



Equilor Elemzés  
[www.equilor.hu](http://www.equilor.hu)



# Újra lazítunk!

2019. szeptember 10.



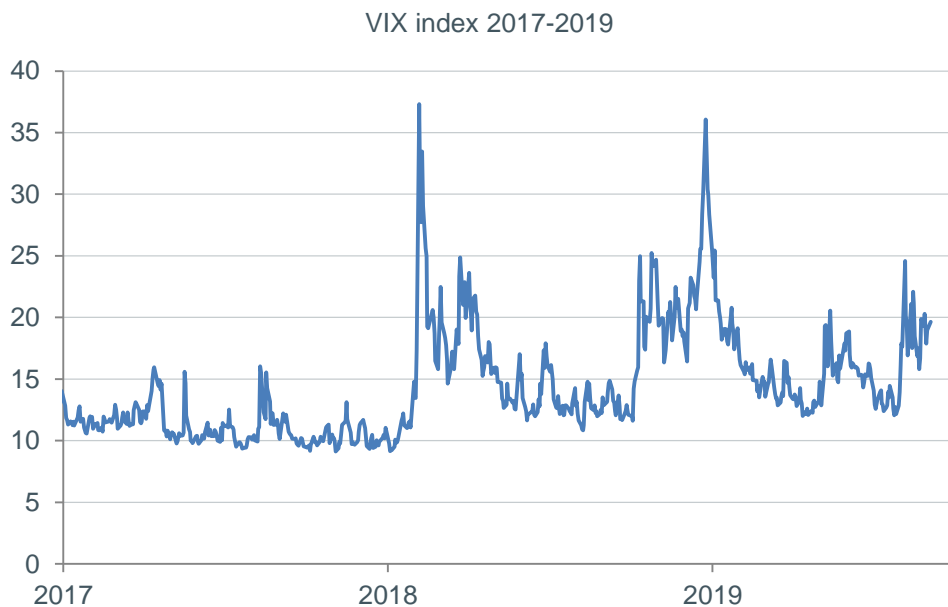
## Tartalomjegyzék

Vezetői összefoglaló.....	2
USA gazdaság.....	5
Fed.....	7
Eurózóna .....	11
Mi várható az Európai Központi Banktól?.....	13
Magyar gazdaság .....	15
Lazítanak a jegybankok, mit lép erre az MNB?.....	18
Kereskedelmi háború, elnökválasztás .....	20
Inverz hozamgörbe, negatív kötvényhozamok .....	30
Bluechipek .....	34
Egyedi részvénytörzsek, lehetőségek .....	42
Devizapiaci körkép.....	46
Árupiaci körkép .....	49
Brexit.....	54

## Vezetői összefoglaló

Izgalmasan telt az év első kilenc hónapja a világ pénz- és tőkepiacain, és az év utolsó negyedéve is sok fordulatot hozhat, mivel sok év közben felmerült ügyben maradtak még kérdőjelek. Míg eddig a politikai események és csörték határozták meg a piacokat – elég csak a kereskedelmi háborúra vagy a Brexit elhalasztására gondolni – addig ősztől a jegybankok adhatják meg az irányt. Miközben a tavalyi évben a Fed folytatta kamatemelési ciklusát, ez csak ideiglenes fellángolásnak tűnik most. Júliusban már 25 bázisponttal ismét csökkentették az irányadórátát. Az Európai Központi Bank is újra lazítási eszközökkel élhet, és a kamatvágás sem kizárható. Az eseménydús első kilenc hónapot jól jellemzi, hogy nem egyszer emelkedett a VIX index, mely az opciós árak alapján a várható volatilitást mutatja és félelem indexnek is hívják, a 20-as érték fölé, de a januári csúcsokat nem értük el újra. Az extrém mozgások is enyhén elmaradtak várakozásainktól, de a Nasdaq index így is 14-szer mozdult el 2 százalék felett az előző napi záróértékhez képest.

Izgalmasan telt az idei év



Forrás: Bloomberg

### Eddig jól teljesítettek a részvények

A fontosabb tőzszeindexek pozitív képet mutattak eddig. Az év során a Nasdaq index teljesített eddig a legjobban 20 százalék feletti növekedésével, de az S&P 500 és a Dow is emelkedett: míg az S&P 18,7 százalékot, addig a Dow 14,6 százalékot. Idén az európai tőzsdék sem maradtak el a tengerentúli társaiktól. A német DAX index 14,8 százalékot, a francia CAC 40 index 18,2 százalékot, míg a STOXX 50 index 16,1 százalékot emelkedett. A hazai részvényindex alulteljesített, 2,7 százalékot emelkedett mindössze. A turbulens időszak ellenére látható, hogy érdemes volt idén eddig részvénykitettséggel rendelkezni. Mindeközben a kötvénypiacon viszont egy általános hozamcsökkenést figyelhetünk meg: augusztus végére már 17 000 milliárd dollár felett volt a negatív hozamú kötvények értéke. Az Egyesült Államok állampapír piacán pedig azt láthatjuk, hogy invertálódott a hozamgörbe, ám most korántsem biztos, hogy

Érdemes volt részvénybe fektetni



ez a recesszió előjele. Könnyen lehet, hogy a jegybank mérlegátépítésének következménye.

### Részben elmaradtak az izgalmak

Ezt részben az magyarázza, hogy a politikai fordulatok és várt felfordulás a vártnál kisebb mértékben következett be. Azonban ennek csak egyik oka, hogy a kockázatok egy része nem materializálódott. Az, hogy a demokraták szereztek többséget a képviselőházban nem járt jelentős politikai fordulattal. A Muller jelentés sem tartalmazott végül semmi olyat, mely alapján megindulhatott volna Trump ellen a bizalmatlansági indítvány, így várhatóan kitöltheti első elnöki ciklusát. Mind a két oldal már inkább a jövő évi elnökválasztásra készül.

Elmaradt a felfordulás az EP választáson

Európában az uniós Parlamenti választások a vártak megfelelően alakultak, a centrum pártok megszerezték a többséget és sikerült új vezetőket is találni a legfontosabb pozíciókra. Várhatóan október 31-én felállhat az új bizottság és az EKB új vezetősége. Azzal, hogy elmaradt az eurószkeptikus pártok előretörése a dolgok hasonlóan folytatódhatnak az unióban, mint korábban, azonban nem szabad elfelejteni, hogy Ursula von der Leyent mindössze 383 képviselő támogatta. Mindössze kilencel több, mint amire szüksége lett volna. Ez jól mutatja, hogy ugyan most látszólag minden rendben van, azonban a többség törekeny és gyorsan változhat a helyzet. A legfontosabb várható konfliktus az Európai Unió új költségvetésének elfogadása körül alakulhatnak ki a közeljövőben.

Elhúzóó konfliktusok

A másik jelentős oka annak, hogy a vártnál kevésbé volt eddig eseménydús az idei év, hogy a politikai konfliktusok elhúzódtak. Az amerikai-kínai kereskedelmi háborúban verbálisan sok fordulatot láttunk, azonban ebből kevés materializálódott. A több mint 400 napja folyó konfliktusban többször is azt láthattuk, hogy közeledik a felek álláspontja, azonban nem sikerült lezárni a csörtét. Szeptember 1-jén újabb vámokat vetett ki az Egyesült Államok, és októberben újabb bővítés várható. Azonban az mindenképpen pozitív, hogy a kínai fél végül úgy döntött, hogy csak részben torolja meg ezeket. A megegyezéstől azonban messze vagyunk, és kérdéses, hogy Kínának valóban érdeke e megegyezni Trumpgal. A kínai vezetés akár ki is várhatja a következő választás eredményét és bizakodhat abban, hogy egy Trumpnál puhább tárgyalóféllel folytathatják a tárgyalásokat 2021-től.

A másik szignifikáns politikai dráma, melyről év elején még azt hittük, hogy mostanra megoldódik az az Egyesült Királyság kilépése az Európai Unióból. Az eredeti március végi időpontról azt gondolhattuk, hogy addigra eldőlt a szigetország sorsa, azonban még ma sem lehetünk biztosak abban, hogy valóban távoznak a közösségből. A téma hektikusságát jól jelzi, hogy amit múlt héten még elképzelhetetlennek tartottunk, az ma már valóság lehet.

### A jegybankokra figyelünk

A jegybankok mutathatnak irányt

Várhatóan az év utolsó negyedében a politikai kockázatokról a jegybankokra helyeződhet át a figyelem. Az év elején még az volt a főkérdés, hogy folytatódik-e az amerikai jegybank kamatemelési ciklusa, mára azonban kiderült, hogy inkább újabb lazítási ciklus megkezdéséről beszélhetünk. Ugyan a Fed tisztviselői minden fórumon jelzik, hogy a kamatcsökkentésük csak egy

kiigazítási folyamat kezdete volt, és a jövőben a beérkező adatok függvényében fognak dönteni, a piaci szereplők szinte biztosra veszik a további lazítást. A határidős áruk alapján a piac már beárta a szeptemberi kamatvágást, 45 százalék annak a valószínűsége, hogy ezt idén legalább még egy további kamatvágás követi. Az Európai Központi Bank sem biztos, hogy megvárja az új vezetőség felállását mielőtt változtatna a monetáris kondíciókon. Itt a kamatvágás esélye ugyan alacsonyabb, melyet részben az alacsony bázis magyaráz, de egyéb nem szokványos eszközök bevetése várható. Mario Draghi-ról tudjuk, hogy képes meglepetést okozni, de ha ő nem is, akkor a Christine Lagarde által vezetett új jegybank szinte biztosan megpróbálja monetáris eszközökkel segíteni az eurózóna gazdaságát. A kérdés azonban az, hogy mennyire lehet hatásos a jegybank. Az esetleges további kamatcsökkentések tovább erodálhatják a kamat marzsokat, így az egyébként is gyenge lábakon álló európai bankszektor tovább gyengülhet. Várhatóan azonban végre segítséget kaphat a jegybank fiskális intervenció formájában. A német vezetés már azon konkrét lépéseken gondolkozik, hogy a költségvetés hogyan tudná kilendíteni az országot a jelenlegi megtorpanásból, és a holland vezetés sem zárkózik el a költségvetési hiány enyhe növelésétől. Azonban az eurózóna több országában nincs már tér a fiskális intervencióra. Még akkor sem garantált az eurózóna gazdasági revitalizálása, ha minden olyan ország, ahol ezt az eladósodottság engedi, valóban élne ezzel az eszközzel.

Magyarország gazdasági növekedése továbbra is töretlen. A második negyedévben a szezonálisan és naptári hatással igazítva 5,2%-kal nőtt a magyar gazdaság a KSH legfrissebb statisztikája alapján. A legdinamikusabban továbbra is az építőipar növekszik, ám kérdéses, hogy a csökkentett áfa kifizetésével meddig fenntartható ez a növekedés. A tavaly megfigyelt jelentős béremelkedés szintén támogatja a növekedést a belső fogyasztás növekedésével, mely pozitív negyedévhez segítette a szolgáltatásokat, melyek 4,2 százalékkal emelkedtek éves alapon. A dinamikus növekedés ellenére a magyar tőzsde csak minimálisan emelkedett eddig idén, a forint pedig történelmi csúcsra gyengült az euróval szemben. További jelentős forintgyengülést azonban nem várunk, de a lecsorgás folytatódhat.

Összességében elmondható, hogy az év végére a politikai kockázatokról a jegybankokra terelődhet át a befektetők figyelme. Ennek megfelelően rövidtávon látunk nagyobb kockázatokat. Hisz egy politikai sokk képes lehet elrontani a hangulatot – ezen a téren főleg egy esetleges megállapodás nélküli brit kilépését vagy a kereskedelmi háború további elmérgesedését érdemes kiemelni –, de a jegybankok várható lazítása miatt azt várjuk, hogy a legfontosabb tőzsdeindexek emelkedni fognak december végére és a kötvényhozamok is tovább csökkenhetnek. Azonban továbbra is fontos kockázat a fejlett piacok esetleges gazdasági lassulása, így megfontolandó a gazdasági növekedéstől kevésbé függő papírok felülsúlyozása a portfólióban, valamint alternatív elemekkel bővíteni a kitétséget. Az arany a nyár folyamán újra elkezdett menekülőeszközként funkcionálni, így megfontolandó lehet diverzifikációs céllal újra beemelni a portfólióba, valamint a nyersanyagok közül a rezet érdemes még megfontolni.

A magyar gazdaság töretlenül növekszik

## USA gazdaság

### Lassuló növekedés

A tavalyi lendületes gazdasági növekedést követően idén eddig lassult a bővülés üteme az Egyesült Államokban. Ennek fontosabb okai egyrészt az adócsökkentés hatásainak kifutása, másrészt a Kínával vívott kereskedelmi háború. Az év hátralévő részében nem várunk megegyezést a két ország között, így felerősödhetnek a konfliktus negatív hatásai, amelyek tovább lassíthatják a GDP-növekedés ütemét.

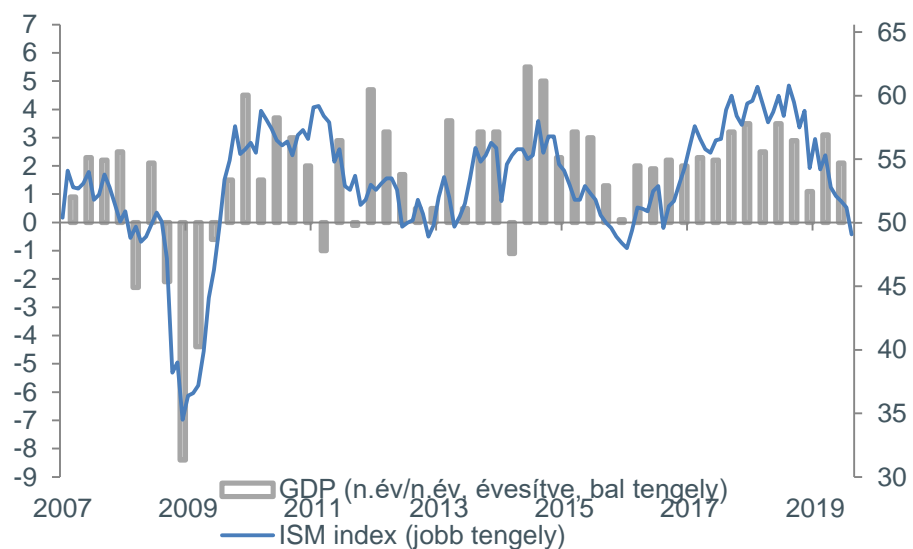
### Belső folyamatok

A munkanélküliségi ráta továbbra is alacsony, a Fed előrejelzése szerint 2019 egészét tekintve 3,6 százalék lehet, majd 2020-ra 3,7 százalékra, 2021-re pedig 3,8 százalékra emelkedhet. A pozitív képet árnyalja ugyanakkor, hogy a foglalkoztatottság főként a szakképzettséget nem igénylő munkakörökben bővült, míg a magas szaktudással rendelkező munkaerőből hiány van. Az élénk béremelkedésre részben magyarázatot adhat ez a helyzet, a szakemberhiány miatt a cégek magasabb fizetéseket kínálnak.

### Figyelmeztető jelek a feldolgozóiparból

A belső fogyasztás továbbra is masszív maradhat, de a feldolgozóipari adatok óvatosságra intenek. A szektor nehézségei a globális folyamatokkal magyarázhatók és a Fed is kiemelte őket az előző három jelentésében. A feldolgozóipari BMI 2016 óta a legalacsonyabb szintre esett, amely szintén negatív jövőképet vetít előre a szektor számára. A feldolgozóipari aktivitás és a gazdasági növekedés között szoros korreláció áll fent, egyfajta előrejelző indikátorként is használhatók a feldolgozóipari beszerzési menedzser indexek, hiszen a szektor jövőre vonatkozó várakozásait mutatják. A feldolgozóipar bővülése várhatóan jelentős mértékben visszaesik a jövőben a kereskedelmi háború eskalálódása miatt a lassulás a GDP-növekedésben is megmutatkozik majd, igaz mérsékeltebben.

Az ISM feldolgozóipari index és a GDP alakulásának összefüggése:



Forrás: Bloomberg

## Államháztartás

Tavaly az Egyesült Államok költségvetési hiánya hozzávetőleg 833 milliárd dollárt tett ki, ennél magasabb nominális hiány csak a válságkezelés éveiben (2009-2012) volt. Ugyanakkor a GDP százalékában már jóval árnyaltabb a kép, nagyjából 4 százalékot tett ki, de aggasztó, hogy 2015 óta emelkedő tendenciát mutat. Az amerikai szövetségi költségvetés idén szeptember 9. előtt beleütközött volna a nominális adósságplafon aktuális értékébe, így a kincstár nem lett volna képes új forrásokat bevonni, emiatt pedig ismét részleges kormányzati leállás alakulhatott volna ki. Ezért a szenátus és a képviselőház július végén megállapodott az elnökkel arról, hogy az amerikai államkincstár 2021. július 31-ig bocsáthat ki állampapírokat. Az alkuban kiadási korlátokat is felállítottak, az idén októberben induló költségvetési évben az állam 1370 milliárd dollárt költhet az összes diszkrecionális programra, mely 2020 októberétől 1375 milliárd dollárra emelkedhet, ezzel mindkét összeg magasabb az aktuális időszak 1320 milliárd dolláros korlátjánál. Az egyezség azt jelenti, hogy véget értek az adósságplafon miatt kialakuló politikai játszmák, melyek tavaly decemberben a leghosszabb részleges amerikai állami leálláshoz vezettek és továbbra is gyors ütemben, a GDP 4-5 százaléka körüli mértékben adósodhat el az Egyesült Államok kormánya.

## Infláció

Az inflációs folyamatok rendezettek az Egyesült Államokban, a jegybank által kiemelten figyelt személyes fogyasztási kiadások árindexe a 2 százalékos célszint körül alakulhat a következő években is. Ugyanakkor felfelé mutató kockázatként jelentkezik, hogy a bérek 2018 vége óta stabilan, éves alapon 3 százalék feletti mértékben emelkednek.

Célszint alatt az infláció

Az alábbi táblázat az Egyesült Államok fogyasztói-árindexre vonatkozó előrejelzéseket tartalmazza (\*a Fed esetében a fogyasztási kiadások árindexet):

Intézmény	2018	2019e	2020e
Federal Reserve (Fed) *	1,9%	1,8%	1,9%
Nemzetközi Valutaalap (IMF)	2,0%	2,7%	2,4%
Gazdasági Együttműködési és Fejlesztési Szervezet (OECD)	2,0%	1,7%	2,2%

Forrás: Fed, IMF, OECD

Az alábbi táblázat az Egyesült Államok GDP növekedésére vonatkozó előrejelzéseket tartalmazza:

Intézmény	2018	2019e	2020e
Federal Reserve (Fed)	2,9%	2,1%	2,0%
Nemzetközi Valutaalap (IMF)	2,9%	2,6%	1,9%
Gazdasági Együttműködési és Fejlesztési Szervezet (OECD)	2,9%	2,8%	2,3%

Forrás: Fed, IMF, OECD



A gazdaság egészét tekintve látható, hogy bár a belső fogyasztás rendkívül erős, azonban a kereskedelmi háború árnyékában, visszafogott feldolgozóipari növekedés mellett ez kevésnek bizonyulhat az amerikai gazdasági növekedés jelenlegi szintjének fenntartásához.

## Fed

Július 31-én 10 és fél év után ismét kamatot vágott az amerikai jegybank. Ugyanakkor az emeléshez kapcsolódó közlemény szövege nem változott, továbbra is adatvezérelt üzemmódban maradt a Fed. A sajtótájékoztatón elhangzottak sem könnyítették meg az elemzők dolgát, Jerome Powell szerint „megelőző” kamatvágásról van szó, mellyel a gazdasági növekedés ütemét szeretnék fenntartani, és az inflációt is élénkíteni. A jegybankelnök kitért a kereskedelmi háborúból fakadó kockázatokra, azonban nagyon óvatosan fogalmazott, leszögezte, hogy a jegybank nem bírálja az Egyesült Államok kereskedelmi politikáját. A következő negyedévekben az inflációs mutatókat, a globális növekedést, illetve a kereskedelmi folyamatokat fogják kiemelten figyelni, és ezekről függően döntenek majd a továbbiakról. A jegybank szándéka szerint tehát nem egy lazítási ciklus kezdetének kell tekinteni a lépést, hanem csak egy, a kamatemelési cikluson belüli kiigazításnak.

Az azóta eltelt időszakban Donald Trump újabb kínai termékekre jelentett be importvámokat, sőt meg is emelte azokat még a szeptemberi és a decemberi bevezetésük előtt. A részvénypiacok mozgása hektikussá vált, mely rövid távon még nem okoz problémát, azonban amennyiben tartóssá válik a bizonytalanság, az amerikai középosztály jelentős részvénykitettsége miatt negatív hatással lehet a fogyasztásra, és így a gazdasági növekedésre is. Bár a jegybank mandátuma az árstabilitás fenntartására, illetve a teljes foglalkoztatottság elérése, természetesen nem hagyhatják figyelmen kívül a növekedési adatokat sem, hiszen az hosszú távon kihat a munkaerőpiaci folyamatokra.

Piaci kamatvárakozások a határidős és opciós árazások alapján:

Kamatdöntő ülés időpontja	Kamatvágás esélye a jelenlegi szinthez képest	Kamatvágás				
		0,75-1,00%	1,00-1,25%	1,25-1,50%	1,50-1,75%	1,75-2,00%
2019.09.18	100%	0,00%	0,00%	0,00%	9,40%	90,60%
2019.10.30	100%	0,00%	0,00%	5,40%	56,40%	38,20%
2019.12.11	100%	0,00%	3,40%	37,60%	44,90%	14,10%
2020.01.29	100%	2,10%	24,20%	42,00%	26,10%	5,50%
2020.03.18	100%	10,70%	31,20%	35,80%	18,10%	3,40%
2020.04.29	100%	16,70%	32,50%	30,70%	13,80%	2,40%
2020.06.10	100%	20,50%	32,10%	26,60%	11,00%	1,80%
2020.07.29	100%	23,30%	30,80%	22,90%	8,90%	1,40%
2020.09.16	100%	24,50%	29,50%	20,70%	7,70%	1,20%

## Amerikai hozamgörbe

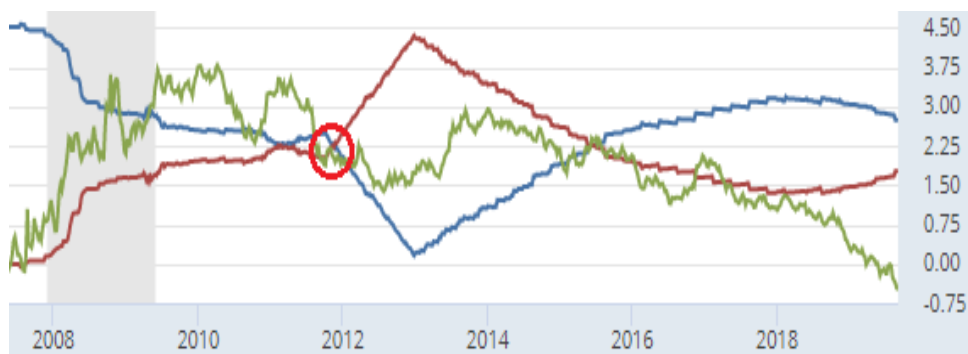
Az amerikai hozamgörbe több lejáraton is invertálódott, a 10 éves hozamszint augusztus közepén átmenetileg a 2 éves hozamszint alá süllyedt. A teljes invertálódáshoz azonban a 30 éves hozamszintnek is a 3 hónapos, évesített hozamszint alá kellene süllyednie, amire szintén jó esély van. A 2 éves és a 10 éves hozamkülönbség az elmúlt 30 évben mindössze két alkalommal fordult meg, 2000-ben, a dotcom-válság kirobbanása előtt, illetve 2006-ban, a pénzügyi válság indulását megelőzően. A Fed több alkalommal próbálta nyugalomra inteni a befektetőket, melyet azzal indokolt, hogy a jelenlegi helyzet nem hasonlítható össze sem a 2000-es, sem a 2006-os folyamatokkal, egyrészt a jegybanki mérleg leépítésének piaci hatása, másrészt a befektetői magatartás jelentős változásai miatt.

Féljünk vagy ne féljünk?

