

 **EQUILOR**

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



Új irányok a  
részvénypiacon  
2018. január 23.

## Tartalom

Összefoglaló .....	3
Három kamatemelés jöhet az Egyesült Államokban .....	4
Paradigmaváltás közeleg? .....	5
Februárban Powell váltja Yellent .....	5
EKB: megkezdődhet a QE program kivezetése .....	6
Makrogazdasági kilátások.....	7
Eurózóna .....	7
Egyesült Államok.....	8
Nemzetközi részvénypiaci összefoglaló .....	9
Infrastrukturális reform .....	10
2018-as részvénytörzsek.....	11
Olajpiaci kilátások .....	14
Devizapiacok.....	18
Euró-dollár .....	18
A feltörekvő devizák és a forint .....	18
Csehország .....	18
Lengyelország .....	19
Forint .....	19
Olasz parlamenti választások .....	20
Várható eredmények .....	20
Mi történik, ha nem sikerül kormányt alakítani? .....	22
Orosz elnökválasztás .....	22
Oroszország elleni szankciók.....	22
Milyen szankciókra számíthatunk az előttünk álló hónapokban? .....	22
A szankciók sokat árthatnak az EU gazdaságának .....	24
Túléli-e Trump elnöksége az idei évet? .....	26
Magyar helyzetkép.....	27
MNB, kötvénypiac .....	29
Magyar részvénypiac .....	32
Richter .....	32
OTP .....	33
MOL.....	35
Magyar Telekom.....	36

## Összefoglaló

Rejtély az alacsony  
infláció

**A 2009 óta tartó részvénypiaci rali utolsó szakaszához értünk; az emelkedés hátterében eddig a világ jegybankjainak monetáris lazítási politikái és eszközvásárlásai álltak.** A trend most véglegesen megfordulni látszik: a Fed már korábban befejezte, az EKB pedig az idei évben befejezheti a likviditásbővítést, másrészt a jegybanki politikák következményeként a finanszírozás régen nem látott mértékben vált olcsóvá, továbbá ismét felerősödött a részvény visszavásárlási-hullám. Ennek megfelelően **még lehet tere a részvénypiaci emelkedésnek, de már nem globálisan és nem minden eszközosztályra vonatkozóan.**

A részvénypiaci szelekciónál kiemelten fontos lesz a **fundamentális érték** keresése. Emellett nem mehetünk el a növekedési sztorik mellett sem, ahol a közelmúltban látott irracionális próbáljuk racionálisan kiaknázni. A befektetések irányát az új technológiák felé érdemes venni: **mesterséges intelligencia (AI) térnyerése, a technológiát kiszolgáló háttérparag, az ebből profitáló technológiai cégek és önvezető autógyártók, beszállítók** egyaránt felülteljesítők lehetnek idén. 2018 újoncai közül érdemes figyelni Európában a Siemens Healthineers IPO-ra, az Egyesült Államokban pedig a Spotify tőzsdei megjelenésére.

Az amerikai jegybank **várhatóan 3, egyenként 25 bázispontos kamatemelést fog végrehajtani 2018-ban.** A jegybankárok körében jelenleg igen nagy a bizonytalanság, hogy az adócsökkentés mekkora hatást fog gyakorolni az inflációra, és így a várható kamatemelések számában is igen nagy a szórás. Várakozásunk szerint **Európában az EKB szeptember végétől vagy teljesen kivezeti a QE (lazítási) programot, vagy csak kisebb, de még jelzésértékű volumenben (havi 10 milliárd euró) folytatja azt.** A változó egyensúlyi helyzet hatására idén folytatódhat az euró erősödése, de a tavalyinál visszafogottabb lehet a mozgás mértéke, annak ellenére, hogy az évet igen erősen kezdte a közös európai fizetőeszköz.

Az év eleje optimistán indult a piacok számára, erősödtek a feltörekvő piaci devizák és részvények. Az év során több kockázati faktort is érdemes figyelni: így a **várhatóan tetőző olajárra és az olasz és orosz választások okozta politikai kockázatra.** Nem jelentenek reális kockázatot **jelenleg a Donald Trumpot érő támadások,** azonban a novemberi félidei választások után változhat a helyzet.

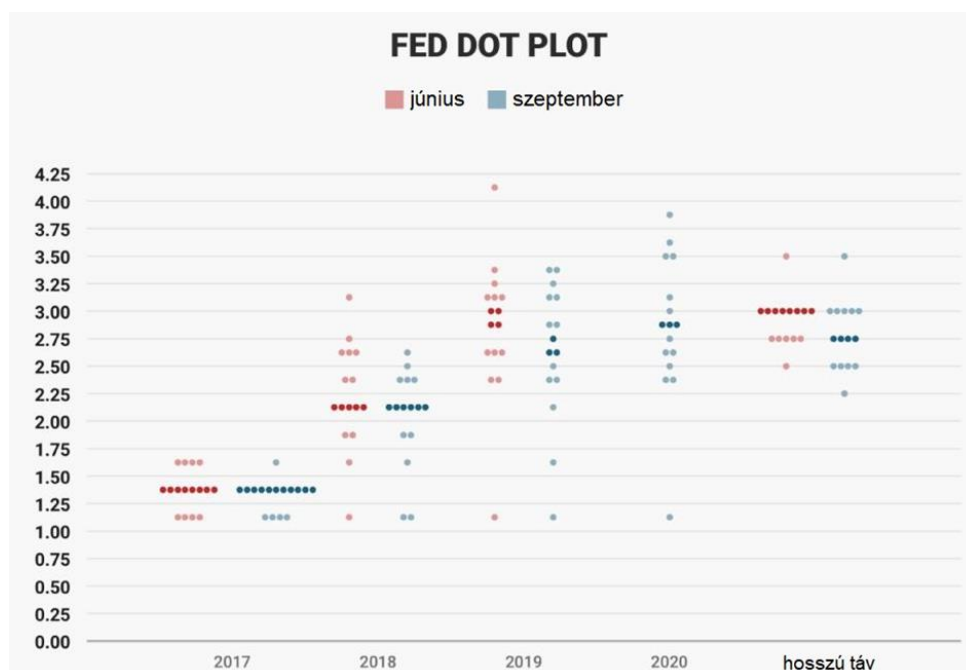
Az **euró-forint árfolyamában** az idei évben sem számítunk nagymértékű elmozdulásra, továbbra is egy széles sávban, 303-318 között mozoghat a jegyzés. Az év második felében némileg gyengülhet a hazai fizetőeszköz, elképzelhető a 320-as szint érintése is. A **GDP fellendülést** támogató tényezők: a belső kereslet, háztartások fogyasztása, az EU támogatások keltette beruházási boom változatlanok idén is a magyar gazdaságban. 2018-ban a költségvetési fegyelem szigorú maradhat, a magyar parlamenti választások hatása elhanyagolható a tőkepiaci folyamatokra. A **megszokott tendenciáktól eltérhet a kereskedelmi és a folyó fizetési mérleg alakulása** a következő években, kevesebb támaszt nyújtva a forintnak.

Továbbra is attraktívnak számítanak a **magyar részvények,** de a rali már nem olyan erős, **több magyar blue chipnél csak a megoldásra váró vállalati helyzetek, kihívások után** számítunk arra, hogy ismét jelentősen emelkedjenek.

## Három kamatemelés jöhet az Egyesült Államokban

Az amerikai jegybank várhatóan 3, **egyenként 25 bázispontos kamatemelést fog végrehajtani 2018-ban**. A jegybankárok körében jelenleg igen nagy a bizonytalanság, hogy az adócsökkentés mekkora hatást fog gyakorolni az inflációra, és így a várható kamatemelések számában is igen nagy a szórás, de összességében elmondható, hogy átlagosan 3 szigorító lépésre lehet számítani. A Fed elnöke, Janet Yellen a legutóbbi sajtótájékoztatóján kitért rá, hogy a jegybank számára sem világos, hogy miért nem emelkedett az infláció 2017-ben, hiszen a vállalati, és fogyasztói hangulatindexek igen magas szinten állnak, a kiskereskedelem pörög, és a gazdasági növekedés mértéke is megnyugtató. Ugyanakkor továbbra is problémát jelent a bérek visszafogott emelkedése, a vállalatok a feszes munkaerőpiac ellenére nem hajtanak végre érdemi bérkorrekciót, ez lehet az egyik oka a lomha inflációnak. Amennyiben a jelenlegi, kedvező gazdasági folyamatok kitaranak, a munkanélküliségi ráta tovább csökken (jelenleg 4,1%-on áll), és az adócsökkentéssel sikerül felpörgetni a gazdasági növekedést, előbb-utóbb változásra számítnak a bérdinamikában is.

A Fed Dot Plot grafikonján is jól látható, hogy **meglehetősen nagy a szóródás** a jegybankárok véleményében, főként a 2019-2020-ra vonatkozó kamatszintet illetően.



Forrás: Fed, Business Insider

A határidős és opciós árazások alapján a következő kamatemelés március 21-én várható, ennek 81% az esélye. Várakozásunk szerint ezt követően június 13-án, vagy augusztus 1-én jöhet az ideiglenes második szigorítás. A lépések természetesen az addig beérkező inflációs, és növekedési adatok függvénye, az amerikai jegybankárok több alkalommal hangsúlyozták, hogy nincs előre lefektetett kamatpálya.



## Változás jöhet

### Paradigmaváltás közeleg?

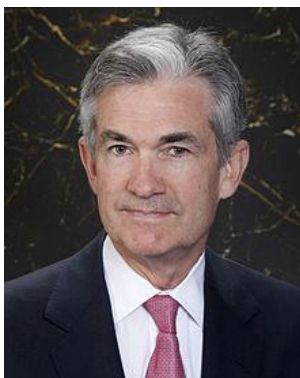
Az elmúlt időszakban több amerikai jegybankár felvetette, hogy szükség lehet az **inflációs célkövetés rendszerének módosítására**, illetve akár megszüntetésére, és **ideiglenesen át kellene térni az úgynevezett árszintcélkövetés rendszerére**. Előbbit Eric Rosengren nyilatkozta, aki szerint optimálisabb lenne az 1,5-3,0%-os inflációs céltartomány kijelölése, mivel a jelenlegi keretrendszer túl merev. James Bullard pedig egy előadásában azt fejtegette, hogy gondos előkészítés, és hosszas tanulmányozás után esetleg át lehetne térni a másik rendszerre.

A két rendszer között a legfontosabb különbség, hogy az inflációs célkövetés nem veszi figyelembe a múltbéli adatokat, nem korrigálja a célt a korábbi kilengésekkel. Tegyük fel, hogy a jegybanknak 2%-os a célszintje, de az elmúlt évben 3%-os volt az áremelkedés, az idei évre ugyanúgy 2%-ot határoz meg, annak ellenére, hogy a jelenlegi árak magasabbak a jegybank által meghatározott optimális szintnél. Az árszintcél-követés rendszerében ugyanebben az esetben az idei évre vonatkozó célt 1,01%-ra csökkenti, annak érdekében, hogy teljesüljön az 1,02X1,02-os cél a 2 évre vonatkozóan, és ehhez igazítja a monetáris eszközrendszerét (példánkat jelentősen leegyszerűsítettük, hiszen a jegybankoknak nem 2 éves a horizontja).

A témáról bővebben az Equilor Blogon, a [„Paradigmaváltás a Fed-nél?”](#) című bejegyzésünkben írtunk.

### Februárban Powell váltja Yellent

## Cserék a Fed-ben



**Jerome Powell, az új jegybankelnök** 1953-ban született Washingtonban, jogász és befektetési bankár, a 90-es években dolgozott a pénzügyminisztériumban George Bush elnöksége idején, tehát van kormányzati tapasztalata. Powell várhatóan Janet Yellen örökségét viszi tovább, mivel állandó szövetségese volt az elmúlt 5 évben, a piaci szereplők ezért pozitívan fogadták Donald Trump novemberi bejelentését, mivel így **a monetáris politikában folytonosságra számítanak**. Powell jelölését december elején a Szenátus 22 igennel, és 1 nemmel jóvá is hagyta. Powell álláspontja szerint folytatni kell a fokozatos kamatemeléseket, amíg a gazdasági növekedés mértéke egészséges marad. A Fed elsődleges célja a kedvező munkaerőpiaci, és gazdasági növekedési folyamatok fenntartása, az infláció fokozatos élénkítése a jegybanki célszint felé. Emellett Powell a november végi meghallgatásán leszögezte, hogy az esetlegesen felmerülő, mindenféle politikai nyomásnak ellen fog állni, a monetáris döntéseket maximálisan a független jegybank mandátumainak megfelelően fogják meghozni.

Az amerikai jegybank döntéshozó testülete, a Szövetségi Nyíltpiaci Bizottság (FOMC) 12 döntéshozóból áll. Az elnök mellett 6 másik igazgatótanácsai szék van a testületben, azonban ebből jelenleg 3 betöltetlen. Ezen kívül 5 tag évente, rotációs rendszerben cserélődik (kivéve a New York-i Fed elnökét, az ő tiszteje állandó). A várható kamatpolitika szempontjából érdemes megvizsgálni, hogy

milyen irányba tolódik el a döntéshozók irányultsága. Az elnökkel együtt 5 döntéshozó távozik: Yellen, Harker, Kaplan, Kashkari és Evans, 2 galamb, 2 semleges és 1 inkább galamb jegybankár. Egyelőre 4 új tag nevét ismerjük: Mester, Mullinix, Bostic, Williams, akik közül 1 semleges, 2 inkább héja, és egy 1 héja döntéshozó. Ezen kívül Jerome Powell kinevezésével már 4 szék áll üresen, melyek betöltése szintén megkezdődhet az idei évben, de a jelenleg már ismert nevek alapján egyértelműen kijelenthető, hogy 2018-ban **markánsan héja irányba tolódik el az amerikai jegybank összetétele**. *A szakzsargonban héja beállítottágú jegybankároknak nevezzük azokat a szakembereket, akik a szigorúbb monetáris politika mellett foglalnak állást, míg galamboknak, akik óvatosabbak, és inkább a lazább monetáris politikára voksolnak.*

### EKB: megkezdődhet a QE program kivezetése

Nincs könnyű helyzetben az EKB

Az Európai Központi Bank (EKB) meghosszabbította az eszközvásárlási programot legalább 2018. szeptember végéig, ugyanakkor a havi keretösszeget 30 milliárd euróra csökkentette. A hivatalos közlés szerint a **program addig tart, amíg nem tapasztalható az infláció tartós kiigazítása**, tehát a 2%-os jegybanki célszint felé közelítése. Ugyanakkor a legfrissebb prognózisok szerint az idei évben 1,4%-os, majd jövőre 1,5%-os inflációval számol a jegybank, tehát még hosszú ideig nem várható a célszint elérése. Érdemes azonban megemlíteni, hogy az EKB kötvényvásárlásokért felelős tagja, Benoit Coeure szerint reális az esélye, hogy lezárják a QE programot, amennyiben a jelenleg tapasztalható, pozitív gazdasági folyamatok továbbra is fennállnak majd. A visszafogott infláció élénkítésére más eszközei is vannak a jegybanknak, azonban ezekről nem árult el részleteket.

Amennyiben a következő hónapokban további utalások jönnek a jegybank részéről az ultralaza monetáris intézkedések fokozatos visszavonásáról, az erősítheti az euró árfolyamát, ami viszont lefelé hat az inflációra, és az exportra termelő európai vállalatok versenyképességét is rontja. Továbbra is óvatosan kell tehát egyensúlyoznia az Európai Központi Banknak a kommunikációval, hiszen a piac hajlamos már a konkrét intézkedések előtt beárazni annak hatásait, mely nehéz helyzetbe hozhatja a döntéshozókat.

A legutóbbi kamatlétségi ülésről szóló jegyzőkönyvből megtudtuk, hogy az EKB döntéshozói szerint az infláció fokozatosan közelíti majd a célszintet, de tartósan alatta maradhat. Ezért szinte biztosra vehető, hogy nem fogják megvárni a célszint elérését a QE program kivezetésével, hiszen jövőre csak 1,5%-os fogyasztói áremelkedést prognosztizálnak (ez feltételezi a program megszüntetését). Várakozásunk szerint **szeptember végétől vagy teljesen kivezetik a programot, vagy jelzésértékű volumenben (havi 10 milliárd euró) folytatják azt**. Elképzelhető, hogy kidolgoznak egy újabb intézkedéscsomagot az infláció élénkítésére, illetve a jelenlegi célszint helyett egy inflációs célsávot adnak meg (1,5-2,5%), melynek elérése 2020-nál jóval korábban teljesülhet. A Fed után tehát az Európai Központi Bank is megfontolhatja a jelenlegi rezsimről való ideiglenes átállást.

