

MBH BANK

NEGYEDÉVES RÉSZVÉNYPIACI KITEKINTŐ

2023. október





Tartalom

Szektorportfólió a következő negyedévre	3
Nehéz olvasni a piacokat: USA.....	5
Mit mutatnak az opciók?.....	9
Remény.....	11
Vállalati profitok az USA-ban.....	13
Nehéz olvasni a piacokat: EU	14
Vállalati profitok az EU-ban	15
Alacsony értékeltség – növekvő profitok.....	18
Technikai kép: DAX.....	21
Technikai kép: STOXX600	22
Technikai kép: S&P500.....	23
Technikai kép: Nasdaq100.....	23



LEZÁRVA: 2023. október 3-án 13:00 órakor. Az előrejelzéshez használt adatokat 2023. október 3-ig vettük figyelembe.

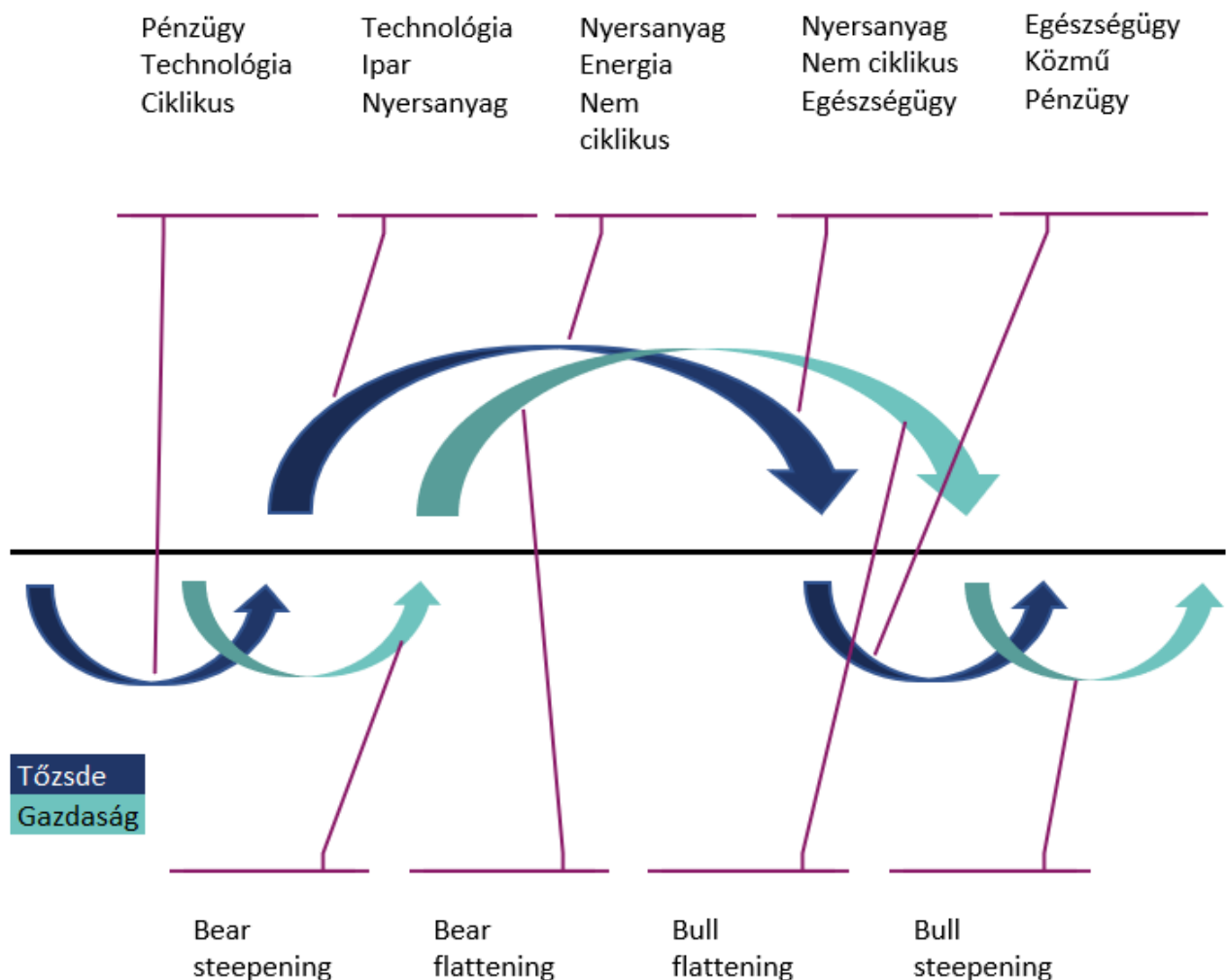
Szektorportfólió a következő negyedévre

Az alábbi fejezetben javaslatot teszünk egy esetleges taktikai eszközallokációra. Nem egyedi sztorikat, hanem inkább teljes szektorokat, portfóliókat veszünk górcső alá.

Az alábbi ábra azt mutatja meg, hogy bizonyos gazdasági rezsimek esetében melyek lehetnek a felülteljesítő szektorok. 2023-ban eddig a technológia, ciklikus, azaz tartós fogyasztási szektor, az ipar és az energetika vezetett. A technológiát az MI narratíva, az ipart az USA ipart támogató fiskális ösztönzői (Inflation Reduction Act és CHIPS Act) támogatták, amelyek az infrastrukturális beruházásokat, a megújuló energiatermelés elterjedését és a chipgyártók „hazatelepítését” tűzték ki célul. Ezek a szektorok, ahogy lent is látható, inkább egy felfelé ívelő ágban lévő gazdaságban teljesítenek jól.

Nehézségekkel teli időszakban pedig az egészségügy, a közművek és a nem ciklikus fogyasztási cikkek (napi fogyasztási cikkek) szektora teljesít általában jól. Természetesen ez utóbbit relatív értelemben kell érteni, vagyis, ha általános csökkenés van, akkor ezen iparágak átlagban kevesebbet esnek, szemben a széles piaccal.

Szektorrotáció a tőzsde és gazdasági ciklusok alapján



De a pontosabb portfólió összeállításhoz nézzük meg azt is, hogy mit mutatnak a kötvények. A különböző futamidejű papírok hozamának alakulása (azaz a hozamgörbe alakulása) is tartogathat értékes információkat. Ezt a fenti ábra alján lévő szöveg mutatja be.

Ma az látható, hogy az elmúlt másfél-két hónapban a hosszú lejáratú állampapírok (10+ év) hozama gyorsabban és magasabbra emelkedett, mint a rövid oldalon (angol kifejezés erre a bear steepener). Mi történik ilyenkor? Az, hogy a befektetők azt gondolják, hogy a gazdaság elég erős és stabil marad ahhoz, hogy elviselje a magasabb hozamokat. Ugyanakkor mást is okozhat. Ha a hosszabb hozamok tartósan magasabb szinten ragadnak, annak negatív hatását a gazdaság számos szereplője megérzi. Nyugdíjalapok, ingatlanszektor, biztosítási szektor, azaz minden olyan ágazat, ahol a kötelezettségek vagy a finanszírozás hosszú távra szól. Továbbá a vállalatok értékelése esetén azon cégek, amelyek bevétele és nyeresége inkább a távoli jövőben esedékes (például fiatal technológiai cégek), a magasabb diszkontfaktor miatt alacsonyabb értékkeltséggel foroghatnak.

Bull steepening: a rövid oldali hozamok gyorsabban és mélyebbre esnek, mert a jegybankok kamatot vágnak. Általában recesszió vagy a közeli helyzetben fordul elő.

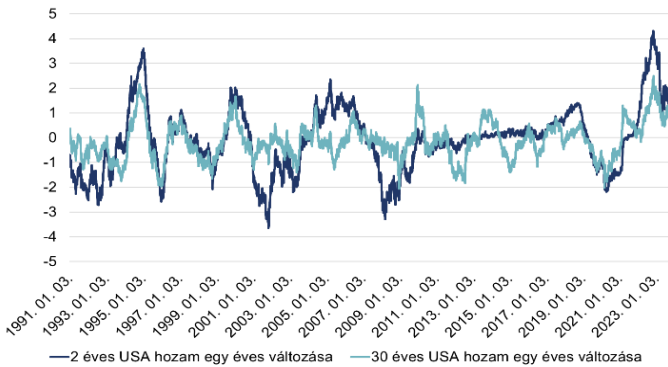
Bull flattening: a hosszú oldali hozamok gyorsabban és mélyebbre esnek, mint a rövid oldali hozamok, ahogy a piaci szereplők a gazdaság lassulását várják és alacsonyabb inflációt várnak.

Bear steepening: a hosszú oldali hozamok magasabbra és gyorsabban emelkednek szemben a rövid oldaliakkal. A piac azt árazza, hogy a gazdaság elég stabil ahhoz, hogy elviselje a magasabb hozamszintet és magasabb inflációt vár.

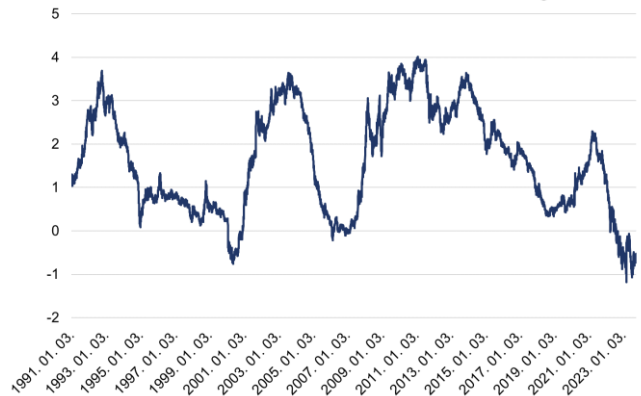
Bear flattening: a rövid hozamok gyorsabban és magasabbra emelkednek szemben a hosszú oldallal, ahogy a jegybankok agresszív kamatemelésbe kezdenek, mivel a gazdaság túlfűtött.

A bear steepener alapvetően a gazdaság felépülés időszakában jellemző, de előfordulhat, hogy a piac félreárazza az aktuális rezsimet. Azaz a hosszabb oldali hozamok magasabbra és gyorsabban emelkednek szemben a rövid oldali hozamokkal, ugyanakkor a gazdaság átlag alatti teljesítőképességet mutat (például a GDP a hosszú távú átlag alatt növekszik). Ilyenre volt példa 2000. novemberében, 2007. júniusában és 2018. novemberében. Mind a három esetben gyors részvénypiaci esés következett. Ezt a képet azonban szükséges kissé árnyalni. 2000-ben egy masszív buborék épült fel a technológiai cégekben. Bár sokan a mai helyzetet is ehhez hasonlítják, azt gondoljuk, hogy azon kívül, hogy akkor is a technológiai szektor vezetett és ma is az vezet, más hasonlóság nem igazán van. Azóta a technológiai cégek többsége nyereségesé vált. 2007-ben strukturális problémák uralták a piacokat, amelyek a banki és nem banki hitelezést, valamint az ingatlanpiacot érintették. Ma ilyenről szó sincs. 2018-ban egy, utólag elhibázottnak minősíthető monetáris szigorítás lépett életbe, de innen gyorsan meghátrált a FED és a piacok hamar kigyógyultak a veszteségből.

