

Orosz-ukrán konfliktus – Elemzés

Jelentős tőkepiaci kilengéseket láttunk a piacokon azt követően, hogy február 24-én hajnalban Oroszország szerint „különleges katonai művelet”, az EU és a NATO tagországok szerint viszont háború indult meg ukrán területek ellen.

A tőkepiaci mozgások kapcsán fontos megjegyezni, hogy maga a háborús kockázat már hetekkel korábban jelen volt a globális tőkepiacokon, ám ennek jelentősebb beárazása azonban csak a hét elején, az orosz lépéseket követően indult el. **A február 24-ét követő hirtelen árfolyammozgások azt tükrözik, hogy a befektetők többsége nem számolt egy nyílt, háborús konfliktussal és annak gazdasági, tőkepiaci hatásaival.**

A jövőt illetően számos olyan kérdés van, amely túlmutat ezen az anyagon, viszont meghatározó a konfliktus lefolyását, illetve gazdasági, tőkepiaci hatásait illetően. **Ezek nehezen és/vagy csak óriási hibahatárral számszerűsíthetők. A helyzet költői túlzással percről percre változik.**

A mi, kelet-európai térségünknek már csak a földrajzi közelsége miatt is negatív az esemény, de az azzal járó gazdasági lépések (szankciók) valószínűleg a globális gazdaságon is nyomot fognak hagyni. Az egyes tőkepiaci termékek árváltozása sok esetben nem egyértelmű, hiszen a befektetők, kereskedők, fedezők, spekulánsok is hiányos információk birtokában próbálják kitalálni a következő lépést. (Ez persze minden kereskedési időszakban igaz, de most különös tétje van a dolgoknak).

Az eseményeket követően **a régiós devizák, részvények és kötvények jelentősebb eladási nyomás alá kerültek**, melyek hatása átgyűrűzik az inflációba, az egyes kormányok finanszírozhatóságába, a vállalatok működésébe, hogy csak néhányat említsünk.

Hazai makrogazdasági kitekintés

A hazai gazdasági növekedés tekintetében fontos figyelembe venni az idei évre jellemző kiindulási helyzetet: hazánkat stabil fundamentumok jellemezték, 2021-ben megtörtént a járványhelyzet utáni visszarendeződés, 7,1%-os volt a gazdasági növekedés (a 2020-as 5%-os visszaesés után).

A Takarékbank és az MKB közös előrejelzése: 6% körüli bővülésre számítottunk 2022. januári előrejelzésünkben 2022-re (a frissített előrejelzés várhatóan április közepén jelenik meg, amelyben már a konfliktushelyzet és a gazdasági környezet negatív változásai is tükröződnek majd).

2022-ben az MNB adatai alapján: gazdasági növekedés az első másfél hónapban 7,5-8,5% körül alakulhatott a magasfrekvenciás adatok alapján. Ezután az időszak után a gazdasági növekedés mérséklődése következhetett be. Ugyanakkor az első negyedéves GDP-bővülést az első két hónap lendülete még felfelé húzhatja.

2021. negyedik negyedévének lezárása után fontos változást hozott a gazdasági környezetben a 2022. február végén kibontakozó orosz-ukrán konfliktus. A geopolitikai konfliktusok hozzájárulnak a növekedési kilátások bizonytalanságához. A 2022. első két hónapjában kibontakozó kedvező gazdasági kilátásokat felülírta a konfliktus.

Az európai és benne a hazai gazdaság nem a két ország külkereskedelemben betöltött súlya miatt tapasztalhat borúsabb növekedési kilátásokat és fokozódó inflációs nyomást. A konfliktus, és az arra adott válaszreakcióként bevezetett európai és amerikai szankciók stratégiai fontosságú iparágakat érintenek és fokozzák a már hónapok óta fennálló kereslet-kínálati súrlódásokat. A folyamat egy intenzívebb inflációs nyomás irányába hat, az alapanyagok hiánya és az árnyomás a termékek korábbinál szélesebb körére terjed ki.

Orosz-ukrán konfliktus gazdasági hatásai

Egyrészt fontos, hogy van egy elég erős áthúzódo gazdasági lendület tavaly év végéről, amihez hozzájárul a bázishatás a tavalyi második/harmadik járványhullám okozta lezárások miatt (2021 Q1). Emellett a lakossági transzferek (például: adóvisszatérítés, egyéb költségvetési ösztönzők, családtámogatási elemek) és az erős bérdinamika vélhetően hajtani fogja a fogyasztást, még ha óvatosabb is lesz a lakosság, és magasabb lesz az infláció (utóbbi mutató a megemelkedő törlesztőrészeket keresztl és közvetlenül is a fogyasztás fékezése irányába hat).

2023-24-től pedig újabb jelentős ipari kapacitások lépnek be, ami 2024-2025 körül egészen biztosan ad még egy lökést a gazdaságnak. A bérfelzárkózás még az évtized végéig eltarthat, ez is húzni fogja a gazdaságot, persze nem marad fent az ideai bérdinamika, inkább 7,5-8% közé áll be, de ez is reálbérnövekedést fog jelenteni a következő években. A munkanélküliség biztosan alacsonyabb lesz, eleve munkaerőhiány van, ami miatt csökkenni fog a munkanélküliség. Tavaly 4,1% volt az átlagos munkanélküliségi ráta.