## Makrogazdasági kilátások

### Eurózána

Gyorsulhat a  
növekedés

**Kedvező gazdasági folyamatokat láthatunk az eurózánaában**, a növekedés a harmadik negyedévben meghaladta a 2,5%-ot, és az idei év első felében is folytatódhat a pozitív tendencia. Az Európai Központi Bank legfrissebb prognózisa szerint az idei év egészében 2,3%-os növekedés lehet, azonban a dinamika fokozatosan csökkenhet, jövőre 1,9%-ra, majd 2020-ban 1,7%-ra, mivel egyre kevésbé lesznek jelen a jelenlegi, növekedést támogató tényezők.

A munkaerőpiaci folyamatok középtávon is kedvezők maradhatnak, az európai jegybank 2020-ra 7,3%-os munkanélküliségi rátával számol. A jelenlegi helyzet regionálisan eltérő, egyes kelet-közép-európai tagállamokban már most is jelentős a munkaerőhiány, és ennek hatására komolyabb mértékben emelkednek a bérek, azonban később termelékenységi problémákat okozhat a folyamat. A lakossági fogyasztás az egész eurózánaában élénk maradhat, melyet támogatnak a jelenlegi hitelezési kondíciók is. A későbbiekben fiskális könnyítéssel lehet a fogyasztást ösztönözni tagállami szinten, néhány tagállamban már meg is kezdődött az adócsökkentési folyamat, de a kormányoknak nincs túl nagy mozgástere a magas eladósodottsági szintek miatt.

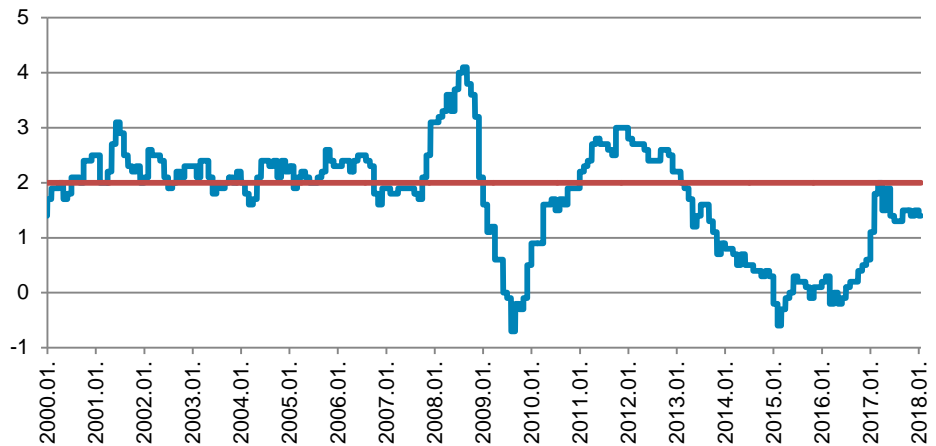
A jól látható ellentmondás a monetáris politika változásaival oldható fel, hiszen **az EKB fokozatosan kivonul majd a kötvénypiacról, így a finanszírozás visszaállhat piaci modellre**, és a hozamok jobban ki lesznek szolgáltatva a rövid távú folyamatoknak, bizonyos esetekben akár jelentősen megrágítva a vállalati finanszírozást, illetve az államadósság refinanszírozását. Az **euró várható, további erősödése mérsékelheti az export volumenét**, ez pedig visszavetheti a gazdasági növekedést, majd később a foglalkoztatás további bővülését. Az export csökkenését erősítheti a globális kereslet következő évekre várható visszarendeződése is.

Az üzleti beruházásokban tapasztalható volt némi visszaesés az elmúlt hónapokban, azonban az erőteljes vállalati bizalom alapján várható a korrekció, de a növekedés üteme lassulni fog.

Alacsony az  
infláció

Az **inflációs folyamatok továbbra is visszafogottak**, az idei évben a magasabb bázishatásnak köszönhetően várható alacsonyabb áremelkedés (1,4%), azonban ezt követően fokozatosan emelkedhet az infláció. Érdemi inflációs nyomás azonban csak akkor várható, ha a gazdasági növekedés mértéke meghaladja az átlagos potenciált, kapacitáshiány jelentkezik, és emiatt lesz árnyomás. A vállalatok addig jól láthatóan nem szeretnék árat emelni, hiába bővül jelentős mértékben a fogyasztás.

Az alábbi ábrán látható az eurózánaára vonatkozó inflációs ráta az Eurostat módszertana szerint:



Forrás: Eurostat, Equilor Elemzés

A tagállamok eladósodottsága várhatóan a következő években is csökkenő pályán mozog majd, azonban a 2019-20 után várható állampapírpiazi hozamemelkedés ezt a folyamatot visszafoghatja, mivel drágulni fog egyes tagállamokban, elsősorban a periféria országaiiban az adósság refinanszírozása.

A **Brexit tárgyalások kimenetele továbbra is jelentős kockázatot** jelent az eurózóna gazdaságára nézve, hiszen az Egyesült Királyság fontos külkereskedelmi partner. Kedvező fejlemény lenne, ha minél előbb sikerülne megállapodni a kereskedelmi kérdésekben, ez megnyugtatóná a vállalatokat, és élénkítené a beruházást, mivel egy fontos bizonytalansági tényező tűnne el.

## Egyesült Államok

Jön az adócsomag

Az **amerikai gazdaság növekedése az ideig, és a jövő évben is folytatódhat**, az erős fogyasztói, és üzleti bizalom támogatja a fogyasztást, és a beruházásokat. A munkaerőpiaci folyamatok rendkívül kedvezőek, a munkanélküliségi ráta történelmi mélypontra tartózkodik az Egyesült Államokban. Ugyanakkor problémát jelent, hogy az átlagos béremelkedés mértéke elmarad a kívánt szinttől, mely tovább ösztönözné a fogyasztást, és pozitívan hatna az inflációs folyamatokra.

Az ideig évben **jelentős tényező lesz az adócsökkentés**, és annak hatásai. Janet Yellen korábbi nyilatkozata szerint a Fed attól tart, hogy a csomag nem hozza meg a kívánt gazdasági élénkítést, ugyanakkor az adósságnövelő hatása számottevő lesz. A Trump-adminisztráció a fiskális könnyítéssel próbálja ellensúlyozni a monetáris politika szigorodásának hatásait, így optimális esetben nagyobb bukkánók nélkül folytatódhat a kiegyensúlyozott gazdasági növekedés. Megítélésünk szerint azonban a tartós sikerhez szükség lenne a béreknek a jelenleginél nagyobb mértékű emelésére, mely a fogyasztást tovább élénkítené, és így az infláció is tartósan 2% felett maradhatna. Ezt a folyamatot mindenképpen támogathatja a teljes foglalkoztatottság, hiszen az előbb-utóbb kialakuló munkaerőhiány önmagában is felfelé ható tényező a bérekre nézve.



## Nemzetközi részvényiaci összefoglaló

### Paradigmaváltás előtt a piacok

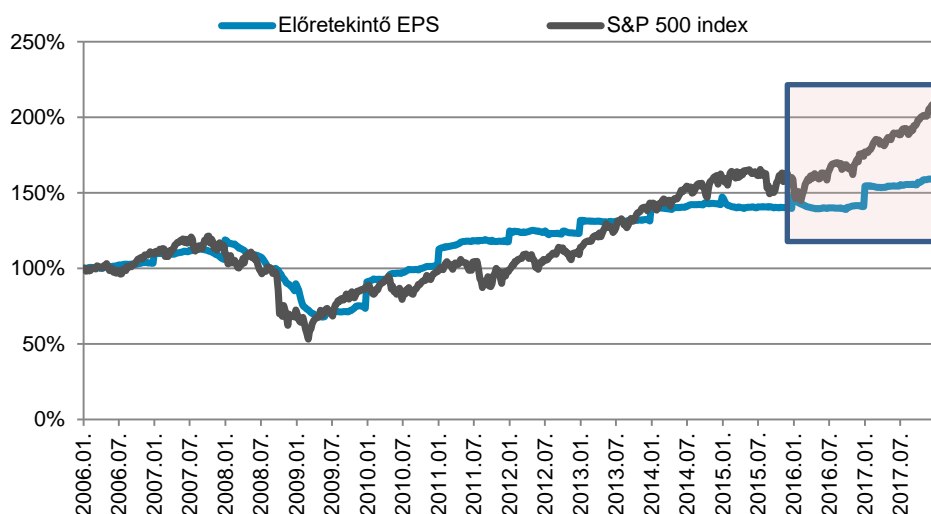
A 2009 óta tartó **részvényiaci rali utolsó szakaszához értünk**. A legfőbb támogató tényező már kikerül a képből: az eddigi emelkedés háttérében a világ jegybankjainak monetáris lazítási politikája és eszközvásárlásai álltak. A trend most véglegesen megfordulni látszik: a Fed már korábban befejezte, az EKB pedig az idei évben befejezheti a likviditásbővítést. Másrészt a jegybanki politikák következményeként a finanszírozás régen nem látott mértékben vált olcsóvá, a likvid eszközöket nem érdemes tartani, mivel reálkamatot nem hoznak, és reneszánszát éli a részvény visszavásárlási-hullám. Az **amerikai adóreform támogatásával a vállalatok a külföldi nyereségüket a társasági nyereségadónál kedvezményesebb, egyszeri kulccsal hozhatják haza**, melyet várhatóan nem új beruházásokra, hanem részvényesi juttatásokra – így részvényvásárlásokra – fordíthatnak. 2004-ben volt hasonló repatriálási hullám, amikor a vállalatok a hazahozott pénztömeg kb. 60-90%-át fektették visszavásárlási programokba és osztalékfizetésekbe.

Emellett jól látszik, hogy főleg Európában, de az Egyesült Államokban is erős a GDP növekedés, jó a fogyasztói bizalom, nő a befektetési hajlandóság. Tehát van még motiváció, erő a rali mögött. Ennek megfelelően **még lehet tere az emelkedésnek, de már nem globálisan** és nem minden eszközosztályra vonatkozóan.

### Divergáló mozgások

Az **amerikai és az európai részvényiac értékeltségi szintjei divergálnak**. Az S&P 500 index P/E rátája meghaladja az 5-, illetve a 10-éves átlagot, az árfolyama pedig új csúcsokat ostromol. Ehhez képest a vállalati eredményvárakozások (EPS) jóval szerényebb ütemben ugyan, de növekednek. Európában a Stoxx Europe 600 index árfolyama most ért vissza a 2006-os szintekhez, míg a profitvárakozások ettől elmaradóan a 2011-es év eleji szintekre kúsztak vissza. Ez utóbbi egyben azt is jelenti, hogy 7 éves stagnálást követően optimistábbak a vállalati eredményekkel kapcsolatban az elemzők. Nem meglepő módon, az európai index P/E rátája elmarad az 5-, illetve a 10-éves átlagoktól.

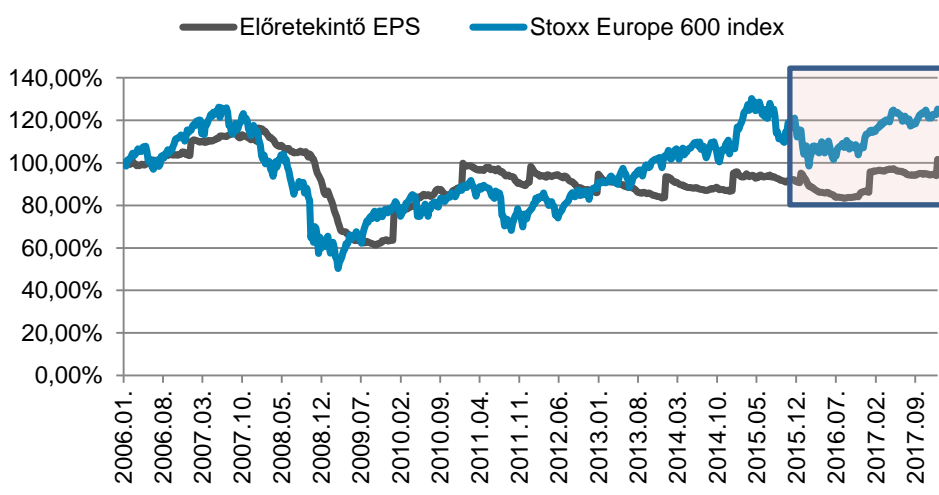
**S&P 500 index és az előretekintő EPS várakozások változása  
(100%=2006)**



Forrás: Bloomberg, Equilor Elemzés

A fenti ábrán látható, hogy az amerikai eredményvárakozások és az index árfolyamának széttartó mozgása folytatódott 2017-ben és idén sem várható a rés szűkülése. Értékeltségi alapon is túlhevített a részvényt piac menetelése, de várakozásunk szerint az elnyújtott rali idén még kitarthat, melyet elsősorban a részvényesi juttatások felpörgése fűthet. Európában ugyan kedvezőbb értékeltségi szintet láthatunk, de itt is igaz az árfolyam és az EPS előrejelzések közti rés szélesedése. Az év első felében még nem számítunk jelentősebb korrekciós hullámra, azonban az év végén a befektetők már az EKB QE programjának kivezetésével kapcsolatos hírek tarthatják lázban, amely nagyobb volatilitást okozhat a részvényt piacon.

**Stoxx Europe 600 index és az előretekinthető EPS várakozások változása (100%=2006)**



Forrás: Bloomberg, Equilor Elemzés

Élen az új technológiák

Paradigmaváltás miatt új irányokba tekintünk. **Mennyiségből minőségbe**, azaz a részvényt piaci szelekciónál kiemelten fontos lesz a fundamentális érték keresése. Emellett nem mehetünk el a növekedési sztorik mellett sem, ahol a közelmúltban látott irracionálitást próbáljuk racionálisan kiaknázni. A befektetések irányát **az új technológiák felé érdemes venni: mesterséges intelligencia (AI) térnyerése, a technológiát kiszolgáló háttérparág, az ebből profitáló technológiai cégek és önvezető autógyártók, beszállítók** egyaránt felülteljesítők lehetnek idén.

### Infrastrukturális reform

Régi-új lemez?

Az idei év egyik legnagyobb politikai kihívása az amerikai infrastrukturális fejlesztés keresztülvitele lesz. Donald Trump már 2017 elején is megpróbálkozott hasonló projekt elfogadtatásával, melyet végül megelőzött az adóreform és az ObamaCare eltörlésére vonatkozó erőfeszítések. A tavalyi tervet leporolva **legalább 1000 milliárd dolláros beruházást szeretne megszavaztatni az elnök a képviselőkkel**. Január elején a Republikánusok ezt a programot kiemeltnek nyilvánították a 2018-as Agenda meghatározásakor.

Kritikus állapotban az infrastrukturális hálózat

Az eddigi információk alapján a kormányzat legalább 200 milliárd dollárral szállna be az infrastrukturális fejlesztésbe, a fennálló 800 milliárd dollárt pedig állami, illetve helyi önkormányzatok és a magánszférából érkező vállalatok adnák. Trump ugyanakkor hangsúlyozta, hogy a 200 milliárd dollár a finanszírozási hozzájárulás minimumszintjét jelöli ki, ennél nagyobb forrásbevonás is elképzelhető. Erre szükség is van, hiszen az amerikai mérnököket tömörítő civil

szervezet (ASCE) felmérése szerint az országos hálózat az A-tól E-ig terjedő skálán D+ osztályzatot kapott. A **legrosszabb állapotban a közúthálózat, a gátak, a töltések, a belvízi útvonalak és az ivóvízhálózat vannak, de rövidesen kritikus állapotba kerülhet a tömegközlekedés, az energiahálózat és az iskolaépületek** is. A vizsgált elemek közül egyedül a vasút kapott B osztályzatot. Az ASCE felmérése szerint a belengetett 1000 milliárd dollár is kevésnek bizonyulhat, legkevesebb ennek a duplája szükséges az említett hálózatok modernizálásához.

