

Raiffeisen Stratégia

2021. III. negyedév

**Raiffeisen
BANK**

Amerika – Teljes gözzel előre?

A nehézségekkel teli első félév után stabilabb második negyedéves növekedésre számítunk Amerikában. A monetáris politika támogató marad, de a fiskális politika pozitív hatása lecseng és kevés az esély a megosztott kongresszusban újabb löketre. Az oltások száma csekély mértékben javul már csak, így a 70%-os arány elérése is nehéz lehet. Ugyanakkor a főként bázishatás miatt megugró infláció fokozatosan visszatérhet a jegybank által preferált szintre. Bőséges munkahely áll rendelkezésre és a bérek is nőnek, így a GDP motorját adó fogyasztás biztosítja majd a 40 éve nem látott bővülést, még ha az év eleji optimizmus mérséklődik is. Az alacsony hozamkörnyezet és a magas megtakarítási szint továbbra is fűti a kockázatvállalási hajlandóságot, még ha a rekord részvényindex szintekről egyelőre csak a nagypapírok esetében beszélhetünk. Felfokozott várakozások övezik a második negyedéves eredményeszezon. Az olajár szinte töretlen emelkedése az OPEC+ munkája, amit a kinyíló gazdaságok megugró kereslete mellett korlátozott kínálattal biztosít. A júliusi döntés kudarca még nem jelenti a kartell végét és az olajárak csökkenését, de repedések már mutatkoznak a szokatlan együttműködésben. A negyedév során még magas szinten ragadó olajár hosszú távon csökkenhet majd lejjebb.

Euróövezet – Vártnál gyorsabban fellendülés, féken tartott szigorítás

Az euróövezet gazdasági teljesítménye Q2 során feltehetően az eddigi várakozásoknál is erőteljesebb lehetett az alapján, amit a már megjelent adatokból, felmérésekből gondolhatunk. 2021 a normalizálódás éve lehet, 2022-től pedig az átmeneti terheket is elkezdheti ledobni magáról a térség. Az Európai Központi Bank mindeközben persze óvatos, és kívár a válságkezelő intézkedések elvonásának megkezdésével. Az ezzel kapcsolatos kommunikáció a hozamokat és az EUR/USD-t Q2 során délnek fordította, az irány pedig rövid távon akár fenn is maradhat, hacsak a kincstári optimizmus nem fokozódik.

Magyarország – Gyorsabb növekedés, magasabb infláció

A viszonylag korai magyar gazdasági újra-nyitás és az állam fokozott szerepvállalása a korábban feltételezetténél is gyorsabb növekedést eredményez. Idén 6%, jövőre 5,5% lehet a GDP növekedési üteme. A kormányzati keresletélénkítő gazdaságpolitika másik gyümölcse viszont kevésbé édes: a magas nyomású gazdasági mintázat visszatérése az amúgy is világszerte emelkedett inflációs környezetbe hoz további árfelhajtó hatásokat. Ez az, ami miatt az MNB rákényszerült a kamatemelési sorozat elkezdésére. Noha az monetáris politika 12-18 hónapos időhorizontján (vagyis 2022 második félévében) jó esély van arra, hogy közel kerüljünk a 3%-os inflációs célhoz, de ehhez szükséges az is, hogy a forint árfolyama stabilizálódjon - lehetőleg a korábbinál némileg erősebb, de semmiképpen nem gyengébb szinten. Ennek a célnak az elérését a kamatemelések támogatják, és ha ez teljesülni tud, akkor nemsokára abba is hagyhatja az MNB a kamatemelést. Mindazonáltal számos olyan kockázattal kell számolni (pl. 4. covid hullám) ami miatt a bizonytalanság fokozott szinten maradhat.

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 részvénytőzsi	13
Olajpiac	21
Euróövezeti helyzetkép	29
Magyar gazdaság	34
Hazai részvénytőzsi	40

Reál GDP (év/év, %)

	2020	2021	2022
USA	-3,5	6,6	4,1
Euróövezet	-6,7	4,5	4,0
Németország	-3,3	5,8	5,9
Magyarország	-5,2	6,0	5,5
Lengyelország	-2,7	4,5	5,3
Csehország	-5,8	3,1	4,8
Románia	-3,9	7,5	4,7

Infláció (éves átlag, %)

	2020	2021	2022
USA	1,2	3,3	2,4
Euróövezet	0,3	1,7	1,4
Németország	0,4	2,4	1,6
Magyarország	3,3	4,7	3,8
Lengyelország	3,4	4,1	3,2
Csehország	3,2	2,8	2,4
Románia	2,6	4,0	3,7

Munkanélküliség (%)

	2020	2021	2022
USA	8,1	5,4	4,2
Euróövezet	8,0	8,1	7,8
Németország	5,9	5,9	5,4
Magyarország	4,3	4,1	3,9
Lengyelország	5,9	6,1	5,9
Csehország	3,6	4,4	4,3
Románia	5,0	5,7	5,4

3 hónapos bankközi kamat (%)

	aktuális*	'21. szept	'21. dec	'22. már
USA	0,1	0,2	0,2	0,2
Euró zóna	-0,5	-0,6	-0,5	-0,5
Magyaró.	1,1	1,3	1,3	1,3
Lengyelo.	0,2	0,2	0,2	0,4
Cseho.	0,6	0,7	1,0	1,1
Románia	1,5	1,6	1,6	1,8

10 éves állampapírhozam (%)

	aktuális*	'21. szept	'21. dec	'22. már
USA	1,4	1,9	1,9	1,9
Németország.	-0,3	-0,1	0,0	0,1
Magyarország	2,8	3,2	3,2	3,3
Lengyelország	1,7	1,8	2,0	2,0
Csehország	1,7	2,0	2,2	2,3
Románia	3,5	3,5	3,6	3,7

Árfolyam

	aktuális*	'21. szept	'21. dec	'22. már
EUR/USD	1,19	1,20	1,22	1,23
EUR/HUF	356	352	350	350
EUR/PLN	4,56	4,40	4,35	4,30
EUR/CZK	25,8	25,3	25,2	25,1
EUR/RON	4,93	4,93	4,94	4,94

*2021. január 9-i értékek

Forrás: Bloomberg, Raiffeisen elemzés

USA, Teljes gőzzel előre?

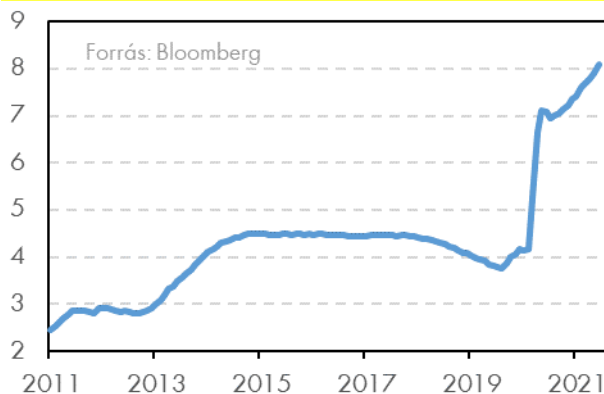
Másfél év távlatából a példátlan mértékű fiskális és monetáris politikának köszönhetően az Egyesült Államok gazdaságán érezni talán legkevésbé a koronavírus járvány visszahúzó hatásait. Sok esetben a járvány előtti trendet meghaladó ütemű növekedésről beszélhetünk, mint például a fogyasztásban, de persze vannak területek, ahol még jelentős a lemaradás, mint például a munkaerőpiacon. Bár a **monetáris politikai támogatás** valószínűleg teljes mértékben fennmarad az év hátralevő részében is, a **fiskális támogatásra** a megosztott törvényhozás és emelkedő államadósság miatt valószínűleg már nem lehet számítani. Talán pont ennek köszönhetően a piac is elkezdte átértékelni jövőképet az év felénél. Már nem tartanak az infláció elszabadulásától, de a teljes évre vonatkozó gazdasági növekedési várakozásaikat is mérsékeltek kissé, ami így is az 1984-es 7,2% óta nem látott 6,6%-os erősségű lehet. Mindez a fogyasztói várakozásokból és a 10 éves állampapír hozamcsökkenéséből tűnik ki. A harmadik negyedév nem kifejezetten izgalmairól híres, inkább az utolsó hónapja szokta az izgalmakat, mind monetáris oldalon – Jackson Hole konferencia után – mind fiskális oldalon – költségvetési viták – tartalmazni.

Féléves ülésén az amerikai jegybank a vártak megfelelően nem változtatott irányadó kamatján és a havi 120 milliárd dolláros mennyiségi lazítási várakozásokat is fenntartotta, de meglepetést okozott a monetáris szigorítás időpontjának korábbra hozatalával. Az eszközvásárlások tekintetében azok továbbra is fennmaradnak, amíg jelentős előrehaladás nem tapasztalható a jegybank teljes foglalkoztatottsági és ár stabilitási céljai irányába. **A hivatalos kommunikében a vírushelyzet javulásán**

kívül szinte semmilyen változás nem történt. Azaz az inflációs helyzetet továbbra is átmenetinek gondolják. Ugyanakkor 5 bázisponttal megemelték a fordított visszavásárlási megállapodások (RRP: 0,05%) és a túlzott tartalékokra fizetett kamatszinteket (0,15%). A Fed eszközvásárlása révén továbbra is növeli a rendszer tartalékjait, de ezeknek a nagy részét valószínűleg RRP eszközön keresztül újrahasznosítják. Ez bár nem problémás, de kontraproduktív lehet. Az előbb említett kamatemelésekkel a 4 000 milliárd dollár vagyonnal rendelkező pénzügyi alapok élete válik kissé könnyebbé és nem kell attól tartani, hogy a 0,00 – 0,25% kamatfolyosó sérülne. A jegybank az év végéig meghosszabbította még a tavalyi év válságában megnyitott dollár swap egyezményeit kilenc jegybankkal.

Félév vége révén érdemes egy kicsit mélyebben megvizsgálni ezeket az RRP-et. Június 30-án a **Fed 992 milliárd dollár értékben adott el amerikai kincstárjegyeket készpénzért cserébe** másnapi (overnight) RRP formájában 90 intézetnek. Az RRP-nek a QE-val ellentétben a hatásuk, pontosabban készpénzt szívnak ki a rendszerből. A június végi ügylettel egy nap alatt 8 hónapnyi mennyiségi lazítás pozitív hatása tűnt el, ha csak egy napra is. Megszokottak voltak ezek a műveletek 2014 –

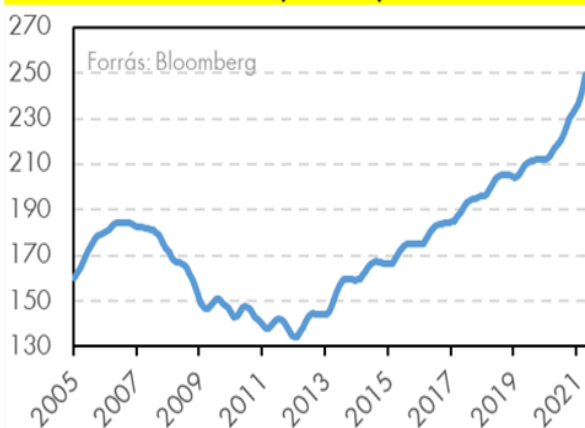
Fed mérlegfősszege (billió dollár)



2017 között, majd a mennyiségi lazítás leépítésével és a kamatemelések megkezdésével a normális módon csökkentette a jegybank a likviditást. Aztán tavaly március végén újra visszatértek. Idén az első negyedévi szokásos megugrás után azonban nem tért vissza a nulla körüli szintre a mennyiség, hanem fokozatosan emelkedett a június végi rekord szintre. A bankok szabályzói megkötések miatt előszeretettel szabadulnak meg készpénz állományuktól a negyedévek végén, mert így kedvezőbb tőke megfelelési mutatókkal rendelkeznek majd. Azonban a közel 1 billió dolláros igényből látható, hogy nagyon sok szabad készpénz van a rendszerben, amit szinte lehetetlen kihitelezni, még akár 8%-os éves GDP növekedés mellett sem. Például ott van a **JPMorgan**, mint az ország egyik legnagyobb bankja, aki **500 milliárd dollárnyi készpénzállománnyal rendelkezik**, ami csak a jobb befektetői környezet (magasabb hozamok) megjelénésére vár. Azonban a helyzet legnagyobb károsultjai a pénzügyi alapok, amelyek 4527 milliárd dollárnyi eszközzel rendelkeznek. Bár ez a szint elmarad a tavaly májusi rekord 4789 milliárd dollártól akkor is komoly gondot okoz az alapkezelőknek, hogy mit csináljanak a többlet állománnyal. A Fed most nekik dobott mentőövet, mert most már a másnapi betét 0,05%-os hozama többet hoz, mint akár a 3 havi kincstárjegy (0,038%). Ez utóbbi hozama májusban többször is átcúszott a negatív tartományba, ami szintén a másnapi betéti kamatemelését ösztönözte, hiszen hatással van az utóbbi szintje az előbbire. Az effektív alapkamat, aminek a sávja 0,0% - 0,25% is a felsőbb tartományba tolódik az 5 bázispontos kamatemelés révén.

A negyedév utolsó ülése révén **gazdasági előrejelzési táblázat** is készült, ahol az összes Fed tanácsstag – nem csak a szavazó tagok – véleménye alapján készített átlagok és mediánok szerepelnek. Ebben történt a jelentős változás, ami a piacot megerengette. Ez alapján **2022 végére már 7 tanácsstag vár legalább egy kamatemelést, ebből 2 fő 50 bázispontos szigorításra számít. Egy negyedévvel korábban még csak 4 fő gondolkodott ilyen merészen.** Az egy évvel későbbi időpontra is változott a hozzáállás. A 18 tanácstagból már 13 fő várt legalább egy kamatemelést 2023 végére, holott márciusban még csak 7 fő gondolkodott így. Sőt, 11 fő legalább két szigorító lépésre számított. Mindennek köszönhetően 2023-ban már 0,625% a prognosztizált alapkamat medián szintje a márciusi 0,1%-hoz képest. Azonban a hosszú távú – fenntartható és gazdasági növekedést nem lassító – alapkamat szint maradt 2,5%-on. Az ülést követően a piac 2022 végére árazta be az első kamatemelést.

A kamatpálya mellett medián inflációs (PCE) és GDP előrejelzéseket is készítettek. Az utóbbi esetben idénre 7%-ot várnak a márciusi 6,5% helyett, míg jövőre változatlanul 3,3% a prognózis. Érdekesség, hogy 2023-re azonban csak 2,4% az előrejelzés a

Törtető lakásár index (SPCSCL)

korábbi 2,2%-os becslés helyett. A tanácsstagok hosszú távon továbbra is 1,8%-ban látják a fenntartható GDP növekedés ütemét. Az elmúlt időszak adataival összhangban nőtt az inflációs várakozás szintje is. Idén már 3%-os a maginflációs PCE éves szintje, ami 2,2% volt még márciusban. Azonban jövőre már csak 10 bázispontos az emelés mértéke 2,1%-ra csakúgy, mint 2023-ban 2,2%-ra. A munkanélküliségi ráta előrejelzése voltaképpen nem változott, így 2021 és 2023 között 4,5%, 3,8% és 3,5% a várakozás.

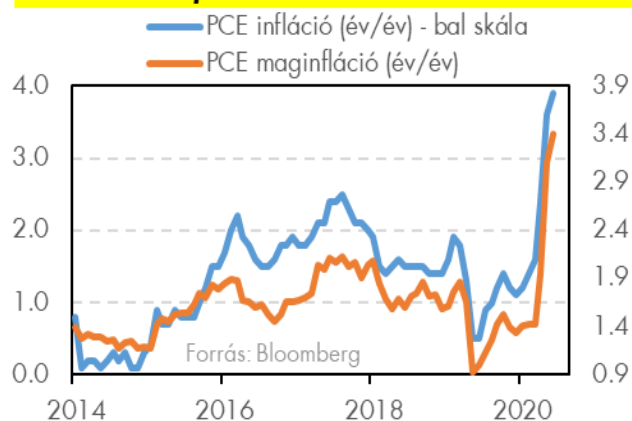
A sajtótájékoztatón Powell kitért arra, hogy erős a lakáspiac és az üzleti befektetések is stabil mértékben növekednek. Pozitívként említette, hogy a háztartási kiadások gyors ütemben erősödnek. Ugyanakkor a kilábalás még nem teljes, így továbbra is fennállnak kockázatok. Például a munkaerőpiaci javulás egyenlőtlen és bár folyamatosan erősödik a gazdasági aktivitás a **beszállítási problémák** bizonyos szektorokat komolyabban is visszafognak. Nem egy ágazat számolt be rekord hosszúságú 40-60 napos megrendelési időről. Az utóbbi az inflációt is erősíti, ami szerencsére már jövőre lecsökkenhet, de fennáll a veszélye, hogy hosszabb távon magasabb és tartósabb lehet, mint ahogy arra számítanak a jegybankban. Az előrejelzésekkel kapcsolatban Powell újra leszögezte, hogy **az előrejelzések nem a kamatdöntő tanács véleményét és így nem tervet vagy célt tükröznek. Nem szabad őket készpénznek venni.** Azaz hiába a szigorúbb jövőkép a pont diagramm alapján, a kommuniké lazább hangvétele a mérvadó. Különösen úgy, hogy az elkövetkezendő években a szigorítás párti tagok kikerülnek majd a tanácsból.

Powell szerint egy-két éven belül nagyon erős lehet a munkaerőpiac, magasabb bérekkel. A legutóbbi gazdasági kilábalás bebizonyította, hogy a munka-

erőkínálat a várt trendje fölé emelkedhet így újra célkeresztbe kerülhet a járvány előtt tapasztalt 3,5%-os munkanélküliségi szint. Azonban a mostani válság során nagyon sokan nyugdíjba mentek. Azok, akik vissza tudtak menni korábbi munkahelyükre már megtették, de azok, akiknek új munkát kell találniuk, időbe telhet új szakmát kitanulni. Az új munkahely megtalálásának nehézsége mellett, az egészségügyi aggodalmak, a gyermekgondozás megoldatlansága és talán a munkanélküliségi segély magas szintje is hátráltatja a munkaerőpiac gyors visszaerősödését a jegybankelnök szerint.

A júniusi döntés volt az, amikor elkezdték a mennyiségi lazítás kivezetését megtárgyalni. Több tanácstagi vélemény szerint is szükség van a mennyiségi lazítás kivezetésére, hiszen a rekord alacsony kamatszintek és különösen a havi 40 milliárd dollárnyi jelzáloggal fedezett értékpapír vásárlások jelentős mértékben **torzítják a lakáspiacot**, ami már áprilisban rekord szintű éves drágulást eredményezett a lakáspiaci lufi csúcsán tapasztalt 24 tagállammal szemben az idén már 40 tagállamban. Természetesen továbbra is minden döntés adatfüggő és a korábbi gyakorlattal szemben nem lesz elég a várakozásoknak egybevágni a céllal, hanem azt tényleges adatoknak is alá kell azt

Jelentősen felpattanó infláció

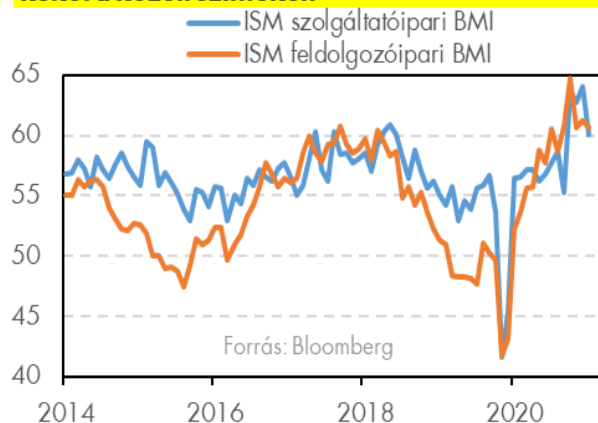


támasztania. Powell bőven időben tájékoztatja majd a piacokat a jegybank tervezett döntéseiről. Az idén újra megtartják a Jackson Hole-beli jegybankári konferenciát, ahol lesz ideje Powell-nak egyeztetnie a világ vezető jegybankáiraival a járványügyi lazítások kivezetéséről. Így a legkorábban a szeptemberi döntés alkalmával tárhatná a világ elé terveit. Azonban az elmúlt években (2013, 2017) rendre decemberi bejelentés mellett januári kezdéssel indult meg a eszközvásárlások mérséklése. Függetlenül attól, hogy a 2017-es decemberi bejelentésnél már négy kamatemelésen is túl volt a jegybank a most elkövetkezendő időszak nem a kamatemelésről, hanem a mennyiségi lazítás kivezetéséről fog szólni. A kivezetés amúgy rendezett, módszeres és átlátható lesz a jegybank szerint.

Egyelőre még nem érzékelt a Fed által beharangozott **átmeneti inflációt**. Az legkorábban a júniusi adattal érkezhethet majd el, hiszen az volt az első hónap február után, hogy havi szinten nőttek az árak. Májusban még a várakozásokat meghaladó módon nőtt az infláció. A fő inflációs mutató havi szinten 0,6%-kal ugrott meg egy hónap alatt, ami a második legnagyobb erősödés az elmúlt évtizedben. Az éves összehasonlítás alapján 5% a bővülés, ami 2008 augusztusa óta nem látott mérték. A növekedés mögött továbbra is az **alacsony bázis**, illetve a gazdasági kinyitáshoz kapcsolódó termékkörök felfutása áll.

A gazdasági nyitással összefüggésbe hozható termékkörök feleltek a havi változás 52%-áért. Egy hónappal korábban ez a termékcsoport még 64%-át adta a változásnak. Ez alátámasztja a most tapasztalt inflációs megugrás átmeneti jellegét. Ebbe a témakörbe tartozik a használt autók, bérelt autók (+12,1% vs 16,2% hó/hó), autóbiztosítás (0,7% vs 2,5% hó/hó), szálláshely, repü-

lőjegy (7% vs 10,2% hó/hó) árak és éttermi fogyasztás (0,6% vs 0,3% hó/hó) árai. Példának okáért a **használt autók** árainak drágulása (7,3% hó/hó) **önmagában felelt a havi változás egyharmadáért**, ami éves szinten 30%-os növekedést takar. Mindez különleges egybeeséseknek köszönhető. A járvány kirobbanása következtében elrendelt gazdasági lezárás egyik nagy vesztese az autókölcsönzők voltak, hiszen kinek volt kedve közösen használt autóba ülni, amikor még szinte semmit sem tudtunk a vírusról. A kölcsönző cégek, hogy mentsék, ami menthető elkezdtek megszabadulni készleteiktől. Azonban a vakcinák bejelentésével párhuzamosan, különösen a gazdasági nyitással összhangban jelentős mértékben tért vissza a kereslet. Tipikusan az autókölcsönzők az egyik legnagyobb felvásárlói az új autóknek, de most csak szűk kínálat állt rendelkezésre. Egyrészt a lakosság is új autót vett a kormányzati pénzzuttatásból, másrészt az autógyárak is leálltak a járvány miatt. Az újra indulásukat nehezítette, hogy Tajvanban rendkívüli szárazság uralkodott, miután a szokásos monszun esők a La Nina időszaknak köszönhetően nagyrészt elkerülték a szigetországot. Pedig a félvezetőgyártás rendkívül vízigényes. A tajvani félvezetőgyártók adják a világ bérgegyártásának 65%-át. Az autógyártóknak nincs saját félvezető-gyártósoruk, pedig egy

Rekord közeli szinteken

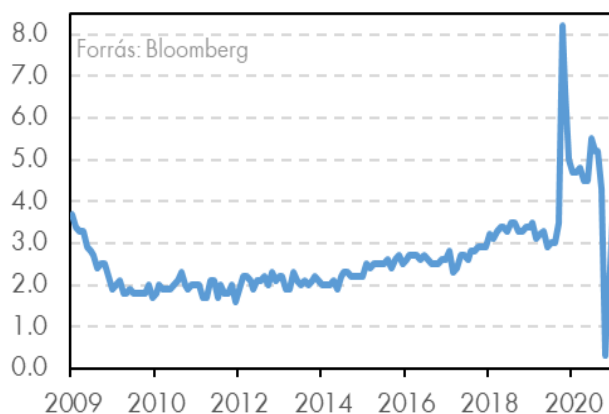
modern gépjárműbe már több tucat processzor kerül. A járvány miatt a szokásos megrendeléseket is visszavágták az autógyártók, lévén leállt a gazdaság és a gyártósorok sem üzemelhetnek. Így az autókölcsönzők kénytelenek voltak a használt piacról pótolni készleteiket, ami korábban nem tapasztalt új keresletet generált és felhajtotta az árakat.

A vagyonosabb lakosság, az új autók hiánya, és a megugró kölcsönzői kereslet együttese okozza az inflációs megugrás legnagyobb hozzáadott értékét képviselő használtautó drágulást. Összehasonlításként az új autók csak 1,6% drágultak a hónap során. A **benzin árakról** még nem tettünk említést, pedig az olajáraknak köszönhetően itt még nagyobb az árváltozás (+4,2% vs 2,0% hó/hó), mint a használtautók esetében, pláne éves szinten (56,2% vs 49,6% év/év). A fogyasztói kosárban közel azonos a súlyuk a fő inflációs mutató esetében, de a maginflációs kosárban az utóbbi nem szerepel. Bár az ár növekedés júniusban is folytatódni fog június és november között csak oldalazott az amerikai könnyűolaj árfolyama, így csökkenthet az inflációt erősítő hatást.

