



Nyári kilátások, befektetési sztorik

2016. április

Tartalom

Összefoglaló	3
Nemzetközi részvénytőkepiaci kitekintő	4
Jegybancok és devizapiacok	12
Brexit	15
Hazai kötvénytőkepiaci kitekintő	21
Hazai makrogazdasági előrejelzések.....	22
Hazai részvénytőkepiaci ajánlások	23

Összefoglaló

Az olajárfolyam
határozza meg a
hangulatot

A nemzetközi befektetői hangulat alakulása szempontjából egyrészt az olaj árfolyama tekinthető a fő indikátornak, másrészt pedig a jegybankok monetáris politikája határozza meg a befektetők lépéseit. A vállalati fundamentumok látszólag háttérbe szorultak, mivel a rekord magas szintre kúszó **saját részvény vásárlások** jelentősen torzítják az árazásokat.

Sérülékeny az európai
növekedés

Az eurózónás vállalatok működési környezete, valamint a kilátások sem változtak érdemben az év eleje óta. A közös valutaövezet **éves reál GDP-növekedése** 1,6%-on áll, amely önmagában nem rossz érték, de a bővülési ütem közel feleakkora, mint amit a válság előtt tapasztalhattunk. A gazdasági teljesítmény tehát ingatag, sérülékeny.

Az eurózónával szemben az amerikai gazdaság egészségesebb képet mutat. Az éves reál GDP-növekedés üteme jelenleg 2%, ennek ellenére a tengerentúli gazdaság sem tudott (még) visszakapaszkodni a válság előtti szintekre. A teljesítményt nagyban hátráltatja **az amerikai dollár főbb devizákkal szembeni árfolyama**, amely az exportorientált vállalatok bevételeit termelését rontja, továbbá a Fed kamatemelési ciklusa körüli bizonytalanság.

Az amerikai jegybank tavaly december 16-án kezdte meg a kamatemelési ciklust. A március 16-i közleménye meglehetősen óvatos hangvételűre sikeredett, ugyanakkor a Fed elnöke, **Janet Yellen** elmondta, hogy bármelyik ülésen dönthetnek az alapkamat további emeléséről.

Az Európai Központi Bank (EKB) stimulusai eddig nem váltották be a hozzá fűzött reményeket, a március elején kibővített lazítási (QE) program hatásait pedig még korai vizsgálni. Az EKB – a saját keretein belül – igyekszik mindent megtenni a támogatói környezet biztosításának érdekében, hiszen a zero közeli alapkamat, a vállalati kötvény- és ABS-vásárlások egyaránt ösztönző jellegűek.

Június 23-án Brexit-
szavazás

Senki sem tudhatja előre, mit hoz június 23-a, amikor Nagy Britanniában népszavazást tartanak az Európai Unió tagságával kapcsolatban. A brit szavazók és az EU közös történetében nem ez az első választási helyzet. Általában két téma körül csoportosulnak a pro és kontra érvek: ezek a **bevándorlás és a gazdaság**. A britek 2015-ben a teljes EU költségvetés 10%-át állták nettó 9 milliárd font értékben. Brexit (Nagy-Britannia kilépése az EU-ból) esetén azonnali hatásként a brit font minden bizonnyal nagymértékben gyengülne az amerikai dollár és kisebb mértékben az euró ellenében. A Magyarországra gyakorolt első, közvetlen hatás még nem lenne különösebben jelentős: a magyar fizetési mérleg mindössze 0,5%-kal romlana, és a devizahatás sem lenne jelentős, a növekedésre gyakorolt hatás nem érné el GDP 0,3%-át.

0,75% lehet év végén
a hazai alapkamat

A Magyar Nemzeti Bank (MNB) monetáris tanácsának márciusi 15 bázispontos kamatcsökkentése meglepte a piaci szereplőket. Várakozásaink szerint az MNB 10-15 bázispontonként öszre 0,75% közelébe mérsékelheti az alapkamatot, valamint tovább folytathatja a megkezdett átalakításokat a bankközi piacon. A **forint** az év végéig sávozó mozgás után a 318-as szintre gyengülhet az euróval szemben.

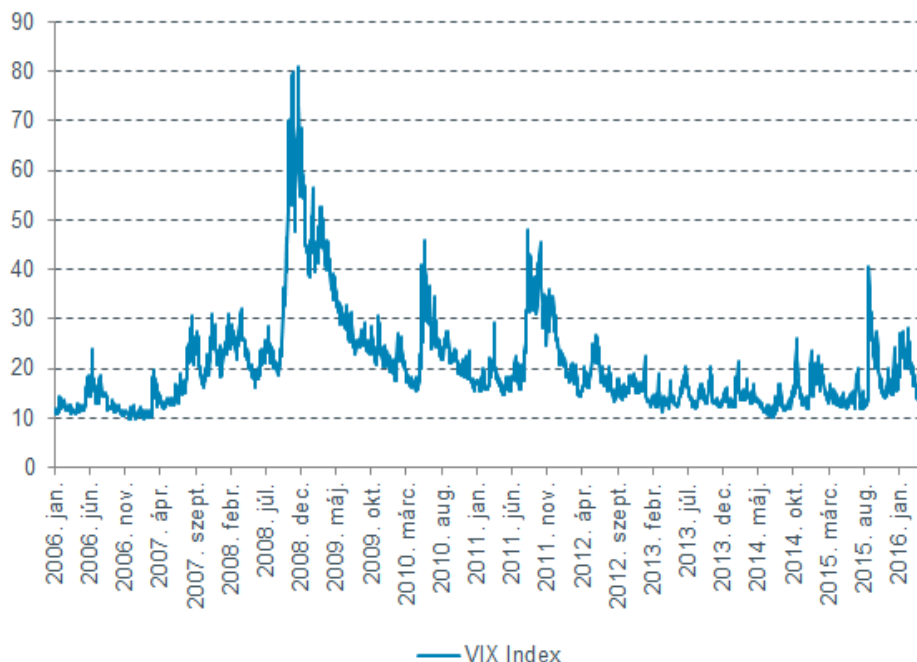
Folytatódhat a
részvénytőke
emelkedés

Tovább folytatódhat a magyar részvénytőke jó teljesítménye a második negyedévben, de nő a kockázat. Az **OTP és a MOL** esetében látunk továbbra is beszállási lehetőséget.

Továbbra is hullámzó lehet a részvénytőke

Nemzetközi részvénytőke kitekintő

Az év elején tapasztalt részvénytőke hullámok tavaszra kissé alábbhagytak, de szélsőséges időszakokra továbbra sem számíthatunk. A piacok volatilitását jelző **VIX-index** január-februári csúcsairól már lefordult, a 30 feletti szintek helyett a 15-ös érték körül ingadozott a mutató.



Az olaj a fő indikátor

A nemzetközi befektetői hangulatot meghatározandó, egyfelől az olaj árfolyamát tekinthetjük fő indikátornak, másfelől pedig a jegybankok monetáris politikája tereli egyik parttól a másikra a befektetőket. Az olaj árfolyamában nem számíthatunk drámai változásra, de volatilis kereskedésre igen: a 35-50 dolláros sávban mozoghat nyár végéig a kurszus.

A vállalati fundamentumok látszólag háttérbe szorultak, mivel a rekord magas összegre kúszó **saját részvény vásárlások** jelentősen torzítják az árazásokat.

Jó példa erre a világítástechnikában érdekelt OSRAM részvényárfolyama, mely idén már több mint 20%-ot emelkedett, mellyel az egyik legjobban teljesítő német papírrá vált. Ugyanakkor a vállalat fundamentumai a versenytársakhoz mérten átlagosak, továbbá relatív versenyhátrányba került a Philipsszel szemben. Ám a cég 1 éven belül a tőzsdén forgó részvényállomány közel 10%-át vásárolja vissza, konstans keresletet biztosítva az értékpapírnak.

Továbbra is úgy gondoljuk, hogy 2016 a kockázatkezelés éve, így a befektetők számára a megfelelően diverzifikált és kellő gondossággal összeállított portfólió lehet a legoptimálisabb választás. Az allokációhoz segítséget nyújthatnak a következő oldalakon található részvénytőke hőtérképeink, melyek az egyes vállalati szektorokra vonatkozó javaslatainkat tükrözik régiós bontásban.

Nyugat-Európa

Az eurózónás vállalatok működési környezete, valamint a kilátások sem változtak érdemben az év eleje óta. A közös valutaövezet **éves reál GDP-növekedése**

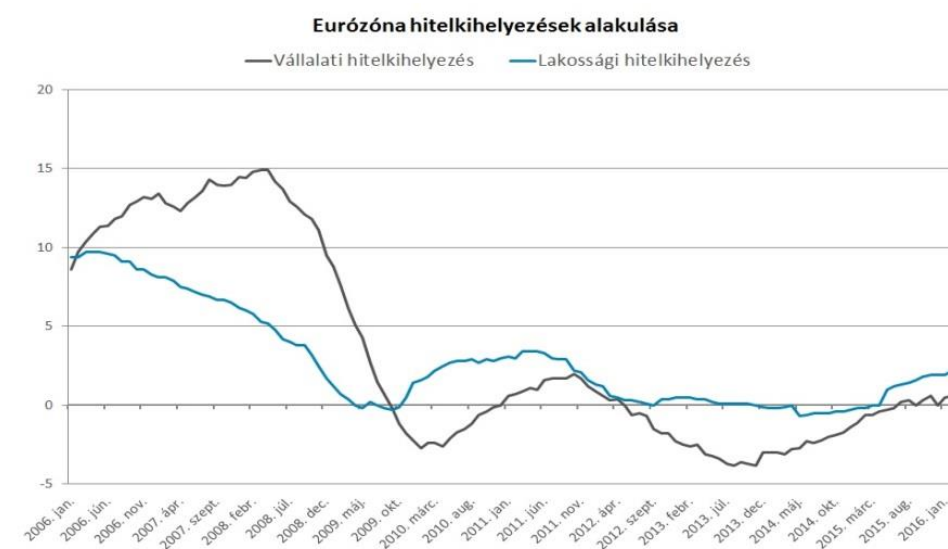
1,6%-on állt, amely önmagában nem rossz érték, de a bővülési ütem közel fele akkora, mint amit a válság előtt tapasztalhattunk. A gazdasági teljesítmény tehát ingatag, sérülékeny.

Egyfelől a relatíve magas munkanélküliségi ráta (10,3%), a foglalkoztatottak számának visszafogott növekedése (0,3%), másfelől az erős belső fogyasztás hiánya (kivéve Németország) és ezzel kéz a kézben járó, szinte stagnáló hitelkihelyezés is sebezhetővé teszi az eurózána gazdaságát, nem beszélve arról, hogy egyre távolabb kerül a rivális Egyesült Államoktól. Meg kell azonban említeni, hogy az EKB monetáris lazító intézkedéseinek is köszönhető, hogy az európai hitelállomány egyáltalán bővülésnek indult.

A gazdasági teljesítmény hullámzását magyarázó **üzleti-ciklus elméletek** napjainkban újra népszerűvé válnak, nem is véletlenül, hiszen a megfelelő modellek nagyban segíthetik eszközallokációs döntéseinket. Egy kezdeti, középső, kései emelkedő és recessziós szakaszból álló üzleti ciklus megközelítőleg 5-10 évig szokott tartani, az aktuális állapotot pedig három tényező, a hitelezés, a vállalati profitok és a tartalékok állapota határozza meg. Nyugat-Európában a monetáris lazítás egyelőre támogatja a hitelállomány bővülését, a jelenleg romló profitvárakozások, a hektikusan mozgó fogyasztói hangulat és a gyenge lábakon álló belső kereslet azonban még kihasználatlan kapacitásokat jelez. Mindezek alapján a térség leginkább az üzleti ciklus középső szakaszához közelít.