- Fontos azt is látni, hogy a bérdinamika a hazai gazdaságban nagyon függ az aktuális politika döntést jelentő minimálbérszintektől, ami jelentős szórást mutatott az infláció épp aktuális szintje és 20% között, így amíg a meghatározó elvek nem ismertek, nehéz pontosan megbecsülni.
- A munkanélküliség alakulása jelenleg szintén több kérdést vet fel. A koronavírus-járvány által okozott gazdasági stresszhelyzetben a különböző hullámok alatt megjelentek a 8%-os munkanélküliségre vonatkozó várakozások, amelyek utólag nézve teljesen irreálisak voltak, mivel maximumon pörgött a monetáris és a fiskális ösztönzés is. A munkanélküliség jelenleginél (3,7-4,2%) markánsabb magas szintje (8%) most is irreális, viszont a járványhullámok alatt szinte meg se mozduló ráta a későbbiekben emelkedhet.
- A jelenleg kialakulni látszó új vállalati és lakossági kamatszintek, a leálló gazdasági ösztönzők, a hazai állami beruházások egy részének leállítás – és a költségvetés esetleges kiigazítása az év második felében –, valamint a visszaszoruló monetáris és fiskális stimulus hiányában nagyon kis valószínűséggel elképzelhető, hogy a járvány okozta stressznél valamivel gyengébb gazdasági aktivitást és munkanélküliségi számokat látunk (akár tartósabban is).

A fentiekén túl több tényezőt szükséges figyelembe venni, a közvetlen és a közvetett hatásokat. Előbbi kisebb mértékben érintheti hazánkat, a külgazdasági kapcsolatok

alacsony aránya miatt, míg a közvetett hatások leginkább az infláción keresztül gyűrűzhetnek be.

Inflációs hatások:

Az orosz-ukrán háború érdemben felülírja az inflációs – és gazdasági – kilátásokat, amelyeknek a hatása még **nem megbecsülhető**. A háború kitörése óta **a gáz-, áram-, és olajárak elszálltak**, amelyek már azelőtt is komoly nehézséget okoztak a gazdasági élet szereplőinek, attól függetlenül, hogy a lakosság és a mikro-, kisvállalkozások igénybe vehetik az egyetemes szolgáltatási árakat, amelyek nem változtak. Igen komoly hatása lehet **a búzaárak 50-70%-os elszállásának**, aminek a hatása **jelenleg kiszámíthatatlan**.

A gabonakiviteli korlátozások némileg fékezhetik a nemzetközi piaci hatásokat, amíg a jelenlegi alacsony volumenű kereskedelem folyik, azonban kérdés, hogy az aratás utáni főszezonban milyen árak érvényesülnek. Jelentős kockázatot jelentenek az idei ukrain vetéssel kapcsolatos bizonytalanságok is. Ugyanakkor kisebb mértékben tovább drágult a kukorica, jelentősen drágult a napraforgó, amelyeknek szintén igen jelentős hatása lehet az inflációra. Érdemben drágultak más nyersanyagok is, elsősorban az ipari fémek.

Az egyre tartósabbnak ígérkező magas infláció miatt **szükséges volt a kamatemelési ciklus elindítása**, ráadásul még további **felfelé mutató kockázatot** jelentenek **a nyersanyagárak másodkörös hatásai**, az újranyitás miatt felrobbanó kereslet, amit a kínálat lassabban tud követni, illetve a munkaerőhiány miatt várhatóan **érdemben megugró bérek is, így az MNB folytathatja a kamatemelési ciklust**.

Noha a hazai háztartási energiaárak feltehetően nem változnak a közeljövőben, **az öt-tízszeresére ugró gázárak és áramárak** számos ágazatban, és szinte minden ipari folyamatban megjelenhetnek, így a pékáruktól, a vendéglátástól az élelmiszertermeléshez szükséges műtrágyáig jelentős mértékű drágulást okozhat. Az inflációban ugyanakkor jelen vannak **egyszeri tényezők** is, mint a dohánytermékek jövedéki adóemelése, ami önmagában 1,2 százalékponttal növelte az inflációt, a tavalyi év végétől idén áprilisig pedig két lépésben ugyanennyivel **mérsékelni fogja az inflációt**.

A következő hónapokban - óriási bizonytalanságok mellett – a bázishatások miatt talán mérséklődhet az infláció, azonban a számos terméket érintő nemzetközi hatások miatt messze magasabb lesz, mint amire korábban számítani lehetett, akár a további emelkedés sem kizárt.

A vártnál jóval szélesebb körű, és meredekebb áremelkedések hatására az idei inflációs várakozásunkat **7,5%-ra emeltük márciusban**, de az infláció ennél sokkal magasabb is lehet, amit **a globális alapanyag-, nyersanyag-, alkatrészhiány, a nemzetközi szállítási árak elszállása és a globális energiaválság okoz**. Az inflációra emellett a **jelentős béremelések**, a bérköltségek érdemi növekedése, a **lakosság többletjövedelmei** miatt várható keresletélénkülés is kockázatot jelent. Kockázatot jelent az árkorlátozások esetleges megszűnése is, amely jelentős ársokkot okozna.

A tartós fogyasztási cikkek árait jelentősen növeli a nyersanyagárak elszállása, az alkatrészhiány, a szállítási költségek elszállása is, az új autók árának emelkedését azonban a lényegesen magasabb műszaki tartalom is befolyásolja. A faárak elszállása érezteti hatását a bútörárakban is.

A széleskörű áremelkedést tükrözi, hogy az időjárási tényezők, a klímaváltozás, a zöld átállás, valamint egyes geopolitikai feszültségek miatt még a gyapot és a cellulóz ára is megugrott, ami a ruházati és papírtermékek árát növeli. A lakberek és más piaci szolgáltatások árnnövekedése is gyorsul. Az **üdülési szolgáltatások** árait jelentősen mérsékelték a járvány második hulláma miatt meghozott újabb utazási korlátozások és az idegenforgalom ismételt zuhanása, míg a korlátozások feloldása után érdemben növekedtek, **a közeljövőben pedig az energiaköltségek és az élelmiszerek drágulása, valamint a munkaerőhiány miatt erősödő bérverseny okán várható további áremelkedés.**

Az elmúlt időszakban ellentétesen alakultak az élelmiszerárak, a sertés, és általában a feldolgozott húsrak tavaly többnyire csökkentek, ugyanakkor a gabona- és takarmányárak elszállása előbb-utóbb megjelenik a fogyasztói árakban is. A katasztrofális tavalyi gyümölcstermés miatt elszálltak a gyümölcsárak, ez azonban tavaly már kiesett a bázisból, a búzaárak emelkedése miatt azonban meredeken emelkednek a liszt és a pékáruk árai.