A volatilis energia és élelmiszer árak nélkül számított **maginflációs mutató** 0,7%-kal nőtt havi és 3,8%-kal éves szinten májusban. Az utóbbira 1992 óta nem volt példa. A lakhatási költségek, amelyek az infláció harmadát adják csak 0,3%-kal nőttek az áprilisi 0,4% után. A lakhatáshoz kapcsolódó költségek stagnálása lehorgonyozza az inflációt, így csökkentve az akár csak átmeneti megugrások tartósságát is. A padló burkolatok, szerszámok, kerti gépek, azaz **felújításhoz, valamint a költözéshez** és raktározáshoz **köthető árak az adatok 1957 óta fennálló történelmében nem látott módon drágultak a hónap során**. A bútor árak 45 éve nem tapasztalt mértékben emel-

kedtek. Ezek alapján is megállapítható, hogy továbbra is zajlik a lakásukba kényszerített lakosság otthon átalakítási vagy csinosítási programja. A hónap során a háztartási eszközök (+1,3% h/h) és ruházati cikkek (+1,2% vs 0,3% h/h) árai nőttek elfogadható mértékben. Érdekesség, hogy a nagyobb termékcsoportokat nézve csak a ruházati cikkek árai olcsóbbak, átlagban 4%-kal, mint a 2019-es árszint.

Arra számítunk, hogy a fogyasztók a nyári hónapokban viszonylag közömbösek maradnak az áru- és szolgáltatási szektor áremelkedéseivel szemben, mielőtt az újraindítás és a fiskális ösztönzés pozitív hatása lecsengene. A **bérvnövekedés infláció alatti mivolta végül korlátozni fogja a fogyasztók vásárlóerejét**, amikor az év vége felé a gazdasági növekedés fenntarthatóbb ütemre csökken. Így az infláció 2022-re még tovább gyengülhet összhangban a Fed várakozásaival. Azonban egyelőre a lakossági inflációs várakozások még a bővülési fázisban vannak. A júniusi öt éves kitekintés szerint rekord mértékű 6,1%-os árdrágulásra számítanak a fogyasztók a májusi 5,7% után. Evvel szemben egy éves időtávon (3,4% vs 3,5%) kis mértékben ugyan, de **már mérséklődik a 2014 óta nem látott inflációs nyomás**. Mindkét esetben

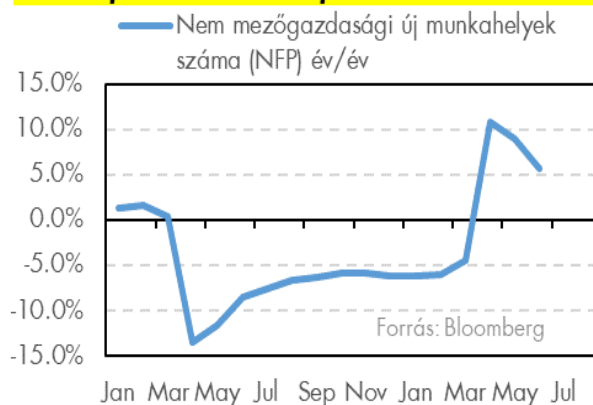
Átlagos órabér (év/év)

a benzinár alakulása a legdominánsabb faktor. A lakosság öt év távlatában 57,3%-os üzemanyagár drágulásra számít, ami bármennyire is magas már jelentős csökkenés a májusi 75,5%-hoz képest. Éves szinten 24%-ra mérséklődött az egy hónappal korábbi 33%-os várakozás. Az inflációs félelmek csökkenését tükrözi, amellyel, hogy a befektetők egyre inkább tartanak a delta és lambda koronavírus variánsoktól, hogy a 10 éves állampapír hozama februári szinteken, 1,35% alatt található.

A Fed kettős mandátumából az inflációs cél csupán átmeneti meghaladása miatt a **teljes foglalkoztatottság elérése kap majd az elkövetkezendő időszakban nagyobb figyelmet**. Powell a júniusi kamatdöntést követő sajtótájékoztatóján külön kitért arra, hogy a munkaerőpiacon továbbra is bőven van még tér a javulásra, így indokolva a havi 120 milliárd dolláros mennyiségi lazításokat. Két hónap csalódást okozó adat után a várakozások 91%-át meghaladó mértékű bővülést kaptunk júniusra, amikor is 850 000 új, nem mezőgazdasági munkahely (NFP) létesült. Tíz hónapja nem volt példa ilyen mértékű javulásra. Ugyanakkor a járvány előtti szinthez képest továbbra is 4,4%-os az elmaradás, ami azt jelenti, hogy **6,76 millióval kevesebben aktív munkahely van most, mint 16 hónapja**. A havi munkaerőpiaci statisztika két fő részre tagolódik: a háztartási és a vállalati felmérés. Az előbbiből számítható a munkanélküliségi ráta, míg az utóbbi adja az NFP főszámot és itt kapunk szektorális bontást is.

Júniusban a **vendéglátóipar** 343 000 fővel gazdagodott, ami beleillik az elmúlt hónapokban tapasztalt trenddel. Az elmúlt öt hónapban átlagosan 323 400 fővel bővült a szektor állománya. Ennek ellenére továbbra is 12,9%-os az elmaradás 2020 februári szinthez képest. Az élelmiszer és ital (vendéglők, bárak) egységeiben 194 000 fővel többen dolgoznak, de még így is 1,2702 millió fő a lemaradás, azaz 10,3%, a járvány előtti szinthez képest. A **közférő** 188 000 fővel nőtt, amiből 230 000 a tagállami és önkormányzati szektorból érkezett. Ez utóbbit a szokásos szezonális kiigazítások töltik meg. A **feldolgozóipar** csak 15 000 fővel gazdagodott, míg az építőipar (-7 000) a rendkívüli lakáspiaci kereslet ellenére már harmadik hónapja zsugorodik. Meglepetést okozott, hogy a **kiskereskedelem** (67 000) szeptember óta nem látott mértékben áramoltak az új belépők. A járvány előtti szinthez képest az elmaradás már csak 1,9%. A járvány által sújtott ágazatok 493 000 új munkahelyet hoztak létre, míg a kevésbé érzékeny szektorok 357 000-t. Azonban az utóbbi három hónapos átlaga csupán 160 000 fős bővülés volt eddig, így **nem csak újra nyitási javulást láthatunk a statisztika szerint, hanem organikus, gazdasági erősödés által fűtött növekedést is**.

Lassan javuló munkaerőpiac

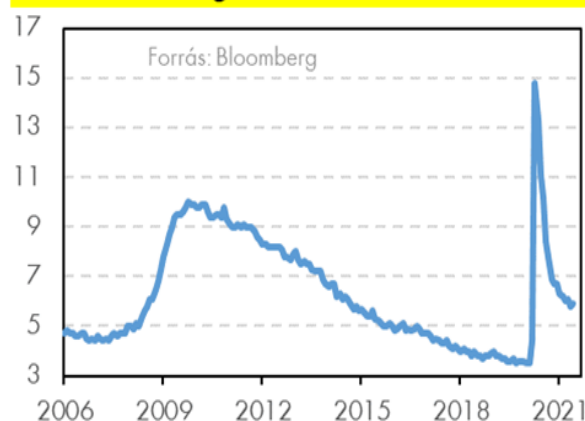


A **háztartási felmérés** szerint a munkaerőpiac 151 000 fővel gazdagodott, így 161,086 millió főt számlál. Júniusban a foglalkoztatottak száma 18 000 fővel kevesebb (151,602 millió fő) volt. Ez azon ritka esetek egyike, amikor az NFP és a háztartási felmérés ellentétes irányba mozdult el. Hosszú távon egybecseng a két mutató, de az utólagosan többször is módosított adatok miatt ez havi szinten nem mindig valósul meg. A munkanélküliek száma (9,484 millió fő) 168 000 fővel bővült. Az aktivitási ráta (61,6%) nem változott csakúgy, mint a foglalkoztatottak/népesség arány (58%) sem. Ez utóbbi tavaly március (59,9%) óta a legmagasabb érték. Az aktív korú lakosság (25-54 év) körében mért aktivitási ráta 0,4 százalékponttal 81,7%-ra emelkedett. Októberben láthattunk utoljára hasonló mértékű megugrást. Azonban továbbra is nagy a távolság a járvány előtti, januárban elért, 83%-os maximumtól. Az **aktív korú**, a Fed által is figyelt, **foglalkoztatottak/népesség arányszám** 77,2%-ra nőtt 77,1%-ról, míg áprilisban 76,9% volt. A jegybank ebben a mutatóban szeretne kézzelfogható javulást látni, hogy aktívan foglalkozzon a mennyiségi lazítás mérséklésének ötletével.

Ezek után nem meglepő, hogy a **munkanélküliségi ráta** 5,9%-ra emelkedett júniusban 5,8%-ról. Szerencsére az alulfoglalkoztatottsági ráta 9,8%-ra csökkent 10,2%-ról. Problémát jelent, hogy a munkanélküliség átlagos hossza 31,6 hét, amire 2015 januárja óta nem volt példa, de a medián hossz csupán 19,8 hét, ami áprilisi szint. Kedvező jövőbeli adatokat sejtet, hogy az öt hétnél rövidebb ideje munkanélküliek száma 42 000 fővel csökkent 1,981 millió főre, ami 101 000-rel kevesebb, mint a járvány előtt.

Egy másik munkaerőpiaci statisztika az új álláslehetőségek, az önként és kényszerből távozók számát

mérő adatsor. Az úgy nevezett **JOLTS jelentés májusi adatai szerint 9,209 millió darab, a 21 éves történelmében rekord szintű álláslehetőség vár a közel 9,5 millió munkanélküli**re. Vajon miért nem ragadják meg a lehetőséget az állástalanok? Egy 5000 fős 18-64 év közöttiek körében mért felmérés betekintést adhat a koronavírus által eltorzított munkaerőpiacba. **A munkanélküliek egyszerűen nem érzik szükségnek, hogy most munkába álljanak, de tervezik azt az elkövetkezendő negyedévben.** A válaszadóknak csak 10%-a nyilatkozott úgy, hogy aktív munkakereső, akinek sürgősen munkába kell állnia, míg 45% passzívan nézelődik. Ez ellentmond a vállalatok által képviselt nézetnek, akik a gazdasági nyitás okozta fellendülés meglovagolására minél gyorsabban szeretnék bővíteni állományukat. Ami a leginkább visszatartja a munkanélküliek munkába állását az a **koronavírusról való félelem**, hiszen a válaszadók 25%-a ezt adta meg indoknak. Bár az ország 12 év feletti lakosságának 64% rendelkezik már legalább egy oltással, az továbbra is 36%-nyi teljesen védetlen lakosságot feltételez. Az oltások, bár megvédenek a súlyos következményektől nem jelentik azt, hogy az ember nem lehet akár közepesen is beteg a koronavírusról. Sokan nem tudják/akarják vállalni ezt a kockázatot

Munkanélküliségi ráta

különösen olyan ágazatokban, ahol a távolságtartás nem megoldható (vendéglátás, gyártás mellett). A meghirdetett állások többsége alacsony bérezésű, de főleg szolgáltatási szektorbeli. A koronavírus gazdasági ösztönzőprogram készpénz juttatásai, valamint a megemelt és kiterjesztett munkanélküliségi segélyek nagyobb biztonságot adnak a potenciális munkavállalóknak, hogy válogatásak legyenek. A **meglévő pénzügyi tartalékok** (20%), valamint a munkanélküliségi segély (12%) voltak sorban a következő indokok. Látható, hogy a távolmaradás a legkisebb mértékben a megemelt munkanélküliségi segélyek miatt van, így a főként republikánus tagállamok, amelyek többségben lemaradók az oltási kampányban, nem fogják a remélt munkaerőpiaci fellendülést megtapasztalni. Míg a felsőfokú végzettséggel nem rendelkezők körében a koronavírusról való félelem a legnagyobb visszatartó erő, addig a legalább valamilyen fajta felsőfokú képesítéssel rendelkezők között ez az **élettárs meglévő munkaviszonya**. Mindkét esetben közel 25% ezt az okot jelölte meg távolmaradásának okáért. Az alacsonyabb végzettségűek nagyobb valószínűséggel kerülnek olyan munkahelyre, ami extenzív személyes kapcsolatot kíván meg. Egy másik nagyon fontos aspektus, hogy a **gyermekgondozást, mint okot** 20% jelölte meg a távolmaradásra. Hiszen a tipikus nyári elfoglaltságok (táborok) egyelőre csak részben indultak újra. Ezek alapján kijelenthető, hogy **a szeptemberi adatsorban kaphatunk először jelentős javulást a munkaerőpiaci állapotban**. Ekkorra várakozások szerint tovább nő a beoltottak száma, újra nyitnak az iskolák és a kiegészítő munkanélküliségi segélyek is kifutnak mindenhol.

Emellett a koronavírus okozta lezárások több emberben fordulópontot jelentettek életpálya és karrier szempontból. Sok esetben, ami korábban elfogadható volt mára már nem az. A munkavállalók ráeszméltek arra a koronavírus árnyékában, hogy túl rövid az élet a görcsöléshez és szerencsét próbálnak szívükhöz közelálló karrier kiépítésében. Júniusban 164 000 fővel többen hagyták el önként munkahelyüket, amivel a teljes munka elhagyók száma 942 000 főre, 2017 óta nem látott magasságba emelkedett. Ez alapján a JOLTS adatok 20 éves történelmében rekordnak számító áprilisi 3,9 millió önként távozó száma júniusra még tovább fog emelkedni. Holott már **áprilisban is a munkaerőpiac közel 3%-a mondott fel**. Egy Microsoft felmérés szerint a munkavállalók 41%-a fontolgatja az állásváltást. A vendéglátó szektorban 5,7% mondott fel májusban, ami magasabb a járvány előtti értéknél (4,1%) és messze meghaladja az össziparágai átlagot (2,5%). Ez 706 000 önkéntes kilépést jelent az előző havi 695 000 fő távozása után, ami a legtöbb az összes iparág közül. Ami mindenféleképpen megkülönbözteti ezt a válságot az összes korábbtól, hogy **5,9%-os munkanélküliségi ráta mellett is ilyen magas kilépési arányt kaptunk**. A teljes munkahely elhagyók táborából az önként távozó 67,8%-ot tesznek ki, ami a vala-

Óriási kilengések



ha volt második legmagasabb érték. A vendéglátó szektorban ez az érték már 76,4%.

Mindenféleképpen egészséges munkaerőpiacra utal és stabil gazdaságra, hogy ennyien meg merik kockáztatni az állástalanságot, bízva abban, hogy a közeljövőben jobb lehetőséget kapnak. A fogyasztói bizalmi index felmérése alapján **csak 10,9% vélekedik úgy, hogy nehéz munkához jutni**, míg 54,4% szerint könnyű. A kettő különbsége (43,5%) az adatok közel 50 éves történelmében eddig csak kétszer 2000-ben volt nagyobb. Ez a közel rekord szint a 2010-ben megindult növekedési tendencia természetes velejárója. Az állástalanok munkára csábításában a pénz továbbra is nagy úr, hiszen az **átlagos órabérek** 10 centtel 30,4\$-ra emelkedtek országos átlagban, ami már a harmadik havi jelentősebb drágulás. **Az április és május közötti megugrás mértékére 1983 óta nem volt példa.** A nem vezető beosztású dolgozóknál szintén 10 cent volt az emelkedés, de itt 25,68\$ az átlagos órabér, ami 3,7%-os éves ugrást jelent. Azonban **a vendéglátóipari nem vezető beosztású dolgozók bére** 2,3%-kal emelkedett júniusban 16,21\$/óra, miután áprilisban példa nélkül 2,6% növekedést láthattunk. **Éves szinten itt 11,2%-os javulás, amire 1980 óta nem volt példa.** Egyre több a feliratkozási bónusz és egyéb ösztönző, ami akár egyszeri 1000\$ is lehet. A McDonald's már azért 50\$-t fizet, ha valaki elmegy az állásinterjúra. A JBS húsfeldolgozó kifizeti a munkavállaló és egyik gyerekének a felsőoktatási tandíját. A Disney kilenc hónappal azután, hogy 32000 embertől megvált parkjaiban most 1000\$-os ösztönzőkkel próbálja meg őket visszacsábítani. Ennek ellenére csak a meghirdetett állások 4,2%-a tartalmaz csakl készpénz juttatást a szerződés aláírására. Azonban ne feledjük, hogy a **magas inflációnak köszönhetően már második hó-**

napja csökkent a reál órabér (-0,2% vs -0,1%). Ez éves szinten már 2,8%-kal alacsonyabb bért jelent, de javulás mutatható fel az előző havi adathoz (-3,7% év/év) képest májusban. A vállalatok nem csak az új belépőkért tesznek meg mindent, hanem igyekeznek megtartani a munkába állt dolgozókat is. **Az elbocsátások aránya, rekord alacsony szintre 0,9%-ra mérséklődött.** A leginkább a tanároknak (0,2%) van szükség a pénzügyi és biztosítási szakemberek (0,3%) mellett.

A Fed teljes foglalkoztatottsági céljának elérését nehezíti, hogy a **járvány első hat hónapjában három millió amerikai vonult nyugdíjba, így a nyugdíjasok aránya 18,5%-ról 19,5%-ra ugrott.** Minden valószínűség szerint csak egyszeri hatásról van szó. Azok az emberek, akik az elkövetkező években mindenképpen nyugdíjba vonultak volna, a gazdaság leállítása után úgy döntöttek, hogy korábban elhagyják a munkaerőpiacot. Emellett a szárnyaló részvény- és lakáspiac révén azok is nyugdíjba tudtak vonulni, akiknek csak a távolabbi jövőben szerepelt volna a megpihenés. Az 55 év felettiek közül 2,7 millió amerikai fontolgatja a korai nyugdíjba vonulást.

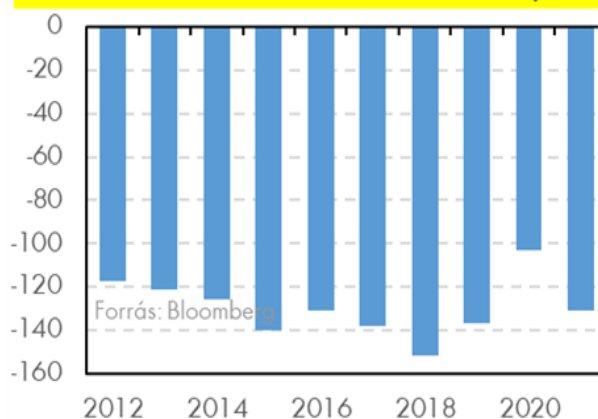
Nagyon erős fogyasztó Q1-ben



A járvány maradék hatásai és várható mutációi ellenére **kedvező év lehet a 2021 Amerika számára**. Minden lehetőség adott, hogy a '80-as évek eleje óta nem látott 7-8%-os éves GDP növekedés is teljesüljön. A vakcina program, bár az utóbbi időszakban jelentős mértékben lelassult és Biden 70%-os felnőtt népesség beoltottsági arányát sem sikerült teljesíteni a július 4-i függetlenség napjára, így is több mint 64% rendelkezik legalább egy oltással a 12 év feletti jogosultak köréből. Az év végére meg lehet a jóváhagyás a 6 év felettiek beoltásához is és akkor tovább nőhet a lakosság védettsége a koronavírus ellen. **A GDP mozgatórugója továbbra is a fogyasztás** és a tavalyi termékvásárlások helyét az idén a szolgáltatások (éttermek, utazások) vehetik át. Bár májusban kis mértékben visszaesett áprilishoz képest **a lakossági kiadás mértéke az így is magasabb volt, mint 2020 februárjában**. Továbbá az összesített kiadások karnyújtásnyira kerültek a járvány előtti trendtől, ami alapján maguk mögött tudhatnák az elvesztegetett másfél évet. A nagy kérdés az, hogy fenn tudják-e tartani a fogyasztásbővülés ütemét. **Sok amerikai az állami támogatásra támaszkodott**, hogy elartsa magát a járvány idején, és nem világos, mi fog történni, amikor kimerítik az állami juttatásokat és a szövetségi munkanélküliségi programok is lejárnak. A háztartások képesek lesznek-e továbbra is úgy költeni, mint most, vagy hirtelen visszavágnak? Egyelőre nem tudjuk biztosan, de jó okunk van arra, hogy optimista választ adjunk. Először is, **a háztartások rekordmennyiségű pénzt spóroltak meg**, miközben otthon rekedtek 2020-ban, ami azt sugallja, hogy még mindig vannak kiaknázatlan tartalékaik. Ahogy láthattuk bőségesen rendelkezésre állnak betöltetlen munkahelyek és egyelőre a munkavállalók alkupozíciója is kedvező.

Egyelőre még felemás a kilábalás, mert ugyan a vendéglátóhelyek teljes mértékben, sőt sok esetben járvány előtti szintet meghaladó mértékben tértek vissza, a mozik, a színházak, az élő koncertek továbbra is várják a maguk idejét. Azonban itt is van ok a bizakodásra hiszen, ha az emberek elviselik a tömeget a vendéglőkben és bárokban, akkor csak idő kérdése és a koncerteken is hasonló látvány fogad majd minket. Érdeklőség, hogy a vendéglátóipar ennyire sikeres, holott továbbra is a legkisebb mértékben sikerült visszaépíteni munkaerőállományát. Az ellentmondás feloldása a **hatékonyság növelésben** keresendő. Az első negyedév végére a szektor kibocsátása 4,1%-kal magasabb volt, mint egy évvel korábban, ami egy évtizede nem látott javulás.

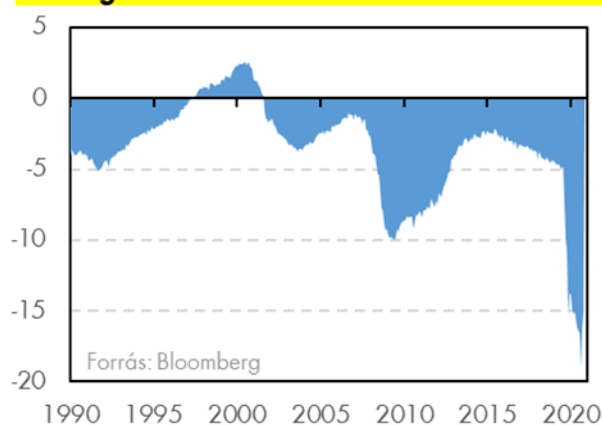
Az ok, amiért a termelékenység 2020-ban annyira megugrott az volt, hogy a vállalkozások sok munkavállalót elbocsátottak a szolgáltatási szektorból, ahol a termelékenység többnyire alacsonyabb. Azonban a termelékenység növekedése 2021 elején felgyorsult, pont akkor, amikor ezek az alkalmazottak közül sokan visszatértek a munkába, pont fordítva, mint amire számítani lehetett. A megoldást a **technológiai fejlesztésekben** keresendő. A szoftver beruházás jelentős mértékben felgyorsult az

1-5 hó külkereskedelmi deficit Kínával (mrd \$)

első negyedévben a szektorban. Egyre több a QR kódos menü és automatizált rendelés felvétel. Ez arra utal, hogy egy fundamentális változás zajlik: **a válság egyes vállalkozásokat végre a 21. századba kényszerített.** A termelékenység növekedése az egészséges, növekvő gazdaság kulcsfontosságú alkotóeleme. Így tudunk még többet elérni kevesebb munkaerővel, felszabadítva az embereket más, értékesebb munkák elvégzésére. Ez lehetővé teszi a vállalkozások számára a bérek emelését az árak növelése nélkül is, mivel alkalmazottaik több bevételt termelnek. De annak ellenére, hogy az elmúlt évtizedben a technika fejlődött, a termelékenység a nagy pénzügyi válság utáni években rendkívül lassú volt. Ezért fűznek sokan új reményeket a mostani fordulathoz. Csak maradjon tartós az első negyedévben elkezdett folyamat.