A 2 éves és a 30 éves USA hozam egy éves változása



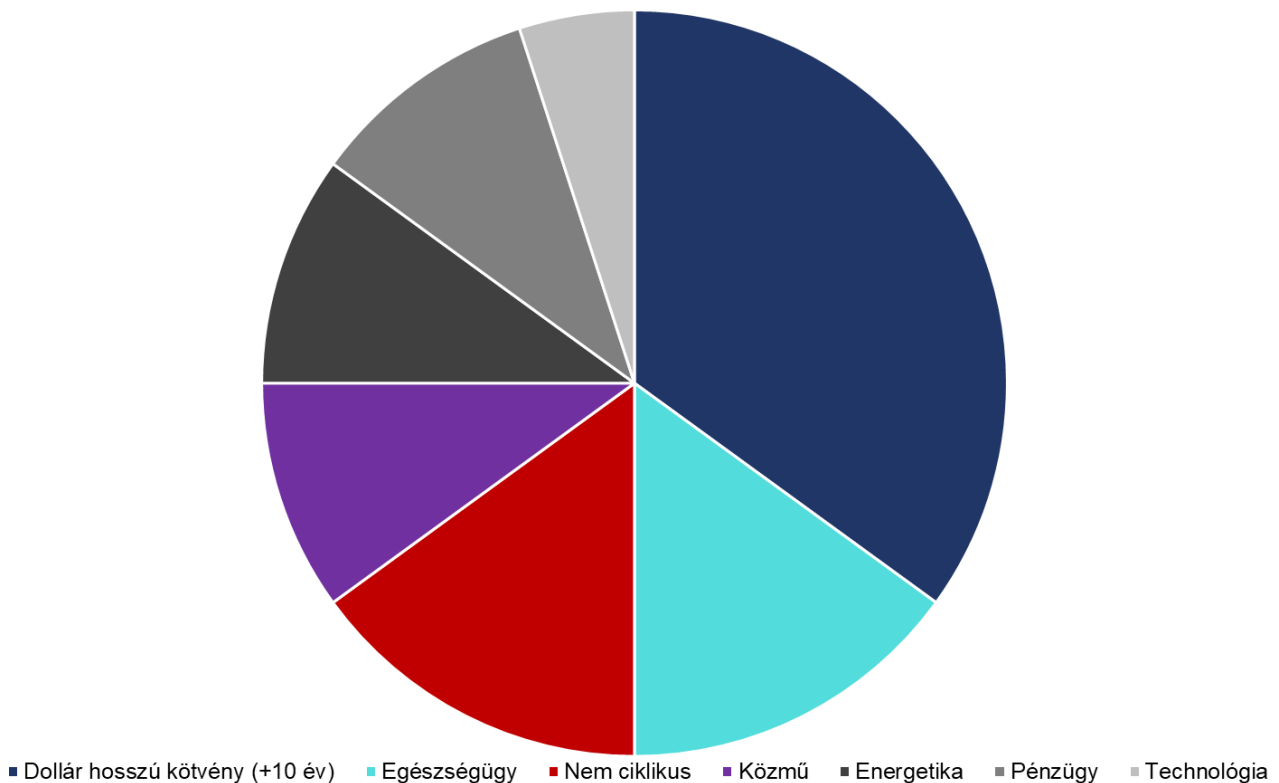
A 2 éves és a 30 éves USA hozam különbsége



Forrás: Bloomberg, MBH szerkesztés

A fentieket figyelembe véve jelenlegi allokációm a következő: technológia (5%), egészségügy (15%), közművek (10%), nem ciklikus fogyasztási cikkek (15%), energetika (10%) és pénzügy (10%). A maradék 35% készpénz, amely jelenleg állampapírokban tud a legjobban fialni. Itt inkább a hosszabb futamidőt preferáljuk (10+ év).

Szektorallokáció 2023 Q4



Forrás: MBH

Nehéz olvasni a piacokat: USA

Január: „soft landing”, február: „no landing”, március: „hard landing”, április: „hitelezési válság, credit crunch”, május: „adósválság, debt ceiling”, június: „új bull piac”, július: „kielégítő gyorsjelentési szezon”,

augusztus: „lassuló kínai gazdaság és emelkedő kötvényhozamok”, szeptember: „szezonálisan az egyik legrosszabb hónap”.

A fenti felsorolás röviden és tömören illusztrálja, hogy mi zajlott a tőkepiacokon 2023. elejétől egészen napjainkig. Az egyes hónapokban uralkodó narratívák jól rámutatnak arra, hogy mind a bikák, mind a medvék számos érvet fel tudnak sorakoztatni amellet, hogy miért nekik van igazuk. Ez alapvetően nem újdonság, de most mintha tényleg sok érv szólna bármelyik lehetőség mellett. Nézzünk meg néhányat:

Bika:

- Erős GDP növekedés (kétéves átlag kb. 4%)
- A havi új állások növekedésének száma az elmúlt két évben 400 ezer feletti átlagot mutatott
- A lakásárak nem csökkentek számottevően (év/év alapon 0%)
- A kiadott lakásépítési engedélyek magasabban vannak, mint 2010-2018 között bármikor (jelenleg kb. 1,2-1,3 millió darab/hónap)
- A Nasdaq történelme óta a legtöbbet emelkedett év eleje óta, jelenleg 37%-os pluszban az árfolyam
- Az S&P500 év eleje óta mért teljesítménye 14,7%
- A házépítő szektor 29%-os pluszban kereskedik év eleje óta
- A regionális bankok könnyen túlvészelték a márciusi bankpánikot, azóta 16%-ot emelkedtek

Medve:

- Gyenge ipari termelés, szinte egész 2023-ban stagnált (0%)
- A PMI 2021. év vége óta csökkenő trendben van
- A lakásépítési engedélyek a csúcshoz mérten 30-40%-kal csökkentek
- Az ipari ingatlanok inflációval korrigált értéke 20%-kal csökkent
- A lakóingatlanok inflációval korrigált értéke 5%-kal csökkent
- A részvénytőkepiac átlagos hozama (például egyenlő súlyozású indexek) nem tudta meghaladni a kötvényeken elérhető hozamot: 3,1% vs. 5%
- Az indexek többsége még mindig nem érte el a 2021. év végi csúcspontját
- Gyenge az IPO-k (tőzsdéi kibocsátás) piaca, 2023-ban eddig kb. 600 db kibocsátás történt a korábbi évek átlagos 1200-2000 darabjával szemben

És a sort még számos adattal, információval lehetne folytatni.

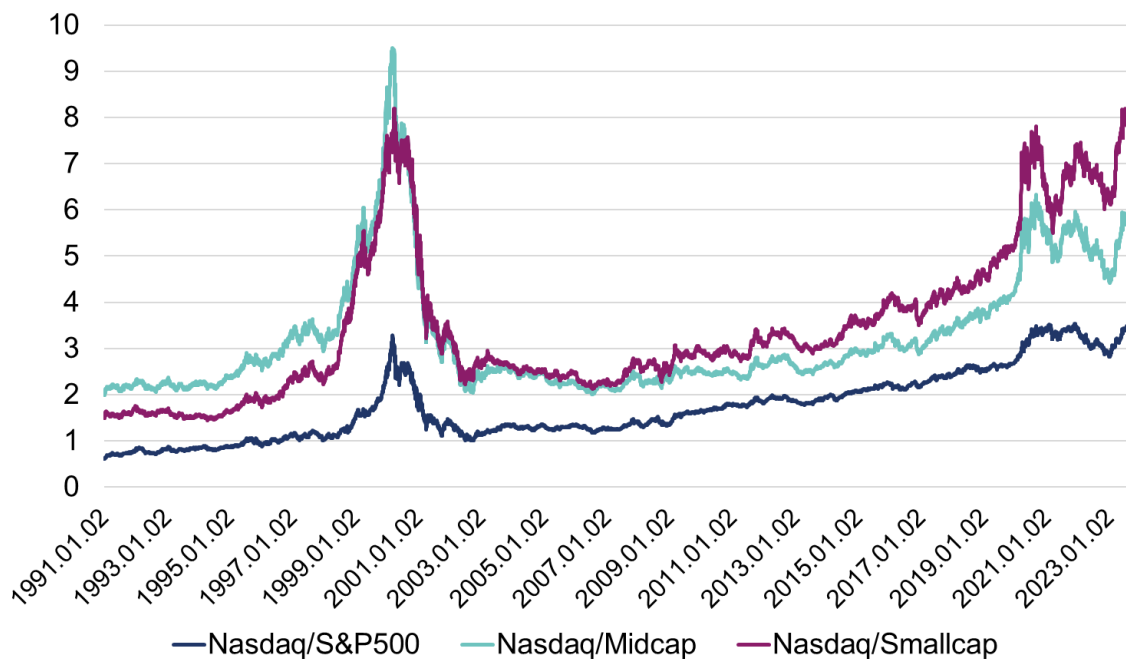
Ugyanakkor az is elmondható, hogy legutóbb az ezredfordulón tapasztalható értékeltségi szintekre drágult szinte minden technológiai papír. Akkor ezeket a cégeket az új gazdaság (*new economy*) képviselőinek tekintették, szemben a régi, hagyományos gazdaság (*old economy*) társaságaival. Olyan papírok kerültek akkor kispadra, azaz váltak relatív gyengévé a technológiai szektorral szemben, mint a General Electric, a Johnson & Johnson vagy az Exxon Mobil, hogy csak néhányat említsünk.

2021-ben a Covid-19 járvány elején/közepén a *new economy* vállalatai arra a trendre ültek fel, hogy az új világrendben az otthoni, hibrid munkavégzés, a társasági érintkezések csökkentése, az online kereskedelem,

az online meetingek, az otthoni szórakozás lesz az alapvető viselkedési forma. De Unikornia¹ helyzete 2021. év végén megpecsételődött. A technológiai vállalatok részvényei kíméletlen eladói nyomás alá kerültek 2022-ben. A Nasdaq100 akkor közel 35%-kal került lejjebb. Ugyanakkor az *old economy* tagjai, még ha sok esetben unalmas, hétköznapi tevékenységet folytatnak, évtizedek óta a tőzsdék meghatározó szereplői. Túléltek ők már számos gazdasági ciklust, olyan időszakokat is, amikor mindenki azt gondolta, az emberiség végérvényesen a mátrixba költözött, 2022-ben pedig felülteljesítették a *new economy* részvényeit.

De 2023-ban a technológiai szektor új erővel és ígérettel tért vissza: a mesterséges intelligenciával. A Nasdaq100 szinte soha nem látott módon teljesítette felül a kis és közepes cégeket, de az S&P500 tagjait is. A FANG átalakult, már Magnificent Seven-nek hívják őket (tagjai az Amazon, Apple, Microsoft, Alphabet, Meta, Nvidia, Tesla) és ők adják a Nasdaq100 index súlyának kb. 38-40%-át. Azért csak ennyit, mert 2023. nyár közepén az indexszolgáltató visszavágta ezen cégek súlyát az akkori 55%-ról. De az S&P500-ban, amely egy sokkal szélesebb index, is jól láttatják magukat, kb. 25-28%-os súlyt képviselnek.

