozatosan erősödik. 2022 éves átlagban 373-as EURHUF árfolyamot várunk, az évégén pedig 365-öt.**

Török Zoltán

torok.zoltan@raiffeisen.hu

+36-1-484-4843

Államháztartási hiány (kumulált, milliárd forint)



Hazai részvénytőke, A háború árnyékában

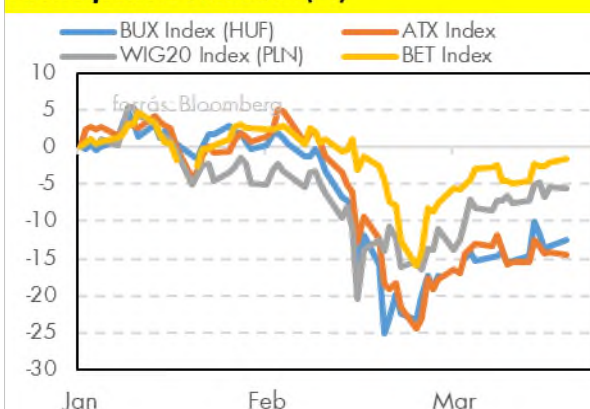
Az első negyedévre félreismerhetetlenül rányomta bélyegét Oroszország Ukrajna ellen indított háborúja. A megdöbbentő támadás okozta sokk hatás egyértelműen kimutatható a részvénytőke mutatókban, minél közelebbi az ország a harcokhoz annál nagyobb mértékben. Ez újfent rávilágít arra, hogy befektetőként mennyire fontos, hogy diverzifikált portfólióval rendelkezünk nem csak a különböző szektor kitettségek terén, de földrajzi megosztását tekintve is.

A magyar piac közelségét és oroszországi és ukrán kitettségét tekintve is az élvonalba tartozott, ezért **felülteljesítő volt a csökkenésben**. Március elejére a BUX index már 25 százalékkal alacsonyabb szinten járt, mint ahogy indította az évet. Ezzel felülmúlta a szintén jelentős kitettséggel rendelkező osztrák ATX index zuhanását is. Ami még előny volt az év elején, hogy ciklikus – pénzügyi, energia – szektorok szerepelnek túlsúlyban a vezető hazai indexben, egyszerre hátrány lett. Hiszen az OTP-t és a Richtert orosz és ukrán kitettsége miatt ütötték be rég nem látott mélységbe, míg a Mol a kormányzati üzemanyagár-stop miatt szenvedett és tartott az esetleges oroszországi kőolajszállítmányokat érintő embargótól. A régiót alkotó hat fő index közül az osztrák ATX és a magyar BUX index esett a legnagyobb mértékben és tér magához a leglassabban. Mindkét ország rendelkezik vezető bankkal, amelynek jelentős orosz és ukrán kitettsége van. Ennek ellenére is meglepő, hogy például **a román BET index** milyen gyorsan, **alig egy hónap alatt ledolgozta a háborús veszteségeket**.

Ugyanakkor, kiszélesítve látókörünket az idei éven túlra, láthatjuk, hogy korántsem volt problémáktól mentes a háború előtti időszak. A BUX index tavaly november elején érte el rekord szintjét, de januárban és február elején már nem sikerült a közelbe visszakapaszkodni. A lengyel WIG 20 index, ami szorosan együtt mozgott a hazai mutatóval szeptember és január között már a 2021 május óta nem látott mélységeket tesztelte az év elején. Amíg a 2020-as éve egyértelműen a növekedési szektorok éve volt, addig a tavalyi évben már szemmel láthatóan **megindult egyfajta rotáció, ami a ciklikus szektorokat**, mint a pénzügy, energia vagy alapanyag **hozta előtérbe**. Természetesen továbbra is fontosak a növekedési szektorok – technológiai, kommunikációs, fogyasztási termékek – de hatásuk csökken. Európában inkább a ciklikus szektorok felé torzítanak a mutatók, nem úgy, mint a tengerentúlon, ahol az 500 legnagyobb vállalatot tömörítő indexben az Apple-nek egymagában 7 százalékot meghaladó súlya van.

A nyugat-európai, illetve a közép-kelet-európai index tavalyi év végi relatív felülteljesítése is a kiegyensúlyozottabb szektor súlyoknak volt köszönhető. Ugyanakkor pont ugyanezen ok miatt érintette a háború, illetve az Oroszország ellen megho-

Alülteljesítő BUX index (%)



zott szankciók ezeket az indexeket ilyen erőteljesen. Hiába a kamatemelések okozta várhatóan magasabb nettó kamatbevétel a pénzügyi szektorban, ha van orosz vagy ukrán kitétség, illetve, ha a szankciók miatt visszaesik a hitelkihelyezés lehetősége. Hiába a magasabb olajár, ha Damoklész kardja szerint lebeg a szektor felett az orosz olajembargó lehetősége.

Nagyon korai lenne még az Oroszország által Ukrajna ellen indított háború végéről beszélni, hiszen még tűzszüneti megállapodás sincs, de a **technikai mutatók** eszközével igyekezhetünk meglesni a jövőt. A **BUX index** a világ legnagyobb 90 indexe közül a 77. legrosszabb teljesítményt nyújtotta az első negyedévben. Februárban a hazai mutató 2008 októbere óta nem látott közel 20 százalékos csökkenést szenvedett el. Havi mélypontján az 50 havi mozgóátlagot (41450) érintette. Márciusban 2020 novembere óta nem látott mélységben is járt, de végül sikerült a 46000 pont felett zárni. A hónapban elért 37950 pontos mélység megegyezik a 2020 novembere és 2021 novembere közötti emelkedés 76,4 százalékos korrekciós szintjének. A hosszú alsó kanóc, mint amit márciusban láthatunk tipikusan fordulás jel. Az alacsonyabb szinteken megjelenő erős vételi erőre utal. További pozitívum, hogy az RSI technikai mutató nem esett át a csökkenést jelző 50 alatt tartományba, mint ahogy azt tette a koronavírus járvány kirobbanásakor. Azaz az emelkedő trend – magasabb mélypontok sorozata – is érvényben maradt. Sajnos az MACD mutatója eladási jelzésre váltott márciusban, mint ahogy 2020 elején, de ez egy tovább emelkedő áprilissal korrigálható. Meg kell említeni, hogy az MACD mutatója 2018 márciusa és 2021 januárja között is eladási jelzésen volt, miközben, legalábbis 2020 év elejéig, emelkedett az index. Negyedéves viszonylatban még mind vételi jelzésen a technikai

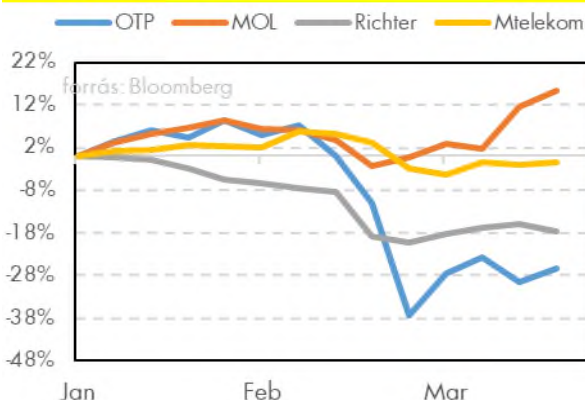
mutatók. A negyedév során lassabb emelkedésre számíthatunk. A BUX index a 2020-as év maximuma felett található, így nyitva a tér az 50000 pont felé, amerre a 13 havi mozgóátlag (48850) képez némi akadályt. Nem zárható ki egy visszateszt, mint ahogy 2020 novemberében sor került a márciusi bázis újbóli meglátogatására, de újabb komolyabb beesésre a jelenlegi adatok alapján nem utal semmi.

