



Befektetési sztori • 2013. január

Mibe fektessünk 2013-ban?

Tartalom

Összefoglaló	3
Nemzetközi makro környezet.....	4
Nemzetközi részvénytőcok	9
Árutőc	13
Hazai makrogazdasági kitekintő	16
2013 a hazai részvénytőcracon	22

Összefoglaló

Idén is az adósságleépítés dominál

2013 továbbra is az adósságleépítésről szól majd, kérdés, hogy ez hogyan hat a gazdasági növekedésre és a részvény piacokra. Az Egyesült Államokban a **költségvetési szakadék, a „fiscal cliff”** az év első felében napirenden maradhat, a megoldás hosszú folyamat lehet, és kényes politikai kérdésekhez vezethet. Bár az USA-ban **még stabil növekedést vár a piac**, lefelé mutató kockázatot jelent, hogy meg kell fékezni az elszaladó költségvetést továbbá el kell kezdeni az európaihoz hasonló adósságleépítést.

Oldódott a feszültség Európában

Az öreg kontinensen sem oldódtak meg a problémák, jóllehet mostanában kevesebbet hallunk az adóssághegyekről és a megszorításokról. Tény, hogy a **periféria kötvényhozamai jelentős mértékben csökkentek** az utóbbi hónapokban, így az adósságválság is sokkal kellemesebbnek tűnik. Ez nagyrészt azonban annak köszönhető, hogy a **Federal Reserve újraindította a pénznyomtatást**, amihez az angolokon kívül Japán is csatlakozott. Az **EKB** is folytatta a monetáris lazítást, és **folyamatosan szárazon tartja a puskaport**, hogy baj esetén azonnal beavatkozhasson a periféria kötvényei terén.

Maradhat a pénznyomda

A **költségvetési konszolidáció terén azonban csak kétes eredményekről** tudunk beszámolni, így a kegyelmi állapot addig tart, amíg a jegybankok aládúcolják a rendszert. Ezért azonban **arra számítunk, hogy a monetáris expanziós programok mindenhol fennmaradnak**, sőt az EKB akár újabb lazító lépésekkel rukkanhat elő, ha ismét fókuszba kerülnek a problémás országok. A növekedés így törékeny, **az euró övezet egészére nem meglepő, hogy recesszióra számítanak** a piaci szereplők. Éppen ezért továbbra is a feltörekvő országok maradhatnak a figyelem középpontjában, a pénzben úszó befektetői réteg ugyanis keresi a még növekedést felmutató és legalább minimális reálhozamot biztosító lehetőségeket.

Magyarország: fókuszban az „új” MNB

E folyamatnak a nyertese Magyarország is, ahol **szintén látványos kötvénypiaci száguldást láthattunk**, de az eddig elhanyagolt **részvényt piac is némileg magára talált**. Öröm az örömben, hogy a **forint gyengélkedett** a nagy tőkebeáramlás ellenére, hiszen a márciusi jegybankelnök csere óvatosságra inti a szereplőket. Az első félév legfontosabb sztorija ez lesz Magyarországon, így számba vettük, hogy milyen, a nemzetgazdasági miniszter által megszelleztetett **lépésekhez nyúlhat majd a Magyar Nemzeti Bank**. Ezek szinte mindegyike a forint gyengülését hozhatja, de hatásukra jó eséllyel **további hozamesést látunk az állampapír piacon**, és csekély lesz az esélye, hogy tavaly januárhoz hasonlóan besüljenek a kötvényaukciók.

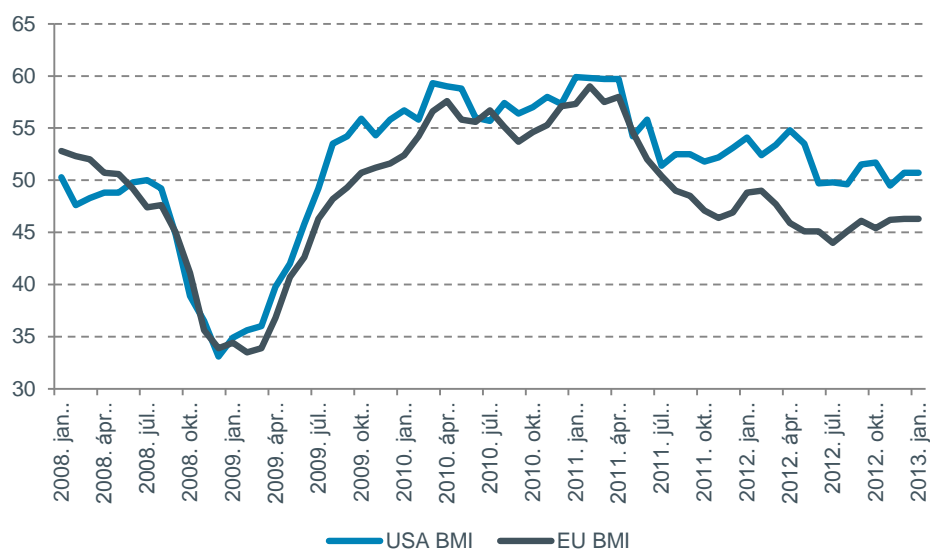
Behozhatják a lemaradást a magyar részvények

A hazai részvények többségében is jó lehetőségeket látunk, egyedül a **MOL**-al bännánk most óvatosan, ezeken az árszinteken. Az **OTP**-t a vállalati hitelezés felpörgésének kormányzati szándéka és a portfólió romlás ütemének óvatos lassulását mutató lakossági hitelpiac hajthatja az 5000 Ft-os szintek felé. A **Richter** esetében az új gyógyszerek bevezetése és az orosz és FÁK piaci növekedési potenciálja repítheti 45.000 Ft közelébe, a **Magyar Telekom** pedig a negyedik mobilszolgáltató kiesése és a még pesszimista osztalékvárakozás oldódása révén szabadulhat nyomott árfolyamától.

Nemzetközi makro környezet

Töréspont **2012 újra a recesszió éve volt a világban.** A csökkenő fogyasztás, az emelkedő munkanélküliségi ráták és egyre inkább elharapódzó adósságzintek maguk után vonták a strukturális átalakításokat. Amerika és Európa ellentétes utat járt be a válságkezelési mechanizmusok tekintetében, aminek köszönhetően a *kilábalás/talpra állás* folyamata időben és költségben is eltér majd.

Az európai és amerikai feldolgozóipari index alakulása 2008-tól



Forrás: Bloomberg

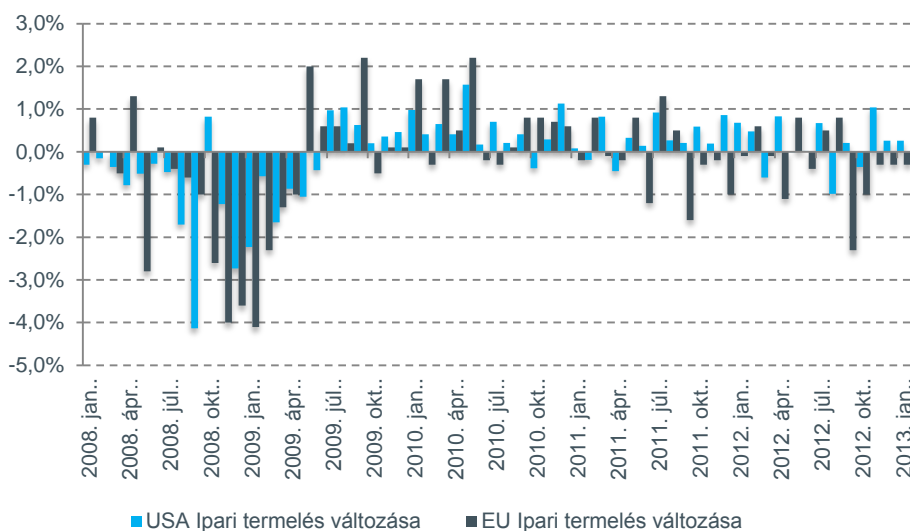
Feldolgozóipar Az **európai feldolgozóipari beszerzési menedzserindex** 50 pont alatti értéke hűen tükrözi a piaci pesszimizmust. Ez részben a globális gazdasági lassulással függ össze, ami kéz a kézben jár az állami adóssághegyek és hitelek leépítésével. **Amerika** ugyan relatív erősségről adott számot 2012-ben, de egyelőre ott is a **határon billeg** a mutató értéke.

Az **ipari termelési adatok** változását tekintve többnyire a negatív tartományban toporog a mutató értéke. Az adatok láttán nehéz elképzelni, hogy az idei gazdasági növekedés meghaladja majd a tavaly látott értékeket. A piaci szereplők gyeges érzelmekkel tekintenek az idei évre.

Inflációs kép **Inflációs kockázattal** elsősorban a feltörekvő piaci országokban és Ázsiában számolunk 2013-ban.

Európában és Amerikában az adóemeléseket és a megszorításokat ellensúlyozandó „olcsó pénz” politikája egyelőre nem okoz gondot (egy darabig még valószínűleg nem is fog), mivel a **kibocsátási rés** jelentősen tágult a 2007-2009-es válság eredményeképpen, és a különbség még mindig 2-3 százalék körül ingadozik. A döntéshozóknak azonban meg kell tervezni a likviditás fokozatos elvonásárának **EXIT stratégiáját**.

Az európai és amerikai ipari termelés alakulása 2008 óta (hó/hó)



Forrás: Bloomberg

Hozamvadászat a kötvénypiacon

A **kamatcsökkentési periódusokat** meglovagolandó hozamvadászok egy idő után meg fogják unni a csökkenő kamatpályát, vagyis a fejlett kötvénypiacokra az elmúlt 1-2 évben áramló több százmilliárd dollárnyi tőke átvándorolhat a nyersanyag- és részvénytőzsiákra. Ha ez a folyamat még kiegészül a gazdasági vérkeringés beindulásával, akkor újra előtérbe kerülhetnek az inflációs sokkok. Kérdés persze, hogy a mérleg két serpenyőjét (infláció vs. beinduló gazdasági növekedés) mely gazdasági régiók hogyan kezelik majd a jövőben.