Az infrastrukturális program **kongresszusi elfogadtatása közel sem tűnik zökkenőmentesnek**. Ugyan Donald Trump szerint a Demokraták támogatását is élvezzi a projekt, de erős ellenállásba ütközhet alsó-és felsőházi szinten egyaránt. A Republikánusok ezt a programot nem tudják egyszerű többséggel elfogadtatni (az adóreformmal szemben), a 100 fős szenátusból legalább 60 szavazatot, köztük 9 demokrata voksra is szükség van. Ennélfogva a kétoldalú tárgyalások és a kormányzó képviselők kompromisszum készsége lesznek meghatározóak. 2018 novemberében ugyanis időközi választásokat tartanak, ahol a Republikánusok elveszíthetik eddig (szűk) felsőházi többségüket. Nem beszélve arról, hogy az említett grandiózus beruházás tovább növelheti az államadósságot, amely ettől függetlenül is tovább hízik az adóreform miatt. Mindezt éles kritikával és a támogatás megvonásával illetheti a Demokrata fél.

A részvényt piac  
csak örülhet

A részvényt piac szempontjából a tervezett intézkedés – jelen állás szerint - nem jelent lefelé mutató kockázatot. A formálódó gigaberuházás kongresszusi elfogadása az adóreformnál is nagyobb falat lehet, már csak a szükséges szenátusi szavazatok miatt is. Emiatt véleményünk szerint a **piac nem árazta be az intézkedést, így annak elmulasztása semleges hatással járna**. Amennyiben mégis átmenne a törvényhozáson, úgy az alapanyagsektor, a munkagépek és a közművek vezetésével emelkedhet rá a piac.

### 2018-as részvénytörök

Giga-IPO  
Németországban

**Siemens Healthineers IPO:** kíváncsian várjuk a Siemens egészségügyi részlegének IPO-ját, amely 2018 egyik legnagyobb tőzsdéi eseménye lehet Németországban. Várhatóan márciusban kerülhet sor a részleg 15-25%-os részvénytörökjének értékesítésére, amely akár **10 milliárd euróra** is rúghat. Egészségügyi cég lévén leginkább defenzív részvénytörök kategóriába sorolhatjuk, de növekedési sztorit is látunk benne. A csoport üzletágai közül a második legnagyobb bevételt szállítja, és a csoport szintű EBITDA legnagyobb hányadát adja. Mind a bevétel, mind pedig az EBITDA növekedése felülmúlta az elmúlt években a Siemens egészét. A társaság ráadásul középtávon tovább gyorsuló bevételt vár a Healthineerstől, míg az eredményhányad jelentősen javulhat a 2017-es üzleti évihez képest. A közelmúltban több példát is láthattunk arra, hogy egy cégcsoport leválasztja a csoporttól jellemzően magasabb növekedési ütemet felmutató ágazatát, mellyel jobban kiaknázzhatóak a cégértékek. Erre volt példa az eBay-Paypal, vagy a Bayer-Covestro.

Amerikai  
növekedési sztori

**XPO:** Amerikai logisztikai és fuvarozási cég, amely Észak-Amerikában és Európában is operál. A cég az elmúlt években jelentős akvizíciókat hajtott végre, így többek között a Waberer's konkurensét, a francia Norbert Dentressangle-t is felvásárolta 2015-ben. Az XPO az USA legnagyobb ütemben bővülő fuvarozási és logisztikai vállalata, amely mára többek között az IKEA, a Cummins és az Inditex csoport stratégiai partnere is. A folyamat azonban itt még nem ért véget, a cég további 7-8 milliárd dollárnyi értékben tervez akvizíciókat. Az XPO

elsősorban a LTL (less-than-truckload) szegmensben kiemelkedő, ugyanis az e-kereskedelem felfutásával (és részben az amerikai ipari megrendelések lassuló növekedésével) a teljes kamionnyi áruk helyét a kis csomagok szállítása dominál. Az XPO emellett a teljes logisztikai láncot le tudja fedni (Last Mile), idén pedig a jelenlegi elosztópontok számát duplázná meg.

#### Tőzsdére léphet a zeneóriás

**Spotify:** A cég tőzsdére lépne idén év elején, méghozzá közvetlen bevezetés (direct listing) keretében. Ez annyiból tér el az IPO-tól, hogy a befektetők jegyzési időszak hiányában csak a tőzsdei bevezetés után, lényegében a piacon vásárolhatnak a részvényből. Ez az is jelenti, hogy a Spotify árfolyama igencsak volatilis lehet a parkettre lépést követően. Ezt a fajta bevezetési formát igen ritkán és jellemzően kis cégek választották. A **direct listing** sokáig csak a Nasdaq-on volt elérhető, de a NYSE nemrég engedélyezte ezt, ahová a Spotify készül. Emiatt is nagyot szólhat a Spotify, hiszen ő lehet az első 15-20 milliárd dollárt érő cég, amely ilyen formában lép a parkettre.

A svéd cég az alkalmazásán keresztül streaming zeneszolgáltatást kínál. Ez akkora népszerűségnek örvend, hogy mára az előfizetők száma meghaladta a 70 millió főt, ezen kívül további 80 millióan használják az alkalmazást előfizetés nélkül. Ezzel a streaming szolgáltatók között messze a legnépszerűbbnek számít, maga mögé utasítva többek között az Apple Musicot és a Pandorát.

Ami a cég pénzügyeit illeti, jelentős növekedést láthatunk évről évre, hiszen 2016-ban 3,5 milliárd dolláros árbevételük volt, ami az előző évhez képest 51%-os növekedést jelent. 2017 első félévében pedig 70%-os volt a bővülés, így az éves érték is könnyedén felülmúlhatja a 2016-os bázist. Azt azonban szem előtt kell tartani, hogy a cég masszívan veszteséges. Ez leginkább azzal magyarázható, hogy a bevétel növekedésével együtt a költségek is megugrottak, csak a jogdíjak a bevétel több mint 80%-át emésztik fel. Ebből következően a Spotify (a többi start-uphoz hasonlóan) nem eredményközpontú cég lehet a börzén, hanem tisztán növekedési sztori.

A Spotify bevezetéséről, a céggel kapcsolatos kilátásokról, piaci pozíciójukról és a kockázatokról bővebben a blogunkon írunk.

#### Az új ipari forradalom hajnalán

A **mesterséges intelligencia (AI)** térnyerését túlzás nélkül a következő ipari forradalomnak is. Az Accenture Research és a Frontier Economics tavaly megjelent kutatása alapján a technológia 2035-re átlagosan 1,7%-kal dobhatja meg a globális GDP növekedést, melyből leginkább az IT, a feldolgozóipar és a pénzügyi szolgáltatók szegmenseinél lehet tetten érhető. Ennél azonban jóval nagyobb arányban javíthatja a szektorok profitabilitását. A tanulmány alapján az oktatásban, az építőiparban és a szállodai szolgáltatásokban érdekelt vállalatok eredményessége több mint 70%-kal emelkedhet 2035-re. A technológiába történő beruházások még csak most indulnak be.

Míg 2015-ben az **AI befektetések a globális IT beruházások alig 0,1%-át tették ki, amely 2025-re 6%-ra bővíthet**, szám szerint 2 milliárd dollárról 127 milliárd dollárra. A Bloomberg felmérése szerint a vállalatok vezetői is hallják az új idők szavát, hiszen 2017 folyamán élesen emelkedett a mesterséges intelligenciával, vagy az iparágba történő beruházással kapcsolatos kommentár, amely csak a negyedik negyedévben több mint duplázódott. Érdekesség, hogy ezzel párhuzamosan a "big data", vagyis a nagymennyiségű, komplex adatfeldolgozó központ kifejezés kezdett visszaszorulni.

### Körülvesz a mesterséges intelligencia

Az AI használata számos iparágban tetten érhető a teljesség igénye nélkül: a mobiltelefonoktól kezdve, az adatközpontokon, az internetes böngészőkön, a gyorséttermeken (McDonald's Kiosk), a fuvarszervezőkön, a felhő alapú szolgáltatásokon át az önvezető technológiáig bezárólag. A technológiai verseny Kína és az Egyesült Államok között dőlhet el. Kína a saját AI-parkjának az építésébe kezdhet rövidesen. Az ország vezetése 2030-ra világelső kíván lenni az AI technológiában, melynek termelési értékét 1500 milliárd dollárra várják. Összehasonlításképpen, ez közel a tizede Kína 2016-os GDP-jének.

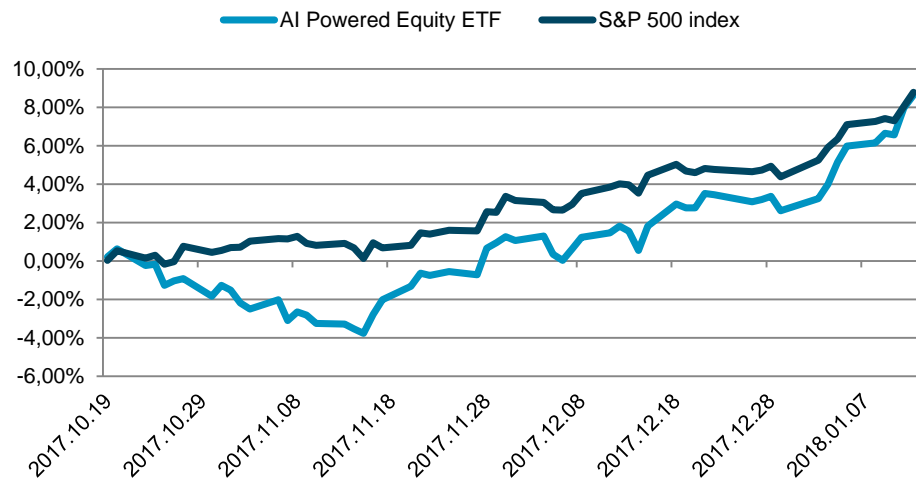
A kínai vállalatok közül az **Alibaba** és a **Baidu** részvényeit találjuk attraktívnak. Mind a két vállalat masszív beruházásokba kezdett ezen a területen, melynek profitabilitása egyelőre igen volatilis alakul, emiatt pedig szükséges a nagyvállalatok diverzifikált üzletmodelljének támogatása. Ezeknél a részvényeknél a folyamatos növekedést tartják szem előtt a befektetők, az értékeltségi szintek másodlagosak. Az AI piacon egyre erősebb az M&A tevékenység, a legtöbb kisebb fejlesztési vállalat nem jut el az IPO-ig. Emiatt a piacon rejlő potenciált úgy véljük, elsősorban ETF formájában érdemes kiaknázni az amerikai piacon: **ROBO Global Robotics and Automation Index ETF**, **Global X Robotics & Artificial Intelligence Thematic ETF** és **VanEck Vectors Semiconductor ETF**.

### Szuper-számítógéppel a befektetéseknél

Az AI befektetéseknél a hagyományos, portfóliómenedzserek által kezelt alapok mellett találunk egy igazi különlegességet is. Az **AI Powered Equity ETF (AIEQ)** a világ első olyan tőzsdén kereskedett alapja, melynek befektetési döntéseit teljes mértékben a mesterséges intelligencia határozza meg. Az Equibot (IBM Global Entrepreneur program) gondozásában született ETF az amerikai részvénytőzsdén keres befektetési lehetőségeket, a portfólió elemszáma jellemzően 30 és 70 között alakul, valamint egy részvény súlya sem haladhatja meg a 10%-ot. A nettó eszközérték volatilitása megegyezik a szélesebben értelmezett amerikai részvénytőzsdével. Az **algoritmusok 6000 ezer céget és több mint 1 millió darab SEC (amerikai tőzsdéfelügyelet) beadványt** vizsgálnak minden nap, nem beszélve a szociális médiában való megjelenésekről. A portfólió összeállításánál a technológia a jelenlegi gazdasági körülményeket, trendeket, globális és társaság specifikus eseményeket (pl: gyorsjelentés) monitorozza, és ezek alapján rangsorolja azokat a részvényeket, melyek a felsorolt paraméterekből a legnagyobb mértékben profitálhatnak. A befektetési alap mesterséges intelligenciájának kulcsa nem csak a felállított algoritmusokban, hanem a **permanens tanulásban rejlik**. A technológia képes a korábbi hibákból tanulni és folyamatosan fejleszteni önmagát. Az ETF 2017. október 18-án debütált, azóta 8,64%-ot emelkedett, szinte egybevéve az S&P 500 indexszel.



## AIEQ ETF és az S&P 500 index teljesítménye az alap indulása óta



Forrás: Bloomberg, Equilor Elemzés

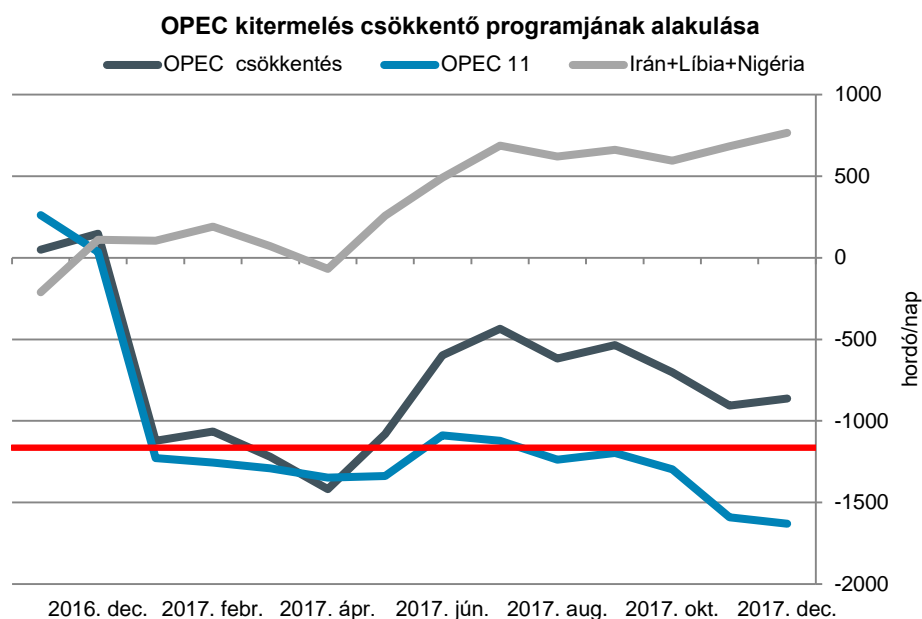
### Olajpiaci kilátások

Az OPEC és külső partnereik elvitathatatlan érdeme a kitermelés csökkentő programban tett erőfeszítései. A 2017 januárjától életbe lépő program eredménye végül a negyedik negyedévben volt kézzel fogható, hiszen a WTI és a Brent ára is ekkor emelkedett a januári szintek fölé. Az OPEC tavaly novemberi ülésén **a programot 2018 év végéig meghosszabbították**, amely idén meghatározó lehet az árfolyamok szempontjából. Az OPEC legutóbbi, decemberi olajpiaci jelentésében némileg visszavágta a 2018-as kitermelését napi 33,2 millió hordóra, de továbbra is optimisták az olajpiaci kereslet-kínálat alakulását illetően. Az OPEC szerint a Nemzetközi Energiaügynökség (IEA) napi 1,4 millió hordós keresleti előrejelzése konzervatív, amely ennél jóval nagyobb mértékű lehet. Az OPEC optimista várakozása érthető, hiszen az IEA számítása szerint a **keresleti növekményt szinte teljes mértékben felszívhatja a kínálati oldal bővülése**, melyből csak az amerikai palaolaj termelők napi 490 ezer hordót tehetnek ki, ez utóbbi pedig nem támogatná az olajárak további emelkedését. Sőt, az IEA úgy fogalmaz, hogy az OPEC-nek idén napi 1 millió hordóval kevesebbet kéne termelnie ahhoz, hogy kiszolgálja a keresletet.