OTP

Az OTP esetében az idei első negyedévre erőteljesen rányomta a bélyegét Oroszország Ukrajna ellen indított támadása, hiszen a banknak mind a két országban van leánybankja. Azonban abban a relatív szerencsés helyzetben van a vezető hazai pénzintézet, hogy a tavalyi év kiválóan alakult, így bőven vannak tartalékok, hogy még ezt a szörnyű helyzetet is átvészelje.

A tavalyi negyedik negyedévben a **nettó kamatbevétel** a várakozásokat meghaladó mértékben 247,5 milliárd forintra nőtt, ami 25 százalékos éves javulás, de még a harmadik negyedévi szintén kiemelkedő értéket is 11 százalékkal meghaladta. Ehhez szintén kimagasló 87,3 milliárd forint díj és

Q1 teljesítmény

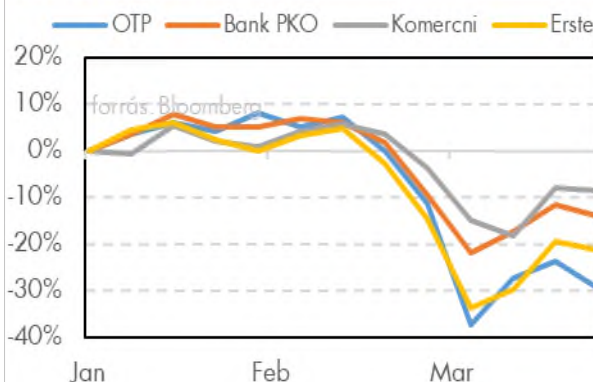


jutalékbevétele társult. Itt szerényebb volt a javulás éves (5%) és negyedéves (2%) szinten. Az összes bevétel (362,4 milliárd forint) így 18 százalékkal nőtt egy év alatt, ami magasan újabb rekord értéket eredményezett. Ehhez azonban magasabb **működési költségek** (185,5 milliárd forint) társultak, ami még az elemzési várakozásoknál is több lett. Egy negyedév alatt 18 százalékkal emelkedett meg a kiadások ezen formája, szintén rekord szintre. A személy jellegű kiadások 22 százalékkal ugrottak meg, az év végi bónusz fizetések és jutalmak miatt. A működési eredmény (176,9 milliárd forint) így is elképesztő 26 százalékkal nőtt 2020 negyedik negyedévéhez képest. Természetesen itt is történelmileg példátlan szintről van szó. A **kockázati költségek** (cél tartalékok) már tavaly év végén megugrottak. Egy negyedév alatt 17 százalékos volt az emelkedés 29,3 milliárd forintra. Az éves összehasonlítás itt félrevezető, hiszen a koronavírus járvány miatt jelentősen megemelt 52,1 milliárd forintos érték képezi a bázist, amihez képest 44 százalékos a javulás. Mindennek eredője, hogy az OTP konszolidált adózás utáni eredménye 121,1 milliárd forint, ami a valaha volt második legjobb érték a bank történelmében 2021 második negyedévé (121,8 milliárd forint) után, ha az egyszeri tételektől (OTP Garancia eladása, szerb badwill) torzított negyedéves értékeket figyelmen kívül hagyjuk. Ebből a szempontból tisztább képet ad a konszolidált korrigált adózás utáni eredmény, ami 123 milliárd forint lett, ami a valaha volt harmadik legmagasabb érték a tavalyi második (129 milliárd forint) és harmadik (127 milliárd forint) negyedév után. A lezárult negyedik negyedévvél a teljes 2021-es évről is számot is adott a bank. A **korrekciós tételek nélküli adózott eredmény** (456 milliárd forint), nem meglepő módon szintén rekordra nőtt, ami több mint 10 százalékkal haladta meg a korábbi, 2019-es rekordot (413 milliárd forint). A bankcso-

port motorja továbbra is a magyar operáció, hiszen 46 milliárd forint profitot ért el, míg az orosz leánybank 13,4, a szerb 11,4, a bolgár 10,7, és az ukrán 10,2 milliárd forintot. Ugyanakkor, a magyar operációnak ez volt a leggyengébb eredményessége 2020 második negyedéve óta, amikor is 38 milliárd forint profitot termelt. Szerbiában négyszeresre nőtt az eredmény.

A növekedés hajtómotorja a **hitelállomány bővülése** és a hatékonyságból eredő alacsonyabb költség szint. 2021 végére a teljesítő hitelállomány 15 757 milliárd forintra nőtt. Ez a 2020 negyedik negyedévhöz képest 15, míg a 2021 harmadik negyedévhöz képest 4 százalékos javulás. Az OTP minden csoportjában – nagyvállalati +19%, jelzálog +15%, fogyasztási hitelek +14% – és a legnagyobb piacain – magyar +19%, román +21%, bolgár +11%, ukrán +41%, orosz +18% – is kétszámjegyű növekedés volt az éves volumenváltozás. A magyar operáció számai külön kiemelkedők, hiszen a fogyasztási hiteleknel 25, lakáshiteleknel 15, míg a vállalati hiteleknel 16 százalékos volt a hitelek éves állományváltozása, ami éves szinten 845 milliárd forint többletet jelentett. Ez háromszor több, mint a második legnagyobb forintban mért növekedést felmutató bolgár piac. A koronavírus járvány fogyasztási szo-

Alulteljesítő OTP



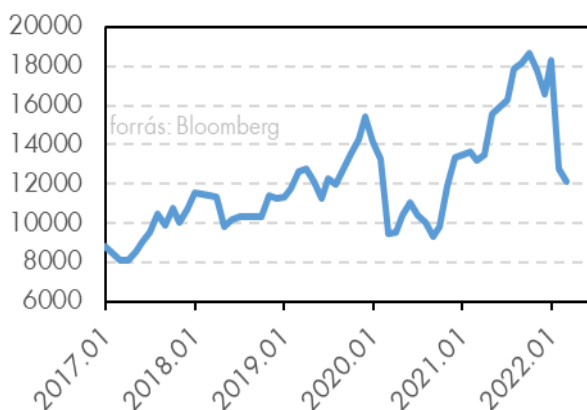
kásokra és megtakarításokra gyakorolt hatása erőteljesen érezhető volt a tavalyi évben. A megtakarítások 2 916 milliárd forinttal nőttek a bankcsoportban meghaladva a hitelvolumenének organikus növekedését, ami 2 020 milliárd forint volt. Éves szinten 16 százalékos a betétállomány bővülése, ami a magyar, ukrán, román és horvát operációban kétszámjegyű mértékben emelkedett éves szinten. A késedelmes hitelek aránya ugyan 5,2 százalékról 5,3 százalékra emelkedett negyedéves szinten, de a mutató 2019 negyedik negyedéve óta az egészséges 6 százalék alatt található. Ellenben a fedezettségi szint 64,4 százalékról legalább három éve nem látott alacsony 60,5 százalékra mérséklődött.

