

Raiffeisen Stratégia

2022. I. negyedév



Α α Alpha	Β β Beta	Γ γ Gamma	Δ δ Delta	Ε ε Epsilon	Ζ ζ Zeta
Η η Eta	Θ θ Theta	Ι ι Iota	Κ κ Kappa	Λ λ Lambda	Μ μ Mu
Ν ν Nu	Ξ ξ Xi	Ο ο Omicron	Π π Pi	Ρ ρ Rho	Σ σ, ς Sigma
Τ τ Tau	Υ υ Upsilon	Φ φ Phi	Χ χ Chi	Ψ ψ Psi	Ω ω Omega



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



Raiffeisen
BANK

Amerika – Szigorítás több fronton

Minden jel arra utal, hogy az év végi lassulás ellenére közel 40 éve nem látott erős GDP növekedést tudott produkálni az ország 2021-ben. Azonban ennek hátulütője, hogy így már elég erős a gazdaság ahhoz, hogy elviselje a monetáris szigorítást. Nagy szükség van kamatemelésre, hiszen a fogyasztói infláció 39 éve nem látott magasságban van, és bár továbbra is vannak járványhoz köthető utóhatások a dráguló termékek többség már szélesebb körű. A várakozások csökkenő inflációra számítanak az év folyamán, amit elősegít majd a legalább három idei kamatemelés. Ezek közül az első márciusban, a mennyiségi lazítás kivezetésével párhuzamosan várható. Az erős politikai ellentétek és a demokrata párton belüli ellenállás ellehetetleníti a fiskális lazítás folytatását, így ezen a fronton is szigorításra kell számítani. A fogyasztó még bírja, de a magasabb bérét az infláció ellensúlyozza és így a tartalékait is folyamatosan apasztja. A kiváló tavalyi év után a részvénypiacoktól enyhébb teljesítményre számítunk, de a kamatemelési ciklus kezdete történelmileg kedvező szokott lenni egyes szektoroknak. A negyedik negyedévi eredményeszezonra újra nagyon optimista várakozásokat kaptunk. Az olaj ára lassan 2014 óta nem látott magasságban, miután az OPEC+ kvóta emelése nem jár együtt azonos termelés bővüléssel. Egyre nehezebb fokozni a felszínre hozatalt, így stabilan magas energiaárakra kell számítani.

Euróövezet – Kelleetlen szigorítás

A növekedés lendülete a harmadik negyedévben is fennmaradt, és bár az utolsóban némi lassulás következhetett be a kínálati oldali anomáliák és magas infláció miatt, a gazdaság szereplői alapvetően továbbra is optimisták. Az árak rekordmagas ütemben drágulnak, a piac és a szabályozó azonban bíznak abban, hogy a gazdaság teljes helyreállításával a kínálati sokkok és energiaválság után az infláció a cél körül stabilizálódik. Ebben a környezetben, amit a piacon egyre erősebb kockázati étvágy jellemez ismét, az EKB fejlett piaci társainál lassabban ugyan, de fokozatosan vonja el a közelmúlt ösztönzőit. Mindez erős felfelé mutató kockázatot jelenthet a nyugat-európai részvénypiacok, kötvényhozamok, illetve az EUR/USD számára.

Magyarország – 2022 a stabilabb forint éve?

Alapforgatókönyvünk szerint 2022 elhozhatja a koronavírus végét a világban, és a globális beszállítói láncolatok korábbi sérülései fokozatosan begyógyulnak. Ennek az alapján idén Magyarországon összességében stabil forintra, továbbra is gyors gazdasági növekedésre (a GDP 4,5%-os bővülésére számítunk) és fokozatosan mérséklődő, de az év átlagában továbbra is magas, 5,5%-os inflációra számítunk. Amennyiben a globális járvány-helyzetben nem következik be javulás, akkor a beszállítói láncok okozta problémák is velünk maradnak, aminek az eredményeképpen a gazdasági teljesítmény is gyengébb lehet, miközben a forint árfolyama volatilis marad. Ha azonban az általunk feltételezettnél is gyorsabb következik be kedvező fordulat a világban, az erősebb forintot és magasabb gazdasági növekedési rátát eredményezhet.

Blahó Levente

Elemző

+36-1-484-4313

Pálffy Gergely

Elemző

+36-1-484-4313

Török Zoltán

Vezető elemző

+36-1-484-4843

Tartalomjegyzék

<i>USA helyzetkép</i>	2
<i>USA részvénypiac</i>	13
<i>Olajpiac</i>	20
<i>Euróövezeti helyzetkép</i>	27
<i>Magyar gazdaság</i>	34
<i>Hazai részvénypiac</i>	39

Reál GDP (év/év, %)

	2021	2022	2023
USA	5,7	3,9	2,5
Euróövezet	5,0	3,5	2,5
Németország	2,8	4,4	2,2
Magyarország	6,5	4,5	3,5
Lengyelország	5,1	5,1	4,6
Csehország	2,6	4,1	3,7
Románia	6,2	4,7	4,5

Infláció (éves átlag, %)

	2021	2022	2023
USA	4,5	3,6	2,5
Euróövezet	2,5	2,4	1,6
Németország	3,1	2,2	1,7
Magyarország	5,0	5,5	4,0
Lengyelország	4,9	6,0	3,3
Csehország	3,9	5,4	2,7
Románia	5,0	7,7	4,3

Munkanélküliség (%)

	2021	2022	2023
USA	5,4	4,1	3,7
Euróövezet	8,1	7,8	7,4
Németország	5,7	5,2	5,0
Magyarország	4,1	3,9	3,8
Lengyelország	6,1	5,7	5,2
Csehország	3,8	3,4	3,2
Románia	5,4	5,1	4,6

3 hónapos bankközi kamat (%)

	*aktuális	Q1 2022	Q2 2022	Q3 2022
USA	0,24	0,20	0,30	0,60
Euró zóna	-0,57	-0,60	-0,50	-0,50
Magyaro.	4,19	5,25	5,55	5,50
Lengyelo.	2,77	2,70	2,70	2,70
Cseho.	4,21	4,00	3,97	3,70
Románia	2,75	3,25	3,70	3,85

10 éves állampapírhozam (%)

	*aktuális	Q1 2022	Q2 2022	Q3 2022
USA	1,79	1,80	2,00	2,00
Németország.	-0,05	-0,20	-0,10	0,00
Magyarország	4,61	4,50	4,55	4,55
Lengyelország	4,00	4,25	4,20	4,00
Csehország	3,14	2,80	2,78	2,72
Románia	5,42	5,40	5,50	5,50

Árfolyam

	*aktuális	Q1 2022	Q2 2022	Q3 2022
EUR/USD	1,14	1,12	1,13	1,15
EUR/HUF	357	370	365	360
EUR/PLN	4,54	4,55	4,50	4,45
EUR/CZK	24,5	24,7	24,5	24,4
EUR/RON	4,95	4,44	4,40	4,33

*2022. január 14-i értékek

Forrás: RBI, Raiffeisen Research, Bloomberg

USA,
Szigorítás több fronton

Bár a 2021-es év a Kapitólium elleni, január 6-ai példátlan támadással indult, sikerült sikeres első évet zárnia a Biden kormánynak. A rekord alacsony szinten tartott alapkamat és a folyamatos jegybanki mennyiségi lazítás, valamint a jelentős tavaszi (koronavírus mentőcsomag) és őszi (infrastruktúra csomag) fiskális lazításoknak köszönhetően, az előzetes becslések alapján a tavalyi év 1984 óta nem látott 5,5%-ot meghaladó GDP bővülést eredményezhetett. Mindeközben sosem látott mértékben 6,4 millió fővel nőtt a foglalkoztatottak száma, de még így is 3,6 millió dolgozó kell a járvány előtti szint eléréséhez. Sajnos továbbra is a koronavírus volt az év legmeghatározóbb velejárója, pedig a 12 év feletti lakosság 72 százaléka már teljesen védett, sőt a 18 év feletteknek már a 40 százaléka a harmadik oltását is megkapta. A járvány frontján a folyamatosan érkező újabb variánsok miatt lassú az előrehaladás, különösen úgy, hogy a lakosság közel 30%-a teljesen elzárkózik mindennemű oltástól.

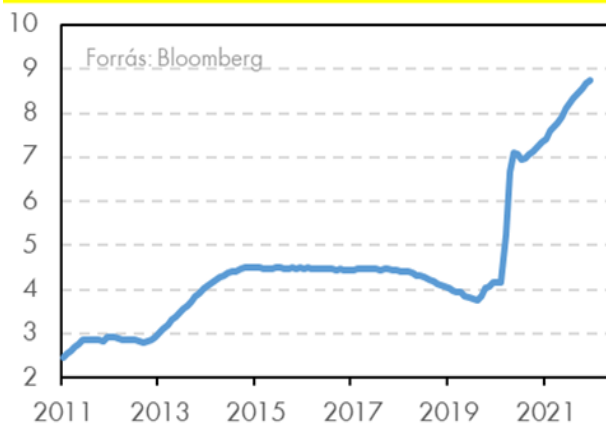
Nagy az egyetértés abban, hogy a **tavalyi évben tapasztalt közel 40 éve nem látott gazdasági bővülés** nem ismétlődik meg újra az idei évben, de így is 3,5%-os reál GDP növekedésről szól a konszenzus, ami, ha teljesül tizennyolc éves csúcst jelentene. Erőteljesen bizonytalanná teszi ezt az előrejelzést, hogy a tavalyi évvel szemben már **monetáris szigorításra kell számítani és a fiskális oldalon sem várható hasonló mértékű támogatás**, ami éves összehasonlításban szintén megszorítást eredményez.

A teljes foglalkoztatottságot és az éves szinten 2% körül dráguló árakat is célzó Fed megváltozott

monetáris politikai hozzáállása révén már nem az előrejelzésekre támaszkodik, hanem tényleges adatokra, de ebből következően relatív későn kezdte meg a monetáris politikai fordulatot. A jegybank még 2020 szeptemberében kijelentette, hogy tartózkodni fog az irányadó kamatláb emelésétől mindaddig, amíg a munkaerőpiac el nem éri a "maximális foglalkoztatottságot", az infláció pedig legalább 2%-on áll, és egy ideig még jó úton halad afelé, hogy mérsékelten meg is haladja azt a szintet. Több, mint egy év kellett ahhoz, 2021 decemberében, hogy az inflációs küszöbértéket teljesültenek ítéltje meg, így a foglalkoztatási feltétel maradt az egyetlen akadálya az irányadó kamatemelésnek. Ezt megelőzően persze a járvány kirobbanása óta folyamatosan üzemelő mennyiségi lazítási programot kellett leépíteni. **Az amerikai jegybank** novemberi ülésén tette nyilvánvalóvá, hogy **elérkezettnek látja az időt a mennyiségi lazítás leépítésére.**

A Fed kettős mandátumából sokáig a munkaerőpiac újraépítésén volt a hangsúly, hiszen a kamatdöntő ülés kommunikációjából **kikerült minden 2%-os inflációs célra vonatkozó utalás.** Ez alapján teljesült ez a mandátum és csak a második feltétel megítélésén múlik a kamatemelés. Nem meglepő

Fed mérlegfőösszege (billió dollár)



módon ez a hozzáállás, miután decemberben 40 éve nem látott magas szintre ugró fogyasztói inflációról számoltak be, ahol már a volatilis energia és élelmiszer árak nélkül számított maginflációs mutató is 30 éves csúcson található. A megosztott decemberi munkaerőpiaci adatsor is arra utalt, hogy jó úton halad a gazdaság, hogy **a teljes foglalkoztatottság szintjét 2022 első negyedévében elérje**, hiszen már most 3,9%-os a munkanélküliségi ráta, szemben a járvány előtti 3,5%-kal. Így **az első kamatemelésre valamikor a második negyedév elején lehetne számítani**.

Evvel összhangban **a mennyiségi lazítás kivezetése felgyorsul** és januárban már 20 milliárd dollárral kevesebb 40 milliárd dollár értékben vásárol majd csak a jegybank állampapírokat, míg a jelzáloggal fedezett értékpapír havi mérséklése 10 milliárd dollárra nő, így januárban már csak 20 milliárd dollár értékben vásárol majd ilyen eszközöket. Ilyen ütemben márciusra futna ki a program. Természetesen a jegybank nyitva hagyta a lehetőséget, hogy bármikor a később változtasson, akár gyorsítson ezen hozzáállásán, ahogy azt tette a decemberi ülésen is.

A **jegybank gazdasági előrejelzései** a jegybanki tanácsstagok és jegybanki bankelnökök saját véleményét gyűjti össze transzparencia miatt és nem hivatalos Fed előrejelzés. Powell többször hangoztatta már, hogy ennek az információnak szinte semmilyen hatása nincs a monetáris politikai döntéshozatalra. Voltaképpen csak piaci tájékoztató információ. Ez így az év végi számok tükrében különösen igaz, hiszen **az idén négy tag cserélődik le a kamatdöntő tanácsban**. A richmondi, atlantai, San Francisco-i és chicagói elnökök helyére érkezik a St. Louis-i, Kansas City-i, Clevelandi és Bostoni elnök. Az érdekesség, hogy az elmúlt időszak-

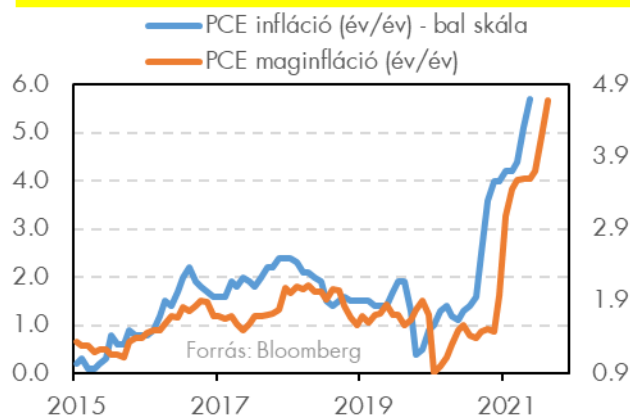
ban az utóbbiak többsége szigorúbb monetáris politikát sürgetett. Azonban a decemberi döntés értelmében, ha késve is, de megkapták, amit akartak, így nem kell jegybanki tanácsban belüli töréstől tartani.

Az előrejelzések tekintetében visszavettek a 2021-es **GDP várakozásból** (5,5% vs 5,9%), de növelték az ideai prognózist (4,0% vs 3,8%). Érdekesség, hogy ezzel párhuzamosan a 2023-as GDP előrejelzések mediánja 2,5 százalékról 2,2 százalékra süllyedt. A hosszú távú stabil növekedést biztosító szintet továbbra is 1,8 százalékon látják biztosítottnak. A piaci konszenzus (3,9%) egyelőre pesszimistább az ideai év kilátásaira vonatkozóan.

A **munkanélküliségi szint becslése** a 2022-es évre vonatkozóan 3,5 százalékra mérsékeltek a várakozásaikat a szeptemberi 3,8 százalékról. Ez a 3,5 százalék megegyezik a járvány előtti, februári, 1969 óta nem látott mélyponttal. A legoptimistább forgatókönyvet alkalmazták előrejelzéseiknél, mert 2022 és 2024 között végig 3,5 százalékos munkanélküliségre számítanak. A hosszú távú teljes foglalkoztatottságot biztosító szintet továbbra is 4 százalékon látják.

A Fed által célzott **PCE maginfláció** értéke (4,4% vs 3,7%) jelentős emelkedést mutatott szeptem-

Jelentősen felpattanó infláció

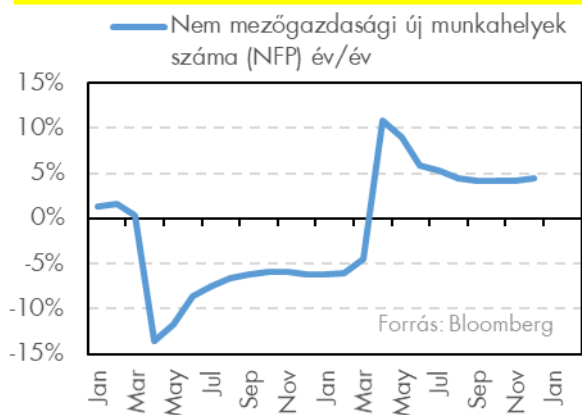


berhez képest, ami a beérkezett több évtizede nem látott magas adatok tükrében érhető. 2022-ben már jelentős csökkenésre számítanak, 2,7 százalékra, ami így is magasabb, mint a korábban előre jelzett 2,3 százalék. Ami szembetűnő, hogy szeptemberben még 1,4 százalékpontnyi inflációs csökkenésre számítottak jövőre, addigra most már 1,7 százalékpontnyira. Ez alapján továbbra is él az átmeneti infláció képe a tanácsstagoknál.

A mostani előrejelzés legfontosabb része mindenféleképpen a **kamatpálya prognózis**. Ez alapján **jövőre három kamatemelésre számítanak** a szeptemberben jelzett egy darab után. 2023-ben ezt további három követné. Azonban 2024-ben már csak újabb két kamatemelésre kerülne sor. A hosszú távú egyensúlyi alapkamatszint (2,5%) változatlan maradt. A résztvevők között annál nagyobb a szórás, minél messzebbre tekintünk előre. Szeptemberben a 18 tagból még 9 számított arra, hogy változatlan szinten marad az alapkamat 2022-ben. Hat egy, míg három két kamatemeléssel kalkulált. Mostanra fordult a kocka, hiszen **10 tag számít három emelésre, öt kettőre, de van egy tag, aki csak egyre. És van kettő, aki négyre**. 2023-ra, a múltkori ülésen még volt, aki változatlanul rekord alacsony alapkamatot látott, de voltak hárman, akik hat 25 bázispontos emeléssel magasabbat. Most is nagyon nagy a szórás a vélemények között, hiszen ketten csak egy további emelésre számítanak a 2022-es három után, míg öten kettőre, hárman háromra, öten négyre és van három tag, aki öt kamatemelésre számít, 2,25%-ra 2023-ban. A 2024-es előrejelzésekkel most nem foglalkozunk, mert azok még bizonytalanabbak, mint a korábbi évek. Érdekesség, hogy összetételét tekintve semmiben sem változott a hosszú távú előrejelzés.

A sajtótájékoztató elején Powell azonnal belefutott egy ellentmondásba. A jegybankelnök szerint a gazdasági fejlemények és a kilátások változása indokolta a decemberi álláspontváltást. Ez azért érdekes, mert miután a Fed tavalyelőtt elfogadta az inflációt túllépő új hosszú távú stratégiáját, Powell azt mondta, hogy a kilátások és az előrejelzések kevésbé fontosak. Helyette, ami számít, azok az aktuális adatok. Másik érdekes kijelentése, hogy a jegybanknak reagálnia kell a gyorsan változó pénzügyi kondíciókra, holott Milton Friedman óta a monetáris politika elnyújtott hatású és az is jelentős csúszással jelentkezik. Nem valós időben kell monetáris politikai döntéseket meghozni. **Powell állítása szerint az összes tanácsstag úgy gondolja, hogy 2022-ben teljesül a teljes foglalkoztatottság mandátum feltétele is.** Pontos szabály nincs arra vonatkozóan, hogy mi a teljes foglalkoztatottság. Azt a bérek, munkaerőpiaci be- és kilépések, aktivitási ráta, valamint a teljes demográfiai foglalkoztatottsági szint határozza meg, így az szinte állandóan változik. A munkahelyüket önként elhagyók száma is a szoros munkaerőpiaci környezetet támasztja alá.

Lassan javuló munkaerőpiac



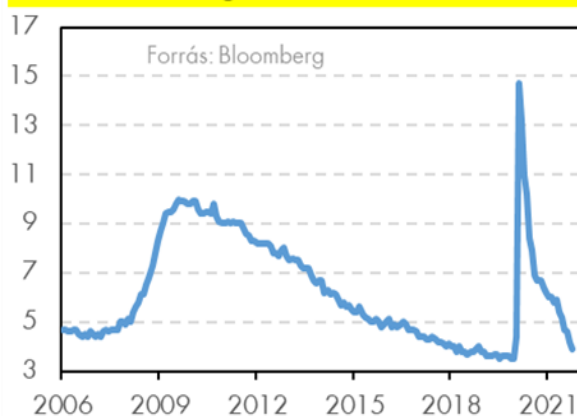
A háztartási és munkahelyi felmérés között erősen megosztott novemberi adat után decemberben is hasonlóan kettős adat érkezett az amerikai munkaerőpiacról. Bár az előző két hónapot 141 000 fővel felfelé módosították, de a novemberi adat így is csak 249 000 főre javult az eredeti 210 000 főhöz képest a munkahelyi felmérésben. **Jelentős szezonális kiigazítások torzították megint a számokat.** A nyers, nem szezonálisan kiigazított adat szokatlanul erős 72 ezer fős növekedést mutatott. Ez a típusú adat az év utolsó hónapjában 1999 óta nem volt pozitív. Ha az előző tíz évben alkalmazott tipikusabb szezonális kiigazítást alkalmazta volna a statisztikai hivatal, akkor a közzétett adat meghaladta volna a 400 ezer főt. Ez már összhangban lenne a háztartási felméréssel. Szezonális hatásoktól nem kiigazítva a szezonális elbocsátások miatt decemberben általában csökken a bérszámfejtés. A múlt hónapban azonban nem következett be ilyen mértékű csökkenés, mivel a munkaadók a súlyos munkaerőhiány közepette megtartották a munkavállalókat.

A decemberi munkahelyi felmérés 199 000 fős értékével szemben áll 651 000 háztartási felmérés alapú javulás. Novemberben 249 000 és 1 090 000 fő volt a két szám. Bár eltérő metodikával és eltérő csoport felmérésével készül a két adatsor, mégis ugyanarra a kérdésre keresik a választ: Mennyivel nőtt a foglalkoztatottak száma egy hónapban? Tipikusan szoros együtt mozgás figyelhető meg a két adattípus között, de ez a tavalyi évben felborult. Júniusban (62 000 vs 962 000) láthattunk hasonló mértékű diszkrepanciát, illetve 2020 októberében (680 000 vs 2 150 000) és augusztusában (1 583 000 vs 3 449 000). Tehát nem újszerű dologról van szó, de akkor is szokatlan. Mindenesetre pár hónapos szezonális hatás okozta kilengésről lehet csak szó. Fontos figyelembe venni, hogy a

decemberi foglalkoztatási felmérés időszakában a **koronavírus esetszám** 50 százalékkal nőtt a vonatkozó novemberi időszakhoz képest. Január elején már 440 százalékkal nőtt decemberhez képest, így a járvány okozta ellenállás nagyságrenddel nagyobb lesz a januári adatokban, és könnyen negatív tartományba taszíthatja a statisztikát a következő hónapokban.

A **munkahelyi felmérés** alapján a magánszektorban 211 000 fővel többen dolgoztak, mint novemberben, de 12 000 fővel kevesebb volt az állami szféra alkalmazottja. A termelői (54 000 vs 72 000 fő) és szolgáltatói (157 000 vs 198 000 fő) szektorban is sokkal kisebb volt a bővülés üteme. A kiskereskedelmi szektorban (-2 000 vs -13 000 fő) második hónapja zsugorodik a munkavállalók száma. Decemberben a munkahelyek számának növekedése a legsúlyosabb munkaerőhiánnyal küzdő ágazatokra koncentrált: építőipar (22 000 vs 35 000 fő), feldolgozóipar (26 000 vs 35 000 fő), szállítás és raktározás (19 000 vs 42 000 fő), valamint szabadidő és vendéglátás (53 000 vs 41 000 fő). Ez utóbbi volt az egyetlen szektor, ahol bővült az állomány. Azonban annak ellenére, hogy 2,6 millió fővel nőtt a szektor létszáma 2021-ben 1,2 millió fővel elmarad a 2020 februári sinthez képest.

Munkanélküliségi ráta



Ezekben az ágazatokban volt a leggyorsabb a bérnövekedés is, különösen a szabadidő és vendéglátás ágazatban, ahol az átlagos órabér 14%-kal emelkedett az elmúlt 12 hónapban. A pénzügyi ösztönzők egyértelműen működtek.

A munkanélküliségi ráta a **háztartási felmérés**ből származik. Decemberben 168 000 fővel nőtt a munkaerőpiac, de a foglalkoztatottak száma 651 000 fővel ugrott meg, míg a munkanélküliek száma 483 000 fővel csökkent. Ennek köszönhetően a **munkanélküliségi ráta** 3,9 százalékra esett a novemberi 4,2 százalékhöz képest. Ez 6,3 millió fő munkanélkülit jelent szemben a 2020 februári, járvány előtti 5,7 millió fővel. Hasonló ütem mellett akár már a hónapban meglehet a járvány előtti szintnél jobb adat. Azonban az omikron variáns terjedése nagy valószínűséggel megakasztotta a munkahelykeresési kedvet, főleg a kitett vendéglátóipari szektorban.

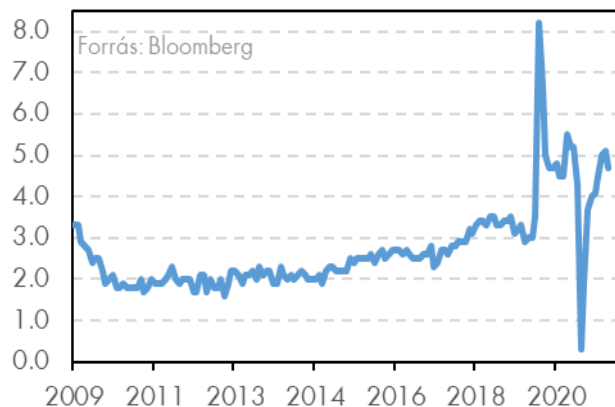
Ahogy Powell sajtótájékoztatójából is hallhattuk a Fed nem csak a fő munkanélküliségi adatsort vizsgálja döntéshozatalkor. Szerencsére a többi mutató többsége is javulásra utal. Az **alulfoglalkoztatottsági ráta** 7,3 százalékon található, leminősítés miatt ugyanott, mint novemberben, de nagyon közel az elmúlt évek mélypontjához, amit 2020 januárjában 6,9 százalékkal ért el. A járvány előtti foglalkoztatottsági rátával számolva a munkanélküliségi ráta 6,1 százalék lenne, szemben a novemberi 6,5 százalékhöz képest. A mostani **aktivitási ráta** (61,9%) változatlan szinten maradt az előző hónaphoz képest. A teljes korosztályt felölelő mutató továbbra is nagyon messze található a járvány előtti 63,4 százaléktól, ami önmagában 2013 óta nem látott csúcsot jelentett. Az aktív lakosság (25 – 54 év között) esetében is hasonlóan nagy a lemaradás, itt 81,9 százalék áll szemben 83,1 szá-

zalékkal.