Szorosabb integráció szükséges

Az OPEC célja tehát 2018-ban is a kínálati oldal szigorú kontrollja. A novemberi ülésen kiderült, hogy az OPEC programjának köszönhetően az OECD országok globális olajkészletei (így a piaci többlet) szinte megfeleződött és a novemberi adatok alapján már csak 140 millió hordó választja el az OPEC-et az 5 éves átlag elérésétől, melyet célként definiáltak 2016-ban. Ennek megfelelően a szervezet számára kulcsfontosságú a tagok kitermelésének alakulása is. Számításunk szerint az OPEC kvótával rendelkező tagjai (11) novemberben 130%-os teljesítési arányt értek el, a legmagasabbat a program indulása óta. Ugyanakkor visszatérő probléma, hogy a felmentett tagok, Nigéria és Líbia kitermelése is relatíve magas szinten stabilizálódott az elmúlt 5 hónapban, eliminálva az OPEC erőfeszítéseit. Ebből következően a termelés-csökkentő program sikerességét csak két országgal való megegyezés erősítheti. Erre való törekvések jelei már látszódtak idén. Véleményünk szerint az OPEC legnagyobb sikere az lenne, ha a

két szabadkártyás államot is integrálná a programba jövőre, amely ceteris paribus további olajár emelkedést idézne elő.



*Forrás: OPEC, Equilor Elemzés*

#### Külső-belső ellentétek a kitermelésnél

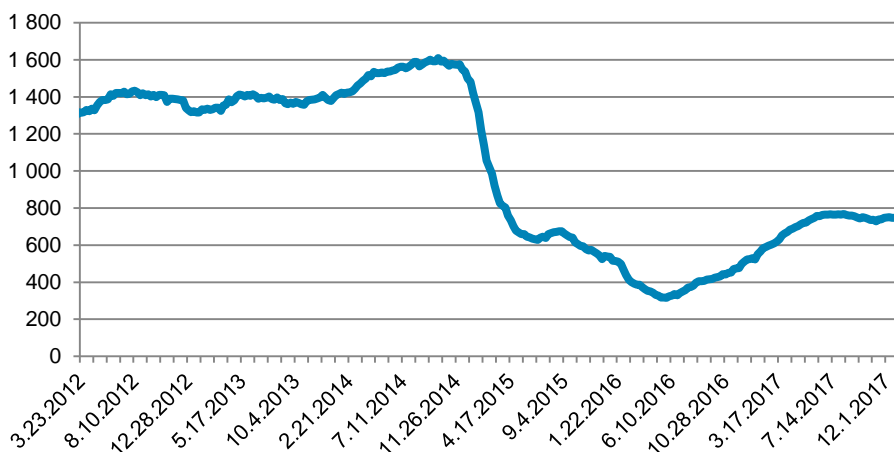
Csakhogy a képlet nem ennyire egyszerű. Amíg az OPEC a szervezeten belüli problémákkal van elfoglalva, addig a külső partnereik elkötelezettsége lankadni látszik. A júniusi mélypont óta a Brent hordónkénti ára 44 dollárról 70 dollár közelébe kapaszkodott fel, amely a kitermelőket a kibocsátás növelése felé csábíthatja. Ezt egész egyszerűen a piaci részesedésük elvesztésével is indokolhatják.

A Platts számítása szerint a nem OPEC termelők a program indulása óta több mint napi 1 millió hordót vesztek a kínálati oldalon. A programban nem résztvevők, így az USA kb. napi 800 ezer hordót, Líbia közel 300 ezer hordót, Nigéria pedig kevesebb mint 100 ezer hordót nyert. Az OPEC piacvesztése megközelíti a napi 200 ezer hordót. Ez főként Ázsiában fájhat, ahol az USA olajimportja októberben a 3-szorosára nőtt, továbbá Kína közölte, hogy 2020 után már az Egyesült Államokat tartja fő stratégiai partnerének.

Az IEA várakozása szerint az **USA olajtermelése idén új rekordot állíthat be**, alulról súrolva a napi 10 millió hordót. Az amerikai EIA (Energiaügyi Minisztérium) ennél optimistább és napi 10,3 millió hordós kibocsátással számol. Meg kell jegyezni, a termelés növekedésének nagy része a Permian mezőtől függ, ahol az EIA közel napi 1 millió hordós termelésbővülést prognosztizál. A többi nagy mezőn a 2017-es bázishoz képest minimálisan emelkedő, vagy stagnáló termelési szint várható. A Permiannal kapcsolatban magasak a várakozások, egyrészt a palaolaj kutak technológiai fejlesztései, másrészt pedig az úgynevezett sweet spot fúrások miatt. Ez utóbbi a mező nyersolajban gazdagabb és könnyen kitermelhető részének kiaknázását jelenti. Az iparági trend alapján a sweet spot kutak hozamcsökkenése a kezdeti fúrások után 2-2,5 évvel már szignifikánsan csökken, tehát a mező hozambővülése optimista esetben legfeljebb 2019-ig állhat fenn.

A fentiekből már következtethetünk arra, hogy a **globális olajpiac kínálati oldalának – és egyben az olajáraknak – alakulása nagyban függ az USA termelésétől, különösen a palaolaj termelőktől.** A Baker Hughes jelentése alapján az utolsó negyedévben szinte stagnált a működő olajfúrók száma. A palaolaj termelésénél látott technológiai fejlődés ugyan hatékonyabbá tette a kutakat és a kitermelést is, de a szektorban cash-flow szinten továbbra is negatív az operáció. A **palaolaj boom-ot tehát annak finanszírozása akaszthatja meg.** A befektetők és a bankok is a növekedési sztori helyett a stabil működést preferálják, az előbbi a potenciális osztalék és egyéb részvényesi juttatások, az utóbbi pedig a hitelfinanszírozási kockázat csökkentése miatt. A termelőknek továbbá rossz hír, hogy az új adótörvény értelmében a már üzemi szinten is veszteséges vállalatok kevesebb veszteséget írhatnak le az adóalapjukból. A kulcs tehát a vállalati operáció eredményességének javítása, amely 70 dollár körüli olajárak esetében már kézzel foghatóan javulhat.

**Működő olajkutak száma az USA-ban**



**Elhúzóó NAFTA tárgyalások, semleges hatás**

Az amerikai kontinensen tovább zajlanak a NAFTA tárgyalások, melynek következő, immár hatodik fordulójára január 23-28-ig kerül sor Montrealban. A felek közti megállapodás egyelőre várat magára. Donald Trump több alkalommal is belengette, hogy az **USA kiléphet a szabadkereskedelmi megállapodásból**, de erre eddig nem került sor. Amennyiben az elnök ezt meglépné, úgy az írásos beadványtól kezdődően 6 hónap türelmi idő áll rendelkezésre, amely alatt akár vissza is táncolhatnak a kilépéstől. Továbbá a kereskedelmi egyezmény felbomlásával az amerikai kongresszusnak új vámokat kellene megállapítania az árucikkekre. Kanada és az USA között a NAFTA mellett kétoldalú egyezmény is létezik, így ebben a relációban érdemi áruszabályozás nem várható.

Mexikó esetében importvámok kivetésére lehet számítani, emellett drágulna az amerikai export, ez utóbbi pedig az olajkereskedelmet is érintheti. Mexikó ugyan nagy olajkitermelő állam, de például az üzemanyag több mint 60%-a az Egyesült Államokból érkezik, míg ennek a mennyiségnek a kétszerese áramlik Mexikóból az USA-ba nyersolaj formájában. A tárgyalások lassú mederben zajlanak, a nyáron esedékes mexikói elnökválasztás pedig minden bizonnyal szüneteltetheti a folyamatot. Továbbá a regnáló mexikói elnök 2014-től megnyitotta a határt az amerikai olajipari vállalatok előtt is, így azok kutatófúrásokat is végezhetnek a mexikói partoknál. A feltárást követően a termelés 2019-től indulhat a partvidéki területen. Ezek alapján a két ország olaj-és gázipari kapcsolata szorosabbra fonódott az elmúlt években, a NAFTA kondíciók felbontása pedig negatívan

érintené mind a két ország iparágát. Ez utóbbi kényelmetlen lenne az olajipari beruházásokat sürgető amerikai elnöknek. Véleményünk szerint Trump fenyegetése leginkább stratégiai-politikai fegyver, amely az év első felében nagy valószínűséggel nem lesz bevetve. A NAFTA tárgyalásokról érkező hírek – jelen állás szerint – inkább a devizapiacra gyakorolhatnak hatást, az olajpiacot egyelőre nem érintik.

**Várakozásunk alapján az első félévben a WTI típusú olaj ára 70 dollárig emelkedhet, míg a Brent 75-78 dollárig.** Az olajár emelkedését támogatja a dollár gyengülése, mellyel kapcsolatban markáns erősödésre rövid távon nem számítunk. Az OPEC programjának sikeressége jelentősen javult 2017 év végén, emellett a kínálati oldalt érintő kockázatok, így a venezuelai államcsőd veszélye, az iráni szankciók szigorítása egyaránt fűtheti a nyersolaj drágulását. Véleményünk szerint az említett árfolyamszinteknél már komoly esélye van a termelő-mechanizmusok újjáéledésének: újabb kitermelők térnek vissza az amerikai olajpiacra, továbbá az OPEC megállapodást – a piaci részesedés növelése érdekében – több partnerország is felmondhatja, köztük Oroszország. Mindez **a kínálati oldal többlettermelése felé billentheti el a mérleg nyelvét, nyomás alá helyezve az olajárakat.** Előrejelzési horizontunkat a nyári plenáris OPEC ülésig tartjuk fenn (június 22.), amely új impulzust adhat a piacnak.

## Devizapiacok

### Euró-dollár

Erősödhet az euró

Az euró-dollár árfolyama a tavalyi évben jelentősen emelkedett, mivel megélné a eurózóna gazdasága, és belátható időn belül vége lehet az EKB eszközvásárlási programjának. Az idei évben is **az EKB monetáris politikája lehet az egyik döntő tényező**, ugyanakkor nem szabad figyelmen kívül hagyni a német belpolitikai bizonytalanságot, melynek további elhúzódása gyengítően hathat az euró árfolyamára. A dollár oldaláról a Fed intézkedései lehetnek fókuszban, a jelenlegi várakozások alapján 3 kamatemelés jöhet az idei évben, de a döntéshozó testület (FOMC) tagjainak irányultsága héja irányba tolódik el, így nem zárható ki a szokottnál szigorúbb kommunikáció a jegybank részéről. Az árfolyammozgásban tavaly nyáron bontakozott ki erőteljes fordulat az emlékezetes Draghi-beszédet követően, majd sikerült átlépni a hosszú évekig erőteljes ellenállási szintként funkcionáló 1,15-ös szintet. Várakozásunk szerint **össességében folytatódhat az euró erősödése, de a tavalyinál visszafogottabb lehet a mozgás mértéke**, annak ellenére, hogy az évet igen erősen kezdte a közös európai fizetőeszköz. Hosszabb távú stratégiánk az 1,17-1,20-as zónában vásárlóként lép be az euró piacára, majd az 1,24-1,27-es tartományban zárhatja a pozíciót.

### A feltörekvő devizák és a forint

2011 óta nem látott rali figyelhetünk meg a feltörekvő piaci devizák körében, az MSCI index a 2013. májusi rekord szinteken kereskedik. A vezetők közül kiemelhető a dél-afrikai rand, mely 2015 júniusa óta nem volt ilyen magas szinteken, miután a befektetők optimisták, hogy az új vezetés Cyril Ramaphosával az élen eltávolíthatja pozíciójából Jacob Zuma elnököt. Az optimista évkezdés jó példája Indonézia első kötvényakciója, amelyre rekordérdeklődés érkezett. A világban körülnézve azt látjuk, hogy erősödnek a latin devizák is, itt is az árupiaci rali és a fellendülő amerikai gazdaság táplálja a reményeket az év elején. A fenti folyamatoktól nem mentes a kelet-európai térség sem, ezért **érdemes most a környezetben megfigyelni a forint 2018-as kilátásait**.

### Csehország

Kedvencünk a korona

A korona árfolyamának tavaly áprilisi elengedése óta az euróval szemben közel 6%-ot erősödött a cseh fizetőeszköz. Azóta már két kamatemelésre is sor került, mivel az infláció tavasz óta a 2%-os célszint felett mozog. A gazdasági növekedés lendületes, a harmadik negyedévben évi 5%-ot mértek. A cseh jegybank legutóbbi kamatdöntő ülésén nem változtatott a fél százalékos alapkamaton. Az előrejelzés szerint az idei évben 2% felett maradhat az infláció, majd jövő év elején térhet vissza a célszinthez. Az inflációs kockázatok jelenleg kiegyensúlyozottak.

A gazdasági növekedés 5% körülire emelkedett, mely megfelelt a korábbi prognózisnak. A globális gazdaság folyamatosan erősödik, és nőtt a belföldi aktivitás is. A munkaerőhiány miatt folytatódhat a bérek emelkedése, mely segíti a lakossági fogyasztást. A munkanélküliségi ráta történelmi mélységekben van, és továbbra is igen feszes maradhat. A további kamatpálya függ a beérkező gazdasági adatoktól, a korona árfolyammozgásától, illetve az infláció alakulásától.



## Stabil az árfolyam

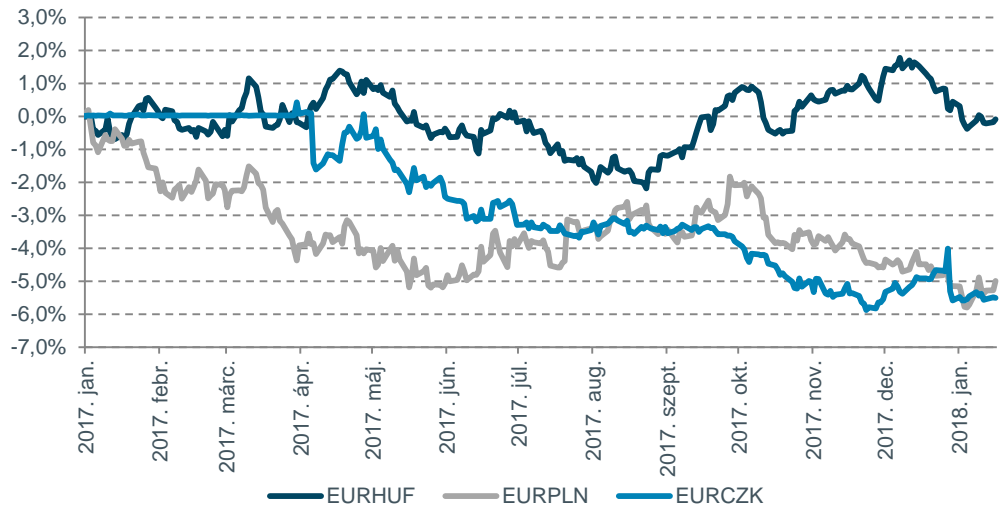
Alapvetően a korona további erősödésére számítunk, de annak üteme a korábban látottaknál lassabb lehet, így a korrekciós hullámokat lehet érdemes koronavételekre kihasználni. Ugyanakkor figyelni kell arra, hogy a korábbi árfolyamkülöbség miatt jelentős mennyiségű spekulatív, úgynevezett forrotőke van jelen a piacon, ez pedig megnövelheti a volatilitást, és nagyobb kilengéseket is okozhat

### Lengyelország

A lengyel jegybank december elején tartott utoljára kamatmeghatározó ülést, ahol kamattartásról döntöttek. Optimistán ítélték meg a globális gazdasági folyamatokat, és külön kiemelték a pozitív eurózónás kilátásokat. A lengyel GDP növekedése 4,9%-ra gyorsult a harmadik negyedévben, melyet a belső fogyasztás, a béremelkedés, illetve az élénkülő exportteljesítmény fűt. A maginfláció továbbra is alacsony, ugyanakkor az élelmiszer- és energiaárak gyors ütemben emelkednek. A jegybank várakozása szerint a GDP növekedés fennmarad az előrejelzési horizonton, bár annak üteme némileg lassulni fog. Mivel az inflációban most már felfelé mutató kockázatok is jelentkeztek, várakozásunk szerint 6-12 hónapon belül kamatemelésre kerülhet sor.

Az egyik legnagyobb bizonytalansági tényező az Európai Bizottság által elindított, hetes cikkely szerinti eljárás, mely a vitatott lengyel igazságügyi reform miatt indult december közepén. Ugyanakkor a lengyel zloty árfolyama az elmúlt hetekben jelentősen erősödni tudott az euróval szemben, mely részben annak köszönhető, hogy felerősödtek a kamatemelési várakozások, másrészt jelentős mennyiségű tőke áramlott a lengyel részvény- és kötvénypiacra. **Utoljára 2015 őszén láttunk utoljára ilyen erős zloty árfolyamot.**

Veszélyben az európai integráció?