A bank vezetőségének sincs kristálygömbje az Oroszország által indított háború kimenetelét illetően, így minden eshetőségre, akár **a kivonulásra is felkészülnek**. Ahogy már írtuk a bevezetőben a kiváló tavalyi év, pláne a nagyon erős negyedik negyedév biztonságos bázist képez bármilyen döntés meghozatala esetében. 2021 utolsó negyedévében az **orosz operáció** a valaha volt negyedik, míg az **ukrán** a valaha volt harmadik legjobb negyedéves profittömegét termelte. Éves szinten az ukrán nyereség (39 milliárd forint) példátlan nagyságú, míg az orosz (38 milliárd forint) a harmadik legjobb lett. Az összesített 77 milliárd forint szintén sosem látott nagyságú. Ez a teljes tavalyi éves korrigált adózott eredmény 15,5 százaléka. **Egyértelműen fájna az OTP-nek, ha le kellene mondania az orosz és vagy ukrán leánybankjáról. Azonban még ez a drasztikus forgatókönyv sem roppantaná meg a bankot.** A két leánybank mérlegfőösszege a teljes csoport arányában 6,5 százalék (2,9% orosz + 3,6% ukrán), a nettó hitelállomány 7,8 százalék (3,9% + 3,9%), a saját tőke 13,2 százalék (7,9% + 5,3%). Az összes

kockázattal súlyozott eszközérték arányában 11,6 százalék (4,9% + 6,7%) a két operáció súlya. A ukrán kitettség teljes elvesztése 27 bázisponttal csökkentené a konszolidált elsődleges tőkemegfelelési mutatót (CET1), az orosz kivonulás esetében ez a hatás már 116 bázispont lenne. Azonban a kettő együttesen is csak 15,4 százalékra mérsékelné a mutatót, ami a 2020-as érték. Ez továbbra is **kiemelkedő erősségű bankot takar**, hiszen az 1924 európai bank és pénzügyi szolgáltató közül csak 125 rendelkezik 15 százalék feletti értékkel. A bank operatív likviditási tartaléka 3341 milliárd forint.

Ugyanakkor nem számolunk avval, hogy mind a két operációról teljes mértékben le kellene mondania az OTP-nek, így a 10000 forint alatti részvényesi érték, ahogy arra a vezérigazgató és több igazgatósi tag **bennfentes vásárlásai** is rámutattak, rendkívül kedvező vételi lehetőség. Csányi Sándor, ahogy korábban már többször is, most is a szingapúri Sertorius alapján keresztül vásárolta az OTP részvényeket, ráadásul több 100 000 darabot. Az árfolyamra az **osztalék mértéke** is kedvező hatással van. Pontosabban a végre kifizethető 2019-es és 2020-as évek után képzett osztalék mértéke. Az MNB a járványhelyzetre hivatkozva nem engedte meg a pénzintézeteknek a korábbi

Erősen beütött OTP



években a kifizetést, de ezen döntését szerencsére az idei évre már nem hosszabbította meg. Az elmaradt osztalék 435 forint lehet részvényenként, ami megegyezik a várakozásokkal. Azonban az idei év után csak jelképes 1 milliárd forint osztalék szétosztását tervezi a bank, ami részvényenként 3,6 forint. A piac még az orosz-ukrán háború kitöréséig részvényenként 386 forintot várt. Bár csalódást okoz, hogy a tavalyi év után nem fizet osztalékot a bank, de felelős döntésnek tűnik, hiszen a bizonytalan következményekkel járó szomszédban zajló háború miatt szükség lehet mindenféle tartalékra. Az is elképzelhető, hogy a gyors és kedvező megoldás esetén a fel nem használt összeget rendkívüli osztalék formájával visszaosztja a részvényeseknek.

A közgyűlés **saját részvény vásárlására** is felhatalmazást kaphat. A 2023 októberéig tartó mandátum keretében a saját részvény állománya 70 millió darabra nőhet a jelenlegi 3,3 millió darabról. Ha beindult a vásárlás, akkor ennek is, ha nem is feltétlen árfolyam felhajtó, de mindenféleképpen árcsökkenést megakadályozó funkciója lesz.

Az OTP árfolyama az orosz és ukrán kitétségek köszönhetően 2020 szeptembere óta nem látott mélységbe, 10000 forint alá esett. Ez azonban nagyon erős támasznak számít, hiszen tartósan négyszámszáz OTP-t 2017 előtt láthattunk utoljára. A bankpár a 100 havi mozgóátlagát (9733) tesztelte vissza, amire utoljára 2015-ben volt példa. Pozitívum, hogy sikerült visszakapaszkodni a kulcsfontosságú 12 000 forint fölé, de problémát jelent, hogy az 50 havi mozgóátlag (12762) ellenállást képez a 13400Ft előtt. Az emelkedő trend megvan, ha a 2015-től számított szűkebb tartományba való visszatérés (16500Ft felett) egyelőre a távoli jövő része csak. A havi **technikai mutatók** eladási jelzésen, így a legtöbb, amire egyelőre számíthatunk,

hogy a 12000Ft felett marad a kurzus. Problémát jelent, hogy negyedéves vonatkozásban is eladási jelzéseink vannak. Utoljára a járvány kirobbanásakor kaptunk ilyet.

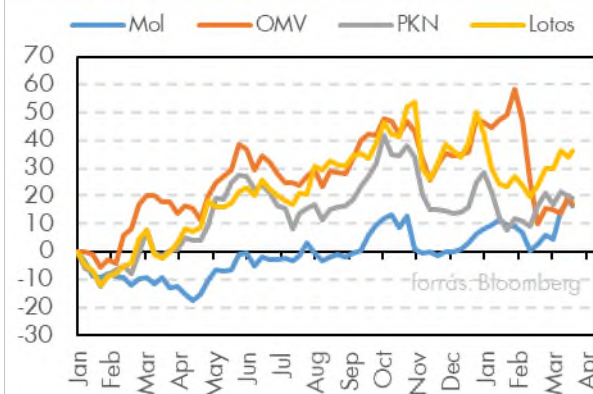
Az OTP-t követő 17 elemző közül 11 vételi ajánlással rendelkezik, míg csak egy gondolja úgy, hogy alul fog teljesíteni. Az átlagos 12 havi célár 18342 forint.

Mol

Ahogy az OTP esetében, úgy a **Mol**-nál is kiváló 2021-es év alkot stabil bázis, amivel átvészélhetővé válik a mostani, Oroszország Ukrajna megtámadását követő időszak. A kőolaj kitermelő Mol számára kedvező a 2008 óta nem látott magasságba emelkedő olajár, bár a kormányzati ár befagyasztás nem teszi lehetővé, hogy a cég a fogyasztók felé is továbbítsa a magasabb árakat. A finomító Mol számára is kedvező az időszak, hiszen a nemzetközi megvetés és szankcióktól való aggodalom miatt jelentős diszkonttal forog a fő, uráli típusú kőolaj. Egyelőre teljes orosz energia embargóra sem kell számítani, így, ha nem is a normális kerékvágásban, de kisebb korrekcióval folytatódhat az év.