Globális gazdasági kilátások

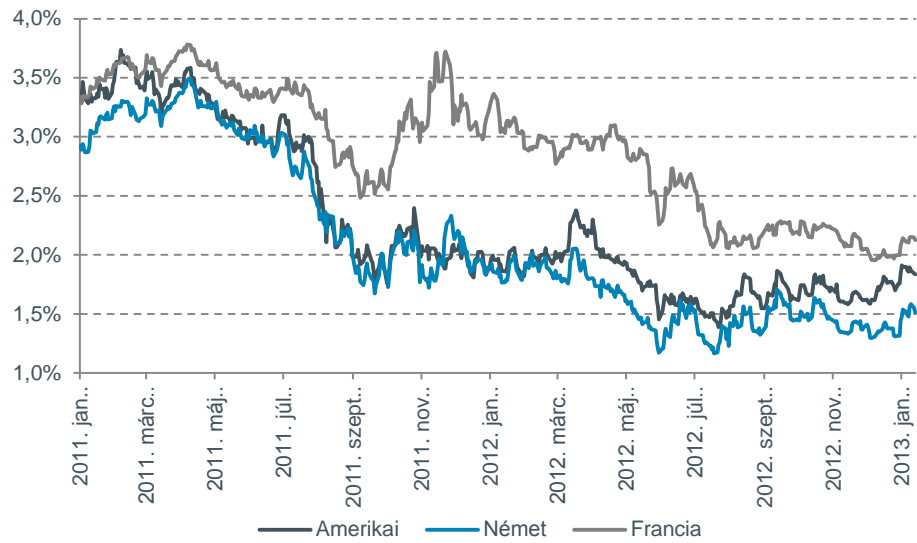
	Infláció			GDP		
	2012	2013e	2014e	2012e	2013e	2014e
USA	2,08%	1,90%	2,10%	2,3%	2,00%	2,80%
Euróövezet	2,50%	1,90%	1,80%	-0,40%	-0,11%	1,08%
Anglia	2,80%	2,50%	2,00%	-0,1%	1,10%	1,60%
Svájc	-0,60%	0,50%	0,90%	0,90%	1,10%	1,60%
Törökország	8,94%	6,70%	6,30%	2,95%	4,00%	4,70%
Oroszország	5,07%	6,50%	5,80%	3,60%	3,30%	3,80%
Brazília	5,41%	5,60%	5,65%	1,00%	3,50%	4,00%
Kína	2,65%	3,10%	3,50%	7,70%	8,10%	8,00%
Japán	0,00%	0,00%	1,65%	1,95%	0,70%	1,10%

Forrás: Bloomberg

Elszálló infláció ellen védekezhetünk inflációkövető kötvénnyel is. Ha azonban egy kicsit utána számolunk a jövőbeni hozamnak, akkor sajnos nem fog tetszeni a látvány. A biztonságosnak vélt infláció-követő kötvények (német, francia, brit) közül az első esetben, nominális értelemben is negatív kamatról beszélünk, míg utóbbi kettő esetében reálértelemben bukni fogunk a kezdeti befektetésen.

Az eminensek
állampapír hozamai

Az amerikai, a német és a francia 10 éves állampapír hozama



Forrás: Bloomberg

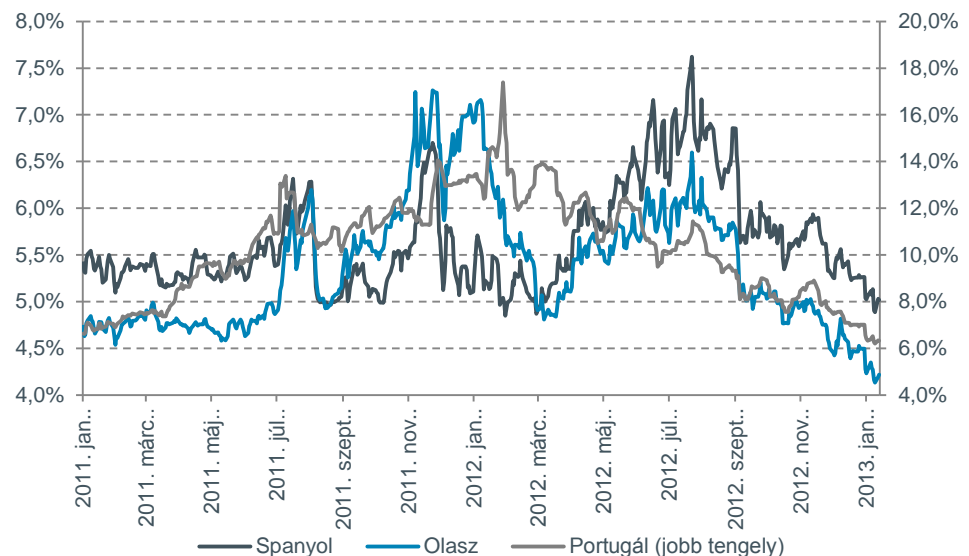
Bázis(pont)-ugrás

Persze van más lehetőség is az inflációkövető kötvényeken túl. Olyan **feltörekvő piaci kötvények** megvétele, ahol magas a kamatszint. Problémát jelent, hogy ezen országok jegybankjai az inflációs célok és a globális likviditásbőség miatt kamatemelésbe kezdenek (Brazíliában már körvonalazódik ez a lépés), akkor az árfolyamvesztést okoz.

A harmadik alternatíva, hogy hiszünk az EKB kötvényprogramjaiban. A nemzetállamok költségvetési hiányának csökkentése elsődleges szempont a szervezet szemszögéből. Ha tovább csökkennek a hozamok, akkor viszont az államok kevesebb megszorítást vállalnak fel. Ez a folyamat elvben tompítja a GDP visszaesésének kockázatát és a további kötvényvásárlásokra bátorítja a befektetőket. Ez sem tarthat örökké, ami fokozott figyelmet követel meg a befektetői oldalról.

A periféria állampapír hozamai

És a rossztanulók

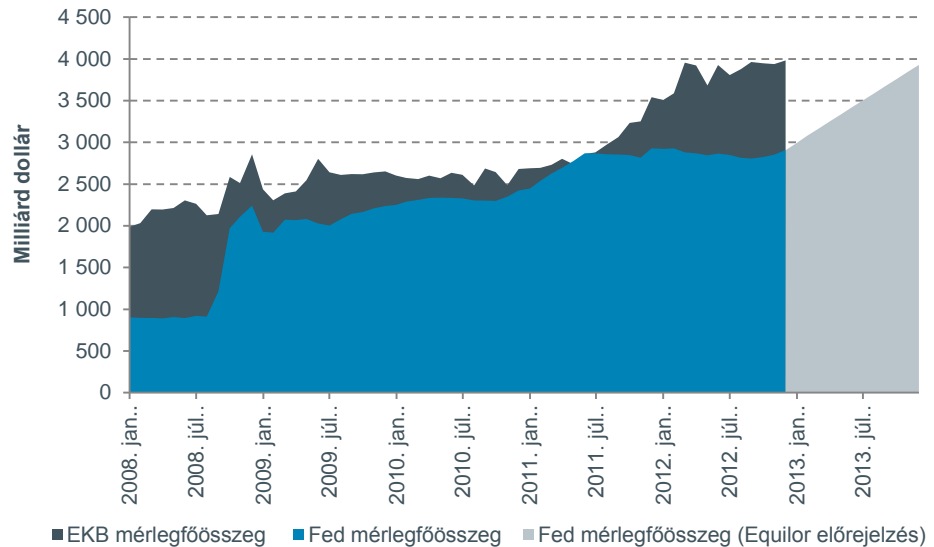


Forrás: Bloomberg

Nyomd a pénzt és fuss

Ha már az EKB likviditási csomagját emlegettük, akkor nézzük meg, mi a helyzet a Fed eszközvásárlási programjával. A jelenlegi legvalószínűbb forgatókönyv szerint a mennyiségi bővülés 2013 év végéig érvényben maradhat, és így havonta 85 milliárd dollárral, éves szinten egy billió dollárral növekedhet a jegybank aktuálisan 3 billiót közelítő mérlegfősszege.

A Fed és az EKB mérlegfősszeg alakulása



Forrás: Bloomberg

QE3 – télen, nyáron?

A **program kivezetésével** kapcsolatban az amerikai jegybankárok sem értenek mindenben egyet. A decemberi kamatdöntő ülésen készült jegyzőkönyv is erről tanúskodik. Egyesek a program kivezetését 2013 közepére tennék, míg mások későbbre, de abban szinte teljes az egyetértés, hogy 2014-től már nem szívesen hizlalnák tovább a Fed mérlegfősszegét kötvényvásárlásokkal.

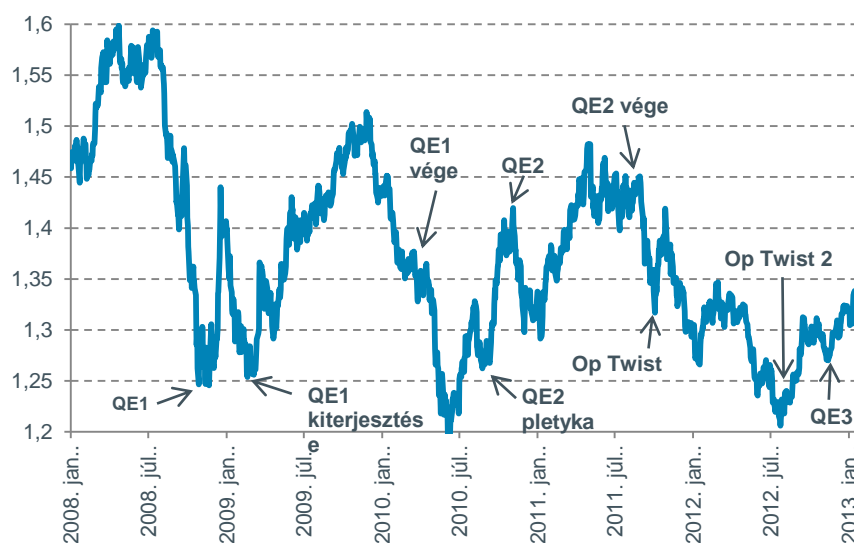
Az eszközvásárlási program kivezetésére abban az esetben kerülhet sor, ha a munkanélküliségi ráta 6,5% alá csökken illetve az infláció maximum 0,5%-kal haladja meg a 2%-os hosszú távú célt.