Forrás: Bloomberg, Equilor Elemzés

### Forint

Az euró-forint árfolyamában az idei évben sem számítunk nagymértékű elmozdulásra, továbbra is egy széles sávban, 303-318 között mozoghat a jegyzés. Az Európai Központi Bank monetáris politikájának változásai miatt az év második felében némileg gyengülhet a hazai fizetőeszköz, így a sáv felső szélére kerülhet, sőt elképzelhető a 320-as szint érintése is, mivel azonban az MNB-nek jelenleg szinte korlátlan eszköz áll rendelkezésére a forintgyengülés megállítására, illetve az erősödés megindítására, **nem számítunk rá, hogy a**

**318-320-as zónát tartósan áttörje az árfolyam.** Forinterősítő oldalon a korábbi tényezők mindegyike fennáll; a stabilan többletes külkereskedelmi és folyó fizetési mérleg, az alacsony államháztartási hiány, a csökkenő államadósság és a javuló hitelminősítói megítélés. A legfontosabb kérdés, hogy az EKB eszközvásárlási programjának megszüntetése nyomán meginduló európai hozamszint-emelkedés mennyi tőkét fog kiszívni a hazai állampapírpiacról, és azt mennyiben sikerül hazai (intézményi és lakossági) kereslettel pótolni. Amennyiben az MNB ezt követően is kitart az ultralaza monetáris politika tartós fenntartása mellett (jelenleg 2019-re várják az inflációs cél teljesülését, tehát addig maradhat a mostani keretrendszer), akkor számíthatunk egy forintgyengülési hullámra, de annak mértéke tehát visszafogott lehet. Kereskedési szempontból a rövid- és hosszú távú sávokat érdemes figyelni, tehát a 303-as támaszt és a 318-as ellenállási szintet. Rövidebb távon a 307-es támaszt, és a 315-ös ellenállásra alapozunk stratégiát.

## Olasz parlamenti választások

Nem múlik el ez a negyedév sem választás nélkül az Európai Unió valamely tagállamában. A 2017-es szeptemberi német szavazást követően idén márciusban Olaszországban tartanak sorsdöntő parlamenti választásokat.

Nagy a politikai zaj

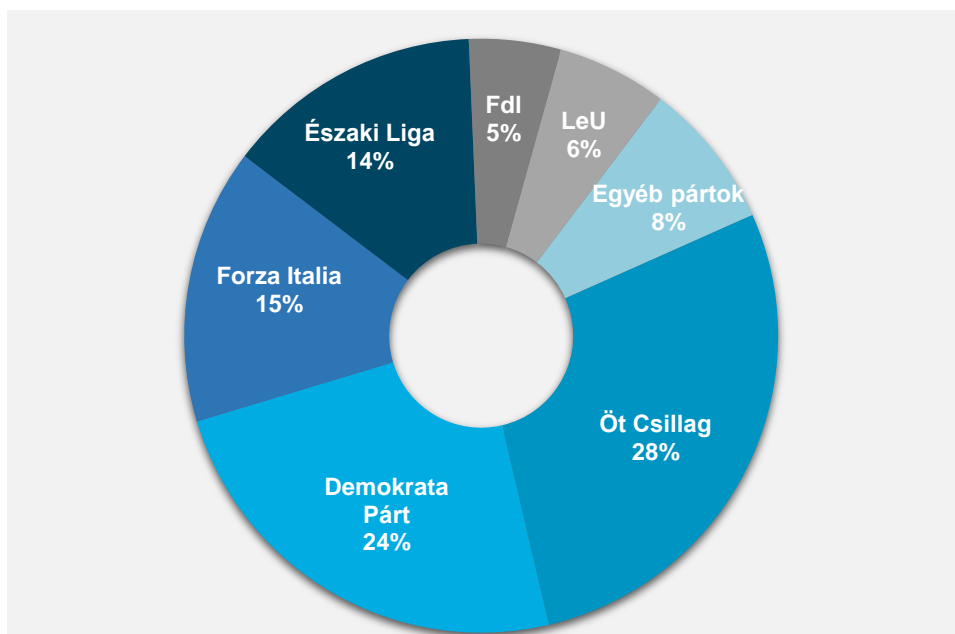
Az idei évi olasz parlamenti választás kimenetele **újabb vészharangokat kongathat majd meg Brüsszelben**, hiszen az előzetes piackutatások és felmérések alapján egyre nagyobb a valószínűsége, hogy az eurószkeptikus Öt Csillag Mozgalom (5S) kaphatja meg a kormányalakítás lehetőségét. A március 4-re kiírt szavazás végeredménye azonban hasonló patthelyzetet hozhat, mint ahogyan azt az utóbbi időben számos Európai Unió tagállamban láthattuk, s melyre már a 2013-as olasz választások alkalmával is volt példa.

Az EU-ban kételkedők tábora jelentősen megerősödött az utóbbi években, ezt pedig Olaszországban a Luigi Di Maio vezette 5S mozgalom használhatja ki, bár szoros eredmény várható az urnazárást követően. Di Maio kampánya egyértelműen a közös valutaövezet elengedhetetlennek látszó pénzügyi reformjának sürgetésére épült, bár a napokban megjelenő nyilatkozatai sokkal finomabb hangvételűek voltak. Korábban a pártvezető ugyanis több ízben emlékeztette a brüsszeli döntéshozókat, hogy hallgassák meg pártja aggodalmait, ugyanakkor hozzátette, ha eredménytelen lenne erőfeszítésük, akkor a megválasztásuk esetén referendum kiírására kerülne sor az eurózónából való kilépés reményében, mely a Brexit-népszavazás után újabb fricska lenne az EU-nak.

### Várható eredmények

A 630 tagú római parlamentben a márciusi választásokat követően a jelenlegi állás szerint a populista Öt Csillag Mozgalom 28 százalékkal képviseltetné magát, míg a most regnáló szociáldemokrata ideológiájú Demokrata Párt 24 százaléknyi szavazatot szerezne. A jelenleg kisebb támogatottsággal bíró, ám nagy múltú középpjobbaldali pártok közül a Silvio Berlusconi nevével fémjelzett Hajrá Olaszország (Forza Italia) 15 százalékot, míg az Északi Liga (Lega Nord) 14 százalékot kaphat majd a szavazópolgároktól. Emiatt az a különös szituáció is kialakulhat, hogy az utóbbi két párt szövetsége a kormányalakításhoz szükséges többséggel rendelkezzen az 5S és a Demokrata Párttal szemben. A politikai bizonytalanságot még inkább árnyalja, hogy a demokratikus olasz kormány a

márciusi esélyeit növelve új választási rendszert szavaztatott meg a parlamenttel néhány hónappal ezelőtt, mely a feltörekvő, elzárkózó pártokat hátrányosan érintheti, míg a mainstream, szövetségeket kialakító pártokat előnyben részesítheti, ez pedig egyértelműen az 5S előrenyomulása ellen irányult.



Forrás - EMG

Kormányzati  
bizonytalanság -  
újrátöltve

Az eurószkeptikus Öt Csillag megválasztása esetén 2013 után ismét kialakulhat az a szituáció, hogy egyik párt sem tud kormányt alakítani, melynek esélyeit tovább növeli, hogy az 5S már korábban kizárta annak a lehetőségét, hogy koalíciót alakítson más párttal, vagy pártokkal. Azonban fontolóra kell venni a koalíció gondolatát, mert az új választási törvény értelmében 40 százalékos többség nélkül egyetlen párt sem kaphat felhatalmazást a kormány alakítására.

Az esélylatolgatásokból tehát az látszik, hogy az 5S népszerűségének növekedése rövid távon inkább bizonytalanságot hozhat Olaszországban és az EU-ban egyaránt, bár a párt kommunikációja sokat enyhült az utóbbi időszakban, míg a demokraták győzelme mindenképp a kiszámíthatóság záloga lehetne a tavasz folyamán. A piac számára mégis inkább az jelenthetne megnyugvást a következő hetekben, **ha az olasz pártok kommunikációja a választásokhoz közeledve tovább enyhülne**, mivel a kampány finisére fordulva a közös valutaövezetből való kilépés már kezd feledésbe merülni a legfontosabb célok közül.

### Mi történik, ha nem sikerül kormányt alakítani?

A választási kampány célegyenesére fordulva és a szoros közvélemény-kutatási adatokat látva már a vészforgatókönyvre is felkészültek Olaszországban. Amennyiben egyik pártnak sem sikerülne kormányt alakítania a választást követően, úgy elképzelhető lenne egy úgynevezett elnöki kormány felállítása, melyet az államfő jelölhetne ki. Ebben az esetben a legvalószínűbb forgatókönyv az lenne, hogy az elnöki kormány élére a jelenlegi miniszterelnököt, Paolo Gentilonit nevezhetnék ki, aki elmondása szerint szívesen folytatná tovább 2016-ban elkezdett munkáját az ország élén.

### **Orosz elnökválasztás**

#### Nincs erős kihívó

December közepén hivatalossá vált, hogy két héttel az olasz parlamenti választásokat követően március 18-án, vasárnap, elnökválasztást tartanak Oroszországban. A szavazás legnagyobb esélyese a jelenlegi államfő, Vlagyimir Putyin, aki negyedszer jelölteti magát erre a posztra. Megválasztása esetén Putyin újabb 6 éves ciklusra kaphat felhatalmazást a választópolgároktól. Annak ellenére, hogy részben az energiaárak esése miatt az olajexportra támaszkodó orosz gazdaság komoly válságba került az utóbbi években, a legfrissebb felmérések szerint a biztos szavazók mintegy kétharmada még mindig Putyinra adná le voksát a szavazás alkalmával.

Annál is inkább, mert **igazi kihívója nem igazán van az aktuális elnöknek**. Néhány héttel ezelőtt a központi választási bizottság a legfőbb vetélytársnak számító Alekszej Navalnij jelöltségének bejegyzését elutasította, mivel Navalnijt korábban súlyos bűncselekmény miatt egyszer elítéltek.

### Oroszország elleni szankciók

Az Európai Unió részéről újabb hat hónappal, 2018. július 31-ig meghosszabbításra kerültek az Oroszországgal szembeni gazdasági szankciók az EU december közepén tartott kétnapos csúcsértekezletén. A szankciókat az EU még 2014 közepén rendelte el az ukrán konfliktus elmérgesedését követően. Az intézkedések elsősorban a pénzügyi, az energia és a védelmi szektor ellen irányultak, hogy a legnagyobb állami befolyás alá tartozó orosz vállalatoknak az EU elsődleges és másodlagos tőkepiacaihoz való hozzáférését korlátozzák. A gazdasági szankciók mellett ugyanakkor számos más intézkedés is hatályban van. Ennek értelmében március 15-ig 150 személy és 38 szervezet ellen vízumtilalmat, valamint eszközök befagyasztását rendelte el az EU, emellett a Krím-félsziget, valamint Szevasztopol elcsatolásáért szigorító intézkedések is érvényben vannak június 23-ig.

Az USA által hozott szankciók ennél is nagyobb horderejűek lehetnek. Az intézkedéseket azután léptették életbe, hogy egyre több jel mutatott rá, a 2016-os amerikai elnökválasztást az oroszok befolyásolhatták.

### Milyen szankciókra számíthatunk az előttünk álló hónapokban?

2017 augusztusában hagyta jóvá a Kongresszus azt a törvényjavaslatot, amely világos képet ad az Amerikai Egyesült Államok várható szankcióinak bevezetéséről. A törvény ezáltal lehetővé tette, hogy előre jelezhető legyen, mire lehet számítani 2018-ban az oroszok elleni intézkedéseket illetően.

Ennek köszönhetően a végrehajtó hatóságok idén várhatóan hét jelentést fognak a Kongresszus elé terjeszteni, melyet három nagyobb csoportra lehet majd bontani. Az orosz befolyás visszaszorítása érdekében elsősorban a Kincstár, a CIA és az elnöki hivatal közreműködésével feketelista fog készülni többek között az orosz oligarchákról, valamint az államilag finanszírozott orosz vállalatok és Vlagyimir Putyin kapcsolatrendszere is átvilágításra fognak kerülni.

Előkészítő szervezet	Jelentésben érintett szereplők	Jelentés tartalma	Határidő
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Treasury</li> <li>• CIA</li> <li>• Department of State</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• oligarchák</li> <li>• politikai vezetők</li> <li>• orosz rezsimhez közelállók</li> <li>• Vlagyimir Putyin elnök kapcsolatai</li> <li>• korábban betiltott magánszemélyek és jogalanyok</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• az érintett személyek: <ul style="list-style-type: none"> <li>- becsült vagyona</li> <li>- jövedelemforrása</li> <li>- eszközeik és beruházásai</li> <li>- üzleti érdekeltségei</li> </ul> </li> <li>• a szankciók hatása az orosz gazdaságra és az érintettekre</li> </ul>	2018 február
		<ul style="list-style-type: none"> <li>• szankciók kiszélesítésének lehetőségei</li> </ul>	2018 február
		<ul style="list-style-type: none"> <li>• tiltott pénzügyi tranzakciók</li> <li>• nyomozás eredményei</li> <li>• a jelentésbe való bekerülés automatikusan büntetőeljárást von maga után</li> </ul>	2018 augusztus (2021-ig évente frissítendő)
Department of State	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Oroszország rendszerszintű befolyása</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Az orosz befolyás elleni küzdelem Európában és Euráziában</li> <li>• kötelezi az USA kormányt az Eurázsiai országok szuverenitásának védelmére az orosz befolyás ellen</li> <li>• propaganda elleni küzdelem</li> <li>• a befolyás visszaszorítására szánt kiadások felhasználásának hatékonysága és eredményessége</li> </ul>	2018. április 1.
		<ul style="list-style-type: none"> <li>• külföldi szervezetekkel való közös együttműködés</li> </ul>	2018. április 1.
US President Secretary of State	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Orosz állami befolyás alá tartozó médiaszervezetek</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• azon médiaszervezetek listája, melyek befolyással bírnak</li> </ul>	évente
	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ukrajna és más országok</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• energiabiztonsági törvény reformja</li> <li>• energiaszektor liberalizációja</li> <li>• orosz energetikai projektek elhárítása</li> <li>• amerikai energiaexport az EU-ba</li> </ul>	évente

Forrás - Valdai



A jelentések elkészítését követően az Egyesült Államok várhatóan az Európai Unió elé terjesztheti az általa feltárt dokumentumokat, hogy közös erővel kezdjék meg az orosz befolyás visszaszorítását a világban.

### **A szankciók sokat árthatnak az EU gazdaságának**

Jelentős veszteség  
a szankciók miatt

Az oroszok ellen hozott amerikai szankciók áldozata lehet Nyugat-Európa is. Ez annak köszönhető, hogy az orosz vállalatokba vetett bizalom elvesztésének következtében jelentősen csökkent a hitelezési aktivitás az utóbbi években, illetve az országok közötti kereskedelem volumene is visszaesett. Ezt bizonyítja, hogy az eddig készült legátfogóbb tanulmányok alapján egy német gazdaságkutató intézet azt találta, **hogy 2014 eleje és 2015 vége között a szankciók 114 milliárd dollár bevételkiesést eredményeztek**, ugyanakkor hozzátették, ebből csupán 50 milliárd dollár volt az USA és az EU vesztesége, míg 65 milliárd dollár az orosz gazdaságot érintette.

A legnagyobb vesztes ugyanakkor – Oroszország mellett – Németország lehet, mivel egyes számítások szerint a veszteségek közel 40 százalékát a németek szenvedhetik el, ez pedig a fent említett elemzés alapján akár 20 milliárd eurónyi bevételkiesést is eredményezhetne évente Európa legnagyobb gazdasága számára. Emiatt a német jogalkotók nehéz helyzetben vannak, hiszen egy olyan intézkedésen kell dolgozniuk, mely kellő mértékben bünteti Oroszországot, miközben igyekeznek fenntartani az expanzív kereskedelmi kapcsolatokat a két ország között.

Radikalizálódnak a  
németek?