Lazított az EKB

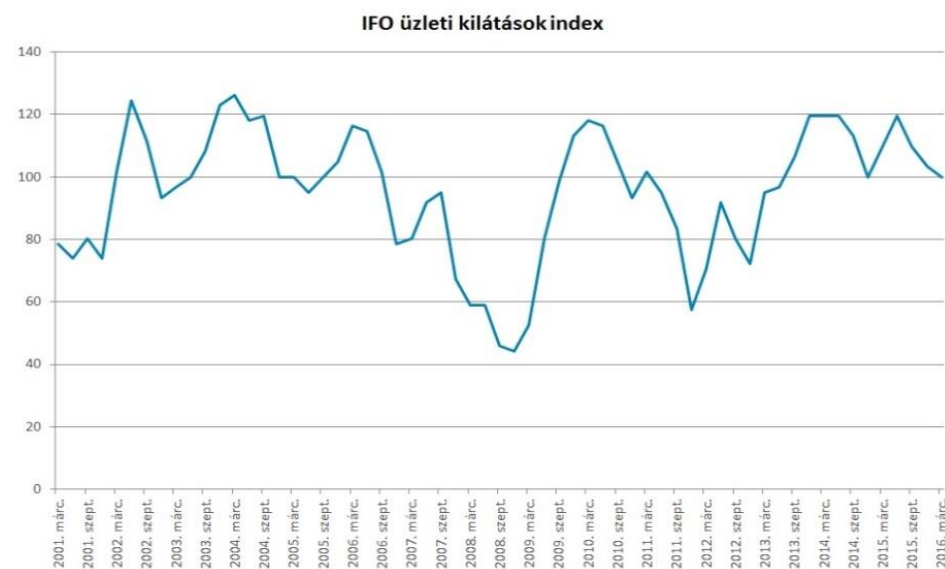
Az **EKB stimulusai** eddig nem váltották be a hozzá fűzött reményeket, a március elején kibővített QE program hatásait pedig még korai vizsgálni. Az EKB – a saját keretein belül – igyekszik mindent megtenni a támogatói környezet biztosításának érdekében, hiszen a zéró közeli alapkamat, a vállalati kötvény- és ABS-vásárlások egyaránt ösztönző jellegűek, nem beszélve arról, hogy az olcsó finanszírozás nagyobb mozgásteret nyújt a cégek számára. Emiatt aztán a befektetőknek a korábbiaknál magasabb eladósodottsági szinteket kell megszokniuk, így módosulnak az értékelési modellek is.



Európában a defenzív szektor lehet a nyerő

Véleményünk szerint a vállalatok ezt a fajta forrásbevonást elsősorban a rövid életciklusú eszközökre fordíthatják, a tartós cikkekbe történő befektetések a bizonytalan jövőkép miatt továbbra sem indulhattak be. Az IFO eurózána vállalati kilátásokat reprezentáló indexe is hasonló képet mutat, 2015 második

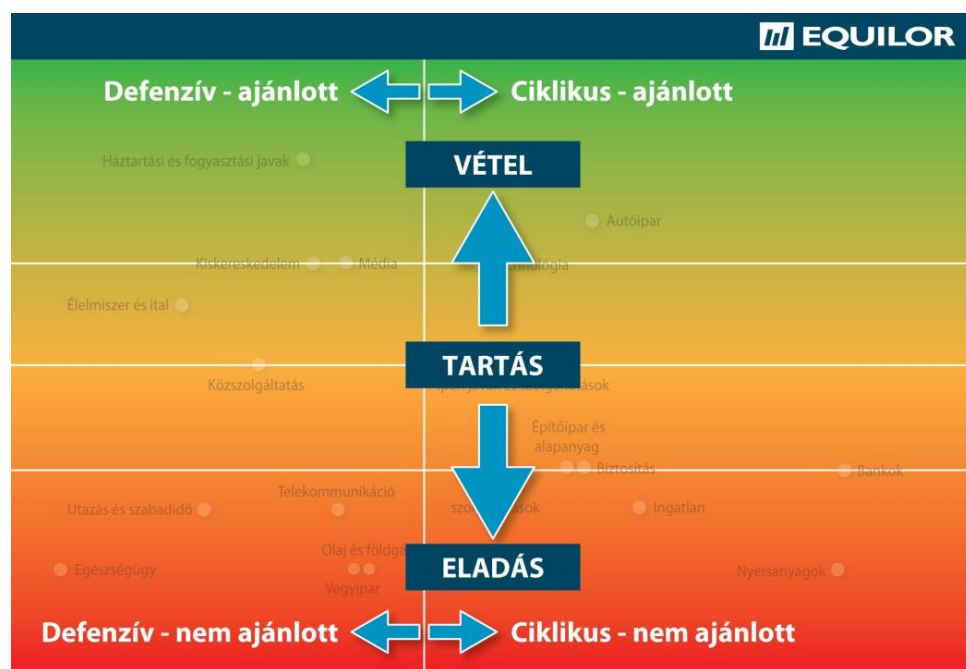
felétől folyamatosan romlott a 6 hónapos előrejelzésekre vonatkozó mutató. Emiatt továbbra is úgy látjuk, hogy az európai részvénytőzsi allokáció esetén a gazdasági teljesítményre kevésbé érzékeny, úgynevezett **defenzív szektorokból** lehet érdemes válogatni.



Hőtérkép bemutatása:

Mibe fektessünk?

A továbbiakban egy úgynevezett hőtérképpel szemléltetjük régiós bontásban (eurózóna, Egyesült Államok) a főbb részvénytőzsi szektorokat.

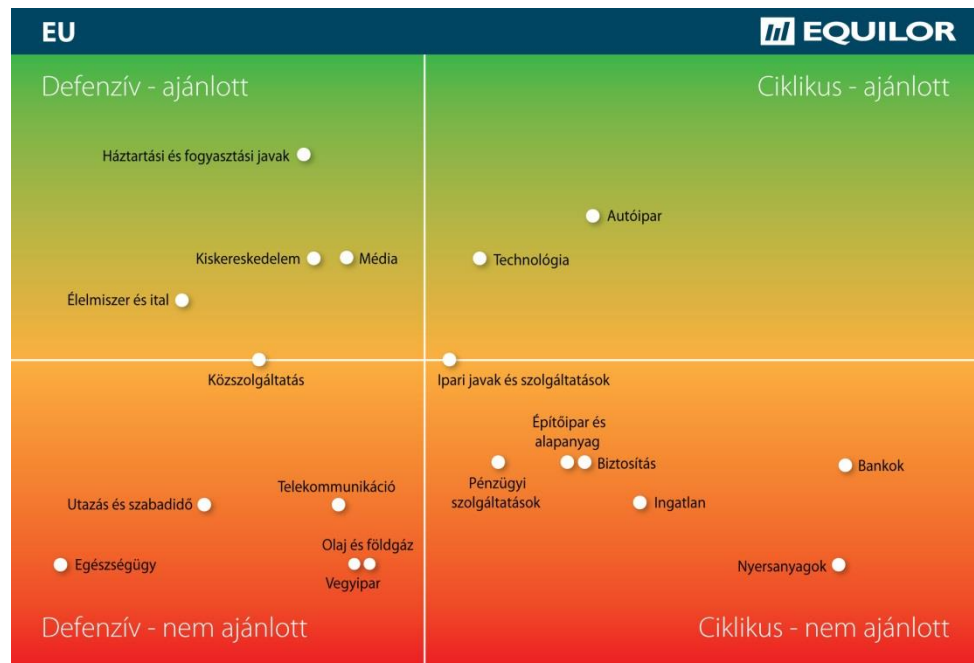


A térkép értelmezése: defenzív, azaz a gazdasági állapotra rezisztív, és ciklikus, azaz a gazdasági teljesítményre érzékeny csoportokra osztottuk a szektorokat (függőleges osztás). A színek pedig azt jelölik, hogy vételre (zöld), tartásra/semlegesre (sárga), vagy eladásra (piros) javasoljuk az adott ágazatot (vízszintes osztás).

A defenzív-ciklikus elosztáshoz a Deutsche Bank módszertanát használtuk fel. A bank úgynevezett Z-faktor segítségével osztályozza a szektorokat, a faktor meghatározásánál pedig 4 fő szempontot vesz figyelembe: a szektorszintű nettó profit volatilitását, a részvényárfolyamok volatilitását, a BMI-kel való korreláció erősségét és az 5 éves bétát.

Az eurózónás vállalati részvények hő térképe:

Az eurozóna szektorai



A korábbiakban említett makrogazdasági körülmények miatt a **ciklikus szektorok** közül csupán kettő esetében lehetünk bizakodóak:

Az **autóipar** a leginkább rugalmas szektor, amely az év elején látott, jelentős leértékelődés (YTD: -13%) miatt lehet vonzó. Továbbá az EKB euró gyengítésével összhangban ezek az exportorientált vállalatok profitálnak a gyengébb devizából, keresletet tekintve Kína kivételével továbbra sem érheti szó a ház elejét. Azt azonban le kell szögezni, hogy néhány vállalat esetében (Volkswagen, Peugeot) a 2015-ös számok nem ismétlődhetnek meg, emellett a kínai piaci aggodalmak legfeljebb a tavalyi szintekig emelhetik az árfolyamokat. Így is közel 20%-os upturn potenciált látunk a szegmensben.

Olcsó a Daimler

Kiemelt részvény a **Daimler**, mely nem csak a német konkurensekkel szemben, de az európai versenytársak szintjén is a legjobb fundamentumokkal rendelkezik. Stabil, szinte töretlenül növekvő kereslet mutatkozik a húzótermékek iránt Európában, az Egyesült Államokban és Kínában is. Az idei év eddig a rekord eladásokról szólt, a modelloffenzívának köszönhetően kisebb rétegszegmensekben is jól teljesített a vállalat. 2016-ban soha nem látott mértékű osztalékot fizet ki, miközben az autógyártóknál kiemelten figyelt profitabilitási mutató, az üzemi eredményhányad 9,5%-ra javult, ez pedig már megközelíti a 2012-ben megfogalmazott, középtávú terveket. Összességében Dieter Zetsche CEO évekkel ezelőtti hozott intézkedései kezdenek beérni, az egyetlen negatívumot a kínai kereslet alakulása jelentheti.

Óvatosabban érdemes bánni a **technológiai** szektorral. A nyersanyagárak esése miatt a bekerülési oldalon csökkennek a költségtételek, míg az innovációs verseny miatt rövidülnek a termékek életciklusai. Legnagyobb potenciál a félvezetők

részlegében mutatkozik, amelyek a LED-világítástechnikán át a mobiltelefonok és egyéb szórakoztatóelektronikai eszközökig bezárólag mindenhol felhasználásra kerülnek. Ezek előállítására a már említett nyersanyagárak miatt olcsóbb, a keresleti oldalon egyelőre nem látszik negatív fordulat. A termékciklusok szűkülése miatt ezek az eszközök egyre inkább likvidebbé válnak. Ugyanakkor a szektor teljesítménye igencsak szezonális, így az év végéig nem válnánk meg ezektől a papíroktól. Az egyedi részvények volatilitása miatt ebben az esetben a szektorkövető ETF-eket tartjuk a legoptimálisabb választásnak.