A munkanélküliségi rátára kapott 3,9 százalék alatta van a Fed tanácsstagok által a hosszú távú semleges rátára adott mediánszintnek, ami voltaképpen a teljes foglalkoztatottságot jelzi. Összehasonlításképpen a járvány előtti legalacsonyabb munkanélküliségi ráta 3,5 százalék volt. A munkahelyek számának jelenlegi növekedési üteme elég magas ahhoz, hogy továbbra is felszívja a lemaradást, ha a részvétel továbbra is csak lassan áll helyre. Ahhoz, hogy júniusra elérjük a 3,5 százalékot, amit a Fed előrejelzése alapján csak 2022 végén kellene, havonta körülbelül 175 ezer emberre lenne szükség, ami elég alacsony szint. A munkanélküliségi ráta még mérsékelt munkaerő-piaci fellendülés esetén is azt sugallja, hogy **a gazdaság már a teljes foglalkoztatottság szintjén vagy annak szoros közelében található.**

Ezt a nézetet támasztja alá a nem a havi munkaerőpiaci felméréshez kapcsolódó és még csak novemberi állásváltoztatási statisztika is. A meghirdetett állások száma 10,6 millió darabra csökkent az októberi 11 millió darabhoz képest, de így is messze sokkal nagyobb számot kaptunk, mint a járvány előtti időszakban valaha. Továbbra is igaz, hogy az

Átlagos órabér (év/év)



összes regisztrált munkanélkülinek, ami novemberben 6,8 millió fő volt, lehetne állása és még mindig 4 millió darab állás lenne betöltetlen. Azonban ennek a legfrissebb statisztikának most egy másik aspektusa a fontos. **Novemberben rekordszámú, 4,5 millió munkavállaló, hagyta el önként az állását és váltott munkahelyet.** Ez azt jelenti, hogy a kilépési arány már 3 százalék, amire az adatsor két évtizedes történelmében még sosem volt példa. Ugyanakkor ez az átlag szint, hiszen a vendéglátóiparban (6,9%) és a kiskereskedelemben (4,4%) sokkalta magasabb értékeket kaptunk.

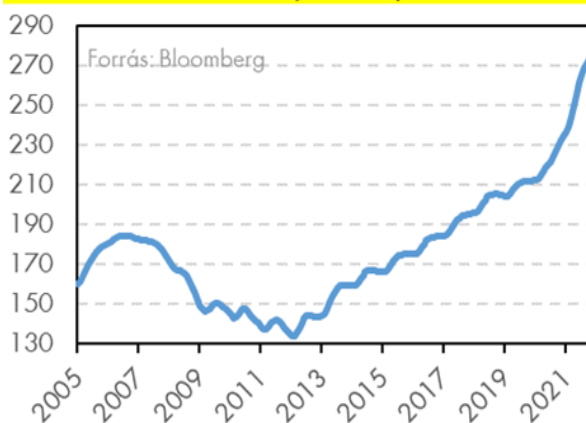
Úgy tűnik a hosszú évek után, amikor a munkaadók voltak főlényben a munkaerőpiacon, most a munkavállalóké az előny. A vállalatok kénytelenek a munkatársak megtartásához a munkabéremeléshez fordulni. Élnek is eszköztárjuk leghatásosabb eszközével, hiszen az elbocsátások aránya (0,9%) szintén rekord alacsony szinten található, már hetedik hónapja. Mindennek következtében az **átlagos órabér** 19 centtel 31,31 dollárra nőtt, ami 4,7 százalékos éves növekedést jelent felülmúlva a várt 4,2 százalékos értéket. Bár ez elmarad a novemberi 5,1 százalékos ütemtől, de így is meghaladja a termelékenység bővülését és táptalaja lehet az infláció magasán szinten maradásának. Az adatok azt mutatják, hogy **a jövedelmi spektrum alsó végén dolgozók továbbra is előnyben vannak a béremelésekről folytatott tárgyalások során.** A termelési és nem felügyelő munkások átlagos órabérének növekedése 2021 legnagyobb részében meghaladta a teljes növekedési ütemet. Decemberben újabb jelentős, 5,8 százalékos növekedést mértek erre a csoportra, szemben az összes munkavállaló 4,7 százalékos növekedésével.

A koronavírus járvány megfékezésére hozott egészségügyi intézkedések gazdasági hatása

munkaerőpiaci összeomlással járt együtt, hiszen 2020-ben 9,4 millió fővel csökkent az állással rendelkezők száma. Ilyen sokkhatás után érthető, hogy miért a teljes foglalkoztatottság biztosítása mandátum teljesítésére koncentrált a jegybank a tavalyi évben. Amíg a kezdeti hónapokban a magasabb infláció mozgatórugói elsősorban a világvárvány okozta zavarokhoz kapcsolódtak, az ár-emelkedés mára az áruk és szolgáltatások szélesebb körére terjedt ki. A bérek is élénken emelkedtek, de **eddig a bérnövekedés nem járult hozzá jelentősen a megemelkedett inflációs szintekhez.** A jegybank szorosan figyeli annak kockázatát, hogy a termelékenység növekedését meghaladó tartós reálbérnövekedés felfelé irányuló nyomást gyakorolhat az inflációra. A Fed attól tart, hogy a világvárványhoz kapcsolódó ellátási lánc torzulásoknál ellenállóbb bényomás általi inflációs spirál alakul ki.

Hiába a jelentős fizetésemelések, amit a szűk munkaerőpiac okoz, ha **a reál órabér decemberben 2,4 százalékkal esett az egy évvel korábbi szinthez képest.** Május óta nem láthattunk ilyen mértékű reálbér csökkenést. Ugyanakkor a havi növekedés mértéke 0,1% lett, ami viszont három hónap alatt az első emelkedés. Ezek alapján bér-

Törtető lakásár index (SPCSCL)



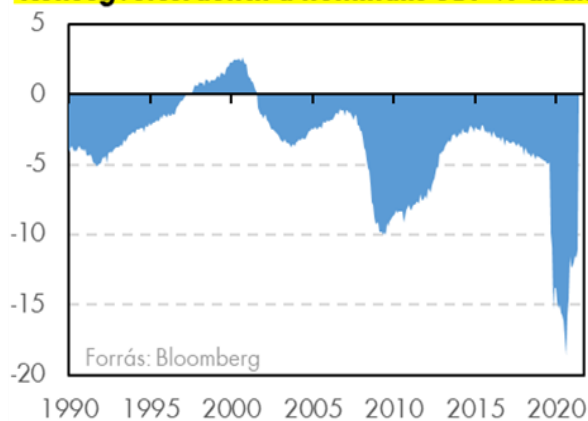
nyomásra utaló jeleket még nem látni a **decemberi fogyasztói inflációs** statisztikában, de közel 40 éve nem látott áremelkedést igen. A kereslet és a kínálat szűk keresztmetszete továbbra is erős, az árupiaci inflációt pedig az autó- és ruházati cikkek árai húzták felfelé. A szolgáltatások árának meglepő, de minimális csökkenése tévútnak bizonyulhat, mivel a lakhatási költségek 2022-ben egyre nagyobb felfelé irányuló nyomást jelentenek majd. A Fed ezért továbbra is az általa preferált inflációs mutató növekedési kockázataira fog összpontosítani, és arra, hogy rövid időn belül meg kell kezdeni a kamatemeléseket.

Decemberben 7 százalékkal nőtt a fogyasztói árindex, ami a legnagyobb 12-havi változás 1982 júniusa óta. A volatilis energia és élelmiszer árakkal nem számoló maginflációs mutató ugyan ezen az időtávon 5,5 százalékkal lendült magasabbra, ami 1991-es rekord. Komoly problémát jelent, hogy az index harmadát adó és lassan mozgó lakhatási költségek (4,1% év/év) okozták az inflációs megráshoz nagy részét. A lakáspiaci lufi csúcsa, 2007 februárja óta nem láthattunk ilyen erőteljes árnövekedést. A **bérelti díjak robbanásszerűen emelkedtek**, mivel a bérbeadók a világjárvány miatt elhalasztott áremeléseket a kilakoltatási moratóriumok eltörlése után szinte egy összegben érvényesítik, felbátorodva a szűk munkaerőpiac által okozott magasabb fizetéseken. A világjárvány átmeneti inflációs hatásából még mindig érezni a félvezetők hiánya okozta torzulást, amit a statisztikában a **használtautók** drágulásán keresztül lehet nyomon követni. A kapott 37,2 százalékos éves drágulás bár elmarad a júniusban tapasztalt 45,2 százalékos növekedési szinttől, de így is harmadik havi emelkedést takar. Ezzel szemben az új autók árdrágulásának üteme rekord szinten található, de csak 11,3 százalékos a mérték.

A fogyasztói költsékezésre komoly visszahúzó hatással van, hogy **az élelmiszerárak 12-hónapos növekedése elérte a 2008 októberben regisztrált 6,4 százalékos csúcst.** Akkor is és most is a megugró olajárak fűtötték a növekedést. Enyhe pozitívum, hogy az élelmiszer árak növekedésének üteme lassul, de a fordulatra még várni kell. A vendéglői árak (6% év/év) 1982 januárja óta nem látott mértékben ugrottak meg, amit részben magyaráz a vendéglátóiparban zajló jelentős béremelkedés.

Meglepetést okozott, hogy az **energiaárak** (-0,4% vs 3,5% hó/hó) már csökkentek havi szinten, sőt a visszaesés mértéke 2020 május óta nem látott nagyságú volt. A legnagyobb gyengülést a fűtőolaj (-2,4% vs 3,5% hó/hó) szenvedte el, de a benzinár (-0,5% vs 6,1% hó/hó) is lefelé mozdult el. Természetesen éves szinten még így is óriási az energiaár (29% vs 33%) árelőnye 2020 decemberéhez képest, de legalább itt is már alacsonyabb értékeket kaptunk. Az energiaárak csökkenése azt az érdekes jövőt vetíti előre, hogy a fő inflációs mutató csökkenhet, míg a maginflációs mutató tovább emelkedik. Éves összehasonlítás helyett féléves változást nézve jobban szembetűnik a fordulat. Az alapvető javak áremelkedése 9 százalékra hűlt le a

Költségvetési deficit a nominális GDP %-ában



korábbi 11 százalékról és a nyár végi 15 százalékról. Még a főbb szolgáltatások esetében is 3,3 százalékra lassult a drágulás a korábbi 3,6 százalékról, miután a nyár közepén 4,6 százalékos csúcsot ért el.

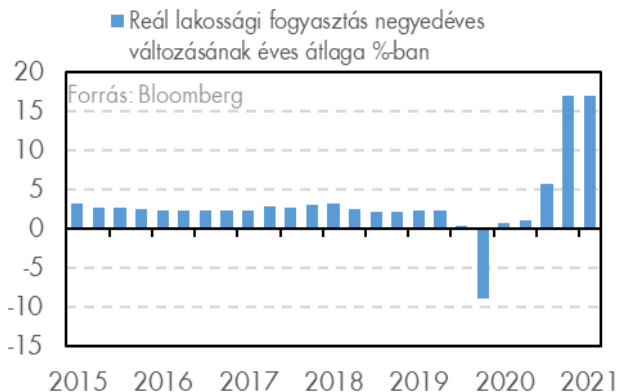
Már az **omikron variáns** a domináns vírus az Egyesült Államokban, ami rekord szintű fertőzöttel és evvel párhuzamosan kórházi kezelten jár együtt. Szerencsére az új mutáns kevésbé súlyos lefolyású betegséggént jelentkezik, ezért a halálzási ráta sokkal alacsonyabb, mint korábban. Azonban így is bőven további zavarokat okozhat az amúgy is törekeny ellátási láncokban, mivel a karantén és a betegség miatt egyes alkalmazottak nem tudnak munkába menni. A szolgáltatásokra, például utazásra fordított kiadások lelassulhatnak, ami az árakat lefelé nyomja, de az áruk árai emelkedhetnek. Mindazonáltal a hatás várhatóan átmeneti lesz. **A konszenzus szerint az infláció 2022 folyamán 3% körüli szintre mérséklődik**, ami az ellátási láncok normalizálódásától és az energiaárak csökkenésétől függ. A magasabb bérleti díjak, a robusztus bérnövekedés, a koronavírus későbbi hullámai és a tartós kínálati korlátok azonban mind felfelé mutató kockázatot jelentenek az inflációs kilátásokra nézve. Az infláció pályája a következő hónapokban attól függ, hogy az ellátási lánc újbóli zavarainak hatása felülmúlja-e a szolgáltatások iránti alacsonyabb kereslet hatását.

A decemberi fogyasztói inflációs adatok is megerősítik a nézetet, hogy **az idén véget érhet a Fed 2019 óta tartó laza monetáris politikája**, ahogy arra a decemberi ülés jegyzőkönyvében is utaltak. A résztvevők szerint „indokolt lehet” a vártnál hamarabb és gyorsabban emelni az alapkamatot. A jelenlegi állapot szerint márciusra fut ki a mennyi-

ségi lazítás és a korábban többször hangoztatott „lépésenkénti” hozzáállás miatt nem lesz kamatemelés a kivezetéssel párhuzamosan. Azonban a piac már decemberi üléstől kezdve elkezdte beárzni a **márciusi kamatemelést**, aminek a **valószínűsége január második hetében már 80 százalék**. Ezt a szigorítást a határidős termékek árázásai alapján júniusban követné még egy majd szeptemberben is. Sőt, a volatilis piacok alapján, jelenleg, decemberre is áraznak egy negyedik 25 bázispontos kamatemelést, amivel **1-1,25 százalékos alapkamat szinttel zárna az évet, ami magasabb, mint a jegybank által tavaly decemberben előirányzott pontdiagramm mediánja**. Eddigi ismérveink alapján biztosra vehetjük a mennyiségi lazítás kivonását és a kamatemelés megkezdését.

Azonban a decemberi ülés jegyzőkönyve a kamatemelés felgyorsítása mellett tartalmazott még egy meglepetést: a **mérlegfőösszeg csökkentését**. Majdnem minden résztvevő egyetértett abban, hogy a jegybanki alapkamat célsávjának első emelése után valamikor helyénvaló lenne megkezdenni a mérlegleépítést. A résztvevők azonban úgy ítélték meg, hogy a mérlegleépítés megfelelő időzítése valószínűleg hamarabb lenne az irányadó ka-

Bázishatás miatt erős Q3 fogyasztás

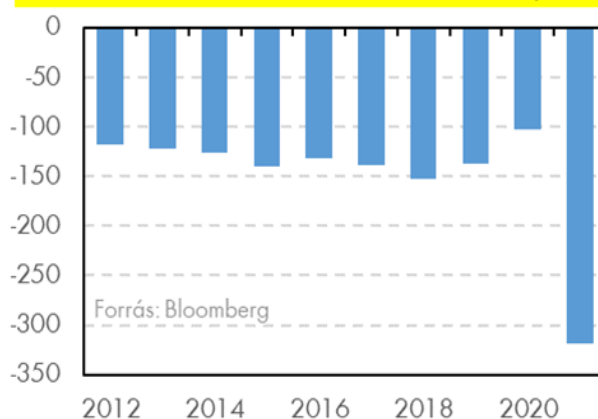


matláb emeléséhez, mint a bizottság korábbi kivételénél. Megjegyezték, hogy a jelenlegi feltételek között szerepel az erősebb gazdasági kilátás, a magasabb infláció és a nagyobb mérleg, és így indokolhatják a kamatláb normalizálásának potenciálisan gyorsabb ütemét. A korábban alkalmazott mérleglépítés forgatókönyvére támaszkodva most **sokkal gyorsabb ütemben történne minden** a mérlegben található rövidebb durációjú papírok révén.

Fontos ismerni az előző monetáris normalizációs ciklus idővonalát. A Fed 2014 októberében zárta le a QE3-at. Az első kamatemelésre 2015 decemberében került sor. Csak 2016 decemberében került sor a második emelésre, és kezdődött meg a valódi szigorítási ciklus. A mérleg normalizálása 2017 októberében indult el. A szigorítási ciklus 2018 decemberében megállt, amikor az alapkamat 2,5 százalékon állt, mivel az S&P 500 abban a negyedévben 20 százalékkal korrigált és Powell engedett a piac nyomásának. A mérlegszűkítés 2019 nyarán ért véget, és a jegybank még abban a júliusban új enyhítési ciklust kezdett. Ezáltal az első kamatemelés valamivel több mint egy évvel a mennyiségi lazítás befejezése után történt, a szigorítási ciklus pedig több mint két évvel a mennyiségi lazítás befejezését követően kezdődött. Végül pedig a mérlegszűkítés három évvel a QE befejezése után, és közel két évvel az első kamatemelés után kezdődött. Ilyen ráérős hozzáállásra most nincs lehetőség. **Az által, hogy a Fed kivárt, amíg a munkaerőpiac ténylegesen helyreáll a monetáris politikai lépések "összecsomósodását" kapjuk.** A mennyiségi lazítás leépítése, a kamatemelés kezdete és az egyensúlyi mérleg szűkítése most nagyon gyorsan egymás után következhet. Ez a dolgokat "sokkal bizonytalanabbá" teszi a piacok és résztvevők számára.

Az ideai monetáris megszorítások mellett a fiskális oldalon is szigorúbb időszak áll be az idén, legalábbis a 2021-es évhez képest. A háztartások megtakarításainak megugrása – a világvárvány idején a kiadások csökkentésének és a bőkezű kormányzati ösztönzésnek az eredménye – olyan pénzügyi tartalékot hozott létre, amely késlelteti a normális állapothoz való visszatérést az amerikai munkaerőpiacon. A háztartások 2,6 billió dollár többletmegtakarítást halmoztak fel a fogyasztás járvány miatti kényszerű csökkentése során. Az összeg kétharmada kormányzati transzfereknek (2 billió dollár), például a megnövelt munkanélküliségi biztosításnak és az ösztönző csekkeknek köszönhető, egyharmada pedig a kiadások kényszerű csökkentésének (1,1 billió dollár) eredménye. Összességében a világvárvány miatti transzferek messze meghaladják a megszorítások miatt kieső béreket és egyéb jövedelmeket (mintegy 550 milliárd dollár). E megtakarítások mintegy háromnegyede a legfelső jövedelmi csoportosuláson kívüli háztartásokban összpontosul. Ez eltér a megszokottól, miszerint a megtakarítások nagy részét a jómódú háztartások teszik ki. A felmérések megmutatják, hogy a járványhelyzet miatt a pénzügyi biztonság a második ok, amiért egy munkanélküli

1-11 hó külkereskedelmi deficit Kínával (mrd \$)



ember nem aktív munkakereső. A közepes jövedelmű háztartásoknak elegendő többlet megtakarításuk volt az év végéig, ami lomhább munkavállalási kedvet eredményezett. Azonban ennek a tartaléknak a felélése arra utal, hogy a munkaerő-kínálat 2022 elején erőteljesebben élénkülhet.

A havi megtakarítások továbbra is meghaladják a járvány előtti normális szintet. A háztartások azért tudtak egy kicsit többet költeni anélkül, hogy a többletmegtakarítások felhalmozásából lefaragtak volna, mert a bérek is a járvány előtti tendencia felett nőttek, különösen a jövedelmi spektrum alsó végén. Emellett az ösztönző transzferek, mint például a gyermekek után járó megemelt adókedvezmény is támogatták a megtakarításokat. Azonban ez a kedvező időszak véget ért. Február 1-jével kezdődően a 43 millió **amerikai diákhitelesnek újra kell fizetnie** a havi átlagosan 393 dolláros törlesztőrészletet, ami de facto adó-emelés. A fennálló diákhitelek mennyisége az elmúlt évtizedben megduplázódott, és megközelítette az elképesztő 1,7 billió dollárt. Körülbelül minden hatodik amerikai felnőtt szövetségi diákhitel-tartozással rendelkezik, ami a legnagyobb összegű, nem jelzáloghitel-tartozás az Egyesült Államokban.

Ezen túlmenően **a gyermekek után járó megemelt adókedvezmények időszaka is lejárt** január elején, mivel nem sikerült megegyezni az egyetlen ellenálló demokratával, a nyugat-virginiai Manchin szenátorral a szociális infrastruktúra csomag elfogadásáról. Az egy fős szenátusi demokrata többség és a teljes republikánus ellenállás miatt nincs más mód az elfogadásra. A közel 2 billió dolláros programcsomag része volt az adókedvezmény kiterjesztése, ami a korábbi évi 2000 dolláros gyermekenként járó kedvezményt 3600 dollárra

növelte, aminek fele havonta került kifizetésre a korábbi év végi visszautalás helyett. Bár még tavaly év végén csekély esély mutatkozott arra vonatkozóan, hogy sikerül legalább a szociális infrastruktúra program egyes részeit elfogadni, mint például az adókedvezményt, de az idei év elején Manchin kategorikusan kijelentette, hogy nem hajlandó egyezkedni. Ennek hatására a demokraták letettek abbéli szándékukról, hogy elfogadtassák eme generációs hatással rendelkező történelmi szociális törvénycsomagot. Helyette a választási reform szélmalomharcába kezdtek bele.

Ne felejtjük, hogy idén **novemberben időközi választások lesznek** és a politikai csatározás már a tavalyi évben elkezdődött. A várakozások többsége a demokrata vezetésű alsóház elvesztésével számol és széljártástól függően a szenátus is komoly veszélyben van. Az utóbbiban bár csak egy fős a többsége a kormányzó pártnak kevés „veszélyeztetett” tagállamban lesz választás. Ezzel szemben a teljes alsóház 435 tagja megméretésre kerül és itt sok a bizonytalan kimenetelű választási verseny. Talán a veszteségtől tartva a 221 darab demokratából már 26 tag bejelentette, hogy nem indul az időközi választásokon, míg 212 republikánusból csak 12 fő döntött ugyanígy. Biden mun-

Lankadó lendület



káját mindenféleképpen megnehezíti, hogyha bármelyik törvényhozási egység az ellenzék kezébe kerül, de el nem lehetetleníti. Rendeletekkel továbbra is tud kormányozni és voltaképpen az elmúlt háromnegyed év is olyan volt, mintha a szenátus már az ellenzék kezében lenne Manchin ellenállása miatt. Mindezek miatt a novemberi választásokig **igyekeznek majd mindent megtenni a demokraták** és talán még Manchin is kötélnek áll, hogy ne ő legyen a hibás a demokraták őszi választási veszteségeiért.

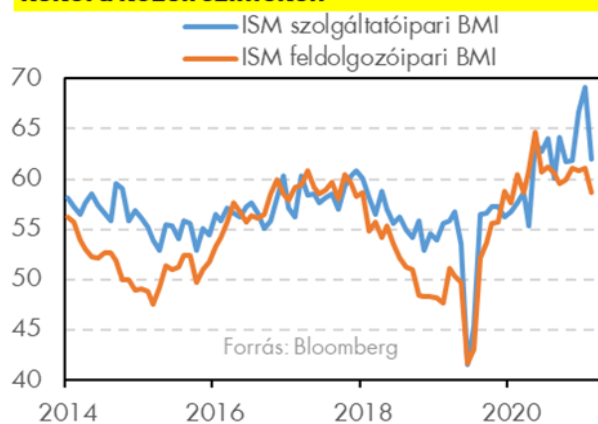
Ha a Build Back Better program fontosabb részei nem is kerülnek elfogadásra az omikron variáns gazdasági kára – a tömeges, de szerencsére nem súlyos, megbetegedések miatt komoly fennakadás tapasztalható a légitözlekedésben, egészségügyben, szállításban – újabb fiskális csomagért kiállt. A vendéglőket és lakbértámogatást tartalmazó program, ami további forrást biztosítana a tesztelezésre és oltópontokra talán elfogadható Manchin számára is. **A fogyasztók és a vállalkozások számára minden segítség jól jön**, hiszen a 40 éve nem látott magas infláció majd csak lassan, az év folyamán enyhül és az újabb vírus variánsok a beszállítási láncok helyreállítását is nagyban megnehezítik. Ezért a kimagasló negyedik negyedéves GDP teljesítményt, ami az előzetes várakozások szerint közel 2 százalékos is lehet negyedéves, nem évesített szinten, sokkal lassabb idei első negyedév követi majd. De korai lenne még leírni az amerikai fogyasztót, hiszen a meredeken emelkedő eszközárak rendelkezésre állnak az új kiadások forrásként. És mivel a háztartások mérlege az elmúlt évtizedekhez képest nagyon jó állapotban van, a fogyasztók folytatják a költsékeztést, ha egyelőre a megtakarításaik rovására is.

Blahó Levente

levente.blaho@raiffeisen.hu

+36-1-484-4301

Rekord közeli szinteken



**USA részvénypiac,
Régi új kihívások**

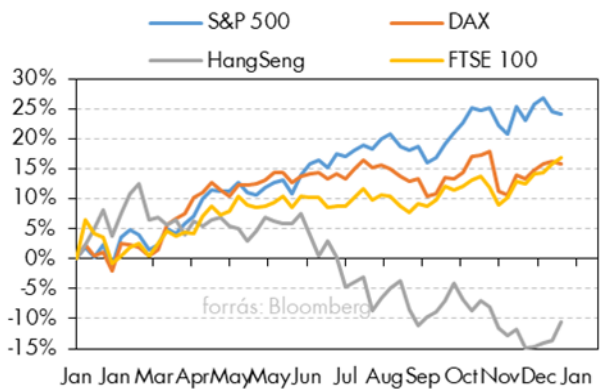
Figyelemreméltó év volt a tavalyi nagyon sok tekintetben. Mindenféleképpen történelemkönyvekbe illő, de ez a teljesítmény előreláthatólag az idén nem ismétlődik meg. Ez természetes, hiszen az erőteljes emelkedéseket egészséges, ha egy konszolidációs időszak követi. **2022-ben már nem lesz ott a jegybank, hogy fűtse az erősödést, sőt likviditást von ki a rendszerből, emellett fiskális oldalon is megszorításokra számítunk.** Ilyen környezetben is bőven tud emelkedni a részvénypiac, hiszen 2017-ben is, három kamatemelés mellett 19 százalékot meghaladó drágulást mutatott fel, de a befektetési stratégiának alkalmazkodnia kell az új kihívásokhoz.