Hol jár az euró-dollár?

Az **EUR/USD kurzusra** gyakorolt hatását megpróbáltuk számszerűsíteni az előző likviditási tenderek függvényében. A következő ábrán jól látszik, hogy a Fed pénznyomdájának beindítása az euró erősödését vonta maga után, a programok lezárása pedig pontosan ellentétes hatást váltott ki. Erre az analógiára felfűzve várakozásainkat, miszerint az év vége felé megindulhat a „forró pénz” kivonása a piacról a következő szinteket valószínűsítjük a devizapárban.

Az év első felében ismét 1,35-ig elszáncázhat az EUR/USD jegyzése, azonban a második félévben újra a dollárerősödése lehet a főszerep, aminek hatására ismét célba veheti a jegyzés az 1,25-1,26-os szinteket.

A Fed programok hatása az EUR/USD keresztárfolyamra



Forrás: Bloomberg

Közeleg a változás szele?

A likviditási tenderekkel szembe menni nem túlzottan bölcs dolog, mégis úgy érezzük, hogy a **piacokat elérheti egy korrekciós hullám az év első felében**. A **gyorsjelentések** döntő többségében nem valószínű, hogy kétszámjegyű növekedéssel találkozunk a nettó profit soron – bár az S&P500 konszenzusa eleve karcsú kétszámjegyű bővüléssel számol 2013-2014 vonatkozásában. A menedzsment riportokban felbukkanhatnak itt-ott **további költségcsökkentő lépések**, illetve **lefelé mutató prognózisok**.

A fogyasztási hajlandóság alacsony szintje és a magas munkanélküliségi statisztikák azt sejtetik, hogy kilábalásra még jó néhány negyedévet várunk kell. Véleményünk szerint változás az év második felében jöhet majd.

Nemzetközi részvényt piacok

A hedge fundok is
botladoztak

2011 végén 86%-on állt az S&P 500 indextagok között mért korreláció mértéke, amire még korábban nem nagyon volt példa. Nem véletlen hogy temérdek hedge fund és egyéb befektetési alap dobta be a törölközőt. 2012 végére ez az érték 57%-ra csökkent, mivel a tagok közötti együttmozgás kevésbé játszott szerepet, ezzel teret engedve a befektetőknek és a profiknak a diverzifikált portfóliók létrehozására.

Fekete, fehér, igen, nem

Mindenki számára ismerősek lehetnek a *fekete, fehér, igen, nem* szavak a játékból. Az nyer, aki a feltett kérdésekre adandó válaszok során nem használja egyik lehetőséget sem. Az idei évben is rengeteg megválaszolható kérdéssel találkozhatunk majd. Az egyik, ha nem a legfontosabb, ami a befektetőket izgatja, hogy **van-e még feljebb a részvényt piacokon**. Mi nem szeretünk veszíteni, úgyhogy azt mondjuk, hogy bármi elképzelhető.

Ugyanakkor azt látnunk kell, hogy a jelentős **kockázati faktorok** közül (görög csőd, spanyol bankrendszer, perifériás kötvényhozamok, „fiscal cliff”) már majdnem mind **kiárazódott**, így nem meglepő, hogy a német DAX index vagy amerikai társai is a 2007-2008-as csúcsok közelében tartózkodnak. Valamint nem felejthetjük el a **QE kedvező hatását** sem.

Szektorok teljesítménye 30 kereskedési nappal a program bejelentése után

	QE1	QE2	DT	LTRO	QE3
Technológia	13,70%	12,60%	10,30%	10,30%	-6,10%
Pénzügy	8,20%	9,90%	17,70%	11,4%	0,00%
Energia	6,10%	12,90%	15,60%	3,20%	-2,00%
Egészségügy	9,00%	9,20%	6,40%	4,9%	2,40%
Fogyasztási cikkek	2,40%	6,40%	4,10%	-0,70%	-0,60%
Ipar	11,70%	13,30%	13,20%	8,9%	-1,60%
Tartós fogy. cikkek	19,50%	12,90%	8,90%	7,20%	-2,00%
Nyersanyag	9,90%	12,30%	11,90%	13,0%	-1,40%
Közmű	2,10%	5,00%	3,90%	-2,20%	1,50%
Telekommunikáció	5,20%	11,40%	4,20%	-0,8%	-4,80%

Forrás: Bloomberg, Gluskin Sheff

A nagy bankházak elemzőinek 2013-as stratégiáiban döntő többségben az elmúlt években háttérbe szoruló **bottom-up** megközelítéssel találkozhatunk. Mi azonban **továbbra sem vetnénk el** végérvényesen a **top-down** metodológiát az év első felében.

Mindezeket figyelembe véve **Európában alulárazott részvényeket** találtunk, míg **makro fronton** elsősorban **Törökországot, Oroszországot és Kínát** tartjuk érdekesnek.

Szektorallokáció: túl a
szénakazalban

Szektorok alapján a defenzív (**közszolgáltatók, energia**) iparágak szereplői komoly osztalékvágásokon és eszközértékesítéseken vannak túl. A bevételek visszaesése tovább folytatódhat 2013-ban is, miközben a beruházási aktivitás tovább csökkenhet.

Az **olaj-és gázszektor** papírjainak nem kedvez a 2011-hez képest alacsonyabb olajár – kivéve a finomítókat – ami a kereslet oldal gyengeségeinek tudható be. A geopolitikai problémák (Irán) természetesen bármikor felülírhatják az eddigiekben látott forgatókönyveket.

Túlzott profitvárákozás hiányában

A tavalyi nyertesek (**technológia és pénzügy**) idén is az élmezőnyben végezhetnek. Előbbieket a magas készpénzállomány és az alacsony értékeltiségi szint(ek) teszik vonzóvá, míg utóbbiak árfolyamát a Bázeli III. elleni növekvő lobbik és a korábbi tőkeemelések, mérlegkiigazítások utáni növekvő optimizmus hajthatja új magasságokba.

A tavalyi évben tapasztalt túlzott eredményprognózisokat sok esetben még a gyorsjelentés előtti profitwarningok sem tudták feledtetni. Az idei évben az elemzők már „piacbarát” számok leírásával próbálkozhatnak meg. Az S&P 500 index tagok 15-16-os historikus P/E rátáihoz képest jelenleg 13-14-es előzetekintő P/E-n forognak a részvények, a 2013-as várakozások azonban jócskán lejjebb kerültek 2012 utolsó negyedévében (ld. fiscal cliff).

Külföldi vizeken

Nem könnyű eldönteni, hogy a melyik régiót súlyozzuk alul vagy felül 2013-ban, mivel több ázsiai országban is komoly lehetőségek rejlenek (Indonézia, Thaiföld); azonban kereskedési szempontból komoly fejlődést okozott volna. Végül első körben **Törökország** mellett tettük le a voksunkat.

Törököt fogtunk!

A belső fogyasztás az adóemeléseknek (gázolaj, alkohol, áram) köszönhetően csökkent év végén, azonban az export továbbra is támogatja a gazdasági növekedést. Novemberben 11,3%-os bővülést mutatott a statisztika, amire közel egy éve nem volt példa. A tendencia fennmaradására van esély, hiszen a beszerzési menedzser index (BMI) negyedik hónapja emelkedik, ami a feldolgozóipar erősségét mutatja.

A fenti intézkedések miatt az infláció növekedésnek indult, azonban a költségvetési hiány nem bővült. A pénzromlás sebességének növekedése mögött nem csupán e faktor áll, hanem a jegybank monetáris politikája is. A tavalyi év elején látott 6,25%-os kamatszint 2 lépcsős folyamat eredményeképpen csökkent 5,5%-ra. Az infláció cél (5% +/- 2%) jelenleg teljesült, hiszen 6,2%-on állomásozik a mutató – tavaly decemberben még 10,4%-on állt. A jegybanki előrejelzések szerint 2013-ban 5%-os értékkel lehet kalkulálni a modellekben, miközben a gazdaság 4%-kal fog dübörögni.

A további tőkebeáramlást és az előzőekben leírtak teljesülésére minden esély megvan. Javul az államadósság törlesztési terhe, egészséges a bankrendszer helyzete, illetve a gazdaság közép távú növekedési kilátásai. Ráadásul segíti a folyamatot, hogy novemberben BBB mínuszra, azaz befektetésre ajánlott kategóriába minősítette fel az országot a Fitch. Ezzel párhuzamosan a lírában denominált adósság besorolása két fokozattal BBB-re javult.

Oroszok már a spájzban?

Az **oroszi piacot** majdnem minden befektető a Gazprom olaj-és gázipari óriással szokta összehasonlítani. A makrogazdasági mutatók láttán semmi okunk sincs „keleti barátainknak” a panaszra. Az elmúlt években tapasztalt 3-5%-os GDP növekedés alsó lába 2013-ban is elérhetőnek tűnik; még úgy is, ha a jegybank folytatja a monetáris szigorítást. A jelenleg 8,25%-on állomásozó irányadó ráta

további emelését az inflációs folyamatok indokolják. A pénzromlás mértéke (6,5%) nem csak az energia és nyersanyagárak begyűrűző hatásának köszönhető, hanem a fogyasztás erőteljes bővülésének is.

A fogyasztási hitelek növekedési üteme több, mint 40% éves szinten, miközben a hitelkártya-kibocsátás tendenciája még ezt is felülmúlja a 60% körüli értékkel. A bankok tőke-megfelelési mutatója 2012 júliusában 18,1%-ról 13,3%-ra esett vissza a szigorúbb céltartalékolási szabályozás következtében. A hitelezési aktivitás veszíthet az eddigi lendületéből idén (kamatemelés, szabályozói környezet szigorítása), de még így is komoly összegekkel fog hozzájárulni a pénzügyi illetve kiskereskedelmi szektor eredményeihez.