Gondolhatnánk, hogy a kedvező oltási program és a nyitással együtt bődületes lendületben növekvő gazdaság bőséges politikai tőkét kovácsol, ám a **hajszálvékony kongresszusi többség** (50+1 demokrata, 50 republikánus) nagyban megnehezíti a kormánypárt akaratának érvényesítését. Különösen úgy, hogy a törvényhozás pikantériája, hogy a **100 tagú szenátusban** ellenzéki összefogás esetén (filibuster) **60 fő kell az egyes törvények elfogadására**, ami alól csak költségvetési kérdéseket érintő ügyben lehet eltérni választást követő évben és akkor is csak két alkalommal független törvényhozási vezetői jóváhagyással. Pontosan így sikerült átverni a kongresszuson az 1,9 billió dolláros tavaszi gazdaságösztönző csomagot. Azóta az **infrastruktúra program** előkészítése zajlik. Az eredetileg 10 év alatt 2,3 billió dollárosra tervezett program, ami a klasszikus infrastruktúra fejlesztések mellett jelentős szociális támogatásokat (ingyenes óvodák, bizonyos felsőoktatási intézmények) tartalmazott, pont az előbb felvázoltak miatt

volt kénytelen a demokrata többség **1,2 billió dollár**ra levágni és elhagyni a republikánusokban jelentős ellenállást kiváltó nem a klasszikus infrastruktúrával összefüggésbe hozható részeket. Nagyon szűk idő áll rendelkezésre, hiszen július végén nyári szünetre vonul a törvényhozás, hogy majd csak szeptember közepén térjen vissza. Bár sikerült 10 ellenzéki politikust meggyőzni a program fontosságáról az továbbra sem élvez 100%-os demokratikus jóváhagyást, így csekély az esélye annak, hogy az augusztusi szünet előtt elfogadásra kerüljön a csomag. Különösen úgy, hogy az ellenzék szenátusi vezetője kategorikusan kizárt mindenféle együttműködést a demokratákkal, mert ő már a 2022-es időközi és a 2024-es elnökválasztásokat célozza. A republikánusokban mindenféleképpen, de egy-két demokratában is aggodalmat okoz, hogy **miből finanszírozzák a programot.** Biden eredeti terve nagyvállalati és a gazdagokra kivetett személyi jövedelemadó **emelését** tartalmazott, de ezek az eredeti formában semmiféleképpen sem emelkednek majd törvényi erőre. Nélkülük viszont a már most is **3 billió dollárra rúgó költségvetési hiány** hatására bővülne tovább az államadósság, ami lassan a GDP 110%-át is meghaladja, felülmúlva a II. világháború utáni eddig 120%-os rekord szintet. Ennek ellenére számítunk arra, hogy legké-

Költségvetési deficit a nominális GDP %-ában

sőbb az őszi ülészakban elfogadják a csomagot, bár annak mértéke lehet, hogy még kevesebb lesz. Sürgetőbb kérdés a szokásos **adósságplafon megemelése**, mert július végével megszűnik a pénzügyminisztérium mozgástere. A szokásos cikusról van szó. A republikánusok ellenségeskednek addig átcsoportosításokkal életben tartják a kormányzatot, majd ősszel ideiglenes megállapodásra jutnak és decemberre – tipikusan karácsony környékén – az új szeptembertől induló fiskális évre szóló költségvetést is elfogadják. Biden viszonylag magas 50-55%-os népszerűségi indexszel rendelkezik részben, mert mind infrastruktúra, mind szociális programja nagy támogatottságot élvez a népesség körében, de népszavazásra Amerikában nincs lehetőség, így marad a kőkemény alkudozás az élet előre mozdítására.

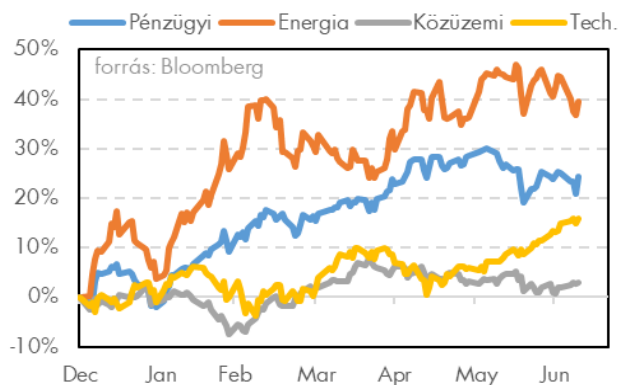
Blahó Levente
levente.blaho@raiffeisen.hu
+36-1-484-4301

USA részvénypiac, Csökkenő részvétellel egyre magasabbra

A tavalyi szárnyalás után bizonytalan volt, hogy mennyi erő maradt az amerikai részvényindexekben, pláne, hogy kormányváltás történt és az első év tipikusan a rendrakásról, új irányok kijelöléséről szól, ami a jelen esetünkben akár adóemeléssel is járhat. Ennek ellenére az **S&P 500 index az első félévben elért 14,4%-os eredménye** több mint duplája a 2000-es évtől számított átlagos évi teljesítményének. A tavaly novemberben bejelentett koronavírus vakcinák voltaképpen az idei évben kezdték el világhódító útjukat. Amerikában az új elnök beiktatása után érkezett el a fordulópont és kezdett el felfutni az oltások száma. Mindenesetre a magasabb megszerzett védekezéssel párhuzamosan szüntek meg a korlátozások és lendült fel a gazdaság, ami a részvényárfolyamokban is nyomon követhető.

Az első féléves teljesítményt górcső alá véve az **energia szektor** (+42,4%) kerül a lista elejére. A szektor a tavalyi évet még a sor végén zárta, de az idén az olajár drasztikus drágulása is hozzájárult a listavezető szerepéhez. A második helyre a **pénzügyi szektor** (+24,5%) futott be köszönhetően az április elejéig tapasztalható hozamemelkedésnek,

S&P 500: H1 teljesítmény

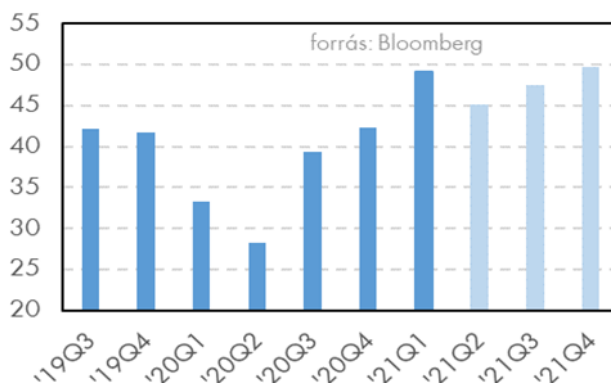


ami nagy mértékben javította a nyereségességet. Emellett az általános gazdasági nyitással járó hitelezési felfutás – gondoljunk csak a lakáspiacra – is nagy segítség volt. A harmadik helyre pont az **ingatlan szektor** (+21,7%) került. Bár ezek a cégek főleg vállalati, illetve kereskedelmi ingatlanok bérbeadásával vagy fejlesztésével foglalkoznak a lakáspiacon tapasztalt felfutás itt is érezte hatását, ha mérsékelt mértékben is. Arról nem beszélve, hogy defenzív szektorról van szó, ami a háttérben húzódó bizonytalanságra utal. Az eddig felsorolt szektorok mind ciklikus szektorok. Természetes fejlődése a tavalyi évben már áprilisban megkezdődött bővülési szakasznak, hogy az első körben vezető növekedési szektorok, mint a technológiai vagy kommunikációs szektorok, helyét a második körben a ciklikus szektorok veszik át. Ez tipikusan avval jár együtt, hogy **a bika piac második éve lassabb, volatilisabb időszakot takar**. Ezt láthattuk 2010-ben, de 2004-ben, 1983-ban, de 1976-ban is. A **technológiai szektor** (+13,2%) teljesítménye a negyedik helyre volt csak elegendő, de mivel a legnagyobb index súllyal rendelkezik hatása többszörös volt. Meglepő, hogy a **félvezetőgyártók** 18,3%-os féléves növekedése elé a **hardvergyártók** (+23,4%) kerültek, holott az előbbieket megrendelés könyve 2022-ig tele van. Továbbra is csak óriási átfutással és korlátozott kínálatból lehet választani. A termelők igyekeznek feloldani a szűk kapacitásokat, de a természeti csapások – a félvezetőgyártás rendkívül víz igényes – és az amerikai-kínai viszony továbbra is feszült miatt megnehezít mindenféle előre haladást. Hiába kezdték meg több gyár építését is Amerikában a legjobb esetben is 18 hónap, mire legördül valami a gyártósorról. A hardvergyártók iparágában a merevlemezgyártók, mint a Seagate (+41,5%) vagy a Western Digital (+28,5%) hajtották az emelkedést, amit a kriptovaluta bányászás erős keresleté-

vel párosíthatunk. Érdekesség, hogy az **Apple** (+3,5%) is ide sorolandó, de a legnagyobb súllyal rendelkező S&P 500 indextag november óta egy 20\$-os sávban mozog csak. Ez is megerősíti, hogy az új bika piac második évében járunk, amikor a korábbi vezetőkből lemaradók lesznek. Az Apple mellett hasonló pályát jár be a FATMANG – Facebook, Amazon, Tesla, Microsoft, Apple, Netflix, Google – csoport, ami többségében a legnagyobb súllyal rendelkező „tech” papírokat tömöríti. Ők voltak a tavalyi év egyértelmű nyertesei.

A második negyedév folyamán **az S&P 500 index vállalataira vonatkozó eredményvárakozások 7,3%-kal bővültek**. Nem mondható tipikusnak, hogy kedvezőbben álljanak hozzá az elemzők a vállalati eredményekhez, mint a gyorsjelentést követő szinte optimista hangulatban. Sőt, az elmúlt öt évben 3,4%, míg a megelőző tíz évben 4% volt az átlagos csökkenés mértéke az eredményvárakozásokban. Míg az elmúlt 60 negyedévben már 5%-os csökkenés volt az átlag. Amúgy a korábbi rekord a 2002 első negyedéve óta rendelkezésre álló adatok alapján 6,5%-os javulás volt, pont a korábbi negyedévben. Nem annyira meglepő a 7,3%-os felmérésítés, hogyha figyelembe vesszük, hogy a második negyedév során az S&P 500 index

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



8,2%-kal drágult. Ez volt csak az ötödik alkalom 2010 óta, hogy az eredményvárakozások és az index is emelkedni tudott a felmért időszak alatt. Ebből az öt alkalomból négy a megelőző negyedévekben volt megfigyelhető.

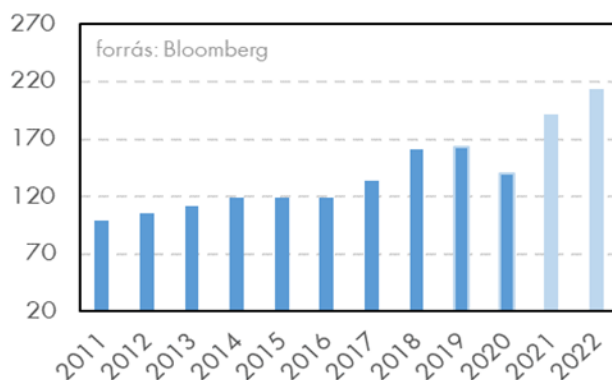
A tizenegy S&P 500 szektor közül kilenc esetben **eredményvárakozás emelés** zajlott az év második három hónapos időszakában. A legnagyobb mértékben az energia (+36,6%), alapanyag (+16,8%) és pénzügyi szektorról (+9,3%) alkotott vélemény javult. Ezek mind ciklikus szektorok. Ez is alátámasztja, hogy a második negyedévben már szektor rotációt láthattunk az első negyedévi még főleg növekedési szektorokkal fűtött bővülését követően. Egyedül a közüzemi (-2,1%) és fogyasztási cikkek (-0,1%) szektorairól alakult ki rosszabb várakozás június végére.

A második negyedév során a **teljes évre vonatkozó eredményvárakozások** 8,6%-kal ugrottak meg. Ez az adatok 1996 óta rendelkezésre álló történelmében példátlan mértékű második negyedévi javulás. A korábbi csúcstartó 2004 második negyedéve volt, alig 4,2%-kal. Mind a tizenegy szektor növelni tudta eredményvárakozásait, de a listavezetők – energia, alapanyag, pénzügyi – ugyanazok, mint a negyedéves összehasonlításban.

Ugyanakkor **nem számítunk arra, hogy ez a javuló eredményvárakozás tendencia folytatódjon** az elkövetkezendő időszakban is, hiszen a bázishatás csökken és az egyre szélesebb kört elérő oltásoknak köszönhetően a gazdaság is fel lendül, ami javítja az elemzői megítélést is. A koronavírus hatására drasztikus leminősítés zajlott a tavalyi év első felében, amikor a 2021 Q2 és a teljes 2021-es évre vonatkozó várakozások 19,3%

és 16,9%-kal zsugorodtak. Aztán 2020 Q3-tól fordult a trend és rendre jobb jövőbeli megítélést láthattunk. Az érdekesség, hogy még a vakcina bejelentés előtt elkezdte az elemzői társadalom és a piac is a szebb jövőképet árazni. A gazdasági növekedési kilátások javulása is magasabbra húzta a vállalati eredmény prognózisokat, hiszen a második negyedéves GDP-re most 13,1%-ot jósolnak éves alapon a március 31-i 11,7%-os előrejelzéshez képest. A teljes idei évre pedig már 6,5% a konszenzus a korábbi 5,8%-kal szemben. Továbbá nem szabad megfeledkezni az **alapanyag drágulás** árfelhajtó hatásáról sem, ami az idei évben kifejezetten nagy hatással volt, hiszen csak az olajárak 24%-kal ugrottak meg a negyedév során. Az S&P GSCI ipari fém indexe 10%-kal nőtt. E két tényező a hajtómotor az energia- és alapanyagszektor listavezető eredményvárakozás bővülésében. Végül a vállalat vezetők is pozitív hatással voltak, hiszen a környezet hatására szintén sokkal optimistábbak lettek. Június végére 103 cégből 66 publikált **pozitív eredményvárakozásokat**, holott az átlag 37. A kapott érték az adatok 2006 óta fennálló idősorában rekordnak számít. Amúgy a 66 cégből 28 a technológiai szektorban található, ami magyarázza a szektor negyedik helyre elegendő 9%-os eredmény várakozás emelkedését.

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

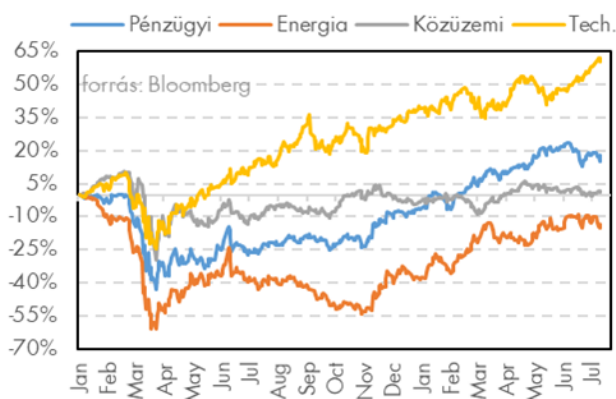


Az alacsony bázisnak és az előbbi említett felminősítési hatásoknak köszönhetően 63,6%-os éves növekedést várnak az S&P 500 index negyedéves eredményében. Március végén még csak 52,1%-os volt a becsült javulást mértéke. Ha a gyorsjelentési szezon végére is fennmarad a 63,6%, akkor az 2009 negyedik negyedéve óta nem látott 108,9% után a második legerősebb lesz. **Mind a tizenegy szektorból eredmény növekedésre számítanak.**

Az **ipari szektor** példa nélküli 348%-os éves eredménybővülés előtt áll az elemzői várakozások alapján, holott a negyedév folyamán csak 4,1%-kal drágult az árfolyama. Bár tavaly második negyedévi veszteségei (11,5 milliárd dollár) miatt éves összehasonlításra nem alkalmas a légitársasági iparág, a jelenleg várt 4,1 milliárd dolláros sokkal kisebb veszteség okozza a három számjegyű várható bővülést. Az iparág nélkül a 348% a még mindig magas 78,8%-ra mérséklődne. Az oltási program felfutásával párhuzamosan kinyíló tagállami gazdaságok pozitív mellékhatása, hogy az utazás is visszaerősödött és az idei függetlenség napján már 3%-kal többen utaztak repülővel, mint 2019-ben. A második legnagyobb várható éves növekedése a **fogyasztói termékek szektor**nak van, 205,2%-kal, pedig a negyedéves teljesítmény itt is csekély 6,7%. Itt a legnagyobb hozzáadott értékkel a hotelek, vendéglők és kényelmi iparág rendelkezik. Nélkülük a 205,2% 71,6%-ra zuhanna, holott az iparág továbbra is veszteséges (-539 millió dollár vs -7,7 milliárd dollár) lesz, ellenben a kényelmi termékek iparágától, amittől 2315%-os növekedést várnak. Ami igaz a korábban említett repülésre, az itt talán még hatványozottabban igaz, hiszen sokkal többen és persze sokkal gyakrabban veszik igénybe a fogyasztói szolgáltatásokat (vendéglátók,

fodrászok, stb.). Ez a tendencia folytatódni fog az év hátralevő részében is. Amíg a tavalyi év a fogyasztási termékekről szólt, addig idén a szolgáltatásoké lehet a főszerep. A **pénzügyi szektor**ban a bankok 312%-os várt EPS növekedése felelős a szektor szintű 117%-ért. Nélküle 52,9%-ra mérséklődne a remélt növekedési ütem. A bankszektor csak 4%-kal drágult az időszakban szemben a szektor 7,9%-ával. Kedvezőbb harmadik negyedévre számítunk, hiszen a fél éves jegybank stressz teszten mind egyik pénzintézet gond nélkül átment és így lehetősége nyílt osztalék kifizetésre és részvény visszavásárlásra. Az év vége felé egy esetleges jegybanki lazítás mérséklése is pozitív hatással lenne a kamatkülönbözetre érzékeny pénzintézetekre. Bár egyelőre a 10 éves állampapír hozama csökken és nem erősödik, ami le is rántotta a szektort, de továbbá arra is utalhat, hogy csökkentek a gazdaság növekedési (és inflációs) várakozások is. Az **energia szektor** esetében az elmúlt negyedévben 10,8 milliárd dollárról 13,8 milliárd dollárra nőtt a várt eredmény mértéke. Ez a 27,8%-os megugrás a legnagyobb az S&P 500 indexben és a második legnagyobb, 10%-os áremelkedés társul hozzá. Éves összehasonlításra nincs módunk, mert egy évvel korábban még 10,6 milliárd dolláros veszteséget produkált a szektor. A 22 cégből álló iparágban 19

S&P 500: Megosztott piac



cég tudott negyedéves alapon javulni, amiből 13 10%-ot meghaladó részvényekénti eredmény (EPS) várakozás növekedést tapasztalt. A kiemelkedő teljesítmények mögött az olajár drágulása áll, ami negyedéves átlagot vizsgálva egy éve alatt 136%-kal magasabban található. Figyelemre méltó, hogy az olaj és gáz eszközgyártók és szolgáltatók iparágától 1193%-os éves eredménybővülést várnak. Ez egyike azon két aliparágnak az ötből, ami még tavaly is nyereséges tudott lenni, így van módja az éves összehasonlításnak. Amúgy cégszinten az Exxon Mobil és a Chevron a legnagyobb húzóerők, hiszen kettejük összesen 13 milliárd dollárért felel a 24,5 milliárd dolláros éves eredmény növekedésből. A legnagyobb súllyal rendelkező **technológiai szektorban** 9,7%-os negyedéves EPS várakozás bővülést láhattunk, aminek köszönhetően már 30,8%-os éves növekedést várnak. Ugyanakkor a második legnagyobb emelkedést mutatta fel a szektor (+11,3%) a negyedév során. A növekedés oroszlátnrésze az utolsó hónapban realizálódott, hiszen június közepén még csak 5%-os emelkedésben járt. A váltást a féléves határidős és opciós zárások június 18-i napja hozta meg. Utána voltaképpen már a második félévre pozícionálták magukat a befektetők, akik a harmadik negyedévben talán újra az első negyedévihez hasonló növekedési szektorokkal felülsúlyozott portfóliót építenek.

Az **árbevétel** esetében 19,6% a most prognosztizált növekedés az első negyedév végi 16,6%-kal szemben. Ha a jelentési szezon végére is fennmarad a 19,6%, akkor az adatok 2008 óta rendelkezésre álló történelmében rekordnak fog számítani. A korábbi rekord 12,7% még 2011 második negyedévéből. Mind a tizenegy szektorból bővülést várnak. A legnagyobb növekedés itt is az energia szektoré a maga 86,5%-os olajár drágulás fűtötte növekedés. Iparági szinten az olaj és gáz kutatók

és kitermelők iparága rendelkezik a legnagyobb potenciállal 175%-os javulással. A második helyre a fogyasztási termékek szektora futhat be 32,1%-os megugrással. Itt a hotelek, vendéglők és kényelmi iparágat (104%) megelőzve az autóalkatrész gyártók (110%) rendelkeznek várhatóan a legnagyobb árbevétel erősödéssel.

Az előzőekben felvázolt várakozásokat alapján az S&P 500 index vállalataira vonatkozó **összesített nettó haszonkulcs** 11,8% lehet, ami magasabb, mint az ötéves átlag 10,6%, de elmarad az előző negyedév rekord szintű 12,8%-tól. A tizenegy szektorból kilenc esetben éves szinten nagyobb árrésre számítanak. Ezek közül a legjelentősebb javulása a pénzügyi szektornak (17,9% vs 8,6%) lehet. Amúgy hét szektor esetben az öt éves átlaguknál magasabb lehet az árrés. Itt az alapanyag szektor (14,2% vs 9,1%) kerül az élre.

A gyenge tavalyi év után, amikor 11,2%-kal esett az S&P 500 index összesített eredménye és 0,8%-kal az árbevétel, nem meglepő, hogy **az idei évtől kétszámjegyű eredménybővülést várnak fél éven át hasonló nagyságrendű árbevétel növekedéssel egyetemben**. A második negyedév 63,6%-EPS és 19,6%-os árbevétel megugrása után a harmadik negyedévben további 23,6%-os EPS és 12,3%-os árbevétel növekedés a

Újra jelentős osztalék előny



prognózis. Az év utolsó három hónapjában pedig 18,1%-os EPS és 9,2%-os árbevétel javulás a cél. Mindez alapján kiemelkedő 35,5%-os EPS és 12,4%-os árbevétel bővülés mehet végbe az idei évben.

Továbbra is elfogadásra vár a kormányzati infrastruktúra program, illetve az egyelőre sehol sem tartó szociális gazdaságösztönző program, amik társasági és személyi adóemelésből finanszírozódának, legalább részben. Ugyanakkor a korábbi 28%-os vállalati adókulcs cél már sehol sem szerepel és sikernek lesz elkönnyelhető, ha sikerült a Trump által 37%-ról 21%-ra lecsökkentett adókulcsot 24%-ra emelni. Ezen szint mellett is 9%-os EPS növekedésünk lehet 2022-ben. **Azonban az S&P 500 vállalatok részvényenkénti nyeresége 12%-kal nőne 2022-ben, ha a társasági adó mértéke nem emelkedne.** Itt kell megemlíteni az évek óta körvonalazódó, de most amerikai közbenjárására egyre előrehaladottabb állapotban lévő **globális minimum adó** kérdéskörét. Az OECD 139 tagországaiból 132 tagország, köztük a teljes G20 aláírta a szerződést, ami idén októberben kerülhet véglegesítésre. A renitens országok közé tartozik többek között Magyarország, Írország és Észtország is. A végén nem fog számítani, hogy ezek az országok esetleg nem írják alá a szerződést, mivel az tartalmaz egy „feltöltési” kitélt, miszerint az anyavállalat fizetné meg, ha a leányvállalat kevesebbet adózna, mint a megállapított minimum. A legalább 15%-os nemzetközi nagyvállalatokat érintő adókulcs 150 milliárd dollár bevételt eredményezne egy évben. A megegyezés témája, hogy ezek a vállalatok a bevételt termelő országban adózzanak, ne pedig a központjuk helyszínén. Így elkerülhetővé válik például az Írország vagy törpeállamok meggazdagodását elősegítő adóvándorlás.

Értékeltségi alapon vizsgálva az előreutató P/E (ár / várt eredmény) mutató (21,4) némi visszaesést mutat az első negyedév végi 21,8-hoz képest. Ez a szint az öt (18,1) és a tíz (16,1) éves érték felett található és legutoljára 2000-ben láthattunk hasonlóan magas értékeket. A **részvény célárakból az S&P 500 indexre számított célérték 4795 pont**, ami 10,4%-kal magasabb, mint a félév végi záró érték. **A legnagyobb növekedési potenciálja a fogyasztási termékek szektorának van**, hiszen itt a legnagyobb a különbség (14,2%) a záró és célérték között. **A legkisebb potenciállal az ingatlan szektor (+5,9%) rendelkezik.** Összességében 10522 darab elemzői ajánlás van az S&P 500 indextagokra. Ebből 57% vételi, 36,8% tartás és 6,2% eladási ajánlás. A legnagyobb vételi aránnyal az energia (64%), egészségügyi (63%) és technológiai (63%) szektorok rendelkeznek. Az elemzők a fogyasztási cikkek szektorával szemben a legpesszimistábbak, hiszen itt csak 44% a vételi ajánlások aránya.

A **kockázatvállalási hajlandóság** fennállását mi sem mutatja jobban, mint, hogy az első negyedévi 1,1 billió dollárnyi vállalati üzlet után **rekord szintű 1,5 billió dollárnyi hasonló üzlet**

S&P 500-as előreutató P/E rátája



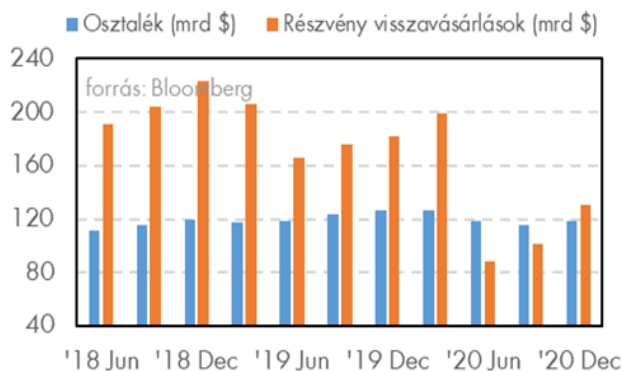
született a második negyedévben. Evvel már négy negyedéve 1 billió dollár feletti a megkötött üzletek összeg. Az összeolvadások és felvásárlások (**M&A**) a világ összes régiójában felpörögtek. A magántőke társaságok az adatok négy évtizede fennálló történelmében példátlan fél éves időszakot tudhatnak maguk mögött több mint 500 milliárd dollárnyi aktivitással, ami nagyban hozzájárult a rekord M&A szint eléréséhez. Januártól számolva a kivásárlási csoport természetesen példátlan mértékű 6298 üzletet hajtott végre összesen 513 milliárd dollár értékben. És ebben még nincs benne a Medline orvosi eszközgyártó vállalatért a Blackstone, a Crlyle és a Hellman&Friedman által ajánlott 34 milliárd dollár. A Blackstone, amúgy a 10 legnagyobb magántőke üzletből hármát magáénak tudhat. **A nyilvános vállalatok 2,8 billió dollárnyi M&A üzletet jelentettek be az év első hat hónapjában, ami rekord szintű 129%-os növekedést jelent.** Amúgy 28000 darab üzletről beszélünk. Maga a 2,8 billió dollár nominális alapon szintén rekord, de reál alapon számolva 2000-ben a 3 billió dollárt is elérte az ilyen fajta üzleti konszolidáció. Itt olyan üzletekre kell gondolni, mint a WarnerMedia és a Discovery összeolvadása, mivel egy körülbelül 135 milliárd dolláros óriás keletkezik. A koronavírus hatását nem lehet figyelmen kívül hagyni a mostani környezetben. A legaktívabb a technológiai szektor volt, ahol 671 milliárd dollár értékben történt M&A, de itt volt a legnagyobb az éves növekedés is 51,5%. A spektrum végén az előbbi esetben a fogyasztási cikkek szektora áll 79 milliárd dollárral, míg az utóbbi esetben az ingatlanszektor felvásárlásai bővültek a legkisebb ütemben, 2,6%-kal. Sok vállalat az olcsó árazásokat használta, mások a kínálati piac előnyeit élvezték. Természetesen az üzletekben segítő **befektetési bankok is nyertesei a példátlan mértékű üzleti aktivitásnak.** A fél év alatt

az adatok 2000 óta fennálló adatai alapján rekordnak számító 17,9 milliárd dollárnyi díjbevételekhez jutottak.