A magas kőolajárak és az egy év alatt jelentősen

Lemaradó Mol (2021.01.01 bázis, %)



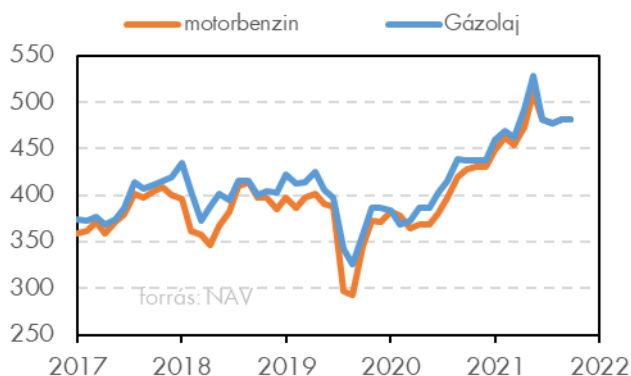
kitágult árreseknek köszönhetően az **újrabeszerzési árakkal becsült és tisztított EBITDA** 301,2 milliárd forint lett, ami 115 százalékkal több, mint a bázisidőszakbeli eredmény. Természetesen az összehasonlíthatóságot nagyban torzítja a koronavírus járvány 2020-as évet érintő erőteljes hatása. Így tisztább képet kaphatunk, ha a negyedéves változást vizsgáljuk. Itt 2 százalékos csökkenést tapasztalhatunk. Ennek ellenére a 2021 negyedik negyedévi EBITDA alig maradt el a rekord szintű, 307,5 milliárd forintos harmadik negyedéves szinttől. Ezek után nem meglepő, hogy **az éves újrabeszerzési árakkal becsült és tisztított EBITDA 1072 milliárd forintra, sohasem látott magasságba ugrott a tavalyi évben.** Ez elképesztő 70 százalékos javulás egyetlen év alatt. A koronavírus számlájára írható torzítást láthatunk az újrabeszerzési árakkal becsült és tisztított **EBIT** esetében is, hiszen közel negyvenszeresére nőtt a bázisidőszakhoz képest. Az elemzői konszenzust azonban csak 1 százalékkal haladta meg.

A **kitermelői szegmens** 163,3 milliárd forint EBITDA-t termelt, ami 37 százalékos negyedéves és 200 százalékos éves javulást takar. **Ez minden idők legjobb eredménye a szegmensben.** A korábbi 2011 negyedik negyedévi csúcs, csak 131 milliárd forint volt. Az olajárak alakulása tükrében, ami még a 2021 harmadik negyedévéhez képest is jelentős drágulást mutattak, nem meglepő a kedvező eredmény. Mialatt a szénhidrogén-termelés költsége hordónként 5,4-ről 6,4 dollárra emelkedett, addig a realizált szénhidrogénár 36,8 dollárról 81,2 dollárra ugrott. Ugyan a negyedévben 16 százalékkal visszaesett a kitermelési mennyiség az az egész évben a vezetőség által előrejelzett 110,3 millió hordó olaj egyenértékes per nap ütemű volt.

Március végén érkezett a hír, hogy a **Mol értékesí-**

ti északi-tengeri portfólióját a Waldorf Production Limited vállalatnak. A vételár 305 millió dollár körül alakulhat, de a tranzakció majd csak a második félévben záródik le. A Mol szénhidrogén termelése az értékesített mezőkön 2019-ben naponta 21 ezer hordó olajegyenérték feletti csúcsot ért el, de az elmúlt két évben a kitermelés folyamatosan csökkent. Ennek következtében 2021 negyedik negyedévére a termelés csupán kis mértékben haladta meg a napi 12 ezer hordó olajegyenérték szintet. Tavaly már csak a csoport kőolaj- és földgáztermelésének 13, az olajkitermelésének pedig 22 százalékat adta az északi-tengeri mező. Ugyanakkor a Mol bizonyított és valószínű készlete a mezőkön 14,9 millió hordó egyenérték volt 2021 végén is. A pontos indok az eladás mögött természetesen nem ismert, de **több kisebb ráadásul öreg kútról van szó,** amelyek átlagos hátralévő élettartama nagyjából 3 év, **ami jelentős életciklus végi költségeket vonna magával.** A piaci környezet, a megugró olajárak miatt is kedvező lehetőséget teremthetett. A bevételből pedig jutna osztalékfizetésre és a hazai tulajdonú vállalatok által bejelentett legnagyobb beruházásra is. **A Mol hatvanöt milliárd forint értékű zöldmezős fejlesztéssel propilénüzemet létesít** Tiszaújvárosban. A 2024-re elkészülő Mol Petrolkémia új propi-

Korlátozott üzemanyagár (Ft/l)



lén üzeme százezer tonna propilént állít majd elő, így jelentős mértékben fedezi a Mol vegyipari alapanyagigényét, és növeli a vállalat önellátását.

A **finomítói szegmens** esetében újrabeszerzési árakkal becsült, tisztított EBITDA 111,4 milliárd forint lett. Ez a valaha volt ötödik legmagasabb érték. Bár itt egy év alatt 175 százalékos a javulás, negyedéves alapon már 15 százalékos visszaesést tapasztalni. Azonban az árresek bővülése itt is tetten érhető. A finomító árres 1,3 dollárról 4,3 dollárra emelkedett hordónként egy év alatt. További pozitívum, hogy az értékesített mennyiség is nőni tudott 4 százalékkal 4303 kilotonnára ugyanezen időszak alatt. A **Mol számára a háború pozitív vetülete, hogy megvetett lett az orosz kőolaj**, így a márciusi finomítói árres több mint megtízszereződött a valaha volt legmagasabb 33,7 dollár/hordó szintre. A petrolkémiai árres 386 euróról 599 euróra nőtt tonnánként. Itt azonban 10 százalékos volumen csökkenés volt megfigyelhető. 2020 harmadik negyedéve óta nem láthattunk ilyen alacsony értékesítési volument. A petrolkémiai árres márciusban (436,5 euró/tonna) csökkent.

A **fogyasztási szolgáltatások szegmens** 2016-os megalakulása óta most először fordult elő, hogy nem sikerült bővíteni az EBITDA szintet. A negyedik negyedévben 36,7 milliárd forintot termelt az üzletág, ami 5 százalékkal elmarad a négy negyedévvél korábbi időszak eredményétől. Negyedéves alapon elképesztő 42 százalékos a zsugorodás. Főleg ez utóbbi mutat rá a mögöttes okokra, hiszen a magyar és horvát kormányok által bevezetett **üzemanyagárplafon hatását láthatjuk**. A negyedik negyedéves negatív hatást a többi negyedévnek még sikerült ellensúlyoznia, így a teljes évre 17 százalékkal több 182,5 milliárd forint lett az EBITDA. A csoport egészében benzinből 11, míg

dízelből 9 százalékkal többet értékesítettek. Magyarországon ezek a számok 8 és 7 százalék.

Március elején a **nagykereskedelmi árak maximalizálásakor** már 34,5 forintos literenkénti veszteség érte a Mol-t. Azóta a nemzetközi olajár voltaképpen változatlan szinten található, de a forint árfolyama a dollárhoz képest erősebb szintet ütött meg. Így talán már kevesebb a vesztesége a cégnek. Azonban továbbra is veszteséget termel az árstop fennmaradásáig, ami a kiskereskedelmi és nagykereskedelmi árak esetében is, a jelenlegi rendelet alapján, májusi 15-e. A veszteségek enyhítésére a kormány csökkentette a jövedéki adót 5 forintra literenként és a készletezési díj 4 forint/liter összege is elengedésre került. Azonban ezek az intézkedések eltörpülnek a világgazdasági hatások mellett. A negatív hatás a kiskereskedelmi árak befagyasztásával a fogyasztási szegmensben csapódott le. Azonban a nagykereskedelmi árak korlátozásával már a finomítói üzletág lesz kénytelen elszenvetni május közepéig a becslések alapján 40-50 milliárd forintot. A nagykereskedelmi piacon a Mol részesedése 70 százalék körüli, míg az OMV 20 százalék körüli lehet.