A Nasdaq100 és az S&P500, a midcap és a smallcap aránya



Forrás: Bloomberg, MBH szerkesztés

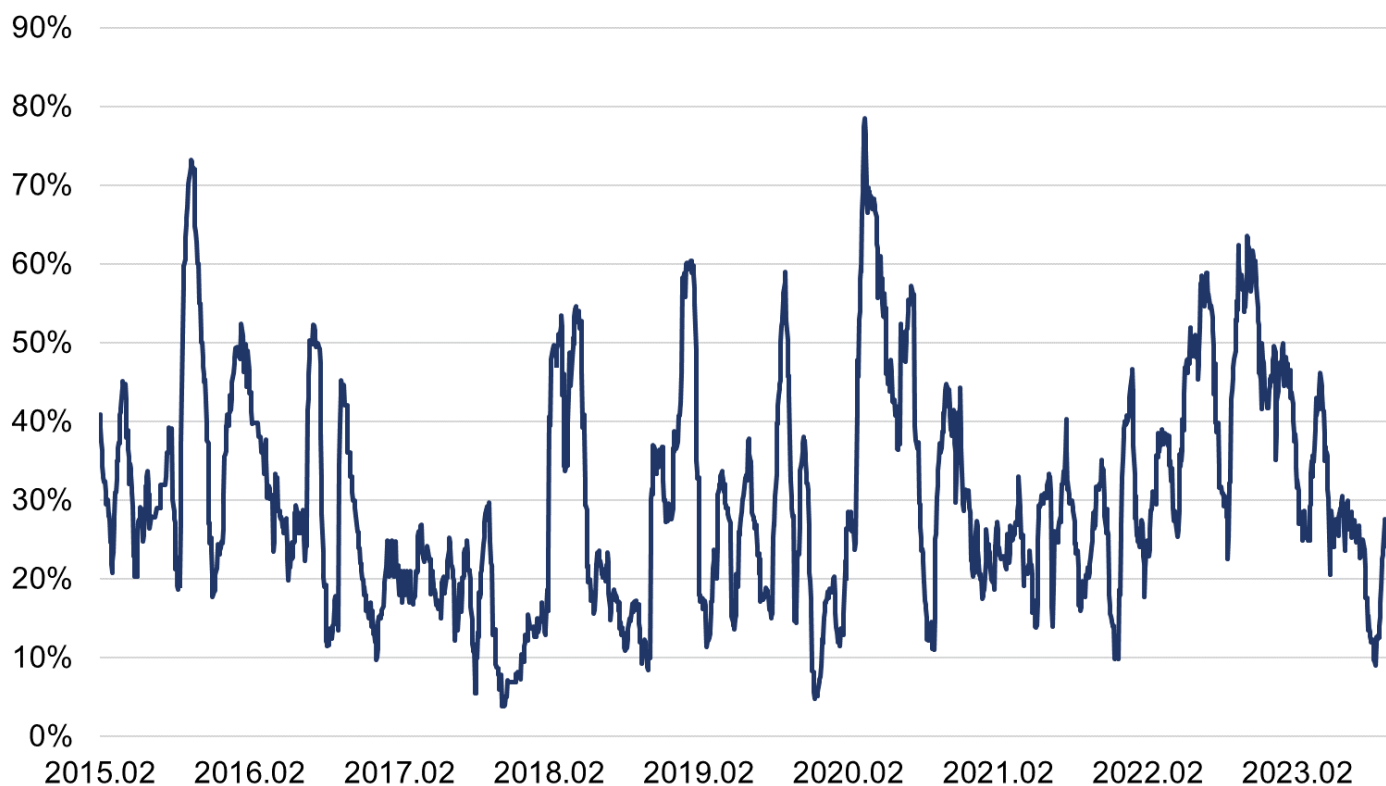
Az lehet az érzésünk, hogy ma minden emelkedő részvény hasonló, de minden csökkenő a maga módján az. Ha megnézzük a legtöbbet emelkedő részvényeket ebben az évben, kevés kivétellel az MI és az arra épített narratíva és jövőkép hajtotta őket, a fent említett hét legnagyobb papírban pedig szinte kizárólag az MI a katalizátor. Most nézzük meg a leggyengébbeket. Miért estek? Mert kimaradtak a mesterséges intelligencia

¹ Unikornia egy mesebeli hely, ahol az unikornisok, azaz a mesebeli egyszarvú lovakélnak. A pénzügyi szakma unikornisnak nevezi az 1 milliárd dollárt piaci értéket képviselő, még nem tőzsdén lévő start-up vállalatokat.

hype-ból? Nem. Valami egyedi, kézzel fogható eset miatt: csökkenő bevétel, elzáródó pénzcsapok, vállalati stratégiai átalakulás, magasabb finanszírozási költség stb. Számos példát találni: Disney, CVS, Nike, Sealed Air, Pfizer, Enphase Energy, Honeywell, Dollar General, Dollar Tree, MMM, hogy csak párat említsünk. Szinte mindenhol valami más a probléma. A Pfizer-nél meredeken esik a bevétel a Covid-19 oltások visszaszorulása miatt; a CVS esetében nem hiszi el a piac, hogy az utóbbi évek felvásárlásait megfelelően tudja majd integrálni a vállalat, hogy az értékesítési szinergiák kiütközzenek; a Disney esetében a kábelcsatornák gyengélkedését látjuk, ráadásul stratégiai átalakulás is zajlik; az Enphase esetében a vállalat értékének masszív túlárazását láthattuk, hogy csak néhány példát említsünk.

A fentiek következményeként az S&P500 részvénytáronkénti átlagos korrelációja, azaz az, hogy az egyes indextagok mennyire mozognak együtt, jelenleg alacsony. Ez akár figyelmeztető jel is lehet, hiszen legutóbb 2021. decemberében láthattunk ilyen alacsony értéket.

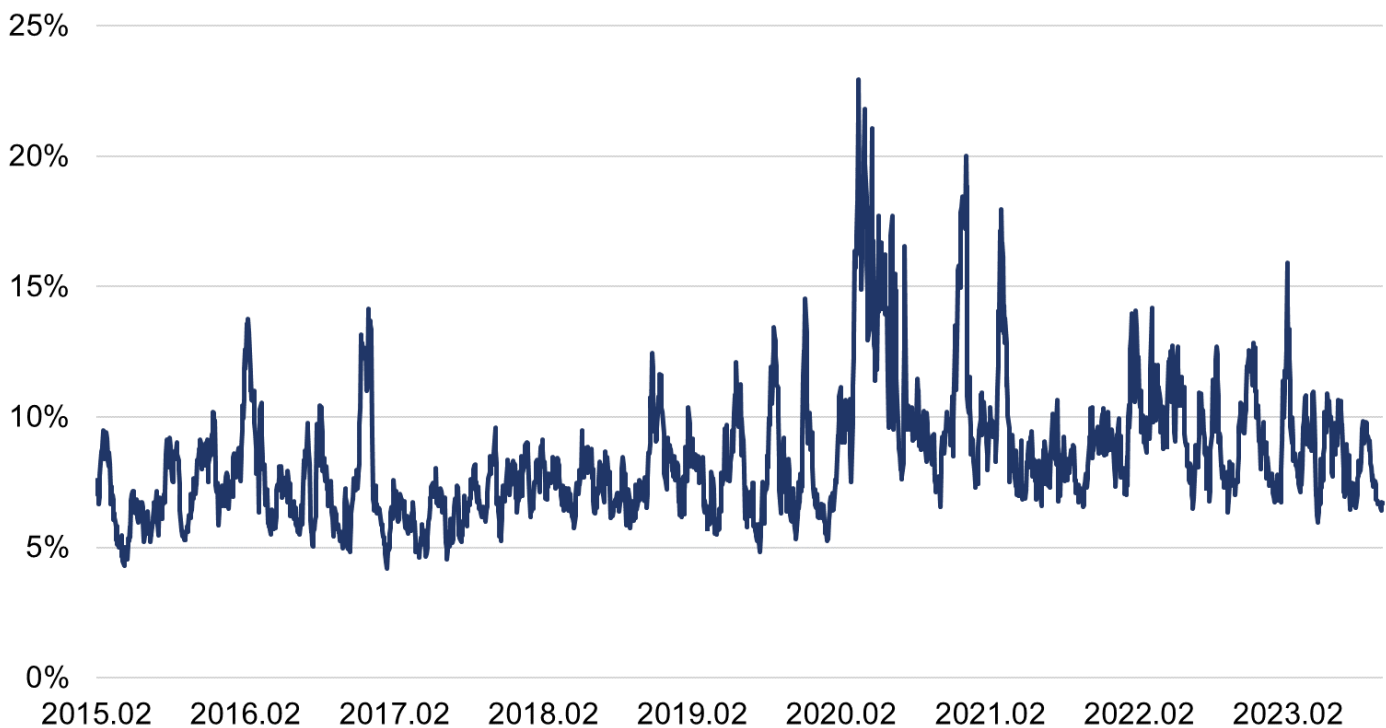
Az S&P500 tagjainak 22 napos páronkénti átlagos korrelációja



Forrás: Bloomberg, MBH szerkesztés

Másrész a részvények hozamainak egymáshoz viszonyított szóródása (dispersion) a Covid-19 éra alatt és után magasabb szinten stabilizálódott. Az S&P500-nál maradv a legjobb 125 részvény legrosszabb havi hozama és a legrosszabb 125 részvény legjobb havi hozama közötti különbség jelenleg 6-10% között mozog, és bár jelenleg csökkenő trendben van, de átlagban magasabb, mint 2020. előtt.

Az S&P500 legerősebb 125 tagjának legrosszabb és leggyengébb 125 tagjának legjobb havi hozama közötti különbség



Forrás: Bloomberg, MBH szerkesztés

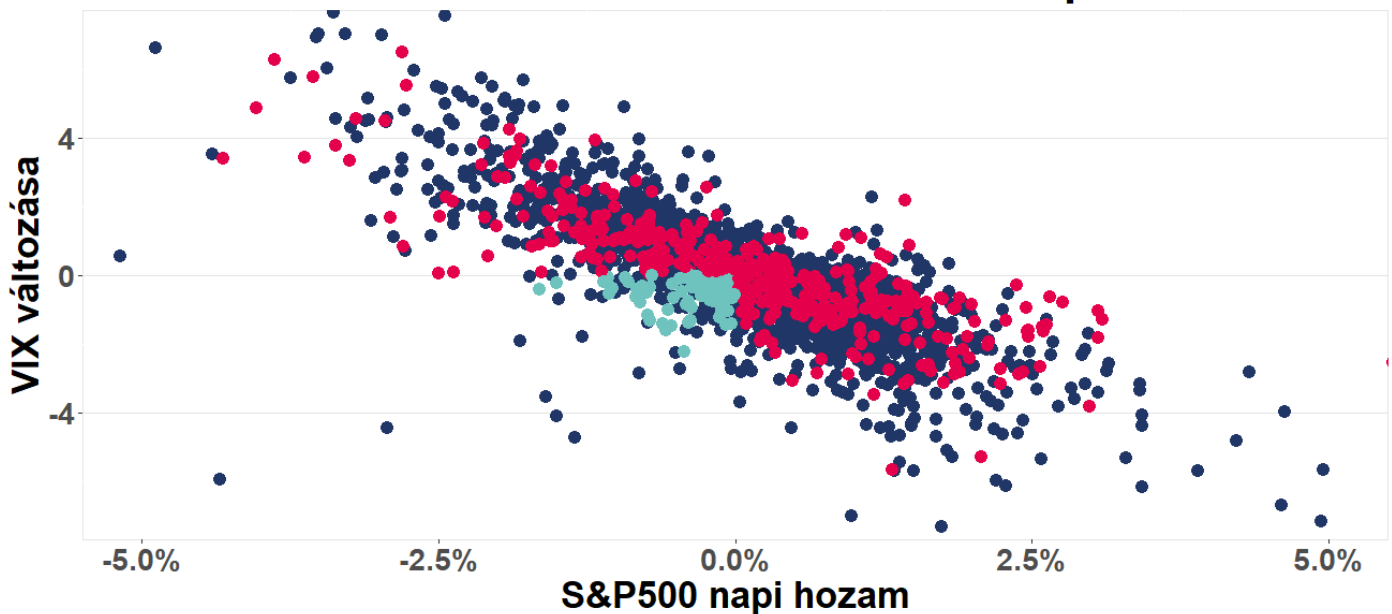
A piacok jelenleg látható szétválása nem csak arra utalhat, hogy az MI narratíva visszaszorulásával elfogyhat a felhajtó erő, vagy hogy igazából medvepiac van, csak ezt elfedi számos jövőbeli hit. Azt is sugallja, hogy nagyobb lehetőség áll az aktív vagyonezelés és így némi alpha (a benchmarkon felüli hozam) elérése előtt. Aki nem hisz az MI-ben, annak bőven akad olyan papír, ahol valami másban lehet hinni és amelyek jelenleg olcsónak tűnnek vagy olcsóbbak, mint néhány eddigi húzónév.