A súlyos szankciók még **nagyobb belpolitikai bizonytalanságot hozhatnak Németországban**. A tavaly szeptemberi német szövetségi választásokon több mint 10 százalékos támogatottságot szerzett az AfD, politikai elemzők pedig attól tartanak, hogy az orosz gyökerekkel rendelkező Kelet-Németországban élő állampolgárok az intézkedések hatására még nagyobb arányban radikalizálódhatnak, és erősíthetik az szélsőjobb oldali párt erejét. Másrészt Németország erősen függ az orosz gázexporttól, hiszen a Wood Mackenzie elemzése alapján 2025-re a teljes német gázfogyasztás több mint 50 százaléka Oroszországból jöhet (jelenleg 40 százalék az arány), ez pedig a történelem során folyamatosan befolyásolta a két ország kapcsolatát. Az biztosan leszögezhető, hogy a negatív gazdasági hatások minimalizálása érdekében az Egyesült Államokkal való együttműködés nem ígérkezik könnyű menetnek a brüsszeli honatyák számára, de sok múlik azon, hogy a korábban felvázolt amerikai vizsgálatok milyen eredményre jutnak.



## Politikai események 2018

**Olasz**  
választások  
Március 4.

**Kolumbiai**  
elnökválasztás  
Március

**Orosz**  
elnökválasztás  
Március 18.



**Malaysiai**  
választások  
Augusztus

**Mexikói**  
választások  
Július

**Kolumbiai**  
elnökválasztás  
Május

**Magyar**  
választások  
Április 8.



**Svéd**  
választások  
Szeptember

**Brazil**  
választások  
Október

**Egyesült Államok**  
féligidős választások  
Október

**Thai**  
választások  
November



## Túléli-e Trump elnöksége az idei évet?

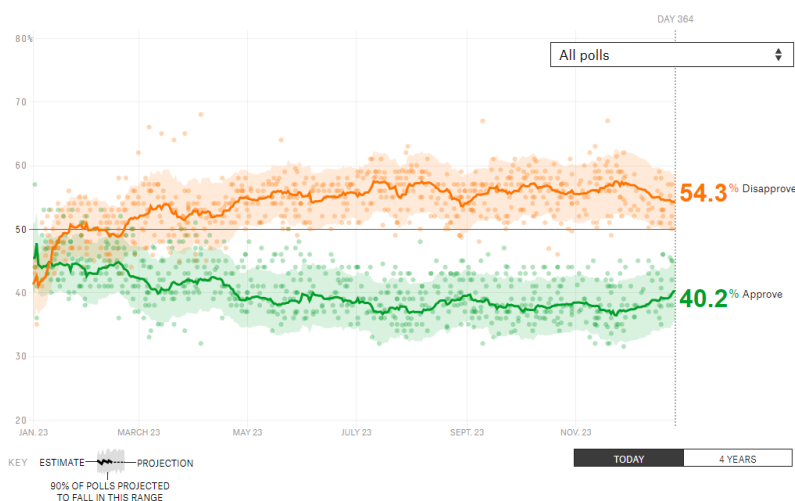
### Negatív rekordot döntött Trump

Ellentmondásokkal, intrikákkal és félsikerekkel zsúfolt évet tudhat maga mögött a Fehér Ház. Donald Trump elfogadottsága már 8 nappal beiktatása után az 50%-os szint alá csökkent, ezzel új negatív rekordot állítva fel az elnökök körében. 100 nap elteltével már csak az amerikaiak 40%-a fogadta el, ahogy az új elnök végezte munkáját, 55%-uk nem. Tavaly július óta ez a folyamat lassult, sőt az Irma hurrikánnal kapcsolatos fellépésével még tudta is növelni népszerűségét az elnök. Az elfogadottsági felmérések azonban nem játszanak szerepet abban, hogy Trump meg tudja-e őrizni székét: az amerikai választási rendszer jellegzetességei miatt a demokraták körében népszerűsége már aligha tud csökkenni, a republikánusok pedig jelenleg úgy látszik, nem hagyják el, bármit is tesz.

### Felsorakozott a párt Trump mögé

## How popular is Donald Trump?

An updating calculation of the president's approval rating, accounting for each poll's quality, recency, sample size and partisan lean. [How this works »](#)



Forrás: <https://projects.fivethirtyeight.com/trump-approval-ratings/>, 2018. jan. 18.

### Hosszú az út a lemondásig

A tőzsde eleinte hevesen reagált az új vezetéssel járó "magasabb alapzajra", de ahogy teltek a hónapok, világossá vált, hogy hacsak nem tárnak fel konkrét bizonyítékokat a jelenleg zajló vizsgálatok során, **a republikánusok a végsőig lojálisak lesznek a megválasztott elnökkel kapcsolatban.** Az elmúlt év során mégis többször felmerült, hogy nem csak demokrata körökben fontolgatják az impeachment eljárás megindítását, ha erre megfelelő alapot találnak. Az alkalmatlanság nem megfelelő vád, az amerikai történelem során számos megosztó elnököt láthattunk már. Ehhez a hivatalban vagy a hivatalba lépés előtt elkövetett bűncselekmény bizonyítására van szükség. (Bill Clinton esetében ez az igazságszolgáltatás akadályozása, illetve hamis tanúskodás volt.)

Bár egy elcsendesített Trump jobb lenne, mint egy lemondott elnök, mégis előfordulhat, hogy az impeachment eljárás újra szóba kerül. Bíróságon kívüli alkotmányos vádemelési eljárás vagy más néven közjogi felelősségre vonás (impeachment) már indult több elnök ellen is, Nixon és Clinton az eljárás hatására adta be lemondását. Az eljárás több fordulós, végig vitele hosszabb időt vesz igénybe, és ami a legfontosabb, nagy egyetértést követel. A törvény útja hosszú: a Képviselőház különböző szintű bizottságain át a plenáris ülésig bármikor elbukhat a törvényjavaslat, majd minden egyes fejezetéről egyszerű többséggel szavazást tartanak a képviselők. Ha jóváhagyják a törvény

valamennyi fejezetét, az megkezdi útját a **Szenátus bizottságaiban, itt viszont kétharmados elfogadás esetén válik hatályossá**. A vád nem feltétlenül vonja maga után a sikeres szavazás után sem a hivatal elhagyását, erről egy második eljárás során döntenek.

Több vizsgálódás is indult Donald Trumppal kapcsolatban, ezekből egy, amely az elnököt a neonácik elvek segítségével vádolta pl. decemberben a képviselőház szavazásán bukott el, De jelenleg úgy látszik, hogy az elnök pozícióját az orosz kapcsolatok ügye veszélyezteti, amely befolyásolhatta a 2016-os kampányt a később megválasztott Trump javára.

Részvénypiaci ralit hozhat az elnökváltás?

A következő időpont, amikor a befektetők ismét számításba vehetik a politikai bizonytalanságot, az **félidei választások lesznek november 6-án**, amikor a törvényhozási helyek egyharmadáról szavaznak majd. A közvélemény-kutatások most a demokraták régen látott aktivitását mutatják, 59 százalékuk közölte az NBC News és a Wall Street Journal közös felmérésén, hogy biztosan elmegy voksolni, míg a republikánusoknál ez az arány 49 százalék. Bár az szokásos tendencia, hogy az interim választások a kormány pozícióját gyengítik, a 33 szavazásra kerülő szenátori székéből csak 8-ban ül republikánus, ezért elsőprő demokrata győzelem kellene ahhoz, hogy lényegesen változzon a helyzet a Szenátusban. A Képviselőházban azonban mind a 435 helyről szavaznak, ezen kívül további 39 állami és regionális pozíció is megújításra kerül. Előfordulhat tehát egy olyan állapot, amelyben a Képviselőház már a Szenátus elé tudja terjeszteni Donald Trump ügyét.

Kedvező az egyensúlyi helyzet

Ebben az esetben rövid távon nagyobb részvény és devizapiaci kilengéseket okozhat a Trump-ügy. Bill Clinton esetét, annak bejelentésétől eltekintve meglepően hamar kiheverték a részvénytőzsdék és inkább kisebb ralit váltott ki lemondása. A hullámok egy ilyen helyzetben most is gyorsan elülhetnek. Sokak szerint Mike Pence, az alelnök hatalomra kerülését (aki ilyenkor automatikusan elnöki pozícióba kerül) a tőzsdék inkább pozitívan értékelnék, hisz személyében egy rendkívül konzervatív, de adócsökkentéseket támogató és alapvetően piacbarát politikus kerülne a pozícióba, aki külpolitikusként is valószínűleg hatékonyabban lépne fel. A fogadóirodák – a fentiek alapján talán kissé meglepő, **de 50%-ra adják, hogy Donald Trump nem tölti ki elnöki idejét**, ezért érdemes a politikai zajra is figyelni, különösen 2018 novembere után.

## Magyar helyzetkép

Másfél év múlva lehet optimális az infláció

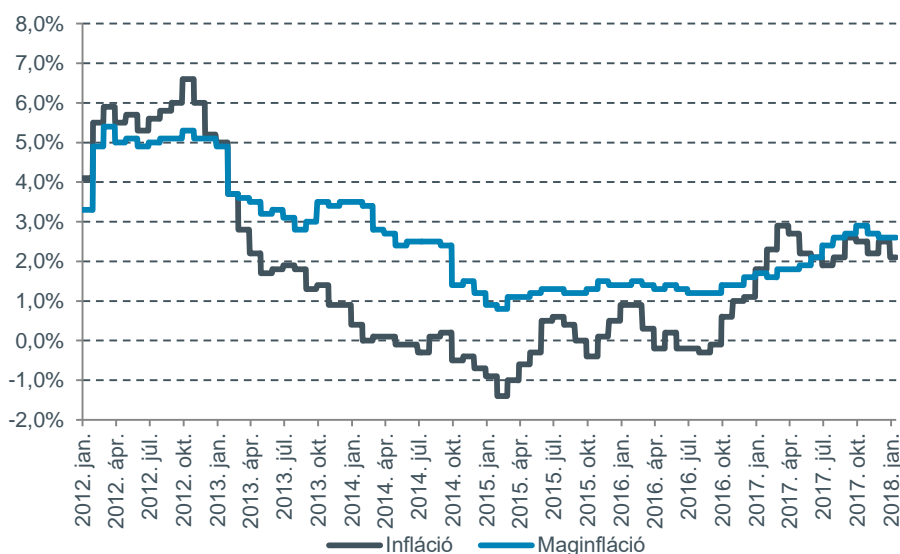
A GDP fellendülést támogató tényezők: **a belső kereslet, háztartások fogyasztása, az EU támogatások keltette beruházási boom változatlanok idén is a magyar gazdaságban**. 2017-ben és 18-ban is közel 2000 milliárd forintnyi uniós támogatás érkezik majd, a 3%-ot jóval meghaladó növekedési ütem alapját ezek képezik. A fogyasztás tavalyi bővülése mögött a háztartások rendelkezésre álló jövedelmének növekedése áll, karöltve a rekordmagas értéken álló fogyasztói bizalommal. A beruházási oldalon főképp a kapacitásbővítések voltak jellemzők a 2017-es évben, a legnagyobb súllyal rendelkező feldolgozóipar beruházásai az első három negyedévben 16%-kal bővültek.

Rekord magasságban tartózkodik a BMI, a magyar feldolgozóipari beszerzésimenedzser-index is, amely előrejelezheti a GDP trendeket. A legutóbb publikált 60-as érték abszolút rekord, azt jelenti, hogy nagyon erős feldolgozóipari

konjunktúra várható, miután az új rendelések indexe és a vásárolt készletek lényegesen bővültek a közelmúltban. Ugyancsak extrém magas értékeket mutattak az európai, főként a német feldolgozóipari BMI mutatók, ez is támogatja az exportoldalt a magyar GDP 2018 évi alakulásában. Ennek megfelelően 2018-ra 3,5%, 2019-re pedig 3,3%-os GDP növekedést vetítünk előre, amely a folyamatok alakulásának megfelelően felfelé módosulhat az év folyamán. A hosszabb távú kilátások még nehezen előrejelezhetőek, de nagy mértékben függnek majd a 2021-től kezdődő új uniós költségvetési ciklus feltételeitől. Erről legkorábban **2018 májusában juthatunk információhoz**, amikor az Európai Bizottság tárgyalni kezdi a javaslatokat.

Az inflációs várakozások világszerte mérsékeltek. Magyarországon az MNB legfrissebb várakozásai szerint **az infláció 2019 közepére éri el fenntarthatóan az árstabilitásnak megfelelő 3 százalékos értéket**. A maginfláció az MNB előrejelzésnél alacsonyabban alakult, jól látható, hogy a feszes munkaerőpiaci helyzet és a magasabb bérek sem emelték a szolgáltatássector, sem a tartós fogyasztási cikkek árait. Ezzel párhuzamosan a jövő évi maginflációs várakozást 2,7%-ról 2,5%-ra csökkentette a jegybank, 2019-re változatlanul 2,8%, majd 2020-ra 2,9%-ot várnak.

2018 elején újabb egyszeri hatások fékeztek majd az árnövekedést: a hal, sertés belsőség, éttermi szolgáltatás, internet áfája csökken, ahogyan a járulékcsoökkentés is dezinflációs hatással bír majd. Másrészt a bérnövekedés és az olajárak mozgása még mindig inflációs nyomást jelent. Előrejelzésünk szerint 2018-ban 2,8%, 2019-ben pedig 3,1% lehet az árnövekedés üteme.



Forrás: Bloomberg, Equilor Elemzés

Csökkenhet a külkereskedelmi többlet

2018-ban a **költségvetési fegyelem szigorú maradhat**, a parlamenti választások hatása elhanyagolható a tőkepiaci folyamatokra, néhány tizedpontot jelenthet legfeljebb a költségvetési hiányban. A választási lépéseket már tavaly megismerhettük az extra nyugdíj, minimálbér-növelés és adócsökkentések formájában, további jelentős intézkedésekre tavaszig már nem számítunk. A 2017-es államháztartási hiányadat 2% körül alakulhat, 2018-ban a kormány várhatóan kihasználja a teljes törvényben meghatározott 2,4%-os mozgásteret. Az államadósság csökkentési és átstrukturálási terveket megvalósíthatónak

látjuk, ezek szerint az államadósságon belüli jelenleg 22 százalékos devizaarány jövőre 20 százalék alá eshet, a GDP arányos államadósság 75% körül (Eximbank nélküli számítás) alakulhat.

A megszokott tendenciáktól eltérhet a kereskedelmi és a folyó fizetési mérleg alakulása a következő években. Az élénkülő belső kereslet 2018 végéig a külső finanszírozási képességet ronthatja, ezzel csökkenő támogatást nyújtva a forintnak. Ezzel párhuzamosan a beruházási és fogyasztási keresletnek megfelelően nő az import. Az export nettó hozzájárulása a GDP-hez negatív tartományba került, ezáltal a tavalyi évben elért rekordot követően a külkereskedelmi többlet mérséklődött. A legfrissebb, novemberi adat szerint az aktívum továbbra is jelentős, elérte a 718 millió eurót, de csökkenő tendenciát mutat. Ezt kapacitásbővülés vagy az energiaárak csökkenése állíthatja meg idén. A fizetési mérleg szufficitje is hasonló trendeket mutat, a tavalyi első kilenc hónap adatai azt mutatták, hogy a folyó fizetési mérleg többlete 2016 első kilenc hónapjához képest 6 milliárd euróról 3,8 milliárd euróra mérséklődött. A frissen közölt novemberi adatok javították a képet, de a következtetések levonásához érdemes megvárni a teljes éves adatot. Az már most is jól látszik, hogy az Európai Unióból beáramló tőkeátutalások növekvő felhasználása következtében magyar gazdaság külső finanszírozási képessége csökkent, a tendencia pedig várhatóan a következő 24 hónapban is kitart.

Fontosabb makrogazdasági mutatók					
	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Reál GDP	2,9%	2,2%	3,9%	3,5%	3,3%
Fogyasztói árindex változása	0,0%	0,4%	2,4%	2,8%	3,1%
Államháztartási egyenleg	-2,0%	-1,9%	-2%	-2,4%	-2,4%
Államadósság / GDP	75,3%	76,0%	75%*	73%*	71%*

\*Az államadósság-előrejelzések 2017-től az Eximbankot már a kormányzati szektoron belülre sorolják, ez a magasabb értékek oka.