Összességben a vállalat az évközben meg-

Kapaszkodó MOL



emelt várakozásokat is túlteljesítette. A tisztított EBITDA a 2020-as 2,05 milliárd dollár helyett 3,53 milliárd dollár lett, ami még a harmadik negyedévi közvéleményeket követően megemelt 3,2 milliárd dolláros célt is meghaladta. A beruházásokat sikerült 1,7 milliárd dollár alatt tartani a kapott 1,54 milliárd dolláros értékkel. A szabad cash flow 1,98 milliárd dollár lett az előre jelzett 1,5 milliárd dollár körüli érték helyett. Az adósság (nettó adósság/EBITDA) arány 0,6-ra esett a 2020-as 1,6-os értékhez képest. A kitermelt szénhidrogén mennyiség (110 ezer hordó kőolaj egyenértékes per nap) a vártak megfelelően alakult, de a több éve tartó csökkenő trend így sem tört meg.

Az **idei várakozások** a vállalattól már megszokott módon konzervatívan alakultak. Mondhatnánk, hogy az elmúlt években tapasztalt évközi felülvizsgálatra és célszint emelésre az idén is sor kerül, de az Oroszország által kirobbantott háború miatt óriási a bizonytalanság. A Mol még a háború tényleges kitörése előtt publikálta számait. A 2022-es évre 2,8 milliárd dollár körüli tisztított csoportszintű EBITDA-val számolnak. Ez 3-4 dolláros hordónkénti finomítói árrésből, 350-450 euró/tonna petrokémiai árrésből és 75 dollár körüli olajár előrejelzés összegéből tevődik össze. A szénhidrogén kitermelés az idei évben 105 ezer hordó per nap szintű lehet, azaz tovább folytatódik a csökkenés. Érdekesség, hogy magasabb beruházási összeggel (1,8 vs 1,54 milliárd dollár) és nagyobb eladósodottsággal (2,0 vs 0,6 nettó adósság/EBITDA) számolnak.

A magasabb finomított termékárak és az olcsó orosz uráli kőolaj hatására **a háború nyertese lehetne a Mol,** de ez az árazásban egyelőre nem látszik. Az Oroszország elleni további szankciók, illetve a kormányzati árstop jövője nagyfokú bi-

zonytalanságot eredményez a részvényesek körében. Az árfolyam szeptember óta a 2400 – 2800 forint közötti tartományt fogja. Mindezek alapján **egyáltalán nem nevezhető drágának a részvény.** Az EV/EBITDA alapján a Mol részvénye továbbra is alacsonyán árazott, igaz, az elemzők nem is számítanak érdemi EBITDA-növekedésre a következő években. A Mol rendelkezik az egyik leg-alacsonyabb P/E rátával a kontinentális versenytársi összehasonlításban. Azonban ez magyarázható avval, hogy az elemzők többsége profitszűkítésre számít. Továbbá torzított számokkal dolgozunk, hiszen a háború következményeit még nem tükrözik a becsült számok.

Az alulértékeltiséget csökkenti, hogy a Mol **300 forintos részvényekénti osztalék** kifizetését javasolja. Ez 100 forint rendes és 200 forint rendkívüli osztalékból tevődik össze. Az osztalék mértéke a 2020-as év után 95 forint volt részvényeként. Sosem volt még példa a cég történelmében 242 milliárd forintos kifizetésre. Azonban a rekord tavalyi év után megalapozott döntés, még ha továbbra is óriási a bizonytalanság az idei évet illetően.

A Mol esteében a 2020 végén megindított emelkedő trend érvényben van, sőt a negyedé végén,

Kőolaj és a MOL - eltérő pályán

mintha új erőre kapott volna a 2800Ft fölé töréssel. A cél egyértelműen a 3000Ft meghaladása és a 3200Ft környékén található rés betöltése. A vételi jelzésen lévő **technikai mutatók** ehhez minden támogatást megadnak. Támaszt a 2800Ft képez a 2700Ft előtt. Az 50 havi mozgóátlag (2583) és az emelkedő 13 havi mozgóátlag (2533) biztosítják a drágulás trendjét. Negyedéves viszonylatban is egyértelműen kirajzolódik az emelkedő trend. A Mol-t követő 12 elemző közül 8 vételi, míg 4 tartási ajánlással rendelkezik. Az átlagos 12-havi célár így 3446 forint.

Richter

Az orosz-ukrán háború a **Richter** árfolyamában tette a legnagyobb kárt az OTP mellett, holott elmúltak már azok az idők, amikor az orosz piac kiemelten fontos volt számára. Ráadásul a negyedik negyedévi eredményei is példa nélküli magasságba emelkedtek. Mindez kedvező külső fordulatok esetén hosszú távú befektetési lehetőséget jelenthet.

A gyógyszergyártó az elemzői konszenzust minden soron meghaladó negyedik negyedéves eredményt publikált. Az árbevétel az október és december közötti időszakban újabb rekord szintre, 176,3 milliárd forintra emelkedett 17,2 százalékos éves és 11,9 százalékos negyedéves bővülést követően. Ez volt a harmadik negyedév egyhuzamban, hogy példa nélküli bevételt termelt a vállalat. A teljesítmény mögött elsősorban a specialty portfólió erőteljes növekedése áll.

Továbbra is a **cariprazine** a Richter sikerterméke. A tavalyi utolsó negyedévben 87,4 millió euró árbevétel származott csak ebből a hatóanyagból. Ez 7,9 százalékkal nagyobb összeg, mint a harmadik ne-

gyedévben tapasztalt és 28,7 százalékkal több, mint 2020 negyedik negyedévében volt. Egyelőre úgy tűnik nem lassul a növekedés. Erre utal, hogy a Richter amerikai partnere, az **AbbVie**, **kiegészítő engedélykérelmet nyújtott be** az Egyesült Államok Élelmiszer- és Gyógyszerügyi Hivatalához, hogy a cariprazine használatát kiterjesszék a major depresszió kiegészítő kezelésére, miután 2021 október végével sikeresen lezárult két fázis III. klinikai vizsgálat is.

A **stratégiai nögyógyászati szegmensben** is növelni tudta árbevételét a Richter. Azonban az Európában, Latin-Amerikában és Kínában elért növekedést az Egyesült Államok, valamint Oroszországbeli forgalomcsökkenés ellensúlyozta. Ugyanakkor a tavalyi év elején, a Johnson&Johnson-tól felvásárolt **Evra** fogamzásgátló tapaszt után elszámolt royalty és termékértékesítési bevételek pozitívan járultak hozzá a szegmens számaihoz. A **Bemfola** 12,6 millió eurót hozott, ami 2020 második negyedéve óta nem látott alacsony szint. A koronavírus okozta leállások „egyszeri” hatásával nem számolva 2019 negyedik negyedévében láthattunk utoljára alacsonyabb (12,5 millió euró) bevételi szintet a terméktől.

Jelentősen visszaeső Richter



A **földrajzi piacok** tekintetében továbbra is az **Egyesült Államok a legnagyobb** és növekedését tekintve is figyelemre méltó. A negyedik negyedévben forintban kifejezve 13,3 százalékkal nőtt, ami 14,6 százalékos dollár javulást jelent. Természetesen a helyi cariprazine, a **Vraylar a húzótermék**. Több mint 100 milliárd forint ehhez köthető, ráadásul értékesítése 18,2 százalékkal nőtt egy év alatt. Továbbá a royalty árbevétel 30 százalékkal nőtt egy év alatt. Márciusban az AbbVie és a Richter új közös fejlesztési és licencmegállapodást jelentett be, amelynek középpontjában a neuropszichiátriai betegségek potenciális kezelésére szolgáló új dopaminreceptor-modulátorok kutatása, fejlesztése és forgalmazása áll. A Richter előzetes kifizetést kap, valamint potenciális jövőbeli fejlesztési, szabályozási és forgalmazási milestone fizetéseket, emellett a Richter az értékesítésen alapuló jogdíjakat (royalty) is kaphat.