Először nézzük, hogy milyen év is volt a tavalyi a tengerentúli részvényindexek szempontjából. Az év utolsó hetét rekord szinten zárta az S&P 500 index. Távolabbról, az elmúlt december 2010 óta nem látott emelkedést produkált és egyben a harmadik 12. hónap volt egyhuzamban, hogy erősödni tudott az S&P 500 index. Negyedéveket vizsgálva a tavalyi negyedik már a hetedik egyhuzamban, ami emelkedéssel zárt. Ilyenre négy éve nem volt példa. **Az index az osztalékok újra befektetésével (total return) 28,7 százalékos hozamot ért el,** aminél erősebbet 2019-ben (+31,5%) már láthattunk. Így is ez volt az 17. év az elmúlt 19-ből, hogy pozitív hozamot produkált az index befektetés. A Nasdaq Composite evvel szemben már 13. éve drágul egyhuzamban osztalék újra befektetési alapon. A 2020-as járványügyi válságnak nyoma sincs, hiszen az elmúlt három évben az S&P 500 több mint megduplázódott, amire a technológiai lufi 1997-1999 közötti időszaka óta nem volt példa. **Tavaly minden négy kereskedési napból egy rekord szintű zárással végződött,** összesen 70 darab jutott

belőle, amire 1995 óta ilyen nem tapasztalhattunk, amikor is 77 darab volt az évben. A leghosszabb idő két új rekord csúcs között 33 nap volt ősszel. **A remek emelkedéshez szinte példa nélküli alacsony volatilitás társult.** Az S&P 500 index legnagyobb csökkenése csupán 5,2 százalék volt csúcspont és mélypont között. Ezzel az elmúlt 94 év adatai alapján, éves maximális csökkenés tekintetében, az alsó 10 százalékába került. A legrosszabb kereskedés nap csupán 2,6 százalékos veszteséggel ért véget.

Az index egységeit vizsgálva érdekes különbségre figyelhetünk fel 2020-szal szemben. Azon túl, hogy **az összes szektor legalább 16 százalékos emelkedést produkált 2021-ben,** a tavalyi év dobogós helyezettjei, az energia (+53%), az ingatlan (+46%) és a pénzügyi (+35%) szektorok, a tavaly előtti év egyedüli vesztesei voltak. A 2020-as év nyertesei – technológiai, fogyasztási termékek – 2021-ben a negyedik és ötödik helyre csúsztak le. Vajon ebből az következik, hogy az idén a kommunikációs és fogyasztási cikkek szektorok fognak az élen végezni? Valószínűtlen. Több mélyebben futó folyamat is van, ami jelentős hatással lehet az év végi kimenetre. A járvány megfékezésére életbe léptetett egészségügyi intézkedések okozta részvénypiaci

Részvénypiacok teljesítménye (2021.01.01-től)

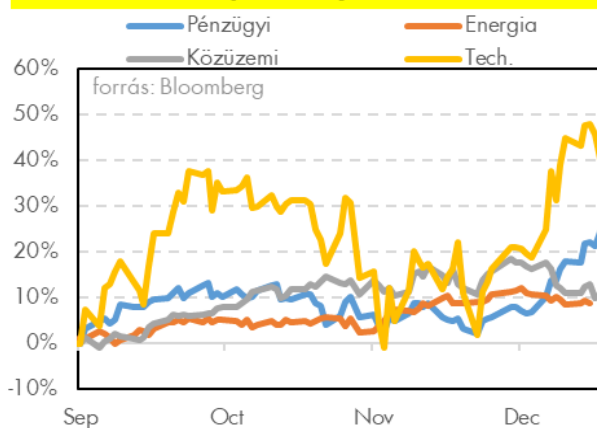


beesés a történelem leggyorsabb medvepiacát hozta el. A 2020 márciusi mélyponttól számított közel egy éves emelkedés ugyanakkor **az egyik leggyorsabb bika piac** lett. Korábbi beesések utáni kilábalások során megfigyelhető volt egyfajta sorminta, amibe a tavalyi év is pontosan beleillik. A **gyors felkapaszkodás után**, ez tartott 2021 márciusiáig, egy hosszabb, akár egy éves, **konzolidációs időszak következik. Egyelőre még ebben vagyunk.** Ilyet láthattunk 2010-ben, 2003-ban, 1992-ben és 1976-ban is, hogy csak az elmúlt 50 évet nézzük. Bár az S&P 500 teljesítményéből nem tűnik ki ez az oldalazási időszak a kisebb papírok (Russell 2000) esetében eltéveszthetetlen. A 3000 tagú részvénytől a 2000 kisebb papírt tömörítő index mozgása február és december között egy szűk, 2100 – 2350 pont közötti sávra korlátozódott, a novemberi megugrás kivételével. A Russell 2000 index éves átlag záróárára 2242 pont volt, míg december végén 2245 ponton állapodott meg. Teljesen egészséges ez a konszolidáció, ha figyelembe vesszük, hogy 2020 márciusát követő 12 hónapban 137 százalékkal ugrott meg. A kérdés, hogy vajon merre halad tovább a közel egy éves oldalazás után. A 2013-as 2007-es csúcsok meghaladása után megindult bikapiacban még bőven van erő, hogy magasabb szintre tornássa a részvényindexeket, még ha nem is számíthatunk olyan sima útra, mint tavaly. Ne felejtsük, hogy 2018-ban pár pont hiányzott csak a 20%-ot meghaladó beeséshez, de a hosszú távú emelkedő trendet ez sem csorbította. Továbbá a tavalyi évben az S&P 500 index szinte tökéletesen követte a történelmi átlagot és egyelőre januárban is folytatja ezt a szokását. Így van esély, hogy az év hátralevő részében is, ha nem is olyan pontosan, mint tavaly, lépést tart a kijelölt úttal.

A kilábalásokat követő trend mellett egy a **Fed**

kamatemelései határozzák majd meg az idei kereskedés alakulását. A piaci várakozások alapján már bizton állítható, hogy márciusban sor kerül 2018 decembere után az első szigorításra. Amit, egyes tanácsstagok és újfent a piaci árazások alapján még három fog követni, hogy 2017 óta nem látott négy kamatemeléssel zárjuk az évet. Ilyen szigorú ütemtervre, a **közel 40 éve nem látott infláció** miatt van leginkább szükség, illetve a gazdaság is kellően erős ahhoz, hogy ne válságkezelő állapotban üzemeljen a jegybank. Így márciusra kifut a még mindig zajló mennyiségi lazítási program, amit azonnal követhet az első kamatemelés. A jegybankárok a rekord, közel 9 ezer milliárd dolláros szinten lévő mérlegfőösszeg leépítését is kilátásba helyezték az év végéig. A mennyiségi lazítás kivezetés, a kamatemelés és a mérlegfőösszeg leépítése önmagában is piacmozgató esemény, most pedig, nagy valószínűség szerint, mindháromra sor kerül. **Tipikusan nem zavarja a részvényt piacot a kamatemelés, hiszen ez a ciklikus szektorok előretörésével jár.** Ennek előzetesét láthattuk tavaly, amikor az energia és pénzügyi szektorok lettek dobogósok.

S&P 500: Q4 teljesítmény



Az idei évben az **energia** szektor újfent nyertes lehet, hiszen ciklikus szektorként felülteljesítést várunk tőle, de ezt most kiegészíti az olajárak emelkedése. Ha nem is tud még további 20 százalékkal drágulni a nyersanyag, csökkenni sem igazán fog, így fennmaradhat szektorra gyakorolt pozitív hatása. A **pénzügyi** szektorbeli bankok és biztosítók számára a meredek hozamgörbe javadalmazó. Ilyet pedig tipikusan kamatemelési időszakban láthatunk. Ezért a tavalyi év után újra előnyt élvezhet a szektor. Azonban a nagyon magas infláció, pláne, ha tartósabban fennmarad, már a fogyasztói szokások megváltoztatásán keresztül eredményromboló hatással van.

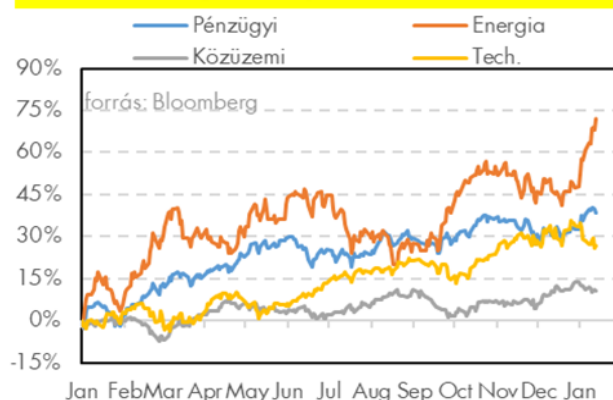
A **MANAMAT** – Microsoft, Amazon, Netflix, Apple, Meta, Alphabet, Tesla – papírokat is a idei várható nyertesek közé kell sorolni, ami azt jelenti, hogy nagy valószínűség szerint a technológiai szektor, illetve a fogyasztási termékek szektora is felülteljesítő lehet 2022-ben, annak ellenére, hogy mindkettő növekedési csoportba tartozik, ami tipikusan alulteljesít kamatemelési ciklusokban. Egyszerűen piaci méretük, monopol helyzetük és indexbeli súlyuk miatt szinte nem lehet nem rájuk fogadni. Az öt legnagyobb cég (Apple, Microsoft, Alphabet, Amazon, Tesla) már az S&P 500 index 23,5 százalékát adja. Ilyen mértékű koncentrációra a 70-es évek vége óta nem volt példa. Az **Apple** önmagában közel 7 százalékos súllyal szerepel a legnagyobb kapitalizációjú S&P 500 indexben. Ennek ellenére a cég tavaly közel 35 százalékkal drágult, ami azt jelenti, hogy 657 milliárd dollárral „többet ér” a cég, mint egy évvel ezelőtt. Az idei évben, ha átmenetileg is, de elsőként 3 billió dolláros piaci kapitalizációval is rendelkezett. Ezen teljesítmény mögött nem csak a befektetői éhség áll, hanem a példátlan mértékű részvény visszavásárlás és osztalék fizetés. A cég a tavaly szeptemberben véget

ért fiskális évében 85,5 milliárd dollárnyi részvényt vásárolt vissza és 14,5 milliárd dollárnyi osztalékot fizetett ki. A cég az elmúlt három évben 3 milliárd darab részvényt vásárolt vissza. Van miből finanszíroznia a vásárlásokat, hiszen 190 milliárd dollár a készpénzállománya és a naptári 2021-ben 92 milliárd dollár volt a szabad készpénzáramlása. A második helyezett Microsoft-nak evvel szemben csak 56 milliárd dollár jutott.

A spektrum másik végén az **osztalékfizető szektorok**, mint a közüzemi, ingatlan vagy fogyasztási cikkek szerepelnek. Az egyre magasabb kamatszintek feljebb tolják az állampapír hozamokat is, viszont így csökkentik az osztalékhozamokat. Ezek a szektorok lejtmenetben vagy kockázatkerülés felülkerekedésekor válhatnak vezetővé.

A negyedik negyedév tekintetében az elemzők és a vállalatok az elmúlt negyedévekhez képest kevésbé voltak optimisták eredménybecsléseik és eredménykilátásaik felülvizsgálatában. A közzé tevő 93 vállalatból 56 negatív előrejelzést adott. Az elmúlt négy negyedévben átlagosan 60 S&P 500 vállalat adott ki pozitív előrejelzést a negyedévre vonatkozóan. Hosszabb időtávon azonban jellemzően kevesebb vállalat ad ki pozitív, mint negatív részvé-

S&P 500: Megosztott piac



nyenkénti eredmény (EPS) előrejelzést. A 2021 negyedik negyedévére pozitív EPS-előrejelzést kiadó vállalatok aránya 40% (93-ból 37), ami megegyezik az 5 éves 40%-os átlaggal.

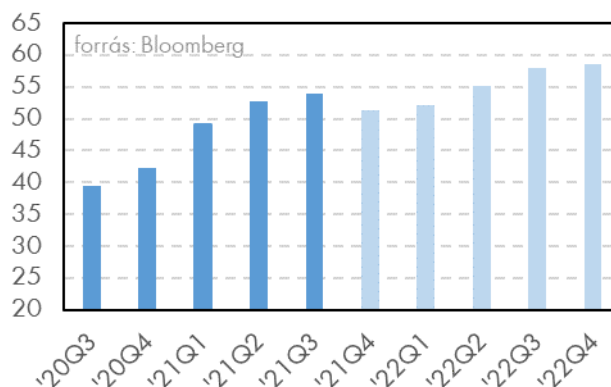
Még a **kevesebb pozitív előzetes bejelentés** ellenére is az időszak folyamán javult a becült éves szintű eredménynövekedési ráta az indexre vonatkozóan. Az S&P 500 jelenlegi negyedik negyedévre várt eredményei azonban még mindig meghaladják a negyedév eleji várakozásokat. Az index az előrejelzések szerint több mint 20 százalékos nyereségnövekedésről számolhat majd be a tavalyi utolsó negyedévre vonatkozóan, ami a **negyedik negyedév lehet egyhuzamban, hogy ilyen erős növekedést produkált.** Az év végén 21,7 százalékos éves eredménynövekedésről szoltak a számok, a szeptember 30-i 20,9 százalékkal szemben. Dollárban kifejezve ez a teljes indexre vonatkozóan 448,8 milliárd dollár eredményösszeget jelent szemben a három hónappal korábbi 446 milliárd dollárral. **A teljes 2021-es évre pedig több mint 40 százalékos nyereségnövekedést prognosztizálnak.** Ezek az átlagon felüli növekedési ráták a 2021. évi magasabb bevételeknek és a koronavírus negatív iparági hatása miatt alacsonyabb 2020. évi bevételekhez való könnyebb viszonyítás kombinációjának köszönhetőek. A tizenegy szektorból kilenc esetben lehet éves szintű nyereségnövekedésről beszélni a jelenlegi várakozások alapján, élükön az energia, az alapanyagok és az ipari ágazatokkal.

Bár az **energia szektor** nem rendelkezik éves összehasonlíthatósági alappal, hiszen 2020 negyedik negyedévében veszteséges volt (-0,1 milliárd dollár), a csoport a legnagyobb eredményvárakozás növekedést produkálta a negyedév folyamán. Szeptember végén még csak 20 milliárd dolláros

összeredményre számítottak, amit január elejére már 28,1 milliárd dollárra emeltek fel. Ez a 40,8 százalékos javulás messze a legerősebb az S&P 500 tizenegy indexe közül. Természetesen az olajár drágulása volta legnagyobb tényező. A nyersanyag negyedéves átlagára (77,1\$) 81 százalékkal haladja meg a 2020 negyedik negyedévében tapasztalt átlag értéket (42,7\$). Nem meglepő az eredményvárakozás megugrása abból a szempontból sem, ha figyelembe vesszük, hogy ez a szektor volt a legsikeresebb a negyedév folyamán 16,4 százalékos drágulással. A szektor 21 tagja közül 18 esetben nőtt az EPS várakozás mértéke. A legnagyobb hozzájárulók az Exxon Mobil (37 százalékos növekedés), a Chevron (39 százalékos növekedés) és a ConocoPhillips (44 százalékos növekedés). Ők hárman adják a teljes eredménytömeg 72 százalékát.

Annak ellenére, hogy a második legnagyobb eredményvárakozásbeli csökkenést szenvedte el az **ipari szektor**, így is a legnagyobb éves eredménynövekedéssel rendelkezik. A szektort a negyedév folyamán 9,5 százalékkal leminősítették, így a várható eredménytömeg már csak 30,5 milliárd dollár a 33,8 milliárd dollárral szemben. Ennek következtében az éves eredmény növekedési ütem 108 százalékra esett a negyedév eleji 130 százalékhoz ké-

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



pest. A szektor 72 tagja közül 44 esetben következett be leminősítés, ami ráadásul 21 esetben több mint 10 százalékot meghaladó volt. A United Airlines, az American Airlines és a Boeing volt a legnagyobb visszahúzó erő a várakozások visszaesésében. A figyelemre méltó éves növekedés úgy alakulhatott ki, hogy pont ezeknek a cégeknek az iparágait – légitársaságok, légi és védelmi – nem vették bele az éves összehasonlítási számításba, mert veszteségesek voltak egy évvel korábban. A légitársaságoktól most is veszteséget (-1,6 milliárd dollár vs -7,3 milliárd dollár) várnak. A Boeing és a légitársaságok iparágának öt vállalata várhatóan a legnagyobb mértékben járul hozzá az ágazat nyereségnövekedéséhez. Ha ezeket a vállalatokat nem vennék figyelembe, az ipari ágazat becsült nyereségnövekedési rátája 108 százalékról 5,6 százalékra csökkenne.

A spektrum másik végén a **fogyasztási termékek szektora** áll, ami 15,1 százalékos eredménytömeg (27,1 milliárd dollár vs 32 milliárd dollár) csökkenést szenvedett el a vizsgált időszakban. Ennek következtében a várható éves eredménynövekedési ráta 19,6 százalékról 1,5 százalékra zsugorodott. Meglepő, hogy a várható eredménynövekedés lassulása ellenére a szektor 11,6 százalékkal drágult a negyedév során. A szektor 60 tagja közül 38 esetben következett be leminősítés, ami ráadásul 16 esetben több mint 10 százalékot meghaladó volt. A legnagyobb kárt, a legnagyobb súllyal rendelkező tag, az Amazon.com okozta. A cégtől már csak 3,73 dollár EPS-t várnak a korábbi 12,59 dollár helyett.

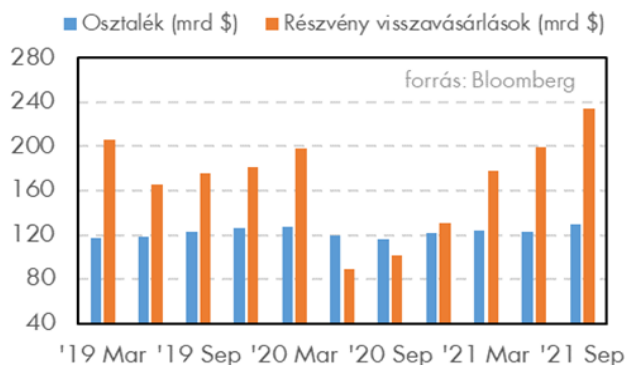
A 2021 negyedik negyedévére becsült éves szintű **bevételnövekedési ráta** 12,9 százalék, ami jóval meghaladja az 5 éves átlagos 6,5 százalékos bevételnövekedési rátát. Ha 12,9 százalék lesz a ne-

gyedév tényleges növekedési rátája, akkor ez lesz a harmadik legmagasabb éves bevételnövekedési ráta, amelyet az index jelentett az adatok 2008 óta rendelkezésre álló történelmében, és csak az előző két negyedévtől maradt le. A jelenlegi rekord amúgy 25,3 százalék, ami 2021 második negyedévében következett be. Várhatóan mind a tizenegy ágazat éves szintű bevételnövekedésről számol be, élükön az energia- és az anyag szektorral.

Nem meglepő az energia elsőbbsége itt is, hiszen az olajár rendkívüli drágulása játszotta a legnagyobb szerepet a sikerek elérésében. A szektortól 67 százalékos árbevétel növekedést várnak a 2020-as év azonos időszakához képest. Jelentősen lemaradva a második helyen az alapanyag szektor (24,6%), majd az ingatlan (15%) és ipari szektorok (12,3%) következnek. A sor végén a közüzemi szektor (2,5%) kullog.

Az előzőekben felvázolt várakozásokat alapján az S&P 500 index vállalataira vonatkozó **összesített nettó haszonkulcs** 11,9 százalék lehet, ami magasabb, mint az ötéves átlag 11%, de elmarad az előző negyedév 12,9 százalékától és az azt megelőző negyedév rekord szintű 13,1 százalékától. Ha a szezon végére is megmarad ez a 11,9 százalék, akkor az a ötödik legnagyobb lenne az adatok 2008 óta

S&P 500 osztalék és részvény visszavásárlás



követett történelmében. A tizenegy szektorból öt esetben éves szinten nagyobb árrésre számítanak. Ezek közül a legjelentősebb javulása az ipari szektornak (8,6% vs 4,6%) lehet az energiaszektort (10,1%) nem számolva bázis időszaki veszteségei miatt. Amúgy öt szektor esetben az öt éves átlagnál magasabb lehet az árrés. Itt is az energia szektor (10,1% vs 5,3%) kerül az élre az alapanyag szektor (13,4% vs 9,5%) előtt.

A nagyon erős 2021-es év után, amit nagy részben a koronavírus negatív hatásai miatt gyenge 2020-as év bázisidőszaka segített, az idén sokkal visszafogottabb növekedési kilátásokkal vágnak neki az új évnek az elemzők. A kimagasló 39,8 százalékos harmadik negyedévi EPS és 17,8 százalékos árbevétel növekedés után a negyedik negyedévre 21,7 százalékos EPS és 12,9 százalékos árbevétel megugrással számolnak. Az idén sokkal realitásosabb számokat várnak. Az első negyedévben 6,3 százalékos EPS és 9,7 százalékos árbevétel növekedés a prognózis, amit 4,2 és 7,6 százalékos növekedés követhet a második negyedévben. A tavalyi becsült 45,2 százalékos EPS és 15,9 százalékos eredmény és árbevétel megugrás után 2022-re 9,4 és 7,6 százalékos a bővülés előre jelzett mértéke.

Értékeltségi alapon vizsgálva az **előremutató P/E** (ár / várt eredmény) mutató (21,2) némi növekedést mutat az harmadik negyedév végi 20,5-hoz képest. Ez a szint az öt (18,5) és a tíz (16,6) éves érték felett található és legutoljára 2000-ben láthattunk hasonlóan magas értékeket. A negyedév során 10,6 százalékkal emelkedett az S&P 500 index, míg az előremutató 12-havi EPS csak 4 százalékkal. Szektor szinten a fogyasztási termékek (31,1) és a technológiai szektor (28,2) rendelkeznek a legnagyobb 12-hónapra előremutató P/E rátával, míg az energia (11,0) és a pénzügyi szektorok (14,6)

rendelkezik a legalacsonyabbal. Az utóbbi kettő alacsony P/E rátája alátámasztja, hogy a hozamemelkedésben amúgy is felülteljesítő szektorokban bőven van még tér felfelé és nagyon messze vagyunk még a korlátozó túlvett szintektől. Amúgy a 12-havi **visszamatató P/E ráta** – amit valós értékekből és nem becslésekből számítanak – 24,8, ami mind az öt (23,0) és mind a tíz (19,9) éves átlag felett található bőven.

Bár történelmileg **magasnak tűnik a részvénypiacok értékeltsége, de ne felejtjük el, hogy rekord közeli szinten álltak az indexek** a negyedév végén. A 2020-as évvel szemben, amikor a medián S&P 500 indextag emelkedése alig fele volt csak az átlagnak (8,1% vs 16,7%), addig tavaly nem volt nagy különbség az átlag (28,1%) és a medián (25,7%) teljesítmény között. Bár volt 68 részvény, amely nem tudott a pozitív tartományban zárni, de sokkal egészségesebb és egységesebb erősödést kaptunk, mint két éve.

A **részvény célárakból** az S&P 500 indexre számított célérték 5248 pont, ami 10,8 százalékkal magasabb, mint a 4400 pontos záróérték. **A legnagyobb növekedési potenciálja a kommunikációs szektornak van**, hiszen itt a legnagyobb a kü-

S&P 500-as előremutató P/E rátája



lönbség (23,2%) a záró és célérték között. **A legkisebb potenciállal a fogyasztási cikkek szektorra (3,5%) rendelkezik.** Összességében 10796 darab elemzői ajánlás van az S&P 500 indextagokra. Ebből 56,7% vételi, 37,1% tartás és csupán 6,2% eladási ajánlás. A legnagyobb vételi aránnyal az energia (67%), technológiai (62%) és kommunikációs (61%), valamint egészségügyi (61%) szektorok rendelkeznek. Az elemzők a fogyasztási cikkek szektorával szemben a legpesszimistábbak, hiszen itt csak 42% a vételi ajánlások aránya.

Az S&P 500 indexet alapul véve a részvénytársasági emelkedés a 2020 márciusi mélypontoktól kisebb megállásoktól eltekintve töretlenül folytatódik. A **középtávú trendet** képviselő 50 hetes mozgóátlag most lépte csak át a 4300 pontot és **zavartalanul emelkedik tovább.** Az index számára a közelben a 4550 pont támaszt, de teljességgel befér az emelkedő trendbe, hogy az 50 hetes mozgóátlagot újra megérintse. Havi szinten vizsgálva az indexet tisztább a kép. Bár az RSI **technikai mutató** február óta a túlvett tartományban található, ez a mutató 2017 októberében sokkal magasabb szintet ütött meg. Minden időtávon vételi jelzések támasztják alá a növekedés irányát. A cél egyértelműen az 5000 pont meghaladása, amire valószínűleg még az idén sor kerül. Azonban feltűnik, hogy a 13 havi mozgóátlag 2020 februárja óta nem került érintésre, holott korábban erre rendszeresen sor került. Utoljára 2014-ben volt ilyen hosszú elrugaszkodás. Ez alapján is arra következtethetünk, hogy az elmúlt hét negyedévi folyamatos drágulást egy kisebb konszolidáció követi, pláne, hogy a 2021 utolsó negyedéve négy negyedéves nem látott erősségű volt. Jól szemlélteti a mostani emelkedés erejét, hogy míg 2017-ben kilenc negyedévi folyamatos drágulást kaptunk az index csak 39 százalékkal került magasabbra.

Most hét negyedév során már 84 százalékos a növekedés. Néha a részvényindexek azért esnek, mert rövid idő alatt túl sokat emelkedtek, és a befektetők ürügyet keresnek arra, hogy rögzítsenek némi nyereséget. 2020 áprilisától 2021 végéig az S&P 500 90%-kal emelkedett. Ez hatalmas hozam a 21 hónapos időszak alatt. Ezt megelőzően csak az 1950-es évek eleji bika piacban láthattunk erősebb megugrást hasonló időtávon. A legutóbbi amerikai választások óta nem került sor számottevő, 6 százalékos meghaladó korrekcióra. Egy akár csak egy negyedévig tartó konszolidáció csak megalapozná a későbbi emelkedést.

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

Újra jelentős osztalék előny



Olaj piac, Kínálati problémák

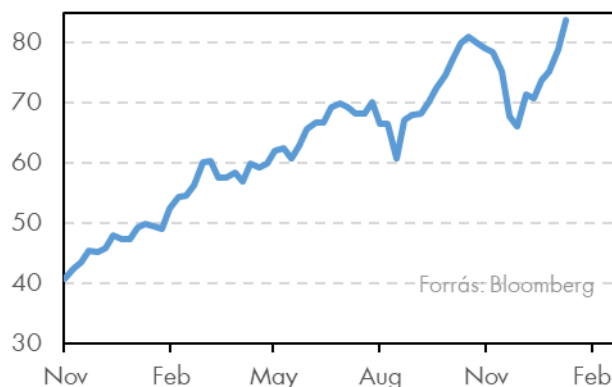
A tavalyi év során az amerikai könnyűolaj árfolyama 2009 óta nem látott 56 százalékkal drágult, köszönhetően a 2020 év járványügyi megszorítások miatti nyomott árszintjeinek. A gazdasági nyitással párhuzamosan felerősödő olajkereslet és a csak lassan visszaálló kínálat – még mindig messze vagyunk a járvány előtti szintektől – hatására indult magasabbra az olaj ára, ami várhatóan az idei évben is folytatódni fog.