Mit mutatnak az opciók?

A piaci rezsim gyökeres megváltozásának más jele is van, elég csak az opciók árazását figyelni. Alapvető pénzügyi összefüggés, ha az árfolyamok esnek, azokat sokszor pánik kíséri. Sokkal többször látunk pánikeladást, mint pánikvételt. Utóbbira is van példa, de ritkábban. Ha pedig pánikeladások vannak és a befektetők nincsenek felkészülve komolyabb árfolyamkorrekcióra, akkor azt gyorsan fedezni szeretnék és ilyenkor az opciók ára jelentősen emelkedik és/vagy az opciós árjegyzők is védekezni szeretnének a kiszámíthatatlan jövő ellen, így valószínűleg magasabb áron és szélesebb spread-del (a vételi és eladási ár közötti különbség) jegyeznék árat.

Ezt (is) mutatja a VIX index, amikor pánik van, magas az értéke, mivel az indexet alkotó opciók drágák. A két index, azaz az S&P500 (de általában a részvénypiaci indexek) és a VIX (a volatilitást jellemző indexek) egymáshoz viszonyítva általában inverz módon mozognak. Ez 2022-től napjainkig teljesen felborult. 2018. és 2022. között az esetek 8%-ában, amikor a részvénypiac esett, egyúttal a volatilitás indexe (VIX) is csökkent, amely alapvetően ellentmond a piacok működésének. 2022. óta ez az arány már közel 18% volt. Vagyis a kereskedési napok majdnem ötödében mind a részvényindex, mind a volatilitás esett. Ebből kifolyólag pedig részvények esése ellen az olyan fedezés (hedge), mint például az eladási (put) opciók vétele sem igazán adott gyógyírt. Amikor csökkent a piac, „paradox” módon olcsóbbá váltak az eladás (put) opciók is.

Az S&P500 hozama és a VIX változásának kapcsolata



Forrás: Bloomberg, MBH szerkesztés

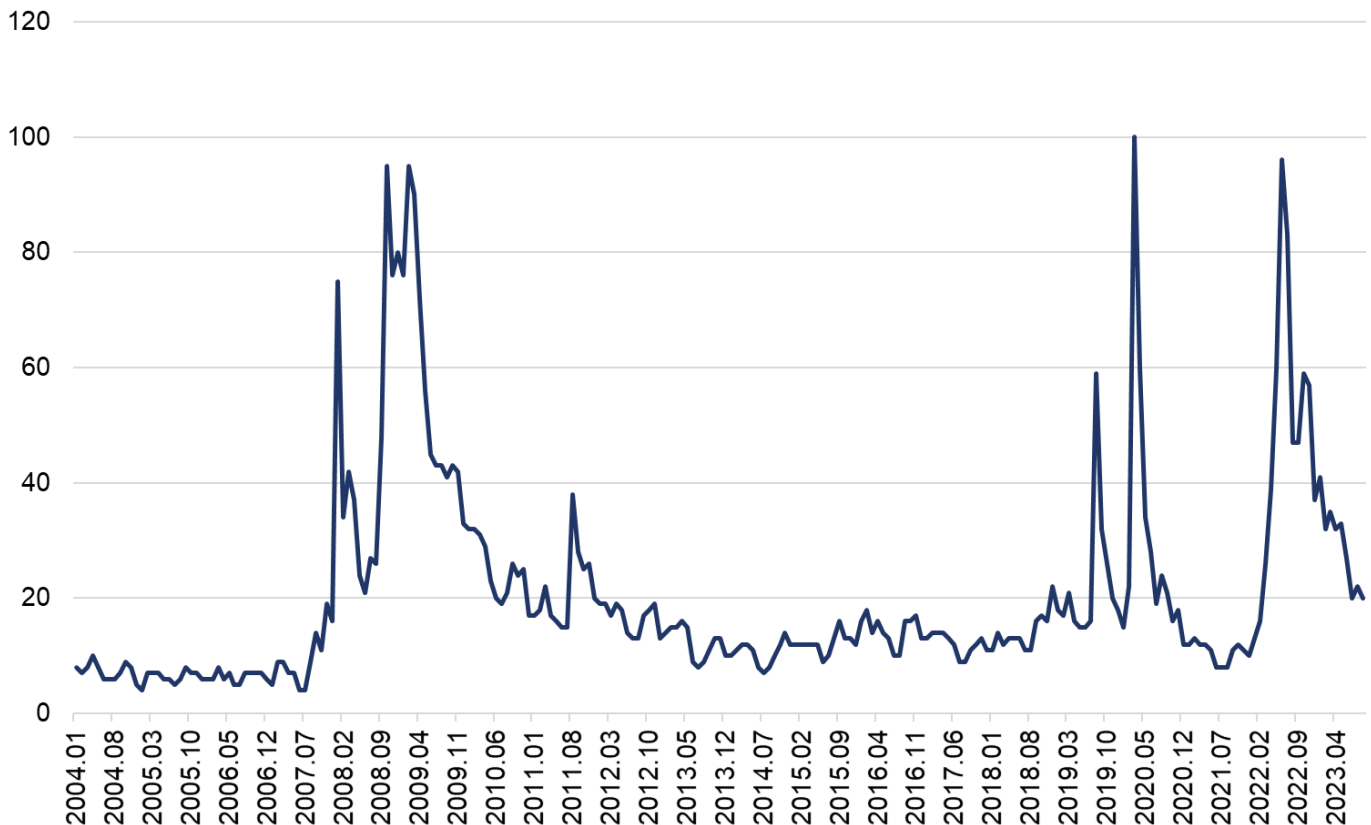
A fenti ábrán látható az S&P500 index napi hozama és a VIX index kapcsolata. A kék pontok 2010. és napjaink között mutatja a kapcsolatot, a vörös 2022. és napjainkat szemlélteti, míg a türkiz azokat a napokat jelöli, ahol 2022. és napjaink között mind a két index értéke csökkent.

A fenti anomália oka valószínűleg az, hogy egyre többen írnak ki opciót bevétel szerzés miatt. Ha kiírjuk az opciót, de az értéktelenül lejár, akkor a pénzt megtartjuk és mivel az opciók többsége lehívás nélkül, azaz értéktelenül jár le, ez első olvasatra egy jó stratégiának tűnik. De vannak kivételek! Erre volt példa a 2018-as „Volmageddon”. 2018 február 5.-e előtt éveken keresztül az opciók kiírása, azaz az inverz volatilitás stratégia (a volatilitás csökkenésére játszó stratégia) jövedelmező volt. De az ominózus napon valami megváltozott, a VIX több, mint 100%-ot emelkedett és számos alap, amely a fenti stratégiát folytatta, elveszítette szinte teljes vagyonát.

Remény

Napjainkban a pénzügyi világot talán az foglalkoztatja a legjobban, hogy lesz-e recesszió. Naponta olvasni a különböző várakozásokról, amelyek a gazdaság alakulásának szinte minden aspektusát felölelik: a stabil gazdasági növekedéstől egészen a komoly recesszióig. Ha ránézünk a Google Trends adataira, akkor világosan látszik: az utóbbi időben ez erősen foglalkoztatta a széles tömeget, de mára kisebb változás tapasztalható.

A recesszió kifejezésre keresés a Google.com-on



Forrás: Google Trends

Nehéz olvasni a részvénypiacokat, és ez a széles körű gazdasági helyzetre is igaz. Míg 2022-ben és 2023. elején sokan egy súlyosabb gazdasági visszaeséstől tartottak, ez mára megváltozott. Ugyanakkor a recesszióhoz vezető út egy hosszadalmas folyamat, és sokszor nagyon homályos képben jelenik meg. Ezért sem lehet az esélyét teljes nyugodtsággal lesöpörni az asztalról. Tankönyvi definíció szerint recesszióknak nevezzük azt, ha a GDP két egymást követő negyedévben csökken. Ugyanakkor az átlagember inkább érzi a gazdaságot, mintsem sokszor bonyolult közgazdasági összefüggések kibogozásán elmélkedik.

A recesszió felépülésének általában több lépésből kirajzolódó folyamata van:

1. Lakáspiaci lassulás
2. Az új megrendelésállományok (ipar) visszaesése
3. A vállalati eredmények csökkenése (tőzsdei cégek esetében az egy részvényre jutó nyereség csökkenése)

4. A munkanélküliség emelkedése

Ez a folyamat pedig sokszor éveket is felemészt. A 2020. tavaszi koronavírus miatti gazdasági visszaesés azért is lehetett enyhébb és gyorsabb lefolyású és nem valószínű, hogy jó példa, mert:

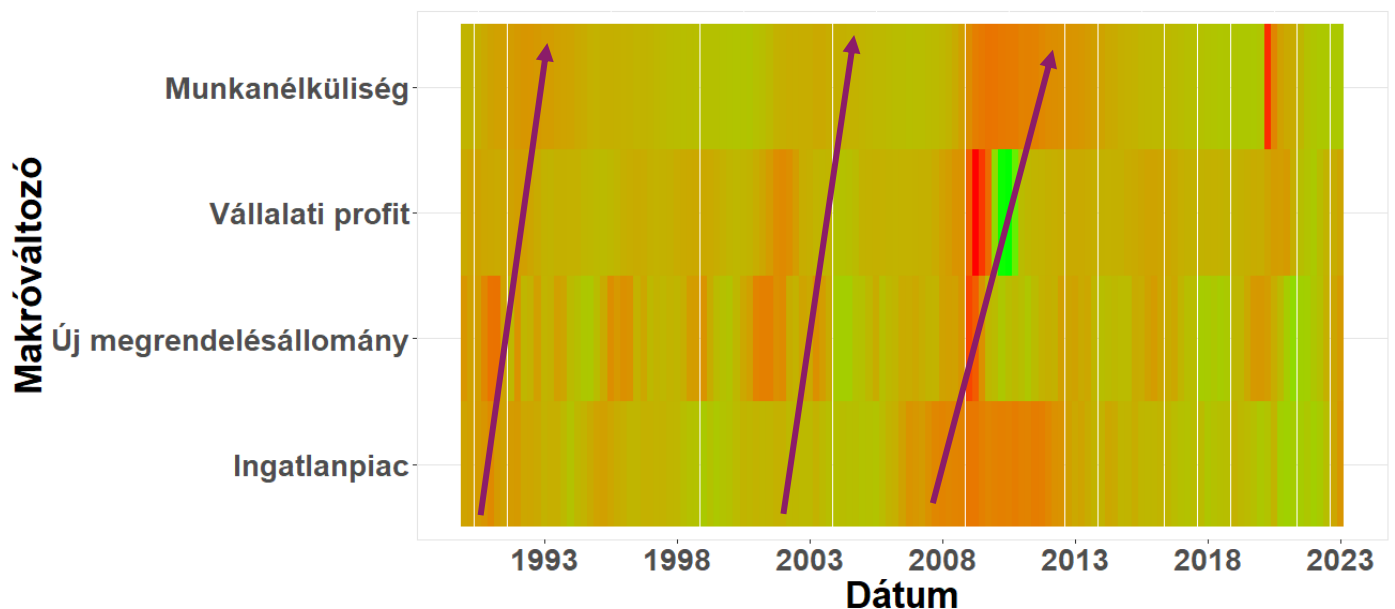
1. nem strukturális problémával szembesült a világ, szemben a 2008-as lakáspiaci és hitelezési válsággal.
2. a monetáris és fiskális ösztönzők elérték a G4 országok GDP-jének 3,2%-át, szemben a 2008-as 0,7%-kal.