A tavalyi év végével megjelent egy új szereplő is az M&A piacon a **SPAC** (special purpose acquisition company - különleges célú felvásárlási vállalat), ami egy üres holding vállalat, ami csak azért jött létre és lépett a tőzsdére, hogy felvásárlásokkal IPO nélkül tőzsdére vigyen egy vállalatot vagy vállalatokat. A tavalyi év 85 milliárd dollárnyi SPAC üzlete után a Nasdaq az idén a bevezetések 68%-át tudhatja magáénak, amivel 61 milliárd dollár tőkét vont be. A vegyes SPAC vállalatok 61%-át szerezte meg köztük olyan neveket, mint a SoFi vagy a 23AndMe. A speciális célú akvizíciós társaságok tevékenysége a második negyedévben jelentősen visszaesett a fokozottabb szabályozási ellenőrzés és a befektetők fáradtsága következtében. Az ilyen típusú cégek tranzakciói az M&A-tevékenység 10%-át tették ki a júniusig tartó három hónapban, szemben az első negyedévi 18%-kal.

A felvásárlások mellett a **tőzsdei bevezetések megugrása** is a kockázati éhség példája. A Nasdaq tőzsde már az első negyedévben rekord számú 275 darab tőzsdei bevezetést (IPO) tudhatott magáénak. A második negyedévben ez kiegészült tovább-

S&P 500 osztalék és részvény visszavásárlás



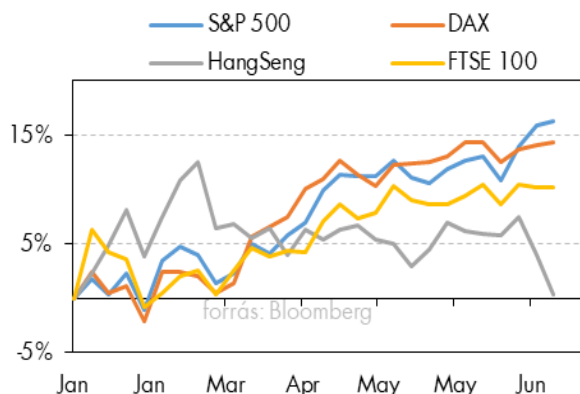
bi 135 darabbal. Összesen 106 milliárd dollárt vonzottak be ezek a vállalatok, amire az adatok 2008 óta rendelkezésre álló történelmében még nem volt példa. Az első félévi 410 bejegyzésből 167 termelő/szolgáltatást nyújtó vállalat volt szemben a holding vállalatokkal. A legnagyobb közvetlen tőzsdei bevezetéssel, a kriptovaluta tőzsdét üzemeltető Coinbase is a Nasdaq-on indult útjára. A cég 65 milliárd dolláros kapitalizációval rendelkezett.

Az **S&P 500 index** úgy tűnik július végével hatodik hónapja fog magasabban zárni, amire 2013 első féléve óta nem volt példa. A koronavírus okozta 2016 óta nem látott mélypont tavalyi meglátogatása óta szinte töretlen emelkedésben vagyunk, amit csak a szeptember, október és az idei január akasztott meg átmenetileg. Ezt a trendet jelenleg a 13 hetes mozgóátlag (4242) képviseli. Természetesen rekord szinteken áll az index, amit a vételi jelzésen lévő **technikai mutatók** is alátámasztanak. Egyes esetekben már túlvettséget mutatnak, havi szinten is, de a 2018 őszén látott magas értékeknél még nem tartunk. Ez alapján technikailag nem utal sok egy tartós korrekcióra. Heti szinten vizsgálva az indexet már megosztott technikai mutatókat kapunk, de az októbertől érvényben lévő emelkedő trend, ami váltotta a laposabb tavaly júniusban eredőt, töretlen. A koronavírus beesés 200%-os elmozdulása 4600 pontos indexszintet eredményezne. Ez teljességgel elérhető. Ugyan a gyorsjelentési szezon tipikusan kissé lelassítja a vételi erőt, nem utolsó sorban a részvény visszavásárlások és a vállalati felvásárlások szüneteltetése miatt. A 4200 – 4250 pont képezhet erősebb támaszt a közelben, de egy rés várja a betöltést 4030 pont környékén és az 50 hetes mozgóátlag (3838) is nagyon messze van. Bár a 2009 óta nem látott április közepi 19%-os távolság mára 14%-ra mérséklődött. 2010-

ben, az akkori kilábalás második évében nyáron kapuk a korrekciót, ami megalapozott a 2011-es leminősítési beesést nem számolva 2015-ig tartó emelkedésnek. A kötvénypiac is megtorpanásra utal, hiszen a bővli kötvények és állampapírok közötti hozamkülönbség is növekszik, már március óta. A 10 éves állampapír hozam csökkenése is a kockázatvállalási hajlandóság mérséklődésére utal.

A **hangulati mutatók** esetében a kisbefektetői optimizmus az év eleje óta egy-két héttől eltekintve végig a 40% felett található. Ez magasnak értéknek számít. Utoljára 2014 végén és láthattunk hasonlóan hosszú időszakot átívelő emelkedésre fogadó népes tábor. Azonban a közhiedelemmel ellentétben a túlzottnak vélt optimizmusból nem következik a részvénytőzsi korrekció. Ebből a szempontból sokkal fontosabb a pesszimisták számának alakulása. A kisbefektetők körében a csökkenésre fogadók június elején 20% alatt voltak, ami re 2018 januárja óta nem volt példa. Azóta csekély mértékben nőtt csak a számuk. Sőt, február óta a 20-25%-os tartományban találhatóak. Az aktív befektetési tanácsadók (NAAIM) körében végzett felmérés a változó hangulat egy másik aspektusát mutatja meg. Itt a 200 a teljes tőkeáttétellel elért long (emelkedésre fogadás) szintjét jelenti, míg a 0 teljes short várakozást. Azonban az adott értéknél fontosabb, hogy a

Részvénytőzsi teljesítménye (2021.01.01-től)



NAAIM index január 20-i 112,93 pontos 2018 óta nem látott maximuma óta egyre alacsonyabb csúcspontokat jelöl ki, holott az S&P 500 index rekordra halmoz. Azaz, egyre kevésbé hatja meg a befektetőket a rekord szintek. Egyre kevésbé hajlandók vásárolni, mégpedig a vevők hiánya szokott csökkenéshez vezetni. A kispapírokat (Russell 2000 index) és a mikropapírokat tömörítő indexek jól mutatják a második évre jellemző volatilis oldalazást. Nincs egyértelmű trend, nincsenek rekord szintek. Az átlagos számtani átlag, illetve mértani középvel számolt részvénytulajdonosi indexek **sem támasztják alá az S&P 500 index zavartalan menetelését sosem látott magasságba**. A New York-i és a Nasdaq tőzsdéken is egyre kevesebb az új 52-hetes csúcsok száma, ami szükséges a folyamatos rekord szintek fenntartásához. Az egyelőre súlyozású S&P 500 index is csak oldalazik május óta. Annak ellenére, hogy a harmadik negyedév történelmileg pozitív szokott lenni, és az S&P 500 index, az elmúlt 5, de 8 év távlatában is 5% alatti emelkedést szokott felmutatni az elkövetkezendő három hónap során, érdemes az óvatosság.

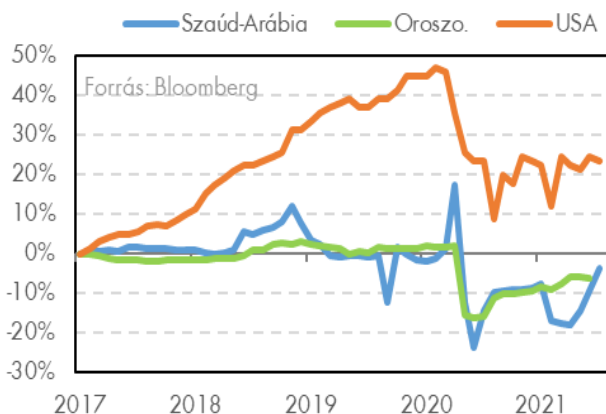
Blahó Levente,
levente.blaho@raiffeisen.hu,
+36-1-484-4301

Olaj piac, Túlfeszítve

A koronavírus válság egyik legnagyobb tőkepiaci vesztese az olajár volt, hiszen a járvány terjedésének megfékezésére elrendelt gazdasági leállás eredményeképpen jelentős mértékben visszaesett a kereslet, főleg a legnagyobb felvevőpiac a közlekedés (közúti, légi) esetében. A helyzetet fokozta, hogy az OPEC+ tagországok főleg Szaúd-Arábia és Oroszország az új kihívásra rosszul reagáltak és ár háborúba keveredtek. Végül a vahhábita királyság került ki győztesen a párharcból, de előtte történelmileg példátlan negatív áron is volt kötés a határidős piacon. Pontosan ezen áresés miatt kaptunk mostanság olyan torz inflációs adatokat, hiszen rendkívül alacsony a fogyasztói kosár jelentős hányadát alkotó energiaárak bázisa.

A kartell tanult a hibájából és az esemény után, még tavaly áprilisban átfogó kitermeléscsökkentési megállapodást üttött nyélbe, aminek következtében 9,7 millió hordó per nap (mhp) mértékű csökkenést vállalt be. Evvel a referencia kitermelési szint 22%-át vonta ki a piacról. Meg is lett a hatása, hiszen az olaj ára az áprilisi mélypontról 45\$ közelébe jutott augusztusra. Azonban a vírus harmadik hulláma miatt megint gyengülni kezdett az ár, ami egészen

Töretlen amerikai olaj kitermelés (bázis: 17.01.01)

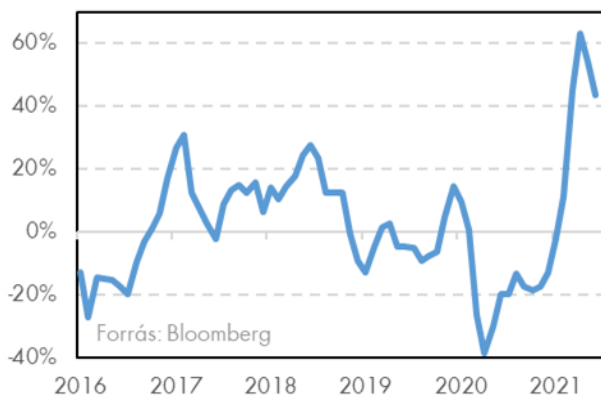


a novemberi vakcina bejelentések előtti tapasztalt 35\$ hordónkénti árszintig tartott. **Az olajár egy-fajta világgazdasági, vagy jelen esetünkben egészségügyi hangulati hőmérőnek is tekinthető.** Az oltási programok előrehaladásával (főleg a fejlett országokban) párhuzamosan nyitnak a gazdaságok, amelyek az elmúlt másfél év kényszerzünet után jelentős lendülettel indulnak újra. Ez **megnövekedett olaj kereslethez vezet, amihez egyelőre visszafogott kínálat társul, így emelkednek az olajárak.** Azonban, ha valami veszélyezteti a keresletet, mint a delta vagy a lambda variáns, esetleg a dollár erősödése, akkor alacsonyabb olajárat kaphatunk. A tavalyi év végén nem változtatott a kartell a még nyár elején meghatározott kitermelési kvótákon és csak jelentős fenyegetések mellett sikerült Szaúd-Arábiát és Oroszországot rábírní arra, hogy idén januártól elkezdjék növelni a kitermelést. A királyság végül kikaput nyitott magának és önként vállalva február és április között 1 mhpn kitermelés csökkentést hajtott végre. Ugyanakkor Oroszország és Kazahsztán kis mértékben ugyan, de növelte felszínre hozatalát, míg a többi ország ugyanazon kvótaszint mellett üzemeltetett.

Az olajár a kezdeti januári megtorpanás után emelkedő pályára állt, amit egyelőre csak a márciusi megtorpanás tört meg rövid ideig. **Az OPEC+ áprilisban júliusig végrehajtandó 2,1 mhpn kitermelés többlet mellett döntött,** hiszen abban bíztak, mint kiderült helyesen, hogy felgyorsul az oltási program és így kinyitnak, legalább a fejlett gazdaságok. A többlet olajat nem csak felszívta a világkereslet, de az árak is újra emelkedésnek indultak. Így is az amerikai könnyűolaj árfolyama csak június elején tudta meghaladni a március elején elért maximumát. Júniusban 0,75, míg júliusban 0,84 mhpn-pal emelték a kitermelési kvótát, de

a megelőző hónapban nem közöltek semmilyen információt a későbbi terveket illetően. Ez már részben a júliusi összetűzést előlegezte meg. **Az OPEC a piacokat meglepve nem tudott döntésre jutni júliusi ülésén a kitermelési szinteket illetően.**

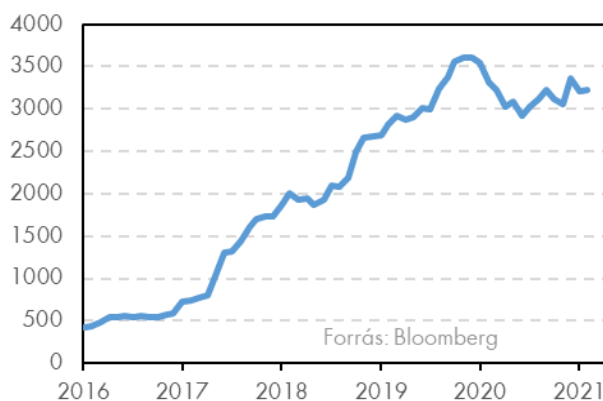
Korábban is volt már példa arra, hogy nem sikerült a meghatározott időintervallum alatt megállapodásra jutnia a kartellnak, sőt az elmúlt években 2011-ben, 2015-ben, 2016-ban és az emlékezetes tavalyi évben is voltaképpen kudarcba fulladt a tárgyalás. Ennek ellenére mégis kicsit másnak, talán **komolyabbnak tűnik a mostani szakítás.** A terv a kitermelési kvóta további emelése volt. Az augusztus és december közötti havi 0,4 mhpn kitermelés bővítés mindenki számára elfogadható volt. Ezek után is még mindig 3,7 mhpn-pal a bázisszint alatt lenne az OPEC+ kitermelési szintje. **A biztosítékot az verte ki, hogy a jelenlegi megállapodás végét 2022 április 30-tól 2022 év végéig kívánták meghosszabbítani.** Ehhez Szaúd-Arábia ragaszkodott. Ellenben erre **az Egyesült Arab Emírségek (EAE),** mint az OPEC Szaúd-Arábia és Irak utáni harmadik legnagyobb kitermelője, **csak akkor lett volna hajlandó, ha megváltoztatják a bázist,** amihez mérik a kitermelési kvóta szintet. Így többet tudna felszínre

Átlagos amerikai benzinár (év/év)

hozni. Az EAE az elmúlt időben jelentős forrásokból fejlesztette olaj kitermelési kapacitásait, de a jelenlegi kvótaszint nem engedi kihasználni lehetőségeit, sőt **maximális kibocsátáshoz képest az egyik legkisebb kvótával rendelkezik az OPEC-n belül**. A kapacitásának egyharmada kihasználatlanul van. A szaúdi királyság azonban nem volt hajlandó engedni, mivel joggal feltételezi azt, hogy akkor a többi tagország is hasonló igényvel állna elő veszélyeztetve az elért olajár szintet és a teljes csoport jövőjét is. Ezt az ellentmondást továbbra sem sikerült feloldani, így egyelőre minden marad a júliusi kitermelési szinteken. A tanácsadók jelezték, hogy magasabb szintű (országvezetői) közbenjárásra lehet szükség a ponthelyzet feloldására. Az oroszok, akik egyes híresztelések szerint meglehetősen passzívan állnak az eseményhez egyelőre elzárkóztak ettől. Az amerikaiak korábban is nyomást tudtak gyakorolni Szaúd-Arábiára, mint például a tavalyi árháború vagy az idei év eleji kitermelési szint változatlansága idején. Biden már is felszólította a feleket a gyors megállapodásra, hiszen az elnök aggódik, hogy már most 2014 óta nem látott magasságban van az átlagos amerikai benzinár. Nem tudjuk, hogy milyen tárgyalások zajlanak a színpalak mögött, de aggodalom jelét egyelőre nem látni. Az amerikai kitermelés növekedés nem fenyeget, az olajár magas szinten található és a kereslet egyre csak nő, így akár még kedvező is lehet a kitermelők számára a relatív alacsony kvótaszint.

Egyrészt meglepő az **ellentét Szaúd-Arábia és az Egyesült Arab Emírségek között**, másrészt az olajpolitika szemüvegén keresztül az elmúlt években már láthattuk az elégedetlenségnek a jeleit. A szaúdi és az Abu-Dzabi-i koronaherceg szoros barátságot ápol és kulcsfontosságú figurái a térség formálásnak. Mindkettő koronaherceg tisztségük

ellenére, de facto az ország vezetője és ambiciózus jövőképpel rendelkezik. Több éven át mély együttműködés folyt a stratégiai kérdésekben a két ország között. 2015-ben arab katonai koalíciót hoztak létre, hogy megvívják a háborút az iráni irányítású lázadó Houthi mozgalom ellen Jemenben, és diplomáciai, kereskedelmi és utazási embargót vezettek ki Katarra 2017-ben annak iráni közeledése miatt. A kapcsolat két évvel ezelőtt kezdett megromlani, amikor az Egyesült Arab Emírségek kivonta csapatai nagy részét Jemenből, a szaúdi nemtetszés ellenére. Idén januárban az emírátságok vonakodva fogadták el a szaúdi vezetésű megállapodást a katarai embargó megszüntetése érdekében, annak ellenére, hogy továbbra is óvakodnak megbízni Doha-ban. Hasonlóképpen, Szaúd-Arábiát sem lelkesítette az EAE tavalyi döntése az Izraellel való kapcsolatok normalizálásáról. **A problémák februárban kezdtek elmélyülni**, amikor Szaúd-Arábia ultimátumot adott ki a multinacionális vállalatoknak, hogy regionális központjaikat 2024-re helyezték át az országba, vagy kimaradnak a kormányzati szerződésekből. Ezt a régió kereskedelmi központja, Dubai, ami az egyik emírség implicit támadásként fogta fel. Az OPEC+ ülésen tapasztalt ellenállást úgy tűnik a szaúdiak megtorolják az EAE-be tartó járatok felfüggesztésével. Az indoklás a koronavírus mutációkkal kapcsolatos aggodalmakról szólt, de a döntés pont

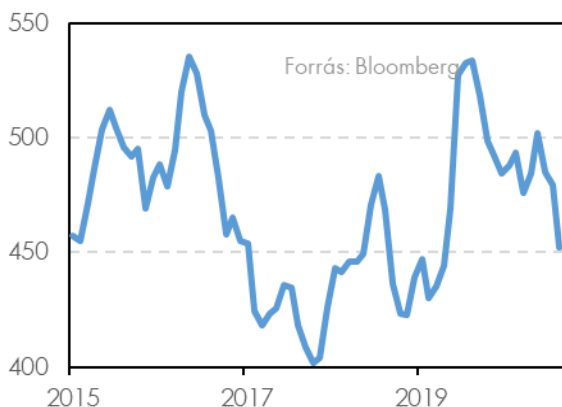
Amerikai olajexport (6 havi átlag, ezer hordó per nap)

egy iszlám ünnep előtt érkezett meg, amikor sokan Dubaiba szoktak utazni egy kis pihenésre. Szaúd-Arábia azt is bejelentette, hogy kizárja az Öböl többi államával kötött preferenciális vámmegállapodásból az Izraellel kapcsolatba hozható, illetve vámszabad övezetekből érkező áru behozatalt. A rendelet szerint kizárják azokat az árukat, amelyek Izraelben gyártottak vagy ott gyártott alkatrészeket tartalmaznak, vagy amelyeket izraeli befektetők teljes vagy részleges tulajdonában lévő vállalatok vagy az Izraelt érintő arab bojkott-megállapodásban felsorolt vállalatok gyártanak. Továbbá kizárja azokat az árukat, amelyeket olyan vállalatok készítettek, amelyeknek a helyi lakosok kevesebb mint 25%-a dolgozik, és azokat az ipari termékeket, amelyeknél a hozzáadott érték kevesebb, mint 40%. Itt is egyértelműen az EAE a célpont, hiszen normalizálta kapcsolatát Izraellel és az ország gazdasága a szabad kereskedelmi zóna modellje körül forog.

Szaúd-Arábia annak ellenére jelentette be a legfrissebb szabályváltozásokat, hogy az EAE Kína után a második legnagyobb kereskedelmi partnere az importértékét tekintve. Az emírségek a külföldi termékek, köztük a Rijád által nem hivatalos bojkott alá eső török áruk jelentős újraexportjának központja. **A háttérben a gazdasági verseny húzódhat meg**, hiszen Szaúd-Arábia sokkal később ébredt rá arra a tényre, hogy olajalapú gazdaságának napjai meg vannak számlálva. Ehhez képest **az EAE időben váltott és diverzifikált és a régió kereskedelmi központja lett**, lévén fél úton helyezkedik el Európa és Ázsia között. A stratégiai fontos helyszín és a kedvező letelepedési feltételek vonzották a külföldi vállalatokat és a külföldi dolgozókat, így egy erősebb szolgáltatói szektor tudott kialakulni. Az olajpiaci ellentétek már tavaly nyár végén megjelentek, amikor az EAE a rá

kiszabott kvóta felett termelt ki, amiért büntetés járt. Nem sokkal ezután fogalmazódott meg az emírségben, hogy **kilép az OPEC-ből**, de erre akkor nem került sor, mivel sikerült kiharcolnia, hogy februártól nőhessen a kitermelés üteme. Amúgy az EAE maximális kapacitása 4 millió hordó per nap (mhp) körül van, amihez a tavalyi árháborúban került a legközelebb 3,68 mhp ütemmel. Júniusban 2,67 mhp mértékben hozott a felszínre, ami elmarad a büntetést kiváltó tavalyi 3 mhp szinttől. Az emírség kvótája amúgy 2,692 mhp. Kitermelése 2011-től (2,5 mhp) kezdve fokozatosan nőtt a koronavírus válságig.

Júniusban az OPEC+ 0,54 mhp mértékben növelte kitermelését, hogy kielégítse a magas kereslettel rendelkező nyári igényeket. Az OPEC 13 tagja 26,19 mhp ütemben hozott a felszínre, ami 0,48 mhp-pal több, mint májusban. Ennek nagy része a szaúdi önként vállalt kitermelés csökkentés leépítésének köszönhető (+0,47 mhp). A királyság a félév utolsó hónapjában 8,98 mhp kitermelési szinttel rendelkezett, ami 0,377 mhp-pal elmarad a hivatalos 9,347 mhp kvótájától. Az export gyenge volt a hónap során, de a finomítói kereslet és a közvetlen eltüzelés az erős szezonális kereslet miatt magas szintű volt. **A júliusi emeléssel teljesen eltűnik a kvóta alulteljesítése.** A kilenc nem OPEC tag

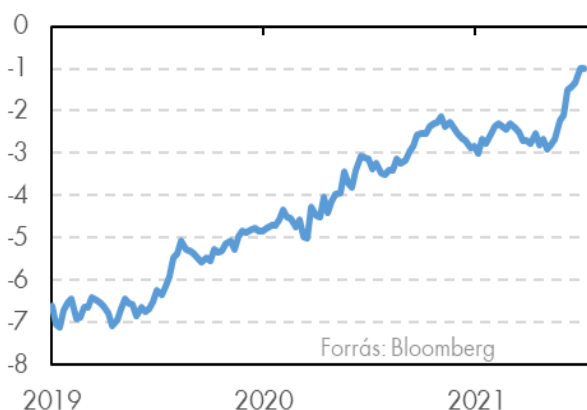
Csökkenő USA nyersolajkészlet (millió hordó)

13,27 mhpn mértékben termelt ki, élén Oroszországgal (9,51 mhpn), de itt csak 0,06 mhpn növekedés volt tapasztalható. A magasabb kitermelési szintek ellenére a megemelt kvóták miatt az OPEC+ megfelelési aránya 111,45%-ról 110,16%-ra mérséklődött. A kartell termelése az elmúlt két hónapban már 0,97 mhpn nőtt.