Nagyobbat meríthetünk, ha a **defenzív oldalt** vizsgáljuk:

A hőtéskép alapján erős vételi ajánlással egyenértékű a **háztartási és fogyasztási javak** szektora. A már említett fogyasztói magatartás miatt felülteljesítésre számítunk, azonban nem minden, ebbe a szegmensbe tartozó vállalatot várunk egyformán jó teljesítményt. A luxuscikkek gyártó vállalatokat (pl: Hermes, LVMH, HUGO BOSS) kerülnénk, helyettük az **adidas** és a **Beiersdorf** részvényeit preferáljuk.

Beiersdorf és adidas

A **Beiersdorf** mérsékelt, ugyanakkor stabil növekedést tud felmutatni, az alacsony olajár pedig a gyártási oldalon jelent könnyebbséget, így a portfólió összeállításnál a védekező papírok listájára kerülhet.

A világ egyik legnagyobb sportszergyártóját, az **adidast** nem elsősorban a foci EB miatt érdemes választani. Ha visszatekintünk 2014-re, az akkori futball VB hivatalos szponzora messze a legrosszabb évét zárta, több profitwarninggal tűzdelve. Sokkal inkább a vállalati szemléletváltás az, amely miatt potenciált mutat a vállalat: Reebok márka átalakítása, az új vezérigazgató érkezése, az észak-amerikai piaci pozíció erősítése, a kínai piacon látott erős keresletnövekedés és a költségek üzletágak leemlése.

Egyforma súlyt kaptak a **kiskereskedelmi vállalatok** és az **európai médiacégek**, amelyek leginkább tartási besorolásra jogosultak. A **napi fogyasztási cikkek** (élelmiszer, ital) szektora a brit vállalatok túlsúlya miatt relatíve magasabb kockázatot hordoz. A hármastól a Brexittől függően a brit sajtócégeket, az **Informa**, a **Pearson** és a **WPP** papírjait emelnénk ki.

A **mediatársaságok** esetében a digitalizáció előretörése és szükségessége megkérdőjelezhetetlen, így a vállalatok számára csupán az átállás időszaka lehet változó. Az **élelmiszer és ital** szektor esetében a kész, illetve félkész élelmiszereket előállítókat részesítenénk előnyben, ellenben a sörgyártókat az oroszországi szankciók, illetve a hektikus ázsiai kereslet miatt súlyoznánk alul.

A részvénytőzsi szelekció során **befektetésre nem ajánlott** kategóriába soroltuk többek között:

Érdekesség, hogy míg az Egyesült Államokban a legjobb teljesítményt a **telekommunikációs** szektortól várjuk, addig az európai konkurenseket eladási minősítésben tartjuk. A piac szűkössége miatt elkerülhetetlen a konszolidáció, az európai roamingdíjak eltörlése pedig szolgáltatótól függően kisebb-nagyobb bevételkiesést jelent.

Az alacsony kamatkörnyezet a **bankszektorra** is nyomást gyakorol, annak ellenére, hogy a QE program elsődleges haszonélvezői a pénzügyi intézetek. Az olasz bankokat az EKB és az olasz kormány tartja lélegeztető gépen, míg a

hitelkamatok lejjebb szorítása (a betéti kamatokkal nem egyenlően) a kamatbevételekre és a marzsokra gyakorol negatív hatást.

Az európai **ingatlanpiaci** buborék tovább fújódik, így a céges fundamentumok ellenére pesszimista a szektor megítélése.

Nem változott a januárban megfogalmazott véleményünk az **olaj** esetében. Továbbra sem látszanak a fundamentális fordulat jelei, így az olajkitermelésben és kutatásban érdekelt vállalati papírokat nem vásárolnánk. Hasonló a **vegyipar** megítélése is, amely nem igazán tudott profitálni az olcsóbb nyersanyagból, hiszen a végtermékek árait is lejjebb nyomta a kiélezett piaci verseny és az enyhülő ázsiai kereslet.

Egyesült Államok

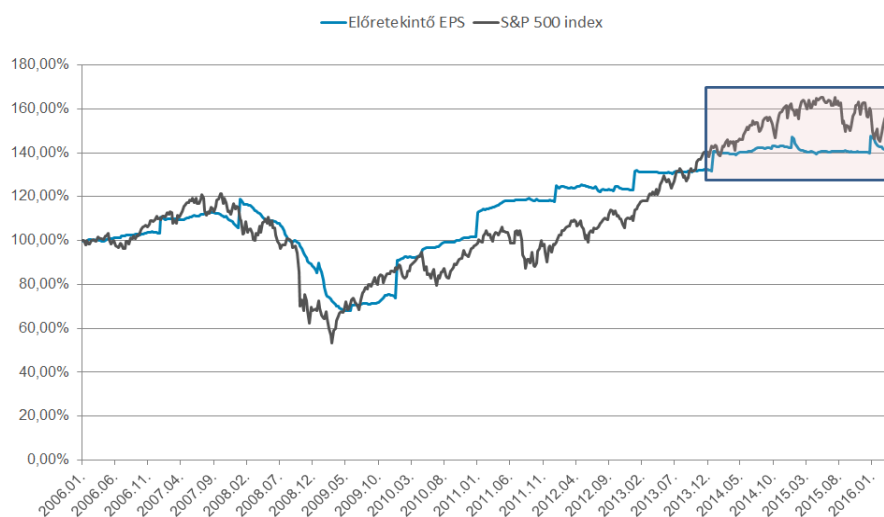
Kína a rizikófaktor

Az eurózónával szemben az amerikai gazdaság egészségesebb képet mutat. Az éves reál GDP-növekedés üteme jelenleg 2%, ennek ellenére a tengerentúli gazdaság sem tudott (még) visszakapaszkodni a válság előtti szintekre. A teljesítményt nagyban hátráltatja **az amerikai dollár főbb devizákkal szembeni árfolyama**, amely az exportorientált vállalatok bevé尔特ermelését rontja, továbbá a Fed kamatemelési ciklusa körüli bizonytalanság. Az európai riválisához képest azonban a belső kereslet erős, a lakossági fogyasztás teszi ki a GDP közel 70%-át, így a belső piacra fókuszáló cégek helyzete jobb, mint az öreg kontinensen.

Azok az amerikai vállalatok kerülnek leginkább versenyhátrányba, melyek a távol-keleti partnerekkel állnak gazdasági kapcsolatban. A kínai gazdasági transzformáció – belső keresletre épülő, erős szolgáltató szektor – nem csak mennyiségbeli csökkenést jelent az exportra nézve, hanem a jüan leértékelődése miatt mérséklődő bevételt is.

Az amerikai jegybank szerepét betöltő Fed tavaly decemberben megkezdte a kamatemelési ciklust, melyet idén folytatni kíván. A januári várakozásokhoz képest azonban 4 helyett már csak legfeljebb 2 kamatemelésre kerülhet sor, amely a vállalatok devizavárakozásaira is hatással lesz. Ezen a gondolatmeneten tovább haladva a januári prognózishoz képest – az eredményekre nézve – kedvező keresztárfolyamokra számítunk, melyet azonban néhány cég esetében az olajár alakulása ronthat.

S&P 500 index és az előretekintő EPS várakozások

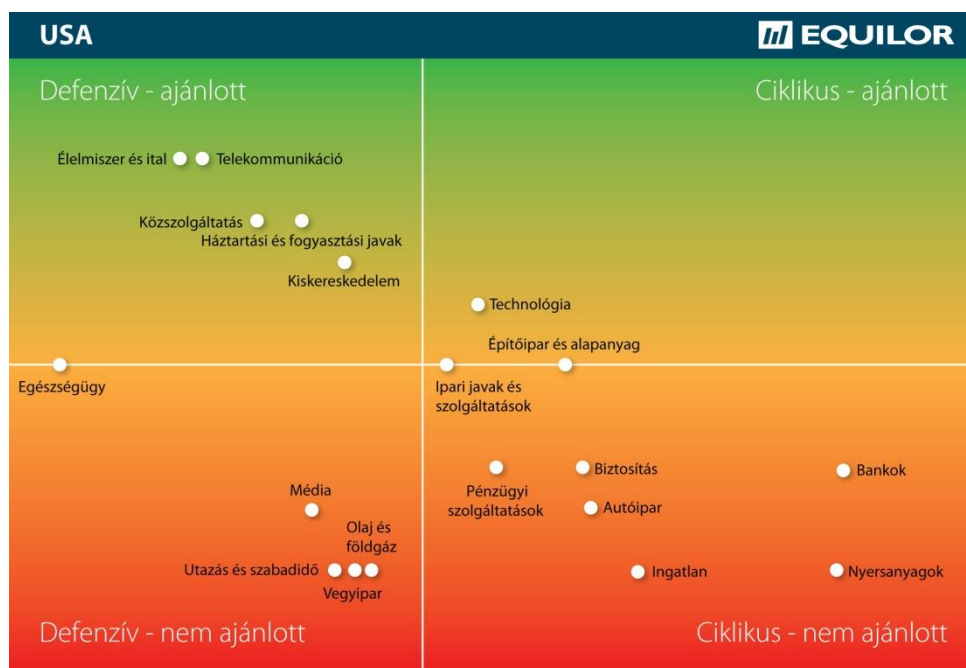


Az amerikai gazdasági expanzióval ellentétben a részvénytőke az **emelkedő ciklus utolsó, kifulladás szakaszába** érkezett. Az S&P 500 index esetében a 2009 óta tartó növekedés idén megtörhet, ugyanakkor jelentős (20-30%-os) negatív korrekciónak kicsi a valószínűsége. Januárban már felhívtuk a figyelmet arra, hogy a részvényindex árfolyama elrugaszkodott a vállalati teljesítménytől, nevezetesen az indextagok profittermelésétől. Az előző grafikonon látható, hogy a kék vonallal jelzett, jövőbeni egy részvényre jutó profitvárakozás (EPS) az év eleje óta már több mint 6%-ot esett és ismét a 2014-es szinten áll a konszenzus. Ehhez képest az index árfolyama a tavalyi év végi értékeket ostromolja.

Az első negyedéves gyorsjelentések már szállingóznak, de az előrejelzések szerint sorozatban a 4. negyedévben eshetett vissza a vállalatok összesített, részvényenkénti nettó profitja. Ilyen gyenge teljesítményre legutóbb a válság idején, 2008-2009-ben volt példa. A piaci konszenzus szerint a nyereségtermelésben leghamarabb az év második felében állhat be fordulat, noha ez nagyban függ az olaj kurzusától és az amerikai jegybank monetáris politikájától is (dollár árfolyama). Mindezek alapján továbbra is tartjuk a januárban megfogalmazott, **1800-as év végi célszintet az S&P 500 indexre** vonatkozóan.

A nyugat-európaihoz hasonlóan az Egyesült Államok gazdasága is az üzleti ciklus középső szakaszában tartózkodik, azonban valamivel közelebb a kései szakaszhoz, amit az emelkedő alapkamat hitelezést visszafogó és inflációt növelő hatása, valamint a vállalati kötvény spreadek szélesedése indokolhat. A vállalati profitszintek jelenleg kedvezőtlenül alakulnak, különösen az alacsony olajár által sújtotta energia és nyersanyag szektorokban. A fogyasztási mutatók és bizalmi indexek jól tartják magukat, a reáljövedelem növekedéssel kapcsolatos várakozások pedig emelkednek, így a gyengülő világgazdasági teljesítmény ellenére az USA-ban egyelőre további, lassuló gazdasági expanzióra számíthatunk.