A Fed a második eszközvásárlási programjának befejezését követően, 2011 szeptemberében jelentette be az operation twist programot, melyet hivatalosan „Maturity Extension Program”-nak neveztek el. Ennek keretében 400 milliárd dollár értékben futtattak ki rövid lejáratú állampapírt, és helyette hosszú lejáratú állampapírokat vásároltak. Ezt követően meghosszabbították a programot 2012 végéig, és újabb 267 milliárd dollár értékben cseréltek le kötvényt. A program célja az volt, hogy a jegybank a hosszabb lejáratú hozamokat is csökkentse anélkül, hogy a mérlege növekedne. A program indulásakor az 5 évesnél rövidebb lejáratú állampapírok, illetve az 5 éves, és 5 évesnél hosszabb lejáratú állampapírok aránya nagyjából 50-50 százalék volt, a program végére 22-78 százalékra változott az arány.

A grafikonon a zöld vonal jelzi a 10 éves és a 3 hónapos lejárat közötti hozamkülönbséget, a kék vonal az 5 évesnél rövidebb lejáratú állampapírok arányát a teljes állományon belül, míg a piros vonal az 5 éves, illetve az 5 évesnél hosszabb lejáratú állampapírok arányát a teljes állományon belül. Piros körrel jelöltük az operation twist indulását.

Jelentős jegybanki beavatkozás a kötvénypiacon



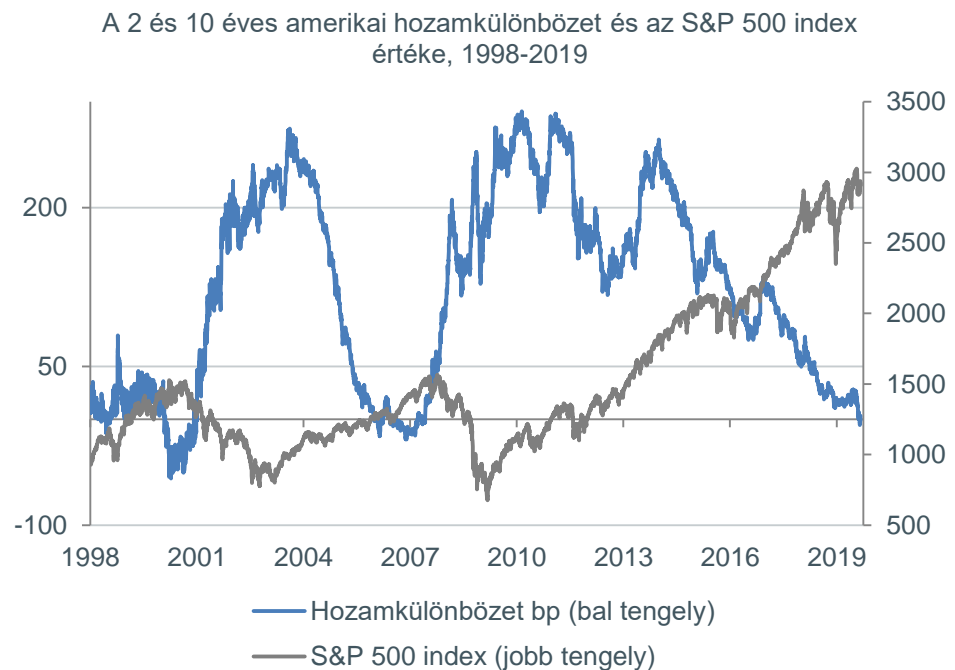
Forrás: Federal Reserve

A QE3 programban ismét a rövidebb lejáratú papírokat vásárolták elsősorban, melynek meg is volt a hatása, 2 százalék alól 3 százalék közelébe emelkedett a hozamkülönbség, és a program lezárásakor ismét 50-50 százalék közelében volt a rövid-hosszú arány. Ezután a lejáratú hosszú papírokért kapott forrást ismét a rövid oldalra súlyozták át, a 2015-2017-es időszakban a jegybanki mérleg lényegében változatlan volt. 2017 végén kezdődött a mérleg lassú leépítése, egy évig változatlan maradt az arány, tehát mind a rövid, mind a hosszú oldalról

nagyjából azonos volumenben futtattak ki kötvényeket. 2018 végén kezdett ismét emelkedni a hosszú oldal aránya, tehát az azóta történt, mintegy 100 bázispontos hozamkülönbség-csökkenés egy része mindenképpen a jegybanki műveletekre vezethető vissza. Bár számszerűsíteni nem lehet, az mindenképpen leolvasható a grafikonról, hogy a 2011-2013-as időszakban tapasztalható hozamkülönbség-csökkenésért szinte teljes egészében, míg a 2018 év vége óta tartó hozamkülönbség-csökkenés egy részéért a Fed felelős.

**A fentiek alapján megállapítható, hogy jegybanki beavatkozás nélkül nem invertálódott volna a hozamgörbe, bár anélkül is jelentősen csökkent volna a hozamkülönbség.**

Korábban mindig esés előjele volt



Forrás: Bloomberg

Nem fog kapkodni a Fed

### Az idei évben még egy kamatvágás jöhet

Várakozásunk szerint az amerikai jegybank az idei évben még egy, 25 bázispontos kamatvágásról fog dönteni, amennyiben a kereskedelmi háború tovább mélyül, jövőre további 2 lazító lépés követheti. A jelenlegi határidős és opciós árazások alapján azonban a piaci szereplők ennél jóval agresszívebb kamatvágási ciklusra számítanak, idén további 2, majd jövőre további 2-3, egyenként 25 bázispontos vágásra. A jegybank a kommunikációjában mindig kiköti, hogy a beérkező adatoktól teszi függővé a lépéseit, így a felfokozott várakozások miatt könnyen csalódást okozhat majd egy-egy bejelentésével.

### Új inflációs célkövetési rendszerre válthat a Fed?

Paradigmaváltás?

Az amerikai jegybank megkezdte a monetáris politikai keretrendszerének felülvizsgálatát, a végső döntést várhatóan 2020 első félévében fogják közölni. A június 4-5. között tartott konferencián Jerome Powell elmondta, hogy alapvetően

3 kérdésre összpontosítanak a felülvizsgálat során. Egyrészt arra, hogy a jelenlegi eszközrendszerük maximálisan megfelel-e a jegybank mandátumainak teljesítéséhez, mely az árstabilitás illetve a teljes foglalkoztatottság elérése és fenntartása, vagy szükséges kiterjeszteni, módosítani azt. Másrészt a jelenlegi inflációs célkövetési rendszer továbbra is alkalmas-e az árstabilitás fenntartásához, vagy fontolóra kell-e venni egyéb inflációs célkövetési rendszer bevezetését. Harmadrészt hogyan lehet javítani a Fed kommunikációján.

A jegybankelnök leszögezte, hogy a korábban futtatott eszközvásárlási programok nagyban hozzájárultak a 2008-as pénzügyi válság leküzdéséhez, és valószínűleg a következő válság során is hasonló eszközökhöz kell majd folyamodni, így egyre kevésbé lehet a „nem-hagyományos monetáris politikai eszközök” kifejezést használni ezekre. A döntéshozók átgondolják az úgynevezett Dot-Plot ábra létjogosultságát is, hiszen az csak az alapforgatókönyvre vonatkozik, a piaci szereplőket sokkal jobban érdekli, hogy mit tenne a jegybank egy váratlan esemény bekövetkezése esetén.

A Jerome Powell által említett három kérdés közül a második ígérkezik a legizgalmasabbnak. A Fed jelenlegi inflációs célkövetési rendszere 2012 januárja óta van érvényben. Korábban az 1,7-2,0 százalékos célsávot határozta meg a Fed, majd Ben Bernanke elnöksége idején álltak át a 2 százalékos célszintre, mivel az támogathatja leginkább a teljes foglalkoztatottságot és a gazdasági növekedést. Fontos hozzátenni, hogy a jegybank már akkor is a személyes fogyasztási kiadások magárindeksét (Core PCE) vizsgálta, nem a hagyományos fogyasztói árindexet (CPI).

Jerome Powell februárban és márciusban is kizárta az inflációs célszint megemelésének lehetőségét, miután Charles Evans felvetette, hogy 2,5 százalékra kellene azt emelni, ugyanakkor a hírek szerint megfontolja az átlagos inflációs célkövetésre való átállást. Az előző jegybankelnök, Janet Yellen 2016-ban még elzárkózott ettől a megoldástól, azonban a hírek szerint már ő is támogatná a javaslatot.

### **Miről is van szó?**

A jegybank meghatároz egy ciklust (várhatóan 3 vagy 5 év), mely időtartam átlagára tűzi ki a 2 százalékos inflációs cél elérését. Ezzel növelve a jegybank rugalmasságát mind a felívelő gazdasági szakaszokban, mind recessziók idején. Fontos kérdés, hogy milyen hosszú ciklusra szabnák az időkeretet, és mikortól vennék figyelembe az adatokat. A kézenfekvő az lenne, ha az új módszer szerint a bevezetésétől kezdve számítanák az inflációt, azonban nem lehet kizárni, hogy visszamenőleg adják meg a kezdő időpontját. Korábbi jegybankári nyilatkozatokból kitűnik, hogy amennyiben új célkövetésre állnak át, azt megfelelően fogják kommunikálni, nem változtatnak az iránymutatás rendszerén, a korábbiaknak megfelelően konkrét célokat, sarokpontokat megfogalmazva segítik majd a piaci szereplőket.

átlagos inflációs  
célkövetés

### **Milyen kamatpolitikai hatásai lehetnek a váltásnak?**

Az inflációs folyamatokat sokkal rugalmasabban kezelhetné a jegybank, hosszabb ideig tudná tolerálni a célszintnél magasabb inflációt, amennyiben a megelőző években annál kisebb ütemű volt az árak emelkedése. Ez különösen a

tavalyi négy kamatemelést helyezi új megvilágításba, hiszen egy három éves ciklust, és 2 százalékos átlagos inflációs célszintet feltételezve, nem lett volna szükség ilyen mértékű monetáris szigorításra, 1-2 kamatemeléssel is teljesíthette volna a jegybank a meghatározott céljait.

Hasonló lenne a helyzet egy lassuló inflációs környezetben, amennyiben a korábbi években 2 százalék feletti inflációt mértek – erről jelenleg természetesen szó sincs – nem lenne szükség azonnali monetáris lazításra, a döntéshozóknak lenne idejük megbizonyosodni a folyamat tartosságáról, és csak azt követően lépni.

Korábban felmerült az inflációs céltartományra, vagy árszintcél-követés rendszerére való áttérés lehetősége is, a szaksajtó az utóbbival foglalkozott mélyrehatóbban. Hatásaiban hasonló lenne az átlagos inflációs célkövetés hatásaival, ebben az esetben is figyelembe vennék a korábbi évek inflációját, ennek megfelelően igazítanák a monetáris politikát. Mivel azonban nagyon kevés a gyakorlati tapasztalat e rendszerrel kapcsolatban – Svédországban próbálták ki a két világháború között – nem tartjuk valószínűnek, hogy ezt választaná a Fed.

Ben Bernanke korábbi Fed-elnök egy 2017-ben megjelent tanulmányában kiemelte, hogy egy ilyen horderejű változás jelentős kockázatokat is hordoz, hiszen nehéz megjósolni, hogy hogyan reagálna a piac, ha az átállás után sem érné el az árszint a meghatározott célokat, egy idő után jelentősen csökkenne a jegybanki hitelesség, mely káros folyamatokat indíthat el a gazdaságban.

Összességében az új célkövetési rendszerre való átállás a jelenleginél jóval nagyobb rugalmasságot biztosítana a döntéshozóknak, de a szükséges monetáris politikai lépéseket nem évekkel, csak néhány negyedévvél tolná későbbre. További előnye lehetne az új rendszernek, hogy a döntéshozóknak több idejük lenne megbizonyosodni a tartós folyamatokról, és csak azok fényében kellene döntenie a kamatváltozásról.

## Eurózóna

### Komoly problémák

Az eurózóna gazdasági növekedése 2017 vége óta folyamatosan lassul, 2019 második negyedévében mindössze 1,3 százalékos volt éves bázison, míg a megelőző negyedévében 1,6 százalék volt. A kedvezőtlen adatok leginkább a feldolgozóipar és az export gyengélkedésével magyarázhatóak. A Brexit miatti bizonytalanság sem javít a kilátásokon, emellett a növekvő globális protekcionizmus is jelentős szerepet játszik a lassulásban, illetve az autó emissziós botrányok miatti új sztenderdek kapcsán fellépő zavarok is rontották a helyzetet. Mindeközben a szolgáltatási szektor viszonylagosan jól vészelté át az időszakot, 2018 végén némi bővülést mutatva.

Az eurózóna gazdasági növekedésének üteme várhatóan a következő negyedévekben is kedvezőtlenül fog alakulni, a jelenlegi növekedési kilátások 2019-re 1,2-1,3 százalék körül alakulnak, és 2020-21-re is csak 1,4-1,5 százalékos GDP növekedést várható. Míg az Európai Központi Bank eddig nem növelte az eszközvásárlási programját, csak a lejáró értékpapírokat fektette be ismételtén. Szeptembertől azt várjuk, hogy a recesszió elkerülésének céljából újra beindul a monetáris lazítás, és az Európai Központi Bank nettó értékben növeli az eszközvásárlási programját.



Az alábbi táblázat az eurózána GDP növekedésére vonatkozó előrejelzéseket tartalmazza:

Intézmény	2018	2019e	2020e	2021e
Európai Központi Bank (EKB)	1,8%	1,2%	1,4%	1,4%
Európai Bizottság (EB)	1,8%	1,2%	1,5%	-
Nemzetközi Valutaalap (IMF)	1,8%	1,3%	1,5%	1,5%
Gazdasági Együtműködési és Fejlesztési Szervezet (OECD)	1,8%	1,2%	1,4%	-

Forrás: EKB, EB, IMF, OECD

Éles váltás következhet be a német fiskális politikában, ugyanis a hosszú ideje érvényben lévő szigorú költségvetési politika fékezte a gazdasági növekedést az utóbbi években. Az elmúlt öt évben növekedett ugyan Németországban a kormányzati kiadások nominális értéke, azonban a hosszú növekedési ciklus, a rekord alacsony munkanélküliség és növekvő adóbevételek miatt ez nem járt együtt adósságnövekedéssel. A fiskális politika új irányát klímavédelmi intézkedések életbe léptetése révén tervezi a német kormány. Az intézkedések hatására megnőne a kormányzati költségek és ez élénkítheti a gazdaságot. A költségvetési ösztönző csomag célja a fogyasztás élénkítése és a munkahelyteremtés lesz, hasonlóan a 2009-ben bevezetett, az új autók vásárlását elősegítő állami támogatáshoz. A német kormány emellett tanulmányozza az épületek energiahatékonyságának javítását célzó lehetőségeket is, illetve a bérlakáspiacot is szeretnék élénkíteni. A fiskális lazítás azonban akkor lehetne igazán hatásos, ha az eurózána tagországainak többsége részt venne benne, ugyanakkor számos tagállam adósságszintje ezt nem teszi lehetővé. Olaszországban például az adósság fenntarthatatlan szintre emelkedését eredményezné egy ilyen intézkedéscsomag. Németország mellett Hollandia is gazdaságélénkítő csomagot készül bevezetni 50 milliárd euró értékben. Hollandiában infrastrukturális és oktatási programokat finanszíroznának, és a gazdasági növekedés lassulását szeretnék ellensúlyozni.

Vége fiskális oldalról is beavatkozhatnak

A munkanélküliségi ráta tovább csökkent az idei évben, júniusban 7,5 százalékot mért az Eurostat, mely 2008 augusztusa óta a legalacsonyabb érték. Az országonkénti eltérés továbbra is jelentős, Németországban mindössze 3,1 százalék, Görögországban pedig 17,6 százalék a munkanélküliségi ráta a legfrissebb adatok alapján. Sőt, a 25 év alattiak körében még ennél is magasabb, 20 százalékos érték is előfordul. A következő időszakban a munkanélküliségi ráta további csökkenésére számítunk, jövőre 7,5 százalékra, 2021-re pedig 7,4 százalékra mérséklődhet. Így várhatóan a vállalatokra ható jelentős bérnyomás fennmaradhat.

Az infláció várhatóan 1,3 százalék körül marad 2019 során, majd 2021-re érheti el az 1,6 százalékos szintet, így elmarad az Európai Központi Bank által megállapított 2 százalékos célértéktől. A közeljövőben az energiaár-infláció is várhatóan alacsony szinten maradhat, melyet az alacsony olajár kilátások támogatnak. A bérinfláció azonban a 2018-as 2,2 százalékról várhatóan 2,5 százalékra növekszik, amely hosszú távon pozitív hatással lehet az inflációra. Továbbá a belső kereslet élénkülése lehet még egy tényező, mely segíthet hosszabb távon az inflációs cél elérésében.

Az alábbi táblázat az eurózóna fogyasztói-árindexre (HICP) vonatkozó előrejelzéseket tartalmazza:

Intézmény	2018	2019e	2020e	2021e
Európai Központi Bank (EKB)	1,8%	1,3%	1,4%	1,6%
Európai Bizottság (EB)	1,8%	1,4%	1,4%	-
Nemzetközi Valutaalap (IMF)	1,8%	1,3%	1,6%	1,7%
Gazdasági Együttműködési és Fejlesztési Szervezet (OECD)	1,8%	1,2%	1,5%	-

Forrás: EKB, EB, IMF, OECD

Össességében az eurózónában fokozatos lassulás figyelhető meg az utóbbi időszakban, melyet az EKB a várhatóan októberben kezdődő monetáris lazítás segítségével szeretne orvosolni. Egyes nemzeti kormányok egyedi élénkítő csomagok segítségével tervezik élénkíteni a gazdaságot, melyek közül egy esetleges német csomag lehet a legfontosabb. Azonban az intézkedések hatása várhatóan csak 2020 tavaszától fog megmutatkozni.

Jelentős  
lazítás jöhet

## Mi várható az Európai Központi Banktól?

A korábbi negyedévekben a visszafogott inflációs folyamatokkal lehetett a további monetáris lazítás szükségessége mellett érvelni, mostanra azonban egyértelművé vált, hogy recessziós veszély is fenyegeti az eurózónát. A második negyedévben visszaesést mértek a német GDP-ben az első negyedévhez viszonyítva. Amennyiben a harmadik negyedévben sem sikerül bővülni, beköszönhet a recesszió Németországban. Az eurózóna egészében még nem látható zsugorodás, azonban itt is rendkívül negatív folyamatok figyelhetők meg, melyet erősítenek a kereskedelmi háború kockázatai, illetve a globális növekedési aggodalmak. A gyenge bővülési adatok miatt a német kormány fiskális ösztönző csomagon kezdett el dolgozni, ezzel átmenetileg feladhatják az államadósság csökkentésére irányuló törekvéseket, melyet rendkívül szigorú költségvetési politika jellemezett.

### Az infláció továbbra is visszafogott

Az infláció továbbra is rendkívül visszafogott, az idei évben folyamatosan csökken, egyrészt a magasabb bázis, másrészt a termelői árak folyamatos csökkenése miatt. A belső fogyasztásra egyelőre nem lehet panasz, a kiskereskedelmi forgalom 2 százalékos körüli bővülést mutat éves bázison.

### Fiskális lazítás is segítheti a gazdaságot

Mario Draghi évek óta hangoztatta, hogy a monetáris lazítással az Európai Központi Bank megtette, amit lehetett, az eurózóna tagállamainak kormányainak lenne a sor, hogy fiskális oldalról segítsék a növekedést, illetve az infláció élénkülését. Kiadási oldalon az elmúlt időszakban kevés intézkedés született, a német kormány most tervezi az ösztönzést, mely akár már 2019-ben megindulhat. Azokban az országokban, ahol az eladósodás szintje lehetővé

teszi, szintén a fiskális lazítás útjára léphetnek a kormányok, például Hollandiában is bevezethetnek egy ösztönző csomagot 2020-ban. Az Európai Központi Bank várakozása szerint a kiadási oldalról való támogatás 2021-ben is folytatódhat. Ugyanakkor újabb lazítócsomag várható a jegybanktól is, a döntéshozók úgy látják, hogy a recessziót csak további, a korábbinál akár komolyabb beavatkozással lehet elkerülni.

### **Jön az új eszközvásárlási program**

Az új eszközvásárlási programot várhatóan október 1-i indulással, a szeptember 12-i kamatdöntő ülésen bejelenti az Európai Központi Bank, várakozásunk szerint 40-60 milliárd eurós keretösszeggel, és 9 hónapos időtartamról lehet szó, melyet a későbbiekben a beérkező adatok függvényében hosszabbíthatnak majd. Emellett többszintű betéti kamatrendszert vezethetnek be, és a betéti kamatszintet 10 bázisponttal csökkenthetik. A többszintű betéti kamatrendszer jelenleg több országban is működik, célja elsősorban a kereskedelmi bankok profitabilitásának növelése, önmagában semlegesnek mondható monetáris intézkedés, de mindenképpen azt az üzenetet hordozhatja, hogy a döntéshozók tartósan alacsony kamatokra készülnek. Dániában a betéti kamatszint 0 százalék, azonban korlátozzák a jegybanknál elhelyezett betétek volumenét, a fennmaradó források elhelyezését letéti igazolást állítanak ki, amiért azonban negatív kamatot számolnak fel. A többszintű kamatrendszer növelheti a monetáris politika rugalmasságát, és segítségével csökkenteni lehet a bankrendszert érintő negatív hatásokat.

### **Christine Lagarde lesz Mario Draghi utóda**

Bár a hivatalos kinevezés csak októberben történik meg, az már csak formalitásnak tekinthető, miután az Európai Tanács a Nemzetközi Valutaalap volt vezérigazgatóját jelölte az EKB élére. Ezt követően az uniós vezetők az Európai Parlamenttel és az Európai Központi Bank Kormányzótanácsával való konzultáció után hozzák meg a döntést. Várhatóan Lagarde-nak sem lesz sokkal könnyebb dolga elődjénél, mert bár Mario Draghi kinevezését követően a kiszélesedő euróválságra kellett megoldást találnon, most az Egyesült Királyság kilépése, illetve a kereskedelmi háború mélyülése állíthatja nehéz feladat elé a leendő elnököt. Az eurózóna tagállamainak további integrációja felé mutató folyamatok megakadtak, így a jegybank a pénzügyi stabilitás fenntartására, illetve a megfelelő monetáris politika kialakítására kell, hogy koncentráljon. A tagállamok eltérő fejlettségi szintje, és az ebből fakadó érdekkülönbségek növelik a térség polarizációját, a jegybanknak pedig olyan válaszokat kell adnia a felmerülő kihívásokra, hogy az helyel-közzel minden tagállamnak megfeleljen, de legalább ne okozzon gazdasági károkat, és természetesen megőrizze teljes függetlenségét a tagállami kormányoktól. Az EKB – a Fed-hez hasonlóan – a következő években felülvizsgálhatja az inflációs célkövetési rendszerét, és jó esély van rá, hogy ebben változásokat fog alkalmazni. Várakozásunk szerint Lagarde folytathatja Draghi örökségét, tehát a laza monetáris politika mellett kötelezi el magát. Nincs is túl nagy mozgástere, amennyiben a szeptemberi ülésen bejelentik az új eszközvásárlási programot. A fontosabb kérdés inkább az, hogy az eurózóna gazdasági növekedési és inflációs kilátásainak normalizálódása esetén milyen gyorsan fognak reagálni, elsőként a monetáris politika normalizálásával, majd annak esetleges szigorításával.

Lagarde is „galamb” lehet

## Leghamarabb 2021-ben jöhet a szigorítás

Többszintű betéti kamatrendszert vezethetnek be

Várakozásunk szerint a jelenlegi 0 százalékos alapkamat még legalább 2 évig fennmaradhat, a többszintű betéti kamatrendszer bevezetése mellett a betéti kamatszint csökkentésével, illetve az eszközvásárlási program újraindításával adhat stimulust a jegybank az idei, és a jövő évben. Mivel az eurózóna gazdasági folyamatai is nagyban függnék a kereskedelmi háború alakulásától, meglehetősen magas az előrejelzési bizonytalanság elsősorban a GDP-növekedést illetően. Amennyiben 2021-re sikerülne közelíteni az inflációt a jegybanki célszint felé, illetve stabilizálni a növekedést, a 2021-es év második felében megindulhat egyfajta monetáris szigorítás, de az alapkamat emelésére első körben nem számítunk. Jelenleg a legfontosabb kérdés az új eszközvásárlási program keretösszege, a program hossza, az egyes országok kötvényeire vonatkozó limitek emelése. Emellett felmerülhet új eszközosztályok, akár részvényalapok beemelése a programba, melyek komoly hatással járhatnak mind a deviza-, mind a kötvény-, mind a részvénypiacokon.