Irakban (3,94 mhpn) és **Nigériában** (1,48 mhpn) is csökkent a kitermelt mennyiség júniusban. Az előbbi esetében a kvóta megfelelés áll a háttérben, míg az utóbbinál technikai és karbantartási problémák okozták a január óta nem látott alacsony szintet. A kvótarendszer alá nem tartozó országok – Irán, Venezuela (0,55 mhpn), Líbia (1,16 mhpn) – összesen 0,07 mhpn ütemben tudták növelni kitermelésüket. **Irán** felelt a növekmény oroszlan-részéért (0,05 mhpn), amivel 2019 áprilisa óta nem látott 2,48 mhpn produkált. Irán erőfeszítései az USA-val kötött **nukleáris megállapodás helyreállítása** érdekében még mindig nem hoztak eredményt, mivel a tárgyalások többször is pátthelyzetbe kerültek. Mivel a keményvonalas Ebrahim Raisi augusztustól Irán új elnöke, az üzletviteli tárgyalások bonyolultabbá válhatnak, de még mindig vannak olyan remények, hogy 2021-ben mégis sikerül újjáéleszteni az egyezményt. Ekkor 1 – 1,5 mhpn többlet kínálat jelenhetne meg a piacon.

Az **OPEC várakozásai szerint az idei második félévben** is fennmarad, sőt **erősödik majd a jelenleg is tapasztalt keresletbővülés**. Becsléseik 5%-os, avagy 5 millió hordó per nap, kereslet növekedésről szólnak a második félévben az első hat hónaphoz képest. Egy hónappal korábban hasonló számokkal álltak elő. A kartell továbbra is 9%-kal kevesebb olajat termel, mint tavaly év végén, ami 15,5%-kal elmarad a 2016-os rekord szintű felszínre hozatali ütemétől. A szövetség máju-

si kitermelési szintje 25,46 mhpn volt, míg **a második félévre 29 mhpn kereslettel számolnak**. A kitermelés visszafogásának köszönhetően az olaj készletek, amit az OPEC előszeretettel céloz, alig 34 millió hordóval haladják meg a 2015-2019 közötti időszak átlagát. A **Nemzetközi Energia Ügynökség becslése** szerint 2022 végére újra a járvány előtti 100 mhpn világszintű olajkeresletre lehet majd számítani, köszönhetően annak, hogy addigra a feltörekvő országok is megzabolázzák a vírust oltási programjukkal. Ugyanakkor az ügynökség nem változtatott abbéli megítélésén, hogy a 2030-as évek közepére világszinten elérjük a fogyasztási csúcsot. **Az IEA is elismeri, hogy az olajárak tekintetében egyértelműen Oroszország és Szaúd-Arábia kezében van a döntés**. Ez ügyben fel is szólította az OPEC+ kartellt, hogy folytassák olaj kitermelés bővítésüket az árak elszabadulásának megakadályozása érdekében. Az IEA számítása szerint az esetleges iráni nukleáris megállapodás nélkül is 1,4 mhpn ütemben kellene az OPEC+-nak növelni kitermelését és így is még 5,5 mhpn marad talonban. Irán önmagában 1,4 mhpn tudná növelni a kínálatot. A nem-OPEC+ kínálat 1,6 mhpn mértékben nőhet 2022-ben, amivel a várt 3,1 mhpn keresletbővülés felét lehetne kielégíteni. Ha az OPEC+ várakozásoknak megfelelően kipótolja a hiányt, akkor is 2 mhpn

WTI-Brent különbség dollárban

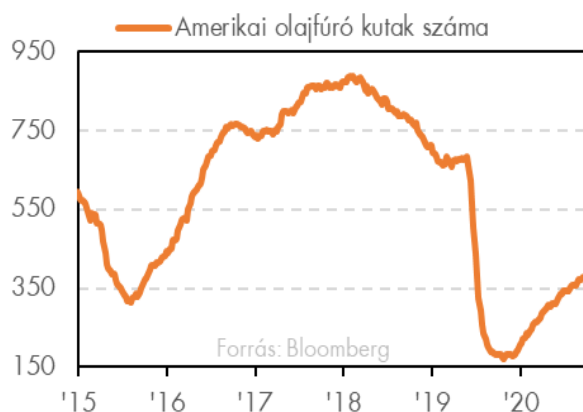
mértékben elmarad a kartell kitermelése a 2019-es szintektől. Egész éves alapon a világ olajfogyasztása valamivel a 2019-es szint alatt marad jövőre, napi 99,5 millió hordóval. Az energia ügynökség becslése szerint a fogyasztás helyreállítása is egyetlen lesz. Míg a benzin- és dízelüzemanyagok iránti kereslet jövőre megugrik, a távmunka növekedése és az elektromos járművek népszerűsége miatt még mindig körülbelül 1%-kal marad el a Covid előtti szinttől. A repülőgép-üzemanyag vásárlása is megugrik, de a légi közlekedés korlátai miatt 11%-kal marad a korábbi szint alatt. És mivel a fejlett világban kívüli országok még mindig a vírus új hullámai alatt szenvednek, a kilábalás regionális alapon is hiányosnak bizonyulhat.

A legalább három éve nem látott magas olajárak, a folyamatosan bővülő kereslet és az akár széteső OPEC+ mellett azt gondolhatnánk, hogy az **amerikai palaolaj kitermelők** kapva-kapnak az alkalmon, hogy kipótolják a hiányt. **Az olajcsapok kinyitása helyett a magas árak biztosítására tömegesen határidős kontraktusokat nyitottak** az elkövetkezendő időszakra, hogy így védjék meg magukat az esetleges árcsökkenéstől. Meglepő, de a jelenlegi árak mellett is milliárd dolláros veszteségük keletkezik a palaolaj kitermelőknek. Ez első félévben ez már 7,5 milliárd dollár lehetett. Az ok, hogy az amerikai kitermelés harmada 55\$-os szinten kerül értékesítésre, hiszen az egy évvel ezelőtti kötött határidős kontraktusokban ez az ár szerepelt. Az egy évvel ezelőtti bizonytalan, koronavírus környezetben a kitermelők örülhettek, hogy az akkor magasnak számító áron sikerült egy évre előre eladni a kitermelést. A júliusi OPEC+ ülés döntésképtelensége jelenti a legnagyobb kihívást a palaolaj kitermelők elhatározásában, hogy fegyelmezetten és a befektetői hozamra összpontosítva cselekszenek-e, szemben a növeke-

dés megszállott hajszolásával. Egyelőre beigazolódott a vállalt fegyelem, hiszen az amerikai kitermelés tavaly november óta a 10,9 – 11,2 mhp közötti ütemben hozott a felszínre, holott ezen időszak alatt 41\$-ról 75\$-ra emelkedett az amerikai könnyűolaj árfolyam. Amúgy csak a februári rendkívül hideg okozta finomítói leállások zökkentették ki a kitermelést a voltaképpen meghatározott sávból. Ugyanakkor július első hetében érdekes fejleményt kaptunk. A heti készlet statisztikák alapján **az amerikai kitermelés már 11,3 mhp**, amire 2020 májusa óta nem volt példa. Összehasonlításképpen a járvány előtt elért szint a rekordnak számító 13,1 mhp volt. Egyelőre egyszeri adatról van szó, így nem tudjuk, hogy ez egy új trend kezdete és a 2018 óta nem látott magas olajárak előhozták a kitermelési kedvet, vagy csak egyszeri megugrásról van-e szó. Ami a növekvő kitermelés malmára hajtja a vizet, hogy az **olajkutak száma** szeptember óta stabilan növekszik és már tavaly május óta nem látott 378 darabnál állnak. Az érdekesség, hogy legutoljára, mikor 11,3 mhp kitermelést mértek, akkor csak 258 darab üzemben lévő olajkút volt.

Az **EIA várakozásai szerint** Amerikában az idei évben 0,02 mhp-nal több olajat hoznak majd a felszínre 11,1 mhp mértékben, mint ahogyan azt korábban becsülték. Jövőre már 0,06 mhp-nal növel-

Visszapattanó fúrókapacitás



ték a várakozásukat 11,9 mhpn-ra. Ez volt az első pozitív kilátásbeli változtatás március óta. A piaci várakozások sokkal optimistábbak, különösen a 70 \$ feletti árszint fennmaradása esetében. Átlagosnak mondható a 0,2 mhpn idei és 0,4 mhpn bővülés 2022-re. Amúgy az EIA az idei évre 97,7 mhpn világkereslettel számol, ami egybevág az IEA becslésével, csakúgy, mint a jövőre várt 100 mhpn feletti szint.

Mindenesetre az **amerikai nyersolaj készletek** a félév végére hét hetes csökkenő trendben vannak, amire 2019 júliusa óta nem volt példa. Ugyanakkor már négyhetes intervallumban is napi 1,15 millió hordós a csökkenés, ami példátlan az adatok 1982 óta fennálló történelmében. Az állomány így már március óta nem látott alacsony 445,5 millió hordós szinten található. Részben ez a zsugorodás is segítette az olajárak erősödését. Az amerikai nyersolaj **import** nyolcheti átlaga tavaly októberben érte el mélypontját (5,3 mhpn) és onnantól kezdve – valószínűleg a megugró keresletnek köszönhetően – folyamatosan emelkedik és a félév végére már 6,4 mhpn-nál jár. Evvel szemben az **export** a járvány kirobbanása előtt érte el maximumát 3,7 mhpn ütemmel, szintén 8 hetes időtávon mérve. Az elmúlt két év volatilisnak bizonyult a kivittlétlően, de júniusi végére már 3,3 mhpn volt. A **finomítói kapacitás** kihasználtság tavaly márciusban a járvány hatására még csak a 2008 őszén partot érő lke hurrikán idején tapasztalt leállás óta nem látott visszaesést 67,6%-ot mutatott. Azonban a februári példátlan hideg okán, aminek hatására befagytak a gázvezetékek, ami a finomítók energiaellátását biztosította, sosem látott alacsony szintre 56%-ra esett. Az ország finomítói kapacitásának döntő hányadát adó texasi Mexikói-öböl térsége szó szerint lefagyott. A kilábalás szerencsére viszonylag gyors volt. Sőt, áprilisra már a

járvány előtti 86% feletti kapacitással működtek a finomítók, ami júliusra 93%-ra nőtt tovább. Evvel visszatért az iparági kihasználtság a 86 – 96% közötti tartományba, ami 2013 – 2020 között volt jellemző. Szükség is van a megnövekedett finomításra, hiszen fokozatosan nő a finomított termékek (benzin, dízel, kerozin) iránt a kereslet. Az üzemanyag igény kifejezetten erőteljesen tér vissza. Július első hetében már rekord mértékű 10,043 mhpn volt a benzinkereslet. Holott a benzinárak országos átlagban már 2014 óta nem látott magasságban vannak. Ez azonban nyers adat, ami rendkívüli volatilitást tud mutatni. Idén februárban 7,207 mhpn is volt. A korábban használt nyolc hetes mozgóátlag alapján még csak 9,3 mhpn-nál jár a benzinkereslet, ami nagyjából a 2014-2020 között fennálló 8,7 – 9,9 mhpn közötti sáv közepe.

Az amerikai könnyűolaj ára hat hét emelkedés után július első teljes hetében csökkent először, de az továbbra is az áprilisban kijelölt emelkedő trendcsatornában található. Amúgy ez a trendcsatorna a tavaly novemberben megkezdett és márciusban kifulladás emelkedés tükörképe. Július elején az amerikai határidős olajár legalábbis 2014 november óta nem látott magasságban is járt, de a 75\$ felett meglehetősen ritka már a levegő. A 80\$ jelentős ellenállás, ami felett utoljára a 2011 – 2014

Törtető olajár (WTI \$)



közötti időszakban volt a nyersolaj. Azóta az Amerikában lett palaolaj kitermelés és az OPEC+ is megalakult. Egyes becslések szerint az olajtermelők kutatására és kitermelésére fordított globális kiadásai 2021-ben csak 5%-kal növekednek majd éves szinten a tavalyi 25%-os becsült visszaesés után. Így kevesebb olajtartalék bővülés várható rövid és középtávon, amivel felgyorsul a globális termelés természetes visszaesése. Ez is a magasabb árak irányába hat. Ám, ez csak a kínálati oldal. A **keresleti oldalon** bár jelentősen nőtt főleg a feltörekvőpiaci igény a kőolajra ezen országok gazdagodásával párhuzamosan, de ezzel egy időben jelentősen nőtt az alternatív energia részesedése. Egyre több esetben sokkal olcsóbb a szél és nap energiából biztosítani az áramellátást a környezetkímélőbb földgázról nem is beszélve. Az erőművek mellett a gépjárművekben is megfigyelhető ez a hatékonyságjavulás, ha nem is az alternatív meghajtású autó világszintű térnyerésében, de a motorok gazdaságosságában. A 70\$, ahol a 200 havi mozgóátlag is található erős támaszt nyújt a csökkenésében, ami alatt a 2019-es csúcs, 65\$-os környéke (63 – 66\$) kerülhetne képbe. 2018 utolsó negyedében már láthattunk drasztikus árcsökkenést – 77\$-ról 42\$-ig – holott akkor nem állt fenn a széthulló OPEC veszélye. A szezonális hatásokat vizsgálva az elmúlt öt év átlagát nézve, szeptember végére körülbelül ugyanaz az olajár szokott lenni, mint július elején. **Hosszú távon, 4-5 éves időtávon a határidős piacok és az elemzői konszenzus is 60\$-os olajárral számol.**

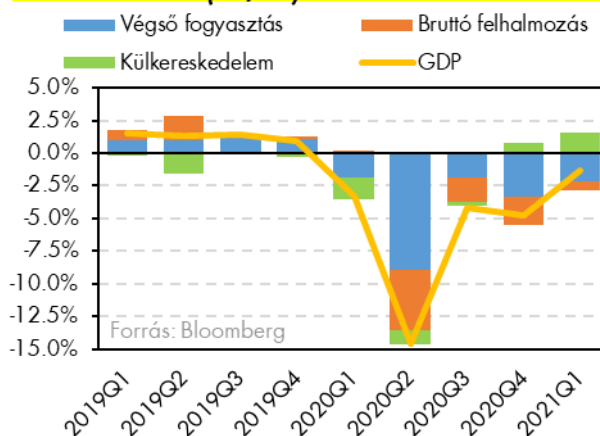
Blahó Levente,
levente.blaho@raiffeisen.hu,
+36-1-484-4301

Euróövezet, Várnál gyorsabb fellendülés

A gazdasági kibocsátás az év első negyedévében tovább csökkent, bár már visszafogottabb ütemben, mint 2020 utolsó negyedévében. A negyedéves GDP -0,6-ról -0,3%-ra, az éves pedig -1,8-ról -1,3%-ra emelkedett. A Bloomberg előzetes elemzői konszenzusa a negyedéves adatra vonatkozóan -0,8, az évesre pedig -2% volt. A térség gazdasága tehát a vártnál ellenállóbbnak bizonyult a legutóbbi járványhullámmal szemben, amely főképp annak volt köszönhető, hogy a külső kereslet is sokkal erősebb volt, mint ahogy azt a piac előzetesen gondolta volna. A fogyasztás az elhúzódó korlátozások miatt a negyedév jelentős részében a szolgáltatásokat is földhöz vágta (-1,2 százalékpontos hozzájárulást eredményezve a GDP növekedéséhez), ezzel szemben a rendkívüli ütemben élénkülő kivitel és az ehhez gyorsan alkalmazkodó beruházások mentén az ipar tovább erősödött. Az Oxfordi Egyetem adatgyűjtése szerint a járványügyi korlátozások mértéke a legtöbb tagországban csökkent ugyan Q2 során, de még mindig bőven meghaladja a 2020 nyarán tapasztaltakat. Előretekintve az akkori szintek 2021 Q3-nál előbb nem is lesznek elérhetőek az újabb és agresszívabb vírusvariánsok miatt, amelyek a nyájimmunitáshoz közeledve is fokozott óvatosságra készítetik a kormányokat. A gazdaság teljesítménye szempontjából persze az mindenképpen kedvező fejlemény, hogy az érintett szektorok többsége mára többé-kevésbé megtanult együtt élni a nagyobb bizonytalansággal, miközben maga a kereslet is jóval stabilabb lábakon áll, mint a korábbi negyedévekben.

Az euróövezeti kompozit BMI Q2 során végig emelkedést jelzett, júniusra ráadásul 15 éves csúcsára kapaszkodott vissza (együtt az új megrendelések növekedési ütemével), azaz a feldolgozóipar és a szolgáltatások együttes teljesítménye másfél évtizede nem bővült olyan erőteljesen, mint Q2 végén. **A kínálat mindeközben továbbra is csak nehezen tud lépést tartani a kereslettel, ennek mentén a bekerülési költségek rekordmagas ütemben, a munkaerőpiaci kapacitások pedig három éve nem látott gyorsasággal nőnek.** A kompozit BMI erőteljes emelkedése elsősorban a feldolgozóipar érdeme, amely immáron egy éve bővül töretlenül. A szolgáltatói aktivitás ezzel szemben hét rendkívül gyenge hónapot követően csak áprilistól kezdett ismét emelkedni, Q2 végére azonban a normalizálódás üteme már 2007 júliusa óta nem látott szintjére kapaszkodott vissza. Ami pedig a rövid távú kilátásokat illeti, azok nem csupán a BMI-k alapján, hanem a legtöbb felmérés szerint tovább javultak az elmúlt hónapokban, többségében ráadásul korábban soha nem látott mértékben és szintekre és főképp a szolgáltatói ágazatok szereplőinek köszönhetően. Az Európai Bizottság által készített euróövezeti gazdasági hangulatindex pl. júniusban a megugró szolgáltatói bizalom mentén 21 éves maximumára erősödött tovább.

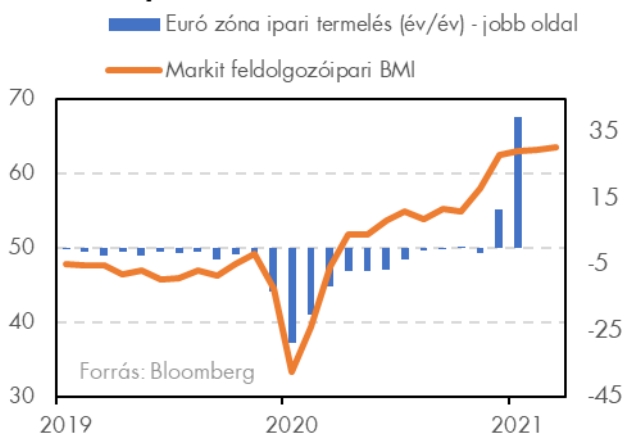
Euróövezet GDP (év/év)



Rövid távon valószínűleg a fogyasztás marad a növekedés legfőbb motorja, feltéve persze, hogy a járványügyi korlátozások az optimista forgatókönyvek szerint a nyájimmunitáshoz közeledve minimálisra mérséklődnek, végül pedig teljesen el is tűnnek. A megtakarítási ráta 2020 Q4 után 2021 Q1-ben is emelkedett (21,5%-ra), a 2020 Q2-es mindenkorai csúcsból (25%) azonban továbbra is elmarad, 2021 Q2 során pedig valószínűleg ismét lefelé veszi az irányt. Természetes szintje a válság előtt 12-13% körül alakult, vagyis amikor oda visszatért a mutató, akkor beszélhetünk arról, hogy sem a korlátozások, sem pedig a nagyobb óvatosság miatti tartalékképzés nem fékezi már a fogyasztást. Egyébként a lakossági vagyon a jelenlegi tőzsdei és lakáspiaci trendek fennmaradásával a következő negyedévek során tovább nőhet, a hitelezés pedig ezzel párhuzamosan még inkább élénkülhet (a kihelyezések növekedési üteme már a válság előtti szinteken áll). Az euróövezeti lakáspiaci árak az Eurostat adatai szerint a 2020 Q2-es és Q3-as 5% után Q4-ben már 5,6, 2021 Q1 során pedig 5,8%-kal álltak magasabban, mint egy évvel korábban. Azóta a legtöbb tagországi felmérés csak még tovább gyorsuló drágulásról árulkodik, miközben az elmúlt negyedévek számai is már példa nélküliek 2006 óta. A mostani gazdasági összeomlás abban mindenképpen eltért az előzőektől (globális pénzügyi válság, dél-európai adósságválság), hogy a nagyvárosokból való kiszakadás, illetve nagy általánosságban az elkülönülés korábban soha nem látott népszerűsége tette szert a járványügyi helyzet jellegéből kifolyólag, mindemellett pedig a munkaerőpiac is sokkal ellenállóbb volt a különböző munkahelyvédelmi programoknak köszönhetően, így a munkanélküliség sem pattant el olyan mértékben, mint amit a korábbi válságok során tapasztalhattunk. **Az euróövezeti munkanélküliségi ráta március-**

áprilisban 8,1, májusban már csak 7,9% volt, miközben 2020 során még a 9%-ot sem érte el. Némi szerencsével néhány negyedéven belül a mutató gyorsan visszaüllyed a 7%-nál alig magasabb természetes szintjéhez, amely mellett a munkaerő piaci többlet kapacitások is gyorsan felszívódhatnak. A foglalkoztatás Q1-ben a GDP-hez hasonlóan 0,3%-kal csökkent ugyan, Q2-ben azonban a legtöbb felmérés (BMI-k, Ifo, ZEW) ismét emelkedést jelez, ráadásul sok éve nem látott ütemben. Az előző negyedévekben relatíve magasabb bérnövekedési ütemek alacsonyabb szintekre állhatnak be közép távon a munkaerő piaci kereslet-kínálati egyensúlytalanságok elhalványulásával. Q1-ben az éves index már csupán 1,5% volt, ami a 2020-as 3% feletti, illetve az előző évtizedes közel 2%-os átlagot is alulmúlja. Az elkölthető jövedelem nagyságát persze nem is ez utóbbi, sokkal inkább az infláció veszélyezteteti közép távon, amely a munkából származó reálkereseteket 2021 második felében akár még erodálhatja is. Mindeközben jó hír az, hogy a fogyasztói bizalom már Q1 során is erősödött, Q2-ben pedig bőven a válság előtti szintekre kapaszkodott vissza, az átoltottság fokozatos emelkedésével pedig várhatóan folytatódik a trend, még inkább támogatva a keresletet.

Euró zóna ipar vs BMI



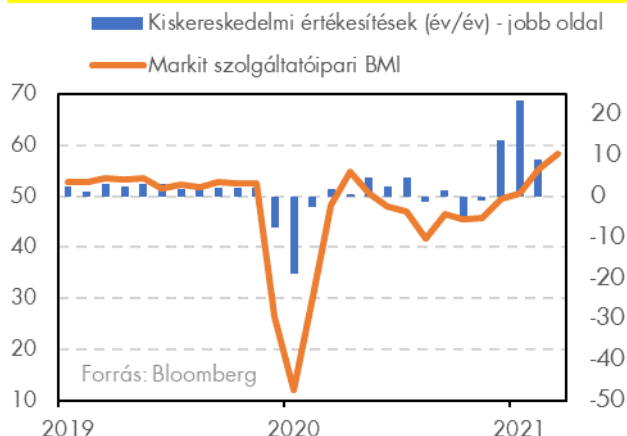
A nem építőipari vállalati beruházások Q1-ben 0,4%-kal visszaestek ugyan 2020 Q4-hez képest, Q2 során azonban a legtöbb rövid távú konjunktúra mutató alapján jelentős mértékben emelkedhettek, 2021 hátralevő részében pedig ez a trend valószínűleg fenn is marad. **A beruházási ráta mindenképpen fokozatosan emelkedik. Q1-ben már 23,9% volt (amely a 2020 Q1-es 25,1% óta a legmagasabb érték).** A különböző üzleti bizalmi indexek az egetek verik. A kínálati kapacitáskorlátok felszámolására tett erőfeszítések a közelmúltban megjelent rövid távú előretekintő mutatók alapján egyre látványosabbak még úgy is, hogy a cégek többségének mérlegszerkezete azért koránt sem olyan egészséges, mint a válság előtt volt. Finanszírozási nehézségek egyes szektorokban változatlanul fennállnak, nagy átlagban azonban inkább az a jellemző, hogy a válságkezelő és a gazdaság újraindítását célzó kormányzati és szupranacionális programokkal megtámogatott egészségesebb ágazatokban a többség az erőteljes előremenekülést választja a rendkívüli ütemben élénkülő globális kereslet mentén.