Az Egyesült Államok gazdasága és a részvénytőke eltérő ciklusban mozog, az utóbbi miatt pedig a részvénytőke szelekciójánál **a defenzív oldalt részesítjük előnyben**, amely az alábbi hőtérképen is jól kivehető:



T-Mobile US a nyertes a telekom szektorban

Az amerikai részvénytőzsde és a vállalatok reáلتeljesítménye többek között azért is távolodott el egymástól, mert a már említett vállalati részvény visszavásárlások miatt a fundamentumoktól függetlenül felhajtóerő mutatkozott az egyes részvények esetében.

Idén a céges részvényvásárlások nettó profithoz viszonyított aránya visszatért a 10 évvel ezelőtti látott szintre, 2010 óta pedig folyamatos emelkedés látható. Az elmúlt negyedévben a legnagyobb vásárlók jellemzően a technológiai szektorból kerültek ki, mint az **Apple**, a **Microsoft**, a **Visa**, az **Oracle**, vagy a **General Electric**. Az utóbbi jelentősen, mintegy 7%-kal csökkentette a piacon forgó értékpapírok mennyiségét a negyedév alatt, az árfolyam pedig 25%-ot emelkedett.

Ahogy az eurózóna esetében, itt is a **defenzív** oldalon találhatjuk meg a legkedvezőbb részvényjavaslatokat:

Erős vételi ajánlással egyenértékű a **telekommunikációs és a napi fogyasztási cikkek** (élelmiszer és ital) szektorai a hőtérképünk szerint. A részvénytőzsdei emelkedő ciklus utolsó szakaszában ez a két ágazat dominálhat, melyektől a legjobb teljesítményt várjuk idén. Mind a két ágazat erősen defenzív, azaz igen ellenállóak a gazdasági teljesítmény ingadozásával szemben. Az utóbbit támogatja az erős belső kereslet, továbbá a legtöbb esetben devizahatással sem kell számolnunk.

A **telekommunikációs** szolgáltatók részvényei az alacsony kamatkörnyezetben relatív felértékelődnek, hiszen a szektorok közül az egyik legalacsonyabb kockázati besorolással rendelkezik, míg a részvényárfolyamok teljesítménye az állampapíroknál nagyobb megtérüléssel kecsegtet. Az európai versenytársakhoz képest azonban fontos különbség, hogy osztalékot a legtöbb szolgáltató nem fizet, így osztalékközponúság helyett növekedésorientáltak, így a befektetők kizárólag az árfolyam emelkedésén kereshetnek. Mindez igencsak kiélezi a versenyt a szektorban, de az európai riválisokkal szemben nagyobb a mozgásterük (szabad kapacitás).

Amíg Európában az LTE hálózat kiépítésén fáradoznak a szolgáltatók, addig az Egyesült Államokban a Wi-Fi alapú, hálózati eladások jelentik a legnagyobb potenciált. A vezeték nélküli internetet igénylő okoseszközök térhódítása megköveteli a hálózati kapacitás fejlesztését is. A versengésből végső soron a fogyasztók profitálnak, ebből az aspektusból pedig a **T-Mobile US**-t tartjuk a legjobb választásnak, de a szektorindexet követő ETF-k is kedvező befektetésnek bizonyulhatnak.

Óvatosabbak, de ugyanakkor bizakodóak vagyunk az amerikai **közszolgáltatók és a háztartási javak** szektorait illetően. A közszolgáltatók esetén a vízgazdálkodással és villamosenergia termeléssel foglalkozó cégeket érdemes felülsúlyozni, míg az olajipari érdekeltséggel rendelkező társaságokat érdemes kihagyni a képzeletbeli portfólióból. Az európai versenytársakkal szemben az amerikai villamosenergia szolgáltatókat nem kötelezik központosított árszintek betartására, hanem egyes államokon belül saját maguk alakíthatják a díjtáblát. A vízgazdálkodást pedig egyfelől a piaci szereplők kockázatkörül magatartásával, a decens osztalékszintekkel, illetve az újabb szárazsággal számoló, így megemelkedő mezőgazdasági vízfogyasztással magyarázható.

Folytatódhat az
amerikai kamatemelés

A **háztartási és fogyasztási javak** szektoránál ahogy Európában, a tengerentúlon is a sportszergyártókban látunk potenciált. A felvevőpiac más, kereskedelmi ágazatokat meghaladó mértékben növekszik, a tempót pedig a **Nike** diktálja. A társaság a látszólag telített sportruházati termékeket idén úgynevezett digitális, okosmegoldásokkal kívánja feldobni, így a konkurenssekkel szembeni egyik ütőkártyája az innováció. A Nike esetében az igencsak felsrófolt piaci várakozások jelenthetnek hátrányt, hiszen a befektetőknél a vártnál alacsonyabb növekedés már megrendíti a bizalmat.

Az elnökválasztás kimenetele húzhatja ki a széket az **egészségügyi** szektor alól. Klasszikus defenzív szektorként kedvező választásnak bizonyulhatna, de az ObamaCare sorsa, a gyógyszerárak felső plafonjának bevezetése, illetve a biotechnológiai vállalatok adótételeinek emelése egyaránt kockázati tényezőként jelenik meg.

Az amerikai részvénytársaságok közül az alábbiakat **kerülnénk**.

A **bankszektor** teljesítménye nagyban függ a jegybanki politikától. Az alacsony kamatkörnyezet továbbra is nyomást helyez a kamatbevételek alakulására, miközben az amerikai választási szezonban gyakran ismételtetett frázis, a bankok feldarabolása Damoklész kardjaként lebeg a pénzintézetek feje fölött. Nem is beszélve az olajipari kitettségekről: a Moody's legfrissebb elemzése szerint a nagy pénzintézeteknek összesen akár 9 milliárd dolláros céltartalékot is kell képezniük csak a portfóliókon keletkező veszteségek fedezésére.

10 éve nem látott jó teljesítményt mutat idén az **autóipar**. A hazai kereslet hónapról hónapra növekszik, de az amerikai autógyártókat nem kizárólag a hazai piac teljesítménye alapján árazzák a befektetők. A nemzetközi piacokon továbbra is az európaiak dominálnak, Kínában pedig csak korlátozottan képviseltetik magukat.

Az **olajár** alakulása miatt kizárólag spekulatív, magas kockázatú és kétes megtérülést mutatnak az olajipari részvények. Az árfolyamok rendkívül érzékenyek, melyek jelentősen elszakadtak a vállalatok reáلتeljesítményétől. További hátrány a magas eladósodottság, több, szektorban érdekelt vállalat már idén kamatfizetési problémákról jelentett. A hiteltörlesztés és a vállalati kötvénykamatot fizetésének csúszása a bankszektorban is érzékeltetheti hatását.

Jegybankok és devizapiacok

Az EURUSD

Az amerikai jegybank tavaly december 16-án kezdte meg a kamatemelési ciklust. A március 16-i közleménye meglehetősen galamb hangvételűre sikeredett, ugyanakkor **Janet Yellen** elmondta, hogy bármelyik ülésen dönthetnek az alapkamat további emeléséről. A jegybank csökkentette a GDP-növekedésre vonatkozó előrejelzéseit, az idei évre 2,4%-ról 2,2%-re, jövő évre 2,2%-ról 2,1%-re, míg a 2018. évre szólót 2%-on hagyta. Az idei évre szóló inflációs előrejelzést is megválták, 1,6%-ról 1,2%-ra. Jövőre 1,9%-os, 2018-ban pedig 2%-os inflációt várnak. A munkanélküliségi ráta 4,5-4,8% között alakulhat a következő években.

A kamatdöntő ülés jegyzőkönyvéből kiderült, hogy szóba került az áprilisi kamatemelés lehetősége, azonban az év elején tapasztalható, jelentős piaci

turbulencia, és a gazdasági lassulás miatt több jegybankár óvatosságra intett. A lefelé mutató kockázatok továbbra is fennállnak, azonban többen rámutattak, hogy elérték a teljes foglalkoztatottságot, és az infláció is emelkedni kezdett, így hamarosan léphetnek. A márciusi ülésen már csak két, egyenként 25 bázispontos kamatemelést valószínűsítettek a jegybankárok az idei évre, miközben a decemberi ülésen még négy kamatemelésről volt szó.

2016-ban tehát **2, egyenként 25 bázispontos kamatemelésre** számítunk, azonban tisztán látszik, hogy az amerikai jegybankárok az éppen fennálló nemzetközi befektetői hangulattól is nagyban függővé teszik döntéseiket. A határidős termékek jelenlegi árazása alapján a piaci szereplők többsége az idei évre maximum egy, 25 bázispontos kamatemelést vár.

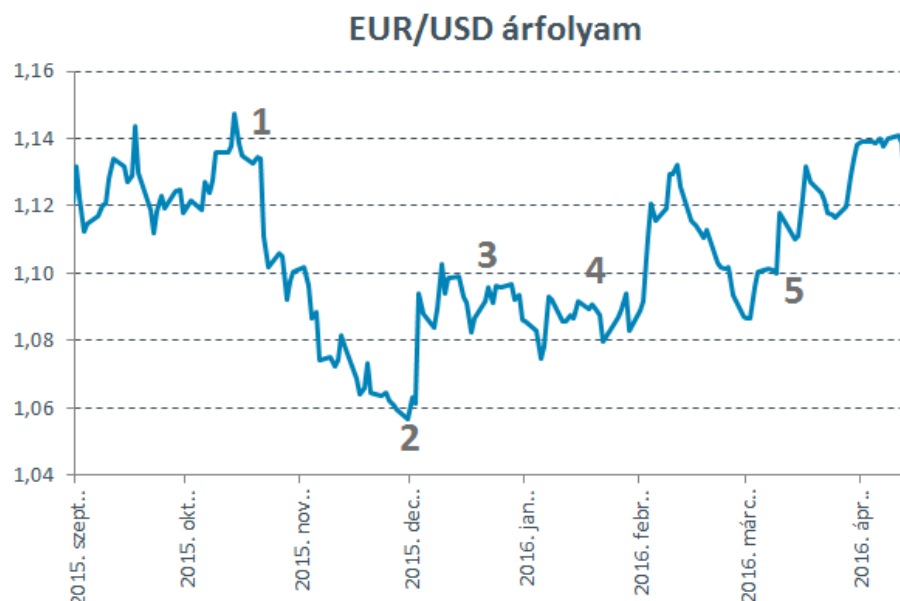
Március 10-i ülésén alaposan meglepte a befektetőket döntéseivel az EKB. Az eszközvásárlási program havi keretösszegét 20 milliárd euróval, 80 milliárd euróra emelték, az alapkamatot 5 bázisponttal, 0%-ra vágták, a betéti rátát pedig 10 bázisponttal, -0,4%-ra csökkentették. Áprilisban elindult egy újabb, hosszú távú finanszírozási program, a TLTRO II. A bankok kedvező feltételekkel juthatnak hitelekhez, e hitelek kamatai akár negatívak is lehetnek.

Az **EKB** ezentúl nem csak pénzüzetek befektetésre ajánlott kötvényeit vásárolja, hanem minden egyéb vállalat értékpapírjait, tehát bővült az ABS-ek, és fedezett kötvények köre. Mario Draghi úgy fogalmazott, hogy az eurózónában hosszabb távon fennállhat a jelenlegi alacsony, vagy akár még alacsonyabb kamatszint, de a jelenlegi álláspont szerint az EKB nem tervez több kamatvágást, mely természetesen a körülmények függvényében változhat. Várakozásunk szerint, amennyiben az eurózóna inflációja tartósan alacsony marad, **ősszel újabb 10 bázispontos kamatvágásról dönthet az EKB**, így az alapkamat is a negatív tartományba kerülhet.