Piaci kamatvárakozások a határidős és opciós árazások alapján (betéti kamat):

Kamatdöntő ülés időpontja	Kamatvágás esélye a jelenlegi szinthez képest	-0,90%	-0,80%	-0,70%	-0,60%	-0,50%
2019.09.12	100%	0,00%	0,00%	0,00%	43,80%	<b>56,20%</b>
2019.10.24	100%	0,00%	0,00%	12,10%	<b>47,20%</b>	40,60%
2019.12.12	100%	0,00%	6,10%	29,70%	<b>43,90%</b>	20,40%
2020.01.23	100%	1,20%	10,90%	32,60%	<b>39,10%</b>	16,20%
2020.03.12	100%	4,40%	18,00%	<b>34,70%</b>	31,60%	10,90%
2020.04.30	100%	6,00%	20,00%	<b>34,30%</b>	29,20%	9,60%
2020.06.04	100%	10,10%	24,20%	<b>32,80%</b>	23,40%	6,80%
2020.07.16	100%	12,10%	25,40%	<b>31,50%</b>	21,10%	5,80%
2020.09.10	100%	14,80%	26,70%	<b>29,40%</b>	17,90%	4,60%

Forrás: Bloomberg

Továbbra is erőteljes a hazai növekedés

## Magyar gazdaság

Némileg lassulhat ugyan, de az idei évben is élénk marad a hazai gazdasági növekedés: az első negyedévben 5,3 százalékos, míg a második negyedévben az előzetes adatok szerint 4,9 százalékos, éves bázison számított növekedést mért a Központi Statisztikai Hivatal. A dinamikus bővüléshez az ipar, az építőipar és a piaci alapú szolgáltatások járultak hozzá a legnagyobb mértékben. Továbbra is erőteljes a belső fogyasztás, melyet támogat a bérek folytatódó emelkedése, illetve a bővülő lakossági hitelezés. A vállalati beruházások mind a kis- és középvállalatok, mind a nagyvállalatok esetében tovább bővíhetnek, de a korábbinál visszafogottabb ütemben. Az eurózóna, azon belül is Németország gyenge növekedési adatai egyelőre nem éreztetik hatásukat a hazai gazdaságban, de a harmadik és negyedik negyedévben már jelentkezhetnek. Az építőipari termelés volumene továbbra is lendületesen bővílhet, melyet támogatnak a kormány bejelentett intézkedései, ezek hatásai hosszabb távon is

fennmaradhatnak. 2020-tól az uniós források, és az ehhez köthető állami beruházások csökkenése foghatja vissza a GDP-növekedés ütemét.

Intézmény	2018	2019e	2020e	2021e
Magyar Nemzeti Bank (MNB)	4,9%	4,3%	3,3%	3,3%
Pénzügyminisztérium	4,9%	4,0%	4,0%	4,1%
Nemzetközi Valutaalap (IMF)	4,9%	3,6%	2,7%	2,4%
Gazdasági Együtműködési és Fejlesztési Szervezet (OECD)	4,9%	3,9%	3,3%	-
Európai Bizottság (EB)	4,9%	4,4%	2,8%	-

Forrás: MNB, Pénzügyminisztérium, IMF, OECD, EB

## Infláció

Infláció: cél felett

Az áremelkedés üteme az elmúlt hónapokban némileg mérséklődött, mely külső tényezőknek köszönhető. Az olajárfolyam és az üzemanyagárak csökkenése mellett az egyéb importált termékeken keresztül is jelentkezett némi deflációs hatás, ugyanakkor a keresleti oldal bővülése továbbra is felfelé mutató kockázat. Amennyiben az eurózónában tartósan fennmaradnak a jelenlegi folyamatok, a következő negyedévekben sem számíthatunk a hazai infláció élénkülésére, így az a 3-4 százalékos tartományon belül maradhat, bár a forint esetleges, további gyengülése szintén felfelé mutató tényező lenne.

Intézmény	2018	2019e	2020e	2021e
Magyar Nemzeti Bank (MNB)	2,8%	3,2%	3,4%	3,3%
Pénzügyminisztérium	2,8%	2,7%	2,8%	3,0%
Nemzetközi Valutaalap (IMF)	2,8%	3,2%	3,1%	3,0%
Gazdasági Együtműködési és Fejlesztési Szervezet (OECD)	2,8%	4,0%	4,0%	-
Európai Bizottság (EB)	2,8%	3,2%	3,2%	-

Forrás: MNB, Pénzügyminisztérium, IMF, OECD, EB

## Munkaerőpiac

A munkaerőpiac kapacitása elérte korlátait, a munkanélküliségi ráta historikus mélypontra esett, majd júliusban emelkedni kezdett. A szakképzett munkaerő hiánya továbbra is béremelést generál, ugyanakkor középtávon a növekedés gátja lehet. Várakozásunk szerint a jelenlegi szintekről már nem tud érdemben növekedni a foglalkoztatottság, illetve csökkenni a munkanélküliségi ráta. Az állami szférában lehet még némi potenciál a szakképzett, illetve a közfoglalkoztatásban a kevésbé szakképzett munkaerőt tekintve.



## Államháztartás

A fegyelmezett költségvetési politika az államháztartási hiány folyamatos csökkenésével jár, így a GDP-arányos államadósság további lefaragását várjuk. A kormány által belengetett, második és harmadik gazdaságvédelmi akcióterv – melyek a tervek szerint 2020 tavaszán, illetve őszén indulhatnak – költségvetési hatásait a konkrétumok ismeretének hiányában nehéz megbecsülni, de a kiadási oldal növelése, illetve a bevételi oldal csökkentése értelemszerűen némileg növelheti majd az államháztartási hiányt, ennek ellenére nem számítunk arra, hogy veszélybe kerülne a kormány által vállalt hiánycél.

## A Moody's felminősítheti Magyarországot

Jöhet a harmadik felminősítés is

Az augusztus 16-án esedékes felülvizsgálat során sem a Fitch Ratings, sem a Standard&Poor's nem változtatott Magyarország hitelbesorolásán, így mindkét hitelminősítőnél BBB besorolás van érvényben, stabil kilátással. Ugyanakkor a Moody's Investors Service várakozásunk szerint felminősítésről dönthet október 25-én, mivel 2016 novembere óta Baa3 besorolást tart érvényben, stabil kilátással, ami egy fokozattal alacsonyabb, mint a másik két nagy hitelminősítő jelenlegi osztályzata. Idén tavasszal nem vizsgálták a besorolást, tavaly novemberben pozitívként említették a magyar kormány elkötelezettségét a 3 százalékos alatti államháztartási hiány mellett, és erőteljesnek ítélték a hazai gazdaság növekedési kilátásait. Negatív oldalon a munkaerőhiányból adódó növekedési korlátokat, a német gazdasági növekedés lassulását, és a következő uniós ciklusban a források várható csökkenését említették. Azóta az államháztartási hiány folyamatos csökkenésének következtében a GDP-arányos államadósság a vártnál nagyobb ütemben csökkent, a növekedési adatok rendre meghaladták az előzetes várakozásokat, viszont a német gazdasági növekedés lassulása fokozódott. Összességében a külső környezet negatív hatásai mellett is indokolt lehet a felminősítés októberben. A 2020-as naptárat decemberben teszik közzé a hitelminősítők, várhatóan mindhárom intézetnél 2-2 időpontot jelölnek ki rendes felülvizsgálatra.

Equilor előrejelzés	2018	2019e	2020e	2021e
Reál GDP változása	4,9%	4,2%	3,8%	3,3%
Fogyasztói árindex változása	2,8%	3,3%	3,3%	3,2%
Államháztartási egyenleg	-2,2%	-1,7%	-1,3%	-1,2%
GDP-arányos államadósság*	71,3%	68,8%	66,3%	64,3%

\*Az Eximbank a kormányzati szektoron belülre sorolva

Forrás: MNB, KSH, Equilor

Equilor árfolyam, és alapkamat előrejelzések – 2019. szeptember	2018	2019e	2020e
EURUSD árfolyam	1,1444	1,1250	1,1400
EURHUF árfolyam	321,51	328,00	333,00
USDHUF árfolyam	280,94	291,55	292,10
Fed alapkamat	2,50%	2,00%	1,50%
EKB alapkamat	0,00%	0,00%	0,00%
MNB alapkamat	0,90%	0,90%	0,90%

Forrás: MNB, Equilor

## Lazítanak a jegybankok, mit lép erre az MNB?

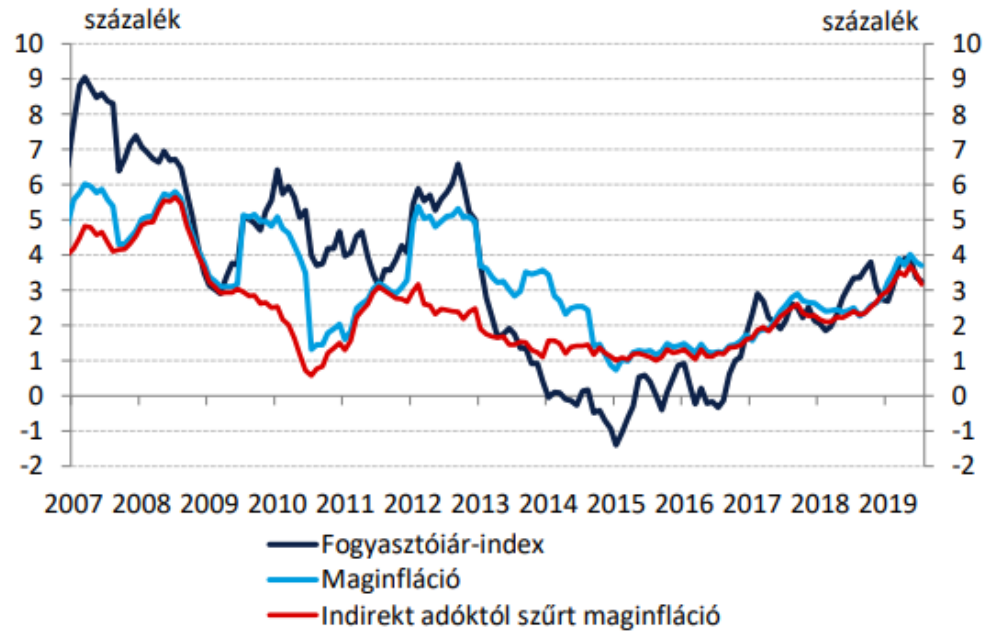
Jelentős fordulat bontakozott ki az elmúlt hónapokban a nemzetközi környezetben, az amerikai jegybank kamatvágása, illetve az Európai Központi Bank szeptember közepén várható bejelentései számos kisebb jegybank számára teret nyithatnak a monetáris lazítás előtt, amennyiben ezt az inflációs folyamatok és a devizaárfolyamok lehetővé teszik. A Magyar Nemzeti Bank tavasszal óvatos normalizációs lépéseket tett, melynek során emelték a betéti kamatszintet, illetve átmenetileg csökkentették a bankrendszeri többletlikviditást. Várakozásunk szerint a normalizációs folyamat megszakadhat, illetve adott esetben akár lazító lépések is jöhetnek, elsősorban nemkonvencionális eszközök segítségével.

[Időt nyert a hazai jegybank](#)

Az egyik ilyen eszköz értelemszerűen a devizaswap állomány emelése lehet, mely augusztus óta megfigyelhető, azonban a jelenlegi módosításokra az autonóm likviditási hatások ellentételezése miatt volt szükség. Amennyiben azonban a későbbiekben is fennmarad a többletlikviditás növelése, az a tavasszal megindított, a monetáris politika lassú normalizálását célzó intézkedéssorozat szüneteltetését jelentené, majd akár ismét a monetáris lazítás felé mozdulhatnak a döntéshozók, amennyiben a nemzetközi környezet, és az inflációs folyamatok ezt lehetővé teszik.

## Mérséklődött az inflációs nyomás, de még mindig a cél felett

Az elmúlt hónapokban jelentősen mérséklődött az éves bázison mért infláció üteme, mely a következő hónapokban folytatódhat, az olajárfolyam csökkenése miatt első körben a headline inflációban, majd az eurózónából érkező deflációs hatások miatt a jegybank által kiemelten figyelt, adószűrt maginflációs mutató esetén is. Ugyanakkor a mutatók az idei évben a jegybank 3 százalékos célszintje felett maradhatnak, ez nem tesz lehetővé komolyabb monetáris lazítást.



Forrás: MNB

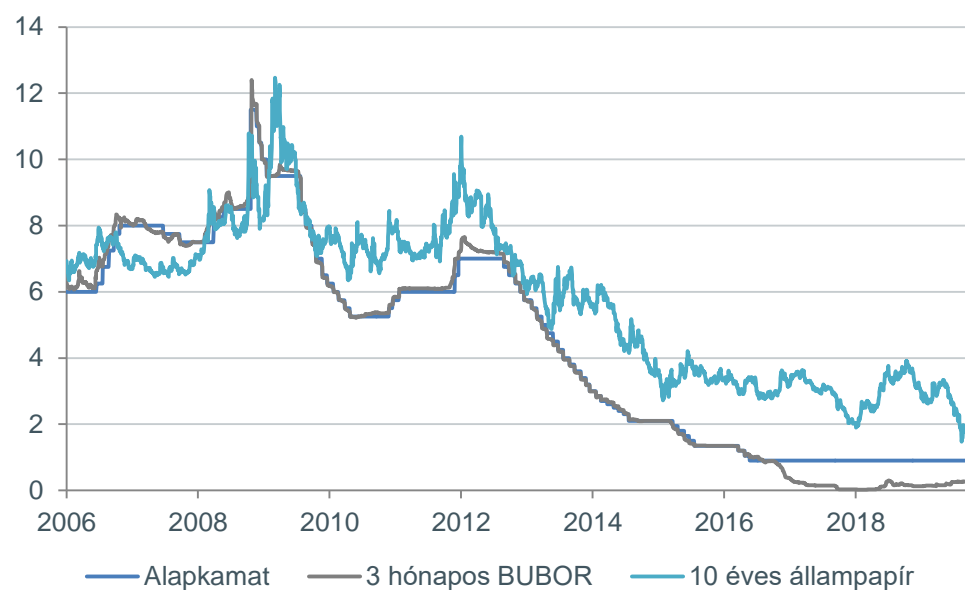
### Jelentősen kitolódhat az első kamatemelés időpontja

Kamatemelés?

Csak 2021-ben várható

Várakozásunk szerint az alapkamat első emelésére legkorábban 2021-ben kerülhet sor. A normalizációt követően első lépésben a betéti kamatszint emelése jöhet, majd csak ezt követően fog emelkedni az alapkamat. A jelenlegi nemzetközi tendenciák alapján tehát még hosszú ideig fenntartható az ultralaza monetáris politika. Az egyetlen kockázati tényező a forint árfolyama, melynek további gyengülése esetén inflációs hatás jelentkezhet majd, erre mindenképpen érdemes figyelnie a jegybanki döntéshozóknak.

Alapkamat, BUBOR, 10 éves hozam 2006-2019



Forrás: Bloomberg

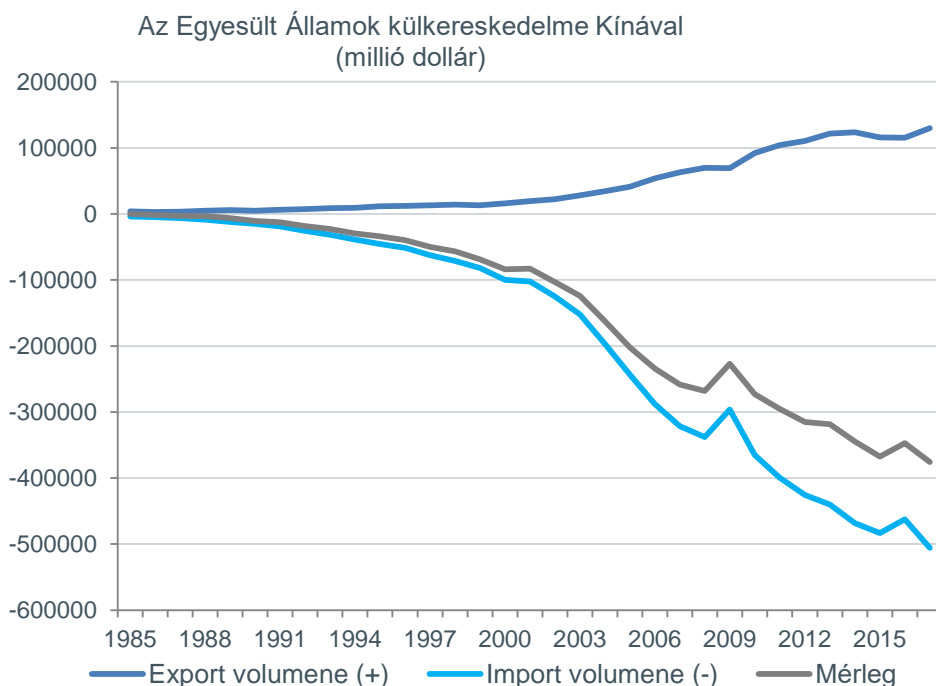
## Kereskedelmi háború, elnökválasztás

Tavaly júliusban Donald Trump beváltotta hónapok óta tartó fenyegetéseit és 34 milliárd dollár értékű kínai árura vetett ki 25 százalékos vámot. A kínai válaszlépés sem maradt el, azonos mennyiségű amerikai árura vetettek ki szintén 25 százalékos vámot, ezzel megkezdődött a kereskedelmi háború. A konfliktusnak azóta is meghatározó szerepe van a makrogazdasági és részvénypiaci folyamatokra, nap mint nap érkeznek fontos fejlemények, melyeket a tőzsdék azonnali reakciója követ.

### A kereskedelmi kapcsolat alakulása

Számos ellentét húzódik a felek között, melyek több évtized alatt alakultak ki. Az 1970-es években Kína elindította piactámogató reformjait, ezt követően a 80-as évektől vált jelentőssé a két ország közötti kereskedelem volumene, majd a 90-es évek során lendületesebb lett a növekedés. A kapcsolat intenzitását fokozta, hogy 2001-ben Kína belépett a Kereskedelmi Világszervezetbe (WTO), melynek hatására a 21. század első éveiben több mint 20 százalékkal gyarapodott a kereskedelem a két ország között. Kína merkantilista gazdaságpolitikát folytatott, mesterségesen tartotta alacsonyan a hazai fizetőeszközének árfolyamát, ezzel az alacsony béreknek köszönhetően az országba vonzotta a külföldi tőkét és gyártást, így az évtizedek folyamán az ország kitört a szegénységből és a világ legnagyobb exportőrévé vált.

### A konfliktus kialakulása



Forrás: Bloomberg

Kína fejlődése az USA számára pozitív hatásokkal is járt. Az amerikai cégek profitja növekedett a csökkenő termelési és gyártási költségeknek köszönhetően, a fogyasztók a korábbinál lényegesen olcsóbb termékekhez jutottak.

Ugyanakkor az Egyesült Államok számos hátránnyal is szembesül Kína felzárkózása miatt, egyre inkább elveszítheti globális vezető szerepét, ráadásul a

gyártás és a termelés Kínába költöztetésének az amerikai munkásosztály látta kárát. Emellett Kína gyakran tisztességtelen eszközöket alkalmaz. Általában csak akkor engednek be külföldi vállalatokat, ha azok megosztják technológiájukat a helyi cégekkel, sőt számos alkalommal kiderült, hogy külföldi cégek kínai gyáraiban nincs biztonságban se a tervezési, se a gyártási technológia, a kínaiak nem riadnak vissza annak eltulajdonításától, az ezzel járó jogi következmények pedig rendre elmaradnak. A probléma a politikai különbségben gyökerezik: az USA a demokrácia hazája, míg Kínát egy kommunista állampárt irányítása alatt áll, amely az összes hatalmi ágat kézben tartja.

### **A kereskedelmi háború céljai, eredményei**

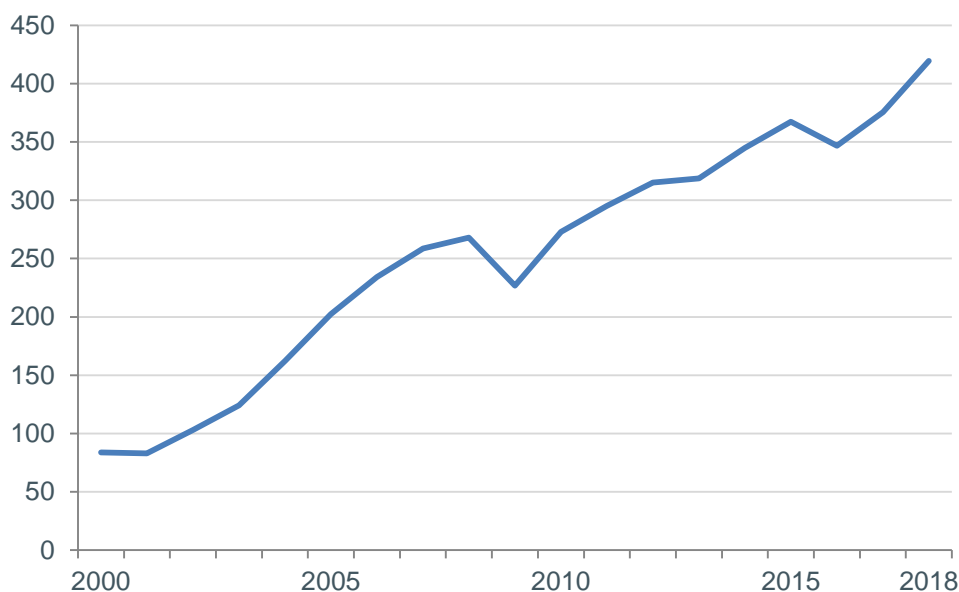
#### Miért indult a kereskedelmi háború?

Trump – aki amerikai elnökként kirobbantotta a konfliktust – elsődleges célja az amerikai gazdasági hegemonia megőrzése hosszútávon. Az „America first” és a „Make America great again” kampányszlogeneken keresztül ennek hangot is adott. A 2016-os elnökválasztási kampány legfőbb ígérete volt, hogy Trump minden más állam érdekét háttérbe szorítja, és újra nagyvá teszi Amerikát. A világ legnagyobb gazdaságával jelenleg az Egyesült Államok rendelkezik, míg Kína a második helyezett. Az USA vezető pozíciójára egyedül a kínai állam jelent veszélyt, hiszen a sorban utánuk következő Japán és Németország gazdaságának nagysága együttesen sem tudja megközelíteni az ázsiai országét, ráadásul a kínai GDP az amerikaiénál lényegesen gyorsabban nő. A helyzetet árnyalja, hogy a kínai növekedés üteme nem fenntartható, várhatóan lassulni fog. Ezt szemlélteti, hogy jelenleg Kína munkaképes lakosságának száma ötször nagyobb az Egyesült Államokénál, azonban 2060-ra a különbség mindössze háromszoros lesz a két ország korfáinak köszönhetően. Az Egyesült Államok azonban igyekszik az esetleges probléma elé menni és már most megerősíteni gazdasági uralmát. Trump ennek érdekében rövidtávon alapvetően két alcélt szeretne elérni.

Csökkentené a Kínával szemben kialakult külkereskedelmi deficitet, amely az utóbbi évtizedek során folyamatosan nőtt. A kereskedelmi háború kezdete előtti utolsó teljes évben, 2017-ben, elérte a -375,42 milliárd dolláros szintet. A kereskedelmi háború 2018 júliusában indult, ekkor kerültek kivetésre az első büntetővámok. Ebben az évben rekordmagas, 419,53 milliárd dolláros mínuszt mutatott a mérleg, de ezt az adatot torzítja, hogy a vámtarifák életbe lépése előtt jelentős készletállományokat rendeltek Kínából az egyes amerikai cégek.



Az amerikai külkereskedelmi deficit Kínával szemben 2018-ig



Forrás: Bloomberg

Jobban látható a gazdaságpolitika hatása, ha 2019 első 7 hónapját vetjük össze 2017 azonos időszakával, amikor még kevésbé volt napirenden a kereskedelmi konfliktus kirobbanása, valamint 2015 hasonló periódusával, amikor még Barack Obama elnöki ciklusa tartott, aki más gazdaságpolitikát alkalmazott. 2015-ben 203,91 milliárd dolláros, 2017-ben 204,55 milliárd dolláros, míg a 2019-ben 197,14 milliárd dolláros volt a deficit a vizsgált időszakban. Ez alapján látható, hogy a vámtarifák alkalmazása ebből a szempontból sikeresnek mondható, hiszen – bár minimális mértékben – de idén sikerült csökkenteni a Kínával szemben fennálló külkereskedelmi deficitet.

A kereskedelmi háború eredményei

Az amerikai kormány a hazai cégek védelmét szintén kiemelt fontosságúnak tekinti. Az amerikaiak célja, hogy Kína megreformálja a rájuk vonatkozó szabályozásokat, kedvezőbb feltételekkel tudjanak az ottani piacra lépni, vagy kínai földön termelni, gyártani, és biztonságban legyen a technológiájuk. Ezek megvalósulása érdekében szintén a már említett büntető vámokkal gyakorol nyomást a kínai államra, valamint egyes cégek ellen közvetlenül lép fel, ahogy tette azt a Huawei-jel szemben.