Az elmúlt hónapok áruforgalmi adatai rendkívül vegyesen alakultak, összességében azonban fokozatos javulást tükröztek a vizsgált időszakig. Visszatekintő adatok áprilisig állnak rendelkezésre, ahol éppen az előző évi rendkívül alacsony bázisból fakadóan szembetűnően magas kétszámjegyű megugrásokat láthattunk. A kivitel 43,2, a behozatal pedig 37,4%-kal nőtt 2020 áprilisához képest a kiigazított adatok alapján. Valamelyest tisztább képet ad, amennyiben a január-áprilisi kumulált statisztikát szemléljük, amely az export esetében 8,9, az importnál pedig 7,9%-os bővülést mutatott. Ezek a számok már a korábbi évek dinamikusabb gazdasági teljesítményével egyeztetethetők össze. A folytatást illetően a május-júniusi Q2-es adatok már önma-

gukban is rendkívül erősek lehetnek, nem csupán a mély bázis miatt. Erre engednek következtetni a BMI-k részletei, amelyek szerint az új export megrendelések növekedési üteme Q2 végére a rendkívül erős feldolgozóipari exportkeresletnek köszönhetően korábban soha nem látott ütemben emelkedett tovább. Az euróövezeten kívüli kereslettel kapcsolatos várakozások persze rendkívül vegyesek, főképp annak függvényében, hogy a járványügyi helyzet tekintetében már normalizálódott, avagy még többnyire korlátozásoktól terhelt gazdaságokról beszélünk. **A 19 tagország kivitelének (azon belül feldolgozóiparának) elsődleges felvevőpiacai (USA, Egyesült-Királyság) azon gazdaságok közé sorolhatóak, amelyek kilátásai a közelmúltban is javultak.** Összességében, rendkívül nehéz megbecsülni, hogy a belső, avagy a külső kereslet alakul-e majd erőteljesebben a közeljövőben a fentiek fényében, illetve ennek mentén azt, hogy a külkereskedelem milyen mértékben tudja majd támogatni a GDP-növekedést, amelyet az idei és a jövő évre vonatkozóan is egyre optimistább várakozások öveznek.

2021-ben 4,5%-os, 2022-ben pedig 4,3%-os növekedést vár a piac a 19 tagország egészére vonatkozóan azzal a feltevéssel, hogy újabb, a korábbiakat visszaidéző ál-

Eurózána kisker vs BMI



talános korlátozások az átoltottság emelkedésének köszönhetően már nem jönnek.

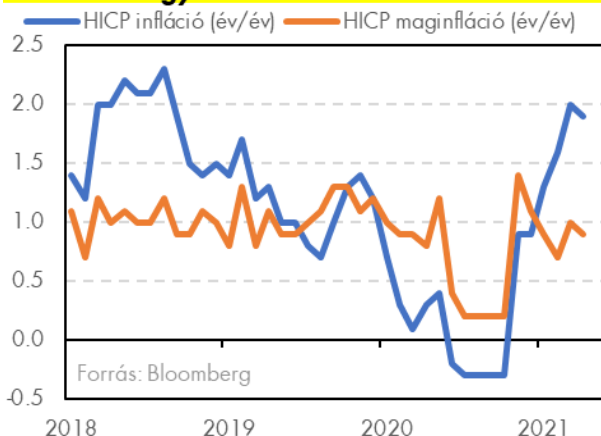
A 2021-es konszenzus Q2 során 0,5, a 2022-es pedig 0,2 százalékponttal javult. Az Európai Központi Bank júniusban 4,6, illetve 4,7%-os (azaz a májusinál 0,6 százalékponttal magasabb), az Európai Bizottság pedig júliusi alapforgatókönyvében (a korábbi 4,3, illetve 4,1%-kal szemben) 4,8, illetve 4,5%-os bővüléssel számolt az idei és a jövő évre vonatkozóan. A piac az elmúlt negyedéveket jellemzően néhány tized százalékponttal alulbecsülte, ennek mentén nem feltétlenül tűnik alaptalannak a jelenlegi kincstári optimizmus.

Mindeközben az infláció a monetáris politika horizontján a jelek szerint visszafogottan alakulhat, még úgy is, hogy időközben az idei évet még szemmel láthatóan hektikusabb adatok jellemzik.

A tavalyi év bázishatása tavasszal az euróövezeti inflációra is rányomta a bélyegét, amely következtében a drágulás üteme a tavaly júniusi 0,3, illetve idén januári 0,9 után 2021 Q2 végére már 1,9%-on állt (májusban pedig még ennél is magasabban, 2%-on tartózkodott). Az okok elsősorban az energiaárak előző évi összeomlásával, illetve egyes indirekt adók járványügyi helyzet miatti lefaragásával hozhatók összefüggésbe, amelyeken felül a három éve nem látott inflációs csúcsokat még kínálati oldali anomáliák is konzerválhatják rövid távon. A piac és a szabályozó nem aggódnak, a várakozások többségében arról szólnak, hogy ezen átmeneti tényezők 2022-re már jórészt eltűnnek. Az Európai Központi Bank júniusi előrejelzése szerint idén átlag 1,9, jövőre 1,5, majd azt követően 1,4% lesz az infláció. Márciushoz képest csupán az első kettő emelkedett valamelyest, vagyis a monetáris politika horizontján rendkívül horgonyzott a várakozás. A piaci árazás sem sokkal magasabb ennél az inflációt követő állampapí-

rok szerint. Az öt év múlva kezdődő ötéves időszak éves átlaga az elmúlt hónapokban 1,5-1,6% körül alakult. A monetáris politika klasszikus elemei, úgy mint a 0%-os alapkamat, vagy éppen a -0,5%-os betéti kamat, amely az elmúlt években az irányadó kamat szerepét is betöltötte, 2021 során még biztosan nem, de még 2022-ben is csupán nagyon csekély valószínűséggel változnak. **A 2%-os inflációs célkövetés szimmetrikus keretrendszerében a kamatok emelésével a szabályozó valószínűleg kivár addig, amíg a jelenleg érvényben levő eszközvásárlási programokat részlegesen, vagy teljes egészében ki nem vezeti a piacról, amiről egyébként még ugyancsak rendkívül korai beszélni.**

A hozamokat jelenleg is a közelmúlt sávjának alsó széle körül stabilizáló 1,85 billió eurós vészhelyzeti állampapír vásárlásokat számolhatja fel első körben az Európai Központi Bank. Ennek kezdete valamikor 2022 során várható, de még a döntéshozói kommunikáció sem egységes a kérdésben, hogy mikor volna indokolt nekifogniuk. Christine Lagarde mindenesetre kitart amellett, hogy még korai beszélni róla. Mondja ezt feltehetően azért, mert a válság jellegéből adódóan azt majd valóban csak a visszapillantó tükrökben fogjuk látni, hogy a gazdaság 2021

Eurózána fogyasztói infláció

során tényleg helyreállt-e, megindultak-e az állam-adósság leépítések, nem kellett-e újabb korlátozókat bevezetni a még magasan átoltott fejlett piacokon, így az euróövezetben is, és tényleg el lehet-e venni a 2020-as év legfontosabb pénzügyi piaci támaszát Nyugat-Európában.

A visszafogottabb inflációs és szigorítási kockázatok az euró számára Q3 során további gyengülést vetítenek előre más fejlett piaci devizákkal, így a dollárral szemben. **Az EUR/USD lényegében a hozamok elmúlt negyedévekben látott emelkedését, majd a közelmúltban megfigyelt csökkenését követi le.** Ez a fajta együttmozgás akár még szorosabb is lehet a közeljövőben. Az irány a technikai összkép és a nettó pozícionáltság alapján is inkább lefelé mutat. A várható szórás jelentősen konszolidálódott mostanra, vagyis olyan nagy elmozdulás a mostani szintekhez képest rövid távon nem várható. Kérdés persze, hogy az elmúlt fél év emelkedő trendje is megtörik-e az által, amilyen irányt most az Európai Központi Bank előre vetít a gazdaság és a monetáris politika számára, avagy a piac, esetleg az USD valami más pályát jelölnek ki az év hátralevő részében.

Pálffy Gergely
gergely.palffy@raiffeisen.hu
+36-1-484-4313

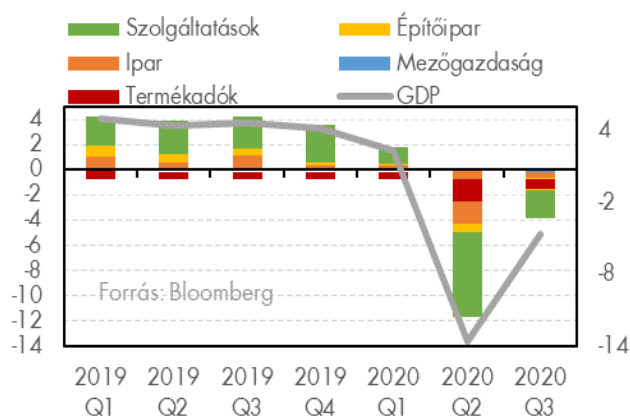
Magyar gazdaság, A 4. hullám előtt

Három hónappal ezelőtt arra számítottunk, hogy „a korlátozások fokozatos feloldásra kerülnek a második negyedév során, és a nyár elejére visszatérhetünk a teljes normalitás közelébe. Hacsak nem érkezik olyan veszélyes mutánsa a vírusnak, amelyik kicselezi a ma használt oltóanyagokat, akkor fellelégezhethetünk, és a gazdaság talpra állhat.” (Raiffeisen Stratégia, 2021. 2. negyedév). Várakozásunk első része valóra vált. **A gyors oltási kampány lehetővé tette, hogy viszonylag hamar visszatérjen Magyarországon az élet a rendes kerékvágásba.** Ami az új veszélyes vírusvariánsokat illeti, sajnos úgy tűnik, hogy **a negyedik hullám nem lesz elkerülhető:** a delta- (korábbi nevén indiai) vírus-változat Ázsia után Európában is terjed, és Peruban is megjelent egy új típus (lambda). A jó hír azonban az, hogy az oltások többsége valamekkora védettséget ezekkel szemben is ad. Így a közeledő negyedik hullám **remélhetően sem egészségügyi sem pedig gazdasági szempontból nem okoz olyan súlyos veszteséget, mint az előző hullámok.** Amellett a probléma mellett azonban nem lehet szó nélkül elmenni, hogy a hazai 5.5 millió beoltott viszonylagos biztonságával szemben áll a többiek védtelensége. Sajnos ez még jelenthet komolyabb kihívásokat, akár már negyedéves távlatban is... Az alapforgatókönyvünkben ugyan nem számolunk újabb, a gazdasági tevékenységet korlátozó intézkedésekkel, de tisztában vagyunk azzal, hogy a legrosszabb esetben sor kerülhet erre is.

A gazdasági helyreállítás még az általunk vártnál is gyorsabb ütemben zajlik. Az első negyedévben az előrejelzések átlagához képest 2 százalékponttal jobban teljesített a magyar gazdaság – ez egyéb-

ként szinte kizárólag az állam gazdasági tevékenységeinek (fogyasztás, beruházások stb.) az eredménye volt. A második negyedévben a nagyon gyenge bázisadatok és a folyamatban lévő újra indulás miatt a GDP éves növekedési mutatója 12% körüli lehet majd a rendelkezésre álló statisztikai adatok (ipar, építőipar, külkereskedelem, kiskereskedelem, munkaerőpiac) alapján. **Az év egészére szóló növekedési várakozásunkat 6%-ra emeltük.**

GDP termelési oldala (%)



A gazdaság újraindításáról és a kormány-jegybank csörtéről

A nyár elején megtartott gazdasági csúcson **az MNB és a kormány** képviselői is kifejtették elképzeléseiket a gazdasági újra-indításról. **Vannak dolgok, amiben egyetértés van, de van egy jelentős eltérés is a kívánatos gazdaságpolitika megítélését illetően.** Bár véleményünk szerint az előbbiek vannak túlsúlyban, de – érthetően – nagyobb visszhangot az utóbbi kapott. Miközben **az MNB a pénzügyi egyensúly gyors helyreállítását sürgeti és a 3% alatti költségvetési hiány mihamarabbi célba vételét szeretné látni** a kormány oldaláról, a tavalyi GDP arányosan 8% fölötti deficitet **követően a kormány idénre 7,5%-os, jövőre pedig közel 6%-os hiánnyal tervezi a költségvetést.** A fenti vita háttérében a jegybank alacsony inflációs mandátumának (ami az árstabilitás megteremtéséről és fenntartásáról szól) és a kormány céljainak (választások előtti sikeres újraindítás) az ütközése áll.

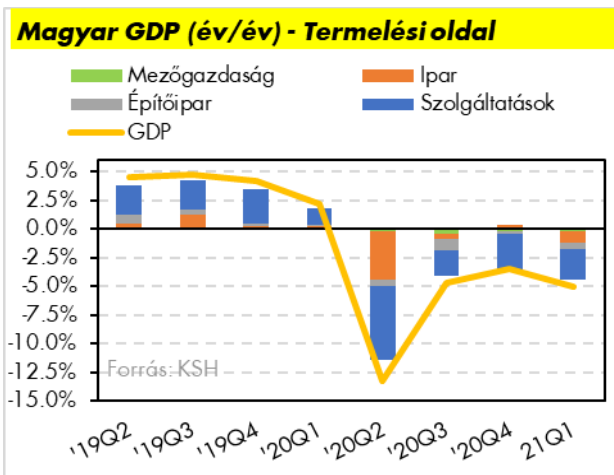
Nem csoda hát, hogy amint május elején a kormány jövő évi költségvetési tervei nyilvánosságra kerültek, azonnal fel is lángoltak körülötte a viták és mind a Magyar Nemzeti Bank, mind a Költségvetési Tanács is kritikus véleményt fogalmazott meg, elsősorban azért, mert a tervek szerint csak kismértékben csökken az államháztartási hiány.

Ami a hazai gazdaságpolitikai **vita mögött** van, az egy **általános jelenség** szerte a világban, és **korszakos változásokra** világít rá. A gazdasági válságok során koncentráltan vannak jelen a nagy változások mind a gazdaságban, mind pedig a gazdaságpolitikában – így a kettejük kapcsolatának a tanulmányozása igazi csemegének számít a

közgazdászok számára. Ezek az időszakok különösen intenzíven támogatják a közgazdasági elmélet-építést és tesztelést és hozzájárulnak a gazdaság működéséről és az ideális gazdaságpolitikáról alkotott tudományos elképzelések fejlődéséhez.

El kell fogadnunk azonban azt, ahogy általában a társadalomtudományokban, úgy a közgazdaságtanban sincsenek abszolút igazságok. Előfordulhat, hogy ugyanannak a jelenségnek a megítélése kapcsán eltérő közgazdasági felfogás mentén egymásnak ellentmondó következtetések és a gyakorlati gazdaságpolitikai ajánlások születnek.

Mindazonáltal tagadhatatlanul létezik olyan, hogy „**mainstream**” **közgazdasági gondolkodás** - ezt nevezzük magyarul fősodornak. Ez azonban **idővel és a közgazdaságtudomány fejlődésével változik, folyamatosan reflektálva a friss gondolatokra.** Mindennek nem csak elméleti, hanem gyakorlati szempontból is nagy a jelentősége, hiszen **az alkalmazott gazdaságpolitikát befolyásolja az, hogy a közgazdaságtan tudománya milyen receptet ajánl,** különösen, amikor ezeket az ajánlásokat átveszik és a saját repertoárjukban illesztik a meghatározó kutató-, és tanácsadó-intézetek, nemzetközi intézmények



és megjelennek az optimális gazdaságpolitikáról, valamint a válságkezelés kapcsán alkalmazandó gazdaságpolitikai megoldásokról szóló ajánlásaikban, és végül az egyes országokban alkalmazott gazdaságpolitikában is.

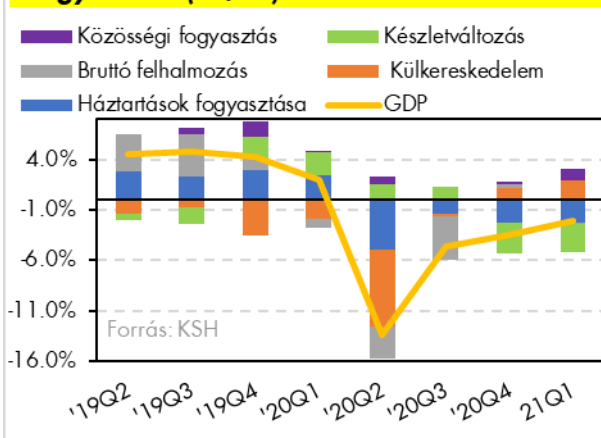
Hosszú ideig az **anticiklikus gazdaságpolitikai ajánlások** voltak a mérvadók a közgazdasági fősodorban. Nagyon röviden ez abból indul ki, hogy a gazdasági növekedést két komponensre lehet bontani: a trendre, (avagy természetes növekedési rátára, arra, ami a termelési tényezőkből „kijön”) és a ciklusra (amit az üzleti ciklusok hozzátesznek a trendhez vagy éppen elvesznek belőle). Ebben a felfogásban arra szükséges törekedni a gazdaságpolitikának, hogy a gazdaság minél közelebb legyen a természetes növekedési pályájához, vagyis **a jó gazdaságpolitika feladata az üzleti ciklusok által okozott kilengések csökkentése**. Ha pozitív az üzleti ciklus, tehát a trend feletti a növekedés - túlhevül a gazdaság – akkor visszafogja a keresletet (a jegybank kamatot emel, a kormány csökkenti a költségvetési hiányt), ha pedig negatív az üzleti ciklus és elmarad a növekedés a trendtől, akkor élénkíti a keresletet (kamatot csökkent, növeli a költségvetési hiányt). Tehát a ciklussal szembe megy. Ez a szemlélet volt az uralkodó, és ez határozta meg a legutóbbi időkig az Európai Bizottság gondolkodását, és így gazdaságpolitikai ajánlásait is.

Bármilyen elegáns is a fenti növekedési elmélet, alkalmazása során **több gyakorlati problémával is szembesültek a közgazdászok**. Egyrészt **a trendnövekedés pontos kiszámítása** olyan kihívás, ami ahhoz hasonlít, amikor egy fekete macskát próbálunk lokalizálni egy fekete dobozban – **gyakorlatilag lehetetlen**. A másik ilyen probléma pedig az, hogy a megfigyelések szerint a

ciklus befolyásolja a trendet. Másképpen megfogalmazva nagy **hatással van a múlt a jelenre**, egy adott gazdaság bizonyos jellemzői meglepő állandóságot mutatnak a gazdasági környezet jelentős mértékű megváltozását követően is. Ha például nagyon magas egy gazdaságban a válság (negatív ciklus) idején a munkanélküliségi ráta, akkor a válság elmúltával a fellendülés idején is viszonylag magas marad – de ez lehet fordítva is. **Ezt a jelenséget hiszterézisnek nevezzük**. Amennyiben viszont ez igaz, akkor **az ideális gazdaságpolitikának arra kell törekednie, hogy amennyire és amennyi ideig csak lehet, tartsa magasan a gazdasági növekedést, alacsonyan a munkanélküliségi rátát stb. Ez a „high pressure”, vagyis a magas nyomású gazdaság** elméleti háttere.

Noha már az 1970-es évektől kezdődően cikkeztek róla (Okun, Tobin), a hiszterézis és a magas nyomású gazdaság gondolata a 2008-as pénzügyi válságot követően, a válság elemzése majd a megfelelő válságkezelési recept utáni kutakodás közben kezdett nagyobb figyelmet kapni. Először az Egyesült Államokban kerültek be a gazdaságpolitika gondolkodásába és eszköztárába azok az elemek, amelyeket a magas nyomású gazdaság elméleti modell-

Magyar GDP (év/év) - Felhasználási oldal



jéből eredeztethetünk. A hazai gazdaságpolitikát a 2010-es évek második felétől jellemezi ez a törekvés. Úgy tűnik, **hogy a covid válság kezelésének általános receptje is merít ebből a gondolkörből.**

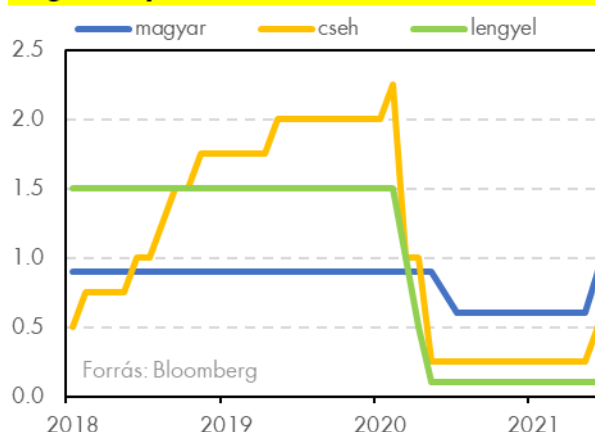
És már el is jutottunk a hazai jövő évi költségvetési tervekhez. Az idei évre tervezett 7,5% GDP arányos államháztartási hiány után, jövőre a kormány 5,9%-ot szeretne. Fényévekre vagyunk a válság előtti 3% alatti szintektől. Ilyen költségvetési politika mellett 2021-2022 ismét a magas nyomású gazdaság jegyében fog telni. Ezzel együtt pedig **vissza fog térni a covid-válság előtti időszakra jellemző gazdasági környezet is: magas gazdasági növekedés, magas beruházási ráta, gyors banki hitelnövekedés, alacsony munkanélküliségi ráta, és viszonylag magas infláció.** Az MNB problémája – érthetően - az utóbbival van. Nem valószínű ugyanis, hogy ebben a környezetben, ilyen jelentős kormányzati kereslet-élénkítés mellett 2022-ben sikerül az inflációt – az inflációs célnak megfelelő – 3%-on tartani. A Költségvetési Tanács problémája máskeletű, a szó szerinti indoklás a következő: „A Tanács tudomásul veszi, hogy a 3 százalékot meghaladó államháztartási hiányt az EU-s szabályok előreláthatóan lehetővé teszik (...) A hazai szabályozásban az Európai Unió által alkalmazott általános mentesítő záradékhoz hasonló mozgásteret a Stabilitási törvény csak a GDP csökkenése esetére ad.” Ez jogászai, nem pedig közgazdasági érv.

A magyar makrogazdasági politika fő törekvése a gyors gazdasági növekedés és ezáltal a gyors felzárkózási pálya megvalósítása. Az elméleti keretrendszer amelybe illeszkedik, egyre inkább elfogadottá válik, és fokozatosan a közgazdasági fősodor részévé válik. A **legnagyobb**

kockázata a velejáró viszonylag magas infláció. Ilyetén módon a kormány jövő évi költségvetési tervei az MNB számára jelentenek extra kihívást: hogyan kezelje azt a helyzetet, amikor a hitelességének megőrzését (vagy még inkább javítását) és a magas nyomású gazdasági modell támogatását is szeretné egyszerre megvalósítani? Képletesen fogalmazva, a magas nyomású gazdaság „forró kruppliját” a kormány az MNB kezébe dobta. Ezért kénytelen tehát az MNB kamatot emelni.

Egyébként szerte a világban talán az egyik legfontosabb és legnagyobb érdeklődést keltő gazdasági téma 2021-ben az infláció megemelkedése. Az, hogy a covid-válság okozta tavalyi mély recessziót követően a gazdasági helyreállítás az árak alakulására is hatással lesz senki számára nem volt kérdéses. Ezt a jelenséget nevezik reflációnak a közgazdasági szakirodalomban. Azonban **két, egymástól nagyon eltérő vélekedés van** azzal kapcsolatban, hogy ezt követően milyen inflációs pályára lehet számítani. Az egyik szerint **az infláció megemelkedése csak átmeneti, egyszeri hatásoknak köszönhető,** és a későbbiekben (vagyis nagyjából egy év távlatában) az infláció visszatér egy alacsonyabb – az inflációs célok közeli – tartományba.

Régiós alapkamatok



Egy népesebb másik csoport szerint azonban az infláció a későbbiekben is viszonylag magas marad, és nemhogy a covid-válság előtti egy évtized szuper-alacsony inflációja nem tér vissza, hanem **az infláció jó eséllyel a kitűzött inflációs cél fölött maradhat még évekig**.

Mindeközben **a covid-válság kezelésének a sarokköve magas államháztartási hiány mellett megvalósított keresletélénkítés**. Ebbe a sorba illeszkedik a hazai költségvetési politika is, ami mellett 2021-2022-ben vissza fog térni a covid-válság előtti időszakra jellemző gazdasági környezet is: magas gazdasági növekedés, magas beruházási ráta, gyors banki hitelnövekedés, alacsony munkanélküliségi ráta, és viszonylag magas infláció. Utóbbi miatt kellett az MNB-nek elindítani a kamatemelési sorozatot június végén. Az alapkamat 0,6%-ról 0,9%-ra emelkedett, és újra irányadó szerepet tölt be (az egyhetes betéti kamat ugyanis júniustól ismét megegyezik vele).

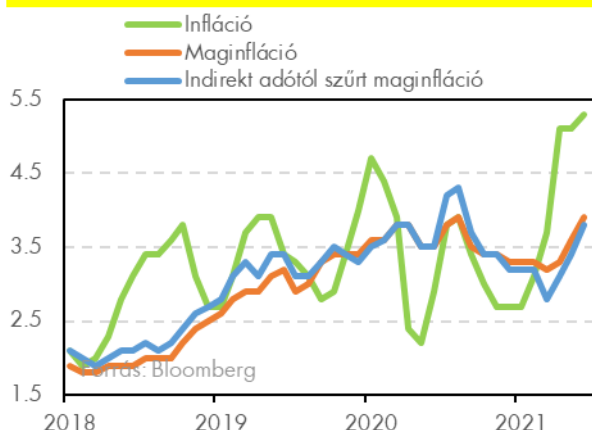
Hogyan tovább?