Bár az olajárak volatilitása cseppet sem csökkent az elmúlt évben az olajpiacot egyre jobban irányító **olaj kartell** együttműködése nagyon régóta nem látott harmonikus összhangot takar. A legújabb főtitkár választás is egy óra alatt lezajlott, ellentétben a korábbi szavazásokkal, ami napokig is eltarthatott, mivel több ország is állított saját jelöltet. Persze a felszín alatt továbbra is ott vannak a megoldatlan ellentétek, amelyek például a koronavírus járvány kirobbanása után vagy tavaly nyáron törtek a felszínre. Mindkét esetben az egyenlőtlen felállás volt a kiváltó ok. Az előbbi esetben a két legnagyobb kitermelő – Szaúd-Arábia és Oroszország – esett egymásnak, míg az utóbbi esetben az Egyesült Arab Emírségek szeretett volna nagyobb szeletet kihalászni az olajtortából. Ezt a két legnagyobb szereplő, aki a két évvel korábbi összetűzés után szoros barátságra lépett, nem engedhette meg, hiszen avval erőfölényük csorbult volna. Mégis sikerült a széteséstől megmenteni az együttműködést azáltal, hogy elfogadták a **havi 400 000 hordó/nap kitermelés bővítést** az egész kartellra vonatkozóan. A megállapodás legalább szeptemberig tart. Azóta komoly vita nélkül rekord gyorsasággal zajlanak havi üléseik.

Az OPEC+ még 2020 márciusában a koronavírus járványra adott szinte világszerte megfigyelhető egészségügyi óvintézkedések negatív gazdasági hatását, többek között az olajkereslet drasztikus visszaesését kívánta ellensúlyozni 10 százalékos körülbelül 10 millió hordó/napos (mhpn) kitermelés csökkentéssel. Persze csak miután a szaúdi-orosz ár háború lezajlott, aminek következtében a történelemben először negatív olajárakat is jegyeztek. Azonban a járvány tartósabbnak bizonyult, mint arra többen számítottak, így **2022 elején még mindig nem sikerült teljesen visszatérni a járvány előtti kitermelési szintre**. A tavaly augusztusi egyezmény következtében havi 400 000 hordó/nap kitermeléssel dolgozzák le a hátrányukat. Ez alapján január végére még mindig 3,4 millió hordó/nap kitermelés hiányzik a célszinttől. Elégedettek a fokozás mértékével, mert nem akarnak túlságosan nagy áremelkedést. A hordónkénti 100 dollár például már túl sok lenne az olajfelhasználóknak.

Itt kell megemlíteni, hogy hiába a kitűzött havi 400 000 hordó/nap kitermelés bővülés, ha a kartell ennek sem tud eleget tenni. Amíg Szaúd-Arábia, Irak és az Egyesült Arab Emírségek mind sokkal többet tudnának kitermelni, mint amennyit az OPEC+ bázisidőszaki kvóták engednek, mások – nevezetesen

Törtető olajár (WTI \$)



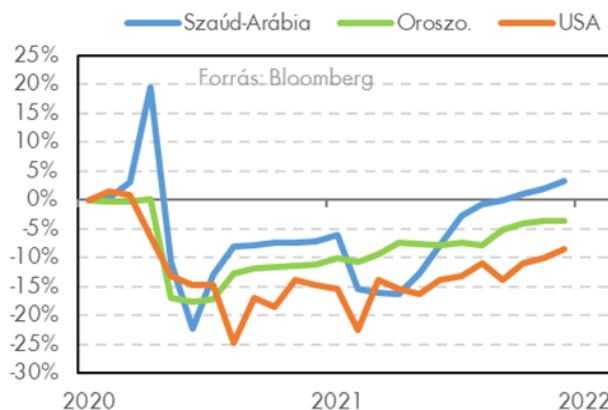
Oroszország, Angola, Nigéria, Malajzia és Kuvait – sokkal kevesebbel tudnának csak hozzájárulni. A megállapodás feltételei szerint azonban **a tartalékkapacitással rendelkező tagok nem tölthetik ki a nehézségekkel küzdő szövetségeseik által hagyott űrt.** Így fordulhat elő, hogy októberben 730 000, míg novemberben 650 000 hordóval maradt el az OPEC+ az előirányzott szintjétől. Az előzetes adatok szerint decemberben csak napi 90 000 hordóval sikerült csak növelni a kitermelést, mivel a szaúdi bővítést a líbiai és nigériai visszaesés nagyrészt ellensúlyozta.

Főleg a kisebb kitermelők, miatt lépett fel ez a hiány. **Líbia** termelése ismét akadozik, miután 2020 az országot a fellendülés és a stabilizáció jellemezte. A termelés azután kezdett visszaesni, hogy a milíciák lezárták az ország legnagyobb olajmezőjét, Shararát, aminek következtében a kitermelés december végére napi 70 000 hordóval, 1,06 millió hordóval csökkent. Az üzemszünet elhúzóásával, amit súlyosbított, hogy a legnagyobb exportterminált összekötő csővezetékét megrongálták, a termelés mindössze napi 700 000 hordóra süllyedhet. **Nigériában** a Royal Dutch Shell arra figyelmeztetett, hogy a december utolsó 10 napján nehézségekbe ütköztek a nyersolaj szállítások az ország egyik legnagyobb, Forcados termináljából. A szintén a Shell által üzemeltetett bonny-i terminálon szintén gondok voltak a rakományok berakodásával. Az ország kitermelése 110 ezer hordóval napi 1,42 millió hordóra csökkent. Az OPEC 13 tagja közül tíznek engedélyezték, hogy a csoport és a szélesebb koalíció közötti megállapodás feltételei szerint a múlt hónapban nagyjából napi 250 000 hordóval növeljék a kitermelést, de együttes emelésük csak 150 000 hordót tett ki. Bár **Angola** a múlt hónapban szerény fellendülést ért

el, kibocsátása a megállapodásban előírt mennyiség majdnem harmadára esett vissza.

Ezeknek a kisebb országoknak a kapacitás hiánya még nem jelentene komoly problémát, hiszen a korábbi években is meglehetősen hektikusan alakult kitermelésük. **Kuvait** megjelenése a listán már megdöbbentő. Az ország napi 2,5 millió hordóval hoz a felszínre, míg a járvány előtt napi 2,8 millió hordós termeléssel rendelkezett. Azonban ez a szint is elmarad a 2016 – 2017-es csúcs napi 3,2 millió hordós értéktől. A jelenlegi üteme 14 éve nem látott alacsony szint. A megoldást a semleges övezet mezői jelenthetnék. A semleges övezet mezői, amelyek Szaúd-Arábia és Kuvait határán, a szárazföldi és tengeri területen közös területen fekszenek, több mint négy évig, 2020-ig nem üzemeltek egy politikai vita miatt, amelyet egy 2019 decemberében aláírt megállapodással oldottak meg. Az övezet termelése egyenlő arányban oszlik meg a két ország között. A Semleges Zóna szárazföldi Wafra és tengeri Khafji mezőinek nyersolajtermelése a hosszú leállásból eredő technikai kihívásoktól szenvedett, a termelés egyes hónapokban 0,2 mhp alatt értékétől akár 0,27 mhp értékig is terjedhetett. A 2010-es évek közepén történt leállásuk előtt a mezők jellemzően együttesen 0,5 mhp kitermeléssel rendelkeztek. Mivel az OPEC+ szövet-

Töretlen amerikai olaj kitermelés (bázis: 20.01.01)

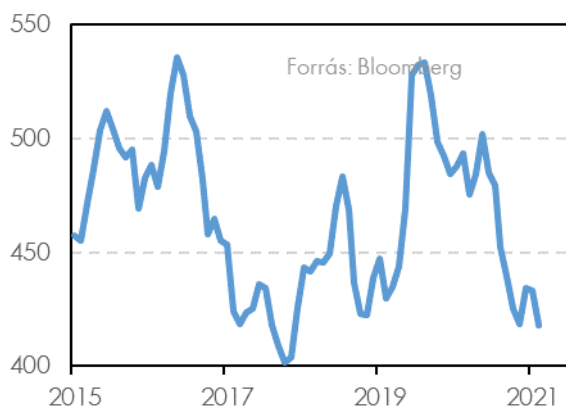


ség 2022 végére fokozatosan fel kívánja számolni a termelés-csökkenést, és a világ olajkereslete a világméretű helyreállítás során megnő, a Semleges Zóna további kínálatára lehet számítani, bár a termelés a működési leállások miatt 2022-ben egész évben 0,25 mhpn szinten lesz korlátozva.

A járvány által okozott beszállítási lánc problémákat az olajkitermelő országok sem tudják elkerülni. **Oroszország** a múlt hónapban nem tudta növelni az olajkitermelést annak ellenére, hogy az OPEC+ megállapodásban bőkezű emelési kvótát kapott, ami azt jelzi, hogy az ország a jelenleg rendelkezésre álló teljes termelési kapacitását kihasználta. Az orosz vállalatok 46,11 millió tonna nyersolajat és kondenzátumot szivattyúztak ki a múlt hónapban az energiaügyi minisztérium előzetes adatai szerint. Ez napi 10,903 millió hordónak felel meg -- 7,33 hordónkénti átváltási arányt alapul véve --, ami így nem változott a novemberi sinthez képest. Az orosz energiaügyi minisztérium nem közöl bontást a nyersolaj és a kondenzátum között, amelyek közül az utóbbi külön orosz kívánságra nem tartozik az OPEC+ megállapodás hatálya alá. Ha a kondenzátum-kibocsátás a novemberivel megegyező volt -- mintegy 930 000 hordó naponként --, akkor a kizárólag nyersolajból származó napi termelés 9,973 millió hordó körül volt, ami így 37 000 hordóval alacsonyabb szint a decemberi kvótánál. A közelmúltig Oroszország úgy növelte a kitermelést, hogy helyreállította az OPEC+ egyezmény keretében 2020 tavaszán leállított kutak működését. Azonban ez a könnyű megoldás lehetősége mostanra kifutott. Most a termelést újonnan fúrt kutakból kell, hogy bővítsék majd. A szomszédos **Kazahsztánban** az óriási Tengiz olajmező kitermelését ideiglenesen lassították az országban zajló zavargások közepette.

A világ legnagyobb importőrének nyersolajfeldolgozói 2021-ben 324 millió hordót vásároltak Iránból és Venezuelából, mintegy 53 százalékkal többet, mint egy évvel korábban. Ez a legtöbb 2018 óta, amikor **Kína** 352 millió hordót vett a két országtól. Az eladatlan szállítmányok túlkínálata, az emelkedő nemzetközi árak és a további nyersolajimportkvóták pekingi kiadása arra ösztönözte a magánfinanszírozókat, hogy több olajat szerezzenek be eme pária államokból. Ezek a szállítmányok általában nem jelennek meg a hivatalos vámadatokban sem. Ezt a hullámot a nyersolaj árának emelkedése váltotta ki, ami az iráni nyersolajat akár 10 százalékkal olcsóbbá tette kínai szállításra a hivatalos nyersolajjal szemben.

Természetesen nem csak a kartell országait érintik a kitermelési kapacitás korlátok. Az **amerikai** észak-dakotai és nyugat-texasi olajmezőkön átmenetileg leállásokat vagy lassításokat okozó súlyos hidegek felerősítették az aggodalmakat, hogy a szállítók nem lesznek képesek teljesíteni a hónapra vonatkozó szerződéses kötelezettségeiket. Ezek a lehetséges hiányok arra készítettek egyes kereskedőket, hogy a piacot kutassák fel pótlólagos hordók után, ami magasabbra nyomta a West Texas Intermediate típusú nyersolaj árát.

Csökkenő USA nyersolajkészlet (millió hordó)

Szintén magasabb árakat eredményez, hogy január közepére az amerikai nyersolajkészletek már hetedik hete zsugorodtak, ami nem annyira ritka esemény, hiszen tavaly szeptemberben és júniusban is volt hasonló időszak. Azonban a készletállomány (413 millió hordó) már 2018 októbere óta nem látott alacsony szintre zsugorodott, de továbbra is az öt éves átlag tartományában található. Evvel ellentétben a tavalyi év végére az **amerikai kitermelés 11,8 millió hordó per nap** szintre emelkedett, ami bár 2020 május óta nem látott ütem, de messze elmarad a járvány kirobbanása előtt februárban tapasztalt 13 mhpn szinttől. A vakcinák 2020 év végi megjelentését például egyáltalán nem lehet kimutatni a kitermelési grafikonon, amely csak 2021 nyarán indult el magasabb szintekre. Az elmúlt két évben folyamatosan érték negatív természeti csapások a kitermelést és már nem csak nyáron a hurrikánok által, de például tavaly télen is a rendkívüli hideg miatt befagyott kutak okán.

Érdekesség a kitermeléssel kapcsolatban, hogy amíg a járvány utáni legalacsonyabb kitermelési szinthez (2020.08) képest 22 százalékos növekedést regisztráltak a felszínre hozatalban tavaly év végéig, addig az olajkutak számában 179 százalékos bővülés ment végbe. Ugyanakkor a szilveszterkor üzemben lévő 481 darab kút mennyisége továbbra is messze van a járvány előtt aktív 683 darab fúrókút értékétől. Ezen értékek alapján 2020 februárjában egy kút átlagosan 19 000 hordó per nap kitermelési ütemmel rendelkezett. Azonban ez a hatékonyság kútanként mostanra 24 500 hordó per nap szintre nőtt. Korábban már láthattunk hasonló mértékű **hatékonyságjavulást** végbe menni. 2014 végén rekord számú 1609 darab olajkút dolgozott az Egyesült Államokban, ami 8,95 mhpn kitermelési szintet eredményezett. 2016-ban

316 kút 8,7 mhpn ütemet biztosított. 2019 folyamán például végig zsugorodott az aktív kutak száma, miközben a termelés folyamatosan bővült, ráadásul rekord szintre.

A kitermelésbővülési trend várhatóan folytatódni fog, de ilyen ütem mellett 2023-ig is eltarthat a korábbi csúcshoz elérése Amerikában. Mindez az OPEC+ tagországok piaci részesedésének növekedéséhez vezethet, ami bizonytalanra – egyváltóssá – teszi az olajpiacot. Ennek megfelelően az amerikai nyersolaj export a járvány megjelenése előtti fél évben tapasztalt 3 – 4 mhpn szintről, rendkívüli volatilitással a 2,8 mhpn szintre süllyedt le. Ez 2018 vég ütemnek felel meg.

Az energiaszektor tagok alacsony értékkeltségei és részvénypiaci felülteljesítésük magasabb inflációs környezetben jelentős pénzbeáramlást eredményez, amit a lassan 2014 óta nem látott magasságban lévő olajárak csak fokoznak. Az elmúlt évek kihagyása után **újra jelentősebb mennyiségű tőke áramolhat a szektorba**, amit kutatásra és fejlesztésre lehet használni. Tény, hogy a szabályozói és működési környezet nem olyan kedvező, mint a Trump kormányzat alatt volt és a befektetők is inkább ódzkodnak a „koszos” energiaszek-

Visszapattanó fúrókapacitás



tortól, de korai lenne még az amerikai palaolajmezőkön tevékenykedő cégeket leírni.

A kínálati oldalon az OPEC+ fokozatos kitermelés bővítése ellenére világszerte problémák adódnak a felszínre hozatali szint növelésével. Ugyanakkor szerencsére a keresleti oldalon is fennakadások vannak, máskülönben még nagyobb fogyasztói igény mellett, sokkalta magasabb olajárral szembeülnénk.

A több mint 1700 megbetegedéssel járó járvány a kínai Xi'an tartományban élelmiszer- és egészségügyi ellátásihiányt okozott, miután a több mint 13 millió lakosnak megtiltották, hogy külön indoklás nélkül elhagyja otthonát. A szigorú intézkedések – amelyek a világon a legszigorúbbak közé tartoznak – a kínai hatóságoknak a jövő hónapban megrendezésre kerülő pekingi téli olimpiai játékok és a januári holdünnep előtt az ország Covid-járványának megfékezéséért folytatott versenyében történtek. **Kína** egyike azon kevés helyeknek, ahol már **zéró toleranciát alkalmaznak a koronavírus** szemben, amely folyamatosan fokozódó intézkedéseket tartalmaz a fertőzések nullára csökkentése érdekében. Míg a xi'an-i járvány a delta-változatot érinti, a világot most sújtó omikron-törzs még inkább kihívás elé állítja ezt a megközelítést. Kína legsúlyosabb koronavírus járványkítörése a Wuhanban történt világelső kitérés óta visszafogja az olaj iránti kereslet növekedését a világ legnagyobb nyersolajimportőrénel. Szerencsére a legtöbb nagy népességű központot egyelőre nem érintette a betegség. Az újbóli lezárások, az ünnepek hatása, valamint a kormányok az ipari termelés visszafogását célzó, a **tavaszi fesztivál és a téli olimpia** idejére szóló tisztasági rendeletei napi 520 000 hordóval csökkentik Kína

első negyedévi olajkeresletét 2021 negyedik negyedévéhez képest.

Eközben a világ többi részén nem fentről jövő állami beavatkozás útján, hanem alulról, a fogyasztók választása miatt zsugorodik az olajkereslet. A Toyota 2021-ben történelmet írt az amerikai autóiparban. A japán autógyártó lett az első külföldi vállalat, amely egy naptári év alatt a legkelendőbb márka lett az országban. Kiszorította a General Motors-t (GM) az első helyről. 1931 óta ez az első alkalom, hogy nem a GM volt a legnagyobb forgalmú autógyártó az Egyesült Államokban. A Toyota 2021-ben 2,3 millió gépjárművet értékesített, ami 10,4 százalékos növekedést jelent az előző évhez képest. A General Motors evvel szemben csak 2,2 millió darabos eladást ért el, ami 12,9 százalékos csökkenést jelent. Az amerikai autógyártó a piaci igényekre reagálva több szedán típusút kivette a kínálatából. A Toyota előnyét részben annak köszönhette, hogy **az elektromos meghajtású járművek értékesítései 73,2 százalékkal nőttek**. Ide tartoznak a hibridek, a plug-innek és az üzemanyagcellát tartalmazó autók is. **Az ilyen fajta gépjárművek a teljes amerikai értékesítés negyedét tették ki**. Jelentős fordulatnak számít ez Amerikában, a kisteherautók (pick-up) hazájában, de a gyártók reagálnak a megváltozott piaci igé-

Átlagos amerikai benzinár (év/év)



nyeknek és elektromos pick-up-okat kezdtek el gyártani. A világ legnépszerűbb autója a **Ford F** szériából már az első félévben elérhető lesz az elektromos változat, amelyre a rendkívüli, várakozásokat felülmúló kereslet miatt addicionális gyártókapacitást kellett üzembe helyezni. A konkurens GM is előállt a Chevrolet Silverado elektromos változatával, ami szintén az idén kapható lesz, ha a második félévben is.

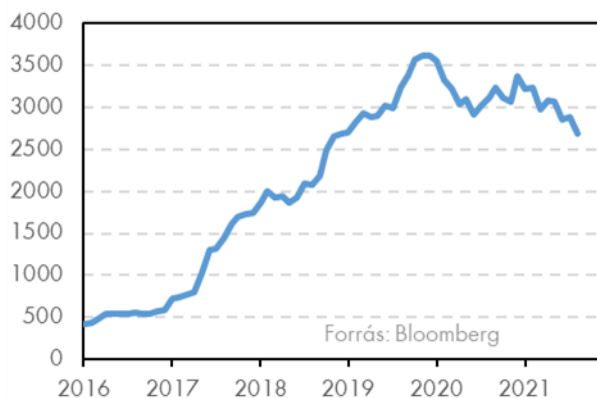
Amerika mellett Európában sem lankad az elektromos autósárlási kedv. Annak ellenére, hogy az eladások összességében mintegy nyolc százalékkal csökkentek a globális ellátási lánc és a chiphiány problémái miatt, a **Volkswagen** 2021-ben több akkumulátoros elektromos és plug-in hibrid járművet adott el, mint valaha, és az összes VW márkájú autó több mint hét százalékát konnektorral adták el. Az elektromos autók értékesítésének növekedése továbbra is meghaladja az új autók piacának egészét. A Volkswagen esetében ez különösen igaz az Egyesült Államokban, ahol a vállalat jelentése szerint közel 17 000 BEV-et adtak el, ami majdnem hússzorosa az előző évinek. Összességében tavaly 369 000 darab elektromos autót értékesített a világ harmadik legnagyobb autógyártója, amiből 263 000 teljesen akkumulátor alapú volt. Ezek a számok 72 és 96 százalékos éves javulást takarnak.

A világ legnagyobb elektromos autógyártója, a **Tesla** sem pihen babérjain, hiszen decemberben rekord mértékű 70 847 darab autó értékesített csak a kínai gyárból. Ez 34 százalékos havi és közel 300 százalékos éves növekedést takar. A cég a teljes tavalyi évben, világszerte, 936 000 darab teljesen elektromos autót értékesített. Elvileg már tavaly év végén be kellett volna, hogy induljon a cég berlini gyára, ami továbbra is a környezetvé-

delmi véleményezési jóváhagyásra vár. A gyár első fázisának potenciális maximális kapacitása 700 000 darab autó évenként, aminek nagy része az európai kontinensen kerülne forgalomba, lenyomva a jelenlegi import miatti magas árakat.

Az **omikron variáns** is visszaszoríthatja az olajkeresletet, bár a három nemzetközi energiaügyi intézmény (OPEC, EIA, IEA) közül csak az európai központú Nemzetközi Energia Ügynökség számol jelentősebb 0,63 mhpn kereslet visszaeséssel az idei első negyedévben. A többiek továbbra is tartják magukat az 5,3 mhpn kereslet bővítési ütemükhöz mondván az új vírus variáns nem okoz majd olyan mértékű gazdasági kárt, mint a korábbiak. A teljes évre vonatkozóan 100,5 mhpn keresletre számítanak, míg a kínálat 101 mhpn körül lehet a jelenlegi várakozások átlag alapján. Úgy tűnik, hogy a járvány első szakaszában alkalmazott teljes lezáráshoz szinte senki sem kíván visszatérni, de a példátlan mértékű fertőzéssel járó omikron variáns, ha halálozásban szerencsére nem is, de kiesett munkaerőben mindenféleképpen felülmúlja a korábbi változatokat. Most már szinte rendszeres, hogy hetente több ezer amerikai indulású vagy érkezésű repülőgép járatot törölnek, mert egyszerűen nincs elég munkaerő a sok betegség miatt, aki kezelni, fogadni, indítani, üzemeltetni tudná a járatokat.

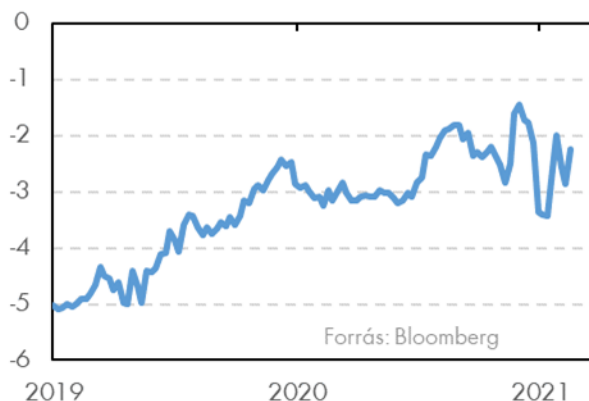
Amerikai olajexport (6 havi átlag, ezer hordó per nap)



Szigorúan csak **az áralakulást** nézve az amerikai könnyűolaj árfolyam tavaly márciusban kilépett a 2008 óta fennálló csökkenő trendcsatornájából és novemberre már 2014 óta nem látott magasságba drágult. Akkor gyors 20 százalékos korrekció következett, de a 2020 áprilisától eredő emelkedő trendcsatorna nem sérült meg és január közepére újfent megközelítette az olajár a nyolc éve nem látott magasságokat. Árszinteket tekintve a 85\$ erős ellenállást képez, de felette gyorsabban 100\$ fölé kerülhet a kurzus. A különböző technikai mutatók havi vételi jelzései alátámasztják az irányt, még ha némelyik 2018 óta nem látott túlvettségben is található. Korrekció esetén a 65\$ a megerősített támasz, ami alá tartósan nem számítunk, hogy beessen az olajár. Ebből a szempontból a kitermelőknek és a felvásárlóknak egyaránt egy 65-85\$ között kereskedési sáv kialakulása lenne a legideálisabb. Ennek megvalósulására egyelőre van esély. A 2022 második felére kimerülő nyersolajkészletek és alacsony tartalékkapacitás, valamint az olaj- és gázágazatba történő beruházások korlátozott mivolta miatt a piacnak kevés biztonsági mozgástere lesz, ami akár jelentősebb áremelkedést is előre vetíthet. **Az elemzői várakozások egyre inkább közelítik a 100\$/hordós szintet az OPEC ódzkodása ellenére.**

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

WTI-Brent különbség dollárban



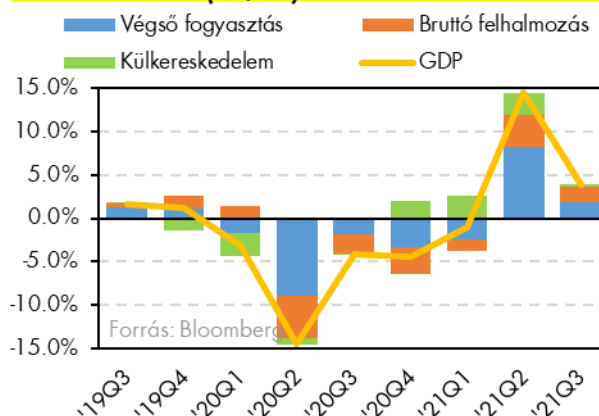
**Euróövezet,
Kelletlen szigorítás**

A térség gazdasága a második negyedévre beindult, a harmadik negyedévben pedig kitartott a lendület, mindkét negyedévben ugyanis 2,2%-kal nőtt az előző negyedévhez képest a kibocsátás, ami nemcsak az év eleji technikai recesszió, de a historikus átlag fényében is rendkívül erősnek mondható. A harmadik negyedévre az éves adat persze visszaesett 14,4%-ról 3,9%-ra, ahogy kiment mögüle a bázishatás, ez azonban szintén kifejezetten erősnek mondható a válság előtti számok tükrében. Tagországi szinten a legnagyobbakat elnézve nincsenek nagyon kiugró adatok, és az esetek többségében a sorminta sem igazán változott. A negyedéves növekedési üteme Németországban 2%-ról 1,7%-ra, Franciaországban 1,3%-ról 3%-ra, Olaszországban 2,7%-ról 2,6%-ra, Spanyolországban pedig 1,1%-ról 2%-ra változott. Az adatok egyébként nagy átlagban az átfogó és a tagországi statisztikákban is meghaladták az előzetes elemzői várakozásokat valamelyest. Éves összevetésben a német gazdaság teljesítménye a harmadik negyedév végén 2,6%-kal, Franciaországé 3,3%-kal, Olaszországé 3,9%-kal, Spanyolországé pedig 2,7%-kal állt magasabban. A növekedés szerkezete a kínálati oldali kapacitásproblémáknak megfelelően módosult annyiban, hogy **a visszafogottabb beruházásokat a kevésbé fékező készletváltás, valamint a kissé erőteljesebb fogyasztás és kivitel ellensúlyozták.** A lakossági kereslet a második negyedéves 1,9 után a harmadik negyedévben 2,1, a közösségi fogyasztás 0,5 után 0,1, a beruházások 0,3 után -0,2, a készletváltás -0,4 után -0,1, a külkereskedelem pedig -0,1 után 0,3 százalékponttal járult hozzá a változatlanul 2,2%-os negyedéves GDP-bővüléshez. A folytatás persze a fentiek miatt már jóval gyengébbnek ígérkezik. A

piac **mindössze 0,7%-os GDP-bővülést vetít előre negyedéves alapon a tavalyi utolsó negyedévre, valamint az idei első negyedévre** vonatkozóan, miközben a 2022-es és a jövő évi GDP-prognózisok is kicsit lefelé mozdultak. Az idei várakozás még ezzel együtt is 4,2%-os, amely előreláthatólag csak jövőre fog 3% alá lassulni. Azt szinte biztos, hogy a járvány miatt elszenvedett veszteségeket a gazdaság tavaly teljesen bepótolhatta. A harmadik negyedévben a GDP volumene már csak 0,3%-kal maradt el a 2019 végi valaha volt legmagasabb szintektől. A kérdés inkább az, hogy a feldolgozóipari anomáliák és a részben azoknak köszönhető kellemetlenül magas infláció mennyire maradnak tartósak. A gazdaság szereplőit mostanság ez foglalkoztatja a leginkább.