Az amerikai kormány eszközei

A helyzet azonban összetettebb annál, hogy ilyen egyszerű módon megoldható legyen. Az amerikai elnök többször kifejtette álláspontját, mely szerint nincs szükségük Kínára, sőt nélkülük sokkal jobb gazdasági helyzetben lennének. Ennél összetettebb a helyzet, az Egyesült Államok 505 milliárd dollár értékben importált termékeket Kínából, és 130 milliárd dollár értékben exportált 2017-ben, a kereskedelmi háború indulása előtt. Kína exportja az Egyesült Államokba a gazdaságának 4,2 százaléka, míg az Egyesült Államok exportja Kínába kevesebb, mint saját gazdaságának 1 százaléka volt. A kereskedelmi háború pedig az amerikai cégeket is negatívan érinti:

## Az alábbi szektorok vállalatait kiemelten negatívan sújtják Trump intézkedései:

### Legerősebben érintett amerikai szektorok

#### 1. Autógyártók

Az amerikai autógyártók az egyik legérintettebb szektor. A kínai autóipar lassulást mutat a közelmúltban. 1990 után 2018 volt az első év, amikor csökkent a Kínában értékesített autók összesített mennyisége, ráadásul az autóvásárlások az utóbbi 13 hónapban folyamatos csökkenést mutattak, legutóbb júliusban 4,3 százalékkal estek vissza. A kereskedelmi háború nélkül is lassuló piacon kellene tehát versenyezniük az amerikai vállalatoknak, azonban a konfliktus tovább nehezíti a helyzetüket. A kínai állam december 15-től 25 százalékos vámemelést helyezett kilátásba rájuk. Ráadásul a kínai fogyasztók egyre inkább a hazai márkákat preferálják. A 2019-ben értékesített autók kevesebb, mint 10 százaléka volt amerikai, mely jelentős csökkenés az előző évi 10,9 százalékos piaci részesedéshez viszonyítva.

A Tesla számos gyártóegységét Kínába telepíti, ezzel amellet, hogy mentesül a vámok alól, olcsó munkaerőhöz is jut. A cég korábbi közleménye szerint ugyanazt az autót 55-60 százalékkal drágábban tudják legyártatni Kínán kívül. Az elektromos autógyártó kénytelen volt áremelést is végrehajtani Kínában, ezt elsősorban a kereskedelmi háborúval és a gyenge júnnal magyarázták. Az áremelés várakozásunk szerint csak időszakos és miután lezárul a gyártóegységek költöztetése, újra alacsonyabb vételáron juthatnak hozzá az autókhoz a kínai fogyasztók. A kiélezett verseny miatt ez szükséges ahhoz, hogy versenyképesek legyenek egy olyan piacon, amelyben komoly növekedési potenciál rejlik. A Tesla kínai értékesítése 2018-ban éves alapon 13 százalékkal csökkent. A trend azonban 2019-ben megváltozott, az első negyedévben 53 százalékos, a második negyedévben pedig 31 százalékos volt a növekedés 2018 hasonló periódusához képest. A növekedést a jövőben tovább gyorsíthatja melyet a helyi gyártósorok elindítása valamint az autók értékesítése után eddig fizetett 10 százalékos adókulcs eltörlése, melyet augusztus végén jelentett be a kínai állam. A Tesla kínai kilátásai pozitívnak tekinthetők, de ehhez szükséges a sanghaji termelés mielőbbi megkezdése.

Kevésbé pozitív a Ford kínai jövőképe. A vállalat értékesítése 2018-ban éves alapon 37 százalékkal csökkent az ázsiai országban és idén tovább folytatódott a trend. Az első negyedévben 48 százalékkal, a második negyedévben pedig 28 százalékkal csökkent az értékesítés 2018 azonos időszakához viszonyítva. A Lincoln eladási számai változóak. 2018-ban minimálisan, 2 százalékos volt a bővülés, míg 2019 első negyedévében éves alapon 24 százalékos csökkenést, a második negyedévben pedig 7 százalékos növekedést mértek. A Ford részvényárfolyama több mint 30 százalékot esett a kereskedelmi háború kirobbanása óta. A problémák megoldását a Ford új modellek bevezetésében látja. A tervek szerint a következő 3 évben 30 új típust mutatnak be a kínai piacon, köztük 10 elektromos autót. Ez a stratégia egyszer már sikerrel járt, amikor 2012 és 2015 között megtriplázták az értékesített modellek számát az ázsiai országban, de kérdéses, hogy a kereskedelmi háború árnyékában, lassuló kínai autóipar mellett is megoldást jelenthet-e.

## 2. Technológiai cégek

A chipgyártókat és az elektromos eszközök gyártóit szintén jelentősen sújtja a kereskedelmi háború. A félvezetőkkel foglalkozó vállalatok helyzete különösen veszélyes a magas kínai kitétség miatt. Az alábbi táblázatban az 2018-as árbevétel alapján számított kitétséget és a részvényárfolyam kereskedelmi háború óta eltelt időszakban mért változását tüntettük fel.

Intézmény	Kínai kitétség	Részvényárfolyam
Nvidia	19,50%	-25,60%
Micron	57,10%	-7,20%

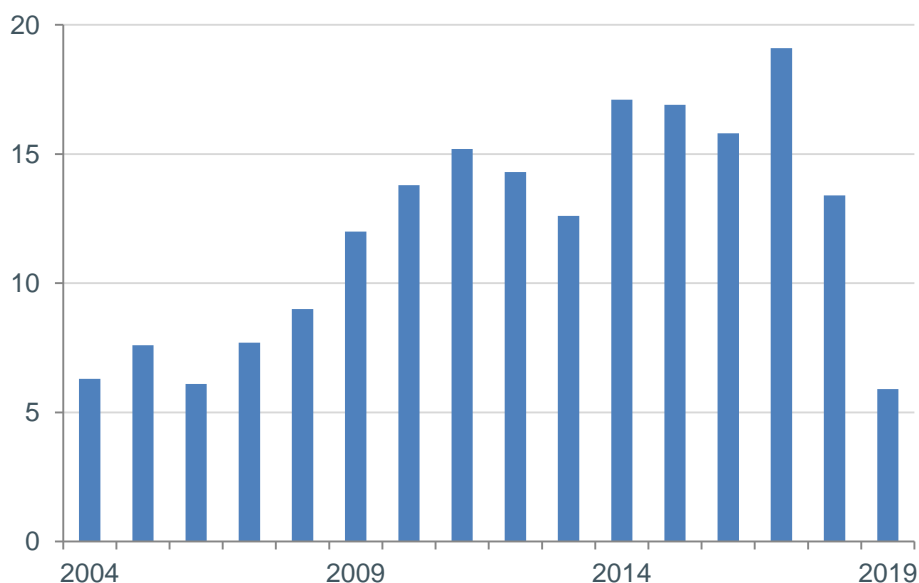
Forrás: Bloomberg

Az Apple számára is jelentős kockázatot jelent a kereskedelmi háború. Augusztus végén, a konfliktus újbóli fokozódásakor Trump egy Twitter bejegyzésben felszólította az amerikai vállalatokat gyártásuk Kínából való elköltöztetésére, erre az Apple részvényárfolyama 4,6 százalékot esett. Az Apple termékek gyártását a FoxConn végzi Kínában. Korábban már kérték a céget, hogy vizsgálja meg, hogyan lenne kivitelezhető egy esetleges költözés, azonban a gyártóegységek áthelyezése jelentős költségekkel járna, ráadásul 3 év alatt csak a gyártókapacitás 20 százalékát tudnák elköltöztetni.

## 3. Agrárgazdaság

A kereskedelmi háború jelentősen visszavetette a Kínába szállított szójabab mennyiséget a kínai állam szankciói miatt. A farmerek nehéz helyzetbe kerültek emiatt, hiszen gyakran problémát okoz számukra az új felvevőpiacok keresése. Az ábrán látható, hogy 2019 első felében a Kínába szállított amerikai szójabab mennyisége 2004 óta a legalacsonyabb szintre esett vissza.

Az Egyesült Államok szójababexportja Kínába az év első felében, (millió tonna)



Forrás: Bloomberg

## Leginkább érintett kínai szektorok

### A kereskedelmi háború negatív hatásai ugyanakkor a kínai cégeket sem kerülik el.

1. A kínai iparvállalatok, a gépipari, az elektronikai, és háztartási készülékekkel foglalkozó cégek jelentős tengerentúli kitettséggel rendelkeznek, ezért különösen érzékenyen érinti őket a kereskedelmi háború. Szemléletes példa a BOE Technology, amely OLED kijelzőket gyárt. A vállalat részvényárfolyama közel 15 százalékot esett július vége óta.
2. Az árfolyammozgásra érzékeny ingatlanpiaci cégeket negatívan érinti a jüan gyengülése, a kizárólag Kínában tevékenykedő Country Garden részvényárfolyama több mint 20 százalékot esett az áprilisi maximumhoz képest.
3. A kínai légitársaságok jelentős dollárban denominált adósságállománnyal rendelkeznek, amelyek a jüan gyengülése miatt felértékelődtek. A China Airlines 2019 első két negyedében veszteségről számolt be, a részvényárfolyam 15 százalék körüli mínuszban van idén.

A kínai részvénypiacra áramló külföldi tőke jelentősen csökkent, ráadásul ezt a tendenciát a jüan gyengülése tovább fokozta. A fogyasztói szektor vállalatainak árfolyama mégis emelkedett, köszönhetően a belső fogyasztás erősödésének. A híres likörgyártó, a Kweichow Moutai 36 százalékos éves alapú profitnövekedésről számolt be 2019 első féléve során, a cég részvényárfolyama pedig közel duplázódott idén.

Látható tehát, hogy függés kölcsönös az Egyesült Államok és Kína között. Számos amerikai cég profitja jelentős mértékben csökkenhetne, amennyiben megszűnne, vagy legalábbis csökkenne a kínai felvevőpiac, esetleg a Kínából való elköltözés elkerülhetetlenné válna, ez pedig mélybe küldhetné az amerikai tőzsdeindexeket.

### Miért fontos a tőzsdeindexek állapota az amerikai elnök és kormányának szempontjából?

Az Egyesült Államokban az S&P 500, a Nasdaq, vagy a Dow Jones index aktuális értéke az évek során az egyes elnöki ciklusok sikerének egyik fokmérőjévé vált, Donald Trump maga is gyakran posztol erről Twitter oldalán. Európában a vállalatok finanszírozása nagyrészt bankhitel formájában történik, ezzel szemben az amerikai pénz- és tőkepiacok jelentősebb szerepet játszanak a vállalatok finanszírozásában. Emiatt a részvényindexek mozgása jobban szemlélteti a gazdaság helyzetét az USA-ban. Emellett egyre több amerikai állampolgár részvénytulajdonos. Számuk a középosztályban is folyamatosan nő, ugyanakkor a részvényállomány koncentrációja egyre erősebb. A leggazdagabb 1 százalék a háztartások tulajdonában lévő részvények felét birtokolja, míg a 80-as években ennek mértéke kevesebb, mint 40 százalék volt. A Goldman Sachs tanulmánya szerint ebből kifolyólag háromszor olyan erősen érintené az amerikai lakosság leggazdagabb 10 százalékát egy esetleges részvénypiaci esés, mint a 80-as években, de 6-9. decilisben is több mint egyharmaddal erősebben jelentkezne a negatív hatás. Az amerikai tőzsdeindexek esése visszavethetné a vállalatok beruházási hajlandóságát, költségcsökkentésekre ösztökélhetné őket, így lassulhatna a bérnövekedés. Ez a fogyasztásra is rányomná a bélyegét,

## Amerikai tőzsdeindexek és ami mögöttük van

tovább lassulna a GDP-növekedés, a jelenlegi amerikai elnök pedig jelentős szavazóbázist veszíthetne a negatív folyamatok miatt.

### **Miért lehet fontos a farmerek helyzete?**

A tőzszeindexekre gyakorolt negatív hatás mellett a farmerek helyzete is fontos lehet a közelgő választások előtt. A körülbelül 2,6 millió amerikai farmer Donald Trump jelentős szavazóbázisát képezte 2016-ban, a Washington Post tanulmánya szerint több mint 75 százalékuk mellette tette le a voksát, ezzel több fontos billegő államban is ők fordították a republikánus elnök felé a mérleg nyelvét.

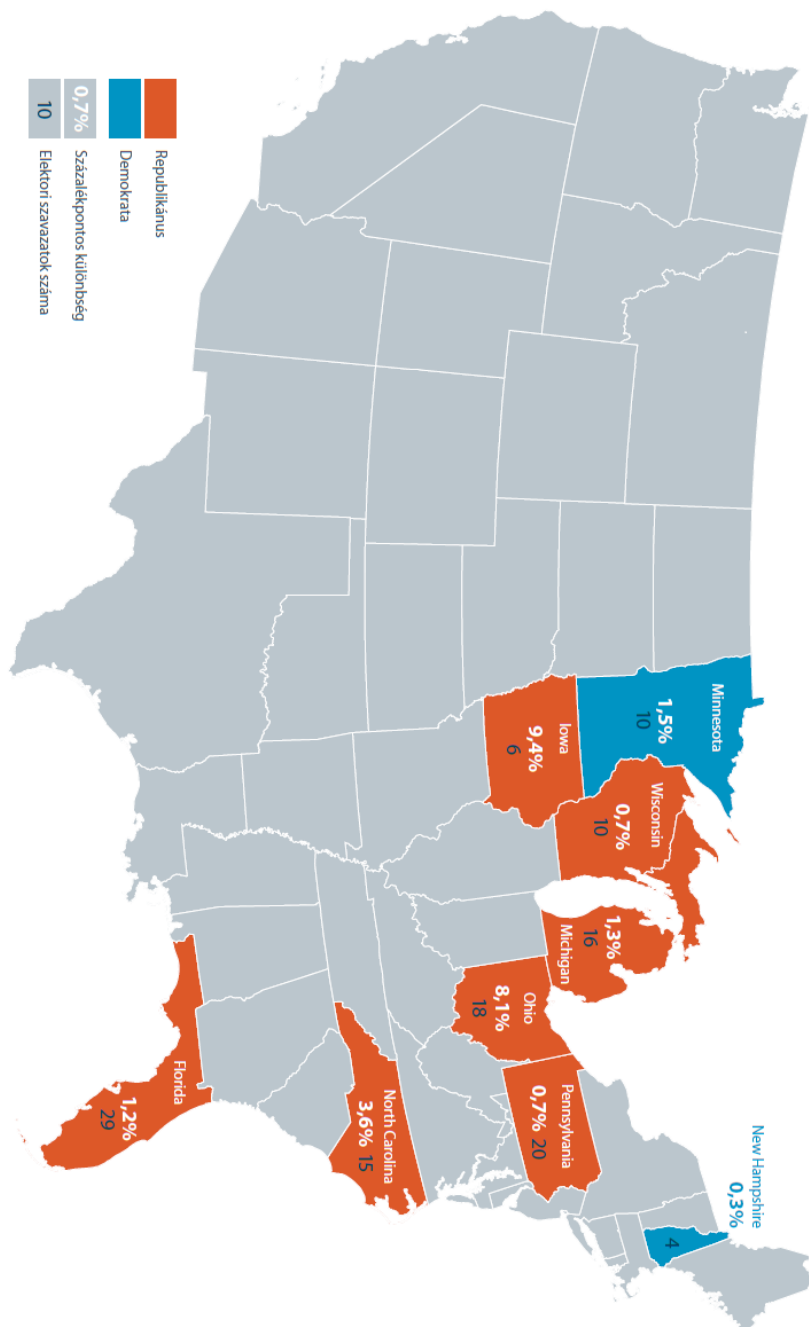
[Közeledik az elnökválasztás](#)

Az ábrán láthatóak azok az államok, amelyek a 2016-os elnökválasztás fő csataterének bizonyultak, és amelyek nagy részét sikerült Donald Trumpnak megnyernie. Ennek köszönhetően szerezte meg az elnöki pozícióhoz szükséges elektori szavazatokat, annak ellenére, hogy összességében közel 3 millióval kevesebb amerikai állampolgár tette le mellette a voksát.

**232** Hillary Clinton

**306** Donald J. Trump

Szükséges elektorok száma a győzelemhez: 270



■ Republikánus  
■ Demokrata  
0,7% Százalékpontos különbség  
10 Elektori szavazatok száma

Forrás: Bloomberg

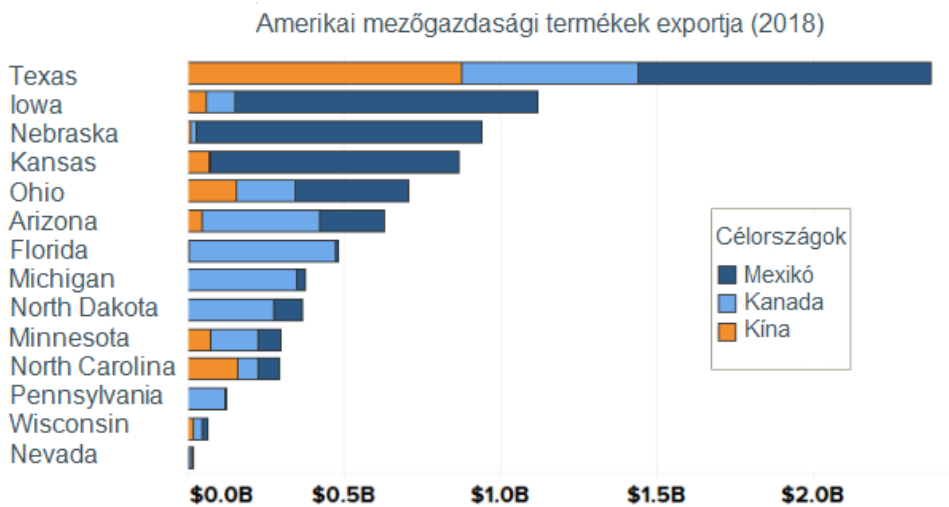


Trump 2016-os győzelmének kulcsa Pennsylvania, Michigan és Wisconsin megnyerése volt, a három államot összesen 77 744 szavazatos többséggel sikerült megszereznie, ezzel 46 elektori szavazathoz jutott, melyek elengedhetetlenek voltak megválasztásához. Az elnökválasztáson közel 129 millió állampolgár szavazott, mégis kevesebb, mint 80 ezer szavazat döntött. Az említett államok 2020-ban is kiemelt fontosságúak lesznek.

Fontos a farmerek helyzetének megoldása

Fontos csatatérnek bizonyulhatnak továbbá az olyan államok, melyek jelentős számú mezőgazdaságban dolgozó lakossal rendelkeznek és komoly mennyiségű terményt exportálnak Kínába. A Kínával vívott kereskedelmi háború miatt ugyanis komoly problémákkal szembesülnek terményeik értékesítésekor.

Kínába az alábbi államok exportáltak a legtöbbet 2018-ban:



Forrás: Bloomberg

Amennyiben nem sikerülne megállapodni Kínával az agrártermékek vásárlásáról, akkor több államban is erősödhetne a demokraták pozíciója.

Ezek közül kiemelkedik Wisconsin, ahol a korábbi kis republikánus főlény könnyen átfordulhatna a demokraták javára, akiknek az elnökjelöltje ezzel 10 elektori szavazatot nyerhetne. North Carolina helyzete szintén kritikussá válhat a jelentős kínai függés miatt, ez az állam további 15 szavazatot jelentene a demokraták elnökjelöltjének. Az elnökválasztás Iowa és Ohio államban is kiélezetté válhatna, előbbi 6, utóbbi 18 elektori szavazattal rendelkezik. Látható, hogy a demokraták számos módon megszerezhetik az elnöki pozícióhoz szükséges 38 elektori szavazatot, várhatóan rendkívül kiélezett lesz a verseny.

Billegő államok

Az agrártermékek közül a legaktuálisabb a szójabab kérdése. A következő terméshozam szeptember végétől november végéig esedékes, ha a farmereknek nem sikerülne ezeket megfelelő mennyiségben értékesíteni, akkor komoly problémával szembesülhetnének a készletek felhalmozódása miatt. A kínai államnak tehát erős ütőkártya van a kezében, a szójabab importjának esetleges leállítására akár a 2020-as választásokra is hatással lehet.

## Kik lehetnek Donald Trump kihívói?

Demokrata  
elnökjelöltek

A felmérések szerint a két legesélyesebb kihívó jelenleg Elizabeth Warren és Joe Biden.

### 1. Elizabeth Warren

Massachusetts demokrata szenátora korábban Barack Obama tanácsadójaként is dolgozott 2010-11 között. Programjában a washingtoni korrupció leszámolását és a középosztály újjáépítését ígéri. Célja az amerikai demokrácia, a törvény előtti egyenlőség megerősítése. Warren nem ellenzi a vámtarifákat, azonban úgy gondolja, hogy fontos, hogy az amerikai elnök rendelkezzen egy kész tervvel a helyzet megoldása érdekében és ne okozzon Trumphoz hasonló káoszt. Az elnökjelölt meglehetősen baloldali adóprogrammal rendelkezik, jelentősen megadóztatná a leggazdagabb amerikai állampolgárokat. Évi 2 százalékos adót fizettetne az 50 millió dollárnál nagyobb eszközállománnyal rendelkező háztartásokkal, évi 3 százalékos adót pedig a legalább 1 milliárd dolláros vagyonnal rendelkezőkkel.

### 2. Joe Biden

A politikus 1973-2009 között Delaware demokrata szenátoraként dolgozott, 1988-ban elnökjelölt volt, de egy politikai malőr miatt visszalépésre kényszerült, miután plagizálta az egyik beszédét. Ezt követően a 2008-as elnökválasztáson is jelöltté vált, azonban a demokraták versenyében alulmaradt Hillary Clinton-nal és Barack Obama-val szemben. Ezt követően Barack Obama felkérte alelnökének, melyet elfogadott és 2009-17 között ezt a pozíciót töltötte be. Joe Biden víziója, hogy megerősítsék az Egyesült Államok gerincét, a középosztályt, példamutató módon vezessék a világot, valamint minden amerikai állampolgárra kiterjessék a demokráciát. A kereskedelmi háborúban Joe Biden szerint az USA-nak szövetségeseket kellene keresnie a Kína elleni harchoz. Véleménye szerint ebben az esetben lehetne Kínát változásra kényszeríteni, hiszen az ázsiai ország egységes fellépés esetén kénytelen lenne változtatni a szellemi értékek eltulajdonításától az árfolyam befolyásolásáig, minden kritizált területen.

Az Egyesült Államok kormánya szeptember elsejétől bevezette a korábban belengetett 15 százalékos vámtarifákat 110 milliárd dollár értékű kínai áruira. A vámok számos fogyasztói cikket érintenek, például cipőket, textil termékeket, és olyan technológiai termékeket, mint az Apple Watch. További 160 milliárd dollár értékű kínai importra december 15-től tervez 15 százalékos vámtarifákat kiszabni Donald Trump. A kínai válasz sem maradt el, bár nem a tervek szerint alakult. Összesen több mint 5000 féle amerikai árura, 75 milliárd dollár értékben vezetnek be vámokat, de ezeknek nagyjából harmada lépett csak életbe szeptember elsejétől, a többi bevezetését december 15-től helyezték kilátásba.

Összességében megállapítható, hogy bár Donald Trump még számos taktikát alkalmazhat a kereskedelmi háború során, a farmerek helyzetének rendezése, valamint az amerikai tőzszeindexek emelkedése kiemelt fontosságú lehet számára a jövőben. A következő választás megnyerése várhatóan minden más törekvést felülír. Jól szemlélteti ezt a közelmúltban enyhülő kommunikáció, Trump többször dicsérte a kínai elnököt, ezzel személyes gesztust is tett felé, valamint a tárgyalások október eleji folytatásáról is megállapodtak a felek. Ennek fényében a december 15-től kilátásba helyezett vámtarifák sorsa sem tűnik egyértelműnek. A karácsonyi bevásárlás során a fogyasztókat különösen

Trump lehetséges  
stratégiái

érzékenyen érinthetné az áremelkedés, így a két ország közötti egyeztetések során várhatóan felmerül az a lehetőség, hogy halasszák, esetleg be sem vezessék az említett vámtarifákat.