Az állam egyre merészebben költekezik, de közben nem engedi, hogy a mérleg másik oldala megbillenjen. Az olaj-és gázbevételek arányát fokozatosan csökkentik. Ezen összegek nélkül is a jelenlegi 10,7%-os deficit jövőre 10% alá, 2015-re pedig az előzetes kalkulációk alapján 7-8% közé csökkenhet.

Kína: „Szokat occón”?

Kína: és még mindig forog a föld. A tavalyi év vége felé megjelent kínai gazdasági lassulásról (soft landing) szóló híresztelések mára már a múlt homályába veszttek. Szinte az összes amerikai és európai bankház a tündérmese folytatására fogad 2013-ban, a tavalyi „gyengébb” 7,5-7,7%-os dinamika után.

Kínai GDP-növekedésre vonatkozó prognózisok

	Barclays	J.P. Morgan	BofA	Goldman Sachs	Deutsche Bank
2012	7,50%	7,60%	7,70%	7,6%	7,70%
2013	7,90%	8,00%	8,10%	8,10%	8,20%

Forrás: BofA - China Macro Viewpoint, J.P. Morgan – Emerging Markets Outlook and Strategy, Goldman Sachs – China H-Share Strategy, Deutsche Bank - Asia Outlook 2013, Barclays

Nem is csoda, hiszen a kínai kormány az év eleje óta folyamatosan próbálja élenkíteni a hitelpiacot és ezáltal a gazdaságot. A bankok tartalékrátáját 20,5%-ról 19,5%-ra csökkentette, ezzel párhuzamosan a hitelkamatok 6,56%-ról 6%-ra süllyedtek. Ráadásul a szeptemberi 156 és a novemberi 8 milliárd dollárt kitevő állami infrastrukturális programcsomagot továbbiak is követhetik.

Hitel(es) növekedés

A lakáspiacon is érzékelhetővé kezd válni a beavatkozások kedvező hatása, mivel a Soufun100 lakásár-index mellett az új lakásértékesítések száma ismét növekedésnek indult.

A 2012-ben látott 15%-os hitelbővülés ennek ellenére csökkenhet. Ennek az az oka, hogy a hivatalos bankrendszeren kívül kölcsöntevékenységet végző, úgynevezett árnyékbank-rendszer mérete egyre nő és ezt a statisztikák még nem mutatják ki. Helyi lapinformációk szerint a hivatalos banki eszközállomány értéke a 12-13%-hoz közelít, ami az éves GDP közel harmada.

Az exporttevékenység egy helyben toporgását látva szükség lenne a belső kereslet további élénkítésére. A külső piacok (Európa, Amerika) vélhetően csak lassan találnak magukra. Ezt a feltevést támasztja alá, az IMF globális GDP becslése is, ami a 2012-es 3,3% után 3,6%-os gazdasági növekedést prognosztizál csak az idei évre. A Világbank idénre 2,4%-os növekedést jósol csupán.

Iparkodnak A hazai piacra lehet támaszkodni, ha a főbb makrogazdasági mutatók tavaly évi végi teljesítményére vetünk néhány pillantást. Az ipari vállalatok eladásai év/év alapon növekedni tudtak (lásd alábbi ábra), de ami még ennél is fontosabb, hogy a szegmens vállalatainak profitjai is meglódtak.

Ráadásul a HSBC feldolgozóipari indexének értéke 50,9 pontra emelkedett decemberben, ami bő egyéves csúcsnak számít. Az emelkedés hátterében pont a belső kereslet élénkülése állt.

A kormányzati előrejelzésekben 8%-os GDP előrejelzéssel találkozhatunk az előző évi 9,2% után. Az intézkedéseknek köszönhetően a 3,5%-os inflációs cél veszélybe kerülhet, ezért láthatunk majd olyan hónapokat, amikor 4% fölé is emelkedhet a mutató értéke – ez gátat szabna a hitelkamatok csökkentésén alapuló gazdaságösztönzésnek.

Kockázati faktorok is akadnak. Gondoljunk csak a sokat emlegetett árnyékbankokra (shadow banking), önkormányzati hitelekre vagy az ingatlanpiaci lufira. Ezen felül az új vezető, Xi Jinping strukturális reformok bevezetésén töri a fejét – hitelezés, jövedéki adó, ingatlanpiac a kiemelt területek –, ami ugyancsak okozhat még álmatlan éjszakákat.

Kik a kedvencek? A **török** piacon az első választásunk a bankszektorból került ki, bár itt még lehetne csemegézni. A második papír a Turkish Airlines birtokosa. A dobogó harmadik fokára pedig a helyi aranybánya került fel.

- Yapi ve Kredi Bankasi AS
- Turk Hava Yollari AO
- Koza Altin Isletmeleri AS

Oroszországban a bankszektor két üdvöskéjét egyértelműen jó vételnek tartjuk. Előbbi esetében már a hazai piac is jóval nagyobb, mint egy-egy nyugat-európai bankcsoport, míg utóbbi esetében az utóbbi hónapok özönvízszerű felvásárlási hírei okoznak izgalmakat. A Gazprom helyett pedig inkább Vagit Alekperov olajcégét vennénk inkább be a portfóliónkba.

- Sberbank Rossii OAO
- VTB Bank OAO
- Lukoil OAO

Kína esetben a legkönnyebb dolgunk akkor van, ha a *Shanghai kompozit indexet* próbáljuk meg lekereskedni. A másik alternatíva pedig amerikai és európai vállalatokon keresztül meglovagolni a várt trendet. Példának okáért említenénk a *Yum Brands*, a *Starbucks*, az *Apple* vagy a *BMW* részvényeit.

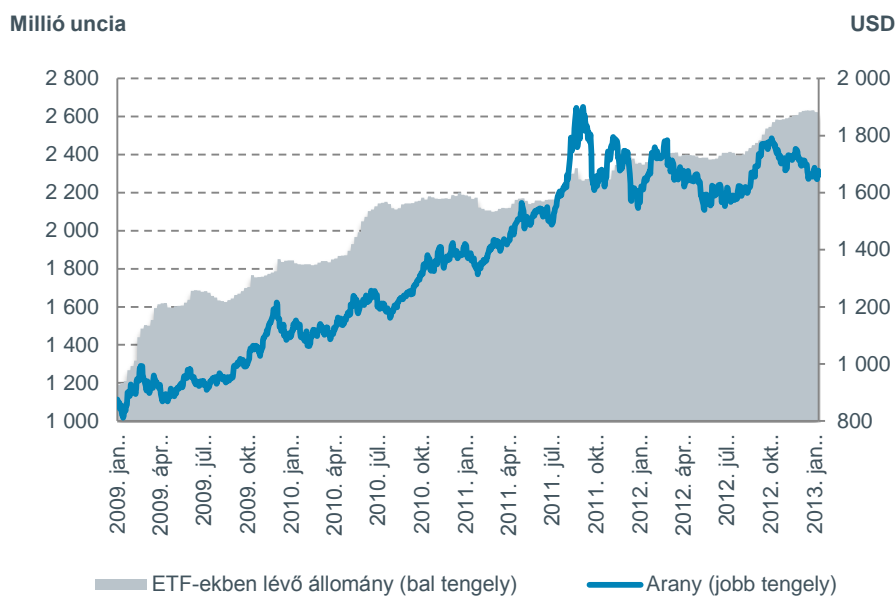
Árupiac

Há-borúra derű A költségvetési szakadék („fiscal cliff”) körüli aggodalmak, az államcsődök elmaradása és az inflációs várakozások csökkenése miatt az év végén elfáradt az arany kurzusa. A befektetők félelme nem volt alaptalan, ráadásul az eddigiekben jolly jokerként használt Kína is hátrább lépett a reflektorfényből. Véleményünk szerint a hedge fundok és a befektetők túlzott pesszimizmusa miatt a jegyzés alakulása elszakadt a realitásoktól.

Arany

Arany: Aurea mediocritas Ha megnézzük az aranyba fektető tőzsdén kereskedett alapok (ETF) betétállományának alakulását, akkor jól látható, hogy rendíthetetlenül áramlik a tőke e termékekbe.

Spekulánsok tüzelik az aranyat



Forrás: Bloomberg

Családi ezüst helyett családi arany

A jegybankok továbbra is masszívan vásárolják a nemesfémeket a devizakockázat csökkentésének érdekében. Dél-Korea például 14 tonnát vett novemberben a már meglévő 70 tonna mellé (+20%), de Brazília is 14,7 tonnával emelte a készleteit. Továbbá a kínai kereslet aránya 7%-ról 25%-ra emelkedett a világviszonylatban az elmúlt 10 évben és a tendencia fennmaradására van esély az egyre növekvő jólét miatt. Arról már nem is beszélve, hogy a nyugdíjpénztári portfóliók arannyal való feltöltése még gyerekcipőben jár, pedig ez a terület óriási lehetőségeket tartogat – Japán már el is kezdte a becsatornázást.

Az év első felében az 1.750-1.800 dolláros sávba juthat el a kurzus a nulla közeli és az esetlegesen negatív alapkamatoknak és a pénznyomdának köszönhetően. A mindig emlegetett inflációs kockázatok elleni védelmi szerep egyelőre okafogyottá vált. A pénzromlás sebességének felpörgése csak akkor jelent majd reális kockázatot, ha a kibocsátási rés drasztikusan csökken a fejlett országokban.

Az év második felében a kamatcsökkentések elhalása és a javuló makrogazdasági adatok mellett az emelkedő reálkamatok év végére visszatéríthetik az árfolyamot az 1.700 dolláros szint alá.

A Goldman Sachs 2013-ra 1.805 dollárra várja a nemesfémeket. A Morgan Stanley 1.853 dolláros éves átlagárral számol prognózisaiban, míg a Deutsche Bank ennél merészebb, 2.000 dolláros célárat adott meg 2013-as stratégiájában.