A feldolgozóipar súlya a harmadik negyedéves GDP-adatokon is visszaköszönt. Azokban az euróövezeti országokban, ahol jellemzően magasabb, kisebb-nagyobb mértékben lassult a növekedés a második negyedévhez képest, miközben **ahol inkább a szolgáltatói ágazatok dominálnak, ott további erősödést lehetett tapasztalni** a gazdaság teljesítményében. A nagyobb gazdaságok közül Németországot és Olaszországot érdemes kiemelni. Ezek a 2020-as adatok alapján 18%-os,

Euróövezet GDP (év/év)

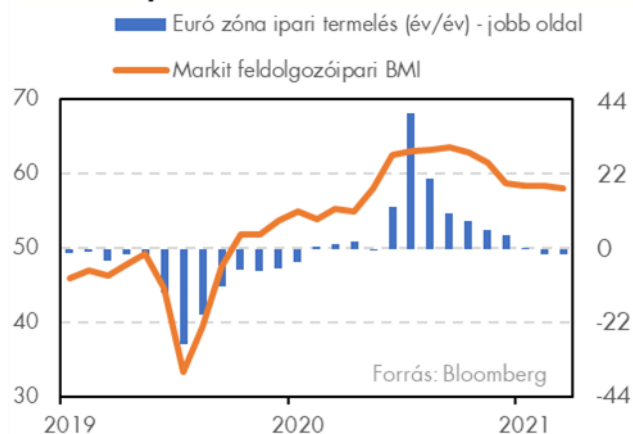


illetve 15%-os részarányal rendelkeztek feldolgozóiparuk hozzáadott értékét illetően. Ez gyakorlatilag a lista első két helye, ha nem vesszük figyelembe a 35%-os Írországot, amit csak az offshore pénzek tornáztak fel ilyen magasra, illetve a 16%-os Ausztriát, ahol a kibocsátás mértéke eltörpül a nagyobb gazdaságokéhoz képest. Az euróövezeti átlag 14% körül van, amit a fentiek mellett még Szlovénia, Finnország és Litvánia feldolgozóiparának részaránya halad meg. A négy legnagyobb gazdaságnál maradva Franciaország súlya csupán 9% körüli, Spanyolország súlya pedig mindössze 11% körül mozog. Ezek a számok persze egyéni súlyokat jelentenek, vagyis az olasz mellett egyáltalán nem törpül el a francia, vagy éppen a spanyol ipar kibocsátása, csupán az ellátási láncok akadózása sokkal kevésbé érinti a francia és a spanyol ipar és gazdaság egészét, mint az előbbi kettőt. Mindez részben magyarázatot adhat arra, hogy miközben a félvezetők hiánya a negyedéves német GDP-t 2%-ról 1,7%-ra, az olaszt pedig 2,7%-ról 2,6%-ra fékezte, addig a francia gazdaság 1,3 után már 3%-kal, a spanyol pedig 1,1 után 2%-kal tudott bővülni a harmadik negyedév során. Mindezek mögött az ipari termelés az övezetben és Németországban júliusban még 0,8 és 1,2%-kal nőtt havi alapon, majd augusztusban 1,7, illetve 3,7%-kal, szeptemberben pedig 0,9 és 1%-kal esett, ezt követően pedig októberben az euróövezetben 1,3%-kal tovább csökkent, míg Németországban 2,8%-kal emelkedett, novemberben pedig a térség egészében 2,3%-kal bővült, a németeknél pedig 0,1%-kal szűkült a kibocsátás. Az utóbbi hónapok adatai tehát szemlátomást igencsak zajosak, némi javulást azért talán felfedezni bennük. A feldolgozóipari BMI-k vegyes képet mutatnak, mivel még viszonylag magasan vannak, de folyamatosan csökkennek a fontosabb tagországokban. Az euróövezeti feldolgozóipari BMI decemberre 58 pontra

süllyedt, amely 10 havi mélypontnak felel meg. Az inflációs nyomás minimálisan mérséklődik, a foglalkoztatás a készletek lehetőség szerinti bővítésével párhuzamosan nő, mindeközben pedig a szektor szereplőinek várakozásai is javulnak. Az optimizmus decemberben három havi csúcsára emelkedett. A feldolgozóipar nincs rossz bőrben. A kibocsátása továbbra is átlag feletti annak ellenére, hogy a kapacitásproblémák szemlátomást nagyon lassan oldódnak meg. A jelenlegi BMI-k mellett már az is nagy szó, ha pozitív előjelű ipari adatot tesz közzé valamelyik gazdaság, az ugyanis azt jelenti, hogy a jelenlegi kifizített környezetben is képes bővülni. A BMI-k utolsó negyedéves átlaga természetesen elmarad a harmadik negyedévestől, így feltételezhetően **a feldolgozóipar és a teljes ipar hozzáadott értéke is szerényebb lehet**, amit azonban ellensúlyozhat ismét a szolgáltató szektor, ahogy tette ezt egy negyedévvél korábban is.

Az idegenforgalom, amelyet talán a legjobban megrángatott a járvány, a harmadik negyedév végén az euróövezet egészében már csak 13,2%-os elmaradást mutatott két éves időtávon, amely a legcsekélyebb mértékű csökkenés a vendégéjszákák számában azóta, hogy 2020 márciusában és áprilisában teljes leállás történt. Ez az index 2020

Euró zóna ipar vs BMI



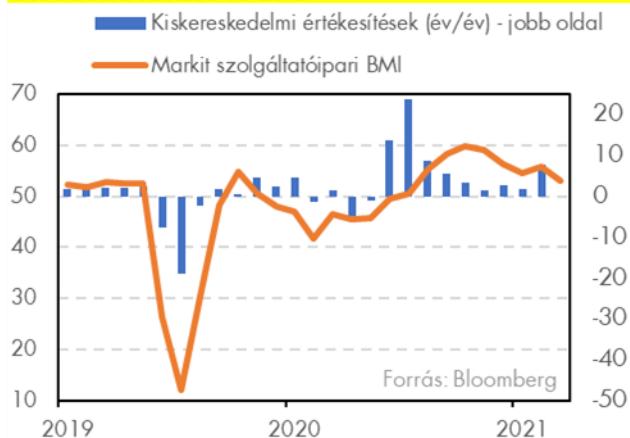
áprilisában az akkori mélyponton 94,7%-on, 2021 áprilisában a tavalyi mélyponton pedig 81,4%-on állt, vagyis a jelenleg már többnyire csak az oltatlanokat érintő korlátozások mentén további fokozatos normalizálódás tapasztalható. A négy legnagyobb gazdaság közül Olaszország és Spanyolország rendelkezik jelentősebb, kétszámjegyű súllyal, amennyiben az ágazat nemzetgazdaságon belüli jelenlétét vizsgáljuk. 2019-ben még Spanyolország állt magasabban, 14,1%-kal, Olaszország pedig 13,1%-on volt. 2020-ban ezek az arányok 5,9, illetve 7%-ra zsugorodtak. 2021-es adat híján a két évre visszatekintő őszi indexek adják a legfrissebb képet az ágazat állapotáról. Olaszországban a szeptemberi mutató -10,9%-on, Spanyolországban -27,6%-on állt, vagyis az olasz turizmus a jelek szerint kicsit gyorsabban tér magához, mint a spanyol. Az ok nem világos, az erőforrások az ágazat számára ugyanis közel azonosak, igaz a jelenlegi hullámban a népességarányos esetszám Olaszországban magasabb, a járványügyi intézkedések szigorúbbak, mint Spanyolországban. A helyi felmérések többsége **októberre és novemberre vonatkozóan további javulást tükrözött valamennyi tagországban, a vállalkozások persze közben egyre bizonytalanabbak a folytatást illetően az újból meredeken emelkedő esetszámok miatt.** A beutazásra vonatkozó szabályok decemberi szigorodása mentén pl. **május óta először csökkent az ágazatban a tengerentúli kereslet.**

Összességében **a szolgáltató szektor még mindig rendkívül jól teljesít.** Nyolcadik egymást követő hónapja nő a kibocsátása, igaz a decemberi BMI-k alapján a fellendülés tovább lassult. A foglalkoztatottak száma változatlanul bővül, bár az év végén annak üteme is hét havi mélypontjára csúszott, miközben a bekerülési költségek és az érté-

kesítési árak inflációja novemberi szintekre esett vissza, ami azonban még mindig rendkívül intenzív drágulást tükröz az ágazatok többségében. A szolgáltatói infláció ezek alapján még mindig az egyik legjelentősebb kockázat az ágazatok többsége számára, leszámítva az idegenforgalmat, ami természetesen továbbra is leginkább a járványnak kitett. Egy másik veszély nem csak a szolgáltatói, de a feldolgozóipari ágazatokban is, **a szakképzett munkaerő egyre jobban jelentkező hiánya.** A felmérések többsége a második negyedévben már jelezte ezt, amely a harmadik negyedévben, illetve 2021 utolsó negyedévében csak még élesebben kirajzolódott.

A háztartások fogyasztása a rekordmagas inflációs adatok mellett valószínűleg nem lassult az utolsó negyedévben, az adatok legalábbis erre engednek következtetni. A kiskereskedelem forgalma az euróövezetben havi szinten októberben 0,3, novemberben pedig már 1%-kal emelkedett. Ez éves szinten 7,8%-os javulást jelent, miközben az adatok kezdenek egyre jobban hasonlítani a válság előttiekre. A fogyasztói hangulat decemberben az emelkedő esetszámokkal együtt tovább romlott. Az Európai Bizottság bizalmi indexe tavaszi szintekre esett vissza mostanra. Azt persze még nem

Eurózána kisker vs BMI

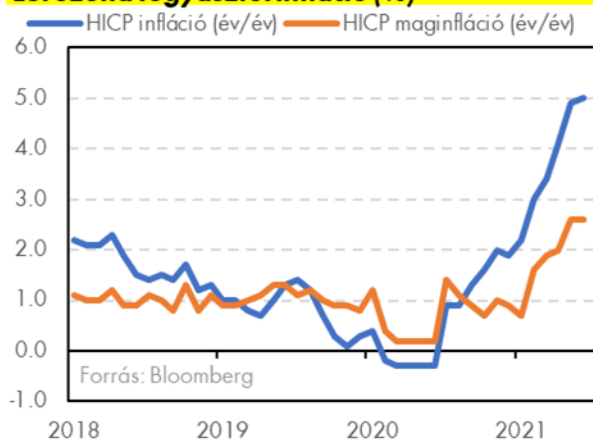


látni, hogy az év végi hajrát ez mennyire fékezte. Éves szinten feltehetőleg semennyire, legalábbis a már megjelent tagországi hírmorzsák alapján. A munkanélküliség novemberben tovább csökkent 7,2%-ra az októberi 7,3%-ról, amely már csak hajszálnyira van a válság előtti minimumától. A 15-74 éves korcsoportban az euróövezetben 1999 óta a mindenkori mélypont 7,1% volt, amelyet éppen 2020 márciusában ért el az index. A nagyobb gazdaságok közül a csökkenő trend egyedül Olaszországban nem egyértelmű. Ott az év második felét inkább stagnálás jellemezte, miközben a hasonló karakterisztikával rendelkező Spanyolországban töretlenül folytatódott a csökkenés. Olaszországban tavaly június óta 9,2 és 10,2% között mozog az index, ami persze még mindig jóval alacsonyabb, mint a legutóbbi 14,5%-os spanyol adat, amely tavaly augusztusban 16,6%-on tetőzött. Nagy átlagban, vagyis a térség egészére vonatkozó mutatót szemlélve **a munkanélküliség hamarosan ismét elérheti a természetes minimumát**, feltéve, hogy még nem történt meg. A megtakarítási ráta tovább esett 15%-ra a harmadik negyedévben. Ez 2019 óta a legalacsonyabb szám. A válság előtt jellemzően 12-13% között mozgott ez a mutató, vagyis a fogyasztásnak még van hova visszakapaszkodnia. Az elkölthető jövedelem a nagyjából átlagos bérkirámlás mellett (ami az euróövezetben a harmadik negyedévben 2,5%-ra rúgott éves alapon a bérköltség statisztikák alapján) tovább emelkedik, bár negyedéves üteme a harmadik negyedévben már csupán 0,8% volt, szemben a második negyedéves 1,4, illetve az első negyedéves 2,2%-kal. A fogyasztásra a jelek szerint nem is feltétlenül az újból romló járványügyi fejlemények, sokkal inkább az ebből fakadó kínálati oldali sokkok, anomáliák jelenthetnek kockázatot jelenleg. Amennyiben a kínálat felzárkózása az elvárt módon folytatódik, úgy az inflációs kockázatok eny-

hülésével a fogyasztás a korábbi negyedévekben látottnál is nagyobb mértékben járulhat hozzá a GDP-növekedéshez. Ezt természetesen majd az is segítheti, ha a feldolgozóiparban és a szolgáltató szektorban már látványosan megjelent munkaerőhiány következtében a bérek esetleg még magasabb ütemben emelkednek tovább, növelve az elkölthető jövedelem nagyságát. A hitelkiáramlás a harmadik negyedévben magas szinten stagnált, az utolsó negyedévben pedig minimálisan tovább emelkedett. Októberben 4,1, novemberben 4,2% volt az új hitelkihelyezések éves növekedési üteme. A lakásvásárlások, valamint az építőipari aktivitás mindeközben kissé fékeztek, bár még mindig a sokéves átlag feletti adatokat látunk. A lakáspiaci forgalom a harmadik negyedévben a másodikhoz képest 1,2%-kal csökkent ugyan, az utolsó negyedévben azonban az Európai Bizottság felmérése szerint a vásárlási és építési kedv 2002 óta nem látott szintekre erősödött, a felújítási hajlandóság pedig rekord magas volt.

A bruttó álló eszköz felhalmozás a harmadik negyedévben tovább fékezett, a nem pénzügyi vállalatok beruházási rátája az euróövezetben 23%-ra süllyedt tovább, ami 15 negyedéves mélypont. A mostani szintekről emelkedés abban az esetben

Eurózána fogyasztói infláció (%)



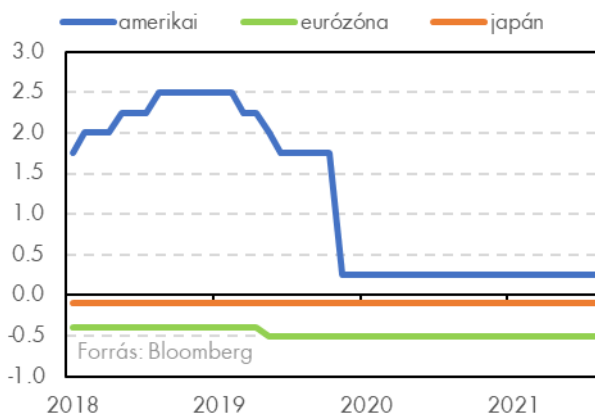
elképzhető, ha a termelési láncok majd nagyobb rugalmasságot mutatnak, a kínálati oldal pedig hatékonyabban tudja majd támogatni az elmaradt kapacitásbővítések behozatalát (elsősorban a gépek és berendezések terén). Egyelőre nem látni, hogy erre mennyit kell várni. A növekedési kilátások kapcsán az mindenképpen aggasztó, hogy azon ágazatok rendelkeznek jelentős súllyal az egyes gazdaságokban, amelyeket a legjobban súlyt a globális alapanyag- és eszközhiány. Egy szóval a szállítóeszközökbe történő vállalati (és háztartási) beruházások vontatott normalizálódása továbbra is komoly kockázat a felhasználási oldalon. 2019 utolsó negyedévéhez képest míg a GDP növekedési üteme 2021 harmadik negyedévére gyakorlatilag visszazárt (elsősorban a külkereskedelem, másodsorban pedig a közösségi fogyasztás hozzájárulásával), a fogyasztás, de főképp a beruházások még mindig jelentős elmaradást mutatnak. A növekedés szerkezete ebben a tekintetben valószínűleg az utolsó negyedévben sem változott érdemben. Tagállami szinten a négy legnagyobb gazdaság közül a beruházási aktivitás a vállalati szektorban a harmadik negyedévben egyedül Olaszországban és Spanyolországban emelkedett, míg Németországban csökkent, Franciaországban pedig nagyjából változatlan maradt. A hitelkiáramlás az övezet egészében az utolsó negyedévben tovább erősödött: októberben 2,5, novemberben pedig már 2,9% volt az új kihelyezések éves növekedési üteme, ami már nagyjából a hosszú távú átlag.

A külkereskedelem a harmadik negyedévben hozzájárult az euróövezet növekedéséhez, de csak azért, mert a kínálati anomáliák miatt továbbra is rendkívül gyenge áruexportot valamennyire ellensúlyozta az erős belső kereslet következtében fellépő importnövekedés. A mindössze 0,3 százalé-

pontos GDP-hozzájárulás rendkívül csekély, de lehet magasabb, amennyiben a feldolgozóiparban a kínálat helyreáll, a szolgáltató szektorban pedig már nem fékezi egyáltalán a keresletet a járvány. Azt, hogy az utolsó negyedévből milyen adatokat kapunk, illetve az idei első negyedév hogyan alakul majd, nagyban meghatározza az omikron körüli szigor mértéke. Azt látni, hogy a harmadik negyedévben a szolgáltatás export, valamint import rendkívüli mértékben, 7,3, illetve 5,9%-kal nőtt a második negyedévhez képest, emögött pedig **a mediterrán országokban több esetben kétszámjegyű adatok is előfordultak**, természetesen pozitív előjellel. A (felhalmozott) kereslet tehát ott van, azzal nincs baj, kockázatot inkább az omikron miatt újból szigorodó utazási szabályok jelenthetnek, de ezeket majd csak az eztán érkező gazdasági adatokban fogjuk látni. Ami pedig az áruexportot illeti, az változatlanul a kínálati kapacitáskorlátok függvénye.

A fiskális egyensúly javul. A 19 tagország összesített költségvetési hiánya a GDP arányában 2020-ban 7,2% volt, 2021-ben azonban ennél már alacsonyabb lehetett valamelyest, idén pedig akár a 3%-os célt is megközelítheti, noha szupranacionális szinten egyáltalán nem kapott nagyobb hangsúlyt

Fejlett piaci alapkamatok

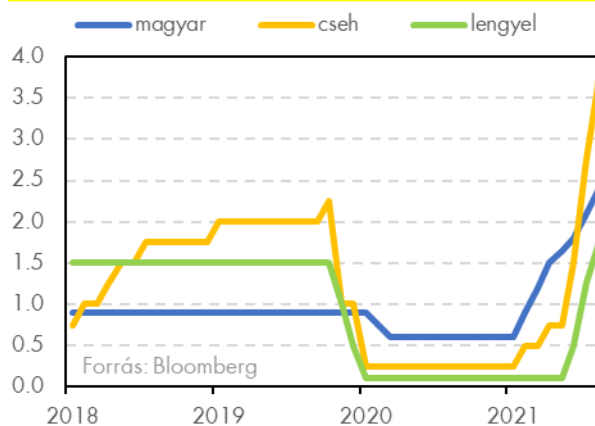


a közelmúltban a kiigazításhoz való visszatérés. Ezek természetesen az optimistább hangok, amelyek rendre azon alapulnak, hogy a gazdasági helyreállítás még idén és jövőre is bőven olyan mértékű átlag feletti növekedést biztosít, amely mentén **a kormányok könnyűszerrel végre tudják hajtani az ehhez szükséges konszolidációt.** Mindebben a legnagyobb szerepe az elsődleges egyenleg javulásának van, amely mellett az olyan ciklikus közvetlen és közvetett támogatások fokozatos kifutása szerepel, amelyek 2020 és 2021 során a pandémia súlyosabb periódusaiban még elengedhetetlenek bizonyultak.

Az infláció mindeközben egyre nagyobb fejtörést okoz mindenkinek. Decemberben tovább emelkedett 5%-ra az euróövezeti adat, holott a többség a novemberi 4,9%-os headlinetól várta a trend tetőzését. Az adat összetétele nem változott. A rekord ütemű drágulásért továbbra is elsősorban az energiaárak felelősek, amelyek a novemberinél már alacsonyabb ütemben, de még mindig 26%-kal nőttek éves alapon. A szolgáltatások csak a dobogó második helyét, a nem energia jellegű tételek pedig a harmadik helyet foglalják el zsinórban szeptember óta. A szolgáltatások inflációja ugyancsak lassult, 2,7%-ról 2,4%-ra. A nem energia jellegű tételek inflációja ezzel szemben tovább emelkedett 2,4%-ról 2,9%-ra, ami kissé aggasztó, mivel azon forgatókönyvekre hajaz, amelyek a másodköros hatások erősödéséről szólnak. A piac és a szabályozó alaptézise alapvetően arról szól, hogy az infláció a következő egy év során visszatér a közép távú cél közvetlen közelébe, esetleg kicsit alá is bukik, miután az energiaárak inflációjának bázis-hatása és más egyéb egyszeri tételek fokozatosan kiesnek a képből. Ennél egy fokkal realisabb feltevés az, ami már a legutóbbi véleményeket tükrözi, mely szerint **az őszi-téli energiaválság és annak**

a termelői és így a fogyasztói árakra gyakorolt hatása mindezt igencsak megnehezítheti. Az Európai Központi Bank (EKB) a legutóbbi elemzéseiben már hangot adott ennek valamelyest, ennélfogva az inflációs előrejelzéseit is felfelé módosította kicsit, igaz azok alapján még mindig inkább az optimistább forgatókönyvet favorizálva. Az EKB decemberi véleménye szerint az infláció idén átlag 3,2%-os, jövőre és az azt követő évben pedig 1,8% körüli lehet. A távolabbi adatok egyébként nagyjából összhangban vannak azzal, amit az infláció követő állampapírok árazása mutat. Vagyis a hosszabb távú trend miatt szemlátomást nem nagyon aggódik a piac. Annak kapcsán, hogy lesz-e jövőre kamatemelés, már van némi mozgolódás, a határidős kamatok ugyanis a közelmúltban kicsit megugrottak. Ezek a várakozások persze elsősorban a 2023-as évet érintik, mindenesetre a kötvényhozamoknak is adtak némi többlet lendületet, amelyek ugyancsak felpattantak az év végén. A 10 éves német hozam -0,4% körül állt december elején, jelenleg pedig a 0%-ot közelíti. Ez igazából nem nagy változás, legalábbis a hosszabb távú trendben. Azt is mondhatnánk, hogy csupán az elmúlt nagyjából 2,5 év emelkedésének a folytatása, ami azzal kapott újabb szikrát, hogy az EKB nemrég bejelentette, hogy befejezi a 2020-ban elkezdett kötvényvásárlásokat, egyes döntéshozók pedig

Régiós alapkamatok



elkezdtek jövő évi emelésről nyilatkozni. A felárak stabilak (a 10 éves olasz prémium pl. 130 bázispontos értékével a hosszú távú sáv alján van), lassú átrendeződést láthatunk, aminek bizonyos szempontból egy már stabilabb gazdasági környezetben a monetáris és fiskális politikai mankók elvétele, egy másik szempontból pedig a talán szintén egyre stabilabb alapokon nyugvó kockázatvállalás a legerősebb mozgatórugója. Az utóbbira erős bizonyítékként szolgálhatnak a tőzsdék is, amelyek **úgy tudnak csúcsközelenben maradni, esetenként újabb rekordokat felállítani, hogy közben a gazdaság valós teljesítményén túl egyre kevesebb szabályozói segítségre támaszkodhatnak.** Ebbe a képbe illik bele az EUR/USD minapi felpattanása is közel kéthavi szűkülő oldalazás után, ami egyértelműen a további emelkedés előtt nyitotta meg a teret technikai értelemben és a nettó pozícionáltság alapján is. Nem volna meglepő, ha további támogatással az eurövezeti kamatemelési várakozások oldaláról az árfolyam rövid távon vissza tudná tesztelni a 100-as és a 200 napos mozgóátlagát. A 2022-es év tehát **a pénzpiacon erős vételi jelzéssel indul**, de nem csupán a nyugat-európai részvénytőzsdék, hanem az EUR/USD számára is.