Magyarországon a gyógyszerpiac 7,3 százalékkal bővült, de a Richter forgalma evvel szemben csak 2,4 százalékkal erősödött. A rangsorban továbbra is a negyedik helyet foglalja el 4,4 százalékos részesedésével. Azonban a vényköteles patikai piacon 7,3 százalékos részesedéssel a második legnagyobb hazai forgalmazó.

Oroszországban a Richter árbevétele 0,9 százalékkal csökkent, de a közvetlen értékesítés a világjárvány előtti szintre tudott helyre állni. A Richter történelme során már két orosz válságot (1998, 2014) is túlélte. Különösen kedvező, hogy a Richter az elmúlt években tudatosan igyekezett csökkenteni keleti kitétszégét. Ennek megfelelően 2013-ban érte el az oroszországi forgalom a csúcsát és azóta, dollárban számolva, folyamatosan csökken.

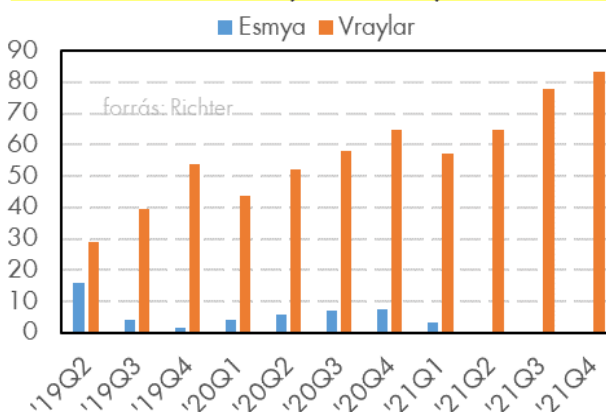
Eközben az Egyesült Államok részaránya megháromszorozódott. Amíg 2013-ban az orosz és az ukrán forgalom együttesen közel 50 százalékot tett ki, addigra mostanra ez visszaesett összesen 20 százalék környékére. Az USA és az EU adja közel a 40 százalékot.

A **kutatás és fejlesztési** költségek a tavalyi év első három negyedévében rendre rekord nagyságúak voltak, de ez a trend az utolsó negyedévben megtört és a 16 milliárd forint feletti szintről 13 milliárd forint közelébe estek le. A relatív alacsony szint így is 7 százalékkal haladja meg a negyedik negyedévvél korábbi értékét.

További kedvező fejlemény volt az időszakban, hogy a profit marzsok javultak és hogy a bázisidőszakbeli 5,7 milliárd forintos pénzügyi veszteség helyett most 5,8 milliárd forintos többletet kaptunk. Mindezeknek köszönhetően az **adózott eredmény** rekord szintű 47,1 milliárd forint lett, ami 116,4 százalékos éves és 22,3 százalékos negyedéves megugrást takar.

A kiváló negyedéves számok tükrében nem meglepő, hogy **a teljes 2021-es év a vállalat eddigi legsikeresebbje volt**. Az éves konszolidált árbe-

Termékértékesítések (millió euró)



vétel legalább 2002 óta folyamatosan emelkedik. A tavalyi 631 milliárd forint bevétel 11,3 százalékkal több, mint 2020-ban. Európában mérve ez 8,9 százalékos erősödés, ami meghaladja a novemberben kitűzött 7,8 százalékos javulást. Az adózott eredmény, ahol már jelentős hullámvölgyeket is láthatunk az elmúlt 20 év alatt, 33 százalékkal ugrott meg történelmileg példátlan 141,2 milliárd forintra. A cég javaslata a közgyűlés felé, hogy **részvényenként 225 forintos osztalékot fizessenek ki**. Ez több mint kétszerese a korábbi legmagasabb értéknek.

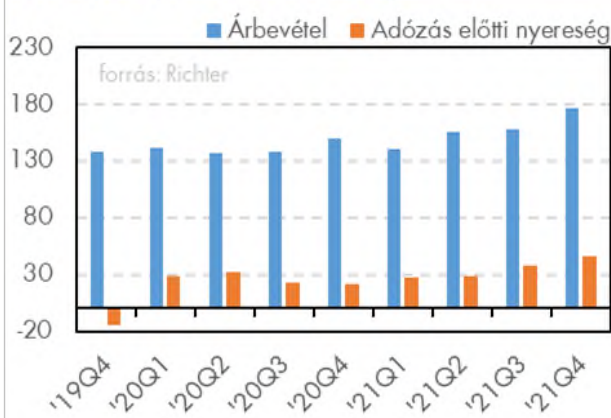
A Richter árfolyama már az orosz-ukrán háború kitörése előtt is **alulértékeltnek** számított történelmi átlagaihoz vagy versenytársaihoz mérve is. A papír P/E rátája 2008 óta nem látott alacsony szintre zuhant, ami akkor is kiváló vételi lehetőséget jelentett hosszú távon. Természetesen az orosz kitétség miatt gyengébb teljesítményt várnunk tőle, mint a versenytársaktól, de hosszú távon eddig is jó szolgálatot tett a papír. A megkezdett nyugati fordulat csak fokozódni fog az orosz szankciók bevezetésével. Ez az Oroszországhoz való kapcsolódás állhat amögött is, hogy a versenytársakhoz képest 30 százalék feletti diszkonttal forognak a magyar gyógyszergyártó részvényei akár az EBITDA növekedési szinthez viszonyítva, akár a P/E ráta alapján vizsgáljuk a helyzetet.

Az **idei célok** tekintetében bizakodóak, hogy az árbevétel euróban elérheti a tavalyi év szintjét, de az üzemi eredményben erre nem lesz lehetőség. A nyugat-európai és amerikai piacok felülteljesítése ellensúlyozhatja a kieső FÁK-területi visszaesést. A devizaárfolyamok kiszámíthatatlansága önmagában volatilis eredményeket eredményezhet, de ehhez adódik még hozzá a FÁK országok értékesítési csatornáinak beszűkülése és akár a szankciók

(SWIFT kizárás) miatt a fizetőképesség ellehetetlenülése. Ezen túlmenően a korábban is emelkedő pályán lévő infláció nehezítheti az értékesítést. Oroszországban például a termékek többsége szabadáras. Az infláció a vásárlóerőt mindenhol nagyban rombolja.

A Richter a februári beesésével visszatért a fennállása óta érvényben lévő emelkedő trendcsatornájába, ahonnan még 2021 elején lépett ki. A csökkenéssel visszatesztelésre került az 50 havi mozgóátlag (6625) is, amire 2020 márciusa óta nem volt példa. Ez a szint erős támaszt képez a 7000Ft után. Emelkedésben a 8000Ft, mint az emelkedő trendcsatorna felső szára akadályoz jelentősebben. A **technikai mutatók** eladási jelzései valószínűtlené teszik, hogy sikerülne átlépni a 13 havi mozgóátlagot (8094). Negyedéves viszonylatban negyedik negyedéve alacsonyabb csúcsok sorozatát láthatjuk. 2018-ban és 2011-ben is hasonlót láthattunk. Mindkét alkalommal két évig tartott, míg magára talált az árfolyam.

A Richtert követő 7 elemző közül 6 vételi ajánlással rendelkezik és csak egy ajánlja tartásra. A 12-havi átlagos célár így 9225 forint.