A lenti hőtérkép azt mutatja be, hogy a fenti négy változó hogyan alakult 1989. óta. Komolyabb recesszió ebben az időszakban 1990/91; 2001; 2007/09 és 2020-ban volt, azonban a legvilágosabban a 2007/09-es visszaesésnél látható.

Először összeomlott a lakáspiac, amit az ISM (új ipari megrendelésállomány) követett. Ezután a vállalati profitok csökkentek és végül a munkanélküliség ugrott meg. A munkanélküliség a „leglassabb” mutató az összes közül, hiszen látható, hogy csak 2013-2014 körül kezdett visszatérni azokra az értékekre, amelyek 2007. előtt jellemezték.

A fenti sorminta a 2000/01-es időszakban is látható, azzal a különbséggel, hogy ekkor a lakáspiac nem lassult jelentősen.

1990/91-ben pedig az ISM új megrendelésállomány adatok mutattak nagy volatilitást, de a sorminta itt is felfedezhető: lakáspiaci csökkenés, ISM (új megrendelésállomány) csökkenése, a vállalati profitok (EPS) csökkenése és végül a munkanélküliség emelkedése. A ciklus neve pedig HOPE: Housing -> new Orders -> Profit -> Employment.



Forrás: Bloomberg, ISM, S&P Global, St. Louis Fred, MBH szerkesztés

Konklúzióink, hogy a recesszió esélyét nem söpörhetjük le az asztalról akkor sem, ha a rövidtávú piaci reakció sokszor azt mutatja, hogy javul a gazdaságok fundamentuma vagy azt, hogy a piaci szereplők megnyugodtak. Szinte minden döntést áthat a pszichológia, minél rövidebb az időhorizont, annál jobban elvonhatja a figyelmet a „zaj”.

Vállalati profitok az USA-ban

Kicsit időzzünk el a tőzsdei cégek profitkilátásai mellett, már csak azért is, mert október elején indult a 2023 harmadik negyedéves jelentésszezon.

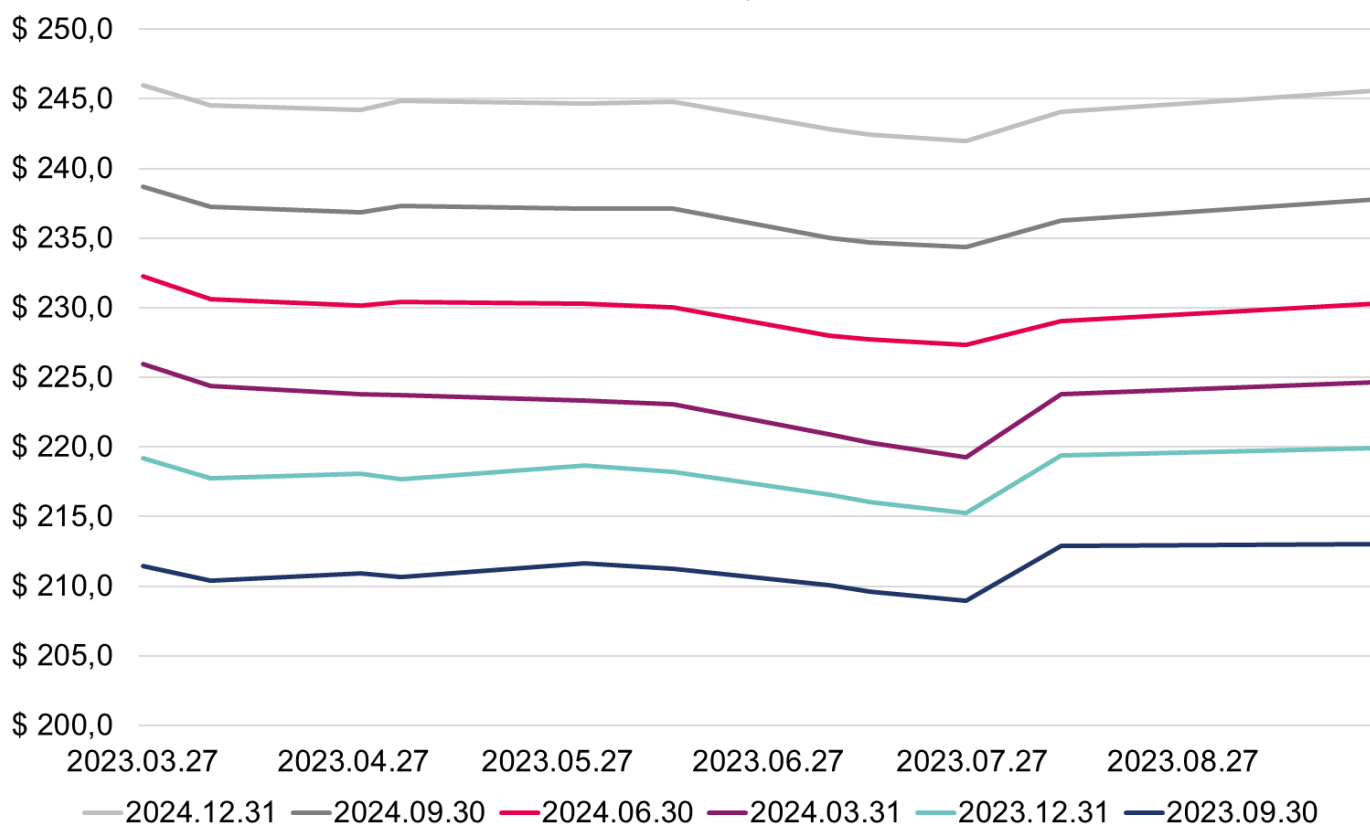
Az előrejelzések azt mutatják, hogy a harmadik negyedéves GDP a vártnál jobban is alakulhat majd, ezt pedig a tőzsdei vállalatok kommunikációja és előrejelzései is alátámasztják. Néhány példa: a Target már az augusztus végi gyorsjelentése során a nagyközönség elé tárta, hogy a júliusi és augusztusi boltforgalmak jól alakultak, amelyek már bőven a harmadik negyedév erősségét hangsúlyozzák.

A Walmart a Goldman Sachs 30. kiskereskedői konferenciáján osztotta meg a közönséggel, hogy jobb a fogyasztói helyzet, mint amit év elején vártak. A munkaerő, a bérek helyzete, a deflációs folyamatok segítettek abban, hogy a fogyasztók fellélegezhettek és mindemellett a nem ciklikus fogyasztási cikkek értékesítése is jól alakult, sőt a legnehezebb helyzetben lévő fogyasztók helyzete is javult.

A UPS a napokban tette közzé, hogy körülbelül ugyanannyi szezonális munkást vesz fel az ünnepi szezonra, mint amennyit 2022-ben. Ez azért fontos információ, mert a Covid-19 lezárása alatt az USA-kormány által a háztartásoknak jutott pénz döntő részét a legtöbb elemzőház szerint ez év közepére, őszére felélte a lakosság. A fenti vállalati példák azonban nem ezt erősítik.

Az S&P500 vállalatainak eredményelőrejelzése 2023. júliusa óta emelkedett. A lenti ábrán látható, hogy akkor szinte minden előrejelzési időpontra (2023. szeptemberétől 2024. év végéig) várhatóan javulni fog a vállalatok eredménytermelő képessége az SP Global elemzői szerint. Természetesen azt gyorsan le kell szögezni, hogy az elemzői várakozások az esetleg többségében átlagosan inkább túlzottan optimisták. A legfrissebb adatok szerint 2023. év végére aggregáltan 220 dolláros üzemi eredmény várható az S&P500 vállalataitól, míg 2024. év végére már kissé több mint 245 dollár.

Az S&P500 üzemi eredmény várakozása 2023-ban



Forrás: SP Global (spglobal.com), MBH szerkesztés

Nehéz olvasni a piacokat: EU

Az Európát is érintő magas inflációs környezet, a szigorú monetáris politika, az orosz-ukrán háború és az ebből is következő energiakrízis jelentős negatív hatással voltak a EU gazdaságára. Mérsékelt növekedés várható az eddigi évekhez képest, az Európai Bizottság előrejelzése alapján, 2023-ban 0,8%-os, 2024-ben pedig 1,4%-os GDP növekedés várható.²

A Covid-19 utáni időszakban az egész világon megfigyelhető volt, hogy inkább a szolgáltató szektor volt a húzóágazat, az Európában nagyobb szerepet játszó ipari szektor helyett. 2023. tavasza óta azonban a PMI adatok alapján gyengélkedni látszik a szolgáltató szektor is. Legjobban az ingatlanpiac és a feldolgozóipar gyengélkedett a szigorú monetáris politika miatt.

A belföldi kereslet érzékelhető gyengesége - különösen a fogyasztás terén - azt mutatja, hogy a legtöbb áru és szolgáltatás magas és folyamatosan növekvő ára komoly terhet jelent. A munkaerőpiac azonban továbbra is kedvező jeleket mutat, rekord alacsonyan van a munkanélküliségi ráta, folyamatos a foglalkoztatás bővülése és a bérek is emelkednek. A kiszámíthatatlan energiaárak is problémát okozhatnak Európa szerte.

² [European Economic Forecast. Summer 2023 \(Interim\) \(europa.eu\)](https://european-council.europa.eu/media/en/press-operations/infographic-117226.png)

2023-ban az Európai Bizottság előrejelzése alapján csökkenni fognak, de lassuló mértékben. 2024-ben azonban várhatóan újra növekedésnek indulhatnak a kiskereskedelmi energiaárak a növekvő olaj és gázárak hatására. Az EU országai eddig nagyban függtek az Oroszországból érkező földgáztól, azonban a háború kitörése óta egyre csökkentették ezt a függőséget. A 2021-es évi adatokhoz képest 2023-ra majdnem 80%-kal csökkent az Oroszországból importált földgáz mennyisége, amit nagyrészt az USA-ból érkező cseppfolyósított, és Norvégiából származó földgázzal pótolnak. Az EU országainak földgáztárolói jelenleg 90% fölötti töltöttségi szinten állnak, így nem valószínű, hogy az ellátásban problémák lépnek fel.³

Az orosz-ukrán háború jelentős hatást gyakorol a kontinens cégeire. Részben azért, mert a nemzetközi vállalatok jelentős része rendelkezik oroszországi és/vagy ukrain leányvállalattal. A szankciók miatt számos társaság függesztette fel oroszországi tevékenységét, vagy vonult ki végleg az orosz piacról. A működési eredményre és a pénzáramokra viszont jelentősebb befolyással volt a kivonulás.⁴ A háború a beszállítói láncok akadózásán, illetve az energia- és nyersanyagárak jelentős volatilitása miatt is érződik. Sok európai cég beszállítói között található orosz vagy ukrán gyárak, amik a jelenlegi helyzetben nem képesek a vevők igényeinek kielégítésére. Az infláció - legyen akár az alapanyagokkal, energiával, vagy a bérekkel kapcsolatban – növeli a működési költségeket, ami a marzsok romlása felé hathat.