A választások közeledtével tovább enyhülhet a konfliktus. Amennyiben a felmérések alapján komoly veszélybe kerülne Trump újraválasztása, akár az is elképzelhető, hogy az amerikai elnök egy kevésbé kedvező megállapodást is bevállaljon Kínával. Ezt követően egy erőteljes pozitív kampányt folytathatna külpolitikai sikeréről, majd megválasztását követően újult erővel kezdhethet meg ismét a kereskedelmi háborút. Ha a megállapodásra nem lesz szüksége Trumpnak a kampány során, akkor a demokraták elleni negatív kampányt helyezheti előtérbe. Az elnök korábban is tett több megjegyzést, hogy a kínai állam azt szeretné, hogy a következő elnök demokrata legyen, így egy Kína számára kedvező egyezséget köthessenek vele. Néhány napja elmondta, hogy a következő elnöki ciklusban még nehezebb lehet a megegyezés, ezekkel a kijelentéseivel igyekezhet azt kommunikálni a választók felé, hogy a tárgyalások még keményebbé válhatnak a jövőben. Azok lefolytatására így végképp alkalmatlanok lennének az általa erőltet tárgyalónak beállított demokraták. Sok minden történhet még a választásokig, de bármi is lesz forgatókönyv, az egyértelműen látszik, hogy a kereskedelmi háború az elnökválasztási kampányok kulcsfontosságú témája lesz.

A következő elnöki ciklusra marad a döntés?

## Inverz hozamgörbe, negatív kötvényhozamok

A hozamgörbe mentén végig negatív hozamokat láthatunk Németországban, Franciaországban és Svájcban is. Ez alapvetően ellentmond a korábbi gazdasági teóriáknak, miszerint amikor hitelt nyújtunk, azért pozitív kamatot várunk el, ami kompenzál a kockázatokért, és az elhalasztott fogyasztásért. A befektetők azonban a növekvő gazdasági bizonytalanság miatt keresik a biztosnak tűnő befektetéseket, ezért hajlandóak fizetni is azért, hogy ezen országok állampapírjaiba fektethessenek. Emellett egyes intézményi pénzügyi befektetők kezelt vagyonuknak befektetési politikájukban meghatározott hányadát kötelesek állampapírban tartani, mely alól a negatív hozamok esetén sem kapnak felmentést.

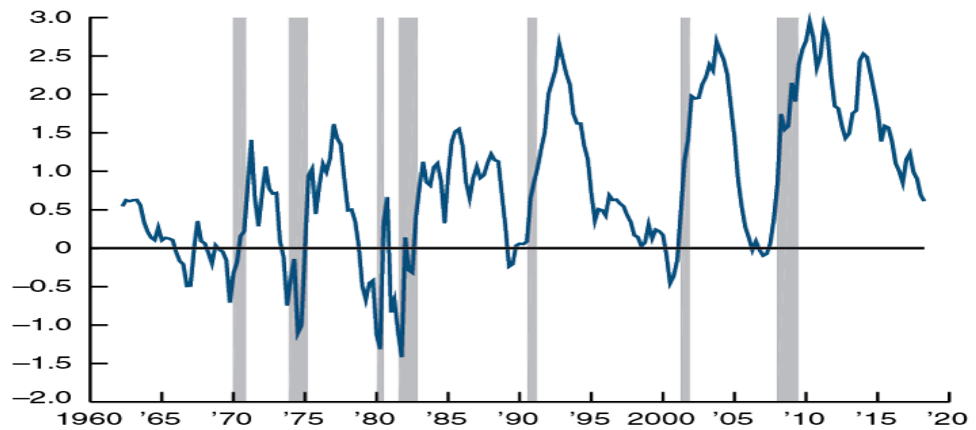
A növekvő bizonytalanság és a Fed is felelős az inverz hozamgörbéért

## Recesszió közeleg?

Augusztus 13-án az amerikai hozamgörbe invertálódott, amire 2007 óta nem volt példa. Ez azt jelenti, hogy a rövidebb lejáratú kötvények alacsonyabb hozamot biztosítanak a befektetőnek, mint a hosszabb lejáratú rendelkező értékpapírok. A 2 és 10 éves lejáratok különbségén van kiemelt befektetői figyelem. Normális esetben a hozamgörbe emelkedő pályát mutat, azaz prémiumot várnak el a befektetők, azért hogy hosszabb időre kössék le pénzüket. Az a befektető azonban, aki arra számít, hogy a jövőben alacsonyabb hozamok lesznek érvényben, hajlandó lehet hosszabb távra is a rövid távú kamatoknál alacsonyabb kamatok mellett hitelezni. Az amerikai hozamgörbe invertálódását magyarázhatja részben az is, hogy a FED a QE program keretén belül intenzíven növelte mérlegében a hosszú lejáratú amerikai állampapírok állományát, ezáltal csökkentve a piacon elérhető 10 éves kötvények mennyiségét, lenyomva hozamukat. A QE program kötvényhozamokra gyakorolt hatásának pontos számszerűsítése nehezen kivitelezhető, de véleményünk

szerint a Fed beavatkozása nélkül nem invertálódott volna az amerikai hozamgörbe. A befektetők szerint a hozamgörbe invertálódása megbízható előrejelzője annak, hogy egy éven belül beüt a recesszió. Az elmúlt 50 évben ugyanis csupán egyszer fordult elő, hogy inverz hozamgörbét követő egy évben nem következett be recesszió, míg az öt gazdasági lassulást megelőzően mindig megfelelő jelzést adott.

Az elmúlt 50 évben csak egyszer adott téves riasztást az inverz hozamgörbe



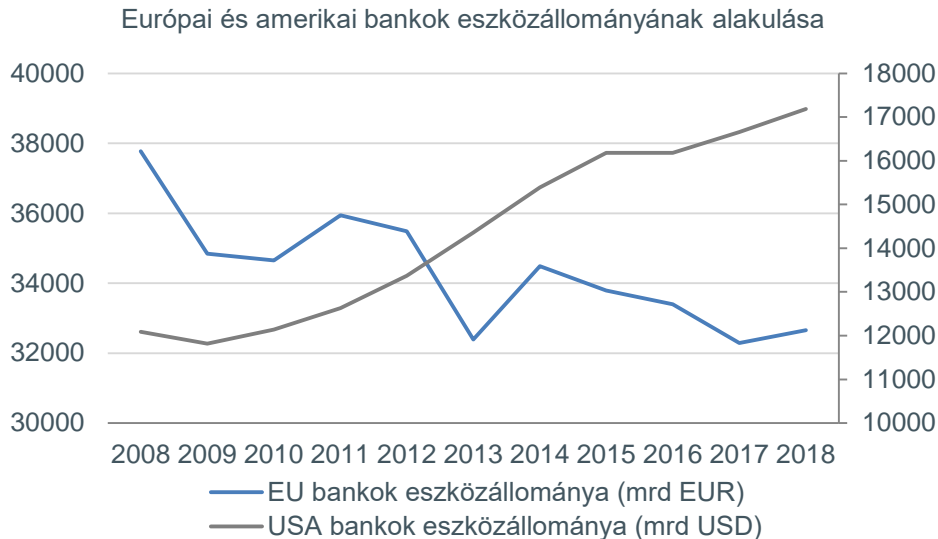
Forrás: Chicago Fed

### Hatása a bankokra

A rendkívüli alacsony kamatkörnyezet a hitelfelvevőknek kedvez, ezzel próbálják a jegybankok ösztönözni a gazdasági szereplőket beruházásuk, fogyasztásuk növelésére, amitől gazdasági növekedést remélnek. Az EKB amellett, hogy refinanszírozási kamatrátáját nullán tartja, betéti kamatát mínusz 0,4 százalékban határozta meg legutóbb, amivel a kereskedelmi bankokat próbálja hitelkihelyezésre ösztönözni, ahelyett, hogy likviditásukat a központi bankban parkoltatnák. Kérdés, hogy a monetáris ösztönzés ezen formája mennyire ér célba, illetve milyen károkat okoz az európai bankrendszerben.

A monetáris lazítás ellenére sem nőtt az európai bankok eszközállománya

Az EKB által fenntartott negatív betéti kamatok ugyanis jelentős terhet rónak az amúgy is igen bizonytalan lábakon álló európai bankrendszerre. Az EU tagállamainak bankjai közel 1,4 százalékos nettó kamatmarzssal dolgoznak csupán. Ennek fő oka, hogy a negatív betéti kamatok költségét eddig nem hárították át az ügyfelekre, félve attól, hogy azok bankbetétek helyett készpénzben tartanák inkább. Így a bankok egyik legjelentősebb profitabilitást befolyásoló tényezője a nettó kamatmarzs - a hitelek után kapott kamatok összege csökkentve a fizetett kamatokkal – jelentősen zsugorodott az elmúlt években. Ez az egyik legjelentősebb oka annak, hogy Európa 187 legnagyobb bankja az elmúlt öt évben csupán átlagosan 7,2 százalékos ROE ért el. Az alábbi ábrán látható, hogy a rendkívül laza monetáris feltételek ellenére sem növelték hitelállományukat a bankok. A nyomott kamatmarzsok és bizonytalan gazdasági kilátások miatt a hitelintézetek várhatóan nem fognak jelentős erőfeszítéseket tenni hitelezésük növelésére, egy esetleges további monetáris lazítás ellenére sem.



Forrás: EKB, Fed

Az amerikai bankok jelentősen magasabb jövedelmezőség mellett tudtak működni, átlagosan 12 százalék körüli tőkearányos megtérülést értek el tavaly. Az ő esetükben a nettó kamatmarzsot a hozamgörbe laposodása rontotta, de még így is 3 százalék felett alakult az elmúlt egy év során. A bankok ugyanis rövidtávon finanszírozzák magukat, míg kamatbevételeik a hosszabb lejáratok határozzák meg, így az az előnyös számukra, minél magasabb a hozamgörbe meredeksége. Az amerikai hozamgörbe a kamatvágási várakozások miatt azonban egyre inkább laposodott, majd inverzbe is fordult az utóbbi évben. Véleményünk szerint az év második felében már nagyobb az esély arra, hogy az amerikai hozamgörbe meredeksége növekedjen, ami kedvező hatással járna az amerikai bankokra nézve. Történhet ez a recessziós félelmek mérséklődése miatt, vagy pont ezen félelmekre válaszul a FED kamatcsökkentéseinek hatására.

Az amerikai bankokat nem nyomasztják a negatív kamatok stabilan növelték hitelezésüket

### Hova tovább kamatok, avagy a monetáris politika további lehetőségei

A fentieket összegezve elmondhatjuk, hogy az Európai Központi Banknak nem sok puskapora maradt a monetáris ösztönzés terén. Hiába csökkenti tovább a betéti kamatokot, vagy kezdi meg újra a mennyiségi lazítási programot, a bankok várhatóan nem fognak többet hitelezni egyrészt a gazdasági bizonytalanságok miatt megnövekedett hitelezési kockázatok, másrészt pedig a rendkívül nyomott nettó kamatmarzsok miatt. A monetáris lazítás kulcsa pedig a kereskedelmi bankrendszer, amin keresztül eljut a gazdasági szereplőkhöz a többlet likviditás, remélve, hogy azt a gazdasági növekedést elősegítő fogyasztásra vagy beruházásra fordítják.

Kettős betéti kamatot vezethet be az EKB

A negatív betéti kamatok bankrendszert sújtó költségeinek mérséklésére az Európai Központi Bank kettős betéti kamat meghatározása mellett is dönthet. Ez úgy működne, hogy a jegybank egy meghatározott betéti szintig nem alkalmazná a büntető negatív kamatokot, csupán a limitet meghaladó betétek után fizetnének a kereskedelmi bankok kamatot az EKB-nak. Ilyen rendszer bevezetésre Dániában került sor eddig, de csak átmenetileg volt érvényben. A kettős betéti kamatok lehetővé tennék a monetáris politika finomhangolását, ám

egyes kritikusai szerint a rövid kamatok emelkedésével a monetáris kondíciók szigorodásához vezetne, ellentétben az EKB szándékaival.

Negatív betéti kamatokat kezdtek el alkalmazni egyes európai bankok

A bankrendszert érintő negatív kamatokhoz való alkalmazkodás másik formája a kereskedelmi bankok által a lakossági ügyfélbetétek után felszámolt negatív kamatok alkalmazása. Eddig ezt csupán néhány bank lépte meg félve a betétállományuk drasztikus csökkenésétől, az utóbbi időben azonban egyre több pénzintézet helyezte kilátásba ezt a megoldást. A UBS novembertől lépteti életbe a 2 millió svájci frankot meghaladó betétek feletti összegre kivetett -0,75 százalékos kamatát, míg a dán Jyske bank augusztusban jelentette be, hogy a 7,5 millió dán koronát meghaladó lakossági ügyfélbetétek után 0,6 százalékos kamatot számít fel. Egyes országok törvényei ugyanis – Magyarországgal ellentétben, ahol a Polgári Törvénykönyv kimondja, hogy a betét összegét vissza kell fizetni a betétesnek – nem zárják ki a negatív kamatok alkalmazását lakossági ügyfelek esetében sem.

**DÁNIA:** lehet máshogy is csinálni

Dániában a bankok profitálni tudtak a negatív kamatokból. Lars Rohde jegybankár szerint a dán bankrendszer összességében profitált a negatív kamatokból, aminek oka, hogy a bankrendszer legnagyobb szegmense a jelzáloghitelezés, ahol a bankok nem hitelnyújtóként, hanem közvetítőként tevékenykednek. A kereskedelmi bankok kötvénykibocsátás útján kapcsolják össze a hitelezőket az adóssokkal, amiért szolgáltatási díjat számolnak fel. Így a bankok jövedelmezősége nem sérült egyrésztől azért, mert a díjakat jelentősen emelték a bankok az elmúlt években, másrésztől a jelzáloghitelezés erősen fellendült a negatív hitelkamatoknak köszönhetően, ráadásul a befektetők a negatív kamatok ellenére is vásárolták a jelzálogkötvényeket. A dán jegybankár szerint azonban nem szabad alulbecsülni a negatív betéti kamatok következményeit, melyek jelentős terhet jelentenek a hagyományosan betéteket gyűjtő pénzintézeteknek.

Európában a monetáris eszköztár kifulladásban, a fiskális politika segíthet

Az EKB által alkalmazott negatív betéti kamatok bankrendszerre gyakorolt kedvezőtlen hatását támasztja alá az University of Bath által végzett kutatás is. A tanulmány kimutatta, hogy az Európai Központi Bank által felszámolt betéti kamatok az európai bankok hitelkihelyezésének csökkenéséhez vezettek.

Európában a monetáris politika korlátossága miatt a fiskális politika eszközei lehetnek hatékonyabbak a gazdaság élénkítéséért folytatott harcban. A vezető európai nagyhatalmak azonban makacsul tartják magukat a rekord alacsony költségvetési hiányuk megtartása mellett. Németország például 2014 óta költségvetési többlettel rendelkezik, míg Olaszországban és Franciaországban is csupán 3 százalék alatti a költségvetési hiány az elmúlt három évben. A legutóbbi nyilatkozatok alapján a német kormány azonban elsőként engedhet a gyeplőn, és indulhat el a fiskális lazítás irányába.

Az amerikai jegybanknak ezzel szemben nagyobb mozgástere van kamatcsökkentésre, ami várhatóan a hozamgörbe meredekebbé válásával járna, így ösztönzőleg hatna a bankokra is, akik az így növekvő kamatmarzsok miatt szívesebben növelnék hitelkihelyezésüket.



## Bluechipek

### OTP

A második negyedévben rekord eredményről számolt be az OTP. A legnagyobb magyar bank adózott eredménye a valaha volt legmagasabb volt, és jelentősen meghaladta az elemzői konszenzust. A májusban bejelentett szlovén akvizícióval, amikor is megvásárolták a Societe Generale helyi leányát, lezárulhatnak a felvásárlások. A cég vezetősége nem zárkózott el ugyan az újabb tranzakciótól, és a szlovén Abankára is tettek – végül sikertelen – ajánlatot, azonban mostantól a felvásárlások integrációjára kerülhet át a hangsúly. A részvény az idei évben eddig a 11 500 és a 13 000 forintos sávban mozgott, közepes volatilitás mellett.

Rekord profit

A növekedés motorja az organikus növekedés, és a felvásárlások integrációja volt. A második negyedévben az adózási utáni eredmény 23 százalékot emelkedett éves alapon, melyből 17 százalék volt organikus növekedés. A maradék 6 százalék pedig az albán és bolgár akvizíciók integrációjából adódott. A jó leányi eredmények miatt 42 százalékra emelkedett a külföldi profit hozzájárulás a tavaly ilyenkor 33 százalékról, de az első negyedévhez képest enyhén csökkent ez az arány.

Integráció is segíti a jó eredményt

A bank bevételein belül a nettó kamatbevétel 17 százalékkal bővült éves alapon, mely a volumen növekedésének köszönhető. Az OTP csoportnak sikerült kihasználnia a kedvező gazdasági környezetet. A fogyasztási hitelek folyósítása 24 százalékkal, a lakáshiteleké 10 százalékkal bővült éves alapon. Egyéb bevételek tekintetében a díj és jutalékbevételek 18 százalékkal emelkedtek az üzleti aktivitás élénkülésének köszönhetően. Összességében a teljes bevétel szintje 8 százalékkal haladta meg az idei első negyedévet.

Az egy részvényre eső korrigált adózott eredmény 24 százalékkal emelkedett éves alapon, így 429 forint volt a negyedévben. A leányok közül a legnagyobb növekedést a horvátországi operáció érte el, melyet felvásárlás is segített, de így is kiemelkedő a 91 százalékos éves profit emelkedés. A bolgár operáció 29 százalékkal növekedett, elsősorban az Express Bank integrációjának köszönhetően, míg az ukrán leány 42 százalékos növekedést ért el.

A negyedévben sikerült a tavalyi 55,2 százalékos költség bevétel arányt 52,1 százalékra javítani, a jelentősen növekvő bevételeknek köszönhetően. A magyar operáció költsége 10 százalékkal emelkedett éves alapon. A költségeket az IT és digitális fejlesztések, az irodákkal kapcsolatos költségek, valamint a tanácsadói költségek növelték jelentősen. A személyi jellegű ráfordítások is emelkedtek, a magasabb bérek és egyszeri kifizetések miatt. A kockázati költségek ugyan emelkedtek éves alapon, de jóval kisebb mértékben, mint azt az elemzők várták.

Javult a költség bevétel arány

Júliusban a Societe Generale montenegrói leányának akvizíciójának lezárását jelentették be, ezzel tovább erősítve az OTP vezető szerepét az országban. A két montenegrói leány összeolvadására 2020-ig kerülhet sor. A moldáv akvizíció integrációjára is sor kerülhet idén. A következő években várhatóan a többi felvásárolt Societe Generale leányt is integrálhatják, ezzel tovább csökkenthetik a hazai bank részarányát az eredményből.

A bank eredménye várhatóan tovább emelkedik a következő években, melynek két fő motorja van. A regionális makrogazdasági környezet kitűnő. A hazai GDP a következő években is 3,5 százalék felett emelkedhet, aminek köszönhetően pedig a két számjegyű hitelkihelyezés növekedés is folytatódhat. Magyarországon emellett a most bevezetett kedvezményes családi hitelek is segíthetik a bank eredményét. A CSOK-ot jelentősen kiterjesztették, valamint bevezették a friss házásoknak járó kedvezményes 10 millió forintos személyi hitelt. Az ingatlanárak további növekedése is növelheti a kihelyezett hitelek volumenét. A régióban még mindig jóval alacsonyabb a magánszemélyek eladósodottsága, mint a 2008-as válság előtt, és elmarad a fejlett országok hasonló mutatójától is. Emiatt várható, hogy a közeljövőben a bank növelni tudja a bevételeit, továbbá a rossz adóságok miatt képzendő tartalék is alacsony maradhat. A másik növekedési motor a frissen vásárolt leányok integrációja, és az OTP csoport regionális bankká alakulása adhatja. A kettőnek köszönhetően az OTP akár 20 százalékkal is növelheti az eredményességét.

#### Kannibalizációs kockázatok

A kedvező helyi makrokörnyezet ellenére vannak kockázatok is. Magyarországon az új, támogatott hitelek kannibalizálhatják az egyéb magasabb marzsú hiteleket, az MNB a szeptemberi hitelezési folyamatokat összefoglalójában már meg is jegyezte, hogy valószínűleg az új babaváró hitelek miatt csökkent a lakáshitelek volumene júliusban. Valamint a Magyar Nemzeti Bank letérhet a szigorítási pályáról és a régióban több jegybank is kamatvágással reagálhat a változó fejlett piaci jegybanki politikára, ezzel tovább erodálva a banki marzsokat. A cég bérköltségei jelentősen emelkedtek, nem csak az emelkedő létszám miatt. A munkaerőpiac szűkülése, főleg Magyarországon, várhatóan a jövőben is folytatódni fog. Hazánkban a következő két évben akár új kihívóval is találkozhat az OTP, amennyiben megvalósul a piacon a várt konszolidáció. A cég emellett olyan piacokon erős, ahol a politikai kockázat jelentősen magasabb, mint a fejlett piacokon. A bank átalakulása jelentős költségekkel is járhat. Eddig ugyan sikeresek voltak az integrációk, azonban a jövőben ez nem garantált, és rejtett kockázatok is vannak.

#### Pozitív gazdasági környezet

Az OTP várhatóan továbbra is jó eredményeket fog szállítani, két számjegyű növekedés lehet bevétel, és eredmény soron is, amit a kedvező makrokörnyezet, és a sikeres integrációk támogathatnak. A kockázatok közül azonban kiemelendő az esetleges marzs szűkülés, és az emelkedő integrációs és személyi költségek.

OTP 2018-2019



Forrás: Bloomberg

## RICHTER

Hegyet-völgyet megmászott a Richter az év eleje óta. Az első három hónap során a bevételek növekedése meghaladta ugyan a várakozásokat főleg a Vraylar royalty dinamikus bővülésének és jelentős mérföldkőbevételeknek köszönhetően. Azonban az Esmya értékesítéséből származó bevételek messze elmaradtak a menedzsment korábban kiadott prognózisához képest. Több fronton is problémákat támasztott a Richter elé az EU-s piacokra bevezetett szerializációs szabályozás, ami magasabb csomagolási és nyomonkövethetőségi követelményeket támaszt a vényköteles gyógyszerek esetében. Ez nemcsak a költségeket növelte meg, ahogy a vezetőség azt korábban várta, hanem a legyártott termékek mennyisége is csökkent, miután a gyártási kapacitások szűk keresztmetszetet jelentettek az alkalmazkodás során. A második negyedév eredményei azt mutatták, hogy a vállalat sikerrel abszolválta a szerializációs kihívásokat: az EU-s bevételek szépen visszakapaszkodtak annak ellenére, hogy az Esmya láthatóan nem lesz képes a májkárosodás gyanújával indított vizsgálatot megelőző értékesítési szinteket elérni. Az Esmya-ról nem várható érdemi pozitív hír, tekintve, hogy a Richter szabadalmi joga 2020 májusában lejár, így véleményünk szerint a gyógyszergyártó nem fog jelentős erőforrásokat fordítani a termék fellendítése érdekében.

Megküzdött a Richter a szerializáció kihívásaival

A Vraylar royalty dollárban elszámolt összege 60 százalékkal, 60 millió dollárra nőtt az első félévben az előző évhez képest, és 25 millió dollár értékű mérföldkőbevételt is elszámolhatott a Richter. Az amerikai piacon Vraylar-ként forgalmazott gyógyszer több országban is bevezetésre került a második negyedévben. Május és június során a Richter kiterjesztette a hatóanyag forgalmazását Ausztráliára, Új-Zélandra, valamint a Latin-Amerika legfontosabb piacaira. Júliusban pedig a HIKMA-val kötött kizárólagos licenc megállapodás keretében az észak-afrikai térség egyes országaiban is forgalomba került a gyógyszer. Ezek a piacok azonban az amerikaihoz képest jelentősen kisebbek, így számításaink alapján legfeljebb 10-12 millió dollárral növelhetik a bevételt,

Új piacokon indulhat be a Vraylar

ami forintban kifejezve közel 1 százalékot jelent. A befektetők öröme, május végén érkezett a bejelentés, miszerint az FDA engedélyezte a Vraylar kiterjesztett alkalmazási előíratát az I. típusú bipoláris betegséghez társuló depressziós epizódok kezelésére (bipoláris depresszió) felnőtt betegeknek, mellyel jelentősen nő a gyógyszer felhasználhatósági köre. Ez biztosíthatja, hogy a Richter továbbra is dinamikusan növelje a Vraylar-ból származó royalty bevételeket 2029-ig, a szabadalom lejártáig.