Richter fő számok (milliárd Ft)

Magyar Telekom

A többi nagypapírhoz hasonlóan a **Magyar Telekom** is kiváló negyedik negyedévet zárt 2021-ben. A cég árbevétele rekord szintre – 193,6 milliárd forintra – bővült 8,7 százalékos negyedéves és 2,5 százalékos éves növekedést követően. A végeredmény összhangban volt a várakozásokkal. Az EBITDA soron (64,9 milliárd forint) kisebb visszaesést (-2,2%) tapasztaltunk a harmadik negyedévi értékhez képest, de éves összehasonlításban egészséges 3,7 százalékos a javulás.

A **rekord szintű árbevétel** egyértelműen a mobil szegmens kiemelkedő teljesítményének köszönhető, hiszen önmagában (adat, hang és készülékbevétele) 107 milliárd forintot hozott a cégnek. A vezetékes bevételek nőttek, bár csak 1,1 százalékkal. A készülékértékesítés itt ellensúlyozta a szélessávú és televíziós bevételek csökkenését. Azonban a legnagyobb visszahúzó erő a rendszerintegrátor/IT bevételek voltak. A 15,4 százalékos csökkenés magyarázható az erős bázisidőszakkal, a magyar projektbevételek eltérő szezonális alakulásával és kisebb számú Észak-Macedón projektsszámmal. Összességében továbbra is a mobil adatforgalom és a vezetékes szélessáv növekedése, amelyek 4 százalékkal bővültek, erősítette az árbevételt. A **készülékértékesítés a 2020 negyedik negyedéve után új rekordot ért el**, a mobil- és vezetékes eszközök eladásából származó bevétel most először meghaladta a 40 milliárd forintot. A csoport bevételeinek több mint ötödét (20,9%) már ez adta.

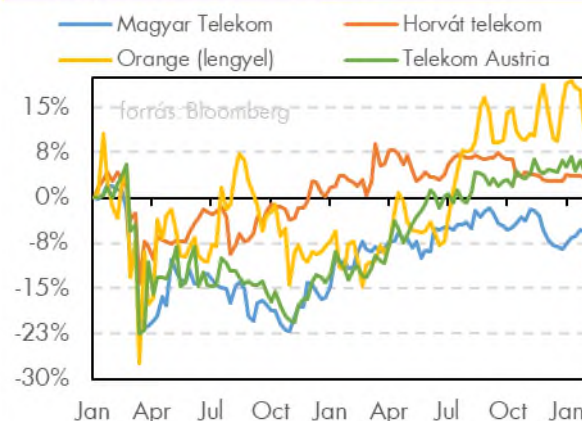
Az **EBITDA** 64,9 milliárd forintos értéke alig maradt el a harmadik negyedév 66,4 milliárd forintjától, ami rekordnak számított. A költségek kordában tartásával sikerült ezt a teljesítményt fenntartani. Ugyanakkor az EBITDA-árrés 37,3 százalékról 33,5 százalékra mérséklődött.

Mindezeknek köszönhetően 20,3 milliárd forint **adózott eredményt** kaptunk, ami 35,3 százalékkal ugrott meg egy év alatt és negyedéves szinten is 4,8 százalékkal javult. Az adózott eredmény marzs (8,1%) is a harmadik legerősebb szintre javult négy évre visszamenőleg.

Annak ellenére, hogy a teljes 2021-es évben a vállalat 4 százalékos árbevétel és 6,7 százalékos EBITDA növekedést ért az **idei évre csak 1-3 százalék közötti árbevétel, valamint 3-5 százalék közötti EBITDA bővülés a cél**. A beruházások esetében, amelyek tavaly kis mértékben meghaladták a kitűzött szintet, az idén nagyjából változatlan szinten maradhatnak. A szabad cash-flow esetében a tavalyi, alacsony 56,2 milliárd forint után már legalább 70 milliárd forintot várnak.

Ez utóbbi azért is fontos, mert a vezetőség végre **konkrét osztalékpolitikával állt elő** a 2022 – 2024 közötti időszakra vonatkozóan. Továbbra is marad az osztalékfizetés, amit kiegészít a részvény visszavásárlás. A cél ennek az együttes összegnek az éves növelése a társaság pénzügyi eredményének növekedésével összhangban. A javadalmazás teljes mértéke „a társaság részvényeseire jutó eredmény módosított értékének”, azaz a

Alulteljesítő Magyar Telekom



módosított nettó eredmények 60-80 százaléka közötti érték lesz.

A tavalyi év után 15 milliárd forint kifizetését javasolja az igazgatóság, május 10-ével. Társaság a 15 milliárd forintos **osztalékot** az 54,5 milliárd forint adózott eredményből fizeti ki. A fennmaradó 39,5 milliárd forintos részét pedig az eredménytartalékba helyezi. Azaz bőven tudna a részvényenkénti 15 forintnál többet is kifizetni. A **14,6 milliárd forint saját részvény vásárlásra** is kaphat újból felhatalmazást a vállalat. Ez 18 hónapra szólna és a megvásárolt részvények és a Magyar Telekom már meglévő saját részvényei együttesen egyszer sem haladhatják meg a vállalat mindenkor hatályos alaptőkéjének a 25 százalékát, illetve az annak megfelelő részvény darabszámot. A részvényesi javadalmazás ezek alapján 29,6 milliárd forint lehet, ami 16 százalékkal több, mint a 2020-as 25,5 milliárd forint.

A Magyar Telekom árfolyama még 2021 júliusában megpróbált kilépni a 2017 óta érvényben lévő csökkenő trendcsatornából. Bár a csatornát de facto elhagyta azóta a felső szár mentén halad ugyanúgy alacsonyabbra. A 400Ft erős támaszt képez, hiszen több mint egy éve nem zárt alatta havi szinten, de a trend lefelé mutat. Lejjebb a 380Ft, illetve a 355Ft kerülne célkeresztbe. A **technikai mutatók** megosztottak. Már a 430Ft is erős ellenállást képez. Negyedéves viszonylatban sincs ez másképp. Az árfolyam a 13 negyedéves mozgóátlaga (401) mentén halad.

A Magyar Telekom-ot követő 8 elemző közül 5 vételre, 2 eladásra, míg egy tartásra javasolja a papírt. A 12-havi átlagos célár így 501 forint.

Blahó Levente
levente.blaho@raiffeisen.hu
+36-1-484-4301

Csökkenő Telekom osztalékhozama

A kiadvány lezárásának dátuma: 2022. április 6.

Raiffeisen Bank Zrt., 1133 Bp. Váci út 116-118. Telefon: 484 4700, Fax: 484 4444, Internet: www.raiffeisen.hu

Jelen dokumentum publikálásáért a Raiffeisen Bank Zrt. felel.

A Raiffeisen Bank Zrt. („RBHU”) Magyarország területén székhellyel rendelkező hitelintézet, tevékenységét a Magyar Nemzeti Bank felügyeli, tevékenységi engedélyének száma: 989/1997/F (1998. április 22.), III/41.018-19/2002 (2002. december 20.) és H-EN-III-1047/2012. (2012. július 16.).

Jelen dokumentum kizárólag tájékoztatási célt szolgál és nem reprodukálható vagy továbbítható más személy részére az RBHU engedélye nélkül. A dokumentumban foglaltak nem minősülnek ajánlattételi felhívásnak vagy egy pénzügyi eszköz tájékoztatójának (prospektus). A jelen dokumentumban foglaltak nem elegendőek egy pénzügyi eszközre, termékre, illetve befektetésre vonatkozó befektetési döntés meghozatalához, azokhoz elengedhetetlen a vonatkozó termékre vonatkozó tájékoztató (prospektus) vagy teljes dokumentáció áttanulmányozása.