Tovább sávozhat az
euró-dollár árfolyama

Az euró-dollár árfolyama az 1,15-ös szint közelében mozog, mely 2015 tavasza óta meghatározó ellenállást képez. Mivel a Fed kamatemelési ciklust kezdett, míg az EKB a kamatcsökkentési ciklus végén, de még a könnyítési szakaszban tart, ezúttal sem várható, hogy az árfolyam tartósan az 1,15-ös szint fölé kerül. Jó eséllyel a szint tesztelését követően ismét csökkenés indul, és erősödni kezd a dollár az euróval szemben. Ezt követően az 1,10-es szint közelében alakulhat ki egy egyensúlyi ár.

Az EUR/USD árfolyama 1,05-1,15 között sávozik:



1. Mario Draghi bejelentette, hogy decemberig felülvizsgálják a QE programot és kiterjeszthetik azt.
2. Az EKB csökkentette a betéti rátát, de a QE program havi keretösszegét nem emelte meg.
3. A Fed megkezdte a kamatemelési ciklust.
4. Draghi utalt arra, hogy a március 10-i ülésen megemelhetik a QE program havi keretösszegét.
5. Az EKB csökkentette az alapkamatot és a betéti rátát, illetve jelentősen növelte a QE program havi keretösszegét.

A japán jen

Erős maradhat a jen

Januári elemzésünkben kiemeltük a japán jent, mint kedvező befektetési lehetőséget. A jen menedékdeviza, így hektikus piacon mindig felértékelődik a szerepe: jelentős tőke áramlik be, mivel a befektetők biztonságos eszközként tartják számon. A jen árfolyama azóta jelentősen erősödött a dollárral szemben, a dollár-jen árfolyam a 117-es szintről 108 alá esett, mely 8%-os elmozdulásnak felel meg. A japán jegybank közben több alkalommal is szóbeli intervencióval próbálta megakadályozni a jen erősödését, egyelőre kevés sikerrel.

A **japán jen tartósan erős maradhat** az amerikai dollárral szemben, a japán jegybank hiába próbálja szóbeli intervenciókkal megállítani a jen erősödését. A 110-112-es tartomány visszatesztelését követően ismét csökkenés jöhet az árfolyamban, és elérhető lehet a 105-ös, majd a későbbiekben akár a 100-as szint is, ahol a japán jegybank már tevőlegesen is beavatkozhat.

A brit font

Júniusig hektikus lesz a font mozgása

Korábban a brit jegybank döntéshozói amellet foglaltak állást, hogy az alapkamatot addig nem emelik, amíg az infláció nem éri el a 2%-os célt. Az infláció márciusban mindössze 0,5%-os volt, az év végére pedig 1% körüli inflációt vár a jegybank. A gazdasági növekedés a tavalyi negyedik negyedévben 2,1%-os volt, azonban iparági felmérések szerint az idei első negyedéves GDP-növekedés 2% alatt lehet.

A június 23-i referendum kimenetelétől függően komoly mozgások jöhetnek a font-dollár árfolyamában. Amennyiben a szavazók az Európai Unióban való maradásról döntenek, jelentős fonterősödés indulhat, ez esetben rövid távon elérhető lehet akár az 1,50-es szint is. Kilépés esetén azonban további jelentős fontgyengülés várható, ekkor elsőként az 1,35-ös szintet veheti célban az árfolyam, de elképzelhető ennél jóval nagyobb mértékű esés is.

Továbbra is csökkenésre számítunk a **font-forint** árfolyamában. Várakozásunk szerint a jegyzés nem lépi át a 410-es tartományt egy esetleges pozitív korrekció során, és még a Brexit szavazás előtt elérheti a 370-380-as szintet. Kilépés esetén akár a 330-340-es szintre is eshet az árfolyam.

Brexit kilátások

*„Fenn a létrán áll két brit
felfordulnak egy kicsit
ami fenn volt lekerül
most a létra van felül.
Hozhatsz enyvet gipszet gittet
ha már széttörték a brittek.”*

(Eörsi István: Szigetországi tragédia)

Menni vagy maradni

Senki sem tudhatja előre, mit hoz június 23-a, amikor Nagy Britanniában népszavazást tartanak az Európai Unió tagságával kapcsolatban. A pontos kérdés a következőképp áll majd a szavazólapokon: Should the United Kingdom remain a member of the European Union or leave the European Union? (Maradjon-e az Egyesült Királyság az Európai Unió tagja vagy lépjen ki abból?)

A két választási lehetőség pedig:

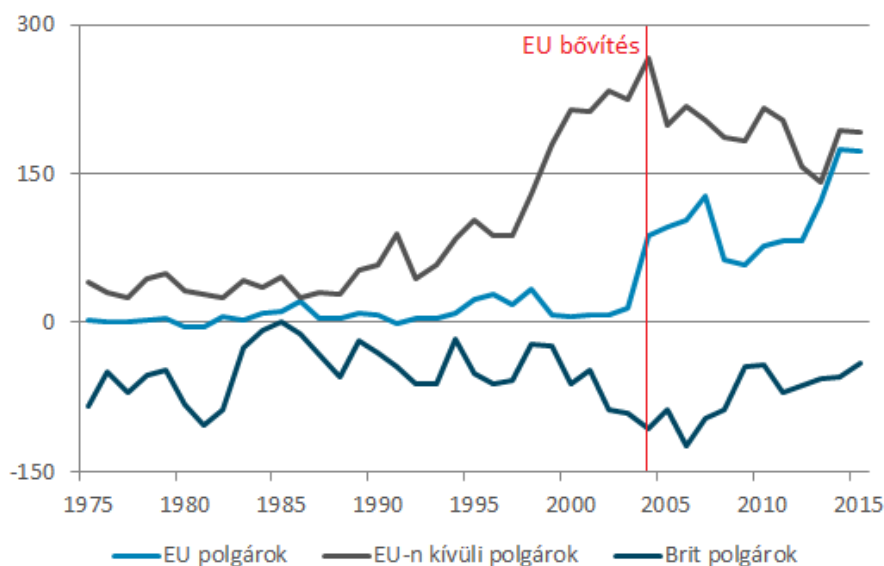
„Remain a member of the European Union (Maradjon az Európai Unió tagja)”
Vagy:

„Leave the European Union” (Lépjen ki az Európai Unióból)

A brit szavazók és az EU közös történetében nem ez az első választási helyzet. 1975-ben, az első, az egész országra kiterjedő referendumnál a választók két harmada döntött úgy, hogy megerősítik az ország tagságát. De a briteknek mindig voltak kétségeik, jól döntöttek-e. 2011-ben például az európai hitelválság évében különösen magas volt azok aránya, akik szerint az EU szabadpiaca és a gazdasági integráció nem ér meg annyit, amennyit az Egyesült Királyság éves szinten befizet az EU költségvetésébe. **Általában két téma körül csoportosulnak a pro és kontra érvek: ezek a bevándorlás és a gazdaság.**

Ami a **bevándorlást** illeti, a trendek világosak. 2004 után, amikor a balti országok és Lengyelország bekerült az Unióba, hirtelen felerősödött a korábban is jelentős beáramlás. Egy 2014-es adat szerint a brit népesség 1/8-a már nem a szigetországban született, viszont meglepő módon nem az új EU tagok, hanem 12-12%-kal Spanyolország és Németország vezetik a származási mezőnyt.

Migráció az Egyesült Királyságban, 1975-2015, ezer fő



Forrás: BlackRock, „Big risk, little reward”, 2016

Ki fizeti a révést?

A bevándorlás szociális és társadalmi problémái mellett az elszakadáspártiak egyik legfontosabb szempontja a szigetország hozzájárulás **az EU kasszához**. A britek 2015-ben a teljes költségvetés 10%-át állták nettó 9 milliárd font értékben. De mit jelentene az elszakadás, miről döntenek valójában a britek 2016-ban? Egy független Nagy-Britannia teljes mértékben átrendezné korábbi kereskedelmi kapcsolatait. Másrészt az EU elvesztené egyik legnagyobb pénzügyi támogatóját, aki a szabadpiac mellett mindig is kiállt, valamint a közvetlen hozzáférést a világ egyik legnagyobb pénzügyi központjához. A Brexit felerősítené a szeparatista törekvéseket a kontinensen, bár nagy valószínűséggel nem vezetne önmagában az EU felbomlásához. Az azonnali kockázatmérséklés mind a brit, mind az európai eszközosztályokra negatívan hatna.

Makrogazdasági hatások

Hogyan hatna a fő **makrogazdasági mutatókra** Nagy Britanniában és az Európai Unióban a Brexit?

Azonnali hatásként a brit font minden bizonnyal nagymértékben (első becslések szerint kb. 15%-kal) gyengülne az amerikai dollár és kisebb mértékben az euró ellenében. A Brexit leértékelné a brit eszközöket, mivel ezek nagy részét külföldi befektetők tartják, a jelenleg is jelentős folyó **fizetési mérleg** pedig tovább romlana.

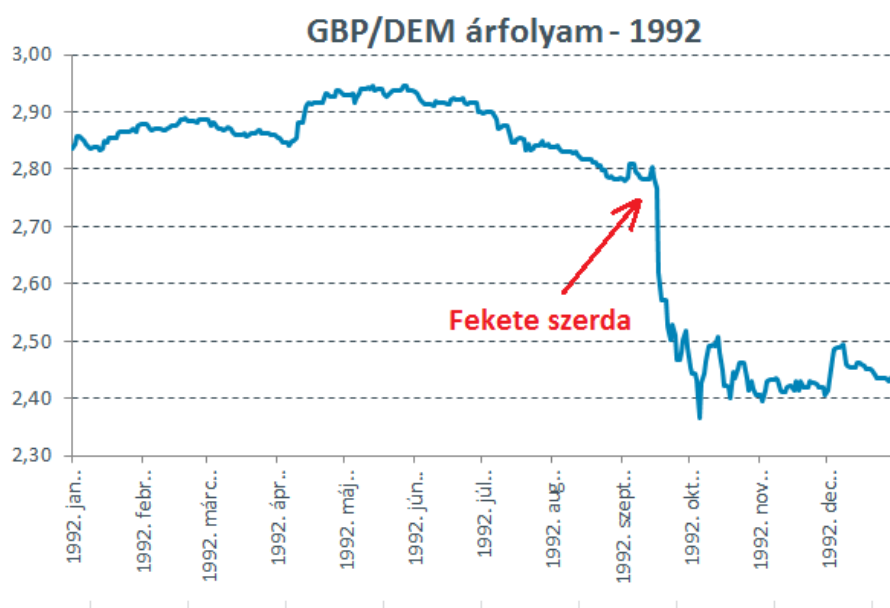
Nagy-Britannia folyó fizetési mérlegének hiánya a legnagyobb a G7 országok között, de az államháztartási hiánya körülbelül az EU országok átlagának megfelelő. Ha a folyó fizetési mérleget tovább vizsgáljuk, azt láthatjuk, hogy a folyamatos hiány a kereskedelmi mérlegben a legnagyobb, de arányaiban eltörpül ahhoz képest, hogy milyen egyensúlytalanság található a tőke mérlegben, azaz a portfólió és FDI beáramlásokban: külföldi befektetők vásárolnak részvényeket, kötvényeket és tulajdonrészeket, ez tolja el az arányokat. A Brexit után az ikerdeficit finanszírozása sokkal nehezebbé válhat és erről az oldalról is sokkal gyengébb fontra lenne szükség ahhoz, hogy az egyensúly helyreálljon.