Jegybanki reakciók:

A jegybankok reagáltak a magas inflációra (az eurózóna inflációja [februárban](#) 5,8%-kal emelkedett év/év alapon a januári 5,1% után. A hazai árnyomás [februárban](#) 8,3%-ra emelkedett év/év alapon a januári 7,9%-ról.) Az ECB [márciusi](#) kamatdöntő ülésén még változatlanul hagyta az eurózóna kamatkondícióit, ugyanakkor a jegybank felgyorsította a hagyományos eszközvásárlási programjának (APP) kivezetési ütemét, amely júniusban zárulhat, kamatemelésre legkorábban ezután kerülhet sor.

A Magyar Nemzeti Bank a február végétől kibontakozó folyamatokra reagálva [március](#) 8-án 100 bázisponttal 6,4%-ra emelte a kamatfolyosó felső részét jelentő O/N hitel kamatát, miközben az alapkamat és az O/N betét kamata nem változott. Ezt követően az MNB március 22-i kamatdöntő ülésén 100 bázisponttal 4,40%-ra emelte az alapkamatot. A kamatfolyosó két szélét is 100 bázisponttal emelte a jegybank, így azok 4,40%-ra, illetve 7,40%-ra módosultak. Az MNB március 24-én 6,15%-on hirdette meg az egyhetes betéti tenderét, ami 50 bázispontos effektív kamatemelést jelent a két héttel korábbihoz képest (március 10-én 50 bázisponttal 5,85%-ra, míg március 3-án 75 bázisponttal 5,35%-ra emelte az egyhetes betét kamatát). A magas infláció visszafoghatja az ideai lendületes gazdasági növekedést, mind az európai, mind a hazai gazdaság tekintetében.

Meddig emelkedhetnek a kamatok?

A háború első napjai igen erőteljes turbulenciákat okoztak nemcsak a pénz- és tőkepiacokon, hanem az áruipiacokon is. A forint a régiós devizákkal együtt meredeken gyengült, érdemben fokozva az inflációs aggodalmakat, miközben egyes nyersanyagok, energiahordozók, gabonatermékek árai is szignifikánsan emelkedtek. A pénzpiaci volatilitás és az inflációs félelmek enyhítésére a régiós jegybankok

nyíltpiaci intervenciókkal, illetve az MNB az egyhetes betét váratlan emelésével válaszolt. Az utóbbi napokban azonban jelentősen lefelé korrigáltak a nyersanyagárak, valamint a forinttal együtt nagyrészt visszaerősödtek a régiós devizák, noha a háború előtti szinteket még csak megközelíteni sikerült. Mindezek enyhítik a háború első napjaiban látott inflációs nyomást és kockázatokat.

A háború végkimenetelét természetesen még nem tudjuk, és azt sem, ha tényleg eljön a béke, akkor milyen gyorsan tudnak rendeződni a nyersanyagszállítások (gondoljunk az ukrainai kikötőkben bent ragadt, több millió tonna gabonára). Ezért még nagyon sok a bizonytalanság. Mindenesetre az egyhetes betéti kamat már nagyon közel kerül a korábbi 6,5%-os várakozásunkhoz, a piaci árazások (a határidő kamat megállapodások alapján) 7,5%-ig várják jelenleg az irányadó kamatot, de ez is gyorsan változhat. Jelenleg arra számítunk, hogy az egyhetes betéti kamat legfeljebb 7%-ig emelkedik, az alapkamat pedig a nyár elején érheti el az irányadónak számító instrumentum szintjét.

A jelenlegi várakozásaink szerint a hosszú kamatok legfeljebb csak kismértékben emelkednek. A piaci árazások szerint az idei csúcs után lassan, fokozatosan normalizálódhat az infláció, ami megegyezik az inflációs előrejelzésünkkel is, így az idei kamatemeléseket követően a jövő év második felétől már elkezdhet ereszkedni a kamat, ezért alapvetően nem számítunk a hosszabb kamatok emelkedésére.

A jelenlegi IRS görbe és részben a referencia hozamgörbe inverz, és ez egyelőre így is marad. A rövid oldal a kamatemelések hatására még emelkedhet, de a görbe hosszú oldalán maradhatnak, vagy csak kismértékben emelkedhetnek a hozamok, bár a nemzetközi turbulenciák jelentős hatással lehetnek a hosszú hozamokra is.

Mi várható a tőkepiacokon a következő napokban?

A fegyveres konfliktusokon a piacok gyorsan túlteszik magukat abban az esetben, ha azok nem okoznak recessziót. Ez azonban most nem ennyire egyértelmű, már csak a kamatemelési hullám kezdete miatt sem, de amiatt sem, mert **a legtöbb ország és régió (USA, EU) szankciókat léptetett életbe Oroszországgal szemben. Ha mély recessziót nem is, de gazdasági visszaesést ez okozhat.** Továbbá ma még nem egyértelmű, hogy Kína „melyik oldalon áll” a jelenlegi helyzetben.