Olaj

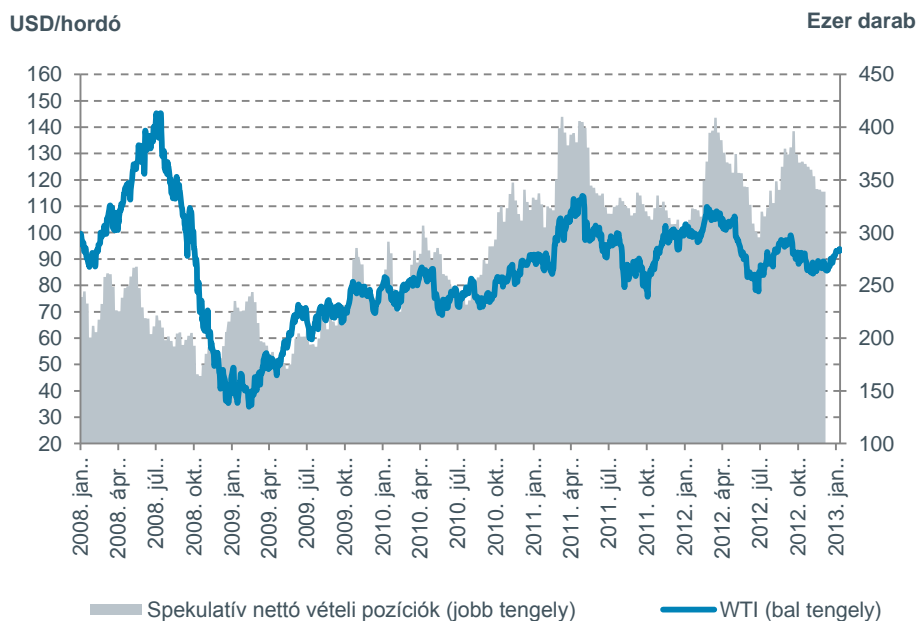
A nagyok is szeretik

Az Egyesült Államok Energiaügyi Hivatala (EIA) a következő évre vonatkozó előrejelzésében csökkenő olajárral és növekvő észak-amerikai termeléssel számol. Az Egyesült Államok napi olajtermelése 900 ezer hordóval 7,3 millió hordóra nő az idén, majd jövőre további 600 ezer hordóval 7,9 millió hordóra bővül a beszámoló szerint.

Az **OPEC** tagországok a következő két évben fenntartják minimum 30 millió hordós napi kitermelési szintjük annak érdekében, hogy fedezni tudják a globális keresletnövekedést, illetve ellensúlyozni tudják az ellátási zavarokat. Mindezek ellenére a tagok kőolaj-kihozatala napi 0,6 millió hordóval csökken – a termelés kiesés meghatározó része Szaúd-Arábiából várható, amely várakozásoknak megfelelően csökkenti majd exportját.

A spekulánsok nem eresztik

Spekulatív olaj pozíciók alakulása



Forrás: www.cftc.gov

WTI típusú kőolaj 2013-as átlagára ennek fényében 90 dollár körül ingadozhat. Természetesen a geopolitikai helyzetben esetlegesen bekövetkező változás bármikor képes lehet felülírni ezt a scénáriót.

Padlógáz, palagáz

Az olaj helyett a **cseppfolyós földgáz** piacán számítunk rallyra az amerikai palagáz-kitermelés előtérbe kerülése miatt. A sztori röviden arról szól, hogy az amerikai olcsó palagáz lenyomta a földgáz árakat, ezért megéri cseppfolyóssá tenni (LNG) és a világ másik felébe elszállítani vaskos profit reményében. A

keresleti oldal növekedése elsősorban Ázsiában tapasztalható – a forgalom 65%-a ide irányul. Az árkülönbségek hatalmasak, még akkor is, ha a szállítással és előállításával kapcsolatos extra költségeket figyelembe vesszük. A japán import gáz ára decemberben 16,5 dollár volt, miközben az összes költség 9,5-10 dollár között alakul.

Az LNG keresleti oldala az elmúlt három évben 11%-kal nőtt évente, ami jóval meghaladja az olaj és a földgáz kereslet bővülését. A kínálati oldal kiépülése ezzel szemben töke- és időigényes folyamat, ezért a közeljövőben szűkülhet a spread a földgáz árának emelkedése miatt – célár 4 dollár.

Az iparágban zajló fejlesztéseket az amerikai elnök is támogatja, mivel a petrokémia központja áthelyeződhet az USA-ba a folyamatok láttán, ami a költségvetésnek kedvezne a plusz adóbevételeken és a csökkenő energiaköltségeken keresztül.

Kakaó

Van benne kakaó

A kakaó ára a tavaly szeptemberi 2.700 dolláros lokális csúcs támadásától egyelőre messze van, de a 2.500-as szint könnyen meglehet az elefántcsontparti kakaópiaci reformnak hála. A közép-afrikai állam 2.000 dollár közelében stabilizálta a kakaó felvásárlási minimumárát, ami a várt bővülő kereslettel kiegészülve árfelhajtó hatást válthat ki.

A kakaó árfolyamának alakulása 2012 elejétől



Forrás: Bloomberg

Hazai makrogazdasági kitekintő

Taroltak a magyar kötvények 2012-ben

2012 legnagyobb nyertesei a hazai piacon a kötvénytulajdonosok voltak, az állampapír árfolyamokat tömörítő MAX index mintegy 20%-kal emelkedett, a 10 éves államkötvényen pedig több mint 30%-ot lehetett keresni. Ennek oka a 2012 elejétől jelen levő intenzív hozamcsökkenés, mely a negyedik negyedévben új lendületet vett. A 10 éves államkötvényhozam a januári 10,69%-ról több mint 100 bázisponttal 6,11%-ra csökkent év végére, ezzel 2006 óta nem látott mélypontot járt meg a hosszú hozamszint.

Magyar referenciahozamok alakulása

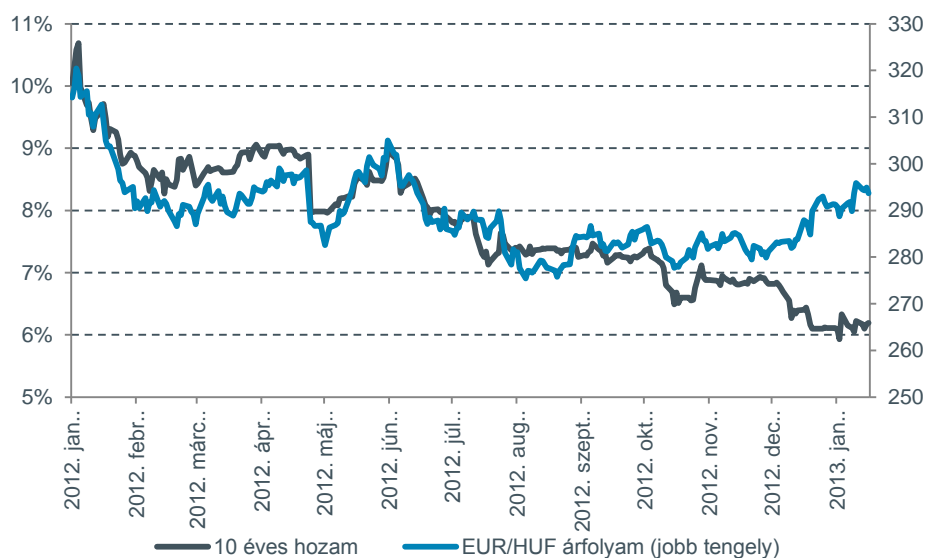


Forrás: ÁKK

Eközben a forint intenzív leértékelődésnek indult az év végén, az euróval szemben novemberben még 278-as árfolyamról, 2013. január elején 298-ig – több mint 7%-kal gyengült – a hazai deviza. Korábban a forintárfolyam, a kötvényhozamok és ország kockázat szorosan együtt mozgott, az ősz folyamán ez alapvetően megváltozott.

Decemberben elvált a forint és a kötvénypiac

A forint és a 10 éves hozam alakulása



Forrás: Bloomberg

Új szelek jönnek az MNB-ben

A divergencia fő oka, hogy felerősödtek a piaci aggodalmak az új MNB elnök új személye és a monetáris politika további lazulása kapcsán. Az új, várhatóan nem-konvencionális eszközöket is bevető jegybanki menedzsment a kötvényhozamokat a forint árfolyam rovására leszoríthatja, ami megmagyarázza az elmúlt egy-két hónap piaci reakcióit.

Ki lehet az MNB új elnöke?

Simor András jegybankelnök mandátuma március 3-án jár le, két alelnöke, Király Júlia és Karvalits Ferenc pedig július 3-ig, illetve március 27-ig tarthatja meg pozícióját. Az új elnök és alelnökök kilétéről eddig csak találgatni lehetett, hiszen a miniszterelnök nem utalt még a lehetséges jelöltek személyére. Matolcsy György Nemzetgazdasági Miniszter azonban több olyan nyilatkozatot is tett, melyben a jövőbeli monetáris politikáról, illetve a kormány és az MNB között létrejövő stratégiai szövetségről beszélt, így a piaci szereplők többsége az ő személyére számít a jegybank élén. A piacon és a médiában több más jelölt személye is felmerült, mi azonban nem kívánunk találgatásokba bocsátkozni.

Hogyan lehet unortodox az MNB?

12-16 unortodox eszköz

Orbán Viktor miniszterelnök már régebben – a Fed QE3 program kezdetén, és az EKB kötvényvásárlás meghirdetésekor – jelezte, hogy tetszik neki a fejlett piaci jegybankok válságkezelő intézkedés-csomagja. Matolcsy György novemberben, illetve decemberben forrósította fel a témát, konkrétan kifejezve, hogy az MNB is nyúlhatna ezen eszközökhöz, a gazdaság élénkítése érdekében. Szerinte 12-16 eszköz lehet a jegybank kezében, amivel a növekedést segíthetné.