Ami az MNB kommunikációjából kiderül az, hogy

1. az inflációs kilátásokat övező kockázatok továbbra is felfelé mutatnak;
2. a Monetáris Tanács a havi kamatdöntő ülésén értékeli a monetáris kondíciók további szigorításának szükségességét;
3. **a kamatemelési ciklust pedig addig folytatja, "ameddig az inflációs kilátások fenntartható módon a jegybanki célon stabilizálódnak, és az inflációs kockázatok a monetáris politika időhorizontján újra kiegyensúlyozottá válnak".**

A monetáris politika időhorizontja 12-18 hónap. A fentiek alapján tehát az a kérdés, hogy milyen inflációs várakozásokkal rendelkezünk ezen az időtávon. Az MNB 2022 második felében már 3%-os, vagy ahhoz nagyon közeli inflációt jelez előre. Ami a maginflációt illeti, azt mi is hasonlóképpen látjuk, még ha a teljes fogyasztói inflációs adatban némileg magasabb (3,5% körüli értékre számítunk 12-18 hónap múlva). Ennek alapján nem 2021 júniusában, hanem hamarabb kellett volna elkezdeni a kamatemelést. Nyilván egyéb, az inflációt jelentősen befolyásoló tényezőkre (pl. tervezett fiskális politika, forintárfolyam) figyelemmel indult meg a kamatemelés. Így ezekre való tekintettel kell értékelnünk a kamatemelési ciklus jövőjét is. Véleményünk szerint az egyik **jegybanki cél lehet a forint árfolyamának a stabilizálása a korábbi szint (360-370) alatt**. Azt is gondoljuk, hogy nagyon **nagymértékű kamatemelkedés nem szerepelhet az MNB terveiben**. Bár többféle kamatpályát is lehetségesnek tartunk, azt tartjuk a **legvalószínűbb** forgatókönyvnek, hogy a forint árfolyamát sikerül 350 körül stabilizálni és így szeptemberben már abba lehet hagyni a kamatemeléseket. Ha a továbbiakban 15 bázispontos lépéssel halad az emelés, akkor ez 1,2%-os alapka-

Magyar infláció (év/év) változása



matot jelent. A piac egyébként ennél sokkal több kamatemelést áraz.

Ami a gazdasági újraindítási programot illeti, a kormányzati tervekben frissen megjelenő elemek az MNB által kivezetésre kerülő NHP Hajrá programját helyettesítő államilag támogatott újraindulási hitelprogramok a KAVOSZ gondozásában, valamint a gyereket nevelő szülők adóvisszatérítése. Az intézkedések politikai vetülete mellett érdemes megvizsgálni azt, vajon mennyire hatékonyan szolgálják azok a gazdasági helyreállást. Ehhez segítségül szolgálhat a kormányzati kiadások multiplikátorhatásának – vagyis, hogy az adott típusú kiadás mekkora gazdasági növekedési többletet okoz - az elemzése. **Minél nagyobb a multiplikátorhatás, annál hatékonyabb a válságkezelés.** A fentiek megítélését illetően a közgazdász szakma természetesen megosztott, de abban egyetértés van, hogy **azok a kormányzati kiadások, amelyek (1) a foglalkoztatást támogatják, és amelyeket azok címzettjei (2) gyorsan, (3) fogyasztásra vagy (4) beruházásra fordítanak, és amelyekről (5) tudható, hogy átmeneti jellegűek, jellemzően viszonylag magas multiplikátorral rendelkeznek.** Számunkra úgy tűnik, hogy az újonnan bejelentett intézkedések megfelelnek a fenti kritériumoknak.

Török Zoltán
torok.zoltan@raiffeisen.hu
+36-1-484-4843

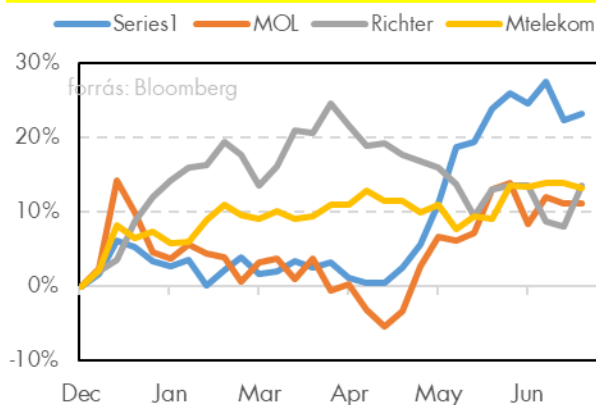
**Hazai részvénytőzsi,
Nyári megpihenés**

A hazai tőzsde vezető részvényindexe a második negyedév során a régiós versenyben csak a középmezőnyben végzett. Ahhoz képest, hogy április folyamán messze alulteljesítő volt ez szép teljesítmény, de ahhoz képest, hogy június elején még régió a második legjobbjára volt, csalódás. Különösen úgy, hogy májustól kezdve a **közvetlen konkurens lengyel WIG 20 index** verhetetlennek bizonyult. Az utóbbi 14,5%-os hozammal zárta a második negyedévet, míg a BUX index csupán 6,6%-kal. A lengyel piac felülteljesítése azért is lehet kritikus, mert a korábbi együtt mozgást követően 2019-ben vált el a két vezető index útja. **A BUX index rekord szintre tudott menni**, míg a WIG20 index továbbra sem tudta meghaladni 2018 év eleji csúcsait. Főként a külföldi befektetők, akik nagyjából egységesen kezelik a közép-kelet-európai régiót, átcsoportosították kitétségeiket Magyarországra a nagyobb hozam reményében. Ez eddig jó politikának is bizonyult. A negyedéves felülteljesítés ellenére fél éves időtávon a WIG20 index (10,4%) a régió legrosszabbja lett, de nem sokkal maradt le a BUX index-től (11,6%). Összehasonlításképpen az amerikai S&P 500 index 14,4%-ot produkált, ehhez képest a bolgár Sofix index (24,6%) a világ 10. legjobbjára lett az időszakban az osztrák ATX (21,8%) előtt. Érdekes figyelemmel kísérni a lengyel mutató alakulását, mert amilyen kedvező volt számunkra a friss tőke beérkezése annyira rossz lehet a tőke visszaáramlása.

A BUX index a tavalyi évben alulteljesítő volt, hiszen a vezető nyugati indexekkel ellentétben nem sikerült csak idén májusban meghaladni a járvány előtti szinteket. Hiába tört rekord szintre a Richter, ha az OTP és Mol hátráltatta az előrehaladást. Azonban

az index visszatért a 2016 óta fennálló emelkedő trendcsatornájába. A **technikai mutatók** is vételi jelzésen vannak, így közép és hosszú távon magasabb árszintre számíthatunk. Az 50000 pont is karnyújtásnyira található. Azonban az RSI a túlvett tartományból korrigál heti szintre, ami legalább átmeneti alulteljesítésre szokott utalni. Ez egybevág a gyér nyári forgalom mellett történő öt hete tartó csökkenő szériával. Az elsődleges támasz az említett emelkedő trendcsatorna alsó szára képez a 47000 pont alatt. Lejjebb az első negyedévet korábban tartó 41700 – 45000 pont tartománya következne.

A négy nagypapír teljesítményét nézve kiderül, hogy hiába állított be rekord szintet a Richter még áprilisban az azóta eltelt időszak korrekciójának köszönhetően a leggyengébb teljesítménnyel zárta a félévet, 6,1%-kal. Sőt, a második negyedévben 9,2%-os veszteséget produkált. A Mol január első hetét és június közepe között voltaképpen nem csinált semmit, hiszen mindkét alkalommal 11,6%-os hozammal rendelkezett. A félévi zárásra visszaesett az árfolyam, hogy összességben 7,7%-kal fejezze be. A Magyar Telekom lassú stabil emelkedéssel 12,4%-ot hozott össze, főleg az utolsó hónap teljesítményének köszönhetően. Az abszolút győztes az

H1 teljesítmény

OTP volt, ami június elején rekord értéket ütött meg. A bankpapír jelentős csökkenést szenvedett el a félév vége előtti hetekben, de így is 19,4%-kal drágult az időszakban. Jobban járt a befektető, aki csak a második negyedévben fogadott a papírra, hiszen ekkor 22,6%-ot hozott.

OTP

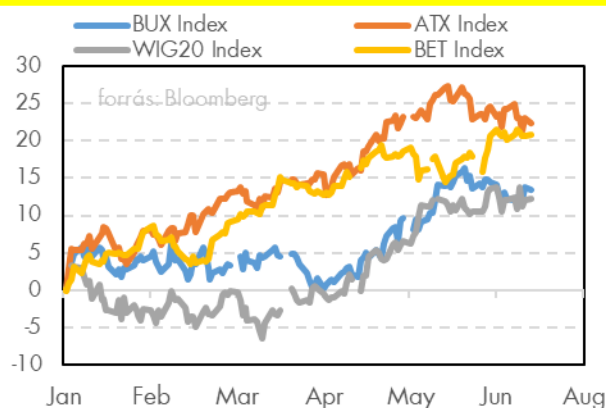
Mondhatni már megszokott módon várakozásokat felülteljesítve zárta az első negyedévet a legnagyobb súllyal szereplő BUX index tag. Ráadásul **minden eredménysonron sikerült éves szinten is növekedést összehozni. Sőt, a valaha volt második legnagyobb nyereségét könyvelhette el a legnagyobb hazai bank az idei év első negyedévében.** Csak 363 millió forinttal maradt el a rekord szinttől, ami 24 milliárd forintos korrekciós tételek mellett semmiség. Tőkeerős mivolta már korábban is Európa egyik legjobb bankjává emelte az OTP-t, de az elmúlt évek rekord döntő nyeresége már profitábilis szempontból is az élvonalba helyezik.

Ahhoz azonban, hogy a valaha volt legnagyobb első negyedéves eredményét összehozza a bank jelentős árbevétellel kell rendelkeznie. Bár a példátlan negyedik negyedévi 307,5 milliárd forintot nem sikerült meghaladni, de attól csak 2%-kal maradt el. Az éves növekedés így is 6%-os. Így is jutott még sosem látott esemény az időszakra, hiszen **a magyar alaptervekenység 125 milliárd forinttal új csúcst ért el**, ami a csoportbevételek 42%-át adta. A jelentősnek nevezhető javulás a teljesítő hitelállomány bővülésének és a nettó kamatmarzs emelkedésének köszönhető. Az előbbi negyedéves bázison 2%-kal 233 milliárd forintra nőtt, de a konszolidált betétállomány 3%-kal már 474 milliárd forintra erősödött. A hitelállománybővülés főleg a magyar, román és ukrán leánybankoknál volt figye-

lemreméltó 3-4%-os. Kiemelendő a magyar teljesítmény, ahol a fogyasztási hitelek 7%-kal, míg a kkv-hitelek 14%-kal ugrottak meg. A **hitelportfolió minősége nagyon jó** és ezt stabilan is tartja. Fedezettsége nagyon magas. A késedelmes hitelek aránya 3,73%-ra csökkent. A legrosszabb Stage 3 hitelek aránya 5,7%, de 63%-uk rendelkezik fedezettel. Bár újfent meghosszabbodott a járványhelyzetben elrendelt hitel moratórium a részvételi arány folyamatosan csökken. A hazai alaptervekenységben már csak 32,5%. A kamatmarzs 5 bázisponttal nőtt nagyrészt a magyar, illetve a horvát, ukrán és orosz leányoknak köszönhetően. Bár a bank hosszú távon az árrések csökkenésére számít, hiszen ahogy láthattuk **a betétállomány lényegesen meghaladja a hitelállományt.** Azonban a többlet likviditás kihelyezése az alacsony állampapír hozamok miatt korlátozza a marzs terét. Ebben jelenthet némi pozitív változást, hogy az MNB kamatemelési ciklusba kezdett az infláció legtorése érdekében, így már júniusban 0,9%-ra emelte az alapkamatot.

A közel rekord szintű eredmény eléréséhez elengedhetetlen, hogy a **költségek** is kordába legyenek tartva. Ez a 154,2 milliárd forint az első negyedévben 2%-kal alacsonyabb volt, mint tavaly év végén és 8%-kal elmaradt 2020 azonos időszakához ké-

Alulteljesítő BUX index (%)



pest. A javulás oroszlánrésze az új leánybankoknál végrehajtott racionalizálás (létszám leépítés, fiók bezárás) révén valósult meg. **Az OTP sikeresen megszerezte Szlovénia legnagyobb bankját**, az NKBM-et egyes híresztelések szerint 1 milliárd euróért. Evvel a korábbi 5,4%-os piaci részesedéséről közel 30% fölé emelkedik a bank piaci részesedése. Evvel a második legnagyobb bank lesz a portfólióban a magyarországi tevékenység után. A vásárlással 13 milliárd euróval nő majd eszközállománya.

Az elemzői várakozások a banki **céltartalékolás** soron csúsztak el. Bár a tavalyi első negyedévben még rekord mértékű 91,7 milliárd forint biztonsági tartalékot képezett a bank a járványügyi bizonytalanságok miatt, ez a mennyiség a negyedik negyedévre már 52,1 milliárd forintra mérséklődött. Így is meglepetést okozott a még jelentősebb zsugorodás 8,5 milliárd forintra. A legnagyobb tétel Magyarországon (4,6 milliárd forint), illetve Bulgáriában (4,6 milliárd forint) jelentkezett.

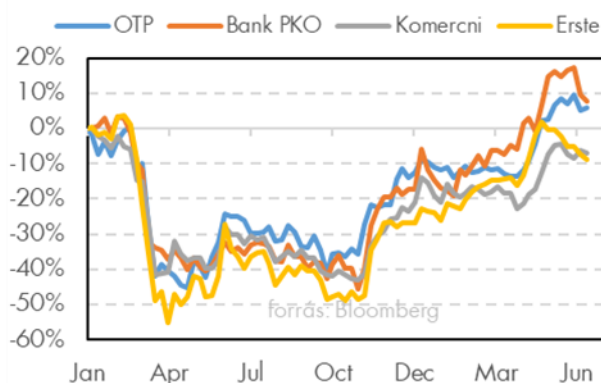
Továbbra is igaz a bankpapír részvényére, hogy magas **árazáson** forog, de az előbb felvázolt teljesítmény alapján ez nem meglepő. Kevés bank van a kontinensen, de még a világon is, amelyik 15% feletti ROE-val rendelkezik. Az árazás ennek megfelelő. Érdekeség, hogy P/E alapon továbbra is az egyik legolcsóbb bankpapír a régióban. Az OTP 12-havi előzetes P/E rátája már a 2018 óta nem látott magasságban található. Nem meglepő ez, ha figyelembe vesszük, hogy a félév végére rekord szintre (17025) emelkedett az árfolyam. Az októberben megindult emelkedő trend továbbra is ép és sikerült a 2015 óta fennálló emelkedő trendcsatornába is visszakerülni. Ugyanakkor a nyári hónapok nem a rekordszintek beállításáról híresek a történelmi távlatok alapján. Négy hónapja emelkedik a

bankpapír árfolyama, ami az elmúlt években rendszerint alulteljesítéshez vezetett. Fontos támasz a 16000Ft, ami alatt a 15200Ft környéke állíthatná meg a csökkenést, mint a hosszú távú emelkedő trend alsó szélé. Ellenkező esetben egészen a 14000Ft-ig tarthat a korrekció. Bár a **technikai mutatók** még vételi jelzésen vannak, nem egy esetben tavaly januárhoz hasonlóan túlvettséggel van dolgunk. Emellett több mutató a 17000Ft környékére, mint jelentősebb ellenállás utal. A bankpapírt a hazai részvények között a legtöbben 15-en követik. Ebből 11 vételre, míg 4 tartásra javasolja. Így az átlagos 12 havi elemzői célár 17657 forint.

Mol

A vezető hazai olajipari óriás már az első negyedévben minden fontosabb soron verte az elemzői várakozásokat, bár még néhol nem sikerült meghaladni a koronavírus járvány előtti szintet a trend mindenféleképpen biztató. Különösen igaz ez a meglátás, ha figyelembe vesszük, hogy az azóta eltelt negyedév óta sokkal egészségesebb lett a világ. Magyarországon már a járványügyi intézkedések javarészét eltörölték és bár a környező országok még nem tartanak az oltások tekintetében ott, ahol mi, a nyitás pozitív hatásai már mindenhol érezhetőek. Ez a turizmus fellendülésével, a fogyasztás növe-

Majdnem első OTP



kedésével és összességében a gazdaság erősödésével jár együtt, amihez elengedhetetlen a Mol által szolgáltatott termékek és szolgáltatások.

A piaci szereplők által leginkább figyelt **újrabeszerzési árakkal becsült „tisza” EBITDA 15,3 milliárd forinttal, vagyis 8%-kal magasabb lett** az elemzői várakozások átlagánál az első negyedévben. Ez a 4%-os éves megugrás 42%-os negyedéves javulást takar. Ezzel szemben az üzemi eredmény hasonló metodika alapján 16%-kal alacsonyabb lett, mint 2020 első negyedévében csak 78,7 milliárd forint. Ez így is 1075%-os negyedéves megugrást jelentett. Azonban az elemző várakozások még kisebb értékre, 61,8 milliárd forintra számítottak. **Az adózott eredmény minden várakozást felülmúlt.** Egy negyedév alatt 434%-kal 92,3 milliárd forintra nőtt. Éves összehasonlítást itt nem tudunk adni, mert a 2020-as első, és a második, negyedévben veszteséges volt a vállalat.

A különböző szegmensek közül egyedül a **finomítói üzletág** (finomítás-kereskedelem) nem tudott éves szinten is bővíteni és 16%-kal elmaradt tavalyi értékétől a lezárások következtében alacsonyabb finomított mennyiségnek és így kisebb árrésnek köszönhetően. Így is 76,5 milliárd forint újrabeszerzési árakkal becsült „tisza” EBITDA-t termelt, ami 23%-kal több lett, mint az elemzői várakozások. 2017 Q2 óta a harmadik legjövedelmezőbb negyedévet tudhatja maga mögött a szegmens. A csoportszintű **finomítói árrés 2,5\$ / hordó** volt, ami kevesebb, mint fele az egy évvel korábbi 6,3\$ / hordó értéknek. Szerencsére negyedéves alapon már javulás figyelhető meg az árrésben. Ezzel szemben a **petrolkémiai árrés** (668 euró / tonna) 74%-kal magasabb volt az első negyedévben, mint 2020 azonos időszakában. Az első negyedévinél jobb második negyedévre utal, hogy a csoportszintű finomítói

árrés 2,5\$ / hordó helyett 4,4\$ / hordó lesz, illetve a petrolkémiai árrés 949 euró / tonna lett szemben a korábbi 668 eur / tonnával. A tiszaiújvárosi **poliol projekt** az első negyedév végére elérte a 79%-os készültséget, ami csupán 4 százalékpontos javulást jelent a decemberi állapotokhoz képest. Ennek is köszönhetően, a járványhelyezettel magyarázva a projekt befejezését 2022 második felére tette át a Mol 2021 második feléve helyett. A teljes beruházás költsége így 100 millió euróval 1,3 milliárd euróra emelkedett.

Továbbra is a **kitermelési üzletág** (kutatás-termelés) termeli a legtöbb EBITDA-t. A szegmens eredménye egy év alatt 63%-kal 92,1 milliárd forintra nőtt. Negyedéves alapon 69%-os a javulás, ami főként a magasabb olajáraknak és az SCG mező hozzájárulásának köszönhető. A kapott 92 milliárd forintos eredmény 2018 Q4-et (96 mrd Ft) megelőzően csak 2013 Q1-ben volt magasabb. Akkor ugyebár sokkal magasabb világpiaci olajár volt. Az első negyedévben 60,4 ezer hordó / nap volt a vállalat felszínre hozatali üteme, ami 10%-kal elmaradt az előző negyedévhez képest, de több mint 25%-kal magasabb, mint 12 hónappal korábban. Ez főleg a tavaly elindult azerbajdzsáni termelésnek köszönhető, ami napi 20 ezer hordóval járult hozzá

Kőolaj és a MOL - eltérő pályán

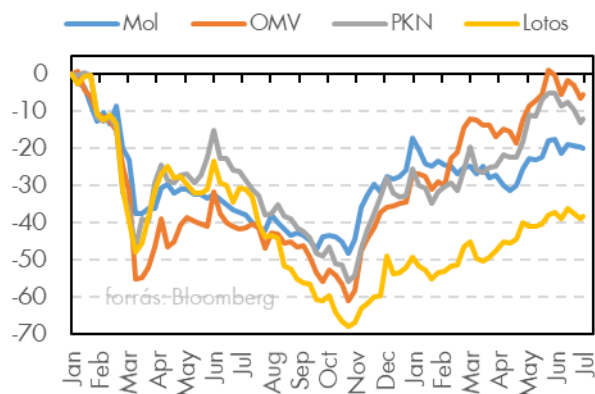


a legutóbbi negyedév termeléséhez, bár az előző negyedévhez képest itt 5 ezer hordó csökkenés látható. A csoportszintű szénhidrogén kitermelés, ami a kőolaj mellett a földgáz és egyéb felszínre hozott energiahordozókat is tartalmazza 116,8 ezer hordó olajegyenértékes / nap körül alakult, ami 6%-os növekedés éves szinten. **Az olaj- és gázárak tovább emelkedtek az első negyedév során**, és a Mol adatai alapján az átlagos realizált kőolaj és kondenzátum ára hordónként 57,6 dollárra emelkedett 16%-kal a tavalyi 49,6 dollárhoz képest. Az átlagos realizált gázár pedig 25%-kal 29,7 dollárra erősödött. A beruházási költségek 26,5 milliárd dollárt tettek ki, ami 10%-os éves növekedést jelent, de negyedéves szinten visszaesést. Fordított a helyzet a közvetlen termelési költségek esetében, hiszen itt negyedéves szinten 0,6 dollár a növekedés 6\$ / hordó olajegyenértékes szintre, míg éves alapon több mint 6% az elmaradás. A nemzetközi olajára a második negyedévben is folytatták töretlen emelkedésüket, sőt a fél év végére 2018 októbere óta nem látott magasságba drágultak, így ebben a szegmensben is erős negyedéves növekedésre számíthatunk.

A **fogyasztói szolgáltatások** (kiskereskedelmi) szegmens EBITDA-ja 27%-kal erősödött egy év alatt 34,5 milliárd forintra. Ez a valaha volt legnagyobb első negyedéves teljesítmény és szintre forintra meg egyezik a tavalyi év második negyedévében tapasztalttal. Az alacsonyabb működési költségeknek, illetve a magasabb üzemanyag és nem üzemanyag jellegű termékek forgalmának köszönhetjük az eredményt. Az alacsonyabb beruházási költségek 45%-kal magasabb szabad pénzáramot eredményeztek. Ne felejtsük el, hogy az első negyedévben még javában zajlott a harmadik hullám Magyarországon és az evvel járó gazdasági korlátozások nagyban hátráltatták a fogyasztást. A kiskereskedelmi üzem-

anyag-értékesítés mennyisége év/év alapon mintegy 6%-kal volt alacsonyabb 996 kilotonna, ami a második legalacsonyabb érték tavaly Q2 (960 kilotonna) után 2018 Q1 (999 kilotonna) óta. A járványhelyzet ellenére a Fresh Corner üzemanyagutak fejlesztése folytatódott és számuk 29 darabbal nőtt, hogy már 984 legyen a palettán. A Mol március elején megállapodott a Marché International-lal kilenc darab Marché márkanév alatt töltőállomásokon üzemeltetett étterem megvásárlásáról. A nem üzemanyag-árrés részaránya a teljes árréshez képest 28,1% volt az egy évvel korábbi 27,9%-hoz képest az első negyedévben. A szegmens régiós fontosságát mutatja, hogy a vállalat június elején 301 millió euró értékben megvásárolta az OMV-től szlovéniai kútjait, aminek 7,75%-a már az INA tulajdonában volt. A tranzakció 120 töltőállomást foglal magába, de lezárása csak jövőre várható, hiszen az OMV Slovenija az ország második legnagyobb kúthálózatát üzemeltette. A Mol-csoport további célkitűzése 2025-ig 2200-ra bővíteni a töltőállomások számát, vagy akár még többre, amennyiben további jó lehetőségek adódnak. A fogyasztói szolgáltatásokban hatalmas potenciál rejlik az energiaátmenet során, véli a vezérigazgató. Az oltási program sikerének köszönhető gazdasági nyitás az üzemanyag fogyasztást is növekedési pályára állította, így a második negyedév itt is sokkal erősebb lehet, de nem

Lemaradó energiaszektor (2020.01.01 bázis, %)



csak negyedéves, hanem éves összehasonlításban is.

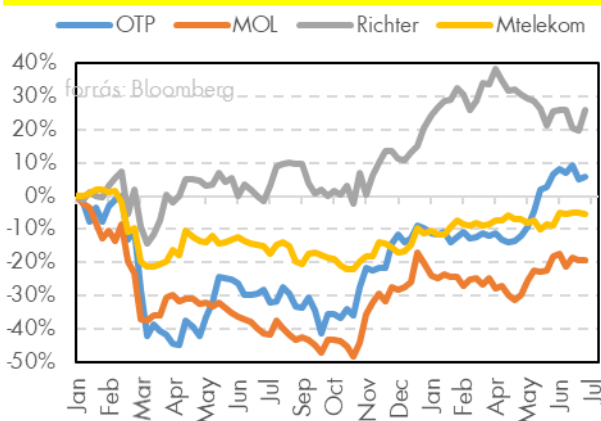
A **gázszállítási üzletág** az idei első negyedévben 14,2 milliárd forint EBITDA-t ért el, ami 35%-kal alacsonyabb, mint a tavalyi év hasonló időszakában. Negyedéves alapon 12%-os volt a javulás. Ez annak köszönhető, hogy mind a szállítási bevételek, mind pedig a szabályozott bevételek csökkentek a határkeresztező kapacitások és a szállítási kereslet jelentős csökkenése miatt.