A költségek alakulásán  
lesz a fő hangsúly

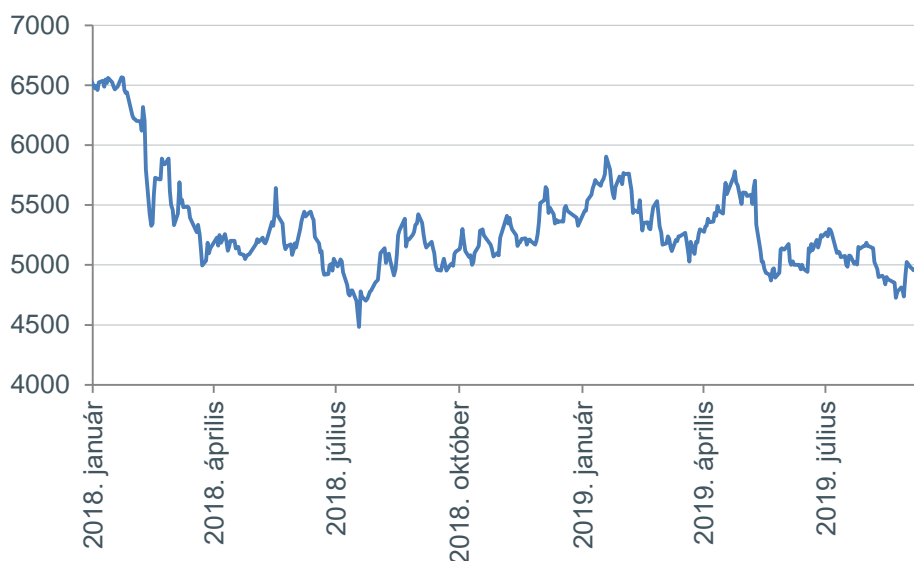
Hiába azonban a növekvő bevételek, a befektetőket aggasztja a fedezeti hányad eróziója. 2019 első felében ez a mutató 56,9 százalékra csökkent a tavalyi 58,1 százalékról. Ennek oka a hagyományos piacokon forgalmazott generikus termékek ár- és fedezetcsökkenése, melyet a növekvő verseny és reguláció okoz. Továbbá a kevésbé jövedelmező nagykereskedelmi tevékenységből származó bevételek részaránya is emelkedett, és a régióban is jelentős bérnövekedés tapasztalható. Ezek a folyamatok egyelőre tartósnak tűnnek, sőt a fedezeti hányad további csökkenésére is jó esélyt látunk, melyek hosszú távon rontják a Richter jövedelmezőségét, és befektetői megítélését. Számos elemző csökkentette a Richterre vonatkozó célárfolyamát az elmúlt hónapok során.

Kedvező  
bevétel-dinamika  
várható

Az idei évben a bevételek 5-6 százalékos növekedésével számol a menedzsment. Az első félév során elkönyvelt bevétel 5,6 százalékkal haladja meg a tavalyit, így a második félévben is hasonló növekedésre lesz szükség a cél teljesítéséhez. Az idei első negyedévben bevételnek könyveltek el 25 millió dollár értékű mérföldkő bevétel kifizetést, ami 3 százalékot magyaráz a féléves növekedésből. A második félévben mérföldkőbevétel hiányában a rendes bevételek nagyobb ütemű növekedésére lesz szükség, hogy tartani tudják az éves célt. Ehhez az szükséges, hogy a második negyedév kedvező bevétel-dinamikája folytatódjon az év második felében is.

A bevételek növekedésén túl azonban láthatóan több kell a befektetők megnyeréséhez. Kiemelt figyelemmel kell kezelni a fedezeti hányad alakulását, ami az elmúlt negyedévekben sorra csökkent. Kérdés, hogy sikerül-e javulást, vagy legalább stabilizálódást felmutatni. A Vraylar az év második félévében is remekelhet. Várakozásaink szerint közel 140 millió dollárra nőhet a gyógyszer értékesítése után kapott royalty bevétel, ami 56 százalékos növekedést jelent tavalyhoz képest. Ez forintban számolva a bevételek közel 9 százalékát teszi ki, míg a tavalyi EBITDA felének megfelelő összeget jelent. Ellenben az Esmya bevételek esetében nem számítunk érdemi javulásra. Valamint a vezérigazgató elmondása szerint a szerializáció költségnövelő hatása a második félévben is érezhető lesz. Az év második felében magasabb költségekre kell számítani, amit a jó Vraylar számok sem fognak tudni kompenzálni, így az üzemi eredményhányad várhatóan tovább csökken.

Richter 2018-2019



Forrás: Bloomberg

## MOL

Az első félévben a kedvezőtlen külső környezet miatt a MOL EBITDA-ja 3 százalékkal csökkent éves összehasonlításban. Különösen a jelentősen átlag alatti finomítói marzsok rontották az eredményt az első hat hónapban. A tavalyi év átlaga 5,4 dollár volt hordónként, míg idén ez 3,3 dollárra csökkent. Ennek oka elsősorban a Brent és Ural nyersolaj árfolyam-különbözetének csökkenésében keresendő. Ennek köszönhetően a finomítási üzletág újrabeszerzési árakkal becsült tisztított EBITDA-ja 33 százalékkal esett vissza éves alapon. A második negyedév finomítói eredménye azonban pozitív meglepetést okozott, az EBITDA már „csak” 29 százalékkal csökkent éves alapon szemben az első negyedév 41 százalékos esésével. A második negyedév eredményét javította a szokásosnál magasabb nagykereskedelmi árrés, ami a finomított termékek régiós kínálatának csökkenése miatt alakult ki. A barátság kőolajvezetéken érkező szennyezett olaj miatt ugyanis egyes finomítók a régióban kevesebbet tudtak termelni, míg a MOL saját készleteiből tudta fedezni nyersolaj-szükségletét, így teljes kapacitás mellett tudott működni. A kitermelési üzletág eredménye stabilan alakult az első félév során, mindössze 2 százalékkal csökkent éves alapon. A kitermelt napi szénhidrogén-mennyiség a vezetőség célkitűzéseit meghaladóan 113,6 ezer hordóra emelkedett az egy évvel korábbi 109,6 ezer hordóról, miközben a realizált szénhidrogénárak 3 százalékkal csökkentek. Az eredményt segítette a dollár jelentős erősödése a forinttal szemben. A fogyasztói szegmens az első félévben is hozta a papírformát, és jelentősen, 17 százalékkal növelte eredményét. A Fresh Cornerek száma 38 százalékkal, 765 darabra növekedett. A nem üzemanyagok értékesítéséből származó bevételek aránya 28,3 százalékra emelkedett az egy évvel korábbi 27 százalékról.

A második félévben a finomítói üzletág eredményének további javulását várjuk, míg a kitermelési szegmens eredményét egy esetleges további olajár-csökkenés

Nyomott finomítói marzsok, gyenge Downstream eredmény

Az erős dollár segítette a kitermelési üzletágot

### Emelkedő finomítói marzsok

veszélyeztetheti. A júliusi adatok, és a vezetőség várakozásai alapján a második félévben normalizálódhat a Brent-Ural árának különbözete, aminek köszönhetően a finomítói marzsok is felfelé mozdulhatnak el az elmúlt hónapok rendkívül nyomott értékei után. Valamint a harmadik negyedévben is az átlag felett alakulhat a második negyedévben kialakult magasabb nagykereskedelmi árrés. A vegyipari és fogyasztói szolgáltatások üzletág pedig hozhatja a tőle megszokott stabil növekedést a második félévben is.

### IMO szabályozás közeledtével nőhet a dízel iránti kereslet

2020-ban lép életbe az IMO szabályozás, aminek célja, hogy csökkentse a globális hajózási szektor károsanyag-kibocsátását. Az új rendelet a hajók által használt üzemanyag kéntartalmát 0,5 százalékban maximalizálja a korábbi 3,5 százalékhoz képest. Jelenleg a leggyakoribb hajózási üzemanyag kéntartalma 2,7 százalékos. Az átállás várakozások szerint jelentősen meg fogja növelni a keresletet a dízelüzemanyagok iránt. Ebből a változásból a MOL profitálhat, ugyanis eddig sem gyártott magas kéntartalmú üzemanyagot, a dízel termékek pedig a finomítói termelésének közel 50 százalékát teszik ki. Mivel az IMO szabályozás január 1-jétől már életbe lép, az arra való felkészülés már korábban megkezdődhet a hajózási vállalatok részéről, így a dízel iránti keresletnövekedés pozitív hatásai már a második félévben is láthatóak lehetnek.

### Nyomás alatt maradhat az olaj

A globális gazdasági lassulás miatt az olaj világpiaci ára csökkenhet a második félévben, ami nem kedvez a kitermelési üzletág eredményének. Ezt némileg ellensúlyozhatja a stabil, vagy enyhén növekvő kitermelési volumen és a dollár erősödése a forinttal szemben. A vezetőség 2,3 milliárd dolláros EBITDA-célt tűzött ki 2019-re, ennek pontosan a fele, 1,15 milliárd teljesült az első félévben. A Bloomberg elemzői konszenzusa ennél is magasabb összeget, 2,45 milliárd dollárt vár az idei évre. Ennek megugrásához a finomítói üzletág javuló eredménye mellett arra is szükség van, hogy az esetlegesen csökkenő olajárak a kitermelés eredményét ne vessék vissza jelentősen. A MOL árfolyamát az INA-val kapcsolatos hírek is befolyásolhatják az év második felében. Az INA 49,08 százalékos tulajdonrésze van a MOL kezében, és az irányítói jogokkal is az olajtársaság rendelkezik. Augusztus elején a horvát kormány új tanácsadót bízott meg, hogy a MOL-lal folytatott tárgyalások során támogassa őt. A két fél közti egyeztetés már évek óta érdemi előrelépés nélkül zajlik. A MOL célja az INA sikeres integrációja lenne, ám az ehhez szükséges döntések és lépések meghozatalát az INA akadályozza. Mivel a jövőbeni sikeres együttműködésre igen kicsi az esély, a MOL is hajlik az INA részvényeinek értékesítésére, ám ezt csak a megfelelő ár mellett hajlandó megtenni. A MOL korábbi információk szerint 1,5 milliárd dollárt szeretne kapni a csomagjáért. Azonban a horvát állam GDP-arányos eladósodottsága igen magas, 90 százalékos, így igencsak megfontolandó számára egy ekkora kiadás, főleg a jelenlegi bizonytalan makrogazdasági kilátások mellett. Az INA-ra viszont nagyon is ráférne a modernizálás, ahhoz, hogy tartani tudja a versenyt a finomítói piacon, melynek hiányában a közeljövőben folytatódhat veszteséges működése, terhet jelentve a MOL-nak.



MOL 2018-2019



Forrás: Bloomberg

## Magyar Telekom

A Magyar Telekom 2019 második negyedéves gyorsjelentése profit soron a vártnál jobban alakult ugyan, azonban a bevétel visszaesett éves alapon, illetve az éves célokat sem emelte meg a menedzsment. A fontosabb részlegek közül az adatbevételek tudtak a legnagyobb ütemben bővülni, 13,5%-ot növekedtek éves alapon a magasabb mobil internet előfizetői szám, valamint a magasabb átlagos használati szint miatt. A költségek közül az egyik legfontosabb továbbra is a személyi jellegű ráfordítások, amelyen sikerült csökkenést elérni, ez éves alapon 2,1% volt főként a dolgozói létszámcsökkenés következtében. Továbbra is mind a Digi piacra lépése, mind a UPC-Vodafone egyesülés nagy kockázat a Magyar Telekom számára, ugyanis ezek várhatóan a jelenlegi marzsok zsugorodását hozhatják. Korábban a növekedés főmotorjának számító RI/IT üzletág esetében is bevétel visszaesés volt az elmúlt negyedévben, 30,1%-kal 23,2 milliárd forintra csökkentek a bevételek éves összevetésben, mely nagyrészt annak tudható be, hogy a magyar közsférának teljesített megrendelések jelentősen csökkentek. A szabad pénzáramlás is jelentősen csökkent, mely mögött a 2 100 megahertzes frekvencialicensz hosszabbításának kifizetése, és a kedvezőtlenebb működőtőke alakulás áll. A macedón leányvállalat eredményei voltak igazán pozitívak 6,2% bevétel növekedéssel, a mobil és a vezetékes szegmens is hasonló ütemben tudott növekedni.

A tulajdonosok számára fizetett legutolsó osztalék összege 25 Ft volt részvényenként, mely a menedzsment bejelentése szerint a következő évtől 27 forintra emelkedik, ezáltal jelenleg hozzávetőlegesen 6,5%-os osztalékhözam érhető el a papírral. A cég eladósodottsága jelentősen csökkent az elmúlt évek során a 2015-2016-os 300-350 milliárd forintról 200 milliárd forintos szintre (az IFRS 16 standard elfogadása miatti könyvelési hatást kiszűrve), ez lehet az egyik fontos tényező az eddigi óvatos osztalékpolitika megváltoztatása terén. Azonban nem szabad elfelejteni, hogy a Magyar Telekom esetében lehetnek

27 forintra  
emelkedhet  
az osztalék

## T-Systems értékesítés

kockázatok az osztalékfizetéssel kapcsolatban, 2014-ben és 2015-ben nem is fizetett osztalékot a cég a távközlési adó bevezetése miatt.

Fontos esemény volt a negyedév folyamán a Magyar Telekom számára, a T-Systems értékesítése a 4iG számára, azonban a vételárát még nem tették nyilvánossá és a deal sem zárult le. A T-Systems eladása révén szerzett bevételt fordíthatják rendkívüli osztalékfizetésre, de emellett a frekvenciavásárlásra illetve hálózatépítésre is, valamint az eladósodottságot is csökkenthetik. Hivatalos állásfoglalás még nem érkezett ezzel kapcsolatban a menedzsmenttől. Azonban fontos hozzátenni, hogy az árbevétel oldalán ez egy jelentős kiesést jelent a jövőben a cég számára, pontos hatásról azonban a vételár ismerete nélkül nehéz állást foglalni.

A Magyar Telekom jelenleg 11,7-es PE rátával rendelkezik, ami miatt nem nevezhetjük különösebben olcsónak, az elmúlt években tapasztalt 10-13 intervallum közepén helyezkedik el. A részvény jelenleg az osztalék leesése utáni megszokott gyengélkedését mutatja, és május közepe óta eltelt időszakban nem tudott érdemben elszakadni a 420-430 közötti szintekről.

Jelenleg nem kecsegtet túl jó hozam-kockázat aránnyal a Magyar Telekom részvénye. A jelentés profitszempontból szépen alakult, azonban bevételekben érdemi növekedést nem tudott felmutatni a cég a legutolsó negyedévében, és hosszabb távra visszatekintve sem igazán. A jövőbeli kilátások sem kedvezőek, újabb versenytárs a Digi személyében, a T-Systems értékesítésével várhatóan csökkenő bevételek, illetve az osztalékhozam sem kiemelkedően magas a jelenleg elérhető kockázatmentes alternatívához képest. A menedzsment az elmúlt évek során nagyon konzervatívnak bizonyult az osztalék szintjének emelése során.

Magyar Telekom 2018-2019



Forrás: Bloomberg

## Egyedi részvénytörök, lehetőségek

### Iberdrola (SIBE: IBE)

A globális gazdasági bizonytalanságok növelhetik a volatilitást a tőzsdéken, ezért nem árt portfóliónkat defenzív részvényekkel kiegyensúlyozni. Erre a célra ajánljuk az Iberdrola részvényeit. A vállalat energiaszolgáltatással foglalkozik. Árbevételének 40 százaléka származik Spanyolországból, 15 százaléka az Egyesült Királyságból, 29 százaléka Brazíliából és 16 százaléka az Egyesült Államokból. Ennek a földrajzi diverzifikáltságnak köszönhetően, eredménye kevésbé függ egy adott ország gazdasági helyzetétől, illetve energiapiacát érintő szabályozások változásától. Bevételei a gazdasági ciklusoktól is viszonylag függetlenek, így egy esetleges recesszió esetén sem várható jelentős visszaesésük. Energiatermelő kapacitásának 68 százalékát teszik ki a megújuló energiaforrások, ami a legmagasabb érték az európai energiatermelő cégek között, és évente legalább 7 millió eurót, azaz árbevételének több mint 20 százalékát tervezi megújuló energiakapacitásának bővítésére fordítani a következő 3 évben. Az elmúlt 5 évben évente átlagosan 4,3 százalékkal növelte árbevételét a vállalat, és az idei első félévben elért bevétele és EBITDA-ja is több mint 4 százalékkal haladta meg a tavalyit. 2018-as eredménye után részvényenként 35 centet, profitjának 73 százalékát fizette ki osztalékként, és az idei évre 37 centes osztalékot prognosztizálnak az elemzők, ami a jelenlegi árfolyam mellett közel 3,9 százalékos osztalékhozamot jelent. 61,2 milliárd eurós piaci kapitalizációjával a spanyol tőzsdeindex második legnagyobb tagja, részvényei megfelelően likvidek.

Zöldenergiával és  
osztalékkal  
a piaci volatilitás ellen

Iberdrola 2018-2019



Forrás: Bloomberg

## Waste Management (NYSE: WM)

A Waste Management a legnagyobb piaci részesedéssel rendelkező cég az amerikai hulladékszállítási piacon

Egy másik defenzív befektetésként a Waste Management részvényeit ajánljuk. A vállalat hulladékszállítással és feldolgozással foglalkozik. Leányvállalatain keresztül több mint 20 millió lakossági, ipari, önkormányzati és kereskedelmi partnerrel rendelkezik az Egyesült Államokban és Kanadában. A bevételek közel 65 százaléka szemétszállításból, 25 százaléka szemétkerakási szolgáltatásból származik. Az előbbi szegmensben 30, míg az utóbbiban 47 százalékos piaci részesedéssel rendelkezik, ezzel a legnagyobb szereplő a piacon. A vállalat működésének gazdasági ciklusokkal szembeni ellenállását jól mutatja, hogy a 2008-as válságot követően 2009-ben és 2010-ben árbevétele átlagosan 9,5 százalékkal csökkent, 2011-re azonban már elérte újra a válság előtti értéket, és azóta stabilan növekszik. A cég EBITDA-ja 2015 óta évente átlagosan 5 százalékkal, EPS-e 12 százalékkal nőtt, miközben minden évben szabad pénzáramot termelt. Egy részvényre jutó osztaléka a profitnövekedéssel párhuzamosan 1,64 dollárról 1,96 dollárra, 19,5 százalékkal növekedett 2016 óta. Az idei éves eredmény után 2,05 dolláros osztalékot vár az elemzői konszenzus, ami a várt egy részvényre jutó profit 43 százaléka, és a jelenlegi árfolyam mellett 1,7 százalékos osztalékhozamnak felel meg. A Waste Management részvényei 27,7-es P/E mutatón forognak, ez nagyjából megfelel a 25-ös iparági átlagnak. Az elemzői konszenzus az idei évre 7 százalékos árbevétel-növekedést, és 10 százalékos profitbővülést vár.

Waste Management 2018-2019



Forrás: Bloomberg

## Americold (NYSE: COLD)

Hűtött raktárak nélkülözhetetlenek az internetes élelmiszervásárláshoz

Egyre népszerűbb az Egyesült Államokban az élelmiszer házhozszállítás, 2012 óta közel megháromszorozódott az internetes élelmiszervásárlások értéke. 2018-ban 17,5 milliárd dollár értékben rendeltek az amerikaiak élelmiszert az interneten, és a Statista becslése alapján 2021-ig ez tovább duplázódhat.

Jelenleg az élelmiszerboltok 42 százaléka ajánlja fel ezt az opciót a vásárlóknak, és a teljes élelmiszervásárlások kevesebb, mint 3 százaléka történik online. A boltok jelentős fantáziát látnak az internetes értékesítésben, és egyre többen ajánlják fel, hogy akár másnapra kiszállítják a megrendelt árut.

A megrendelések teljesítéséhez megfelelő infrastruktúra szükséges, melynek kulcseleme a hűtött raktárak biztosítása. Az Egyesült Államokban a hűtött raktárak piaca nagyon koncentrált, a két legnagyobb szereplő birtokolja a kiadható hűtött raktárhely több mint felét. Az egyedüli tőzsdén kereskedett vállalat ezen a piacon az Americold, mely egy szabályozott ingatlanpiaci alap, és a New York-i tőzsdén kereskedik. A vállalatot 2018 januárjában vezették be a tőzsdére, és azóta megduplázta piaci kapitalizációját.

Az Americold jól pozícionálta magát ahhoz, hogy ki tudja használni az egynapos házhozszállítás elterjedését, és jelenleg 26 százalékos a piaci részesedése az Egyesült Államokban, különösen erősek a keleti parton. A relatíve magas beruházási és fenntartási költségek segítenek fenntartani a vállalatvezető pozícióját a szektorban.

A legnagyobb tőzsdén kereskedett cég

Az Americoldot főleg a növekedési potenciálja miatt ajánljuk a befektetők figyelmébe, de a REIT szabályozás miatt stabil osztalékot is fizet a cég. Az utolsó osztalék alapján 2,2 százalékos osztalékhozammal számolhatnak a befektetők, így folyamatos jövedelmet is biztosít a részvénytulajdonosoknak. Várhatóan a mostani 3 százalékról jelentősen emelkedni fog az online élelmiszervásárlások aránya, és a növekvő volumenből az Americold jelentősen részesülhet.

Stabil osztalék

Americold Realty Trust 2018-2019



Forrás: Bloomberg

## Teladoc (NYSE: TDOC)

### Innovatív egészségügyi megoldások

Az emelkedő egészségügyi kiadások és idősödő társadalmak miatt egyre több cég keres innovatív megoldásokat, melyekkel csökkenteni lehet ezeket a költségeket. A Lancet orvosi szaklapban közölt tanulmány szerint 2040-re az Egyesült Államokban az egészségügyi kiadások összege elérheti a 20 000 milliárd dollárt, globálisan pedig a GDP 9 százalékára emelkedhet az egészségügyi kiadások összege.

A Teladoc üzleti modellje arra épül, hogy az orvossal való személyes találkozás sok esetben felesleges, csak plusz költségekkel és kényelmetlenséggel jár, ezért érdemesebb azt távoli megoldásokkal kiváltani. A páciensek telefonon és videokonferenciákon keresztül érhetik el az orvost, így akár otthonukból sem kell kimozdulniuk a helyes diagnózis felállításához. A Teladoc piacvezető ezen a dinamikus növekvő piacon, és az egyetlen tőzsdén jegyzett cég a szektorban.

### Dinamikus növekedés

A távoli orvosi megoldások piaca dinamikus növekszik, a Teladoc piacvezetőként jó pozícióban van ahhoz, hogy kihasználja ezt a növekedést. A vállalat 2015 óta közel meghatszorosozta a bevételét, és az innovatív informatikai megoldásainak hála, továbbra is jelentős bővülési potenciállal rendelkezik. 2018-ban már több mint 2 millió orvosi vizitet váltottak ki a vállalat megoldásai az Egyesült Államokban. Emellett a cég magas marzsokkal dolgozik, és az előfizetői modell garantálja a folyamatos bevételt.

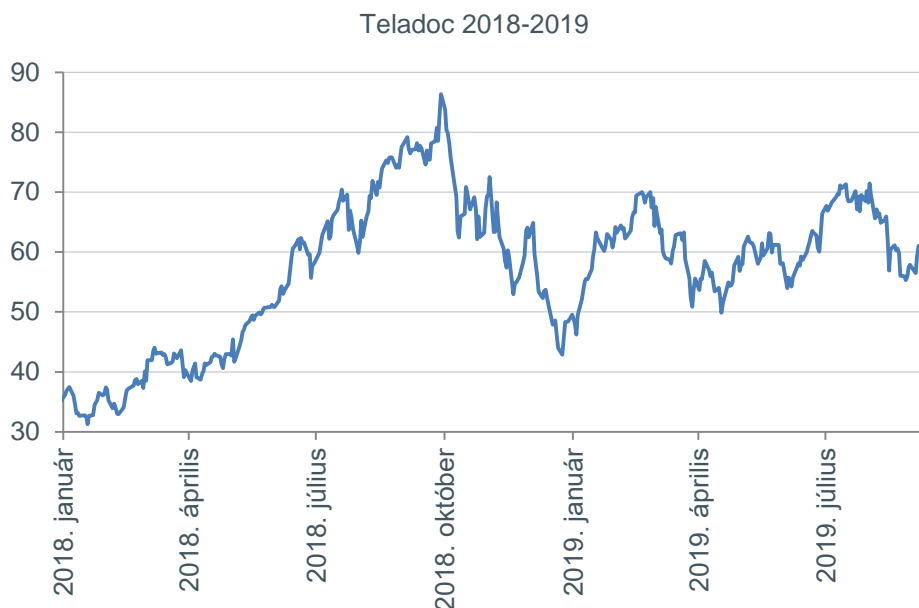
### Liberális USA piac

A Teladoc jelenleg csak az Egyesült Államokban van jelen. Ennek fő oka, hogy ott liberalizáltabb a piac, illetve az orvosi fizetések jelentősen meghaladják a más fejlett országokban elérhető béreket. Az orvosi fizetések növekedése az utóbbi évtizedekben jelentősen meghaladta az inflációt, és más szakmák bémnövekedését is, így itt könnyen tudja költséghatékonyabb megoldásaival meggyőzni a betegeket a Teladoc. A magas piacra lépési költségek miatt, a piaci fölényük megmaradhat, sőt tovább növekedhet. Ugyan az amerikai piac szabadabb, mint más fejlett országokban, de így is számos szabálynak kell megfelelni. A fragmentált amerikai piacon a kiépített kapcsolatok a biztosítókkal is jelentős értékkel bírnak.