Mi lehet az a 12-16 eszköz? Felsorolunk néhány lehetőséget a teljesség igénye nélkül:

- **Az alapkamat további csökkentése:** Az irányadó kamatrátán keresztül az MNB közvetlenül befolyásolja a kéthetes MNB-kötvény hozamát. Ezzel a rövid lejáratú állampapírok hozamára is erős befolyással bír a jegybank, de közvetett módon a hosszú hozamokra, a banki betétek és hitelek kamatára is hatni tud a monetáris politika. Alacsonyabb állampapír hozamok mellett csökkenhet a költségvetés kamatterhe, növelve ezzel a fiskális gazdaságélénkítés mozgásterét, az alacsonyabb banki kamatok pedig a hitelezési aktivitást pörgethetnék. Meg kell azonban jegyezni, hogy a bankok rendkívül magas adóterhei, a továbbra is magas hitel/betét mutató és a kihívásokkal teli környezet nyomán eleve gyenge hitelkereslet miatt alacsony lehet az alapkamat csökkentés határfoka. Szerintünk ennek ellenére folytatódhat a kamatcsökkentési ciklus, év végére 4,5-4,75% közé süllyedhet az irányadó kamatrátá. Magyarország fejlett piacokhoz viszonyított kamatelőnyének eróziója viszont a forint vonzerejének csökkenéséhez vezet, ami tartós leértékelődést eredményezhet.

E konvencionális jegybanki eszköz mellett számos – az MNB által eddig nem használt ún. nem-konvencionális eszköz is szóba kerülhet márciustól.

A Fed és az EKB nyomdokain

- **Államkötvény vásárlási program pénzkínálat növeléssel:** A Magyar Nemzeti Bank mérlegének eszközoldalán 95%-ban a 33 milliárd eurós devizatartalék áll. Amennyiben ennek szintjét a jövőben sem akarja csökkenteni a jegybank, úgy a – a Federal Reserve mintájára – a mérlegfőösszeg növelésén keresztül vásárolhat államkötvényeket. Mivel a monetáris finanszírozást szigorúan tiltják uniós szabályok, így a kötvényvásárlásra csak a másodlagos piacon kerülhet sor. Míg az alapkamattal a hozamgörbe rövid oldalát hatékonyan tudja csökkenteni az MNB, addig közvetlen állampapír vásárlásokkal a hosszú hozamokban is további mérséklődést lehetne elérni, ezzel hatékonyabban csökkentve a költségvetési kamatterheket. A módszer hátulütője, hogy a pénzmennyiség növelésével jelentősen nő a forintkínálat, így közvetlenül gyengítve a hazai devizát. Ráadásul a lépés ronthatja a monetáris politikába vetett bizalmat, ami szintén a forint leértékelődését fűti.
- **Állampapír vásárlás devizatartalék terhére:** A fent megfogalmazott program elképzelhető a pénzkínálat helyben hagyásával is, az EKB mintájára ún. sterilizált módon. Ekkor azonban valamely más eszköz értékesítésének terhére vehet államkötvényt az MNB, és mivel az eszközoldal 95%-át a devizatartalék teszi ki, így ennek a szintnek a csökkenésén keresztül valósulhatna meg e program. Ezzel elejét lehetne venni a forint közvetlen gyengítésének, viszont a devizatartalék szintjének jelentős csökkentése ismét spekulációs támadások középpontjába hozhatja a hazai fizetőeszközt. 2008 végén és 2009 elején láthattuk, hogy az akkor még fele ekkora devizatartalék milyen sebezhetővé teszi a forintot, de a 2012 eleji pánik is bebizonyította, hogy nem véletlenül van szüksége Magyarországnak ilyen mértékű nemzetközi tartalékokra. E biztonsági háló csökkentése így, ha közvetlenül nem is, de indirekt módon a forint destabilizálódásához és leértékelődéséhez vezethet. Az Equilor e programot tartja a legvalószínűbbnek.

Cél: a gazdaság-élénkítés

- **Vállalati kötvényvásárlás:** Az amerikai Federal Reserve mintájára a magyar jegybank is foghatna vállalati kötvényvásárlásba, így a bankokat és az államot is megkerülve, közvetlenül a vállalatoknak nyújtana finanszírozást az MNB - ezzel segítve a gyenge hitelezés által sújtott vállalati szektort. E program azonban hazánkban aligha lehet sikeres, hiszen a vállalati kötvénypiac mérete a külföldi példákhoz mérten kicsi, és főleg nagyobb cégek juthatnának így finanszírozáshoz. A kormány által elsősorban segíteni kívánt kkv szektornál nem jellemző a kötvénykibocsátás, de nem is elég tőkeerősek egy ilyen program hatékony lebonyolításához.
- **Jelzáloglevél vásárlás:** Az állampapír és a vállalati kötvényvásárlási program hibridjeként jelentkezhetnek a jelzáloglevél vásárlások. Bár ezen eszközök piaca jelenleg nem jelentős hazánkban; egy állami pénzügyi intézmény, például a Magyar Fejlesztési Bank vagy az Eximbank közreműködésével kialakítható egy ilyen rendszer. Így az MNB nem közvetlenül, de nem is a kereskedelmi bankrendszeren keresztül finanszírozná a vállalatokat, hanem állami intézményeken keresztül. Ezzel elkerülhető, hogy az MNB portfóliójában kétes minőségű vállalati eszközök halmozódjanak fel, és ezek kockázatát sem a jegybanknak kéne viselnie. Itt is felmerülhet, hogy

Fed mintára pénznyomtatáson keresztül, vagy EKB mintára sterilizált módon, devizatartalék terhére történjen a vásárlás. Ahogy fent tárgyaltuk, mindkét módszer közvetlenül vagy közvetett módon a forint leértékelődésével jár.

Merészebb ötletek

- **Kéthetes MNB kötvény kamatának csökkentése/eltörlése:** Korábban a médiában felmerült annak a lehetősége, hogy az MNB csökkenthetné, vagy szélsőséges esetben eltörölhetné a kéthetes kötvényei után fizetendő kamatot. A jegybank ezzel kényszeríthetné a bankokat, hogy elhagyják a kéthetes kötvényeket, melyek állománya 2008 óta hatalmasra, 4000 milliárd forint fölé duzzadt. A mögöttes logika szerint ekkor alternatív eszközökbe irányítanák a forrásait a bankok, így nőhetne a hitelezés. Ez azonban a bankszektor jelenlegi terhei mellett és a hitelkereslet alacsony mértéke miatt csak kevéssé valószínű. A lépés várhatóan inkább további jelentős tőkekiáramlást indítana az országból, így növelve sérülékenységét, és jelentősen leértékelve a forintot. Arról nem is beszélve, hogy ez az intézkedés lényegében az alapkamat (0%-ra) csökkentésével majdnem ekvivalens, hiszen jelenleg az irányadó ráta szabja meg a kéthetes kötvények kamatát. A fentiek miatt csak csekély valószínűséget tulajdonítunk ennek a lépésnek.
- **Egynapos betétek kamatának csökkentése/eltörlése:** Az előző lépéshez hasonlóan a bankok egynapos (ún. overnight) betéteinek csökkentése is szóba kerülhet az unortodox jegybanki lépések között. Ez a megoldás a kéthetes kötvények kamatának csökkentéséhez nagyon hasonló lenne, gyakorlatilag csak a két intézkedés együttes meglépése lehet hatásos, hiszen a két eszköz egymás helyettesítője is lehet. A különbség, hogy jelenleg a kéthetes kötvényre a jegybanki alapkamatot, míg az egynapos betétre a kamatfolyosónak megfelelően annál 1 százalékponttal kisebb mértékű kamatot fizet az MNB. Erre a lépésre a fentiekhez hasonlóan nem számítunk
- **Kötelező tartalékráta kamatának csökkentése/eltörlése:** A bankok a fentiekén kívül kötelező betétet is el kell helyezzenek az MNB-nél, amivel a jegybank a pénz multiplikációs hatást tudja szabályozni. Mivel ez a betét kötelező jellegű, ezért az utána fizetendő kamat eltörlése esetén sem tudnák belőle kivonni a forrást a bankok. Ez a lépés azért is került előtérbe mostanában, hiszen Lettország nemrég törölte el a kamatfizetést a jegybanki kötelező betétei után. Pont emiatt nem tartjuk elképzelhetetlennek, hogy az MNB meglépné ezt a lépést. Ám mivel a kötelező tartalék mértéke Magyarországon 2% és 5% között választható, a bankok számára kis kellemetlenséget igen, de jelentős, a hitelezési aktivitást bővítő lépést nem tudna ezzel elérni a Magyar Nemzeti Bank.

Kamat vs. forint

Láthatjuk, hogy a fenti intézkedésekkel a kötvényhozamokat ugyan hatékonyan lehet csökkenteni, de a gazdaságélénkítési hatásuk limitált maradhat, a forint árfolyamára pedig negatív hatást gyakorolhatnak. Ez az oka annak, hogy 2012. utolsó negyedében élesen elvált a kötvényhozamok és a forint árfolyamának korábban szoros alakulása.

Hazai makrogazdasági előrejelzések

GDP: Nem a vitrinbe való

A **reál GDP** 2012-ben 1,4%-kal csökkenhetett, ami egybe vág az MNB becslésével, de némileg nagyobb recessziót jelez, mint a kormány hivatalos - 1,2%-os prognózisa. A végleges adatra február 14-ig várni kell. Idén 0,4%-kal emelkedhet a GDP, melyet elsősorban továbbra is az export és a turizmus hajthat, de a mezőgazdaság 2012-es drámai visszaesése is jó alapot teremt arra, hogy e szektorban újrainduljon a növekedés. A lakossági fogyasztás szintjén továbbra sem várunk nagy fordulatot, idén is gyenge maradhat a kiskereskedelmi volumen.