Pálffy Gergely

gergely.palffy@raiffeisen.hu

+36-1-484-4313

EURUSD árfolyam



**Magyar gazdaság,
2022 a stabilabb forint éve?**

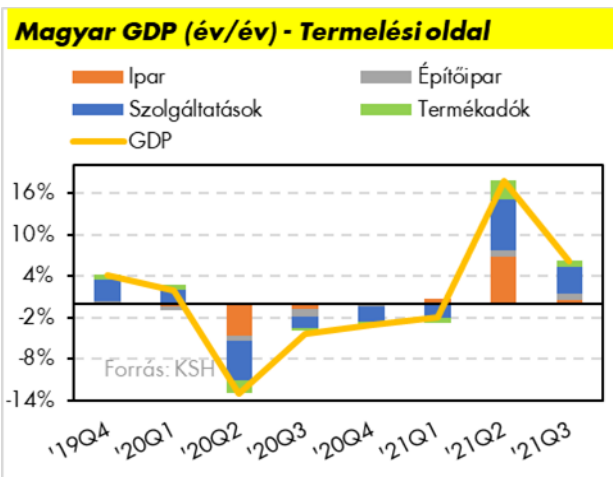
Nem sokan gondolták volna egy évvel ezelőtt, de 2022 is egy újabb covid-hullámmal kezdődik. Ahogy a világjárvány, úgy a bizonytalanság is velünk maradt. Nem könnyű tehát prognózist adni, hiszen a **pandémiás helyzet**, mellett a **globális beszállítói láncok problémáinak a sorsa** is nehezen kiszámítható gazdasági pályát rajzol elénk. Mindazonáltal **a legvalószínűbb forgatókönyvnek azt tartjuk, hogy a covid-járvány 2022 során átalakul**, és bár teljesen el nem tűnik, de **az év második felében már nem tekintünk rá krízisként** (globálisan). Ebből fakadóan, **a gazdaság gúzsba kötését eredményező jelentősebb lezárásokkal és korlátozásokkal sem számolunk**.

Az elmúlt két évben a különböző gazdasági centrumokban (Kelet-Ázsia, Európa, Észak-Amerika) az egyes járvány-hullámok nem egy időben zajlottak. A járványhelyzet kezelését szolgáló korlátozásokban időbeni elcsúszásokat tapasztalhattunk, és a korlátozások szigorúságában is eltérések voltak. A globálisan komplex beszállítói láncokat a fenti jelenség széttöredezte. Erre az igazi gyógyírt az hozhatja el, amikor a járványra a főbb gazdasági centrumokban már nem válságként tekintenek (és így korlátozásokat sem alkalmaznak), hanem együtt élnek vele. Abban bízunk, hogy a 2022-es év ezt hozhatja el – ezzel együtt pedig **a globális beszállítói láncokban keletkezett sérülések begyógyulását várjuk**.

Egyelőre még nem teljes az adatsor, de azt már látni, hogy felemás képet festenek a magyar gazdaságról szóló statisztikai adatok 2021 vége felé. Az mindenféleképpen üdvözlendő, hogy **a nyár**

végén és az őszi elején romlásnak induló tendenciák esetén jellemzően kedvező fordulatot mutatnak a legfrissebb számok.

Júniustól októberig minden egyes hónapban csökkent az előző hónaphoz képest az ipari termelés volumene. Ebben elsősorban a ludas a félvezetők hiánya miatt bekövetkező termelés visszaesés volt az autógyártásban és az elektronikai iparban (éves alapon mérve az előbbiben 30% körüli volt a visszaesés az őszi elején, utóbbiban 10%-os). Érdekes a válság előtti teljesítményhez is hozzá mérni a 2021-es adatokat. Ezek szerint az elektronikai ipar teljesítménye októberig csak minimálisan (máshét százalékkal) maradt el a két évvel korábbitól (tehát a 2019 őszihez), azonban novemberben már meghaladta azt. Az autógyártásban a teljesítménycsökkenés októberben meghaladta a 25%-ot (2019 októberéhez képest) az első 11 hónap kumulált teljesítménye pedig nagyjából megegyezett a 2020-assal (ez pedig 10%-os elmaradást mutatott 2019-hez képest). Az egyedi autógyártás termelési adatai egyelőre még hiányosak, csak a győri Audi termeléséről sikerült adatokat találni (itt egyébként a 2021-ben legyártott 171 ezer autóval szemben 2019-ben kevesebb, 165 ezer készült). A feldolgozóipar egészének a teljesítményében 4%-os az elmaradás.



Azonban **a statisztika mutatta mélyrepülés novemberben megfordult**: mind havi, mind éves összehasonlításban 3%-ot megközelítő növekedés következett be. Természetesen **egy adatból túl messzemenő következtetést nem érdemes levonni**, de annak fényében, hogy egyéb mutatók (így például a decemberi Beszerzési Menedzser Index, amelyik rekordot jelentő szintre, 65 pont fölé ugrott) is alátámasztani látszanak a kedvező változást.

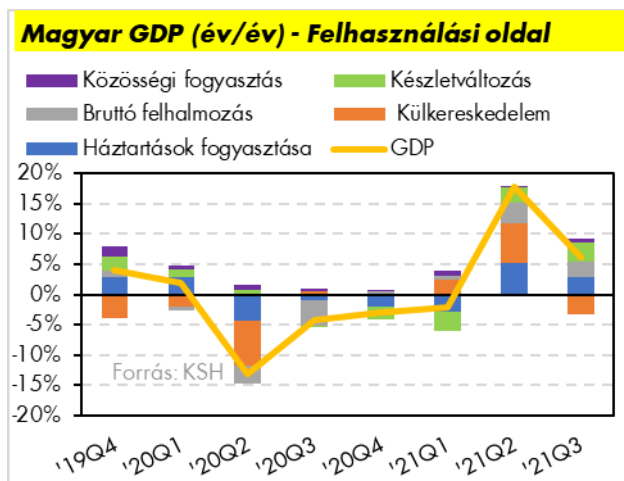
Várakozásunk szerint a globális beszállítói láncokban keletkezett sérülések fokozatosan enyhülnek. Így a hazai feldolgozóipar zászlóshajói (elektronikai ipar, autógyártás) is jól teljesíthetnek. Az év első felében még nem számítunk növekedésre, de a második hat hónap elhozhatja a biztos alapokon nyugvó gyors ipari termelés-bővülést. Nem szabad elfeledkezni arról sem, hogy a termelési kapacitások is bővülnek. **Az év egészében 7% körüli termelésnövekedéssel számolunk az iparban.**

Az építőiparban egyelőre még 10% fölötti éves növekedést mutatnak az adatok, és a hó végi szerződésállomány is meghaladta az egy évvel korábbit októberben – bár hónapról hónapra olvadozott ennek az értéke és az őszi hónapokban újonnan megkötött szerződések már nem érték el a megelőző évit. **Az építőipar tehát nagy valószínűséggel lassulni fog a következő negyedekben.** 2022 első felében a korábbi lendület még kitarthat valamennyire és éves összehasonlításban növekedést várunk, de ez kifulladásra számíthat a második félévben. Az év egészében **3% körüli bővülésre számíthatunk.**

Ami **a lakossági fogyasztást** illeti, itt a kiskereskedelmi forgalmi adatok **viszonylag stabil**, de

nem kiemelkedően erős **bővülést mutatnak**. A tavalyi év első 11 hónapjában 3-4% körüli volt a növekedés. Természetesen a kiskereskedelmi forgalom átrendeződése tovább folytatódott: a csomagküldő és internetes vásárlások közel 20%-kal növekedtek, a piaci és egyéb nem bolti forgalom pedig 9%-kal visszaesett. 2021-ben kevesebbet vettünk az egy évvel korábbihoz képest bútorból és műszaki cikkből, gépjárműből és könyvből.

2022 elején jelentős többletjövedelem érkezik a háztartások nagy részéhez. Itt elsősorban a családi adóvisszatérítés révén februárban visszautalandó 600 milliárd forintra gondolunk, de beleérthetjük a különböző állami foglalkoztatott (rendvédelmi dolgozók 6 havi jutalma; fizetésemelések számos területen) részére jutatott többletjövedelmet, a 25 év alattiak szja-mentességének a kezdetét. A 13. havi nyugdíj kifizetését és a nyugdíj-emelést is. Úgy gondoljuk, hogy a jövedelemtöbblet **egy jelentős részét fogyasztásra fordítják** a háztartások (különösen például a bútor és műszaki cikk vásárlásában az elmúlt évben tapasztalt elmaradások kerülhetnek pótlásra – viszonyításképpen ebben az árucsoportban az egész éves forgalom 1000 milliárd forint körül mozgott tavaly és tavalyelőtt).



A munkanélküliségi ráta 2021 novemberében 3,7%-ra csökkent. Ennél alacsonyabb csak a válság előtt, 2020 márciusában volt. A munkanélküliségi ráta csúcsa a válság során 5% volt – két olyan hónap is volt amikor ezt a számot közölte a KSH (2020 júniusa és 2021 januárja). 2021 utolsó negyedében már nem csak a 2020-as adatokhoz képest volt javulás a foglalkoztatási adatokban, de a válság előtti utolsó (vagyis 2019-es) évhez képest is többen dolgoztak Magyarországon. Ha a foglalkoztatás szerkezetét vizsgáljuk meg, akkor azt látjuk, hogy a bővülés a szolgáltató-ágazatokban következett be, az iparban valamennyivel csökkent a dolgozói létszám. Ez a fenti, ipar-statisztikát taglaló bekezdést olvasva egyáltalán nem meglepő. Ami a kilátásokat illeti, szinte mindenhol növekvő foglalkoztatási igényre számítunk, és összességében nagyjából 60-70 ezer új munkahelyre 2022-ben. **A munkanélküliségi ráta a 2020-2021 ben mért átlagosan 4,1% után 3,4% lehet idén.** Ennél alacsonyabb, csak 2019-ben volt (3.3%).

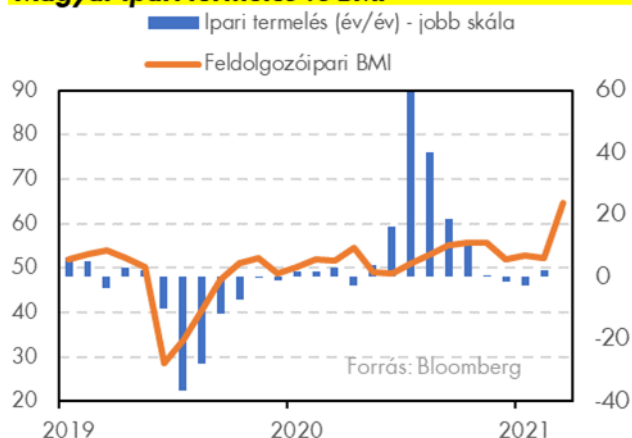
A jelentős munkaerőigény és a korlátos munkaerő-kínálat garantálja a bérnövekedési ütem gyorsulását. A közszférában számos területen következett be jelentős (10-20%-os) béremelés 2022 januárjától, valamint a minimálbér is 20% körüli mértékben került emelésre. Nagy valószínűséggel **idén ismét kétszámjegyű (nominális) béremelkedés fog bekövetkezni** a nemzetgazdaságban. A fentiek tükrében 2022-ben a tavalyihoz hasonló, **reálértékben 4%-os lakossági fogyasztásbővülést várunk.**

A beruházások 2021 első háromnegyed évében 8,5%-kal nőttek 2020 megfelelő időszakához viszonyítva. A gépberuházások 13,4%-kal, az építési beruházások pedig 5,4%-kal nőttek. Az állami beruházások kismértékben csökkentek, a magán-

szektor beruházásai azonban 10% körül növekedtek. Mivel 2020-ban ugyanebben az időszakban 6,6% visszaesés volt – tehát a beruházások tekintetében kismértékben **meghaladtuk a válság előtti szintet.**

Egyébként Magyarország az Eurostat adatai szerint 2018-ban került az EU élvonalába (abban az évben a negyedik legmagasabb értékkel), 2019-ben Írország mögött a második legmagasabb volt a beruházási ráta és ezt a pozíciót tavaly is megőrizte. 2017-ben még csak a kilencedik pozíciót foglalta el az ország. Fontos a szinteket is megnézni: az EU-ban átlagosan a beruházási ráta a GDP 20-23% között mozog. Magyarországon ez a mutató 2018-ban közel 25% volt, 2019 óta pedig 27% körül alakult. Ebben az eredményben nagyon jelentős szerepe volt az MNB és a kormányzat által indított hitelprogramoknak (elsősorban az NHP-nak) és az alacsony hitelkamatoknak. Előretekintve, az nem jó előjel, hogy az MNB NHP Hajrá! Programja befejeződött és a kamatok megemelkedtek. Feltehetően **a beruházások növekedési üteme lassulni fog** az idei évben. Mindazonáltal az általunk várt 6-7% közötti növekedés meghaladja a GDP növekedési ütemét, így a beruházási ráta kismértékben ugyan, de emelkedni tud. A beruházások pedig – jellemző-

Magyar ipari termelés vs BMI



en - a jövőbeli növekedés alapjait teremtik meg.

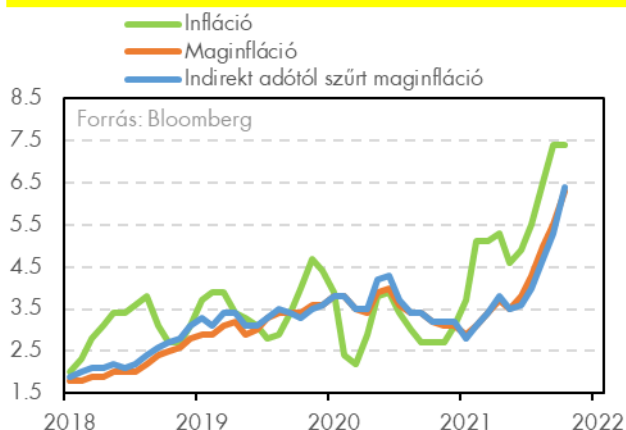
A külkereskedelmi folyamatokban a gyengélkedő ipari termelés köszönt vissza, így nem meglepő, hogy **a július-októberi időszakban 1,3 milliárd eurónyi külkereskedelmi hiány keletkezett** (hasonlóra legutóbb 2008-ban került sor, de akkor a hiány ennek a fele volt csak – igaz, maga a forgalom is). Hiába a rég nem látott külkereskedelmi hiány, az export-adatok még úgy sem nevezhetők rossznak, hogy az ipari export zászlóshajóját jelentő autóipar valóban gyengén muzsikált. Európában számolva a magyar export szeptemberben és októberben is meghaladta a 10 milliárd eurót erre pedig 2021 őszét megelőzően csupán hat hónapban került sor. Ráadásul novemberben az export 11 milliárd eurónál is több volt, a külkereskedelmi egyenleg pedig kiegyensúlyozott volt. Összességében tavaly a külkereskedelem többlete 2,5 milliárd euró körül alakult, szemben a 2018-2020 között megszokott 5 milliárd körüli számmal. **2022-ben azonban az általunk feltételezett forgatókönyv** (kedvező globális környezet) **és a bővülő hazai exportkapacitások lehetővé teszik, hogy javuljanak a külkereskedelmi mutatók**: 3,3 milliárdos külkereskedelmi többletre számítunk. A folyó fizetési mérlegben 2021 harmadik negyedévében viszonylag jelentős, 2,3 milliárd eurós deficit keletkezett. Így az év első háromnegyedében a hiány megközelítette a 2,5 milliárd eurót, aminek a nem adósságeneráló finanszírozás csak a kétharmadát fedezte. Mindazonáltal túlzottan megijedni talán még nem szükséges: a GDP arányában a várható hiány továbbra sem jelentős. Itt szükséges annak a megemlítése is, hogy a gyakori és **olykor jelentős adatrevíziók** képesek a múlttól alkotott elképzeléseinket nagyon át tudják formálni. Erre pedig akár kedvező, akár kedvezőtlen irányba is sor tud kerülni. Amit lényegesnek tartunk az, hogy

a GDP arányában számottevő külső egyensúlyhiányra nem számítunk.

Az infláció novemberben érte el a csúcspontját 7,4%-on. Előretekintve, **fokozatos mérséklődésére számítunk.** A rezsidíjak rögzítése, az üzemanyagok árának korlátozása és a legutóbb bejelentett intézkedés (néhány alapélelmiszerárak árának a rögzítése a 2019 októberi szinteken) képes a magyar vásárlókat megkímélni attól, hogy még tovább emelkedjen az infláció 2022 elején (szemben számos régiós országgal, amelyekben 10%-ot megközelítő inflációs számok is jöhetnek). Van amúgy gazdaságpolitikai igyekezet más országokban is arra, hogy a fogyasztói árak emelkedését tompítsák (például átmeneti adócsökkentéssel, közvetlen transzferekkel stb.). Előrejelzésünk szerint a harmadik negyedévben 6% alatti, a negyedik negyedévben 5% alatti infláció jöhet - **az év végén 4,4%-os, éves átlagban 5,5%-os inflációra számítunk.**

Az MNB részéről **számítunk további kamatemelésekre** még, annak tükrében, hogy miképpen alakulnak az inflációs kilátások és a globális kockázatvállalási hajlandóság (és ennek következtében a magyar pénzügyi eszközök iránti kereslet, vala-

Magyar infláció (év/év) változása



mint a forint árfolyama). Alapforgatókönyvünk szerint **5,3%-on tetőzhet az irányadó kamat az év közepén**. Bár az év eleji forinterősödés (355 alatti EURHUF árfolyam 2022 január 13.-án) átmenetinek bizonyulhat, az év második felében tartósan 360 körüli EURHUF árfolyamot várunk.

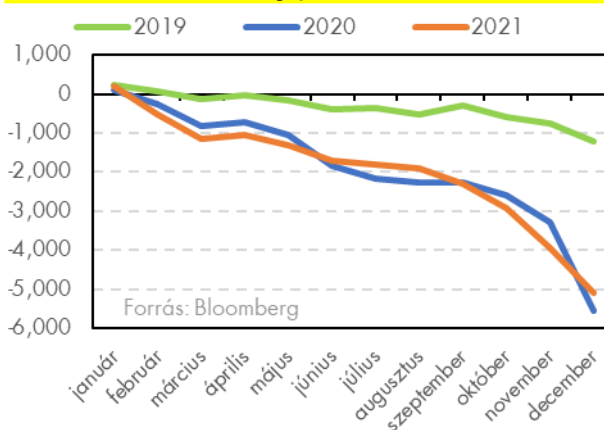
Alapforgatókönyvünk szerint 2022 elhozhatja a koronavírus végét a világban, és a globális beszállítói láncolatok korábbi sérülései fokozatosan begyógyulnak. Ennek az alapján idén **Magyarországon összességében stabil forintra, továbbra is gyors gazdasági növekedésre** (a GDP 4,5%-os bővülésére számítunk) és fokozatosan mérséklődő, de **az év átlagában továbbra is magas, 5,5%-os inflációra számítunk**. Amennyiben a globális járvány-helyzetben nem következik be javulás, akkor a beszállítói láncok okozta problémák is velünk maradnak, aminek az eredményeképpen a gazdasági teljesítmény is gyengébb lehet, miközben a forint árfolyama volatilis marad. Ha azonban az általunk feltételezettnél is gyorsabban következik be kedvező fordulat a világban, az **erősebb forintot** és magasabb gazdasági növekedési rátát eredményezhet.

Török Zoltán

torok.zoltan@raiffeisen.hu

+36-1-484-4843

Államháztartási hiány (kumulált, milliárd forint)



**Hazai részvénypiac,
Relatív optimista kilátások**

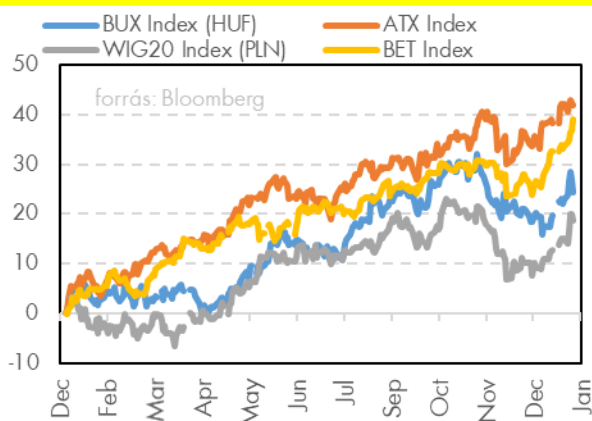
A tavalyi év egyértelműen a részvénykitettséggel rendelkező befektetőknek kedvezett, hiszen a világ 91 vezető részvényi indexéből csupán nyolc nem tudott a pozitív tartományban végezni. A koronavírus járvánnyal sújtott 2020-as év után, ami rendkívüli volatilitást eredményezett a tőzsdéken, sikerült kirobbanó teljesítményt elérni. A jegybankok mennyiségi lazításai keretében főként állampapír vételeiből származó bevételeinek helyet kellett találni, ami a történelmi mélypontra tartott alapkamatok és az Európában továbbra is negatív hozammal rendelkező hosszú távú állampapírok miatt csakis a részvény piacokra eshetett a választás. Az év folyamán sorra dőltek meg a rekord szintek a laza fiskális és monetáris politika által támogatott kimagasló vállalati eredmények révén. Az 500 legnagyobb amerikai vállalatot tömörítő S&P 500 index 69 alkalommal tört új csúcsra, ami 1928 óta mért fennállásában a valaha volt második legmagasabb érték az 1995-ös 77-es érték után. Ennek fényében nem meglepő a közel 27%-os éves teljesítmény. **A kontinens ezzel szemben visszafogottabb teljesítményt mutatott** – az EuroSTOXX 600 index nem egészen 22 százalékkal drágult – de így is sikerült nem egy alkalommal újabb rekord szintet kijelölni. Kelet felé haladva, talán pont a visszafogottabb jegybanki és fiskális lazításnak köszönhetően a részvényi teljesítmény is szerényebb volt, mind 2020-ben mind tavaly.

A külföldi befektetők előszeretettel kezelik egységként a kelet-közép-európai régiót, ahol részvényi szempontból a lengyel (WIG 20), cseh (PX), magyar (BUX) és román (BET) indexek jöhetnek számításba, valamint gazdasági és földrajzi kapcsolata miatt az osztrák (ATX) részvényindex is

esetleg ide sorolható. Bár a járvány megfékezésére adott gazdasági lezárások hatására még együtt zuhantak be több éves mélypontra eme indexek, ahol az osztrák ATX index szerepelt a leggyengébben, míg a román BET index a legjobban, addig a tavalyi évben már megmutatkoztak a különbségek az egyes piacok között. Így fordulhatott elő, hogy az osztrák ATX index 2020-as 12,8 százalékos veszteségét 38,9 százalékos, a világranglista 12. helyére elengedő drágulással tudta kompenzálni. A BUX és a WIG 20 az első negyedév után novemberben vált ismét alulteljesítővé, amiből az év végéig már nem tudtak kilábalni. Korábban is megfigyelhető volt, hogy a lengyel és magyar tőzsde vezető indexe szorosan együtt mozog.

A **BUX indexnél** a gyengülést talán a nagypapírok, várakozásokat szinte minden szempontból meghaladó harmadik negyedéves gyorsjelentése okozta, amely profit realizálásra készítette a befektetőket. Azonban a benzinárak majd a hitelkamatok befagyasztása a két legnagyobb súlyú indextag sújtásával gondoskodott az alulteljesítésről. Mindennek köszönhetően a BUX index 10 százalékpontnyira elmaradt október végi rekord szintjétől az év végére. Ennek ellenére 2017 után újra 20 százalékos meghaladó drágulással zárta a tavalyi

Alulteljesítő BUX index (%)



évet.

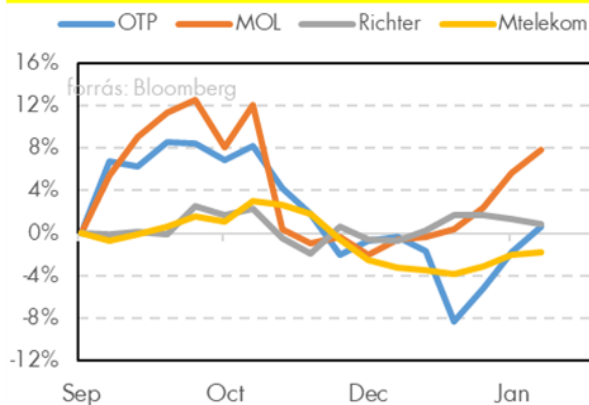
A tavalyi év utolsó negyedéve volt az első veszteséges negyedév a BUX indexben 2020 harmadik negyedéve óta. Ezért is gondoljuk úgy, hogy az idei év újra kedvező lehetőségekkel kecsegtet majd a befektetők számára. Az index legnagyobb súllyal rendelkező tagja szempontjából a régiós kamatemelési ciklus kedvező hatással lesz a kamatárás növelése révén. Az OTP bevételeinek már több mint felét külföldi leányvállalataiból szerzi, ahol nincsenek központi hátráltató tényezők. A hitel felvételi kedv erős a térségben, csakúgy, mint idehaza, ami a végrehajtott és bejelentett felvásárlások konszolidációjával együtt biztosítja az eredmény bővülést. Ez pedig a magasabb árfolyamszintek előtt nyitja meg a teret. A Mol esetében az újra dráguló nemzetközi olajárak segíthetnek elérni a novemberi bejelentés előtti árszinteket. Bár kérdéses az üzemanyagár maximalizálás február utáni sorsa, a benzinkutakat tartalmazó fogyasztási szolgáltatások szegmens csak 20 százalékát adja a teljes vállalati EBITDA értéknek. A Richter a negyedik negyedévben több kedvező bejelentést is tett, amelyek még nem feltétlenül tükröződnek az árfolyamban teljes mértékben.

OTP

Az ország legnagyobb bankjának november elején közzétett harmadik negyedéves eredménye meglepetésre nem produkált minden szinten várakozást felülmúló értékeket. Hiába sikerült rekord szintű árbevételt és működési eredményt elérni a magasabb céltartlékolás és korrekciós tételek miatt az adózott eredmény szintje elmaradt a vártól. Azonban ez csak kis mértékben von el a bank kiemelkedő teljesítményétől, ami szinte biztosított az elkövetkezendő időszakban is.