Az eurózóna nem
járna jól

Az elemzői modellekben effektív devizaárfolyam **inflációra** gyakorolt hatását az Egyesült Királyság esetében 0,04-re tehető, tehát minden 10%-os elmozdulás a font kurzusában 0,4 százalékponttal téríti el az inflációt. Ha csak a jelenlegi árfolyammozgásokat vizsgáljuk, akkor azt látjuk, hogy már most hozzávetőlegesen 0,5%-os, pozitív hatással van a Brexit lehetősége is az inflációs kilátásokra, feltéve, hogy az olajárfolyam többé-kevésbé változatlan marad.

Az **eurózónában a brit exit visszafogná a növekedést és az inflációt**, miután az euró erősödne a fonttal szemben és kérdések merülnének fel az Európai Unió integritásával kapcsolatban. Mivel a Brexit nyomást gyakorolna a költségvetési és folyó fizetési mérleg egyensúlyra, nagy valószínűséggel váltana ki negatív hitelminősítéseket. Ezután a brit kötvénypiacon jelentős hozamemelkedés következne be, valamint a német kötvényekkel szemben is leértékelődne a brit adósság.

A legrosszabb scenárióban az elszakadás magával rántaná a **tőkebeáramlásokat és a piaci bizalmat** is jelentősen aláásná. A brit jegybank a 90-es évek elején a font/német márka árfolyamát 2,70 felett tartotta, miután belépett az Európai Árfolyamrendszerbe (ERM). Soros György, és számos más spekuláns úgy gondolta, hogy ez az árfolyamszint nem reális, a brit gazdasági teljesítmény alapján jóval alacsonyabb szint lett volna indokolt. Jelentős mennyiségű, tőkeáttételes short pozíciót vettek fel a font ellen. 1992. szeptember 16-án, a „fekete szerdán” a font összeomlott, miután a Bundesbank akkori elnöke, Helmut Schlesinger szükségesnek ítélte a valutarendszer kiigazítását. Ekkor a brit jegybank pánikszzerűen 2%-kal emelte meg az alapkamatot, azonban ez csak gyorsította a folyamatot. Szeptember 22-én leértékelték a fontot, és távoztak az ERM-ből. Az angol pénzügyminiszter benyújtotta lemondását, a font árfolyama több mint 8%-ot zuhant aznap. A britek ezt követően nem is kívántak a továbbiakban felvételt nyerni az eurózónába.



Lépéskényszerben a
jegybank

Az elemzők megosztottak abban a kérdésben, hogyan reagálna a **brit jegybank** a Brexitre, tudná-e mérsékelni a hatásokat. Miután a tőkeáramlás is jelentős

lehet az országból, valamint a finanszírozási költségek is megemelkednének, a BoE egy kezdeti kamatemelési fázis után, a második körben valószínűleg a kamatsökkentés eszközéhez lenne kénytelen nyúlni, mennyiségi lazításokkal is élve. Ez azonban tovább gyengítené a fontot.

A brit lakáspiac jelentősen visszaesne, miután az az EU egyesített piac koncepciójára és a pénzügyi központ szerepre épül. Nagy-Britannia Európai Unióból való kiválása jelentős változásokat hozhat a **vállalati szektorban** is. A brit társaságok árbevételének közel 70%-a keletkezik a szigetországon kívül, így a font várható leértékelődése pozitívan hathat az exportőrökre.

A Brexitből származó előnyök sora azonban itt véget is ér. A közepes és kis kapitalizációjú cégek főleg helyi piacra termelnek, ezért ők nem részesülnek a fenti előnyökből. A kereskedelmi viszonyok átrendeződése miatt megrághat a külkereskedelem, amely az import oldalon jelent többletköltséget. A belső piacra termelő vállalatok a kereslet visszaesésével szembesülhetnek, hiszen az importárak emelkedése miatt enyhülhet a belső fogyasztás, erősödhet a megtakarítási hajlandóság. A leginkább érintett cégek a **British Telecom Group**, a **Sports Direct International** vagy a **Marks & Spencer**.

A bankszektor
többszörösen érintett

A legnagyobb vesztes a bankszektor lenne, amely elvesztené az egységes európai bankközi piacból származó előnyöket. Emiatt magasabb tranzakciós költségekkel kell, hogy számoljanak, továbbá az Unió területén csak úgy képviseltethetnék magukat, ha leányvállalatokat telepítenek az EU-ba. A banki költségek emelkedése végső soron a céges ügyfeleket érintené negatívan. Nem véletlen, hogy a Brexit ellen közösen fellépő, mintegy 200 nagyvállalat közül megtaláljuk a **Lloydot**, az **AXA-t**, a brit piacon erős **HSBC-t**, illetve a **Credit Suisse-t**.

Szintén nagy csapás érné a feldolgozóipart, amely Nyugat-Európából alapanyagot, illetve félkész termékeket importál, a kereskedelmi szálak lazulása pedig a termékárakat hajthatja feljebb. A nagy eséllyel bekövetkező munkaerőhiány miatt a brit **Monster** munkaerőközvetítő cég is felszólalt a Brexit ellen.

A legnagyobb brit exportőrök között találjuk az **Unilevert**, az **AstraZenecat**, a **Burberry-t**, a **Vodafone-t**, a **Rolls-Roycet**, vagy a szeszesitalokat forgalmazó **Diageot**. A Brexit hatása ezen vállalatok eredményességére sem egyértelmű, a már említett pozitív devizahatást meglátásunk szerint teljes mértékben keresztülhúzhatják a táblázatban feltüntetett hátrányok. Vannak azonban olyan iparágak, ahol a nemzetközi jelenlét miatt szinte mellékes már a cég lokációja, ilyenek pl. a brit médiacégek, amelyek kivételt jelenthetnek.

A részvénytőzsdán kapcsolatban a vállalati értékeltségi szintek visszaesésére számítunk. A Brexit után közvetlenül az árfolyamok nagyobb mértékű csökkenést mutathatnak, mint a később realizálódó, részvényenkénti nettó profitszintek (EPS), így a brit részvények P/E rátái akár 10-15%-kal is zsugorodhatnak, így végső soron kedvezőbb árazást láthatnak a befektetők.

Brexit várható hatásai a brit vállalatokra

Előnyök	Hátrányok
A font sterling leértékelődése javítja az exportőrök helyzetét	Alacsonyabb beruházási hajlandóság
Belső piac újbóli felosztása, erőviszonyok átrendeződése	Munkaerőhiány fellépése, emelkedő munkaerő költségek (ULC)
Egyedi kereskedelmi megállapodások kötése	Félkész-, késztermékeket feldolgozó vállalatok anyagköltsége emelkedik
	Alacsonyabb fogyasztási hajlandóság
	Bankok elveszítik az egységes európai bankközi piacokhoz való hozzáférést: magasabb költségek + leányvállalatok kényszerű áttelepítése az EU-ba
	Nemzetközi tőkeáramlás költségei megnőnek
	Szolgáltató szektor kapacitása visszaesik
	Vállalati adóbesorolások romlása, emelkedő kockázatkezelési költségek
	Hitelfelvételi konstrukciók változása, emelkedő eladósodottsági szint
	Kereskedelmi kapcsolatok elvesztése

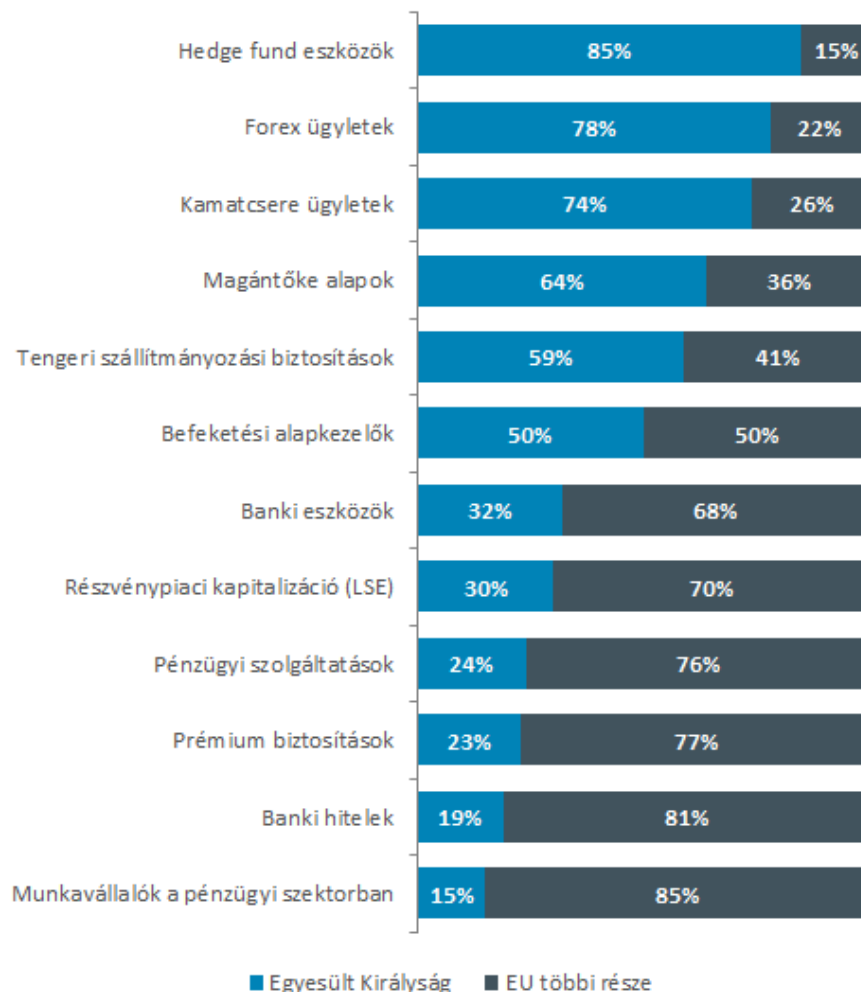
Európa pénzügyi központja London

Kilépés esetén London elveszítheti az „Európa pénzügyi központja” címet

A **pénzügyi szolgáltatók** számára valódi kihívást jelentene a Brexit, nem mellesleg Nagy-Britannia gazdasági és kereskedelmi egyensúlyában is jelentős szerepet játszik ez az iparág. Jelenleg a teljes befizetett adó 11%-a, 66,5 milliárd font érkezik pénzügy szolgáltatóktól, az iparág mintegy 1,1 millió dolgozót foglalkoztat. Ha csak arra gondoltunk, hogy 10%-os munkaerő leépítést okozna a Brexit, máris kb. 3 milliárd font értékű munkavállalói adóbevételről esne el a kormány. Tehát a nettó 9 milliárd font, melyet Nagy-Britannia befizet az EU-ba, nem tűnik ilyen összehasonlításban jelentősnek. Az EU alapkezelői szakma, a devizakereskedés, az OTC derivatív deskek több mint 70%-ban az Egyesült Királyságban található, a bevételkiesés itt is jelentős lenne a brit gazdaság számára.

Mark Carney, brit jegybankelnök korábban kifejtette, hogy amennyiben az EU-ból való kilépés mellett döntenek a szavazók, számos vállalat áthelyezheti székhelyét Londonból az Európai Unió területére, elsősorban Frankfurtba és Párizsba, ezzel jelentős bevételkiesést okozva az Egyesült Királyságnak. Nem kérdéses, hogy ennek nyomán rengeteg munkahely szűnhet meg, növelve a brit **munkanélküliségi rátát**, amely jelenleg 5,1%, és 2006 tavasza óta nem volt ilyen alacsony szinten.