Oroszország és Európa a szénhidrogének szempontjából egymásra vannak utalva, egy elmérgesedő konfliktus esetén (a szankciók végett) mind a két fél veszíteni fog. Európában nehezebb lesz megoldani a fűtési szezont, a vállalatok működését, Oroszország pedig hatalmas bevételtől esik el. Mivel Kína felé a jelenlegi csővezeték elenyésző mennyiséget tud szállítani, így **Oroszország is patthelyzetben van, csak egyfelé mehet az export tetemes része, amely a bevételt is meghatározza.**

Európa továbbra is Oroszország messze legnagyobb vásárlója, évente mintegy 200 milliárd köbméter gázt importál, ami a kontinens ellátásának mintegy 30%-a. Összehasonlításképpen Kína évente mintegy 38 milliárd köbmétert vásárol.

Ez a helyzetkép azonban hamarosan megváltozhat. Moszkva és Peking közel áll ahhoz, hogy megállapodjon egy második gázvezetékéről (Power of Siberia 2), amely megduplázná az Oroszországból Kínába irányuló gázexportot, Mongólián keresztül a Pekinghez közeli, energiaéhes ipari régiókba. Ennek megvalósulásával a Gazprom azt érné el, hogy annak adja a földgázt, aki magasabb árat hajlandó érte fizetni, vagy akinek éppen akarja. Talán mondani sem kell: Európa nagy szerencséje a jelenlegi helyzetben, hogy ez a vezeték még nem működik.

A Stratégiai Elemzés Központ az elmúlt hónapokban szinte minden alkalommal javasolta (szóban és írásban is) a portfóliók védelmét, legyen szó STOP szintek alkalmazásáról, put opciók vételéről, vagy valamilyen safe-haven befektetési eszköz (arany, kötvény) vételéről, esetleg a kockázatos eszközök arányának csökkentéséről. Aki ezt meglépte, az megtette azt az óvintézkedést, hogy kisebb eséllyel kerüljön az hozameloszlás legrosszabb 5-10%-ába, azaz legrosszabb percentilisébe.

Hazai tőzsde mozgásai

2021-ben az **OTP** bankcsoport profitjának közel 9%-át, illetve 7,6%-át adta az ukrán és az orosz bank. Az ukrán bank mérlegfőösszege 984 milliárd forint, amely a teljes OTP csoport mérlegfőösszegének 3,6%-a, az orosz pedig 800 milliárd forint, ami az OTP mérlegfőösszegének 2,9%-a. A nettó hitelállomány Ukrajnában 614 milliárd forint, Oroszországban 621 milliárd forint, ez bankcsoport szinten 3,8% illetve 3,9%. Oroszországban 135, Ukrajnában 85 bankfiókot üzemeltet az OTP.

Az OTP közleménye szerint a bank az oroszországi leánybank működését teljes mértékben alárendeli a nemzetközi szankciós előírásoknak. Fokozatosan leépítik a vállalati hitelportfóliójukat, nem fektetnek orosz állampapírokba, illetve ezek forgalmazását a teljes nemzetközi OTP Csoportban felfüggesztik. Az OTP Bank nem nyújt finanszírozást oroszországi leánybankja számára. Folyamatosan mérlegelik, hogy szükség van-e további változtatásokra az OTP Csoport oroszországi jelenlétével kapcsolatban. Minden lehetséges döntést számba vesznek, ezek között elemzik az orosz piac esetleges elhagyásának feltételeit és következményeit is. A bankcsoport oroszországi bruttó vállalati hitelállománya tavaly év végén 126,6 milliárd forint volt, közel 17 %-a a teljes ottani hitelkönyvnek. Csányi Sándor korábban azt nyilatkozta, hogy arra számítanak, hogy mind a két országban hosszú távon is jelen marad az OTP. Arról is beszélt a bankvezér, hogy nyilvánvalóan van olyan helyzet, amikor már átgondolnák a kivonulást, de nem szeretnének veszteséget okozni a befektetőknek. Egyelőre a kivonulást nem is jelentették be, csak a működésüket korlátozzák.

Az osztalékfizetéssel kapcsolatban a következő információk jelentek meg: a tárgyévi eredményből 120,3 milliárd forint osztalékot fizet ki, ebből a 2019. és 2020. évekre eső rész 119,3 milliárd forint, a 2021. évre eső rész pedig 1 milliárd forint. A 2019. és 2020. évekre fizetendő osztalék nem meglepetés, mert saját részvényekkel korrigálva 435 forint adódik, amely megegyezik a piaci várakozásokkal. A tavalyi eredmény után fizetendő osztalék azonban nem egyezik a piaci konszenzussal. Részvényenként 386 forintot várnak az elemzők, ezzel szemben 3,6 forintot fizetne az OTP.

A **MOL**-t a kutatás-kitermelés üzletágon keresztül érintheti az orosz-ukrán konfliktus. Az orosz olajmezőin összesen 4 ezer hordó/nap kőolajegyenértékes szénhidrogént

termelt ki a társaság a tavalyi negyedik negyedévben. A Baitugan mezőnek a MOL 51%-ban tulajdonosa. 2021. utolsó negyedévében a társaság kitermelése átlagosan 105,9 hordó/nap kőolajegyenértékes volt, így a teljes kitermelés alig 2%-a származik Oroszországból, vagyis ez profit oldalon csak marginálisan érinti a társaságot.

A **Richter** 2021-es évi árbevételének 2,2%-a származott Ukrajnából, 13,4%-a Oroszországból. A működési eredményben a magasabb marzsok miatt még jelentősebb a súlya a piacnak. A rubel árfolyamának kedvezőtlen alakulása esetén várható negatív hatás. A Richter esetében szignifikáns szankciós hatások nem várhatóak, hiszen jellemzően nem szoktak szankciókat alkalmazni a gyógyszeriparra. A rubel árfolyamának kedvezőtlen alakulása okoz negatív hatást, de egyelőre még nem történt nagyon jelentős gyengülés a rubelben a forinthez képest. A Richter azt mondta, hogy a háborús helyzet alakulásától függetlenül a Richter változatlanul folytatja ukrajnai és oroszországi tevékenységét, de Ukrajnában várhatóan némi forgalomcsökkenés lesz a cégnél.