Forrás: MNB Inflációs jelentés, Bloomberg

Equilor árfolyam, és alapkamat előrejelzések – 2017. szeptember			
	2017	2018e	2019e
EUR/USD árfolyam	1,2005	1,2200	1,2400
EUR/HUF árfolyam	310,14	315	318
USD/HUF árfolyam	258,82	258	256
Fed alapkamat	1,5%	2,25%	3,00%
EKB alapkamat	0,0%	0,00%	0,30%
MNB alapkamat	0,9%	0,90%	1,20%

Forrás: Bloomberg, Equilor Elemzés

## MNB, kötvénypiac

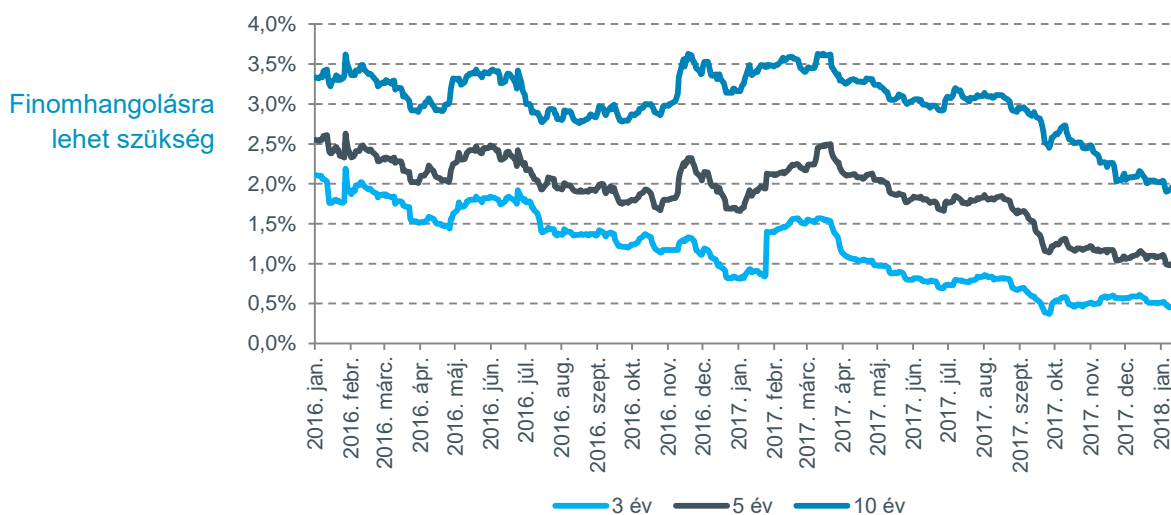
Marad az ultralaza monetáris politika

A Magyar Nemzeti Bank Monetáris Tanácsa 2016 májusa óta nem változtatott az irányadó kamatszinteken, azonban **novemberben két új eszközt jelentett be,**



**melyek monetáris keretrendszerhez lazító, gazdaságélénkítő mechanizmusként illeszkednek.** 2018. január 1-től egy feltétel nélküli, 5 és 10 éves futamidejű kamatcsere-eszközt (IRS) vezettek be, melyhez az első negyedévre vonatkozóan 300 milliárd forintos keretösszeget rendeltek. Ennek segítségével a kereskedelmi bankok a jelenlegi alacsony szinten tudják stabilizálni forrásköltségeiket, mely ösztönzőleg hathat a hosszabb lejáratú állampapírok vásárlására, hiszen egy későbbi hozamemelkedés nem okoz veszteséget. A másik eszköz egy célzott program, melynek keretén belül 3 éves vagy annál hosszabb futamidejű jelzálogleveleket vásárol az MNB, ezzel is plusz likviditást biztosít a kereskedelmi bankok részére, illetve csökkentve azok kockázatát. Mindkét eszköz segíti a fix kamatozású hitelek arányának növekedését, melyet a jegybank a korábbi jelzései alapján a jelenlegi 35-40%-ról 80%-ra szeretne emelni.

Összességében a fenti intézkedések hatására jelentősnek mondható hozamcsökkenés indult a 3 és 5 éves állampapír-piaci hozamok esetében, de a 10 éves lejárat piacán is érzékelhető a változás. A folyamat egybeesik a jegybank korábban megfogalmazott céljaival: a rövid lejáratú hozamok után a hosszabb lejáratú hozamok leszorításán dolgoznak, mely jelentősen segítené a hosszú kamatperiódusú hitelek elterjedését. Nagy Márton, az MNB alelnöke a kamatdöntést követő sajtótájékoztatóján elmondta, hogy a bejelentett intézkedések nem egyszerűek, azok részét fogják képezni a monetáris keretrendszernek, a kondíciókat finomhangolják majd a piaci változások függvényében. A teljes hozamgörbére szeretnének hatni, annak meredekségét csökkenteni. Az IRS program várható keretösszege a jövő évre 1 500 milliárd forint, míg a jelzáloglevél program keretösszege 500 milliárd forint körül alakul majd, és szeretnének egy likvid másodpiacot kialakítani. Szabályozói hatáskörben növelik majd a kereskedelmi bankok által kötelezően kibocsátandó állományt.



*Forrás: Bloomberg, Equilor Elemzés*

Tovább javulhat a megítélésünk

A fenti intézkedések **alapjában rendezik át a kötvénypiacot**, melynek rövid oldali szegmense már eddig is a jegybank korábbi intézkedéseinek hatására rekord alacsony hozamra esett. A külső faktorok ebben a helyzetben szinte nem jelennek meg a magyar hozamszintekben, ez a fenti okok mellett azzal is magyarázható, hogy ismét jelentősen csökkent a magyar állampapírokat tartó külföldiek aránya. **2018 kérdése az, hogy jöhetnek-e további intézkedések?**

Ha megkezdődik a monetáris szigorítás az EKB-nál, véleményünk szerint újabb finomhangolásra lehet szükség, hogy a jegybank megjelölt 2019-ig zéró közeli szinten tarthassa az alapkamatot és a hozzá kapcsolódó, akkor már valószínűleg aktív oldali instrumentumokat. Erre a kérdésre választ azonban legkorábban 2018 szeptemberében kaphatunk, amikor az EKB bejelentheti lazító programja végét.

A folyamatok következményeként nem számítunk arra, **hogy a 2018-ban esedékes hitelminősítési döntések érdemben befolyásolják a magyar kötvénypiacot vagy a forint kereskedését**, annak ellenére, hogy jó az esély egy, akár két hitelminősítőnél is, hogy Magyarország besorolása javuljon. Erre a következő tények utalnak:

2017 novemberében a Moody's éves felülvizsgálati anyagot adott ki Magyarországról, amely nem tartalmaz hitelminősítési döntést. A hitelminősítő számításai szerint 2017-ben 3,5%-os, 2018-ban 3,1%-os lehet a GDP-növekedés, a magyar gazdaság hosszabb távú növekedési kilátásait korláatosnak látja a minősítő az uniós források kérdésessége és az egyre feszebb munkaerőpiac miatt. A tanulmány kitér a választási év előtti költségvetési bizonytalanságra, de optimistán fogalmaz az államadósság fokozatos csökkenésével kapcsolatban, 2018 végére 71%-os GDP arányos adósságrátával számol.

A Fitch Ratings az elemzőket kissé meglepve novemberben javított hazánk hosszú távú hitelminősítési kilátásán, az osztályzat továbbra is BBB mínusz. Az eddigi stabil kilátás pozitívrá javítása azt jelzi, hogy a következő lépés a felminősítés lehet. A hitelminősítő tavaly májusban emelte vissza Magyarország besorolását a befektetésre ajánlott kategóriába, azóta ez az osztályzat volt érvényben stabil kilátással. A Fitch az idei évre 3,2%-os gazdasági növekedést várt, melyet októberben felfelé, 3,6%-ra módosított. Magyarország gazdasági fundamentumai tavaly május óta tovább javultak, ezt mutatja a kilátásjavítás is.

Az S&P még tavaly augusztusban rendelt pozitív kilátást a magyar adósságbesoroláshoz. A kilátásjavítást ugyanazok a folyamatok támogatták, melyek a 2016 őszi felminősítéshez vezettek. Az elmúlt években az ország sérülékenysége számottevően csökkent, jelentős a fizetési mérleg többlete, csökkenő a külső adósságállomány, stabilabb bankrendszer, és az alacsony költségvetési hiány mellett az elmúlt hónapokban a rövid távú növekedési kilátások is jelentősen javultak.

Ahogy láttuk tehát, 2017-ben az S&P és a Fitch is pozitívrá módosította Magyarország hitelminősítésének kilátását, de még mindig nem látják biztosítottnak a hosszabb távú dinamikus gazdasági növekedést és a GDP arányos államadósság stock típusú aránya még mindig sokkal magasabb, mint a hasonló minősítésű országoké. **A ciklikus fellendülés és az államadóssági dinamika támogatják az újabb felminősítést**, de ennek forint vagy kötvénypiaci hatása már alig lesz, hiszen ez már "mindössze" a 2016-ban elért befektetési kategórián belüli felfelé sorolás lehet. Az ütemezést illetően jó eséllyel **ezek a jó hírek az országgyűlési választások után érkehetnek**.

## Hitelminősítők 2018-as felülvizsgálatai

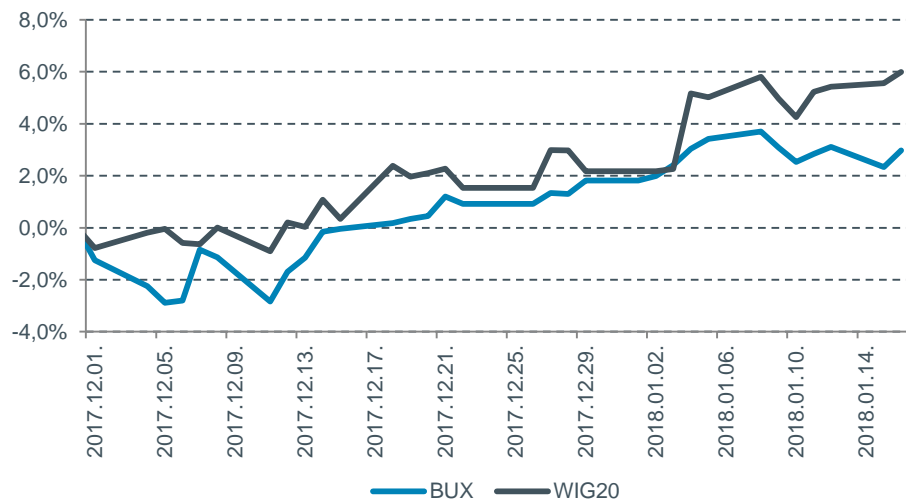
	1. felülvizsgálat	2. felülvizsgálat
Standard & Poor's	február 16.	augusztus 17.
Fitch Ratings	március 9.	augusztus 31.
Moody's	június 1.	november 23.

Forrás: Hitelminősítők, Equilor Elemzés

## Magyar részvénytőpiac

## 40 000 pontnál a BUX

Tovább folytatódott az emelkedés a BUX index esetében 2018 elején, jelenleg a 40 000 pontos pszichológiai szint körül zajlik a kereskedés. A vezető részvények esetében lényeges fundamentális hírek nem érkeztek, az év elejei kedvező nemzetközi hangulat a feltörekvő piaci devizákat és részvényeket is támogatta. Új jelenség, hogy az elmúlt hónapban térségünkben inkább a lengyel részvények esetében volt jelentős a nemzetközi érdeklődés és a WIG20 teljesítménye jobb volt, mint a BUX-é. Ennek az az oka, hogy a hazainál magasabb alapkamatot a lengyel jegybank belátható időn belül emelheti, a lengyel devizahiteles rendezés a végéhez közeledik, a pénzügyi szektorban konszolidációs hullámra számítanak az elemzők, sok állami vállalat pedig ismét fizethet osztalékot a 2017-es szünet után. Ezzel együtt is azonban **attraktívnak számítanak a magyar részvények, de a rali már nem olyan erős, több magyar blue chipnél csak a megoldásra váró helyzetek, kihívások után számítunk arra, hogy ismét jelentősen emelkedjenek.**



Forrás: Bloomberg, Equilor Elemzés

**Richter**

## Bizonytalanság a Richter háza táján

Derült égből villámcsapásként érte a hír a piacot tavaly decemberben, hogy a Richter méhmiómák kezelésére használt termékét, mely 85 millió eurós bevételi várakozással szerepel a vállalat 2017-es terveiben, az Európai Gyógyszerügynökség kockázatértékelési bizottsága vizsgálni kezdte. A vállalat vezetése szerint ennek várhatóan 2018 első felében lesz meg az eredménye. A korábbi tesztek során négy súlyos májkárosodást jelentettek be, és arra szeretnék fényt deríteni, hogy volt-e összefüggés a készítmény, illetve a

kialakult betegségek között. A vizsgálat miatt **kérdésessé vált, hogy a vállalat tud-e eredményvárakozást közzétenni az idei évre vonatkozóan a februárban esedékes éves jelentésében** vagy hogy szükség lehet-e módosításra az év folyamán. Ilyen esemény a válság alatt, 2009-ben történt utoljára, most az Esmyával kapcsolatos bizonytalanság az ok. Orbán Gábor a társaság vezérigazgatója megjegyezte, hogy az első kilenc hónapos eredmények azt mutatták, hogy a vállalat jó úton halad, hogy 2017-es bevételi célját teljesítse. A vizsgálat miatt elképzelhető, hogy az Esmya amerikai forgalmazásához szükséges utolsó engedély kiadása (törzskönyvezési kérelem) az amerikai FDA esetében késést szenvedhet. Ez azért fontos, mert az Allergan csúcsteladési tervei 1 milliárd dollárt is jeleznek az Egyesült Államokban, míg Európában véleményünk szerint kb. 100 millió eurós lehet a csúcstértékesítés. Az Esmya Európában 2020-ig élvez szabadalmi védeltséget, ez az oka, amiért a tengerentúli piac duplán fontos a Richter számára. Az elemzői vélemények bizakodóak a vizsgálatl kapcsolatosan, az intézményi kitettségekben sem láttunk jelentős változást a hír megérkezése óta, sőt, a BlackRock Inc. átlépte az 5%-os tulajdonosi küszöböt a társaságban, tehát többen vételre használták ki a rövid árfolyamesést.

A negatív árfolyamhatást az elmúlt év utolsó hónapjában a Richter másik fontos készítményéről érkezett jó hír is enyhítette. A vállalat bejelentette, hogy a Vraylar készítménnyel kapcsolatos klinikai tesztek pozitív eredményt hoztak a bipoláris depresszió kezelésében, jelenleg a 3-as kísérleti fázisban járnak. A készítményt jelenleg két indikációban (skizofrénia, bipoláris mánia) forgalmazzák. A bipoláris depresszióra vonatkozó törzskönyveztetési kérelem benyújtása jövő év második felében várható, jóváhagyás esetén a termékforgalmazás 2019-től indulhat. Amennyiben a készítmény megkapja erre az engedélyt, jelentősen bővíthet a felhasználók köre.

2018 kihívásokkal teli év lesz a Richter számára, melyet az európai vizsgálat és az FDA döntése vezet majd. További rizikófaktort jelent, hogy ebben az évben akár súlyosbodhatnak is az orosz szankciók, ahogy erről korábban már részletesen írtunk. Ha a friss hírektől eltekintünk, a negyedik negyedévi gyorsjelentésben, amelyet február 8-án közöl a Richter, jó eredményekre számíthatunk. Az utolsó negyedévben az árbevétel elsősorban Oroszországban, az EU15 régióban és az Egyesült Államokban nőtt meg. Az éves alapon ért növekedést az EU régiókon belül Nagy-Britannia, Spanyolország és Franciaország vezette. A termékportfóliókat vizsgálva ez elsősorban a magas hozzáadott értékű, kiemelt készítmények értékesítésének köszönhető. A 2018-as várakozások hiányában nehéz megtalálni azt a faktort (hacsak nem a választások miatt erősödő rubel), amely az év első hónapjaiban felfelé hajthatja az árfolyamot, erre akkor számíthatunk, ha jó hírek érkeznek késő tavasszal vagy nyáron az Esmya-val kapcsolatosan.

### **OTP**

Kedvező  
folyamatok az  
OTP-nél

Az OTP eredmény soron felülmúlta, bevételi oldalon pedig hozta a kifizetett piaci várakozásokat a harmadik negyedévben, elsősorban az alacsonyabb kockázati költségeknek és a Splitska banka akvizíciójának is köszönhetően. A várt feletti eredmény mellett a legfontosabb trendek változatlanok: a csökkenő marzsok hatását ellensúlyozta a hitelállományok bővülése, mialatt a céltartalékokat is csökkentették és a hitelállomány minősége sem romlott. Nem meglepő ezek után, hogy a **bank adózott eredménye rekordot ért el** az elmúlt évekhez képest, a 20% feletti ROE magáért beszél.