Az Európai Központi Bank (EKB) a legutóbbi, szeptemberi kamatdöntő ülésén 25 bázispontos kamatemelést jelentett be, ezzel az irányadó betéti ráta 4 százalékra emelkedett. Az EKB a kamatdöntés után azt kommunikálta, hogy a jelenleg rendelkezésre álló adatok alapján a mostani kamatszint - ha megfelelően hosszú ideig fennmarad - jelentősen hozzájárulhat az inflációs cél eléréséhez. A kamatemelések ugyan véget értek, de a várhatóan tartósan magas irányadó ráta miatt a kötvényhozamok emelkedése töretlen. Szeptember végére például a 10 éves német állampapír hozama 12 éve nem látott szintre kapaszkodott. Ennek pedig negatív hatása van a részvények fundamentális értékére, mert hozzájárul a tőke költség növekedéséhez, aminek következtében pedig leértékelődnek a vállalati pénzáramok.

Vállalati profitok az EU-ban

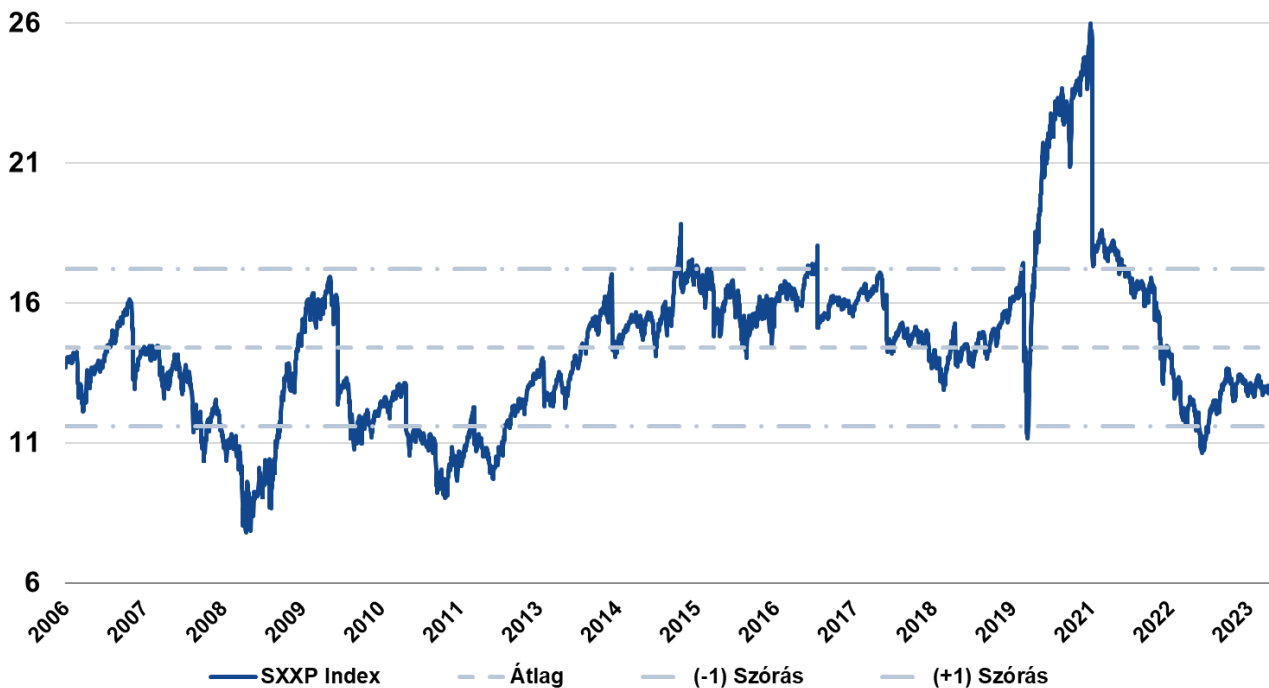
Az európai piacok jelenleg nagyon vonzó értékeltségen forognak, a Stoxx 600-as index 12,7-es előre tekintő P/E rátája több, mint 10 százalékkal a hosszútávú átlagos értékeltségi szint alatt van. Az alábbi grafikonon az értékeltség alakulása látható, az idei évben a P/E értéke nem változott jelentősen, annak is köszönhetően, hogy a Stoxx600-as index árfolyama az év nagy részében egy viszonylag szűk sávban oldalazott. A nyomott értékeltség alátámasztható azzal, hogy a következő negyedévekre vonatkozóan az elemzői konszenzus a vállalati eredmények visszaesését várja. Ezért rövidtávon a kedvező értékeltségi szint nem elég indok egy

³ [European natural gas imports \(bruegel.org\)](https://bruegel.org/en/european-natural-gas-imports/)

⁴ [European companies suffer €100bn hit from Russia operations | Financial Times \(ft.com\)](https://www.ft.com/content/2022/09/27/european-companies-suffer-100bn-hit-from-russia-operations)

részvénypiaci rally kialakulásához, de 2024. második negyedévéől már ismét növekedésnek indulhatnak a profitok. Ez az index emelkedését is segítheti, de egyelőre még érdemes türelmesnek maradni, mert az év hátralévő részében nagyobb a valószínűsége a további oldalazásnak, esetleg korrekciónak.

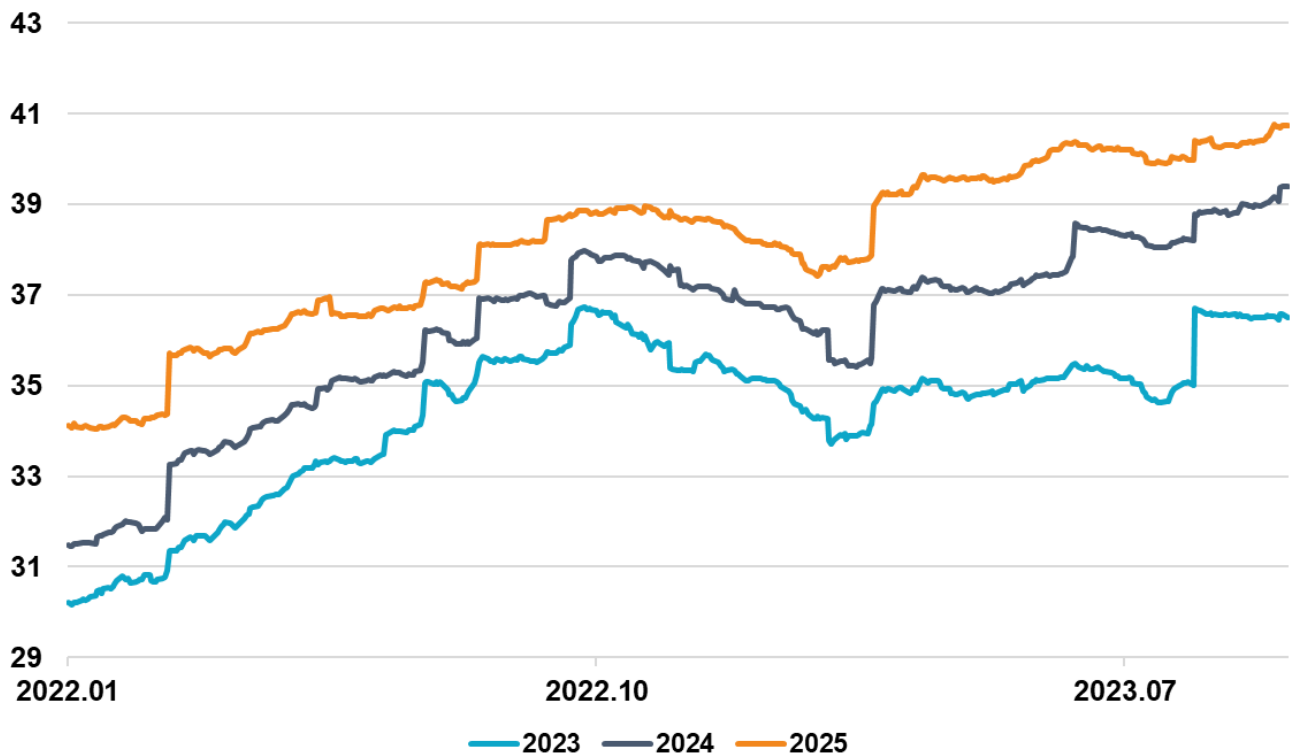
A STOXX600 forward P/E alapú értékeltsége



Forrás: Bloomberg, MBH

Az alábbi grafikonon a Stox600 indexnek az idei és a következő évekre várható összesített profitvárakozásainak az alakulása látható. Az idei évre vonatkozóan az eredménybővülés megtorpant, de 2024-ben és 2025-ben tovább nőhetnek az eredmények a Bloomberg elemzői konszenzusa alapján.

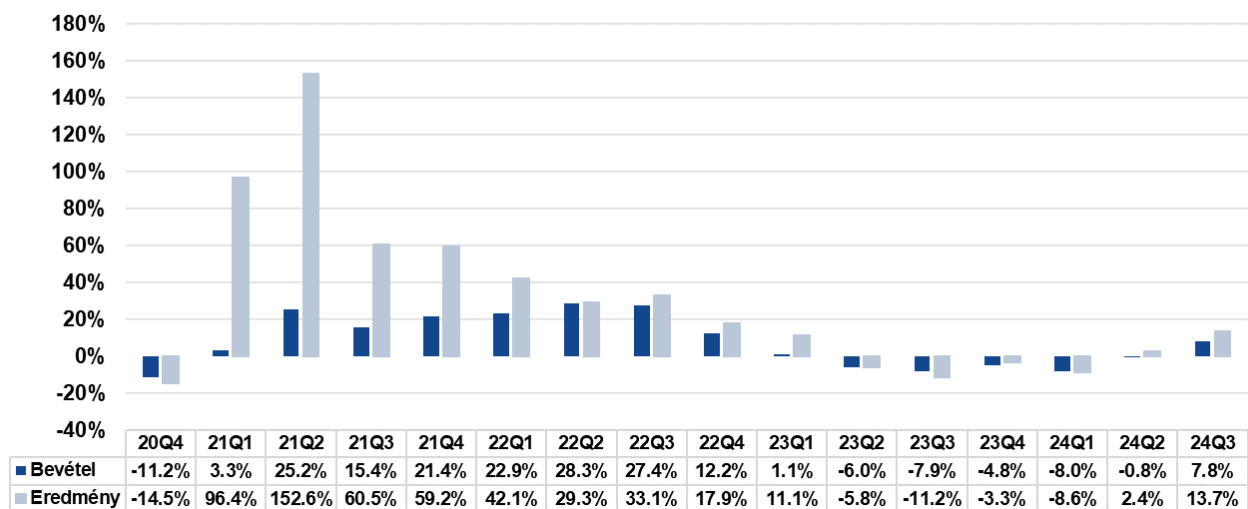
Stoxx 600 index eredményvárakozások alakulása



Forrás: Bloomberg, MBH

A második negyedévben több, mint két éve tartó sorozat tört meg, miután a Stoxx600 index vállalatának összesített bevétel-, és eredményszámai visszaesést mutattak. Legutoljára 2020. negyedik negyedévében volt eredménycsökkenés, majd ezt dinamikus bevétel és eredménybővülés követte. Most ismét megtört a trend, a második negyedév után a harmadik negyedévben is az eredmények csökkenése várható, először 2024. harmadik negyedévében várható ismét az eredmények bővülése.