Hazai devizapiaci mozgások

A hazai fizetőeszköz 369-es szinten zárta a 2021-es évet az euróval szemben, amelyet erősödés követett az év első 1,5-2 hónapjában. Az **árfolyam a 2021. év végi szinthez képest február utolsó hetében, illetve március első hetében 3-8%-os gyengülést mutatott (380-400)**. Majd a korábban a 400-as szintet is elérő EUR/HUF devizapár kurzusa március 18-án, pénteken 375,3-es árfolyamszinten zárt, ami összesen 1,22%-os leértékelődést jelentett az elmúlt hét utolsó három napján. **Március 21-én, hétfőn az EUR/HUF devizapár a 374,5-es szintnél állt. 370-nél látszólag egy meghatározó technikai szint** alakult ki, mely egyelőre támaszként szolgál az árfolyamnak.

A **dollárral szemben összességében csak kis mozgást láthattunk az elmúlt napokban**. A korábban az orosz-ukrán konfliktus kitörése után a 370-et is megközelítő árfolyam március 17-én csütörtökön már újra megközelítette a 333-as szintet, (2021. december 31-én 325-ös szinten állt), azóta viszont március 21-ig a 340-es szintig gyengült vissza a hazai fizetőeszköz.

A **forint a régiós devizákhoz viszonyítva nem volt alulteljesítő**, ugyanakkor hullámlások megfigyelhetők volt, időszakonként más-más deviza volt erősebb vagy gyengébb.

A kiugró forint és régiós fizetőeszközöket érintő volatilitás többek közt annak köszönhető, hogy: a feltörekvő piacokon ilyenkor értelemszerűen jelen van egy általános kockázatkerülés, ami miatt biztonságos menedékeket keresnek a befektetők (frank, jen, arany, dollár, nyersanyag stb.). A háború egy szomszédos országban zajlik, ezért a földrajzi közelség miatt még a feltörekvő régiókon belül is szenved a régió. Az orosz (tőkepiaci) korlátozások miatt a tágabb régió eszközeit „találhatják meg” a befektetők.

A magyar jegybank alelnökének március 8-i megszólalása szerint az MNB kész mindent bevetni a pénzügyi stabilitás érdekében, alapvetően a forint shortolását szeretné drágítani, megelőzve a spekulációs állomány jelentős felépülését, míg az esetleges közvetlen piaci intervenciókat továbbra sem kommentálják – vagyis nem

zárható ki -, viszont a jegybank véleménye szerint is romlottak a hazai növekedési kilátások, miközben az inflációs prognózisok kockázata felfelé mutat.

Az MNB legutóbbi megszólalásának a lényege: A gazdasági növekedés az első másfél hónapban 7,5-8,5% körül alakulhatott a magasfrekvenciás adatok alapján, míg az infláció februárban 8,0-8,5% körül alakulhat, a maginfláció elérhette a 8%-ot. A háború miatt nagy a bizonytalanság, még a nagyságrendeket is nehéz meghatározni.

A legutóbbi döntés mögött a stratégia változatlan, kitartó és folyamatos alapkamatemelési pálya, egyhetes betéti eszközzel történő rugalmas reagálás. Az MNB kiemelt célja továbbra is az alapkamat és az egyhetes betét összezárása. Az MNB figyelemmel kíséri az átáramlást az egyhetes betét és a O/N betét között (a bankok igyekeznek minél rövidebb időre elköteleződni a jelenlegi turbulens piaci helyzetben).

A forintárfolyamot az sem segíti fundamentális és pénzpiaci oldalról, hogy a jelentős hozamemelkedések ellenére is eltűnnek a forint reálkamatok, hiába van „csak” az európai középmezőnyben a hazai inflációs dinamika. A legutóbbi inflációs adat: A várakozásokat kissé meghaladva, 8,3%-ra emelkedett az infláció februárban az igen széleskörű áremelkedés miatt, annak ellenére, hogy az üzemanyagárak egy évvel ezelőtti megugrása, illetve a november második felétől bevezetett 480 forintos árplafon önmagában 0,3-0,4 százalékponttal mérsékelte az inflációt. Az erősödő árnyomást tükrözi, hogy a maginfláció 8,1%-ra ugrott, ami szintén felülmúlta a várakozásokat.

A meglepetést legnagyobb mértékben az élelmiszerek vártnál lényegesen gyorsabb áremelkedése okozta, amit csak némileg tudott fékezni az egyes élelmiszerekre bevezetett árplafon. Az egyre tartósabbnak ígérkező magas infláció miatt szükséges volt a kamatemelési ciklus elindítása, ráadásul még felfelé mutató kockázatot jelentenek a nyersanyagárak másodkörös hatásai is, az újranyitás miatt felrobbanó kereslet, amit a kínálat lassabban tud követni, a munkaerőhiány miatt várhatóan érdemben megugró bérek, így az MNB folytathatja a kamatemelési ciklust.

A magyar 5 éves csődkockázati CDS-felár a február 22-i 55bp-s szintről március közepére 119bp-ig emelkedett – azóta lassan csorog vissza -, ami értelemszerű következménye a feltörekvő piaci kockázatkerülésnek, illetve a földrajzi közelségnek is. A lengyel CDS szintén több mint a duplájára nőtt, a román szintén több mint a duplájára, de jól látszik a földrajzi esetleges érintettség/távolság szerepe is, mivel eközben a cseh felár „csupán” 35%-kal emelkedett.