A dokumentumban foglaltak nem minősülnek pénzügyi eszköz jegyzésére, vételére, eladására vonatkozó ajánlattételi felhívásnak vagy ajánlatnak. Az RBHU jelen dokumentum útján nem nyújt konkrét és személyre szóló befektetési vagy adójogi tanácsadást, nem szándéka megfelelő alapot nyújtani befektetési döntések meghozatalához, és különösen nem pótolhatja az adott pénzügyi eszközre vonatkozó és az egyéni befektető konkrét körülményeire és igényeire szabott, a befektető tudását és tapasztalatát tekintve vevő befektetési tanácsadást. Az RBHU nem vállal felelősséget az ügyfelet a jelen dokumentumban foglaltakra tekintettel hozott döntései következtében, vagy bármilyen egyéb összefüggésben érő esetleges károkért. Kérjük, hogy befektetésre, szolgáltatás igénybevételére vonatkozó megalapozott döntés meghozatalát megelőzően az adott termékre, szolgáltatásra vonatkozó dokumentációt, tájékoztatót, szabályzatokat, szerződési feltételeket, hirdetményeket, kondíciós listát figyelmesen olvassa el, és óvatossággal mérlegelje befektetése tárgyát, kockázatát, a felmerülő díjakat és költségeket, az esetleges veszteség bekövetkezésének lehetőségét, valamint tájékozódjon a termékkel, befektetéssel kapcsolatos adójogi jogszabályokról. A befektetésekkel kapcsolatos részletes információkat tartalmazó tájékoztató dokumentumok elérhetők az RBHU fiókjaiban, valamint a www.raiffeisen.hu honlapon.

A feltörekvő piacokon (emerging markets) magasabb elszámolási- és letétkezelési kockázat állhat fenn, mint a már bejáratott infrastruktúrával rendelkező piacokon. A részvények/ pénzügyi eszközök likviditását többek között befolyásolhatja a piaci árjegyzők száma. Mindkét körülmény magasabb kockázatot jelenthet az ebben a dokumentumban szereplő információk figyelembe vételével végrehajtott befektetések biztonsága szempontjából. A pénzügyi eszközök teljesítményét csökkenthetik a jutalékok, díjak, adók és más költségek, amelyek az adott befektetésre vagy befektetőre vonatkozó körülményektől függően kerülhetnek megállapításra.

A jelen dokumentumban foglalt tájékoztatások, következtetések és értékelések a szerző adott időpontban, a megadott időszakra vonatkozóan készített elemzését és álláspontját tükrözik, és későbbi módosítás tárgyát képezhetik.

A jelen dokumentum olyan pénzügyi eszközökre vonatkozó utalásokat tartalmazhat, amelyek vonatkozásában az RBHU esetleg árjegyzőként jár el, és amelyekből valószínűleg mindenkor megbízóként hosszú vagy rövid pozícióval rendelkezik, beleértve adott esetben a jelen dokumentumban foglalt információk alapján, a dokumentum közzététele előtt létrejött pozíciókat is. Az RBHU végrehajthat olyan tranzakciókat saját számlájára vagy ügyfelei nevében eljárva, amelyek nem állnak összhangban a jelen dokumentumban foglalt nézetekkel. Elképzelhető, hogy az RBHU-n belül mások – stratégiai elemzők, értékesítők és más elemzők – a jelen dokumentumban foglaltaktól eltérő nézeteket vallanak.

Jelen elemzés alapvetően általánosan elérhető, nyilvános információk alapján készült, nem pedig az elemzést készítő fél bizalmas információin, mely(ke)t ügyfélkapcsolata révén szerzett meg.

Hacsak a kiadvány kifejezetten másképp nem rendelkezik, a jelen dokumentumban foglalt információk az RBHU által megbízhatónak tartott nyilvános forrásokból származnak, mindazonáltal az RBHU nem vállal semmiféle szavatosságot ezeknek az információknak a pontosságáért és/vagy teljeskörűségéért.

Eltérről rendelkezés hiányában az RBHU jelen dokumentum elkészítéséért felelős munkatársainak a javadalmazása nem konkrét befektetési banki tevékenységekből származó bevételeken alapul, hanem részben az RBHU általános – többek

között befektetési banki és egyéb tevékenységekből származó – nyereségességén.

Az RBHU szervezeti és szabályozási megoldásokat – többek között információáramlási korlátozásokat – vezetett be az ajánlásokkal összefüggésben felmerülő összeférhetlenségi helyzetek megakadályozására, illetve megelőzésére. Bizalmas területek kerültek kijelölésre. A bizalmas területek jellemzően olyan szervezeti egységek a bankon belül, amelyeket az információcserét szabályozó szervezeti intézkedésekkel elszigeteltek más egységektől, mivel ezeken a területeken folyamatosan vagy átmenetileg compliance vonatkozású információkat kezelnek. A compliance vonatkozású információ bennfentes információ, valamint bármely olyan információ, amely bizalmas és alkalmas lehet valamely pénzügyi eszköz árfolyamának a befolyásolására. A compliance vonatkozású információ alapesetben nem kerülhet az adott bizalmas területen kívül, és szigorúan bizalmasan kezelendő a belső üzleti tevékenységek során, a más szervezeti egységekkel való együttműködést is beleértve. Ez nem vonatkozik a szokásos üzletmenet során szükséges információátadásra, azonban az ilyen információátadás is a feltétlenül szükséges információk átadására korlátozott („need-to-know” elv). A compliance vonatkozású információk cseréje két bizalmas terület között a compliance bevonása mellett történhet.

A jelen dokumentum címzettje köteles a jelen dokumentumot és az abban foglalt információkat bizalmasan kezelni, és a jelen dokumentumot nem jogosult sem részben, sem egészben nyilvánosságra hozni, terjeszteni, lemásolni, vagy bármilyen más célra felhasználni.

Kockázatokkal kapcsolatos felhívások és magyarázatok

Minden teljesítménymutató kizárólag a múltra vonatkozik. A múltbéli teljesítmény nem szükségszerűen megbízható mutató a jövőbeni eredményekre, különösen a pénzügyi eszközök jövőbeni teljesítményére nézve. Ez különösen az olyan pénzügyi eszközökre igaz, amelyekkel 12 hónapnál rövidebb ideje kereskednek, tekintettel a referencia időszak rövidegére.

A deviza árfolyamingadozások is kihathatnak a befektetés teljesítményére, valamint az adómentékek és az adókedvezmények változhatnak.

Az adott befektetés piaci értéke és a belőlük származó jövedelem növekedhet, de csökkenhet is, és megvan a kockázata, hogy a befektető részben vagy teljes egészében elveszíti a befektetett pénzt.

Az előrejelzések becsléseken és feltevéseken alapulnak. A tényleges jövőbeni teljesítmény eltérhet ezektől az előrejelzésektől. Az előrejelzés nem megbízható forrás a jövőbeni eredményekre vagy a pénzügyi eszközök jövőbeni teljesítményére nézve.

A dokumentumban található ajánlások készítése során alkalmazott koncepciók és módszerek leírása az alábbi linken érhető el:

<https://www.raiffeisen.hu/elemzes-modszertan>

A jelen dokumentum napját közvetlenül megelőző 12 hónapos időszakban tett – ajánlások listája az alábbi linken érhető el:

<https://www.raiffeisen.hu/elemzes-elorejelzesek>