Az Egyesült Királyság részesedése az EU pénzügyi piacaiból



Forrás: BlackRock Investment Institute, Bank of England, MSCI és a TheCityUK, 2016. február

A Brexit ütemezése

Amennyiben a Brexit-re szavazók száma kerekedne felül, akkor a szavazás után az Európai Unióról szóló lisszaboni szerződés 50-ik cikkének megfelelően azonnal megkezdődnek a tárgyalások, legkorábban azonban csak a népszavazás után 2 évvel történhet meg a formális leválás. Ebben a két évben kellene újratárgyalni a kereskedelmi kapcsolatokat, valamint kitérni minden fontos kérdésre. Közben Franciaországban 2017 tavaszán elnökválasztást, 2017 szeptemberében Németországban pedig parlamenti választásokat tartanak, ez tovább bonyolítja a **politikai tárgyalásokat**.

2017 júliusában Nagy-Britannia vehetné át az Európai Tanács elnöki szerepét, de előfordulhat, hogy ennek a szerepnek már nem tennének eleget. 2018 közepétől a leválás ugyan lehetséges, de valószínűbb, hogy a konkrét lépést néhány évvel későbbre tennék.

Mivel még nem volt példa az EU történetében ilyen eseményre, a politikai bizonytalanság végigkövetné a következő három évet. Nem tisztázott még, hogy milyen típusú új kapcsolatot építhetne ki Nagy-Britannia 2018-tól az EU-val, mi történne többek között a pénzügyi központokkal, a munkaerő áramlásával.

Magyarország és a Brexit

A Brexit esetleges hatása Magyarországra

Az első, közvetlen hatás még nem lenne különösebben jelentős: a BofAML például úgy számol, hogy **a magyar fizetési mérleg** mindössze 0,5%-kal romlana, és a devizahatás sem lenne jelentős. Az elemzői konszenzus alapján a **GDP** alapú hatás nem lesz jelentős és nem éri el a GDP 0,3%-át.

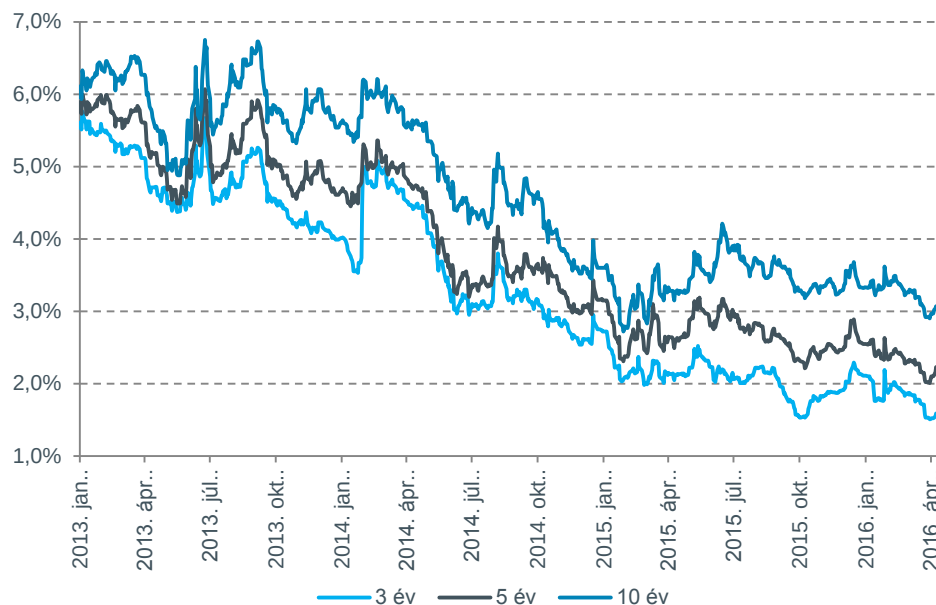
A tavasz folyamán azonban berobbant a köztudatba a Citi elemzése, amely új veszélyforrást azonosított. Mivel 2016-2020 között Közép-Európába a GDP 3%-a érkezhetsz EU alapok formájában, Magyarország az egyik legérzékenyebb pontján lehet érintett. A brit kilépés arra kényszeríthetné az EU maradó tagjait, hogy újratárgyalják **a jelenlegi ciklus keretösszegeit** is, mivel jelentős összegtől esne el az EU. Magyarország esetén ez közel 800 milliárd forintos csökkenést jelenthetne a Citi becslése szerint, ami már az első évben 0,8%-kal csökkentené GDP-növekedésünket. Emellett a Nagy-Britanniában dolgozó külföldiek által hazautalt jövedelmek is legalább negyedükkel csökkenhetnek.

Magyar kötvénypiaci kitekintő

Tovább csökkenhet a hazai alapkamat

2016. március 22-én az MNB 15 bázisponttal csökkentette az **alapkamatot**, amellyel meglepte a piaci szereplőket. Várakozásaink szerint az MNB 10-15 bázispontonként őszre 0,75% közelébe mérsékelheti az alapkamatot, valamint tovább folytathatja a megkezdett átalakításokat a bankközi piacon. Márciusban a kamatfolyosó is módosításra került, a jegybanki betétre a kamat mértéke már negatív tartományba tartózkodik, -0,05%-on áll, a három hónapos hitel kamatlába pedig 1,45%. A jegybanki tartalékok kamatkondíciói is módosultak, támogatva a jegybanki szándékokat.

Az **EKB monetáris lazítási ciklusa** kedvező lehetőséget teremt az MNB számára, hogy folytassa megkezdett programját, miközben az infláció továbbra is rendkívül nyomott. A vártnál korábban megkezdett kamatcsökkentési ciklust újabb vevőket vonzott a magyar kötvénypiacra és attraktívvá tette a magyar blue chipeket, melyek kivétel nélkül 2% feletti reálhozamnak megfelelő osztalékot biztosítanak. A nemrégiben közölt márciusi inflációs adat további háttérrel nyújt a kamatcsökkentési és más monetáris lazítási várakozásoknak.



A forint árfolyama az euróval szemben 2015 tavasza óta sávozó mozgást végez a 307-318-as tartományban, és továbbra sem várjuk, hogy innen kimozdulna a jegyzés. A hazai jegybanknak ugyan nincs deklarált árfolyamcélja, megfigyelhető azonban, hogy a sáv erős szélének közelében (307), **szóbeli intervencióval** gyengítik a forintot. Ennek a tényezőnek is köszönhetően nem várjuk, hogy a hazai fizetőeszköz árfolyama tartósan a 307-es szint alá erősödjön.

A dollárral szemben egy hosszú távú, enyhén emelkedő, tehát a forintgyengülés irányába mutató trend látható. 270-275 között fontos támasz húzódik, letörésére csak abban az esetben számítunk, ha az amerikai jegybank elhalasztja a kamatemeléseket a következő évre. Ellenkező esetben a támasz közelében fordulat jöhet, és ismét felfelé indulhat az árfolyam a 285-290-es tartomány irányába.

Magyar makrogazdasági előrejelzések

2,2%-kal nőhet idén a GDP

2016-ra változatlanul 2,2%-os **GDP növekedési ütemmel** számolunk. Hosszabb távon továbbra sem látszik az a húzóerő, amely gyors reálkonvergenciát jelezne. Rövid távon az éledező fogyasztás és a nettó export táplálja a növekedést, a beruházások a 2014-es adatokhoz képest jelentősen visszaestek. Az új uniós ciklus forrásai és CSOK, valamint más lakáscélú kedvezmények 2016 második felében jelenthetnek további pozitív lökést. A 2016-os GDP növekedés nagymértékben függ a külső hatásokra épülő járműipar teljesítményétől is.

A magyar inflációs várakozások tovább csökkentek, mivel az **olaj világgpiaci árában tapasztalt csökkenés másodkörös hatásai** jelentősebbnek bizonyultak a belföldi keresletélénkülésnél, és az importált infláció is jóval elmarad a várttól. Az MNB új inflációs előrejelzései jelentősen alacsonyabbak a 2015 decemberében publikáltnál: 2016-ra 0,3%-os, 2017-re 2,4%-os éves átlagos árnyövekedési ütemet jeleznek most előre. 2015. decemberében a jegybank 1,7%-os éves átlagos inflációra számított 2016-ban és 2,6%-os árnyövekedési ütemre 2017-ben. A tartósan alacsony globális inflációs környezet, az olaj- és nyersanyagárak mérséklődése visszafogja az inflációs ráta emelkedését. Az inflációs alapfolyamatokat megragadó mutatók csak 2018 végére érhetnek a 3%-

os inflációs cél közelébe. Ennek megfelelően 2016-ra jelentősen csökkentettük inflációs előrejelzésünket, összhangban az MNB várakozásaival.

Államadósság és finanszírozási helyzet

A magyar kormány elkötelezettsége az államháztartás hiányának alacsonyan tartásáról, valamint a GDP arányos államadósság mérséklődéséről költségvetési fegyelmet és javuló külső egyensúlyi számokat eredményezett az elmúlt években. A tavaszi körben a **Fitch hitelminősítő május 20-án** nyilatkozhat Magyarországról, ennél a hitelminősítőnél a legnagyobb az esély arra, hogy befektetésre ajánlott kategóriába kerülhessen a magyar államadósság. Legközelebb a Moody's mondhat véleményt Magyarországról július 8-án.

A növekedési dinamika visszaesése, a historikusan is alacsony infláció azonban nem segíti a hiány és az államadósság jelentős mérséklését, különös tekintettel az oktatás és egészségügy helyzetére, amely a hosszú távú **versenyképességet** rontja. A másik oldalon azonban a csökkenő reálkamatok természetes módon csökkentik az adósság relatív súlyát.

Equilor makro előrejelzések – 2016. április

	2014	2015	2016	2017
Reál GDP	3,4%	2,9%	2,2%	2,6%
Fogyasztói árindex átlag	-0,2%	0,0%	0,6%	2,2%
Fogyasztói árindex év vége	-0,9%	0,0%	1,3%	2,5%
Államháztartási egyenleg	-2,6%	-1,9%	-2,2%	-2,1%
Államadósság (GDP-arányában)	76,2%	75,3%	74,6%	74,0%

**tényadatok, forrás Bloomberg, államadósság az MNB alapján Forrás: Bloomberg, Equilor*

Equilor árfolyam, és alapkamat előrejelzések – 2016. április

	2015	2016e
EUR/USD árfolyam	1,0866	1,1300
EUR/HUF árfolyam	315,28	318,00
USD/HUF árfolyam	290,13	281,40
Fed alapkamat	0,50%	1,00%
EKB alapkamat	0,05%	-0,1%
MNB alapkamat	1,35%	0,75%

Forrás: Equilor

Magyar részvénytőzsi ajánlásaink

A hazai részvénytőzsi kiemelkedő évet tudhat maga mögött, és 2016-ban is remekül teljesít a BUX index. 2015-ben a hazai részvényindex 43,8%-kal emelkedett, ezzel bekerült a **világ 5 legjobban teljesítő indexe közé**. A vezető részvények közül az OTP 61,8%-kal, a Richter 56,6%-kal, a MOL 27,6%-kal, míg a Magyar Telekom árfolyama 20,1%-kal került feljebb. Az idei évben (április 14-ig) a hazai index további 11,8%-kal emelkedett, továbbra is az OTP a favorit 18,9%-os emelkedéssel, a Magyar Telekom az osztalékfizetés miatt szárnyal, 15,3%-kal került feljebb, a MOL 16,1%-ot emelkedett, míg a Richter ezúttal lemaradó 0,6%-os emelkedéssel. Érdekes kiemelni, hogy az idei év elején

Továbbra is jól teljesíthet a BUX

tapasztalható piaci turbulencia során mindössze 8%-kal korigált a BUX, miközben az amerikai S&P 500 index 15%-kal, a német DAX index 25%-kal esett vissza időlegesen.