A piaci kamatvárakozások és a határidős kamatpálya jelenlegi lefutása esetében közel 8%-ig megugró szintet vár a piac, utána pedig lassabb visszacsorgás jöhet, mivel ilyen magas kamatszint tartós fennmaradása már érdemben fékezné az amúgy is több problémával küzdő gazdasági növekedést, így egy ilyen szint hosszabb fennmaradására alapvetően senki nem számít és nem érdeke. De természetesen ez a görbe egy hét múlva teljesen máshogy is kinézhet az előreláthatatlan fejlemények árnyékában, jelen állapotban a hazai devizapiaci folyamatok szinte előrejelezhetetlenek, egy-egy gyorsan változó nemzetközi esemény akkora kilengést tud okozni – átmenetileg – az árfolyamokban.

Az EUR/HUF, USD/HUF árfolyamok kapcsán érdemes megjegyezni, hogy jelenleg fundamentális szempontból nézve nincsen teteje, nincs egy plafon, amely gátat képezne a forint esetleges gyengülése kapcsán. Az elmúlt években voltak ilyen korlátok, ám a pandémia kapcsán az EU-s adósságszabályok fellazultak, így ezek sem jelentenek kapaszkodót.

Magyarországon jelenleg az ÁKK által kiadott 2021. decemberi finanszírozási terv van érvényben, amely megvalósulása számos kockázati tényező (például a forint árfolyamának alakulása, esetleges recesszió kezelése) miatt feltételezhetően átírásra kerül. Ugyanakkor érdemes látni, hogy Magyarországon, amennyiben a szabály jelenleg érvényben lenne, a költségvetés mozgástere még az idei évben is viszonylag tág teret hagyna a kritériumok teljesítésére, akár még a hiánycél növelésére, vagy a forint tavaly évvégi szintjéhez képesti nagyobb léptékű gyengülésére is hagyna teret.

Tőzsdei cégek az orosz-ukrán konfliktus tükrében

Számos európai hitelintézet rendelkezik jelentős kitettségekkel a szóban forgó országokban. Az OTP-hez hasonlóan mindkét országban jelentős kitettséggel rendelkezik a Raiffeisen Bank International. A nemzetközi bankoknak és azok oroszországi leányvállalatainak összesen 121 milliárd dollárnyi eszközük van az orosz leányvállalataiknál, miközben azokat mintegy 128 milliárd dollárral finanszírozzák külföldi bankok a nemzetközi fizetések bankja, a BIS adatai szerint. Az összes közül a legnagyobb kitettséggel a Société Générale rendelkezik, kitettsége összesen 2,6 milliárd dollár, a Raiffeisené 1,9 az Unicredité 1,4 milliárd dollár.

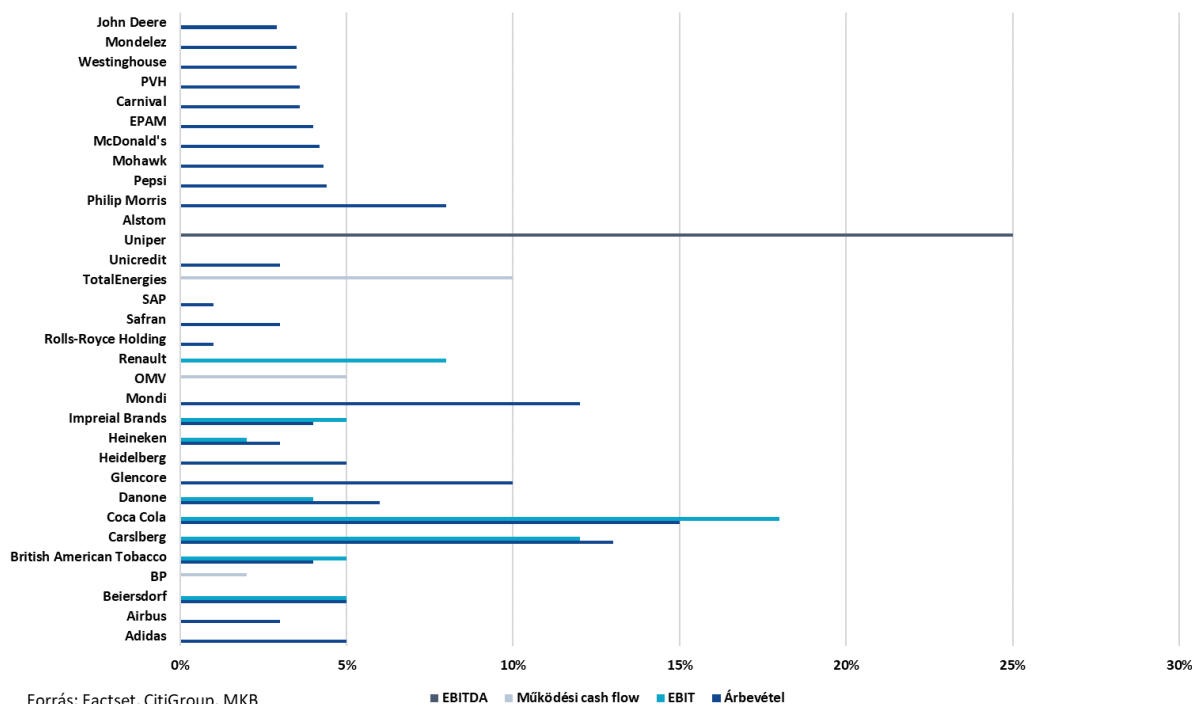
A Citigroup közel 40 oroszországi és ukrainai kitettségű európai részvényt tartalmazó listát tett közé (az alábbi ábrán láthatóak a részletek), amelyen szerepel többek között a Carlsberg és a Coca Cola is, a két cég eladásainak 13% és 15%-a származik Oroszországból, a Nivea gyártója, a Beiersdorf és a francia élelmiszeripari óriás, a Danone eladásainak körülbelül 6%-a köthető Oroszországhoz.