### Nemzetközi terjeszkedés

A hazai piacon szerzett tapasztalat jó alapot biztosíthat egy esetleges nemzetközi nyitáshoz, így az informatikai infrastruktúrát könnyen skálázhatják. A cég megfelelő pozícióban van egy esetleges nemzetközi terjeszkedéshez, különösen az angolszász országokban indíthatja el viszonylag egyszerűen szolgáltatását. Véleményünk szerint a cég hosszútávon profitálni fog az idősödő társadalmakból és növekvő egészségügyi kiadásokból, így érdemes lehet a portfóliónkat a vállalat részvényeivel bővíteni.





Forrás: Bloomberg

## Devizapiaci körkép

### Rekord gyenge forint, hogyan tovább?

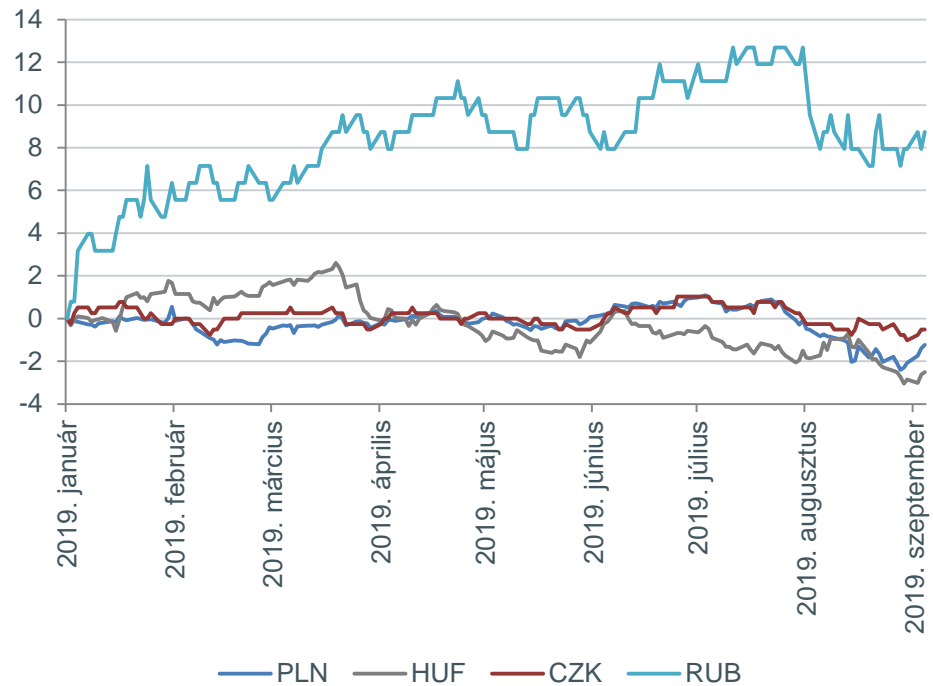
Történelmi rekord szinteket ért el az euró a forinttal szemben, vagyis a magyar fizetőeszköz sosem volt még ilyen gyenge. Ennek ellenére nem beszélhetünk igazi pánik hangulatról, a gyengülés is lassan lépcsőzetesen zajlott, s habár az utolsó szakasza 327,50 áttörését követően valamivel nagyobb sebességű volt, pánikszerű eladói nyomásról itt sem beszélhettünk.

Nincs pánik

Ennek egyik oka, hogy nem forint specifikus eseményekről és gyengülésről kell beszélnünk ezúttal, hanem a régió devizáinak általános értékvesztéséről, vagyis a forint mellett a lengyel zloty és a cseh korona is hasonló mozgásokat tudhat maga mögött.

Régiós gyengülés

A régiós devizák százalékos mozgása az euróval szemben, 2019. január 1-től:



Forrás: Bloomberg

A feltörekvő európai devizák összehasonlító grafikonján is jól látható, hogy habár a teljes 2019-es évet tekintve a forint gyengült a legtöbbet, de az utolsó másfél hónap mozgása tulajdonképpen azonos irányba történt a három kelet-közép európai fizetőeszköz esetében.

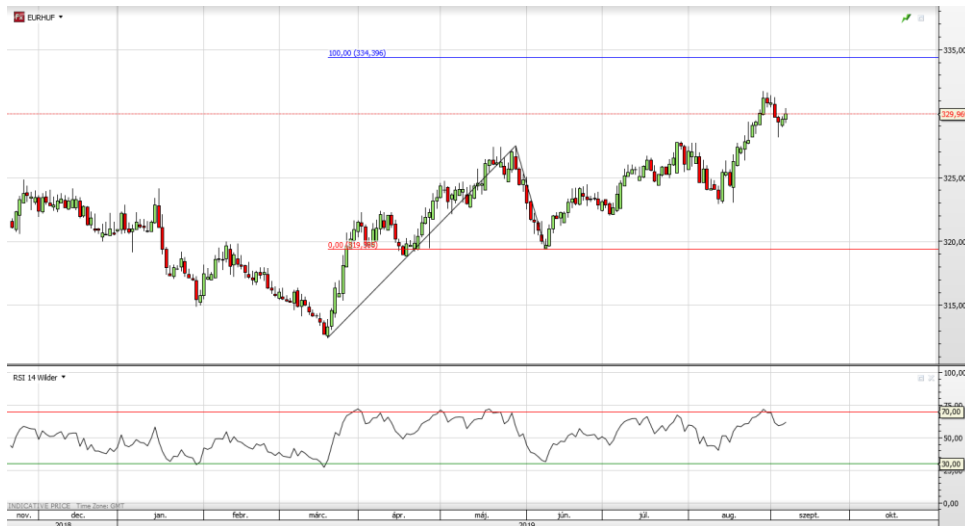
#### Az MNB-re figyelünk

Ami a különbséget hozta az még a nyár elejére vezethető vissza, hiszen ekkor alakult ki egy olyan diszharmónia az inflációs folyamatos emelkedése és az MNB kommunikációja között, ami elindította a forintot a lejtőn. Az elemzői várakozásokba beépült egy olyan szigorításra vonatkozó várakozás, amit az infláció mindenképpen indokolt volna, de a jegybank érezhetően próbált az utolsó pillanatig kivárni. A kamatemelés elmaradása pedig lassan megindította a forint gyengülést és ezt már azzal sem lehetett megállítani, hogy később a külső környezet némileg alátámasztotta a jegybank júniusi óvatosságát. Az utolsó néhány hét pedig már egyértelműen a kockázat kerüléséről, a dollár nagyobb mértékű erősödéséről és ezáltal a feltörekvő devizák gyengüléséről szólt.

#### Kockázat éhség ad irányt

Annak ellenére, hogy a hangulat rövid távú szignifikáns javulására valamivel kisebb az esély, a forint további jelentős gyengülésére egyelőre nem számítunk. További gyengülési hullámok érkehetnek a kockázati éhség csökkenésével, de ugyanígy visszaerősödhet a forint, ha bármilyen pozitív forgatókönyv érkezne az amerikai-kínai kereskedelmi vitában.

Ha technikai oldalról vizsgáljuk meg az EURHUF devizapárt, akkor még ennél is optimistábbak lehetünk, hiszen az RSI elérte a 70%-ot a napi grafikonon, ami az elmúlt egy évben rendre elég volt ahhoz, hogy látványos fordulatot hozzon az árfolyam mozgásában. A technikai szinteket figyelve, mivel történelmi rekordon vagyunk, ezért csak a Fibonacci kiterjesztés segítségével vizsgálhatjuk a következő fontos értékeket és ilyen szempontból a 334,40, lehet meghatározó szint, ha eljutunk addig.



Forrás: Equilor Trader

## Nemzetközi hangulat

### Gyengeség a legfrissebb erő a piacon

Habár nem mai keletű a probléma, úgy tűnik, hogy a kereskedelmi háború csak fokozta azt a neo-keynesianista álláspontot, mely szerint a saját deviza gyengítése lehet az egyik eszköz a gazdasági növekedés fenntartásáért folytatott küzdelemben. Mostanra eljutottunk oda, hogy sok esetben nem csak az intézkedések utalnak rá, de nyíltan vállalva belekerül a kommunikációba is, hogy világ vezető hatalmai szívesebben látnák gyengülni a saját devizájukat.

Valuta háború

## USD

Komoly feszültség alakult ki a Fed, illetve annak vezetője Jerome Powell és az Egyesült Államok elnöke Donald Trump között. Normál helyzetben azt mondanánk, hogy egy ilyen látványos ellentét automatikusan a dollár gyengülésével járna együtt, hiszen bizonytalanságot és sokszor nehezen követhető monetáris politikát eredményezhet az, hogy Trump próbálja nyomás alatt tartani a Fedet. Ugyanakkor a helyzet különlegességét éppen az adja, hogy az USA elnöke pont ezt szeretné elérni és ennek minden fórumon, elsősorban saját twitter oldalán, hangot is ad. A legutóbbi kamatcsökkentés ugyan még átmenetileg tudta gyengíteni a dollárt, de miután Powell próbál kitartani amellest, hogy jelenleg a kivárás a megfelelő döntés, az amerikai fizetőeszköz jelentős erősödésbe kezdett. Különösen megalapozottá vált ez akkor, amikor az Európai Központi Bank részéről szinte mindenki arra számít, hogy szeptemberben újabb lazító intézkedésekkel és kötvényvásárlási programmal próbálhatja meg lendületbe hozni a vánszorgó európai gazdaságot. Miközben az amerikai gazdaság ehhez képest rohog, tehát minden adott lenne a tartós dollár erősödéshez, kivéve Donald Trumpot, aki, mint tudjuk, nem válogat az eszközök között.

Trump vs Powell

Mindezek fényében a várakozásunk, hogy a dollár tovább erősödhet, de a paritás elérése, vagy tartósabb áttörése olyan mértékben sértené az elnök

elképzeléseit, hogy mindent megpróbálna a dollár gyengítésére. Ezek hatására a paritásról visszapattanásra és év végére 1,12 feletti EURUSD-re számítunk.

## GBP

### Brexitre figyelünk

Amennyire minden ésszerű érv a dollár erősödése mellett szól, annyira nem szól semmi az angol font mellett. Ennek ellenére a brit deviza rendre talál olyan támaszszinteket, ahonnan ha csak átmenetileg is, de erőt tud gyűjteni.

Mindezt olyan hangulatban, amikor Boris Johnson bármire kész, hogy kivezesse országát az unióból. Számos taktikai elemről írtak már az elemzők, de az biztos, hogy nyíltan kommunikálja, hogy vállalna az egység nélküli kilépést is. Eddig ez volt az a forgatókönyv, amitől a legjobban féltünk, most mégis ahogy közeledik, mintha a befektetők is kezdenének belenyugodni, hogy utána is lesz majd élet a csatorna túloldalán. Ennek fényében még mindig túlértékeltnek tűnik az angol font, ami eddig nem tudta alulmúlni a dollárral szemben 2017 január elején elért mélypontját.

## Árupiaci körkép

### Nem minden arany, ami áru!

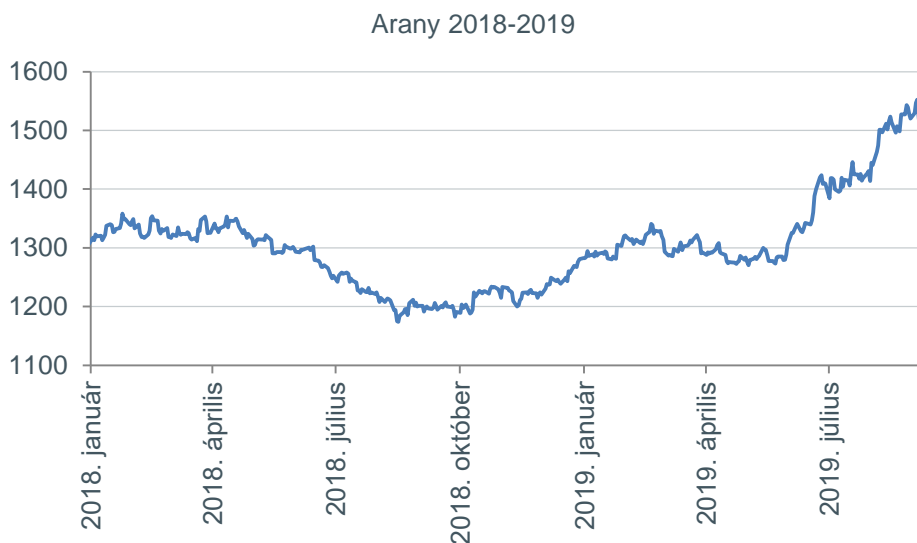
Különös kettősség jellemzi az árupiacokat az utóbbi időszakban, hiszen amellett, hogy az arany és az ezüst sorban dönti az idej rekordokat, sőt az arany az euróval szemben történelmi rekord szintre került, addig a legtöbb árupiaci terméknek meg kell küzdeni a recessziótól való félelemtől. Elsősorban azon termékek, melynek ipari felhasználása az elsődleges, inkább csökkenő trendet mutatnak.

### Arany – újra menekülő státuszban

### Ismét menekülő eszköz

Régi fényét csillogtatja az arany, amely hosszú éveken keresztül úgy tűnt, hogy elvesztette menekülő termékként figyelembe vett súlyát, de legalábbis az jelentősen megkopott a korábbiakhoz képest. A 2008-as válságot követően, amikor a pénzügyi aggodalmak 1900 dollárig repítették a nemesfém árát, úgy tűnt, hogy történt egy hangulati átrendeződés és az arany árfolyama folyamatos esésbe fordult. Még akkor is, amikor a piacon átmeneti bizonytalanság ütötte fel a fejét az arany esése töretlen maradt. A 2016-ban elért 1000 dollár körüli mélypont ugyan hozott némi fordulatot, de sokan itt is elsősorban technikai korrekcióról, illetve az 1000-es érték kritikusan erős lélektanáról beszéltek, semmint arról, hogy újra menekülő termék lehetne az arany. Még 2019 elején is kevesen hittek az igazi fordulatban, amikor február és május között 5 százalékos esett az árfolyam, egy kereskedelmi háború sújtotta világpiacon hangulatban. Azonban az idei nyár meghozta a komolyabb fordulatot, májustól ismét új helyzettel kell szembesülnünk. Az arany vásárlása olyan mértékben pörgött fel, hogy két hónap alatt 15 százalékkal, majd rövid pihenő után augusztus és szeptember között újabb 7 százalékkal emelkedett az ár. Ami azonban ennél is fontosabb, hogy újra egyértelműen érzékelhető az összefüggés a negatív hírek és az arany árfolyamának lendülete között, vagyis a nemesfém vita nélkül

visszakerült a menekülő termékek listájára, ami a jelenlegi gazdasági közegben újabb árfolyam emelkedési hullámokat hozhat.



Forrás: Bloomberg

## Olaj – több fronton is vesztesre áll

Egyre nagyobb nyomás alá kerülhet az olaj árfolyama, amit már nehezen tud ellensúlyozni az OPEC. Hiába a visszafogott kitermelés, kicsi az esély az árak jelentősebb emelkedésre.

Egyrészt az OPEC szervezete is egyre inkább recseg-ropog, az utóbbi időben többször is tapasztalhattuk, hogy a tagok között sem mindig van egység, nem is beszélve az OPEC-en kívüli országokra való ráhatással. Az idei évben még sikerült megállapodni a napi kitermelés visszafogásáról, de láthatólag ez is csak arra volt elegendő, hogy szinten tartotta az olajárat és nem következett be újabb jelentős árfolyamesés.

Gyengül az OPEC

Szintén a kínálat növekedésére lesz komoly hatással a Norvégiában zöld jelzést kapott Johan Sverdrup olajmező, amely napi 500ezer hordó kitermelésre lehet képes novembertől és becslések szerint akár 3 milliárd hordónyi tartalék is lehet benne. Mindezt olyan modern és gazdaságos eszközökkel, hogy a kitermelés költsége várhatóan nem éri majd el a 20 dollárt hordónként.

Emellett továbbra is nagyon erősen befolyásolja a piacot az Irán faktor, melynek napi kitermelése 2018 júniusában még 2,5 millió hordó volt, egy évvel később pedig nem hivatalos adatok szerint alig több, mint 500 ezer hordó. Amennyiben az USA Kínával szembeni szankciói tovább folytatódnak, a távol-keleti ország könnyen nyithat az iráni olaj felé, ami tovább növelné a kínálatot a piacon.

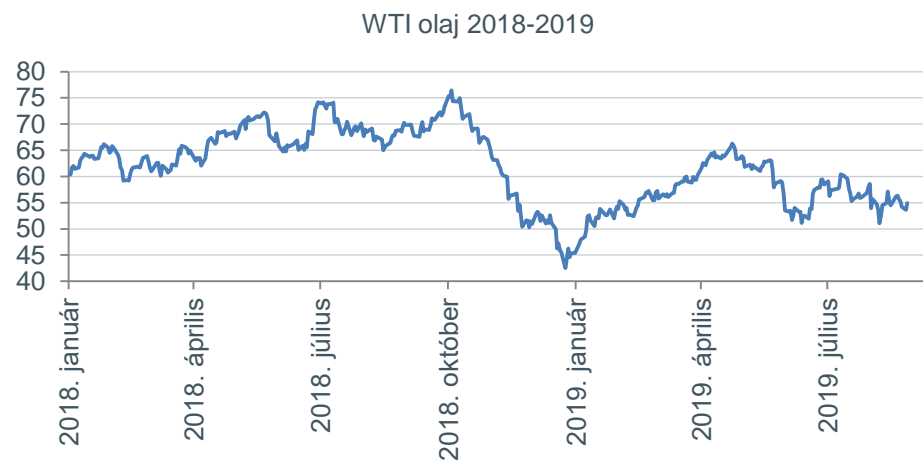
A legfőbb probléma természetesen a gazdasági lassulás és az emiatt adódó kereslet csökkenés, amelynek egyre több félreérthetetlen jele van. Ugyanakkor nem szabad megfeledkezni azokról a változásokról és törekvésekről sem, amelyek folyamatosan szoríthatják vissza az olaj iránti keresletet. Habár az elektromos autók súlya, illetve a teljes olajiparra való hatása még elenyésző, de

a folyamat a változások jól láthatóan itt sem a nagyobb olaj kereslet felé hatnak. Ennél egyel komolyabb hatással lehet az a hajózási szabályváltozás, amely 2020. január elsejétől az ötödére csökkentené a globális hajózási szektor károsanyag-kibocsátását. A teljes hajózási szektor fogyasztása 2018-ban 3,5 millió hordó/nap volt, amivel a negyedik helyen lenne a legnagyobb olaj importőr országok listáján, úgy, hogy csak India, Kína és az Egyesült Államok előzné meg.

Végül, de nem utolsó sorban a megújuló energiaforrások folyamatos térnyerését kell említeni, amely egyre nagyobb hangsúlyt kaphat a globális felmelegedés által kongatott vészharangok hangzavarában.

Nyomás alatt  
az olaj

Mindezek figyelembe vételével a 60 dollár körüli olajár egyáltalán nem tűnik magasnak és sokkal nagyobb nyomás várható a növekvő kínálat és csökkenő kereslet mellett az árfolyam nagyobb mértékű esésére.



Forrás: Bloomberg

### Akkumulátor fémek – indulhat feltöltődés

Vannak  
kockázatok

Érdekes helyzet alakult ki azon árupiaci termékeknél, amelyeknek néhány éve nagy jövőt jósoltak, lévén alapanyagoknak számítanak az akkumulátor gyártásban. Az autóiipari változások, illetve az elektromos áram egyre kiterjedő használata valóban folyamatosan növekvő igényt teremt az energiatároló eszközök számára, de a piac mégis inkább az ipar általános lassulását és a gazdasági lendületvesztést tekinti fő tényezőnek. Az elmúlt időszakban nemhogy nem emelkedtek ezen termékek árfolyamai, de volt, ahol jelentős visszaesést is tapasztalhattunk.

Jó példa erre, hogy a legnagyobb kínai kobalt feldolgozó cég a Zhejiang Huayou augusztus végén úgy döntött mégsem viszi végig azt a felvásárlást, amivel a Kongói Demokratikus Köztársaság egyik jelentős kobalt bányájában szerzett volna 51%-os tulajdonrészt. Habár a megállapodás aláírásra került 2017 decemberében a két fél most közös megegyezéssel felfüggesztette az együttműködést, és a kínai befektető a következő két évben visszakapja a vételár előlegeként eddig átutalt 20 százalékát. A Huayou hivatalos indoklásában az szerepel, hogy mivel a kobalt árfolyama harmadára zuhant vissza alig egy év alatt, így a kitermelés már nem oldható meg gazdaságosan.



Még ennél is drasztikusabb döntést hozott a Glencore, amely átmenetileg bezárta a Kongóban lévő legnagyobb kobalt bányát. Csak ebből a kitermelésből a világ kobalt bányászatának közel 20 százaléka származik.

Az akkumulátorgyártás lendületbe jövelekor és a folyamatos károsanyag kibocsátást csökkentő szabályozások hatására, a kobalt árfolyamára került a legnagyobb vásárlói nyomás, lévén ez található meg leginkább korlátozott mennyiségben a világon, az akkumulátorgyártáshoz elengedhetetlen alapanyagok közül. 2016 és 2019 között az árfolyam közel 5-szörösére nőtt, és elérte a 45 dollárt. Az optimizmus azonban túlzott volt, és a gyors emelkedés reményvesztett árfolyam esésbe csapott át. A gazdasági félelmek hatására és megnövekedő kitermelés nyomása alatt alig egy év leforgása alatt az árfolyam újra 14 dollár környékére zuhant.

Szabályozás segíthet

Ez viszont ismét olyan szinteket jelent, különösen akkor, ha bányákat zárnak be, ahonnan az árfolyam felfelé veheti az irányt és megtalálhatja az arany középutat valahol 25 dollár körül.

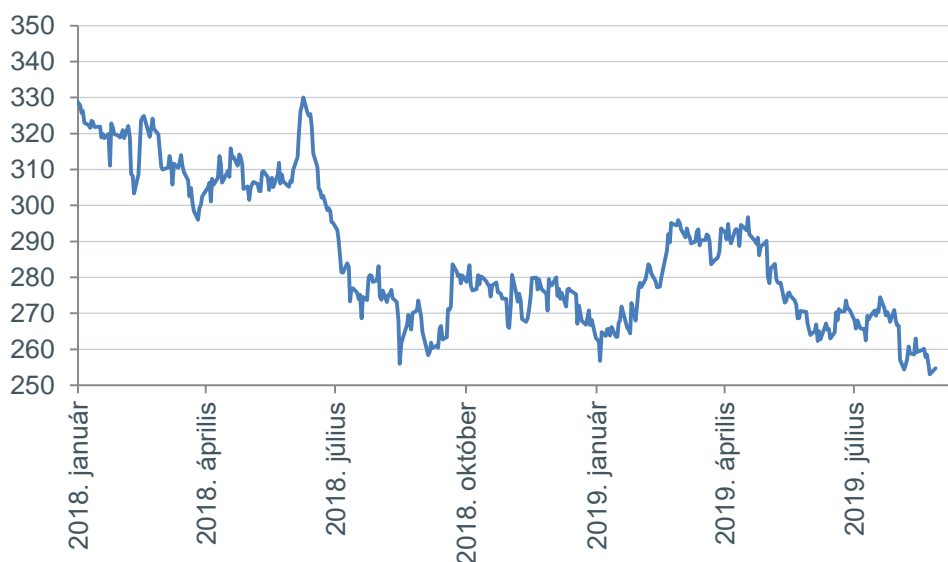
### Réz – Fenntartható jövő

Számos hosszú távú tendencia a réz iránti kereslet növekedését idézi elő, és várhatóan ez folytatódni fog a következő időszakban is. Ezek a tendenciák magukba foglalják az elektronikai eszközök növekvő használatát, a már említett elektromos járművek elterjedését, a megújuló energiaforrások fokozott alkalmazását és az energiahatékonyság növelését is. Ezek mindegyikéhez jelentős mennyiségű réz szükséges.