A rendkívül kedvező folyamat több okra vezethető vissza. Egyrészt korábban lemaradó volt a hazai részvénytőke, másrészt a határozottan javuló **makrogazdasági mutatók**, illetve az egyedi részvénytőke miatt a nemzetközi befektetők is visszatértek a hazai parkettre, ezt támasztja alá az emelkedő forgalom is. A **folyamatosan csökkenő alapkamat, és a stabil forintárfolyam** is segítette a hazai részvények emelkedését. Jelentős a lengyel-magyar részvénytőke hatása, valamint a nem olajalapú feltörekvő piacok egyre inkább újra az érdeklődés középpontjába kerülnek.

Folytatódhat a rali

A **fair value értékelés alapján a magyar részvények most jól árazottak, mégis további emelkedésre számítunk**. Az alapkamat csökkenése, az EKB pénznyomdaja, a feltörekvő piacok felé fordulás miatt tovább folytatódhat a rali a BUX index esetében. Azt gondoljuk, érdemes kihasználni a technikai korrekciókat (buy on dip) és a kockázatkezelés itt is kiemelt fontosságú. Az OTP és a MOL lehet most a legjobb választás, egy-egy hírre (pl. felminősítés) vagy pozitív meglepetésre gyorsan reagálhatnak. Figyelni kell azonban arra, hogy a részvénytőke emelkedés ezen, kései szakaszban már megnő az árfolyamok volatilitása.

Ajánlások és fundamentális értékek

Részvény	2016. január		2016. április	
	Fund.érték	Ajánlás	Fund.érték	Ajánlás
Richter	6 100 Ft	Felhalmozás	6 100 Ft	Felhalmozás
Magyar Telekom	440 Ft	Tartás	470 Ft	Tartás
MOL	15 865 Ft	Vétel	17 050 Ft	Vétel
OTP	6 600 Ft	Vétel	7 200 Ft	Vétel

Kereskedési javaslatok

Részvény	Belépési szint	Zárás
Richter	5.300	5.800
Magyar Telekom	455	495
MOL	16.100	17.300
OTP	6.800	7.450

Richter

Jó hírek várhatók
2016-ban

Márciusban megindult a Vraylar forgalmazása az Egyesült Államok kiskereskedelmi forgalmazása 1100 dolláros bevezető áron. A gyógyszer árazása egybevág a várakozásunkkal. Várakozásunk szerint az orosz gazdaság felzárkózása már az idei év során megindulhat, így optimistábban tekintünk a FÁK térség értékesítési számaira, mint a menedzsment tette azt a negyedik negyedévet lezáró konferenciabeszélgetésen. Az első bevételek a VraylARBól 2016 végén érkehetnek meg, ún. royalty fee formájában.

A gyógyszeripari részvény emelkedését továbbra sem az osztalék támasztja alá, bár a vállalat készpénzállománya 2015-ben az elmúlt 4 év legmagasabb értékét érte el. A közeljövőben nem számítunk akvizíciókra, sokkal inkább az Esmya és a nőgyógyászati termékprofilt továbbfejlesztése várható. A másik zászlóshajó, a Vraylar jelenleg skizofénia és bipoláris mánia kezelésére szolgál, de az Egyesült Államokban és Európában folynak klinikai vizsgálatok a depressziónál és bipoláris depressziónál történő alkalmazására is. A cariprazine hatóanyagú gyógyszer unikális lehet, ha ezek a tesztek is sikeresek lesznek, mert jelenleg egyetlen olyan molekula sincs, amely mind a négy indikációban használható. Továbbra is 6100 Ft-on tartjuk a fundamentális értékelésünket és felhalmozásra javasoljuk a részvényt.

Magyar Telekom

Osztalék állampapír
helyett

A 2015-ös év működése során a vállalat cash-flow termelő képessége visszatért, amit 2017-re 50 milliárd forint fölé emelhet. Ezzel a folyamattal párhuzamosan CAPEX csökkentést is várhatunk és az új stratégia részeként év/év alapon 10%-kal alacsonyabb tőkeberuházást tervez a vállalat. Az MNB újraindított kamatcsökkentési ciklusa következményeként az osztalékalapon árazott részvények felértékelődtek. Növekvő osztalékérvárásokkal néz szembe a Telekom is, amelynek számításaink szerint eleget tud tenni, ha az EBITDA értékét az elmúlt évhez hasonló magas szinten tudja tartani. Kérdés számunkra, hogy 2018 és 2019-ben folytatódik –e az osztalékhozam növekedése, mi inkább konzervatívak vagyunk a kérdésben, a piaccal ellentétben, mely 40-50 Ft/részvény osztalékot is áraz középtávon. A fenti folyamatok alapján 470 forintra emeltük fundamentális értékelésünket és a részvényt tartásra ajánljuk.

MOL

Jobb működési
környezet

A befektetők sikeresnek ítélik meg az idei évre meghirdetett stratégiát, amelynek legfőbb célja, hogy stabilizálja a vállalat működését az alacsony olajár miatt terhelt üzleti környezetben. Teszi a vállalat mindezt úgy, hogy a cégcsoport mérlegét erősen tartja, és a CAPEX kiadásokat a működési cash-flow-ból finanszírozzák. A kutatás kitermelés célpontja a CEE térségre fókuszál, amely már 30 dollár/hordó olajárak felett is tudja biztosítani az eredményes kihasználtságot. A pakisztáni térség újra előtérbe kerül, ahol kisebb akvizíció is elképzelhető. A finomítói környezet erős marad ebben az évben, és 4-5 dollár/hordó közötti marzsokkal kalkulálunk, míg a petrokémiai részlegnél kicsivel 600 euró fölötti értékeket várunk tonnánként. A MOL részvényeit 17.050 forintos fundamentális értékeltség mellett vételre ajánljuk.

Nincs több csontváz

OTP

A portfóliótisztítási folyamat sikeresen befejeződött a bankcsoportnál, a menedzsment csökkentette a lényeges kockázati elemeket. Tisztult a kép a leányvállalatoknál, a menedzsment nem vár eredményromboló operációkat (egyedül a Touch Bank hozhat negatív számokat az idei évre vonatkozóan). Az ukrán leány gazdálkodása konszolidálódik és plusz nulla eredményt termelhet. Rövid távon a felpattanó olajár pozitív hatása már megmutatkozhat az oroszországi működésben is. Az orosz és ukrán területen 2015-ben fennálló 16 és 8%-os kamatmarzs eróziójára nem számítunk.

Számításunk szerint az MNB-től egy 45 bázispontos alapkamat csökkentés körülbelül 4,5-5 milliárd mínuszt jelent majd 2016-ban a Core NII sorában (a finanszírozási oldal pozitív hozadékaival együtt). Ez további 5 bázispontos konszolidált NIM csökkenéssel ér fel ceteris paribus. Ugyanakkor a részvény értékeltségét növeli a csökkenő elvárt kockázatmentes hozam. Az eredményes működés mellett a jelenlegi gazdasági ciklusban véleményünk szerint a banknak nem lesz lehetősége a korábban kommunikált közepes méretű akvizíciót végrehajtani, így a fennmaradó eredménytartalékból az osztalék további emelkedésére számítunk a következő években. Az OTP részvényeit 7.200 forintos fundamentális értékeltség mellett vételre ajánljuk.

Kapcsolat

Elemzési kapcsolattartó Kiss Mónika
Vezető elemző
monika.kiss@equilor.hu
+ 36 1 808 9212

Belföldi részvény desk + 36 1 430 3985, + 36 1 430 3991, + 36 1 430 3999
Állampapír/Kötvény desk + 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

Equilor Befektetési Zrt.

H-1037 Budapest, Montevideo u 2/C

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

equilor@equilor.hu, www.equilor.hu

Lezárva: 2016. április 25.

FONTOS FIGYELMEZTETÉS

JELEN BEFEKTETÉSI ELEMZÉS HIRDETÉSNEK MINŐSÜL ÉS NEM A BEFEKTETÉSI ELEMZÉS FÜGGETLENSÉGÉNEK ELŐMOZDÍTÁSÁT CÉLZÓ JOGI KÖVETELMÉNYEKNEK MEGFELELŐEN KÉSZÜLT, EGYÜTTAL NEM VONATKOZIK RÁ A BEFEKTETÉSI ELEMZÉS TERJESZTÉSÉT, KÖZZÉTÉTELÉT MEGELŐZŐ ÜGYLETKÖTÉSRE VONATKOZÓ TILALOM.

JELEN DOKUMENTUM SEM ÖNMAGÁBAN, SEM RÉSZBEN NEM KÉPEZ AJÁNLATOT, VAGY FELHÍVÁST SEMMILYEN TŐKEPIACI INSTRUMENTUM JEGYZÉSÉRE, VAGY MEGVÁSÁRLÁSÁRA, ÉS SEM MAGA A DOKUMENTUM, SEM ANNAK BÁRMELY TARTALMA NEM TEKINTHETŐ SEMMILYEN SZERZŐDÉSKÖTÉSRE, VAGY KÖTELEZETTSÉGVÁLLALÁSRA TÖRTÉNŐ ÖSZTÖNZÉSKÉNT. A DOKUMENTUM, VAGY ANNAK TARTALMÁNAK ILYEN FELHASZNÁLÁSÁBÓL, ILLETVE AZZAL ÖSSZEFÜGGÉSBEN BÁRMELY MÁS MÓDON KELETKEZŐ ESETLEGES VESZTESÉGEKÉRT AZ EQUILOR ZRT. FELELŐSSÉGET NEM VÁLLAL.

A DOKUMENTUMBAN FOGLALT INFORMÁCIÓK TÖBB, KÜLÖNBÖZŐ FORRÁSBÓL SZÁRMAZNAK, ÉS AZ EQUILOR NEM GARANTÁLJA AZOK PONTOSSÁGÁT, VAGY TELJESSÉGÉT. EZEN INFORMÁCIÓK FRISSÍTÉSE, VAGY A JELEN DOKUMENTUMBAN TÁRGYALTAK ALAPJÁN TÖRTÉNŐ TANÁCSADÁS NEM TARTOZIK AZ EQUILOR FELADATAI KÖZÉ.

AZ EQUILOR BEFEKTETÉSI ZRT. MUNKAVÁLLALÓI ÉS ÜGYFELEI AZ ELEMZÉSBEN SZEREPLŐ BEFEKTETÉSI TERMÉKEK ÉS SZÁRMAZTATOTT INSTRUMENTUMOK TEKINTETÉBEN POZÍCIÓKKAL RENDELKEZHETNEK, MELYEK AZ ELEMZÉSTŐL FÜGGETLENÜL BÁRMIKOR MEGVÁLTOZHATNAK.

MIELŐTT BÁRMILYEN BEFEKTETÉSI INSTRUMENTUMBAN POZÍCIÓT VÁLLAL, FELTÉTLENÜL GYŐZŐDJÖN MEG, HOGY MEGÉRTETTE A PIAC MŰKÖDÉSÉT ÉS KOCKÁZATÁT, S AZ TELJES MÉRTÉKBEN MEGFELEL SAJÁT – BEFEKTETÉSI - CÉLJAINAK ÉS ELVÁRÁSAINAK.

© 1990-2016 Equilor Befektetési Zrt. - www.equilor.hu