Az idei GDP-t tekintve lefelé mutató kockázatokat látunk, nem zárhatjuk ki, hogy idén is recesszióba torkollik a gazdaság, a gyenge hazai beruházási aktivitás, és az euró övezeti folyamatok miatt (A német kormány 1%-ról 0,4%-ra csökkentette a növekedési kilátásait). Hazánkban 2014-től számítunk először jelentősebb növekedésre, ekkor a választásokra való felkészülés nyomán meglódulhat a lakossági fogyasztás is.

Unortodox inflációcsökkentés

A tavalyi magas **fogyasztói árindex** (5,7%) után idén számottevően csökkenhet az infláció, ami több fontos tényező eredője. 2012-ben a 2% pontos ÁFA emelés hatása is emelte az árakat, ami idén már nem jelentkezik. Továbbá a súlyos aszálykárokat szenvedő hazai mezőgazdaság, és a globális folyamatok is az élelmiszer árak drasztikus emelkedését hozták tavaly, így a magas bázisnak köszönhetően idén már nem számítunk nagy drágulásra ebben a szektorban. Ezen felül jelentősen, 1 százalékponttal mérsékelheti az inflációt a lakossági energiaárak 10%-os csökkentése, de a korábban várthoz képest a jövedéki adóemelések átstrukturálása is 0,4 százalékponttal csökkenheti a mutatóra adott korábbi becslésünket.

Összességében 4,4%-os fogyasztói árindexet várunk 2013-ra, hiszen több elem is ellensúlyozza az említett infláció csökkentő tételeket. Ilyen például a telefonadó tavaly júliusi bevezetése, mely nagyrészt érvényesült a mobilszolgáltatók árazásában, a tranzakciós illetéket pedig a bankok többnyire áthárítják ügyfeleikre, mely szintén emeli a fogyasztói árindexet. Még nem tiszta, hogy lesz-e további rezsicsökkentést célzó kormányzati intézkedés. Ennek valószínűsége azonban nem elhanyagolható, ami miatt tovább módosíthatjuk lefelé az inflációs előrejelzésünket.

Hiánytalanul teljesülhet a cél

A **költségvetési hiány** tavaly valószínűleg a 2,7%-os GDP-arányos kormányzati cél alatt maradt eredményszemléletben (ESA) is. Ezt arra alapozzuk, hogy az első kilenc hónapban mindössze a GDP 1,8%-át érte el a hiány, és a teljes éves pénzforgalmi szemléletű hiány is a terveknek megfelelően alakult. Idén szintén 3% alatt maradhat a hiány, ám úgy gondoljuk, hogy több kockázat is övezi a költségvetési terv teljesülését. A pénztárgépek online kapcsolatától várt 95 milliárd Ft-os adótöbblet és az elektronikus útdíjból várt 75 milliárd Ft-os tétel egyelőre kérdéses tételnek minősülnek.

Ezen kívül az energiaár csökkentés is mintegy 20-30 milliárd Ft-os bevétel csökkenést eredményezhet az államháztartásnak, de ha igazak a pletykák, hogy akár további 10-20%-os rezsicsökkentés jön, akkor ez a szám is többszöröződhet. A felsőoktatás esetén is 30 milliárd Ft-tal magasabb lehet a kiadás, ha a kabinet enged az elégedetlen hallgatóknak. Kockázatot jelent az is, hogy a kormány által várt növekedési cél nem teljesül. A fenti kockázatokat

azonban jó eséllyel fedezik a költségvetésbe épített hatalmas, 600 milliárd Ft-ra rúgó tartalékok, így elcsúszásra nem számítunk.

Az **állampapír hozamok** tovább csökkenhetnek idén. A hozamgörbe rövid oldalán a továbbiakban is várt kamatcsökkentések mérsékelhetik a kamatokat, míg a hosszú lejáratokon, a nem-konvencionális monetáris politikai beavatkozás, és a várhatóan idén is fennmaradó globális pénzbőség segítheti a hozamok mérséklődését.

Hozam le, EUR/HUF fel

A **forint** tekintetében arra számítunk, hogy magas volatilitást követően, év végére kisebb mértékben leértékelődik a hazai fizetőeszköz. Úgy gondoljuk, hogy a márciusi MNB elnök csere előtt nagy kilengések jöhetnek, nem tartjuk kizártnak, hogy magasan a 300-as szint fölé szökjön az EUR/HUF árfolyama. A pánik azonban szerintünk csak ideiglenes lesz, és idővel stabilizálódhat a kurzus. Arra is számítunk, hogy a 300-as szint felett a kormányzati kommunikációban ismét változás áll be, és piacbarátabb intézkedések jöhetnek.

Equilor makro előrejelzések

	2012		2013		2014	
	Equilor	Kormány	Equilor	Kormány	Equilor	Kormány
reál GDP	-1,4%	-1,2%	0,4%	0,9%	1,5%	2,0%
Fogyasztói árindex átlag	5,7%*	5,8%	4,4%	5,2%	3,8%	3,0%
Fogyasztói árindex év vége	5,0%*		3,9%		3,6%	
Államháztartási egyenleg	-2,7%	-2,7%	-2,8%	-2,7%	-3,0%	-2,2%
Államadósság	77,1%*		77,4%		77,0%	
12 hónapos DKJ	5,52%*		4,80%		4,25%	
3 éves hozam	5,73%*		5,20%		4,90%	
10 éves hozam	6,11%*		5,80%		5,50%	
EUR/HUF	291,3*		290		280	

*tényadatok, államadósság az MNB alapján

2013 a hazai részvényt piacon

Részvétem, hogy nincs részvényem

A hazai részvényt piac a cseh és a lengyel társaihoz hasonlóan számos egyedi sztorival kecsegtetett 2012 folyamán.

Májusban a **Magyar Telekom** részvényei kerültek présbe, miután a kormányzat bejelentette a telefonadót (~ 20 milliárd Ft/év). Újabb csapást jelentett a közműadó bevezetése is (9-11 milliárd forint/év), hiszen ez utóbbi két tétel együttesen nagyobb szeletet hasít ki a Telekom készpénztermeléséből, mint az éppen kifutott telekomadó (24-25 milliárd Ft/év).

A távközlési óriás megítélése eseti jelleggel javult, a piaci szereplők azonban a Deutsche Telekom osztalékcsökkentése kapcsán gondolkodtak el azon, hogy hasonló lépésre kerülhet sor a hazai leányvállalatnál is. Ezek tükrében nem meglepő, hogy 355 forinton, új történelmi mélypontra is járt a kurzus 2012 decemberében.

„Matolcsy”, negyedik mobil, új mélypontok

A befektetői megítélésben változást kisebb részben a negyedik mobilszolgáltatóval kapcsolatos hírek hozhatnak az év folyamán, azonban érdemi előrelépést csak a 2012-es osztalék bejelentése kapcsán várunk. A társaság negyedik negyedéves gyorsjelentése 2013. február 28-án esedékes, a hivatalos osztalékjavaslat várakozásunk szerint ugyanezen a napon lát napvilágot. A **társaság** esetében a rezsicsökkentés fájdalmas lehet, hiszen a lakossági energiaszolgáltatás szerves részét képezi a portfóliónak, ami alacsony árrés-tartalma ellenére is kedvezően érinti a bevételi számokat, ráadásul a lemorzsolódást is lassítja az ügyfélszámban. A legrosszabb esetben a cég felhagy ezzel a szolgáltatással, hogy a veszteségeket elkerülje; ezt követően azonban vélhetően új üzleti területek felé kell kacsintgatnia a vállalatnak.

Halló? Rossz híreim vannak

A **szektortársak** tekintetében nagyjából azonos folyamatokat látunk: folyamatos árbevétel-erózió, amit ráadásul az uniós végződtetési díjak folyamatos csökkenése is sakkban tart. A **TPSA** kurzusa októberben hasalt el, amikor a menedzsmen 1,5 zlotyról 1 zlotyra csökkentette az osztalékjavaslatot, és lejjebb hozta bevételi/cash flow terveit. A **Telefonica CR** tekintetében a tavalyi 40 koronás osztalékfizetés egyharmada tőkeleszállításból származott, a piac itt is attól tart, hogy az anyavállalathoz hasonlóan veszélybe kerül az osztalék (Telefónica nem fizet 2012 után osztalékot). Bár ezek cash flow szempontból csinosak, a növekedési aggályok miatt nem vonzó a telekommunikációs szektor.

MOL-ajozott emelkedés

A **MOL** az adóváltozásokat tekintve a 2012-2013-as időszak nyertese. Eltűnik a működésből az energiaszektorra kivetett 20-21 milliárd forintos és a kiskereskedelmi tevékenység után fizetendő 6-7 milliárd forintos teher, miközben a Robin Hood adó megemelt kulcsa legrosszabb esetben is 8-9 milliárd forint kiadást jelent csak a 2013-as évben. Becsléseink szerint a MOL tavaly 4-5 milliárd forintot fizethetett ezen a címen a költségvetésbe.

A piaci szereplők rossz szájjal fogadták a novemberi befektetői napon vázolt új stratégiát, hiszen a szíriai kitermelés kiesésével már 2-3 éves időtávon számol a társaság. Ezzel a napi 150 ezer hordós szénhidrogén-termeléssel kapcsolatos tervek egyelőre kútba estek, a későbbiekben viszont az iraki/kurdisztáni mezők hozzájárulása 2017-2018 táján érdemi sztorit jelenthet.

Bukóforduló a finomításban

A finomítói szegmens esetében 2012 harmadik negyedévében mutatkoztak pozitív jelek, amit a néhány dollár közelében sátrat vert Brent-Urál árrés is segített. A finomítói árrések azonban 2012 negyedik negyedévében visszakorrigáltak, a régiós olajcégek beszámolója alapján többéves mélypontra süllyedtek. Ebben természetesen szezonális okok is közrejátszottak, mivel az év vége felé közeledve nem csak Európában, hanem a tengerentúlon is hagyományosan szűkül a finomítói árrés. Érdemi javulást ebben március-április folyamán várunk csak, szintén szezonális okok miatt.