Az OTP rekord szintű 333,1 milliárd forint bevételt termelt a tavalyi harmadik negyedévben, ami a nettó kamatbevételek 222,7 milliárd forintos és a díjbevételek 86 milliárd forintos tételéből tevődött össze. Az előbbi 14, míg az utóbbi 16 százalékkal haladta meg a megelőző év azonos időszakát. A piaci konszenzust mindkét esetben 2 százalékkal múlta felül a mutató. Nagyon erőteljes volt a hazai operáció dominanciája a negyedév során, hiszen a magyar alaptervekenység bevétele 23 százalékkal bővült, míg a külföldi leánybankoké csak 5 százalékkal. A magyar kamatbevétel önmagában 29 százalékkal nőtt, ami 20 milliárd forintos éves szintű emelkedést jelentett.

Q4 teljesítmény



A teljesítő hitelállomány negyedéves bázison 4, évesen 10 százalékkal nőtt. Ukrajnában, Romániában és Magyarországon volt legnagyobb a növekedés, de negyedéves bázison az orosz portfólió is 8 százalékkal bővült. Csoportszinten az első kilenc hónapban a vállalati állományok közel 10, a fogyasztási hitelek és lízing állományok 11, a jelzáloghitelek pedig 12 százalékkal nőttek. A teljes bank konszolidált teljesítő hitelállománya így példa nélküli 14 930 milliárd forintra ugrott, ami közel 600 milliárd forintos javulás egy negyedév alatt. Szerencsére a nettó kamatmarzs csak mérsékelten csökkent, 3,46 százalékra. **A régióban zajló kamatemelések hatása még nem volt érezhető a harmadik negyedévben**, hiszen a változó kamatozású eszközök csak 3-6 hónap után árazódnak át és a jelentős betét beáramlás pedig megnövelte a mérlegfőösszeget, ami hígította a marzsot. Ugyanakkor a cseh, román és magyar kamatemelések hatása a negyedik negyedévi kamat bevételekre már jelentős pozitív hatással lesz.

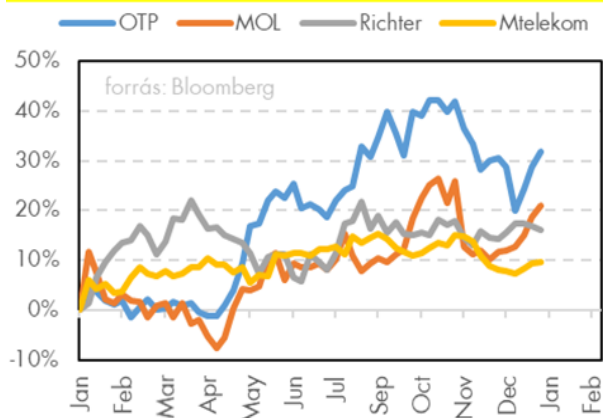
Rendkívüli fegyelemre utal, hogy az árbevétel 13 százalékos bővülése mellett a működési kiadások csak 1 százalékkal nőttek. Sőt, az első kilenc hónapban is szinte csak stagnáltak a kiadások. A kilenches kiadás/bevétel mutató 50 százalék alá csökkent, 49,1 százalékra, ami a harmadik negyedévben már csak 47,2 százalék volt. Azonban a bevételek emelkedésével, de a kiadások féken tartásával a működési eredmény 26 százalékkal ugrott meg a negyedév során 176 milliárd forintra. Ez 10 százalékkal magasabb, mint 2021 harmadik negyedévében és 10 milliárd forinttal több, mint a piaci várakozások.

A komoly meglepetést az közzétételben a **kockázati költség** sor adta, ami a várt 16,4 milliárd forint helyett 25 milliárd forint lett. A **megugrás mö-**

gött legnagyobb mértékben az orosz tevékenység áll. Az új hitelkihelyezések emelkedése miatt, illetve a növekvő összegű vállalati hitelkeretek és garanciák kapcsán kellett magasabb céltartalékot képezni. A magyar tevékenység önmagában 3 milliárd forinttal növelte a céltartalék szintjét a moratóriumban résztvevő vállalati állományok kockázati besorolásában történt változás miatt. Az OTP konzervatívabb megközelítést alkalmazva jelentős állományokat sorolt át a Stage 2 kategóriába.

Azonban ennek köszönhetően az adózott eredmény 120 milliárd forintos szintje elmaradt a második negyedév 122 milliárd forintos értékétől és a piac által várt, rekord szintű, 124 milliárd forintos eredménytől is. Ezzel a valaha volt második legnagyobb eredményét produkálta a bank, ha nem számítjuk az egyszeri tételekkel torzított negyedévet, mint a Garancia eladása 2008-ban és a 2019-es akvizíciók, valamint szerb badwill hatást. Pontosan az ilyen tételek kiszűrésére szolgál a konszolidált és korrigált adózás utáni eredmény, ami 127 milliárd forint lett a harmadik negyedévben a rekord szintű második negyedéves 129 milliárd forintot követően. **A román leánybankon kívül minden egyes külföldi operáció nyereséges tudott**

Pozitívban a nagypapírok (2021.01.01 bázis)



lenni, így összesített hozzájárulásuk már 53% az eredményhez. A korrigált adózott eredmény alapján kalkulált negyedéves ROE 18,3 százalék volt, belül a menedzsment által egész évre várt 18-20 százalékos sávon.

A járvány negatív gazdasági hatását csökkentő **hitelmoratórium** meghosszabbításáról döntött újra a kormány. Ezek alapján akár június 30-ig is igénybe vehető ez a könnyítési szolgáltatás. A bank számára ennek várható egyszeri negatív adózás utáni eredményhatása 2 milliárd forint. Ugyanakkor egyre kevesebben vesznek részt a bank ügyfelei közül a moratóriumban. A bruttó hitelállomány arányában a lakossági ügyfelek 6,8 százaléka, a vállalati ügyfelek 1 százaléka jelezte, hogy élni kíván a meghosszabbított moratóriumi lehetőséggel. A vezetőség nem meglepő módon elégedett az OTP teljesítményével, ami az előrejelzésekben is meglátszik. Az év első kilenc hónapjában tapasztalt 11 százalékos teljesítő hitelállomány bővülés éves szinten 15 százalékra emelkedhet. A korrigált tőkearányos megtérülési célsáv (18 – 20% ROE) nem változott.

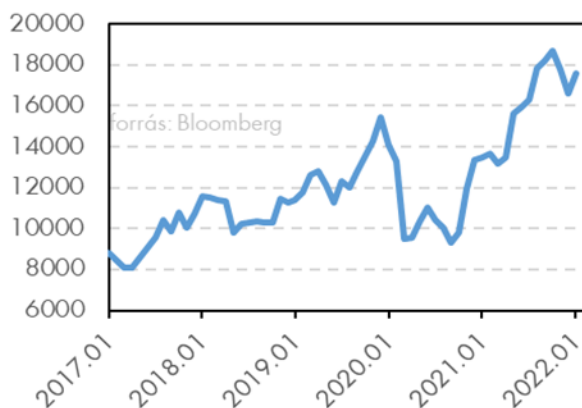
Kifejezetten kedvező hír, hogy az MNB idén januártól engedélyezi a hazai hitelintézeteknek, így az OTP-nek is, hogy **osztalékot** fizessenek. Ezek alapján a 2019, 2020 és 2021-es évek együttes osztalék kifizetésére lehet számítani az első félévben. Erre a célra a 2019-es és 2020-as évek után már félre van rakva 119 milliárd forint. Sőt, a tavalyi évben, az első három negyedév után már 64,8 milliárd forint került levonásra ugyanerre a célra. A pontos osztalékról majd 2022 márciusban, a közgyűlés előtt dönt majd a bank vezetése, akkor már mérlegelve az osztalékot a negyedéves eredmény ismeretében. Előzetes becslések alapján, alsóhangon a kifizetett osztalék mennyisége akár 205,4

milliárd forint is lehet, ami részvényenként 742 forintot eredményezne. Ilyen méretű összegnél már megfontolandó, hogy ne egy összegben fizessen a bank, hiszen az jelentős árfolyam kilengést eredményezne.

A negyedik negyedévben is **folytatódott a bank terjeszkedése** az albán Alpha Bank megvásárlásával. 55 millió euróért, egy 4,7 százalékos eszközarányos piaci részesedéssel rendelkező bankot vett, amivel az ötödik legnagyobb bank lesz az OTP 10,9 százalékos részesedéssel. Hiszen az Alpha Bank a már meglévő SocGen Albania-tól megvett bankot bővíti. A lakossági és vállalati szegmensben is aktív új albán bank 2019-ben és 2020-ban is csak 1 millió euró körüli eredményt ért el. Mindemelllett a saját tőke arányos megtérülés csupán 1,2 százalék, az eszközarányos megtérülés pedig 0,1 százalék volt, szemben az új anyabank 16,9 százalékos, míg az albán OTP 17,2 százalékos értékével.

Az OTP nem tervez nyugat-európai befektetéseket, marad a régióknban, illetve a volt Szovjetunió országaiban. Ez alól csak egy kínai megjelenés lehet kivétel, ahol nem is bank felvásárlás a cél, inkább speciális struktúrában tervezik megvetni a lábukat. Az OTP 2014 óta több mint száz bankot világitott

Rekord szint közelében az OTP



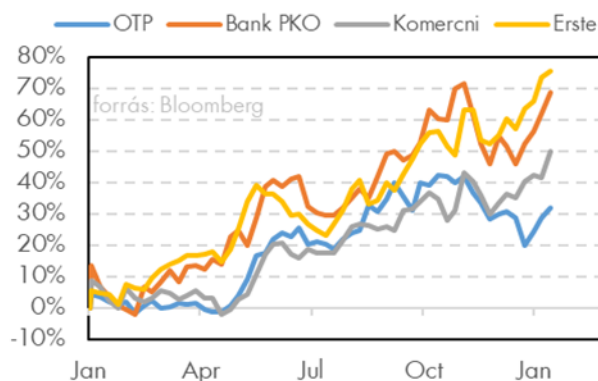
át és 9 országban 12 pénzintézetet vagy portfóliót vásárolt meg. **A fő terjeszkedési politika, hogy tőkeemelés nélkül tudják azt végrehajtani.** Ezért is mondhatta azt Csányi Sándor, hogy a szlovén és üzbég bank és most albán bank megvásárlása után kicsit lassíthatnak az akvizíciós ütemen. Ez persze nem azt jelenti, hogy a rendkívül kedvező lehetőségeket nem használják majd ki.

Az egyre magasabb inflációra reagálva az MNB megkezdte kamatemelési ciklusát, ami a különböző hiteleknek is megemelte a kamatát. Ezt nem nézhette tétlenül **a kormány** és december végén bejelentette, hogy októberi szinten **rögzíti a már felvett jelzálogfedezetű hitelek kamatait.** Az intézkedés a választásokra időzítve január elsején lép életbe és 2022 közepéig tart. A kormány 30 milliárd forintos összbanki veszteséggel számol. Az összes jelzálogfedezetű hitel, amelynek a 2021. október 27-étől a 2022. június 30-áig tartó időszakra esik a kamatfordulónapja a február elejétől június végéig tartó időszakban nem a szerződés szerinti, hanem legfeljebb a 2021. október 27-én meghatározott vagy akkor érvényes referenciaérték lesz az érvényes. A kintlévő jelzáloghitelek több mint harmadának, körülbelül 470 000 darabnak esik kamatforduló napja erre az időszakra. Az érintett teljes hitelállomány 2000 milliárd forint körüli. A részvénytársasági reakció nem maradt el, hiszen az OTP árfolyama a 2020 márciusi, koronavírus által kiváltott, egészségügyi védő intézkedések okozta zuhanás óta nem látott mértékben esett be. Ha a piaci értékcsökkenés alapján hasonlítjuk össze a veszteséges napokat, akkor a december 22-ét (358 milliárd forintos kapitalizáció csökkenés) csak a 2020 március 12-e (570 milliárd forint kapitalizáció veszteség) előzi meg. Holott az érintett jelzáloghitelek piacából való részesedése alapján a 30 milliárd forintos veszteségnek maximum a harmada je-

lentkezhetne reálisan. Az ország legnagyobb bankja rendelkezik a legnagyobb lakossági állománnyal is, így elsők között kezdte meg a hosszú kamatperiódusú vagy teljes futamidő alatt fix kamatozású hitelek nyújtását.

Bár nem tekinthetünk el a szabályozói környezet ilyen hirtelen változtatásaitól, érdekesebb hosszú távon vizsgálni a bank lehetőségeit. Az eredmények a bankadó és különböző moratóriumok mellett is kimagaslók. Ilyen eredmény teljesítmény mellett **nem meglepő, hogy az OTP részvénye olcsónak minősül**, például P/E alapon. A 2022 várt profittal számolva csupán 10,3 P/E rátát kapunk, aminél alacsonyabb értékkel, a régióban csak két pénzintézet rendelkezik, de mindkét esetben egyben kisebb profitnövekedési kilátással is. A hazai bank elmúlt tíz évének P/E átlaga alig 9,3, míg a maximum 13 feletti értékeknél jelentkeztek. Evvel szemben P/BV alapon az OTP már évek óta magasán árazott papír, amely az európai bankrészvények között az egyik legmagasabb szorzón forog. Itt viszont figyelembe kell venni, hogy a bank saját tőke arányos megtérülése (ROE) kiemelkedően magas a kontinensen, így máris nem tűnik túlzónak az 1,6%-os P/BV érték.

Aluteljesítő OTP



Bár az **OTP árfolyamának** tavalyi, 24 százalékos meghaladó éves teljesítménye figyelemreméltónak tűnik mégis a harmadik legalacsonyabb az elmúlt hét évben. Az bankpapír 2015-től kezdve erős emelkedő trendben volt található, egészen a válság okozta beesésig, amiből a nemzetközi versenytársakkal ellentétben csak 2020 utolsó negyedévében tudott kimászni. Tavaly sikerült visszakerülni a trendcsatornába, sőt, októberi és novemberi rekord szintjén még túl is lépett rajta, de a várakozásokat felülmúló harmadik negyedéves gyorsjelentés, majd a kormányzati bejelentés a hitelkamatok befagyasztásáról megtette a hatását. Az 2022-es évet, így újra a csatornában kezd, ami egészséges jövőképet sejtet. A cél természetesen újabb rekord szintek beállítása, de a 19800 – 20000Ft jelentős ellenállást takar, aminek a meghaladását a bizonytalan külső környezet talán elérhetetlenné tesz. Támaszt ugyanakkor 16500Ft környéke képez, ami a tavalyi év végi zárószinthez is közel található. Alatta a 16000Ft kerülné képbe. Nem számítunk tartósan alacsonyabb szintekre, ám ott nagy űr tátong, ahol csak a meredeken emelkedő 20 havi mozgóátlag, 14200Ft környékén, foghatná meg a csökkenést. A 2020 végén vételi jelzésre váltott havi szintű mozgóátlagok még mindig érvényesek. Az RSI mutatója 2020 Q4-ben a túlvett tartományban volt, ami legalább átmeneti alulteljesítést szokott okozni, így könnyen ez lehet az első negyedév vezérelve. Nagy valószínűség szerinte az idei év első három hónapjában a 15500 – 19600Ft között ingadozik majd az árfolyam. Ez a korábbi meredek emelkedés egészséges konszolidációja lenne, ahonnan akár már a második negyedévben újult lendülettel drágulhatna tovább a papír.

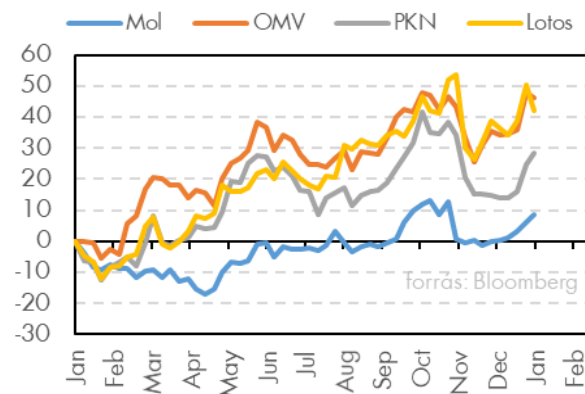
Az OTP részvényét követő 16 elemzéből 15 darab vételi, míg egy tartási ajánlással rendelkezik. Az átlagos 12 havi célár 21917Ft.

MOL

Bátran kijelenthetjük, hogy a **Mol** fennállásának egyik legerősebb negyedévet tudhatta maga mögött. A harmadik negyedéves gyorsjelentés nem csak kiemelkedő teljesítményével hívta fel magára a figyelmet, hanem annak széleskörű mivolta miatt is. Az éves összehasonlítás mellett az elemzői várakozásokat is messze felülmúlta az energiaipari óriás.

A jó eredményeket a kedvező külső környezet és a regionális gazdasági fellendülés is támogatta. Az energiaipar fő számának tekintett készletátértékelési hatástól és egyszeri tételektől tisztított, újrabeszerzési árakkal becsült EBITDA mutatója 67 százalékkal ugrott meg egy év alatt, persze itt az alacsony bázis nagy mértékben hozzájárult a megdöbbentő számhoz. Azonban a negyedéves alapon kapott 17 százalékos emelkedés már az erős növekedést példázza. Figyelemreméltó, hogy az elemzői várakozások alig 10%-os bővüléssel számoltak. Természetesen a kimagasló EBITDA szinthez, ami 307,5 milliárd forint lett, magas üzemi eredmény (195,1 milliárd forint) társult, ami 230 százaléka volt a tavalyi év harmadik negyedévében kapott értéknek. Az elemzői konszenzus itt 17 százalékkal becs-

Lemaradó Mol (2021.01.01 bázis, %)



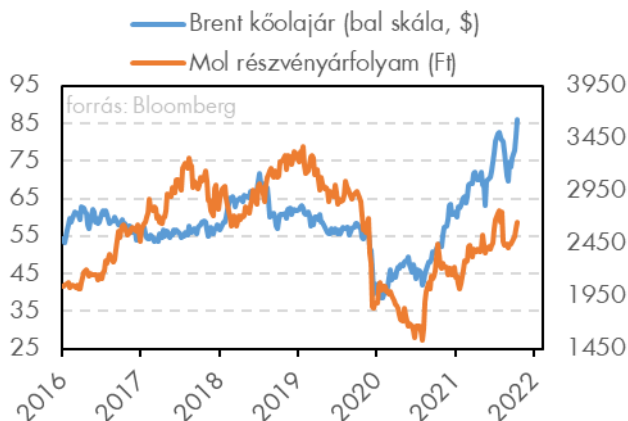
ülte alább a cég teljesítményét. A negyedéves szinten rendkívüli 39 százalékos javulás eredménye a valaha volt egyik legnagyobb üzemi eredménytömeg. Azonban érdekesség, hogy az adózott eredmény nem követte az EBITDA és az üzemi eredmény mozgását. Bár éves szinten itt is 145 százalékos a javulás, negyedéves összehasonlításban már 25 százalékos csökkenést kaptunk. Így is a kapott 139,2 milliárd forint adózott eredmény a harmadik legnagyobb 2002 óta 2009 Q2 és 2020 Q2 után.

Természetesen az egyes szegmensekben is kiemelkedő teljesítményt láthattunk a harmadik negyedévben. A **kutatás-termelés** üzletág egyszeri tételektől tisztított EBTIDA mutatója 86 százalékkal 118,9 milliárd forintra nőtt. Evvel a harmadik legmagasabb szintet produkálta a 2011 Q3-beli 121 milliárd forint és a 2011 Q3-beli 131 milliárd forint után. Az elemzői várakozások itt voltak a legközelebb, miután csak 2 százalékkal tévedtek. A negyedéves 20 százalékos növekedést csak egy másik szegmens tudta meghaladni. A külső környezet volt a legnagyobb mozgatórugó a növekedés mögött, hiszen miközben tavaly a második negyedévben csupán 24 dollár volt a realizált szénhidrogénár, az idei harmadik negyedévben már 64 dollár. Utoljára 2014-et megelőző négy évben tudott magasabb realizált szénhidrogénarat elérni a Mol. Sajnos a termelési volumenek enyhén, 107,4 ezer hordó olaj egyenértékű per nap ütemre csökkentek, ami annak tudható be, hogy a magasabb nyersolaj árak csökkentették a nettó jogosultsági termelést az azerbajdzsáni ACG mezőben. Emellett a természetes termelés csökkenés is megfigyelhető volt Magyarországon és Horvátországban.

A **finomítás-kereskedelem** üzletágba készletértékelési hatástól és egyszeri tételektől tisztított, újrabeszerzési árakkal becsült EBITDA mutatója

130,9 milliárd forintra ugrott, ami 115 százalékos éves javulás, de negyedéves alapon voltaképpen változatlan szinten maradt (-1%). Az elemzői konszenzus itt 6 százalékkal maradt el a tényleges adattól. Történelmi összehasonlításban egyedül 2015 Q3 produkált nagyobb hasznot, a maga 153 milliárd forintos bevételével. A koronavírushoz kapcsolódó lezárások feloldásával és a nyári autózási szezonnak köszönhetően az értékesítési volumenek 7 százalékkal nőttek. A finomított termékek 6,4, míg a petrokémiai termékek 14 százalékkal gyorsabb ütemben fogytak. Az előbbiben ez 4884 kilotonna értékesítését jelent, amivel 2019 Q3 óta (5182 kilotonna) nem látott szintet ütött meg. A finomítói árrés tovább tárgult, miközben egy éve még 0,9 dollár volt hordónként, az idei harmadik negyedévben már hordónként 5,4 dollár volt az árrés. Azonban a petrokémiai értékesítések hiába nőttek kimagasló mértékben, az szinte csak a gyenge 2020 Q3 adatnak köszönhető, hiszen 2020 Q4 (387 kilotonna) óta folyamatos az értékesítés csökkenése. A harmadik negyedévben már csak 367 kilotonna volt. Szerencsére a petrokémiai ár-rés megduplázódott az előző év azonos időszakához képest 663 euró/tonna szintre, azonban a második negyedévben elért rekordmagas 949 euró/tonna szintről visszaesett az emelkedő olaj- és az

Kőolaj és a MOL - eltérő pályán



alacsonyabb polimertermékek miatt.

Szinte már meglepetést sem okoz, hogy a **fo-gyasztói szolgáltatások szegmens** a harmadik negyedévben is újabb rekord eredményt produkált. Ez volt a második negyedév egyhuzamban, hogy erre sor került. Az EBITDA 15 százalékos éves növekedés után 63,2 milliárd forint lett, ami 31 százalékos negyedéves bővülést takar. A válság után újra helyreálló regionális értékesítési volumenek és a nem-üzemanyagtermékek hozzájárulása segített elérni a példa nélküli szintet. A gazdasági nyitással párhuzamosan megindult az üzemanyag-kereslet is, aminek eredményeként Magyarországon, Horvátországban és Szlovákiában is a 2019 Q3-as szintet meghaladó lett az új érték. A járványhelyzettel hozható összefüggésbe, hogy a tranzakciók száma 12 százalékkal lett volt a vizsgált időszakban. A Fresh Corner-ek száma a harmadik negyedévben 20 darabbal nőtt 1028 darabra. Azonban a nem üzemanyag árés aránya a teljes árérésehez képest harmadik negyedéve a 28 százalék körül található. A cég nem tett le a fogyasztói szolgáltatási szegmens bővítéséről, ahogy arról a január közepi PKN Orlen ügylet is tanúskodik. A lengyel versenytársnak meg kellett válnia kúthálózatának jelentős részétől, és finomítói tulajdonának egy részétől, hogy a szintén lengyel Lotos energiaipari vállalat felvásárlását jóváhagyják. Ennek fényében 417 darab lengyel benzinkúttal gazdagodik a Mol 610 millió dollár ért. Cserében az Orlen 144 magyar és 41 szlovák töltő állomást kap, amiért 259 millió dollárt kap. Talán még a töltőhálózat cserénél is fontosabb, hogy nyolc évre szóló üzemanyag értékesítési szerződést írt alá a két fél, aminek fényében a lengyel finomító, akiben már a szaúdi Aramco is tulajdonos, szolgáltatja a nyersanyagot.

A kiváló számokat látva a cég vezetősége még tovább növelte **2021-re vonatkozó várakozásait**.

Az első félév után 2,3 milliárd dollárról 3 milliárd dollárra húzták fel az EBITDA várakozásokat, amit a harmadik negyedéves számok tükrében 3,2 milliárd dollárra javítottak. Minden valószínűség szerint sikerülhet meghaladni eme megemelt célértékeket is. A beruházások tekintetében lefelé mozdult el a módosítások után az érték. A korábbi 1,7 – 1,9 milliárd dollár közötti Capex érték az új számok alapján inkább 1,7 milliárd dollár körüli lehet. A szabad készpénzáramlás elérheti, vagy akár meg is haladhatja az 1,5 milliárd dollárt az új számok tükrében a korábbi 1,1 – 1,3 milliárd dolláros sáv helyett. A ki-termelési szinten (110 ezer hordó/nap) nem változtattak.

Ilyen optimista kilátások után hideg zuhanyként érte a vállalatot és a piaci szereplőket, hogy **a kormány november 15-étől három hónapra 480 forinton rögzíti a normál benzin és a gázolaj árának felső határát**. Az indoklás az egy év alatt 31 százalékkal emelkedő benzinárak elviselhetetlen terhe volt. Példa nélküli piacbefolyásoló és ár torzító lépésről van szó, amihez fogható az Európai Unióban még nem láthattunk. A lépéssel az üzemanyagok forgalmazói járnak rosszul, mint a Mol és versenytársai (OMV, Shell). Mivel az üzemanyagok adótartalma nem változik, így a kereskedői árres

Kapaszkodó MOL



csökken, akik ezügyben semmilyen kompenzációt nem kapnak. A helyzet pikantériája, hogy a Brent olaj ára az októberi csúcspont után november közepére már 5 százalékkal alacsonyabban tartózkodott útban a december eleji 20 százalékos meghaladó mélység felé. A nemzetközi olajárak mozgása nem azonnal tükröződik a hazai üzemanyagárakban, határidős piacról lévén szó, késleltetve érezni a hatást. A december eleji mélypont óta újra növekedésnek indult az olaj ára, ami mostanra már pár dollárra meg is közelítette a novemberi 15-i értéket. Azonban a hazai kutak többsége a 480Ft-os maximum szint alatt értékesíti a 95-ös benzint. Az ár maximalizálás mindenféleképpen csökkenti a Mol negyedik negyedévi EBITDA szintjét. Szerencsére a fogyasztói szolgáltatások szegmens csak 20 százalékát teszi ki a cégszintű EBITDA-nak. Továbbá az ár maximalizálás nem érinti a nemüzemanyag jellegű bevételeket, amiben piaci előnyt élvez a Mol. Pontosan az árbefagyasztásnak köszönhetően előzetes adatok alapján megnőtt a forgalma a prémium kutaknak, mint a Fresh Cornerrel ellátott Mol töltőállomásoknak. Ez a tendencia, ha tartósan bizonyul segíthet kompenzálni az üzemanyagon elért veszteségeket.