Stoxx 600 negyedéves eredményvárakozások



Forrás: Factset, MBH

A német gazdaság 2023-ban gyengén teljesít. Az ország éves GDP növekedése az Európai Bizottság előrejelzéseiszerint 0,4%-kal csökkenhet az előző évhez képest. A reáljövedelmek csökkenésének hatására a háztartások fogyasztásai is megcsappantak, ez is nagy szerepet játszott a gazdasági növekedés megtorpanásában. Az orosz-ukrán háború miatt kialakuló energiakrízis jelentős negatív hatással volt az energiaigényes iparágakra. Ugyan az energiaárak a háború kitörése óta csökkentek, így is magasnak tekinthetők az Európán kívüli országokéhoz képest, ami rontja a versenyképességet a globális piacon.

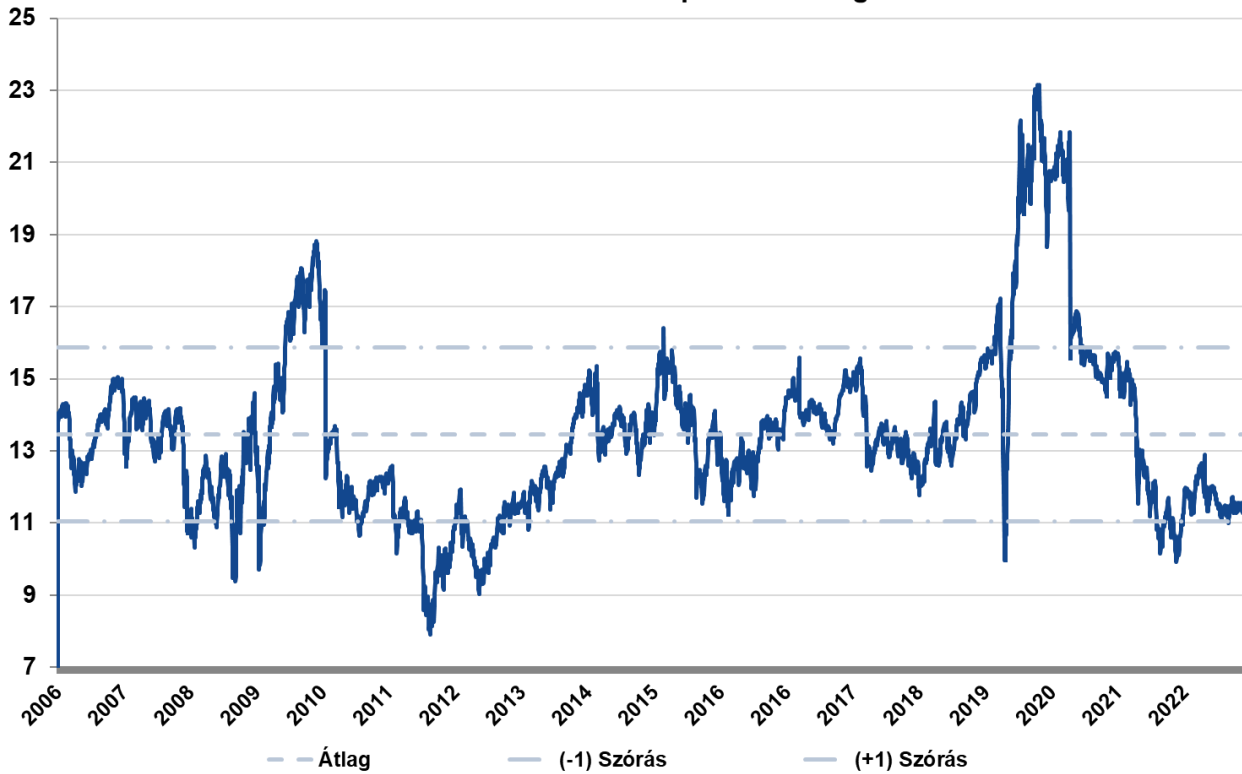
Németországban az előregedő munkaerő is problémát jelenthet a jövőt tekintve. A Bloomberg becslései szerint az elkövetkezendő évtizedben 7%-kal (~3 millió fő) csökkenhet a munkaerő-kínálat, ha a nyugdíjba vonuló dolgozókat nem tudják helyettesíteni. Az országnak évente 400.000 új dolgozóra van szüksége ahhoz, hogy a jelenlegi szintet tartani tudják. Az országba érkező bevándorlók nagy segítséget nyújthatnak ebben, azonban lassul a Közép- és Kelet-Európából Németországba vándorló szakképzett munkások száma, ahogy az életszínvonal ezekben az országokban növekszik.

Az iparágak közül a feldolgozóipar szenvedett a legjobban, azonban májusban a szolgáltató szektor is gyengélkedni kezdett, legfőképp a szállítás és logisztika, valamint a feldolgozóiparhoz tartozó szolgáltatások romlása miatt.

Alacsony értékeltség – növekvő profitok

Az elmúlt 10 év legalacsonyabb P/E alapú értékeltségi szint közelében mozog jelenleg a DAX. Rövidtávon a nyomott értékeltségi szintek ellenére nem látszik olyan katalizátor jelenleg, ami hirtelen fordulatot okozhatna az árfolyamban.

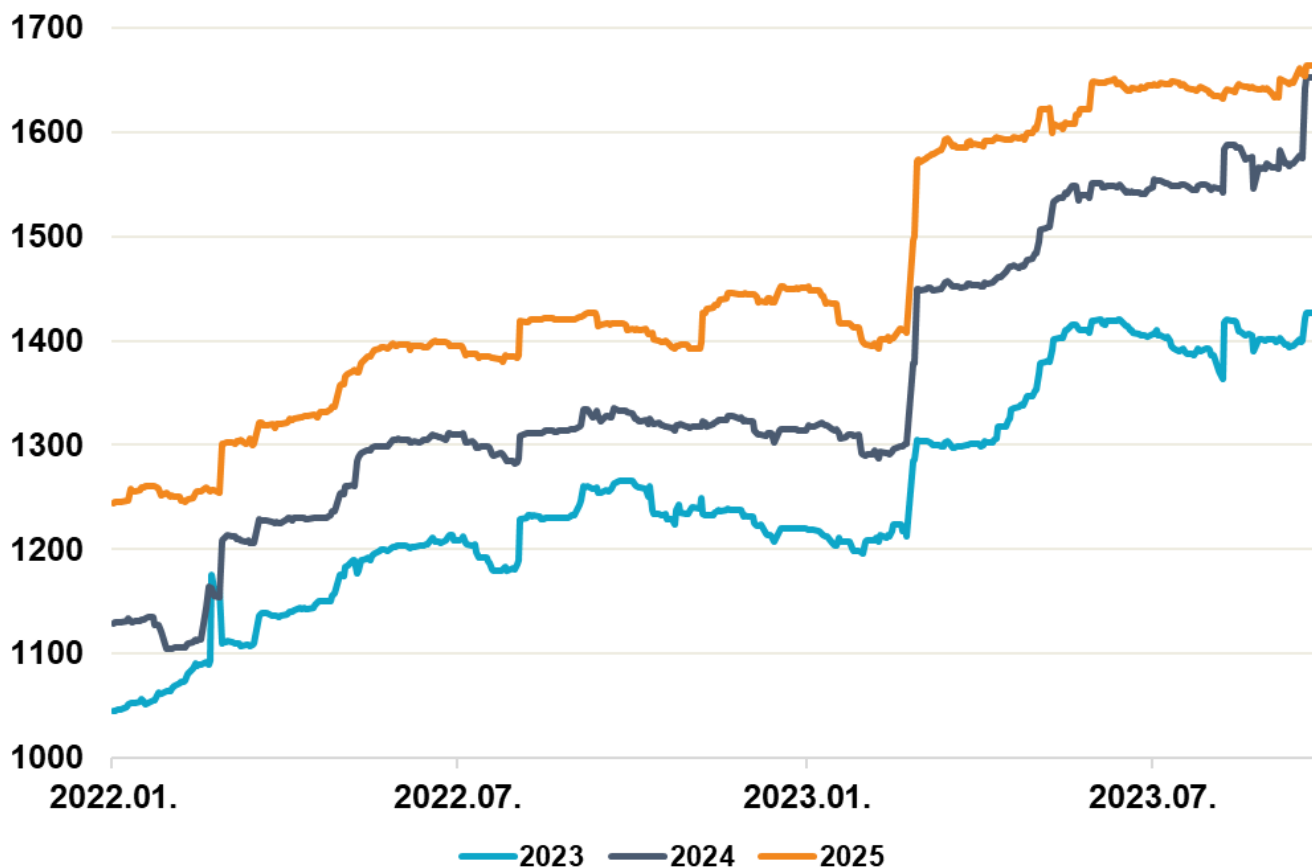
A DAX forward P/E alapú értékeltsége



Forrás: Bloomberg, MBH

Az alábbi grafikonon a DAX30 indexnek az idei és a következő évekre várható összesített profitvárakozásainak az alakulása látható. Az idei évre vonatkozóan az eredmények alakulása stagnál, de 2024-ben és 2025-ben tovább nőhetnek a profitok a Bloomberg elemzői konszenzusa alapján. 2024-ben a legtöbb európai piacnál magasabb eredménynövekedés várható, köszönhetően az indexben szereplő ipari és technológiai cégeknek, amelyek közel 50 százalékkal járulnak hozzá a várt növekedéshez. Ezek ellensúlyozzák a vegyipari cégek és közműszolgáltatók várható gyengélkedését, illetve az is előny, hogy energiaipari kitettség nem található a DAX-ban.

Dax30 index eredményvárakozások alakulása



Forrás: Bloomberg, MBH

A német piac jelentős kínai kitettséggel is rendelkezik, így az ázsiai ország gazdasági teljesítményének idei és jövő évi alakulása kulcsfontosságú lesz több DAX tag számára is. A kínai újra-nyitás lendületéből az ázsiai kitettséggel rendelkező tagok nem igazán tudták kivenni a részüket, a társaságok nyereségének alakulása elmaradt az index átlagos növekedési számaitól.

A DAX index 40 tagja közül 17 tag bevételének származik több mint 20 százaléka Nyugat-Európából, többségük az ipar, autóipar és vegyipar területén tevékenykedik, amelyek teljesítménye szorosan korrelál a gazdaság teljesítményével.

Az európai és a német piacon tapasztalható gazdasági lassulás ellenére a DAX indexben szereplő ipari vállalatokat három fő katalizátor segítheti a következő években: zöld és digitális átmenet (Siemens), az utazás globális fellendülése (Airbus), és az orosz-ukrán háború kapcsán a védelmi ágazat növekedése (Rheinmetall, Airbus).

Összefoglalva az látható, hogy rövidtávon a fundamentális és a technikai kép is a DAX index további esésére utal. A 2024-re és 2025-re vonatkozó eredményvárakozások azonban továbbra is stabil eredménynövekedést mutatnak. Az európai piacok alacsony értékeltsége egy jó katalizátor lehet abban az esetben, ha a

gazdaságban ismét a fellendülésre utaló erős makrogazdasági adatok érkeznek és ez a negyedéves vállalati eredményekben is megjelenik.

Technikai kép: DAX

A DAX index grafikonját górcső alá véve az látható, hogy szeptember utolsó hetében március óta nem látott mélypontra esett. Szeptember 25-én fontos szintek estek el, miután a 15.500 pontnál található támasz és a 200 napos mozgóátlag alá került. Ezzel megnyílt a tér a további esés előtt, a következő erős szint 14.600 pontnál található.