A **MOL** esetében ez azt jelenti, hogy a mostani szinteken már nem okoz meglepetést az alacsonyabb finomítói árrés, ráadásul a szíriai helyzetet is beépítették a modelljeikbe a befektetők. Ebből adódóan a stabil készpénztermelés és a tovább csökkenő adóssághegy további akvizícióknak ágyazhat meg a kutatás-termelés szegmensben, de véleményünk szerint a rendkívüli osztalék víziója is széles tábor alakíthat ki.

Csehül állnak a lengyelek is

A **régiós szektortársakkal** összehasonlítva azt látjuk, hogy a november-decemberi periódus vonatkozásában alulmaradt a MOL, ami részben a Robin Hood-adót érintő aggodalmaknak volt betudható. A fentiekben azonban látható, hogy mindezen többlet töredéke annak az összegnek, amit a kiskereskedelmi és energiaszektorra kivetett adó eltűnése jelent a MOL szempontjából.

2012 második felében a finomítói környezet 4-5 éve nem látott marzsokat hozott a régiós szektortársaknál is, ez főként a finomítás túlsúlyal rendelkező **LOTOS** árfolyamát segítette: ennek árfolyama az év elejéhez képest duplázott három tényezőnek köszönhetően. Egyrészt a norvég upstream projektek felfuttatásával javul az egyenleg kitermelés/finomítás arányában (vö. 210e hordó finomítói kapacitás és 5e hordó szénhidrogén-termelés), másrészt a jó iparági környezet nyomán visszaállították az osztalékfizetést és jelentősen csökkentették eladósodottságukat.

A **PKN** esetében az Unipetrol részleges tulajdonában lévő Kralupy finomító októberi bezárása nyomta rá bélyegét az árfolyamra, emellett a releváns olaj- és földgáztermelés hiánya is nyomott hagyott a kurzuson. A **PKN** árfolyamát kedvezően befolyásolta a finomítói környezet javulása, főként a 620 ezer hordós napi finomítói kapacitás tükrében. A 2017-ig tervezett stratégia jegyében jelentős összegeket irányítanak a kutatás-termelés szegmensbe, valamint az adósság csökkentésébe, osztalék viszont maximum 5%-a lehet a részvényárnak, amely nem túlzottan kedvező momentum.

A két lengyel olajcég esetében érdemes szót ejteni a palagáz-termelésről, amely a környezetvédelmi aggályok ellenére vonzó befektetési sztori volt és marad is 2013-ban.

Az **OMV** kurzusát megviselte a líbiai termelés kiesés az év folyamán, ugyanakkor a jelentős, a MOL csoport dupláját is meghaladó szénhidrogén-termelés (300+ hordó/nap) még így is vonzó terepet kínál. A társaság a szektortársakhoz hasonlóan nem hagyományos kutatási projektekre helyezi a hangsúlyt, a finomításban ugyanakkor kevésbé járnak az élen (finomítói kapacitásuk 5%-kal múlja alul a MOL-csoportét, nagyjából 450 ezer hordó kőolajat képesek naponta finomítani).

Volt egy banki funky

OTP vonatkozásában a 2012-es év a bankadó körüli viszontagságok és a tranzakciós adót övező kérdőjelek voltak a legfontosabb indikátorok. Mindeközben a működési feltételek a csoport vonatkozásában eltérően alakultak. A külföldi leányok eredmény-hozzájárulása bizonyos időszakokban elérte vagy éppen meghaladta a bankcsoport hazai egységei által generált profittömeget. Bulgária és Oroszország bizonyult húzóerőnek az elmúlt néhány negyedévben, emellett azonban egyszeri tételek is segítettek a csoportot. A hazai működés számain, a 2011 végén elfogadott végtörlesztés hagyott nyomot, amely 2012 elején áthúzódó hatásként volt jelen, ám a veszteség egy részét végül adókedvezményként leírhatta az OTP.

Az idei évet a debütáló tranzakciós adó és annak áttételes hatásai alapozták meg, a fő kérdést azonban a márciusi MNB-elnöksere jelenti. Korábban számtalan kommentár látott napvilágot kormányzati részről a likviditásbővítés és a kvantitatív lazítás kapcsán, ezek összességében semleges vagy enyhén pozitív hatással bírhatnak a bankcsoportra, ám a forint esetleges drasztikus gyengülése részben vagy egészben kiolthatja ennek pozitív hatását.

A világban egyébként továbbra is nő a vonzalom a bankpapírok iránt, amit a Bazel III szabályozás csúsztatása és az EKB kereskedelmi bankokat érintő védőhálójának kiterjesztése is támogat. Az OTP esetében az árfolyamnak az adna igazi lökést, ha Magyarország hitelminősítése visszakerülne a befektetésre ajánlott kategóriába, erre azonban 1-2 éven belül csekély az esély.

„Switch for my switch”

A **régióban körbenézve** a **Komercni Banka** kurzusa sok izgalommal nem kecsegtet, hiszen a devizahitelek hiánya biztonságosság, de egyben unalmassá is teszi a bank részvényeit. A kurzus ellentétesen mozog az EURCZK árfolyammal, ezért kockázat/hozam szempontjából devizapiacra jobban követhető.

Az **Erste** és **Raiffeisen** megítélése jelentősen javult 2012 folyamán, az Erste kurzusa majdnem duplázott az év folyamán. Mindezt annak ellenére, hogy a román leánybank jelentős veszteségjelentéseket eredményezett, ám más nyugat-európai bankokkal ellentétben mindvégig szerény profitot tudtak felmutatni, plusz a hangulat javulásával megint a KKE-régiót lovagolták meg a befektetők. A Raiffeisen csak követője volt az Erste emelkedésének, mivel az év folyamán többször felmerült a részvénykibocsátással megvalósuló tőkeemelés lehetősége is.

A **PKO** kurzusa csak mérsékelten tartott lépést a régióval, júliusban ugyanis 7%-os pakettet adott el az állam, ami lekalapálta a kurzust, de a lengyel gazdaság lassulása és az építőipar felé fennálló hitelek növekvő veszteségei tartották féken a bankpapír szárnyalását.

Richie Rich: a csont beforr

A hazai részvénytőzsdén egyik legérdekesebb sztorija a **RICHTER** volt a negyedik negyedévben. Novemberben világossá vált, hogy a gyógyszerpapír kikerül az MSCI kelet-európai és a feltörekvő piaci indexéből is, ami az indexkövető ETF-ek és passzív befektetési alapok automatikus eladásait eredményezte. A hírt követően több, mint 15%-kal értékelődtek le a Richter részvényei, november 30-án, a döntés hatályba lépésekor pedig soha nem látott, 40 milliárd Ft-os forgalmat generáltak a gyógyszerpapírok a BÉT-en.

Az indexből való kikerülés a cég fundamentumait egyáltalán nem érinti, ezért vételre ajánljuk a Richter részvényeit. A cég növekedési lehetőségei kiválóak, az Esmya európai bevezetése, valamint a FÁK országok nőgyógyászati termékei

terén látható potenciál megfűszerezve az amerikai Cariprazine-sztorival, igazán vonzóvá teszik a vállalat részvényeit. Az árbevétel a következő 5 évben a 2011-es szint duplájára nőhet, és a 2011-ben és 2012-ben nyomott profitráták is helyreállhatnak, ahogy a növekedés utoléri az új gyógyszerekhez köthető megemelkedett K+F és piacra vezetési költségeket.

A napokban ismét fókuszba került a magyar gyógyszerpapír, hiszen az amerikai partnere, a Forest Laboratories január 15-én publikálta negyedéves gyorsjelentését. A Cariprazine amerikai regisztrációjával kapcsolatos mérföldkő kifizetés az előrejelzésekkel ellentétben az idei év első félévére csúszik.

A hosszú távú kilátásokat ez nem érinti azonban, szerintünk hamarosan ismét 40.000 Ft fölé kapaszkodhat a Richter, év végére pedig 45.000 Ft-os árfolyamot várunk.

Budapesti tavasz: ki lesz a befutó?

BUX-index felülvizsgálat

A BUX esetében márciusban és szeptemberben zajlik a félévente esedékes felülvizsgálat. A kosár frissítése most azért lesz érdekes, mert az E-Star kikerülésével megfogyatkozott a résztvevők száma. A BUX-index kézikönyve 7 kritériumot ír elő, amelyek alapján a hazai részvényeket rangsorolja. Ezek közül legalább 5-nek kell megfelelni ahhoz, hogy a kosárba kerüljenek. Amennyiben nincs elegendő résztvevő, hogy a 12 tagú indexkosarat feltöltsék, akkor azon részvények válnak esélyessé a bekerülésre, amelyek a 7 kritériumból legalább 3-nak megfelelnek.

Saját vizsgálataink alapján korábban a Danubius részvényeit találtuk a legjobb jelöltnek, ám az idei vizsgálataink azt mutatják, hogy a szállodalánc mellett az Állami Nyomda, a Rába és a Zwack kerülhetne a kosárba. A történet érdekessége, hogy mind a négy papír volt már BUX-komponens az elmúlt években, ám főként a kis forgalom (Állami Nyomda, Rába) vagy éppen a szűk közkezhányad (Danubius, Zwack) miatt nem volt elegendő érdeklődés a papírok iránt.

A hazai kisbefektetők érdeklődését ugyan felkeltik ezek a papírok is, összességében azonban az intézményi réteg és a magyar piacon továbbra is domináns külföldi befektetők ingerküszöbét nem érik ezek a részvények, ezért tartós és jelentős árfolyam-emelkedést nem várunk ezen instrumentumokban, ugyanis a likviditási kockázat és a várható hozam aránya rosszabb, mint ha a blue chipekben kereskednénk.

Kapcsolat

Elemzési kapcsolattartó	Kuti Ákos akos.kuti@equilor.hu + 36 1 436 7015
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 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: 2013. január 21. **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 KOCKAZATÁT, S AZ TELJES MÉRTÉKBEN MEGFELEL SAJÁT – BEFEKTETÉSI - CÉLJAINAK ÉS ELVÁRÁSAINAK.

© 1990-2013 Equilor Befektetési Zrt. - www.equilor.hu