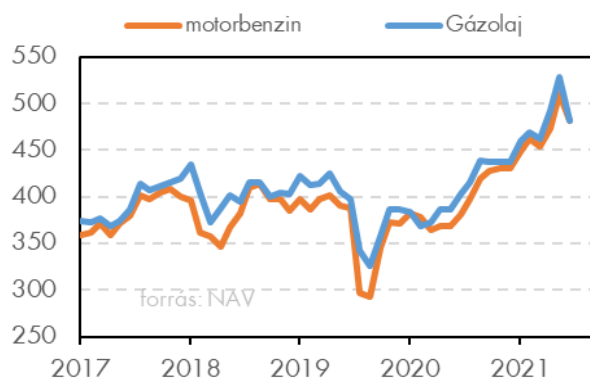
Ilyen korlátozó külső tényezők mellett nehéz versenytársi összehasonlítást végezni, de kijelenthető, hogy a **novemberi intézkedések előtt sem volt drága a Mol részvénye** 2800 forint körül. Az olajipari cégek részvényeinél leginkább figyelt EV/EBITDA mutató alapján a Mol továbbra is alacsonyan árazott, igaz, az elemzők nem is számítanak érdemi EBITDA-növekedésre a következő években. P/E alapon is nyomott árazáson forog a papír, ami részben indokolható is azzal, hogy az elemzők profitszökkenésre számítanak a következő években.

A **Mol árfolyam** a 2020-as éve óriási beesését kö-

vetően igyekezett felépülni, de a benzinár befagyasztás ezt ellehetetlenítette. Azonban már korábban sem mutatkozott igazi vételi erő a papírban. Végül így is sikerült 15 százalékos emelkedést felmutatni, ami a második legjobb a 2017-es 16,5 százalékos drágulás óta. A tavalyi évet, árfolyam tekintetében inkább lehet oldalazásnak nevezni, hiszen az éves átlagát 2370Ft volt, míg a december 30-i zárószint 2520Ft. Kifejezett trendről nem beszélhetünk és a benzinár limit eltörléséig nem is számítunk rá. A cél a 2800Ft meghaladása, hogy után a 2019 óta nem látott 3000Ft felé törjön a kurzus. Szerencsére nagyon erős támaszt képez a 2400-2500Ft közötti tartomány, így tartós csökkenésre nem számítunk, pláne lassan újra 2014 óta nem látott magas olajárak mellett.

A papírt követő 14 elemzéből hat vételi, míg nyolc tartási ajánlással rendelkezik. Az átlagos 12 havi célár 3031Ft.

Korlátozott üzemanyagár (Ft/l)



Richter

A **Richter** november elején közzétett harmadik negyedéves eredménye nemcsak felülmúlta a várakozásokat, de nem egy tételsor estében még sosem látott erősséget mutatott. A gyógyszergyártó korábbi években kijelölt pályán halad, ahol a cariprazine hatóanyagú termékek terjesztése és vezető európai szerep a nőgyógyászati termékek piacán talán a két legfontosabb cél. A saját előrejelzések is kedvezőnek mondhatók, így az idei évben még egy lépéssel közelebb kerül a vállalat céljai eléréséhez.

Az harmadik negyedéves árbevétel 157,5 milliárd forint lett, ami 1,7%-kal több mint a konszenzus és egyben sosem látott mennyiség. Egy év alatt 14,4%-kal ugrott meg az értékesítési jövedelem. Természetesen a húzó termék továbbra is a **cariprazine** Amerikában forgalmazott változata a **Vraylar**. Emellett a Johnson & Johnson-tól januárban megvásárolt fogamzásgátló tapasz, az **Evra** is szép számokat tudott felmutatni. A teljes évre előirányzott 5%-os eurós árbevétel növekedés az év első kilenc hónapjában már 6,6%-os növekedést mutatott, így szinte biztosított a tervek felülteljesítése.

Újfént robbanásszerű növekedést mutatott a **Vraylar**. A szezonális is gyenge első negyedév után magára talált a termék és a harmadik negyedévben már 34%-os éves erősödést mutatott az árbevétel. Így a január-szeptember közötti időszak royalty bevétele 26% lett, ha a bázisidőszakot tisztítjuk az értékesítéshez kapcsolódó mérföldkő bevétele összegével, hiszen akkor nem volt ilyen. A termék valószínűleg még egy jó darabig fenn tudja tartani ezeket a dinamikus növekedési számokat, hiszen október végén egy, a major depresszióban szenvedő betegek cariprazine-nal történő kiegészítő

kezelésére elvégzett fázis 3 klinikai vizsgálat elérte az elsődleges végpontját. Ennek következtében a Richter amerikai partnere, az AbbVie 2022 első felében kiegészítő engedélykérelmet nyújt majd be a Vraylarra vonatkozóan.

A cariprazine az Egyesült Államokon kívül **Regalia** néven kerül értékesítésre. November elsejével Lengyelországban és Szerbiában is felkerült a támogatott termékek listájára. Evvel tizenkettőre emelkedett azon nyugat-európai országok száma, ahol állami támogatással hozzáférhető a termék. Oroszországban kiemelt készítménynek számít és támogatással írható fel a skizofréniában, bipoláris mániában, vagy bipoláris depresszióban szenvedő betegek számára. Ausztráliában a skizofréniában szenvedők számára érhető el támogatással. Ugyanakkor továbbra is csak 46 országban hozzáférhető a gyógyszer világszerte.

A bevezetőben is említett nőgyógyászati üzletág árbevétele a harmadik negyedévben 8 százalékkal bővült, ami 8,4 százalékos javulást eredményezett az év első kilenc hónapjában az egy évvel korábbi szinthez képest. Ugyan az orális fogamzásgátló készítmények értékesítési visszaesett, de ezt az **Evra** után kapott royalty és a Bemfola növekvő

Rekord szintek közelében a Richter

árbevétele ellensúlyozta. Főleg Kínában, az Egyesült Államokban és Oroszországban esett vissza a forgalom. Az utóbbi piacon a Richtert nagyban sújtotta a rubel gyengülése. Az orális fogamzásgátlók bevétele a harmadik negyedévben így 9,7 százalékkal, az év első kilenc hónapjában pedig 8,8 százalékkal csökkent. A **Bemfola** értékesítési számai az év folyamán javuló tendenciát mutattak, miután számos országban ismét kinyitottak a termékenységi központok. Ennek ellenére a harmadik negyedévben még 5%-kal csökkent az árbevétel éves színté, 13 millió euróra, de az év első kilenc hónapjában így is 25%-os növekedést kaptunk. Az Evra a szeptemberre már a 8. helyre került a termék rangsorban. A legtöbb bevételt Európában, azon belül is Nyugat-Európában könyvelte el a Richter a fogamzásgátló tapasztalásból, de Latin-Amerikánk is több mint 30 százalékos volt a súlya a termék összbevételében.

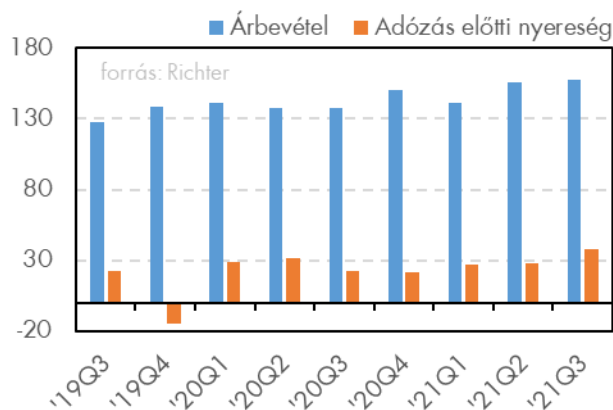
Az egyelőre csekély mértékű bioszimiláris portfólió terméke a Teriparatide. Azonban bevétele 30%-kal emelkedett csak a harmadik negyedévben és a január-szeptember időszak növekedése is 39% már forintban.

A Richter nem veszített hazai piaci pozíciójából, amíg **itthon** a teljes gyógyszerpiac 6,1 százalékkal növekedett. A társaság a hazai piaci szereplők rangsorában 4,4 százalékos részesedéssel a negyedik helyen áll. A vényköteles patikai piacot tekintve a Richter 7,3 százalékos piaci részesedéssel a második legnagyobb forgalmazó. A **közép-kelet-európai régió** 47 százalékát teszi ki a teljes európai árbevételnek. Lengyelországban az Evra ellensúlyozta a Groprinosin vírus elleni készítmény iránti csökkent igényt. Romániában az erős bázishatás eredményezte a változatlan eredményt. **Nyugat-Európában** a Richternek 15,7 százalékkal nőtt az

árbevétele az év első kilenc hónapjában. A Bemfola, Evra és Terrosa volt a három termék, amelynek jelentős növekedése elősegítette a térhódítást. **Oroszországban** a Richter árbevétele forintban mérve 3,8 százalékkal csökkent, míg rubelben számítva 4,6 százalékkal emelkedett, miután a rubel a forinthez viszonyítva mintegy 8 százalékosat gyengült az idei január-szeptemberi időszakban az egy évvel korábbi szinttel összehasonlítva. A piaci környezet volatilis jellege nem változott, de a közvetlen értékesítés a világválság előtti szintre helyreállt. Az **Egyesült Államok** a Richter legnagyobb forgalmú piaca, ahol forintban 7 százalékkal, dollárban pedig 11 százalékkal növekedett a Richter árbevétele a Vraylar-nak köszönhetően. Kína kiemelt fontosságú piacnak számít a vezetőség számára, így stratégiai cél a nőgyógyászati portfólió promóciója és a Cavinton további népszerűsítése.

Bár összességben várakozásoknál jobb eredmény publikált a gyógyszergyártó november elején a **bruttó fedezet** és a fedezeti szint elmaradt a várttól. A fedezeti hányad 54,4 százalékra csökkent az időszakban, ami az egy évvel ezelőtti szintről 1,4 százalékpontos, az idei második negyedévhez képest pedig 2,2 százalékpontos csökkenést jelent. Az elemzői várakozások mediánja alapján

Richter fő számok (milliárd Ft)



év/év alapon kismértékű növekedésre számíthatnak a befektetők. Az időszakban nem sikerült az Evra és a Vraylar royalty bevételeinek dinamikus növekedésének ellensúlyoznia a magasabb fedezetű orális fogamzásgátlók forgalmának csökkenését, illetve az influenzajárvány elmaradását, ami a Groprinosin értékesítései vetette vissza.

Az üzemi tevékenység eredménye 10,6 százalékkal, a bevételnél kisebb mértékben, bővült, így az **üzemi eredményhányad csökkent**. Az értékesítési és marketing költségek az árbevétellel megegyező mértékben emelkedtek. A legnagyobb tétel, így a **kutatás-fejlesztés** volt, ami 24 százalékkal ugrott meg rekord szintre. Az AbbVie-vel közösen végzett, jelenleg is folyó klinikai vizsgálatok, valamint a biotechnológiai és nőgyógyászati fejlesztési programok magyarázzák a költségek magas szintét, ami már az árbevétel 10,5 százalékára rúgnak.

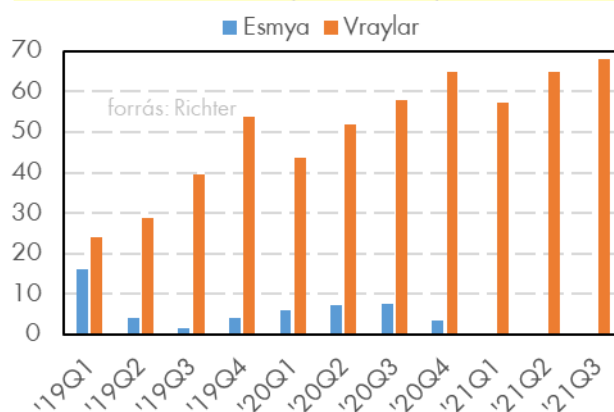
Mindezeknek köszönhetően **az adózott eredmény 38,4 milliárd forint lett, ami 67,3 százalékos javulás egy év alatt** és sosem látott magasságot jelent. Nem szabad elfeledkezni a pénzügyi sor eredménytorzító hatásáról sem, hiszen a bázisidőszakban 4,5 milliárd forintos veszteség, míg most 6,5 milliárd forintos többlet jelentkezett ott. A társasági és halasztott adó is jelentősen, 40 százalékkal csökkent az egy évvel korábbi szintről.

A kilátások mindenféleképpen kedvezők a Richter számára, hiszen a Vraylar várható további felhasználhatósági területe mellett **más termékcsoportokban is terjeszkedik a vállalat**, ahol sikereket tud felmutatni. A globális fázis 1 és fázis 3 klinikai vizsgálatok alatt lévő denosumab hatóanyagtartalmú termékekre kötött a Richter és a Hikma Pharmaceuticals kizárólagos licenc megállapodást az Egyesült Államokban történő értékesítésre. A

megállapodás értelmében a hazai gyártó feladata a termékek fejlesztése és leszállítása. A Hikma felel a termékeknek az Egyesült Államok Élelmiszer- és Gyógyszerügyi Hivatalánál történő törzskönyvezéséért és kizárólagos joggal értékesíti majd azokat az Egyesült Államokban. Ahogy minden más szerződésénél, úgy most is a fázis 1 és a fázis 3 vizsgálatokat követően, majd az amerikai törzskönyvezés után is várható mérföldkő kifizetés a megállapodás szerint. A termék bevezetésének várható időpontja 2025. első negyedéve, miután az originátor, az Amgen szabadalma 2025. februárjában jár le. Addig is várhatóan mintegy 85-90 millió euró értékben további fejlesztési költségek merülnek fel.

A vezetőség is pozitívan látja a jövőt, hiszen a gyorsjelentést követően megemelték a várakozásokat, amelyek így 7-8 százalékos, eurós, árbevétel növekedésről szólnak. Miközben az üzemi eredmény tartja a tavalyi értéket. Természetesen alapfeltétel, hogy a devizaárfolyamot nem mozdulnak el jelentősen a negatív irányba és a koronavírus járvány sem rosszabbodik. Egyelőre ezek a feltételek nem teljesülnek, így bizonytalanra válhat a célok teljesítésének sikere. A bruttó fedezeti hányad 55,5 százalék lehet 2021-ben, míg a kutatási-

Termékértékesítések (millió euró)



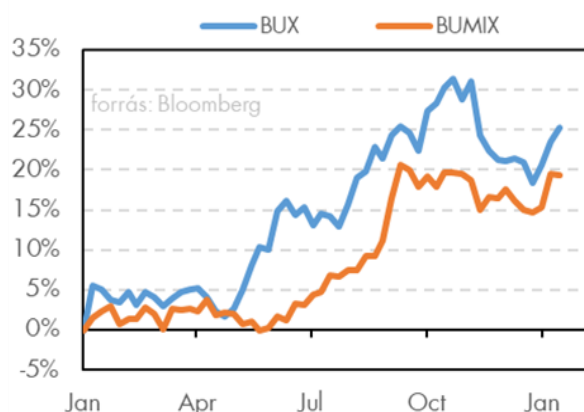
fejlesztési költségek a bevétel 10,5 százalékában maximalizálандók. A tavalyi üzemi eredményhányad (20,3%) az idén is abszolválható lesz. A vezérigazgató Orbán Gábor hozzátette, hogy leginkább terméket, termékportfóliót vennének, de nem ijednek meg cégektől sem. A kötvénykibocsátásból befolyó összeget erre is fordítaná a vállalat.

Az értékeltség alapján történelmi viszonylatban **nem drágák a Richter részvényei**, amelyek 11,9-szoros 12 havi előretkeintő P/E rátán forognak. A legközelebbi szektortársakhoz képest jelentős, mintegy 30 százalékos a diszkont P/E ráta alapján. Miközben a szektortársak árazásai idén szinte folyamatosan emelkedtek, addig a hazai cégnek még gyengült is. Csak az idei évet vizsgálva az EPS várakozások tekintetében sem állítható a részvényekről, hogy drágák lennének. Sem a nagy európai gyógyszercégekhez, sem a régiós szektortársakhoz viszonyítva. Az EV/EBITDA értékeltségi mutató is ugyanezt a nézetet támasztja alá.

Árfolyam tekintetében a papír a 2020 októberében megkezdett emelkedését folytatta tavaly év elején, ami áprilisban, rekord szinttel kifulladt. Az akkor megkezdett konszolidációs időszak továbbra is tart, hiszen a papír a 8600Ft körül ingadozik voltaképpen augusztus óta. Ez a relatív magas szinten történő konszolidáció, ami időben és nem értékben zajlik kifejezetten kedvező a jövőre nézve. A tavaly elért 17 százalék feletti teljesítmény figyelemre méltó, hiszen ez a második legjobb éves növekedés az elmúlt hét évben a 2015-ös 55 százalék után. Az árfolyam továbbra is a 2019 során kijelölt emelkedő trendcsatornában található, amiből februárban léphet ki, ha nem sikerül 8600Ft felett zárnia a hónapot. Problémát jelent, hogy van, ahol már most eladási jelzésen áll egy havi szintű technikai mutató, míg heti szinten sosem látott közel-

ségbe szűkültek a Bollinger-szalagok, amelyek szintén jelentős elmozdulást vetítenek előre. A cél egyértelműen a 9000Ft meghaladása és új rekord szint beállítása. Azonban a 8600Ft alatt gyorsan a 8000Ft magasságában találná magát az árfolyam, ahol az emelkedő 20 havi mozgóátlag (7900) található éppen. Még lejjebb esve visszakerülne az árfolyam a bevezetése óta fennálló, erősödő trendcsatornába, ahonnan csak tavaly januárban tört ki és amit júniusban vissza is tesztelt. Ez utóbbira nem számítunk.

A céget követő hét részvényelemzőből hat vételi, míg egy tartási ajánlással rendelkezik. A részvény 12 havi átlagos célára így 10563Ft.

Lemaradó BUXMIX index

Magyar Telekom

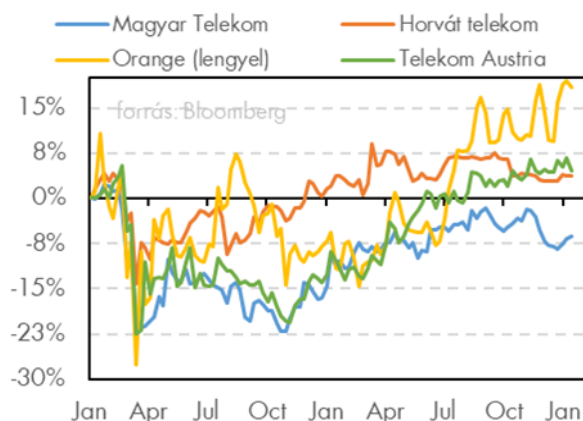
A legkisebb nagypapír is remek eredményekkel zárta a harmadik negyedévet, sőt itt is elemzői várakozásokat meghaladó értékeket kaptunk, de ellenben a nagyobb indextagoknál, itt a jobb eredmények nem vezettek megemelt célokhoz. Így persze ezek könnyedén teljesíthetőek lesznek, de ez a fajta biztonságra törekvés a részvény árfolyam korlátozott térnyerésével áll párhuzamba.

A harmadik negyedévben az összes bevétel 178,1 milliárd forint lett, ami 6,2 százalékkal jobb, mint egy évvel korábban és az elemzői várakozásokat is meghaladta 1,9%-kal, azaz 3,3 milliárd forinttal. Az éves összehasonlításnál talán fontosabb, hogy negyedéves viszonylatban 7,2%-os volt a javulás. A kapott érték, amúgy 2020 Q4 óta nem látott (188,9 milliárd forint) nagyság és a valaha volt harmadik legmagasabb. Az egyes szegmensek bevételi növekedését vizsgálva láthatjuk, hogy továbbra is a siker ágazatok a húzóágazatok. **A mobil bevételek 6,5 százalékkal nőttek, de a vezetékes bevételek csak 2,2 százalékkal** négy negyedév alatt. A 10,4 milliárd forintos éves növekedésből 4,6 milliárd forintot a mobil adat, 1,8 milliárd forintot a szélessávú internet, 1 milliárdot pedig a TV bevétel adott. Kedvező tényező volt, hogy a rendszerintegráció/IT bevételek 16 százalékkal 23,2 milliárd forintra javultak. Evvel az első félévben még csökkenő tétel sor 9 hónapos összehasonlításra már növekedést produkált. A mögöttes mozgatórugót a magyarországi projektbevételek kedvező szezonális alakulása adta. Egyelőre a bázishatas miatti csökkenésről beszélhetünk, de érdemes figyelemmel kísérni a készülékértékesítés alakulásait, hiszen a mobil készülékek eladási stagnáltak, míg a vezetékes termékeké 24 százalékkal visszaesett a vizsgált időpontban.

Az EBITDA 66,4 milliárd forintos értéke már 4,2 százalékkal jobb lett a vártnál, ami 9,2 százalékos éves, de 12 százalékos negyedéves javulást tükröz. Itt rekord mértékű összegről beszélhetünk, ami több mint 3 milliárd forinttal haladta meg a korábbi, 2020 Q4-beli, csúcshintet. Mindehhez szintén példa nélküli 37,3 százalékos **EBITDA** árrés társult, messze meghaladva a második negyedéves 35,7 százalékos és a korábbi rekordot, a 2017 Q3-as 36,8 százalékos.

A működési eredmény még nagyobb meglepetést okozott 29,5 milliárd forintos értékével, ami 7,6 százalékkal haladta meg a várakozásokat. Ez az érték 16,1 százalékos éves és 30,5 százalékos negyedéves javulást takar. Ennek következtében az adózott eredmény 19,3 milliárd forint lett. Bár a negyedéves 43,1 százalékos javulás szembeűnő, érdekesebb a 3 százalékos elmaradása a 2021 Q3-as eredményhez képest. A kapott érték jelentős, 17,8 százalékkal haladta meg a konszenzus szerinti értéket. Ugyanakkor a várakozásokhoz képesti bevétel többlet 3,3 milliárd forintjával korrigálva helyre rázódik az elemzők lemaradása. Azaz a cég szerkezetében és költség eloszlásában nem következett be változás.

Alulteljesítő Magyar Telekom



Láthatjuk a kedvező számokat, de **a vezetőség mégsem mert optimisább célokkal előállni**. A 2021-es évre vonatkozóan továbbra is „3% körüli növekedés” a cél, holott a tavalyi év első kilenc hónapjában már 4,6 százalékkal nőtt a bevétel. A várakozások teljesüléséhez 187 milliárd forintos árbevételt kellene, hogy elérjen a Magyar Telekom a negyedik negyedévben, ami elmaradna a 2020 Q4-beli 189 milliárd forinttól. A cégnek rendre az utolsó negyedéve a legerősebb. A szintén figyelt EBITDA AL már 8 százalékos erősödésben van és minden eshetőség szerint a negyedik negyedévben is tovább fog javulni. Így legalább könnyen teljesíthető lesz a „legalább 3%-os növekedés”. Sajnos a menedzsment 2021-2024-es kitekintése is változatlan maradt. Vagy feltételezzük, hogy jól tervezett a vezetőség és akkor gyenge negyedik negyedévre számíthatunk, vagy feltételezzük, hogy biztonsági játékot folytatnak és az újra várakozásokat meghaladó eredményre megindulhat az árfolyam emelkedése is.

Értékeltségi alapon a Magyar Telekom részvénye továbbra is az egyik legolcsóbb a szektorban EV/EBITDA alapon, de a versenytársakhoz képest magasabb EBITDA növekedést prognosztizálnak nála. A befektetők szempontjából mindig is kulcsfontosságú volt az osztalék alakulása. Azonban az osztaléknak a helyét az elmúlt években kezdte átvenni a részvény visszavásárlás, amit a vállalat nem egész évben elnyújtva, hanem aukciós napot tartva egyszerre hajtja végre. A még megmaradt kis osztalékkal már csak 3,6 százalékos osztalékhozammal rendelkezik 415Ft-os árszinten, ami az egyre feljebb kúszó hosszú távú állampapírokhoz képest (10 éves papír hozama 4,63%) már semmilyen prémiumot nem jelent, különösen úgy, hogy ha a részvények kockázatosabb befektetési besorolását is

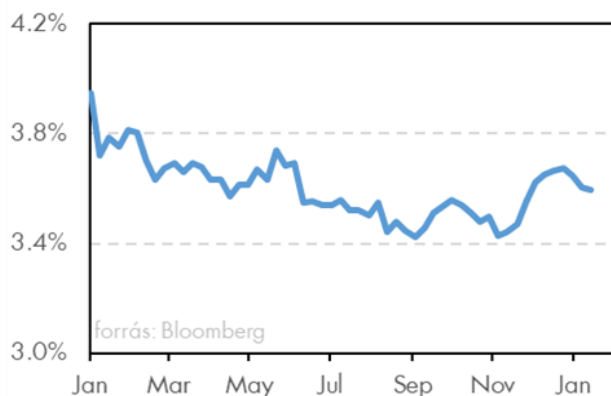
figyelembe vesszük.

Az árfolyam tavaly bár 8 százalékot meghaladó mértékben drágult, ami a legerősebb év volt 2016-os 22 százalékot meghaladó teljesítmény óta, de továbbra sem tud szabadulni a 2017 óta fennálló csökkenő trendből. A részvény tavalyi átlagára 417Ft volt. December 30-án 411, míg az új év első napján 418 forinton állapodott meg. Trendszerű mozgásról nem beszélhetünk, a kurzus csak oldalizik. Ebből a szempontból a 400-405Ft tartománya erős támaszt képez, ami alatt megnyílik a tér a 350Ft felé. Ugyanekkor a 440Ft komoly akadály már a tovább haladásban.

A papírt követő 8 elemző közül öt vételi, míg három tartási ajánlással rendelkezik. A 12 hónapos átlagos célár 510Ft. Az elmúlt két évben legalább 75Ft volt a célár és a mindenkori részvényárfolyam között.

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

Csökkenő Telekom osztalékhozama



A kiadvány lezárásának dátuma: 2022. január 14.

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 tekintetbe vevő befektetési tanácsadást. Az RBHU nem vállal felelősséget az ügyfelet a jelen dokumentumban foglaltakra tekintettel hozott döntései következtében, vagy bármilyen egyéb összefüggésben erő 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 óvatosan 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 megbízhatóan tartott nyilvános forrásokból származnak, mindazonáltal az RBHU nem vállal semmiféle szavatosságot ezeknek az információknak a pontosságáért és/vagy teljeskörűségéért.

Eltérő 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, terjesztani, lemásolni, vagy bármilyen más célra felhasználni.

Kockázatokkal kapcsolatos felhívások és magyarázatok

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

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