Tovább emelkedhet

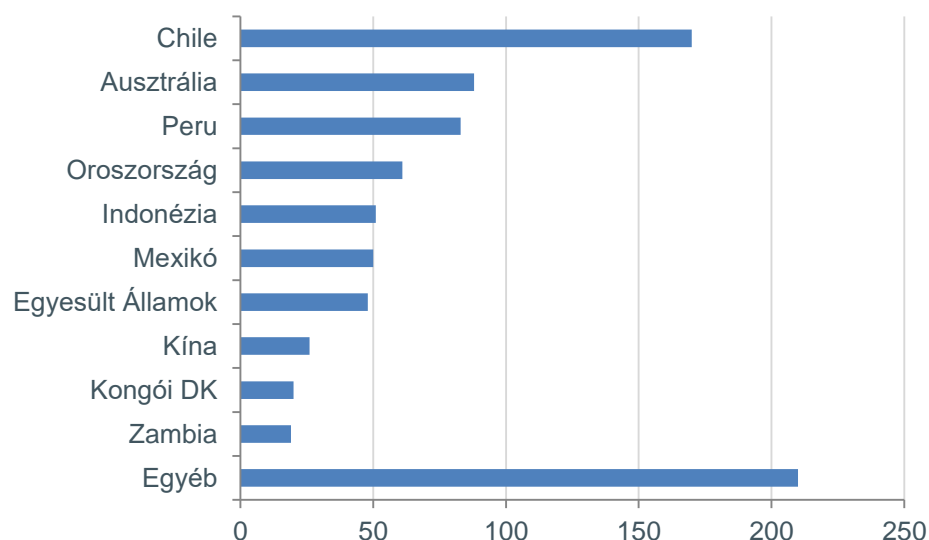
Ugyanakkor a réz, ellentétben a kobalttal megfelelő mennyiségben elérhető, vagyis a tartalékok a növekvő kereslet ellenére is évtizedekig biztosítottak.

Réz 2018-2019



Forrás: Bloomberg

A világ réztartalékai 2018-ban (millió metrikus tonna)



Forrás: Bloomberg

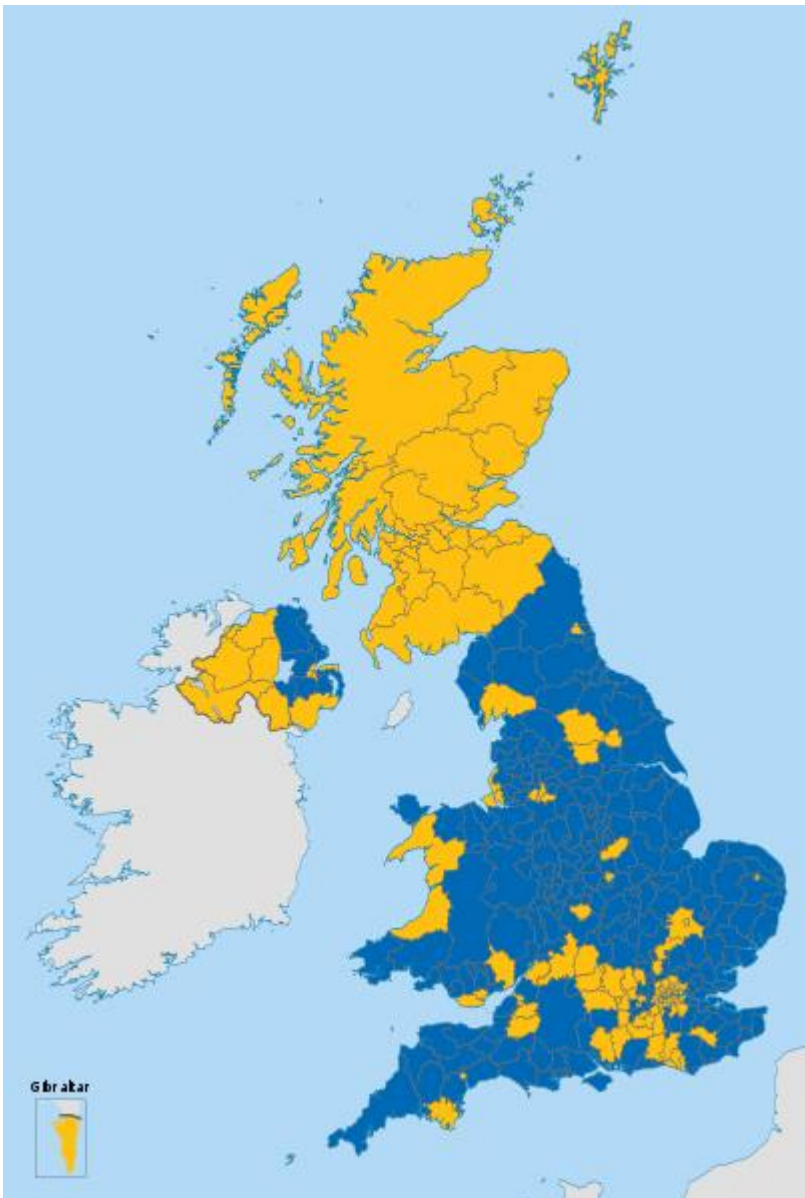
### Nagy kereslet

Ráadásul, ami talán ennél is fontosabb, a kitermelés számos országban zajlik és politikai és földrajzi koncentrátság sem figyelhető meg a nagyobb kitermelők között. Ennek ellenére sok szakértő úgy látja, hogy a kitermelés jelenlegi üteme még nincs felkészülve a megnövekedett keresletre és komoly beruházás igénye van a szektornak. Ráadásul a második negyedévben kialakult árfolyamesés egyértelműen a recessziós félelmeknek és a világ legnagyobb fogyasztójának, Kínának a lassulásával indokolható. Ennek ellenére úgy látjuk, hogy a rézre épülő ipari felhasználás felülteljesítő lehet és egy lassuló környezetben is eredményezhet növekvő keresletet, ami első körben kisebb hiányokhoz és fokozatosan emelkedő árakhoz vezethet.

**Össességében** elmondható, hogy az áruipiaci termékek között a szokásosnál lényegesen nagyobb szórás tapasztalható, hisz vannak olyan termékek, melyekre kifejezetten pozitív hatással van a gazdasági lassulástól való félelem, míg más termékek ennek minden rezdülését megszenvedik. Ami biztos, hogy a volatilitás jelentősen megnőtt az idei évben, ami jó lehetőséget biztosít az aktív kereskedőknek.

## Brexit

Ugyan januárban még úgy tűnt, hogy mostanra láthatjuk az Egyesült Királyság kilépésének gazdasági hatásait a szigetországban és a kontinensen, azonban újabb és újabb fordulatokkal találkozhattunk az év során. David Cameron kormányfő valószínűleg nem tudta, mekkora problémát okoz azzal, hogy a 2015-ös választási kampányban megígérte, hogy kiír egy népszavazást az ország európai uniós tagságáról, amennyiben a Konzervatív Párt szerzi meg a többséget. A 2016 júniusában kiírt, nem ügyszavazás nem döntő népszavazáson 72 százalékos részvétel mellett végül 52-48 arányban a kilépés mellett döntöttek az állampolgárok. Az eredmény meglepte az elemzőket és a közvélemény-kutatókat is. A választás egy fontos pontja volt a populizmus előretörésének, valamint a tömegek lázadásának az elittel szemben.



Forrás: BBC

Regionális  
eltérések

A népszavazás eredménye jelentős földrajzi eltérést mutatott: az Angliában és Walesben élők nagyobb része támogatta a kilépést, mely alól London kivételt jelentett. Skóciában és Észak-Írországban a benmaradásra szavazott a

többség. A skótok és észak-írek eltérő véleménye több problémát is felvet, főleg annak tükrében, hogy a skótok 2014-ben döntöttek az Egyesült Királyságban való maradásukról, azonban elképzelhető, hogy az új körülmények mellett már másképpen döntenének. Az észak-ír kérdés pedig a Brexit-tárgyalások fő problémája: a nagypénteki megállapodás egyik legfontosabb pontja volt az Ír-szigeten lévő határ felszámolása, ezt egyik fél sem szeretné felmondani.

### May elbukott

A népszavazás után lemondott David Cameron kormányfő, és Theresa May vezetésével új kormány állt fel. Az új kormányfő, bízva a közvélemény-kutató intézetek felméréseiben, új parlamenti választást írt ki 2017-ben, hogy a szűk parlamenti többségét megerősítse. Ez egy elhibázott stratégia volt, hisz a szűk többséget egy kisebbségi kormányra cserélte, ahol a kormány csak az északír DUP párt külső támogatásával tud kormányozni. Ráadásul az új parlament a pártokon belüli fegyelem miatt a legtöbb kérdésben döntésképtelen, a tavasz folyamán több verziójú kilépési megegyezés is elbukott az alsóházban, egyedül a megállapodás nélküli kilépés ellen sikerült többséget állítani. A megosztott parlamentben Theresa May többször is történelmi vereséget szenvedett, az általa kiharcolt megállapodást a konzervatív képviselők jelentős része elutasította. Ugyan Theresa May még túlélte az ellene indított bizalmatlansági indítványt januárban, és az ellenzék nem tudta elérni az új választás kiírását, de a kormányfő májusban belátta, hogy elfogyott a levegő körülötte. Különösen fájó lehet a Brexit támogatóinak, hogy Európai Parlamenti választásokat kellett tartani az országban, melyet a Nigel Farage vezette Brexit Párt meg is nyert.

### Történelmi EP vereség

A Konzervatív Párt látva történelmi vereségüket az EP választáson – mindössze 9 százalékot szereztek és ötödik helyen végeztek –, Boris Johnsonnak szavaztak bizalmat. Johnson legfőbb ígérete, hogy mindenképpen kivezeti az Egyesült Királyságot október 31-ig az unióból, ezt az ígéretet azonban nem lesz könnyű tartania. A parlamentben először egy főre csökkent a DUP-val a többsége, majd a konzervatív képviselők lázadása és emiatt kizárásuk után jelentős kisebbségbe kerültek. A májusi Európai Parlamenti választáson nem történt meglepetés, és sikerült a vezetőket is megválasztani, azonban az új tisztségviselők csak október végén kezdik meg tisztségüket, így kérdéses, hogy ki tárgyalhat az új miniszterelnökkel az október 17-i EU csúcson.

EURGBP 2018-2019



Forrás: Bloomberg

Johnson megválasztását, és elképzelését a mindenáron való kilépésről nem fogadták kedvezően a piaci szereplők. Az euró-font árfolyam jelentősen emelkedett, és a paritáshoz is közel került az augusztusi kereskedésben. Ennek fő oka, hogy Johnsonnak fontosabb a kilépés ténye, mint annak módja, és a közvélemény számára úgy tűnik, hogy nagyobb fókusz helyez a megállapodás nélküli kilépés hatásainak kezelésére, mint arra, hogy új megállapodásra törekedjen. A brit kormány már megkezdte a tárgyalásokat szabadkereskedelmi megállapodásokról, az Egyesült Államok késznek is mutatkozott egy kereskedelmi megállapodásra. A legnagyobb kérdés továbbra is az ír-északír határral kapcsolatban van: Johnson elzárkózik az ideiglenes megoldástól, ám eddig alternatívát sem kínált. Nem látszik, hogy milyen megoldást lehetne találni a problémára, azonban az mindenképpen aggasztó, hogy Johnson akár a nagypénteki megállapodást is felrúgná, és visszaállítaná a határt az Ír-szigeten.

Johnsonnak sikerül?

Az utóbbi hetekben egymásnak ellentmondó hírek érkeznek Johnson Brexit politikájával kapcsolatban. Az állóháború után elkezdett egy lehetséges megoldás formálódni az északír határ kérdésére. Az EU korábban már kikötötte, hogy nem hajlandó engedni, az Egyesült Királyságnak kell kidolgoznia egy működő tervet a kérdés megoldására. Johnson a közelmúltbeli kijelentései alapján a Theresa May által kialakított megállapodás összes többi részét változatlanul fogadná el, és a határkérdés kapcsán pedig kisebb megállapodások sokaságát tenné bele a szövegbe, melyek lefednék az összes érintett területet és az EU szttenderdek elérését céloznák. Továbbá október 31. csak a megállapodás dátuma lenne, a tényleges átállásig egy több éves várakozási periódus lépne életbe. Eközben a brit ellenzéki pártok együttműködésben állapodtak meg annak érdekében, hogy elkerüljék a megállapodás nélküli Brexitet, és ezt jogszabályi úton szabályozták. A parlament kötelezte Johnstont, hogy amennyiben október 19-ig nincs megállapodás, akkor kérje a határidő kitolását.

Egymásnak ellentmondó hírek

A kormányfő kérésére a királynő feloszlatta a parlamentet, így az tegnap ülhetett össze utoljára, ezt követően csak október 14-én, a királynő beszédét követően ülésezhet újra, így mindössze két hete lesz a képviselőknek, hogy kifejezzék véleményüket. Várhatóan a képviselők többsége akkor is ellenezni fogja a megállapodás nélküli kilépést, ám kérdéses, hogy ez a kilépés elhalasztását, vagy inkább egy Mayéhez hasonló megállapodást jelent inkább.

A parlamentet feloszlatták

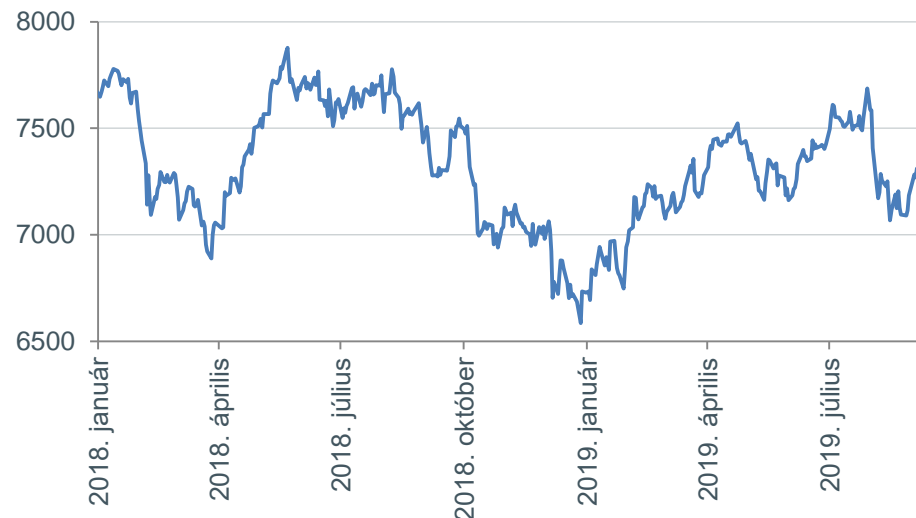
Johnson most több stratégiai megoldás közül választhat. Megtehet mindent annak érdekében, hogy az ellenzék is támogassa az új választás kiírását, akár az alsóház által elfogadott jogszabály semmibe vételével, azonban ez kockázatos lenne, a szavazók sem biztos, hogy támogatnák. A hétvégén már azt boncolgatta az angol sajtó, hogy amennyiben a kormányfő figyelmen kívül hagyja a megállapodás nélküli kilépést tiltó határozatot, illetve nem kéri a határidő kitolását, annak közjogi következményei lehetnek, és akár börtönbüntetéssel is sújthatnák Johnstont. Felmerülhet, hogy mégis kéri az EU-tól a határidő újbóli kitolását, de erről azt nyilatkozta, hogy csak a holttestén keresztül tenné, ám kérdéses, hogy van-e más választása. Az ellenzéknek sincs egységes álláspontja, ők mindenképpen szeretnék elkerülni a megállapodás nélküli kilépést, de a politikai tőkájukat is maximalizálnák. Ehhez azt szeretnék elérni, hogy Johnson kérje a határidő kitolását, melyet győzelemként mutatnának fel az új választáson.

Új választás? Halasztás?

Hétfő éjszaka szavaztak az új választás kiírásáról, a parlament feloszlata előtt. Johnson a hétvégén már azzal számolt, hogy ezt a szavazást elbukja, ezért a

kormányhoz közeli források szerint egyre extrémebb forgatókönyveken gondolkoznak. Felmerült, hogy a kormány ugyan hivatalosan kérvényezi a határidő kitolását, ám egy újabb levélben világossá teszik, hogy ez nem a kormány álláspontja. Másik lehetőség, hogy szövetséges EU vezetőket kérnének meg, hogy vétózzák meg a brit kérelmet. Amennyiben valóban élnének ezekkel a lehetőségekkel, akkor jelentősen emelkedne a megállapodás nélküli kilépés esélye.

FTSE100 index 2018-2019



Forrás: Bloomberg

**Ez a három szektor szenvedhet leginkább megállapodás nélküli kilépés esetén.**

**Autóipar**

A No-Deal Brexit egyik elszenvedője az autóipar lehet. A német autógyártók legfontosabb exportcélja tavaly Nagy-Britannia volt, 666 ezer autót szállítottak ide, jelentősen többet, mint az USA-ba, amely a második legnagyobb felvevőpiac volt 470 ezer autóval. Egyes elemzések szerint 100 ezer német autóiipari munkavállaló veszítheti el állását, a legsúlyosabb érintett a Volkswagen lehet, melynek részvényárfolyama több mint 9 százalékot esett az utóbbi hónapban. A brit exportot is érzékenyen érintheti a megállapodás nélküli kilépés, a híres brit autómárkák, mint a Mini, a Jaguar, a Land Rover és a Bentley napjainkban már külföldi tulajdonban vannak, de még jelentős gyártókapacitással rendelkeznek a szigetországban. Az itt gyártott autók 80 százaléka exportálásra kerül, az export mennyiségét azonban jelentősen visszavethetnék az életbe lépő vámtarifák. A brit autóipar ráadásul nemzetgazdasági szempontból is igen jelentős, az ország teljes exportjának 14,4 százalékát teszi ki.

**Légitársaságok**

A légitársaságok működését szintén negatívan érintheti a britek megállapodás nélküli kilépése. Az International Airlines Group, az EasyJet és a Ryanair nem tudna EU-n belüli járatokat indítani, vagy új utasokat felvenni EU-s repülőterekről és onnan EU-n kívüli országokba repülni. A legsúlyosabb érintett a Ryanair lehet, a dublini székhelyű légitársaság augusztusban már bejelentette, hogy csökkenti a repülőgépek és a személyzet számát, a légitársaság részvényárfolyama közel 15 százalékot esett július eleje óta.



A pénzügyi szolgáltatások működését is akadályozhatja egy esetleges No-Deal Brexit, a brit pénzügyi intézetek elveszíthetik a jogukat, hogy a közös piacon belül bárhol tevékenykedjenek. A Barclays, a HSBC, vagy a Royal Bank of Scotland helyzete ugyanakkor szerencsésebb, mint a nem pénzügyi vállalatoké, hiszen a szabályozó szervek kiemelt figyelmet fordítanak arra, hogy az említett bankok működésében ne legyen olyan fennakadás, amely jelentős zavart okozhatna a pénzügyi rendszerben. A Royal Bank of Scotland árfolyama ennek ellenére közel 10 százalékos mínuszban van július elejéhez képest.

Pénzügyi  
szolgáltatások

A népszavazásra és a 2017-es választás eredményére is rosszul reagáltak a piacok. A bizonytalanság növekedése, és a lehetséges gazdasági hatások mind afelé mutatnak, hogy jelentős mozgásra számíthatunk mind a font piacán, mind a londoni tőzsdén. Egyes elemzők egy megegyezés nélküli kilépés esetén az euró-font paritást sem zárják ki, amire még nem volt példa az euró bevezetése óta. Johnson hatalomba kerülésével a szélsőséges forgatókönyvek valószínűbbé váltak, az ellenzék is próbálja aktivizálni magát. A korábban szkeptikus Jeremy Corbyn már támogatja a második népszavazás kiírását, azonban az új választásokkal kapcsolatban szkeptikus. Jelenleg minden forgatókönyv jelentős jogi kockázatokkal jár, hiszen eddig semmilyen megállapodás mögött nem volt többség. A parlament által kizárt megállapodás nélküli kilépést jogilag a kormánynak el kell kerülnie, azonban ha lejár az október 31-i határidő, és nincs elfogadott megállapodás, akkor kieshet az Egyesült Királyság az Európai Unióból, annak minden negatív következményével.

Heves piaci  
reakciót  
várunk

## A kiadvány készítői:

---

Török Lajos CFA, vezető elemző  
 Buró Szilárd, pénzügyi innovációs vezető  
 Gyöngy-Kovács Nóra, senior elemző  
 Varga Zoltán, senior elemző  
 Tóth Bálint, elemző  
 Email: [elemzes@equilor.hu](mailto:elemzes@equilor.hu)  
 Tel.: +36-1-430 3980

### Kapcsolat

<b>Részvény desk</b>	+ 36 1 430 3985
<b>Kötvény desk</b>	+ 36 1 436 7018
<b>Intézményi desk</b>	+ 36 1 808 9201
<b>Derivatív desk</b>	+ 36 1 430 3995
<b>Private Banking</b>	+ 36 1 436 7019
<b>Front Office</b>	+ 36 1 430 3980

### Kiadó

#### Equilor Befektetési Zrt.

H-1037 Budapest, Montevideo u 2/C

Tel: + 36 1 430 3980, Fax: + 36 1 430 3981



[equilor@equilor.hu](mailto:equilor@equilor.hu), [www.equilor.hu](http://www.equilor.hu)

Lezárva: 2019. szeptember 09.

Árfolyamok: 2019. szeptember 05. záróárfolyam

### FONTOS FIGYELMEZTETÉS

Jelen kiadvány a vonatkozó jogszabályi rendelkezések értelmében marketingközleménynek minősül és nem a befektetési elemzés függetlenségének előmozdítását célzó jogi követelményeknek megfelelően készült, egyúttal nem vonatkozik rá a befektetési elemzés terjesztését, közzétételét megelőző ügyletkötésre vonatkozó tilalom. A kiadványt az EQUILOR Zrt. állította össze.

Jelen kiadvány, vagy annak bármely része nem képez ajánlatot, vagy felhívást semmilyen pénzügyi eszköz jegyzésére, vagy megvásárlására, tartására, értékesítésére és sem maga a kiadvány, sem annak bármely tartalma nem tekinthető semmilyen szerződéskötésre, vagy kötelezettségvállalásra történő ösztönzéseként, így a kiadványban szereplő információk csak saját felelősségre használhatók fel. Az EQUILOR Zrt. nem vállal felelősséget arra, hogy a kiadványban megfogalmazott előrejelzések és kockázatok a piaci várokozásokat tükrözik és a valóságban is beigazolódnak. A kiadványban foglalt számszerű adatok kizárólag tájékoztató jelleggel bírnak csak a szerző(k) adott időpontban készített véleményét tükrözik és későbbi módosítás tárgyát képezhetik. A kiadványban deklarált tájékoztatások kapcsán nem kerültek figyelembevételre az egyes, kiadványhoz hozzáférő befektetők pénzügyi ismeretei, egyedi befektetési céljai, kockázatvállaló képessége. A kiadvány, vagy annak tartalmának felhasználásából, illetve azzal összefüggésben bármely más módon keletkező esetleges veszteségekért az Equilor Zrt. felelősséget nem vállal. Felhívjuk figyelmét, hogy a jogszabályban rögzített szabad felhasználás eseteit kivéve kizárólag az EQUILOR Zrt. előzetes írásbeli engedélyével lehet a jelen marketingközlemény tartalmát rögzíteni, sokszorosítani, terjeszteni, mások számára hozzáférhetővé tenni, nyilvánosan előadni, sugárzással nyilvánossághoz közvetíteni vagy átdolgozni. A marketingközlemények a kiadásuk időpontjában érvényesek. A kiadványhoz kapcsolódó teljes jogi nyilatkozat honlapunkon a <https://www.equilor.hu/mifid/> címen a Jogi nyilatkozat az EQUILOR által küldött hírlevelekhez, tájékoztatásokhoz, kiadványokhoz pontban érhető el. Kérjük, hogy a kiadványban foglaltak helyes értelmezése érdekében a teljes jogi nyilatkozatot olvassa el.

Az EQUILOR nem vállal felelősséget a jogszabályi változásokból eredő jogkövetkezményekért, továbbá az adózással kapcsolatos vonatkozó jogszabályi rendelkezések a kiadványban szereplőtől eltérő értelmezéséből adódó esetleges következményekért sem. Felhívjuk a figyelmet arra, hogy az adójogszabályok értelmezése és azok alkalmazása kizárólag az adózó felelőssége, ugyanis a tényleges, pontos adókötelezettség mértékére számos egyedi tényező lehet hatással, ezért ezt minden esetben egyedi vizsgálatnak, felmérésnek kell megelőznie.