Részvény	Ország	Kitettség
Adidas	Németország	Eladások 5 százaléka
Airbus	Franciaország	A 2021-es szállítmányok 5 százaléka, valószínűleg az eladások 3 százaléka
Anadolu Efes	Törökország	Eladások 28 százaléka, EBIT 17 százaléka
Beiersdorf	Németország	Eladások 5 százaléka, EBIT 5 százaléka
BP	Egyesült Királyság	CFFO 2 százaléka
British American To	Egyesült Királyság	Eladások 4 százaléka, EBIT 5 százaléka
Buzzi	Olaszország	Körülbelül 15 százaléka az eladásoknak Oroszországban, Ukrajnában
Carlsberg B	Dánia	Eladások 13 százaléka, EBIT 12 százaléka
Coca-Cola HBC	Egyesült Királyság	Eladások 15 százaléka, EBIT 18 százaléka
CRH	Írország	Körülbelül 4 százaléka az eladásoknak Ukrajnában
Danone	Franciaország	Eladások 6 százaléka, EBIT 4 százaléka
Ferrexpo	Svájc	Ukrán működésének 100 százaléka
Fortum	Finnország	EBITDA 24 százaléka
Glencore	Egyesült Királyság	10,5 százalékos részesedés az EN+-ban
Grupa Pracuj	Lengyelország	Körülbelül a bevétel 10 százaléka és az EBITDA 4-5 százaléka Ukrajnából
Heidelberg	Németország	Körülbelül az eladások 5 százaléka Ukrajnából/Kazahsztánból
Heineken	Hollandia	Eladások 3 százaléka, EBIT 2 százaléka
Henkel Pref.	Németország	Eladások 6 százaléka, EBIT 6 százaléka
Imperial Brands	Egyesült Királyság	Eladások 4 százaléka, EBIT 5 százaléka
Mondi	Egyesült Királyság	Eladások 12 százaléka
MTU	Németország	Várhatóan az eladások 2-4 százaléka
Nokian Renkaat	Finnország	Eladások 20 százaléka
OMV	Ausztria	Várhatóan a 2022-es CFFO 5 százaléka
Pernod-Ricard	Franciaország	Eladások 3 százaléka, EBIT 3 százaléka
Polymetal	Olaszország	Működésük 2/3-a Oroszországban, a maradék Kazahsztánban
Prosus	Hollandia	Körülbelül a konsolidált bevétel 8 százaléka Oroszországban
Rémy Cointreau	Franciaország	Eladások 1 százaléka, EBIT 2 százaléka
Renault	Franciaország	EBIT 8 százaléka
Richemont N	Svájc	Eladások 2-3 százaléka
Rolls-Royce Holdin	Egyesült Királyság	2020-as eladások 0,8 százaléka
Safran	Franciaország	Várhatóan az eladások 2-4 százaléka
SAP	Németország	Eladások 1 százaléka
Softline	Egyesült Királyság	Orosz bevételek 50 százaléka
Total Energies	Franciaország	CFFO 10 százaléka
Unicredit	Olaszország	Körülbelül a csoport bevételeinek 3 százaléka, a nettó profit 5 százaléka
Uniper	Németország	EBITDA 25 százaléka
Alstom	Franciaország	20 százalékos részesedés a TMH orosz vasúti vállalatban

Forrás: Citi, MKB

A Jefferies elemzői szerint a francia videójáték-gyártó az Ubisoft munkaerő-állományának 4%-a található Ukrajnában, míg a svéd székhelyű egészségügyi és diagnosztikai szolgáltató, a Medicover értékesítésének 8,5%-a származik Ukrajnából. A JP Morgan szerint az oroszországi fiókokkal rendelkező európai bankok vannak a leginkább kitéve az esetleges szankcióknak. A Raiffeisen Bank International tavalyi nettó profitjának 39%-a származott az orosz leányvállalatától, míg az UniCredit és Societe Generale nyereségének 6-7%-a származott Oroszországból.

Tőzsdei vállalatok ukrán-orosz kitétsége



Energetikai szempontok

Az egyes **energiahordozók importjának megoszlása** partnerországok szerint:

- **Földgáz** tekintetében az **import aránya 80%** körül mozog, amelynek nagy része (**90%-a**) Oroszországból származik, ezért **az orosz földgázszállítások kérdése Magyarország számára különösen nagy jelentőséggel bír.** Az orosz-ukrán konfliktus, kiváltképpen az ukrán tranzitszállítás várható csökkenése a hagyományos tranzit útvonalak tartós megváltozásához vezetett. A 2021-ben aláírt tizenöt évre szóló, magyar-orosz **megállapodás** értelmében a Gazprom egyrészt a nemrég elkészült Török Áramlat gázvezetéken, Bulgárián és Szerbián át, másrészt Ausztrián át szállít majd földgázt hazánkba. Az új

szervződés kihagyja az ellátási rendszerből a Testvériség földgázvezetékét, amely Ukrajnán keresztül éri el hazánkat.

- A **kőolaj** esetében a **behozatal aránya 90%** körül alakul, ám a behozatal forrása fokozatosan diverzifikálóik. A **kőolaj 80%-a Oroszországból** érkezett, ami csökkenő tendenciát mutat a 2012-es 95%-os orosz importfüggőséghez képest.
- **Atomenergia:** a nukleáris kapacitások fenntartása érdekében Magyarország és az Orosz Föderáció közötti kormányközi megállapodásnak megfelelően 2030-ig két új, egyenként 1200 MW-os atomerőművi blokk épül Magyarországon (Paks 2 projekt).

Fontos azt is szem előtt tartani, hogy 2014-ben, amikor erős szankciókat vezettek be Oroszországgal szemben a Krím annektálása után, a gáz szállítása akkor sem állt le.