Forrás: Investing

Az alábbi (heti bontású) charton látható, hogy a DAX index 2007. óta egy emelkedő trendcsatornában mozog. Utoljára 2021. végén érintette meg az árfolyam a csatorna felső szélét, ahonnan 2022. októberéig tartó, közel 30 százalékos korrekció következett. Idén nyáron ismét megközelítette a DAX a csatorna tetejét, de nem sikerült megérintenie, mert augusztus-szeptember során korrekció indult. A hosszútávú chart alapján is van tere a további csökkenésnek. A késsel jelölt téglalap teteje a fentebb már említett 14.600 pontos szint, a téglalap alsó része pedig 13.900 pontnál található. A 13.900-14.600 pont közötti szint egy erős támaszszóna. **Rövidtávon inkább a további korrekciós mozgás lehet a meghatározó, de a hosszabb távú kép inkább az emelkedő trend folytatódására utal, ha sikerül az említett támaszszónából ismét elindulnia felfelé az indexnek.**



Forrás: Investing

Technikai kép: STOXX600

Az európai piac lekövetésére jól használható Stoxx600 index március és szeptember vége között 445-472 pont között oldalazott, majd október elején a szint elesett. Az oldalazást tavaly október és idén március között egy erőteljesebb emelkedő hullám előzte meg, majd kifulladt a rally és megtorpant az árfolyam. Az indexnek a történelmi csúcsa 495 pontnál húzódik, ettől a szinttől messze van az árfolyam és több erős ellenállás is található még a csúcspont előtt. A szint törésével a 435 pontos támaszig van tere az esésnek. A technikai kép alapján jelenleg nem látható vételi erő az indexben, az év végéig nagyobb a valószínűsége az oldalazásnak, illetve a támasz törésével a további csökkenésnek.



Forrás: Investing

Technikai kép: S&P500

Az S&P 500 egy fontos szinthez ért a lokális csúcs utáni korrekcióban. A tavaly ősztől tartó emelkedő trend megtartásához fontos lenne, hogy a kurzus a trendvonal fölött tudjon maradni és a 4.300-as szint fölé visszaemelkedjen. Ha ez nem sikerül akkor legközelebb a 4.175 dolláros szint nyújthat támaszt és foghatja meg egy nagyobb eséstől.



Forrás: Investing

Technikai kép: Nasdaq100

A Nasdaq év eleje óta szépen szárnyalt, a technológiai szektor növekedésének köszönhetően. A 16.000 pontos szinten azonban a nyár közepén egy lokális csúcsot formált és azóta egy kisebb korrekcióba kezdett. A 14.900-as szint egy fontos havi támasz szint, ha felette tud maradni a kurzus, akkor akár szóba jöhet a 16000-es csúcstámadás is. Ha a szint és a felfelé ívelő trendvonal is elesik, akkor legközelebb a 14.300-as és 13.650 pontok szintek nyújthatnak támaszt.



Forrás: Investing

A jelen kiadvány készítői

Debreczeni Csaba

Senior tőkepiaci elemző

Debreczeni.Csaba@mbhbank.hu

Rácz Balázs

Senior tőkepiaci elemző

Racz.Balazs@mbhbank.hu

JOGI NYILATKOZAT

1. Jelen kiadványt az MBH Bank Nyrt. (székhely: 1056 Budapest, Váci u.38.; cégjegyzékszám: Fővárosi Törvényszék Cégbírósága, Cg. 01-10-040952; tev. eng. sz.: III/41.005-3/2001.; a Budapesti Értéktőzsdé tagja; felügyeleti hatóság: Magyar Nemzeti Bank 1013 Budapest, Krisztina körút. 55. sz.; továbbiakban: a Bank) készítette.
2. Jelen kiadvány a 2014/65/EU irányelv, és a Bizottság (EU) 2017/565 felhatalmazáson alapuló rendelete alkalmazásában marketing közleménynek minősül. Felhívjuk a figyelmet arra, hogy a jelen kiadvány nem minősül a Bizottság (EU) 2017/565 felhatalmazáson alapuló rendelete szerint a befektetéssel kapcsolatos kutatás követelményeinek megfelelő befektetési elemzésnek. A jelen dokumentumban közölt megállapítások nem objektív és nem független magyarázatot tartalmaznak. Felhívjuk a figyelmet arra, hogy a jelen marketingközleménynek minősülő dokumentum nem a befektetéssel kapcsolatos kutatás függetlenségének előmozdítását célzó jogi követelményeknek megfelelően készült és nem érinti a befektetéssel kapcsolatos kutatás terjesztését, közzétételét megelőző kereskedésre vonatkozó tilalom. A kiadványban foglalt adatok tájékoztató jellegűek, és a jelen tájékoztatás nem teljes körű.

3. A jelen kiadványban szereplő információk nem minősülnek vételi vagy eladási ajánlatnak, sem befektetési tanácsadásnak, sem befektetésre, jegyzésre, szerződéskötésre vagy kötelezettségvállalásra történő ösztönzésnek, felhívásnak, ajánlattételnek, továbbá nem minősül adótanácsadásnak. A tájékoztatás nem teljes körű, a kiadványban foglalt adatok tájékoztató jellegűek. A kiadvány nem minősül befektetési tanácsadásnak, abban az esetben sem, ha a dokumentum bármely része egyes pénzügyi eszköz vonatkozásában annak lehetséges árfolyam-, hozam-alakulásával kapcsolatos ismertetést tartalmaz. Jelen dokumentum nem veszi figyelembe az egyes befektetők egyedi igényeit, körülményeit és céljait, így személyre szóló ajánlás hiányában nem minősül befektetési tanácsadásnak.

A Bank kizárja a felelősségét a kiadványban foglaltak esetleges befektetési döntésként való felhasználásáért, a konkrét egyedi befektetési döntésekért, az ebből eredő következményekért, így nem vállal felelősséget a befektető ezen kiadványban foglaltak alapján hozott döntései következtében, vagy őt azzal bármilyen egyéb összefüggésben érő esetleges károkért, veszteségekért.

4. A kiadványban szereplő információk hitelesnek tartott forrásokon alapulnak, azonban az információk valóságáról, pontosságáról, helytállóságáról és teljességéről a Bank biztosítékot nem kapott, ezért a dokumentumban leírtak teljességével és pontosságával kapcsolatban sem a dokumentum készítői, sem a Bank felelősséget nem vállalnak. A kiadványban megjelölt tartalmak és vélemények a kiadványt készítő szakembereknek, a kiadvány elkészítésének időpontjában fennálló piaci körülmények alapján kialakított, megítélését tükrözik, amelyek újabb információk, a piaci viszonyok, gazdasági körülmények változása esetén külön értesítés és figyelmeztetés nélkül megváltozhatnak. A Bank fenntartja a jogot, hogy a jövőben előzetes értesítés nélkül módosítsa a jelen dokumentumban foglalt megállapításokat.
5. Az árfolyamok, hozamok, egyéb adatok múltbeli alakulásából nem lehetséges a jövőbeni árfolyamokra, hozamra, illetőleg teljesítményre vonatkozó egyértelmű és megbízható következtetéseket levonni. A befektetőknek önállóan (vagy független szakértő igénybevételével) kell felmérniük és megérteniük az egyes pénzügyi eszközök és befektetési szolgáltatások lényegét, valamint kockázatait. Javasoljuk, hogy a befektetők a befektetésre vonatkozó döntés meghozatala előtt az adott pénzügyi eszközre és a befektetési szolgáltatásra vonatkozó üzletszabályzatot, tájékoztatót, egyéb szerződéses feltételeket, hirdetményeket, kondíciós listát figyelmesen olvassák el, mert csak ezen dokumentumok és információk ismeretében dönthető el, hogy a befektetés összhangban áll-e a befektető kockázattűrő képességével és befektetési céljaival, továbbá körültekintően mérlegelje befektetése tárgyát, kockázatait, a díjakat, költségeket és a befektetésekből származó esetleges veszteségeket, károkat! Javasoljuk továbbá, hogy tájékozódjon a termékkel, befektetéssel kapcsolatos adójogi és egyéb jogszabályokról, valamint a befektetésre vonatkozó döntésének meghozatalát megelőzően forduljon munkatársainkhoz, vagy keresse fel banki tanácsadóját!

További tájékoztatás elérhető a Bank fiókjaiban, valamint az mbhbank.hu honlapon.

6. A Bank jogosult a kiadványban szereplő eszközök vonatkozásában árjegyzési, egyéb befektetési szolgáltatási tevékenységet vagy kiegészítő szolgáltatást nyújtani.

A Bank továbbra is jogosult jóhiszeműen és a piacképzés szokásos módja szerint a jelen dokumentumban szereplő pénzügyi eszközök vonatkozásában kereskedésre, ügyletkötésekre vagy kereskedésre árjegyzőként az árjegyzés szokásos menete szerint, valamint egyéb befektetési tevékenységet vagy kiegészítő szolgáltatást, illetve egyéb pénzügyi vagy kiegészítő pénzügyi szolgáltatást nyújtani a kibocsátónak és egyéb személyeknek.

7. A Bank rendelkezik a befektetési szolgáltatási tevékenységekkel kapcsolatosan potenciálisan felmerülő összeférhetetlenségi helyzetek leírására, illetve az ilyen helyzetek kezelésére vonatkozó Összeférhetetlenségi Politikával, illetve a bank-és értékpapírtitoknak minősülő adatok kezelésére és átadására vonatkozó belső szabállyal.
8. Jelen kiadvány a szerzői jogról szóló 1999. évi LXXVI. törvény szerinti védelem alatt áll, ezért kizárólag a Bank előzetes írásbeli engedélyével lehet azt többszörözni, terjeszteni, egyéb módon nyilvánosságra hozni, valamint felhasználni. A Bank valamennyi szerzői jogon alapuló jogát fenntartja.
9. Ezt az üzenetet azért kapta, mert korábban feliratkozott hírlevelünkre vagy hozzájárult ahhoz, hogy Önt a Bank marketingcélú üzenetekkel megkeresse. Amennyiben a továbbiakban nem kíván tájékoztatást kapni az MBH Banktól, megadott hozzájárulását bármikor ingyenesen visszavonhatja. A vonatkozó adatkezelésekről, illetve az Önt megillető jogokról, azok gyakorlásának módjáról, valamint a jogorvoslati lehetőségekről további tájékoztatást az mbhbank.hu honlapon található adatvédelmi irányelvekben, illetve az [Adatkezelési Tájékoztatóban](#), valamint a 06 80 333 660-as zöld számon kaphat. Amennyiben nem kíván a továbbiakban híreket, üzleti ajánlatokat kapni, hozzájárulását bármikor ingyenesen visszavonhatja a telebankar@mbhbank.hu e-mail címen, illetőleg a 06 80 333 660-as zöld számon. Hozzájárulását visszavonhatja postai úton is az MBH Bank Nyrt., 1134 Budapest, Kassák Lajos u. 16-18. címére küldött nyilatkozatával, amelyen kérjük, hogy jól olvashatóan tüntesse föl nevét, lakcímét és azt, hogy a közvetlen üzletszerzési célú (direkt marketing) megkeresések tiltását kéri. Az adatkezelésre vonatkozó tájékoztatás és az adatkezelési irányelvek elérhető a bankfiókokban és az mbhbank.hu honlapon.

10. Az alkalmazott értékelési eljárások:

Technikai elemzés

A technikai elemzés alapján egy pénzügyi instrumentum múltbeli árfolyammozgásaiból készített grafikonból vonhatók le következtetések az árfolyam jövőbeli irányát illetően. A technikai elemzés az instrumentum várható mozgásával kapcsolatos előrejelzéseket fogalmaz meg. Ehhez számos eszköztár áll rendelkezésre, de alapvetően négy fő csoportot lehet megkülönböztetni. A japányertya- és trendelemzést, a grafikonokon vizsgált alakzatokat és a matematikai formulából álló indikátorokat.