Tavaly októberben a Moody's az OTP forintbetéti besorolását Baa2-re javította stabil kilátás mellett, amit elsősorban a bank eszközminőségének és a profitabilitás javulásával magyaráztak, ugyanakkor hozzátették, hogy a döntést a jó finanszírozási profil, valamint a megfelelő tőkeszerkezet is támogatta.

Az OTP 192 forint egy részvényre eső osztalékot fizetett 2017-ben (ez 2% feletti hozamot biztosított), az utolsó hónapok során a menedzsment megerősítette, hogy 2018-ban 15%-kal kívánják növelni a kifizetést. Régiós összehasonlításban így **javul az OTP helyzete osztalékfizetési szempontból**, bár egyes lengyel és a cseh bankok továbbra is megelőzhetik a sorban.

	2017 osztalék és hozam	2018 osztalék és hozam-várakozás	Piaci osztaléknövekedési ütem-várakozás
<b>OTP</b>	192 Ft 2,2%	225 Ft* 2,06%	17,1%
<b>Komercni banka</b>	40 CZK 4,07%	43 CZK 4,64%	7,5%
<b>Moneta</b>	9,80 CZK, 11,08%	-	-
<b>Bank Pekao</b>	8,68 PLN 6,7%	8,92 PLN, 6,84%	2,8%
<b>PKO Bank Polski</b>	elmaradt	0,88 PLN, 1,95%	-

*Forrás: Bloomberg, BDVD előrejelzés, a 2017 évi hozamot az ex-date napjának árfolyamával, a várt hozamot 01.15-i árfolyammal számolva*

*\*az OTP esetében a várható teljes osztaléktömeget (61,32 mld Ft), melyből a saját részvényt számmal korrigált osztalékszám 221,4 Ft/részvényenkénti osztalék következik.*

Az OTP esetében most sem az osztalék a fő vonzóerő, a nemzetközi trendek mellett 2018-ban három hazai hatás dönti majd el, hogy látunk-e újabb rekordárfolyamot: ezek az organikus hitelnövekedés, az MNB új monetáris lazító intézkedései és a bejelentett akvizíciós politika végrehajtása.

A 2018. január 1-től bevezetett feltétel nélküli, 5 és 10 éves futamidejű kamatcsere-eszköz (IRS), és a célzott program hatását, melynek keretén belül 3 éves vagy annál hosszabb futamidejű jelzálogleveleket vásárol az MNB, a banki profitabilitásra számszerűen még korai előrejelezni. A jegybank a fenti két eszközzel plusz likviditást biztosít a kereskedelmi bankok részére, illetve csökkenti azok kamatkockázatát. Jelentős hatást jelent a banki portfóliókban tartott állampapírok esetében is a program, mely minden lejáraton csökkenti a hozamokat, így emelve a portfólió piaci értékét.

Az OTP tervei szerint **csoportszintű bevételeiben a külföldi leányvállalatok részesedését a jelenlegi 45%-ról 70%-ra kívánja emelni**, amely egyrészt a 2019-ig várhatóan rekord alacsony szinten maradó alapkamattal és kamatmarzsokkal indokolható, másrészt a régiós gazdasági fejlődés további potenciálokat ígér nem csak rövid, de középtávon is.

Az eddig akvizíciók:

- 2017 második negyedében lezárult a horvát Splitska Banka felvásárlása, ezzel már be is került a konszolidációs körbe. Az akvizíció eredményeképpen az OTP Csoport horvátországi piaci részesedése 11,3

százalékra növekedett, ezzel a 4. legnagyobb szereplő a piacon. A vételár 425 millió euró volt, ez kb. a 0,9 P/BV értéknek felel meg.

- 2017 júliusában jött a bejelentés, hogy a román Banca Romaneasca is az OTP csoport tagja lett, de számait majd 2018-tól láthatjuk a csoportszintű gyorsjelentésben. A tranzakció eredményeként az OTP Bank Romania a 8. legnagyobb szereplővé vált az országban, piaci részesedése közel 4 százalékra emelkedett. Vételárat itt nem közöltek, 110 millió euró körüli árat valószínűsíthetünk.
- 125 millió eurós vételáron 2017 decemberében került sor a szerb Vojvodjanska banka felvásárlására. Az OTP szerb leányvállalata a hetedik legnagyobb bank az országban, piaci részesedése megközelíti a 6 százalékot. A 2016 végi fiókszám az OTP Szerbiában így elérte a 157 darabot, az aggregált mérlegfőösszeg pedig megközelítőleg már 470 milliárd forint.

Tavaly decemberben a későbbi akvizíciókkal kapcsolatban Csányi Sándor elmondta, Oroszországban épp most folyik egy bank átvilágítása, valamint 2018-ban akár 6 bank megvásárlására is sor kerülhet. Az egyik legkézenfekvőbb jelölt a második legnagyobb szerb bank, a Komercijalna Banka, melynek privatizációja jelenleg zajlik. A szerb bank jelenleg 42 százalékban a szerb állam, 24 százalékban pedig az EBRD tulajdonát képezi. A szerb piacon – a Vojvodjanska banka megvásárlása előtt – az OTP viszonylag szerényen képviseltette magát 50 körüli bankfiókszámmal, 139 milliárd forintos mérlegfőösszeggel.

Az eddigi vásárlások és a nagyívű tervek egy másik növekedési pályára helyezhetik az OTP-t, **árzása ennek megfelelően egyre több elemzőháznál már főként nem P/BV, hanem P/E alapon történik.** Az akvizíciók hatása folyamatosan kerül majd be a bank könyveibe, ezek alapján volatilis negyedéves gyorsjelentésekre számítunk a közeljövőben.

### **MOL**

A MOL 2018-ban folytathatja a középtávú céljainak megvalósítását. **Az Upstream oldalon ez a következő években stabil kitermelést, a Downstream oldalon pedig a poliol-projekt folytatását és a hatékonyság javítását jelenti. A Fogyasztói Szolgáltatások szegmensének EBITDA szintje új csúcsra érhet.**

Jelentősen nőhet az osztalék

Az Upstream esetében az olajkitermelés körülbelül napi 110 ezer hordó lehet idén, amely némi javulást jelenthet a tavalyi, körülbelül napi 108 ezer hordós kitermeléshez képest. A kitermelés növekedését támogatja a brit Catcher mezőn beinduló termelés, míg a portfólió más elemeinél csökkenés várható. Erre példa a szintén északi-tengeri operációhoz tartozó Scolty & Crathes csővezetékének problémája, melyen jelenleg is dolgozik a MOL. Az emelkedő olajár támogathatja az Upstream EBITDA termelését, ezzel együtt nőhet a súlya a csoportszintű eredménynél.

A Downstream eredményessége a finomítói és petrokémiai marzsok alakulásától is függ. Az utóbbi esetében 2017 végén intenzívebbé váló csökkenést láthattunk, de az egész évre igaz volt a margin normalizálódása, amely idén tovább folytatódhat. Emellett a csoportszintű finomítói árrés is jelentősen romlott 2017 végén, amely egyfelől a szezonálisan is gyengébb téli időszakokkal, így különösen a motorbenzin oldalán látott árrés szűkülésével volt magyarázható. Másfelől a Brent-Ural közti spread szűkült, továbbá az emelkedő olajár is nyomást gyakorolt



a marzsokra. Ez azonban nem feltétlen jelenti azt, hogy az év végén látott árrés adatokra kell berendezkednie a MOL-nak. Globálisan a kínálati oldalról jelentősebb nyomás nem várható, miközben a kereslet stabil maradhat, nem beszélve a nagykereskedelmi árrés esetleges emelkedéséről. Összességében a finomítói árrés adatok nem biztos, hogy elérik a 2017-es szinteket, de továbbra is a mid-cycle (3-4 dollár) felett maradhatnak. Az év végi marzsok romlása tehát a Downstream eredményére gyakorolható nyomást, melyet kérdéses, hogy ellensúlyozni tudott-e a nagykereskedelmi árrés.

A MOL a harmadik negyedéves eredmények mellett **az extra osztalék lehetőségét is közölte**. Az év végi működés alapján nem látunk olyan tényezőt, amely veszélyeztetné ennek az osztaléknak a kifizetését. A pontos összeget várhatóan márciusban ismerhetjük meg, a közgyűlési programpontok mellett. Ilyen jellegű kifizetésre 2014-ben volt példa, amikor eszközértékesítésből származó bevételt osztottak szét a részvényesek között a normál osztalékon túl. Meg kell jegyeznünk, hogy éppen az extra osztalék forrása és a megváltozott mérlegszerkezet miatt nem szerencsés a 2018-as várható kifizetés arányára a 2014-esből következtetni. Az első számításunk szerint a MOL a 2017-es év után összességében 90-137 forintos osztalékot fizethet ki részvényenként, amely tartalmazza az extra osztalékot is. Mindez 15-75%-os éves osztaléknövekedésnek felelne meg, a jelenlegi árfolyamok mellett pedig 3-4,6%-os osztalékhozamot biztosítana. Ez utóbbi vonzóbbá teheti osztalékhozam szempontjából a MOL-t a régiós versenytársaival (PKN Orlen, LOTOS, OMV) szemben.

	MOL	PKN	OMV	LOTOS	TUPRAS	HELLENIC PETROLEUM
Osztalék	78,1 HUF	3 PLN	1,2 EUR	1 PLN	6,2 TRY*	0,35 EUR**
Osztalékhozam	2,6%	2,8%	2,2%	1,7%	5,3%	4,3%

\*bruttó osztalék, \*\*normál és időközi osztalék együtt. Forrás: Bloomberg

Délen a helyzet változatlan. **Az INA üggyel kapcsolatban érdemi előrelépés nem történt**, a kezdeményezést a horvát féltől várjuk. A MOL több alkalommal is jelezte, hogy készek megválni az INA-tól, melynek bizonyos eszközeiért a Rosneft is érdeklődött. A genfi választottbírósi ügy lezárásával a MOL és a horvát kormány között még Washingtonban folyik peres eljárás, ahol az ítélelhozás 2018 év vége előtt nem várható. A horvátországi finomítók modernizálására a MOL látszólag már nem kíván költeni, a Nelson index alapján különösen a sziszei finomító van elmaradva a közép-kelet-európai mezőnytől. Ez nem segít az INA-nak, hiszen az idő múlásával és az elhalasztott beruházásokkal annak értéke folyamatosan erodálódik. Az anyavállalat már felkészült az INA nélküli jövőre, hiszen a hosszú távú stratégiája a horvát leány nélkül is kivitelezhető.

### **Magyar Telekom**

A folyamatok zajlanak, leginkább így jellemezhetjük a Magyar Telekom 2018-as kilátásait. A piaci szereplők számára továbbra is **az osztalékpolitika, valamint a jövőbeni kifizetéssel kapcsolatos várakozások** élveznek kiemelt figyelmet, nem beszélve a DIGI érkezéséről.

A DIGI-vel kapcsolatban a tavalyi bukaresti IPO óta új információként csak az Invitel lakossági és kisvállalati üzletágának felvásárlását említhetjük. A mobilpiacra történő belépés időpontja továbbra is kérdéses, miközben a hálózati

DIGI továbbra is  
sötét ló

frekvencia sávokért évek óta fizeti a licenszdíjat. A jelenlegi sáv tartomány országos lefedettséghez egyelőre kevésnek bizonyulhat, melyet a jövőben frekvencia aukciókon szélesíthet, várhatóan 2019-ben vagy 2020-ban. Ebből adódóan, ha idén lépne piacra a DIGI, akkor a nagyobb kockázatot a Magyar Telekom szempontjából a két nagy versenytárs reakciója jelentheti. A DIGI eddigi üzletpolitikája alapján agresszív árazással próbálhat ügyfélbázist építeni, amely élesedő árversenyt hozhat a „nagyoknál”, nyomás alá helyezve a bevételt és az EBITDA-t.

A Telekom szempontjából középtávon is meghatározóak lesznek a frekvencia aukciók. Ezek közül a legnagyobb verseny az 5G hálózatnak teret adó 700 MHz-ért folytatódhat a szolgáltatók között. Ez a spektrumaukción legkésőbb 2020-ban lebonyolításra kerülhet, azonban a Telekomnak más tartományokra is figyelnie kell. 2019-ben a 2100 Mhz-en való jogosultsága jár le, 2022-ben pedig 1800 MHz-en és 900 MHz-en is. Mindez jelentős beruházást jelent a következő 5 éves időtávban, amely minden bizonnyal CAPEX „fejnehéz” lesz.

Emiatt úgy gondoljuk, hogy a **vállalat óvatos osztalékpolitikát fog folytatni idén**, és a következő években, elkerülve a 2013-2014-es szituációt. A 2017-es eredmények után nem várunk emelést, azaz 25 forinton maradhat a részvényenkénti kifizetés, és jelenleg 2018-ra vonatkozóan is hasonló szintre számítunk. A Telekom osztalékfizetése emellett a nettó eladósodottsági szinttől is függ. Az osztalékfizetési komfortzónát 30-40% közzé lőtte be a vállalat, melyet már a tavalyi évben teljesíthetett. Ez a ráta idén tovább csökkenhet, teret engedve az esetleges osztalékemelésnek, de a CAPEX pálya miatt erre nem számítunk.

2017-ben nagymértékben nőtt az okostelefon értékesítés, melyet az export is támogatott. Az értékesítési volumen emelkedésére számítunk idén, de a magas bázis miatt ennek üteme visszafogottabb lehet. A fix vonalas bevételek tovább erodálódhatnak, melyet ellensúlyozhat a mobiladat értékesítés. Továbbá a hangalapú mobilbevételek is csökkenhetnek, amely hatását ellensúlyozhatja a TV bevételek növekedése.

## Kapcsolat

### Elemzési kapcsolattartó

Kiss Mónika  
Vezető elemző  
[monika.kiss@equilor.hu](mailto:monika.kiss@equilor.hu)  
+ 36 1 808 9212

### Belföldi részvény desk Állampapír/Kötvény

+ 36 1 430 3985, + 36 1 430 3991, + 36 1 430 3999  
+ 36 1 436 7018

### Intézményi desk

+ 36 1 808 9201

### Derivatív desk

+ 36 1 430 3995

### Private Banking

+ 36 1 436 7019

### Front Office

+ 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)



[blog.equilor.hu](http://blog.equilor.hu)

## FONTOS FIGYELMEZTETÉS

Lezárva:2018.01.17

**Jelen dokumentum hirdetésnek 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.**

Jelen dokumentum sem önmagában, sem részben nem képez ajánlatot, vagy felhívást semmilyen pénzügyi eszköz jegyzésére, vagy megvásárlására, tartására, értékesítésére és sem maga a dokumentum, sem annak bármely tartalma nem tekinthető semmilyen szerződéskötésre, vagy kötelezettségvállalásra történő ösztönzéseként, így a dokumentumban szereplő információk csak saját felelősségre használhatók fel. Az EQUILOR Zrt. nem vállal felelősséget arra, hogy a dokumentumban megfogalmazott előrejelzések és kockázatok a piaci várakozásokat tükrözik és a valóságban is beigazolódnak. A dokumentumban foglalt számszerű adatok kizárólag tájékoztató jelleggel bírnak csak a szerző(k) adott időpontban készített véleményét tükrözik és későbbi módosítás tárgyát képezhetik. A dokumentumban deklarált tájékoztatások kapcsán nem kerültek figyelembevételre az egyes, dokumentumhoz hozzáférő befektetők pénzügyi ismeretei, egyedi befektetési céljai, kockázatvállaló képessége. A dokumentum, vagy annak tartalmának felhasználásából, illetve azzal összefüggésben bármely más módon keletkező esetleges veszteségekért az Equilor Zrt. felelősséget nem vállal. A dokumentumhoz kapcsolódó teljes jogi nyilatkozat honlapunkon a <http://www.equilor.hu/mifid/> címen Jogi nyilatkozat az EQUILOR által küldött hírlevelekhez, tájékoztatásokhoz, kiadványokhoz pontban érhető el. Kérjük, hogy a dokumentumban foglaltak helyes értelmezése érdekében a teljes jogi nyilatkozatot olvassa el.

© 1990-2018 Equilor Befektetési Zrt. - [www.equilor.hu](http://www.equilor.hu)