A **terveket** illetően nem történt változás az idei évre vonatkozóan. A vállalat továbbra is 2,3 milliárd dollár EBITDA-t vár, ami valószínűleg gond nélkül elérhető lesz, hiszen már az első negyedévben teljesült a cél harmada. A beruházásokat 1,7 – 1,9 milliárd dollár között várják. A szabad készpénztermelés a várakozás szerint 0,4 – 0,6 milliárd dollár lehet az idén, holott már most 383 millió dollárnál jár a mutató. A kitermelésre 110 ezer hord / nap az előirányzat éves átlagra, de ahogy olvashattuk az első negyedévben már 117 000 hordó / nap volt a felszínre hozatal. Mindezek alapján **arra számítunk, hogy** a második negyedéves, fél-éves, eredmények után **megemeli a vezetőség célértékeit**, ahogy azt tette tavaly és tavaly előtt is.

A Mol miután 2019-ben kétszer is fizetett **osztalékot** egyszer 95Ft, egyszer 44,5Ft-ot tavaly a járvány miatt viszont nem került sor kifizetésre. Részben ezt kárpótolandó a vállalat a 2020-as év után 75,875 milliárd forint összegű osztalékot fizet majd ki augusztusban. Ez a 2019-es és 2018-as években is megjelent rendkívüli osztalékokkal nem számolva a valaha volt legnagyobb osztalékösszeg lesz.

A Mol továbbra is vonzó befektetési célpont értékeltség alapján. A **2021-es profitál számolt P/E ráta 7,6 és közben 13%-os éves átlagos EPS-növekedés várható 2021-2023 között.** Evvel az egyik legolcsóbb papír régiós összehasonlításban, bár az elkövetkezendő két évre várt növekedés is az alsó fertályban található. Egy másik összehasonlítás alapján, EV/EBITDA mércével sem különösebben drága a Mol, bár a várható éves átlagos EBITDA-növekedés meglehetősen alacsony, de így is a középmezőnyben helyezkedik el az európai versenytársak között. A **technikai kép** azonban kevésbé egyértelmű. A járvány előtti szintjének még mindig csak a 61,8%-át hozta vissza. Jelentősebb ellenállások található a 2400-2500 forint közötti tartományban, ahol a 200 hetes mozgóátlag (2393) vonzza az árfolyamot. Ugyanakkor a tavaly novemberben megindult emelkedő trend még érvényben van, de ehhez elengedhetetlen, hogy a közeljövőben elhagyja a 2400 – 2500 forint tartományát. A technikai mutatók amúgy többségében alátámasztják ezt az irányt. Ha nem sikerült átlendülni az ellenállásokon, amikor a 3000Ft megérintése a cél, akkor az 50 hetes mozgóátlag (2050) kerülne célkeresztbe. A Mol részvényére 11 elemző rendelkezik ajánlással, amiből 5 vételi, míg 6 tartási. Így az átlagos 12 hónapos elemzői célára

Lemaradó többség



2659 forint.

Richter

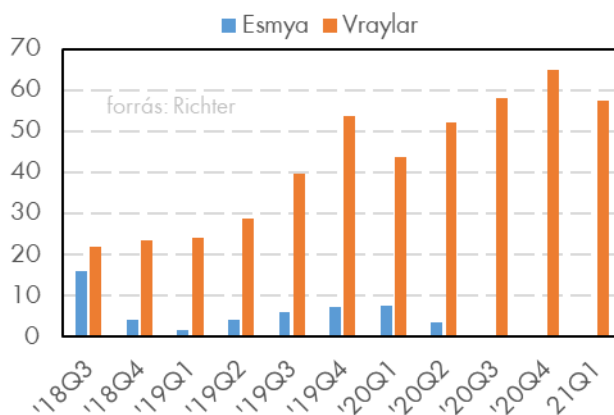
Annak ellenére, hogy az amerikai bevételek továbbra is dinamikusan növekednek és a januárban lezárt Evra akvizíció is jelentősen hozzájárult az időszak árbevételéhez csalódást keltő első negyedéves számokat publikált a **Richter**. Ráadásul a kapott eredmények minden soron elmaradtak az elemzői várakozásoktól. Rég nem volt példa ilyen rossz bizonyítványra a gyógyszergyártótól.

A 2020. negyedik negyedévi történelmileg példátlan nagyságú 150 milliárd forint feletti árbevétel után az idei első negyedévben 140,9 milliárd forintot hozott a cég, ami csupán 0,4%-os elmaradás 12 hónapos alapon. Azonban az elemzői konszenzus 5%-kal magasabb értéket lőtt be. **Az év első három hónapjának számait jelentősen negatívan érintette a devizaárfolyam-változások.** Bár az európai bevételeket segítette a forint euróval szembeni gyengülése, de a dollárral, illetve sokkal nagyobb mértékben a rubellel szembeni forint erősödés ezt bőven ellensúlyozni tudta.

A termékek tekintetében továbbra is a **Vraylar** a legsikeresebb a Richter portfóliójában. A gyógyszerhez kapcsolódó royalty bevétel 69 millió dollárra emelkedett, ami 28%-os bővülés egy év alatt. Mérőföldkö bevétele most nem könyvet el a cég és a bázisidőszakban sem volt ilyen. Bár a 2020 negyedik negyedévi kiemelkedő árbevétel után az első negyedévekre jellemző átlagosnál magasabb kedvezmények jóváírása mellett a Vraylar árbevétele elmaradt a megelőző negyedév számaitól, de így is 39,5%-os növekedést láthattunk forintban kifejezve. Nem meglepő ezek után, hogy az Egyesült Államok

továbbra is a vállalat legnagyobb forgalmú piaca, ahol 26%-ot meghaladó bevételnövekedést ért el a cég a felmért időszakban. Ráadásul a kilátások is kedvezők, hiszen a Richter amerikai partnere az AbbVie/Allergan előrejelzése szerint akár 4 milliárd dollár is lehet az idei árbevétel a Vraylar esetében. További jó hír, hogy az Egyesült Államokban két fázis III klinikai vizsgálat van folyamatban, melyek célja igazolni a Vraylar hatóanyagának, a cariprazine-nak a hatásosságát, biztonságosságát és tolerálhatóságát a major depresszió kiegészítő kezelésében. Európában és az Amerikán kívüli többi piacon Reagila néven vezette be a készítményt a Richter. **A cariprazine 2021. első három hónapjában 40 országban volt elérhető világszerte.** Az év elején a Hikma Szaúd-Arábiában vezette be a Reagilát és további közel-keleti és észak-afrikai országban van folyamatban a törzskönyvezési eljárás, így az év végére tovább fog bővülni a Vraylar piaca. Júniusban Japánra és Tajvanra terjesztették ki az Abbvie-val a gyógyszer forgalmazására kötött licenc megállapodást. A megállapodás értelmében az AbbVie felelőssége a cariprazine fejlesztése és forgalmazása Japánban bizonyos neuropszichiátriai indikációkban. A Richter mérőföldkö bevételeire válik jogosulttá a japán forgalomba hozatali engedély megszerzésekor, ezen

Termékértékesítések (millió euró)



felül pedig értékesítés függvényében sávós royalty-ra és mérföldkő bevételekre is jogosult. A cég Japántól és Tajvantól 100 millió dolláros maximális árbevételre számít, de szükségesek még III. fázis vizsgálatok a skizofréniára, hogy ez elérhetővé váljék.

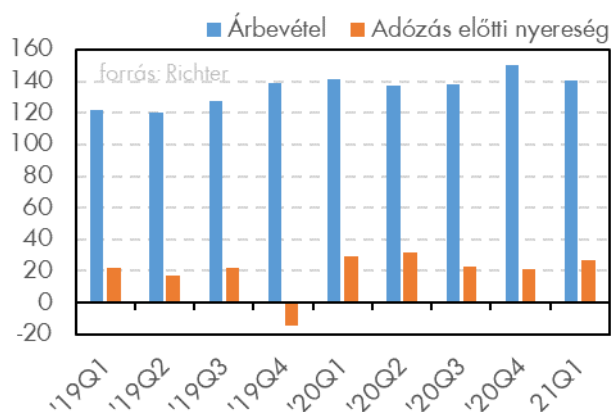
A **nőgyógyászati portfólió** (Bemfola, Evra) nem tudott ilyen szép eredményeket felmutatni, így árbevétele elmaradt a 2020 első negyedévében tapasztalttól. Megosztott kereskedést láthattunk az év első időszakában, hiszen Amerikában, Kínában, Oroszországban és a FÁK országokban csökkent az ilyen típusú termékek értékesítése, de Latin-Amerikában, Közép-Kelet-Európában és egyéb országokban nőtt. Pedig a **Bemfola** a top 10-es értékesítési listán a harmadika helyre került és így a hozzá kapcsolódó árbevétel 3,6%-kal nőtt 14,5 millió euróra egy év alatt, ami rekordnak számít. A növekedést nagyban segítette a forint árfolyam mozgása az euróval szemben, valamint, hogy számos európai országban a termékenységi központok részben újra kinyithattak. A Richter a Johnson & Johnson a vakcinát is gyártó Janssen Pharmaceutica leányvállalatának **Evra** márkanevű fogamzásgátló tapasztának Egyesült Államokon kívüli értékesítési jogát vásárolta meg. A folyamat előre mozdítása ügyében a Janssen átmeneti támogatást nyújt az Amerikán kívüli forgalombahozatali engedélyek átadásának megkönnyítésében. Az Evra árbevételének megjelenését követően azonnal a top 10 terméklista 8. helyére került. A készítmény után elszámolt royalty közel 3,4 milliárd forintot tett ki. A **teriparatide**, a Richter bioszimiláris készítménye, a japán piac mellett már Dél-Koreában, Kanadában és március óta már Izraelben is megtalálható. A termék árbevétele az első negyedévben 2,4 milliárd forintot tett ki.

A **regionális trendek** összehasonlításakor nem szabad figyelmen kívül hagyni a bázisidőszak okoz-

ta torzításokat, hiszen a tavalyi év első negyedévében a világjárvány küszöbén óriási gyógyszer felvásárlási rohamnak lehettünk szemtanúi, ami így nagymértékben rontja az összehasonlíthatósági alapot.

Magyarországon így 7,5%-kal csökkent a gyógyszerpiac. Ezen belül a Richter termékek forgalma 13%-kal esett vissza. A vállalat a hazai piaci szereplők rangsorában 4,6%-os részesedéssel az ötödik helyen áll, a vényköteles piacot tekintve a Richter 7,3%-os piaci részesedéssel a második legnagyobb forgalmazó. **Nyugat-Európa** adja a cég gyógyszergyártási árbevételének 51%-át, ahol az első negyedévben 3%-os növekedést tapasztaltunk köszönhetően a német, osztrák és svéd bővülésnek. A Bemfola, Terrosa valamint a Evra ellensúlyozni tudta az orális fogamzásgátlók alacsonyabb árbevételét. Kelet-Európában a **lengyel piacot** a Gropinosin vírus ellenes készítmény magas bázis hatására gyengébb árbevétele vetette vissza. **Romániában** hasonló okok állnak a rossz teljesítmény mögött, amelyet fokozott a szezonális termékek alacsony forgalma. **Oroszországban** a legnagyobb hatással a forint rubelhez viszonyított 12%-os erősödése nevezhető meg a 18%-os árbevétel csökkenés okaként. Ugyanakkor a közvetlen értékesítés a világjárvány előtti szintre tudott visszaállni. Az időszakban áremelkedés zajlott a piacon, de a

Richter fő számok (milliárd Ft)



hatóság felülvizsgálta az árakat és az új árak valószínűleg 0,5 milliárd rubel bevétel kiesést okoznak majd az idén. **Ukrajnában** 41% volt a különbség a tavalyi negyedik és az idei első negyedév árbevétele között az előbbi időszakban végbement jelentős mértékű előszállítások köszönhetően. Hasonló okok miatt **Kínában** 50%-kal csökkent a bevétel, de ezt ellensúlyozta, hogy **Latin-Amerikában** 51%-kal nőttek. Az utóbbi növekedése főleg a brazil, chilei, valamint mexikói orális fogamzásgátlók és Evra rolyalty termékek értékesítési felfutásának köszönhető.

A **bruttó fedezet** szintje (78,2 milliárd forint) is elmaradt az összetett elemzői konszenzustól. Éves szinten itt 2,5%-os volt a lemaradás, míg negyedéves alapon 5%-os. Negatív hatás volt, hogy elmaradt a szokásos influenzajárvány, ami a Groprinosin forgalmát vetette vissza, és a magas fedezetű orális fogamzásgátlók forgalma is csökkent. Ezt igyekezett ellensúlyozni a Vraylar és az Evra rolyalty bevétele. Összességében a gyógyszergyártási tevékenység jövedelme csökkent, míg az alacsonyabb fedezetű nagy- és kiskereskedelmi forgalmi tevékenység pedig nőtt.

A járvány hatása, hogy az értékesítési és marketing költségek csökkentek, hiszen a lezárások miatt továbbra is csak korlátozott számú orvoslátogatót tud alkalmazni a cég. Ugyanakkor a **k+f költségek** 3%-kal rekord szintre ugrottak az első negyedévben, közel 16 milliárd forintra. Az Allergan-nal közösen végzett, előrehaladott állapotban lévő klinikai vizsgálatok mellett a biotechnológiai és nőgyógyászati fejlesztési programok növelték meg az ilyen célú kiadásokat, de egyes idegrendszeri projektek is klinikai fázisba értek. Az üzemi eredmény 3,3%-kal 24,4 milliárd forintra csökkent. A bázisidőszakot 500 millió forint a carprazine dél-koreai licencéhez köthető mérföldkő bevétel is segítette. A

pénzügyi soron most is nyereséges a vállalat, de kisebb mértékben, mint 2020-ban volt. A Richter 26,9 milliárd forintos adózott eredményt ért el, ami 7%-os éves lemaradás, de így is **a valaha volt harmadik legtöbb nyereséget termelte** 2020 Q1 és Q2 után.

Mindezek után **a vezetőség továbbra is 5% alatti euró alapú árbevétel növekedést vár az idei évre**. Ez egyfajta maximum, de a költségek erős kontroll alatt tartásával igyekeznek elérni a célt. A gyógyszergyártás árbevétele jelenleg évi 1,1-1,2 milliárd euró, amit 2028-ra organikus növekedéssel 2 milliárd euróra növelnének. Az idei évtől jelentős III. fázis kísérleti eredményekre számítanak a cariprazine esetében, ami a későbbiekben akár jelentősebben növelheti az árbevételt. A Richter célja, hogy a nőgyógyászatban piacvezető legyen Európában, amit organikus növekedéssel és akvizíciókkal szeretnének elérni. Május végén elkezdődött a Drovelis kombinált fogamzásgátló bevezetése, a méhmióma kezelésére szolgáló Ryeqo pedig ősszel kerülhet piacra. A Richter tavaly egészségügyi kockázatok miatt felfüggesztett Esmya terméke is a méhmióma kezelésére alkalmazták, de más hatóanyaggal – alipristal acetate-tal, míg a mostani relugolix-szel – működött.

Rekord szintek után a Richter



A cég az **osztalék**politikáját egy 25-40%-os osztalékarány mentén határozta meg, annak is főleg a sáv alján. Azonban azáltal, hogy úgy látják messze van a következő készpénzigényes tranzakció most a sáv tetején határozzák meg az osztalékfizetési rátát. Azaz az adózott eredmény 40%-át, részvényenkénti 225Ft-ot fizetett ki a vállalat. Ez annyi, mint a megelőző három év osztalék mennyisége együttvéve.

A Richter június 2-án tudatta, hogy a Magyar Nemzeti Bank által meghirdetett **Növekedési Kötvényprogram keretein belül 70 milliárd forint értékben bocsátott ki sikeresen kötvényeket**. Ez a mennyiség hasonló a tavaly októberben a Magyar Telekom által kibocsátott 70,8 milliárd forint értékű kötvénymennyiséggel és így 2019 augusztusa óta a második legnagyobb az MNB programjában. A benyújtott 113,1 milliárd forintból fogadtak végül csak el 70 milliárd forintot. A kötvények fix kamatozásúak és a kamatszelvény mértéke évi 1,75%. A vállalat befektetők általi kedvező pozícióját erősíti, hogy a legalacsonyabb kamatfelár mellett valósult meg a kötvénykibocsátás. A papírok a vállalat BBB+ besorolásával megegyező minősítést kaptak. Azt nem tudni, hogy pontosan mire fordítaná a gyógyszergyártó a bevont mennyiséget, de a vezérigazgató szavaival élve kár lett volna kihagyni az olcsó lehetőséget.

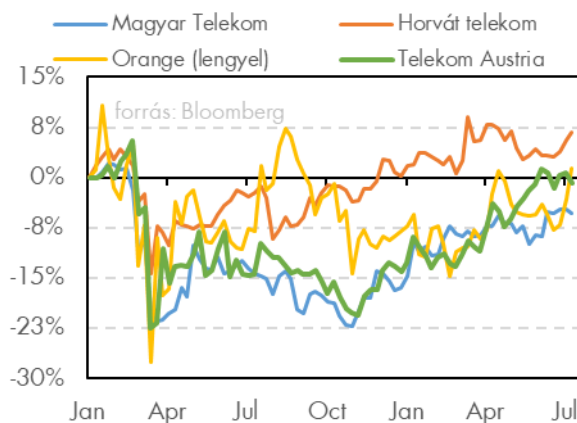
A különböző értékesítési összevetések alapján historikus alapon egyáltalán **nem mondható drágának a Richter részvényárfolyama**, sőt az elmúlt hónapokban tapasztalt csökkenés következtében szinte már olcsónak tűnik. Az árfolyam még az év elején elhagyta felfelé a bevezetése óta fennálló hosszú távú emelkedő trendcsatornáját. Az áprilisban tapasztalt rekord szintnél tapasztalt túlvett állapotok korrekcióért kiáltottak, ami be is következett.

Azonban úgy tűnik a 8000Ft erős támaszt képez az emelkedő 50 hetes mozgóátlaggal (7743) egyetemben, ahogy arra a hetedik hete a 7800 – 8300Ft közötti oldalazás is utal. Tovább erősíti ezt a támasz szintet, hogy a hosszú távú emelkedő trendcsatornának a felső széle is itt található. Tehát voltaképpen a januári kitörés visszatesztjét láthattuk, ami kifejezetten pozitív jövőképet fest. A **technikai mutatók** heti szinten még megosztottak, de nő az esélye a fordulatnak. Ekkor újra a 9000Ft érintése lesz a cél, bár a negyedévben nem számítunk arra, hogy újabb rekord szintet állítson be az árfolyam. Ha nem sikerült elrugaszkodni, akkor a 7800Ft alatt a 7300Ft kerülne célkeresztbe. A Richter részvényére 10 elemzőnek van ajánlása, ebből 7 vételi és 3 tartás. Így az átlagos 12 hónapos elemzői célár 9408 forint.

Magyar Telekom

A Magyar Telekom az első negyedévet vegyes eredménnyel zárta, de a leginkább számító fő soron kellemes meglepetést okozott. Bár a vállalat árbevétele csak 1,9%-kal nőtt éves szinten az EBITDA már 8,2%-kal ugrott meg a január-március időszakban a tavalyi év azonos időszakához képest. Mindkét esetben kevesebb, mint 0,5%-kal maradtak csak el a számok az elemzői konszenzustól. Amúgy a 162,3

Alulteljesítő Magyar Telekom



milliárd forint árbevétel 50,2 milliárd forintos EBITDA-t eredményezett. A működési eredmény esetében, bár 18,4%-os 12-havi megugrása figyelemre méltó ez szinte csak az alacsony 2020 Q1-es bázisnak köszönhető, amikor csak 12,7 milliárd forint jött össze. A tipikusan gyenge első negyedéves értékek között is alulteljesítő volt az akkori eredmény. Ez az eredmény sor is alulmúlta a várakozásokat, mégpedig 1,5%-kal. **A pozitív meglepetést az adózott eredmény hozta meg**, hiszen a várt 8,2 milliárd forint helyett 10,1 milliárd forint lett a végső szám. Éves összehasonlításnak itt nincs értelme, mivel tavaly az első negyedévben 812 millió forint veszteséget könyvelt el a vállalat.

A mobil bevételek 2,5%-kal 90,4 milliárd forintra nőttek az **adatbevételek emelkedése** révén, ami ellensúlyozta az alacsonyabb kiskereskedelmi hangbevételek hatását. A vezetékes bevételek 1,9%-kal 53,8 milliárd forintra nőttek, mivel a **TV bevételek növekedése** teljes mértékben ellensúlyozta a hangalapú bevételek folytatódó visszaesését. Összességében a 3 milliárd forintos árbevétel erősödés annak volt köszönhető, hogy a rendszerintegrációs és IT, valamint a magyar kiskereskedelmi szélessávú bevételek csökkenését sikerült ellensúlyoznia a többi, távközléshez köthető bevételi formának. A közvetett költségek jelentősen javultak, éves szinten 2,9 milliárd forinttal, mivel a bázisidőszak kiadásait egyszeri, leépítéshez kapcsolódó tételek terhelték. A bruttó fedezet javulásának és az alacsonyabb közvetett költségszintnek köszönhetően az EBITDA 8,2%-kal 44,2 milliárd forintra nőtt.

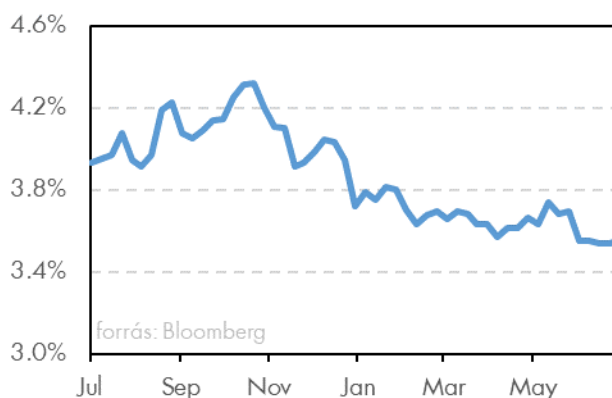
A Magyar Telekom ezen kívül **az első negyedévben frekvenciablokkhasználati jogokat szerzett** a 900 MHz és 1800 MHz-es sávban. Erre 83,1 milliárd forint lett elköltyelve capex-ként az aukciót követően. A Magyar Telekom várha-

tóan 44,3 milliárd forintot fizet ki a frekvenciablokkokért 2022 első negyedévében és az időszakos frekvenciadíjak kifizetése is ettől a dátumtól valószínűsíthető. Nagyrészt ennek is köszönhetően a nettó adósság 511,9 milliárd forintra emelkedett a negatív cash-flow mellett. Így az időszak végére 2,23-szoros nettó adósság/EBITDA arányt kaptunk. Az adózott eredmény 10,9 milliárd forinttal 10,1 milliárd forintra nőtt, ami a magasabb EBITDA és a jobb pénzügyi eredmények együttes hatását tükrözi. A cég a tavalyi eredmény után 15,3 milliárd forint osztalékot fizetett ki, amit kiegészített 10,2 milliárd forint összegű részvény visszavásárlással.

A távlati célok tekintetében a vezetőség nem változtatott a 2021-re vonatkozó kilátásain, de a középtávú célokon sem. Így maradt az árbevétel és az EBITDA 1-2%-os növekedési célja „nagyjából változatlan” capex mellett idénre, míg a 2021-2024 közötti időszakra 1%-os növekedést terveznek az első kettőből. A befektetők számára oly fontos **osztalék tekintetében csak „növekedés” van meghatározva**.

A cég tavaly bevezetett politikája értelmében bár alacsonyabb osztalékot fizet ki a részvényeseknek, de ezt egyszeri részvény visszavásárlási aukcióval

Csökkenő Telekom osztalékhozama



kompenzálja. Idén június 10-n került sor az értékesítésre, aminek sikeres felülmúlta a várakozásokat. A cég 23,8 millió darab részvényt vett vissza, a teljes 10,2 milliárd forintos keretet felhasználva. A 429 forintos átlagár a meglepő, különösen az elfogadott lemagasabb 439Ft-os részvény, hiszen a részvény tavaly februárja óta nem járt ilyen magasságban. A befektetők meglepetését jól tükrözi, hogy az aukció napján a kereskedés utolsó fél órájára visszaengedett árfolyam 2,7%-kal lendült magasabbra. Ugyanakkor kétséges, hogy fenn tud maradni ez az optimista hozzáállás, hiszen jelentős akadályok húzódnak a 422-430Ft között heti és havi szinten is. Továbbá a nyarat tipikusan oldalazással tölti az árfolyam és a 2017-től érvényben lévő csökkenő trend is akadályozza a drágulást. A **technikai mutatók** vételi jelzései hajtánák magasabbra az árfolyamot, de az negyedik hónapja a 420Ft tartománya alatt oldalazik. Pozitív folytatás esetében a 450Ft majd a 2020-as év maximuma 455Ft várja az érintést. Ennél feljebb a 2019-es év maximuma (475) következne, de ez már a havi Bollinger-szalagok (455) feszítésével járna. 2016 óta nem volt példa a szalagok ilyen léptékű feszítésére. Hosszú távon eldöntendő, hogy a 2013-as mélypontról megindult és 2017 elején kifulladás emelkedést követő négy éves csökkenő tendencia érte vajon véget vagy még folytatódik a telekommunikációs részvény lejtmenete? A cégek követő kilenc elemző közül csak kettő rendelkezik tartási javaslattal, az összes többi vételre tartja a papír, így az átlagos 12 hónapos elemzői célár 505 forint.

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

A kiadvány lezárásának dátuma: 2021. július 9.

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 engedélyeinek 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 rövidségére.

A deviza árfolyamingadozások is kihathatnak a befektetés teljesítményére, valamint az adómértékek 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>