- A magyar-orosz gázmegállapodás megváltoztatta a szállítási útvonalakat, ennek következtében új szerződés született Magyarország és Ukrajna között.
- **2021. decemberében Magyarország megállapodást kötött Ukrajnával arról, hogy garantált kapacitásban szállít földgázt január 1-jétől Kijevnek.** A szerződés alapján a jövő év elején Ukrajna akár 8 millió köbméter gázt szerezhet be Magyarország felől. A Magyarország által garantált napi mennyiség a főváros, Kijev napi gázfogyasztási mennyiségének felel meg. A szerződés hozzáférési lehetőségét teremt az ukrán kereskedők számára a horvátországi Krk szigeten lévő cseppfolyósított gázterminálhoz (LNG), valamint ezáltal Ukrajna is diverzifikálja gázbeszerzési útvonalait. 2014. óta most először növeli Ukrajna a garantált gázszállítási kapacitását európai irányból. 2015. óta Ukrajna nem vásárol közvetlenül Oroszországtól földgázt, szükségleteinek mintegy 30 százalékát európai országokból történő beszerzésekkel fedezi.
- **A gázszállításban kialakult új helyzet** a 2021. októbere utáni külkereskedelmi statisztikákat felülírhatja a két ország viszonylatában, **növelve a magyar külkereskedelmi egyenleg többletét.** Az orosz Gazprom vállalat 2021. októberben állította le a Magyarországnak szállított földgáz Ukrajnán keresztüli tranzitját. Ukrajna addig éveken át úgynevezett reverz, azaz visszafordított irányú szállítással vásárolt Magyarországról gázt, ami azt jelenti, hogy ez valójában virtuális volt, fizikai értelemben az Oroszország felől érkező gáz nem hagyta el Ukrajna területét.

Magyar – Orosz külkereskedelem:

Oroszország 2020-ban Magyarország 13. legfontosabb importpartnere és 18. legfontosabb exportpartnere volt. Magyarország külkereskedelme Oroszországgal nagyobb ingadozásokat mutatott az elmúlt évek során, de tendenciájában folyamatosan csökkent a kereskedelem volumene a két ország között.

- **Oroszország részesedése a magyar behozatalban nagyobb mértékben csökkent a koronavírus-járvány kitörésének évében: 2020-ban csupán**

2,3% volt, míg a megelőző évben 3,8% volt. 2019-ben Oroszország még a 10 legfontosabb importpartnerünk között volt, a 9. helyen állt.

- Oroszország részesedése a magyar exportból hagyományosan kisebb részarányt képvisel a teljes hazai kivitelből, mint a fordított reláció, és stabilabban is alakul. 2020-ban 1,6% volt az aránya, míg a megelőző évben ez 1,7% volt.
- Ennek eredőjeként a hazai külkereskedelmi egyenleg tartósan negatív Oroszország irányába.
- Oroszország a **Krím 2014-es annexiója** óta egyre súlyosabb **uniós gazdasági szankciók hatálya alá került**. Magyarország esetében is kifejtette hatását a politika, amely hosszú távon az **elsősorban mezőgazdasági fókuszú magyar exportra** nyomta rá a bélyegét. Az uniós szankciók feloldásáig Oroszországgal érdemben nem lehet növelni a kereskedelmet, **2010. és 2020. között az import kevesebb mint felére esett vissza**, az export pedig az akkori 2,5 milliárd eurós szinthez képest **bő harmadával csökkent**, 1,4 és 1,8 milliárd között hullámzik. Az orosz reláció **egyre kisebb részét képezi** a dinamikusan növekvő magyar kereskedelmi volumennek.

Oroszországba irányuló hazai export termékcsoportok szerint

- Az ágazatokat tekintve elsősorban a mezőgazdaság-élelmiszeripar, a gyógyszer és egészségipar, a járműgyártás, az ICT-szektor, a bank- és pénzügyi szféra dominált az elmúlt évek során.
- Hazánk oroszországi exportjának közel **48%-át a feldolgozott termékek**, azon belül is elsősorban a **vegyi áruk** (gyógyszerek, gyógyszerkészítmények) teszik ki. A **második** legjelentősebb export termékcsoporthoz közel **40%-os** részesedéssel a **gépek és szállítóeszközök**.
- A **2014-ben bevezetett élelmiszeripari embargó erősen visszavetette Magyarország kivitelét** ebben az ágazatban. Az elmúlt időszakban az **élelmiszerek és élő állat** termékcsoporthoz exportja mégis növekedett, így több mint **9%-os a részaránya**. A legfontosabb exportcikkek ezen termékcsoporthoz: élő állat, vetőmag, állati takarmány, zöldség-gyümölcs, szaporítóanyag.

Magyarországra irányuló orosz export termékcsoportok szerint

- Oroszország Magyarországra irányuló exportjában továbbra is kimagasló részarányt képvisel az **energiahordozók árucsoportja (87,3%)** – azon belül is a fosszilis energiahordozók. A nyersanyagokon (3,5%), gépeken és szállítóeszközökön (2,7%) kívül hazánk elsősorban feldolgozott termékeket (6,3%) importál Oroszországból vegyi áru formájában.

Oroszország Magyarország energiabiztonsága szempontjából

- Az áramtermelés esetében az import aránya 25% volt 2020-ban, és 75% hazai termelésű, (részletek az ukrán-magyar relációnál).

Magyarországon megtermelt áram 2020-ban:

- Az [energiamixben](#) az élen változatlan maradt a sorrend: első helyen az **atomenergia állt 46,4%-kal**, második a **földgáz 26%-kal**, harmadik a szén 11%-kal. 2020-ban viszont változás történt a negyedik helyen, miután a napenergia 6,9%-os arányt elérve megelőzte a biomasszát, amely 5,6%-on állva az ötödik helyre szorult.

Az egyes **energiahordozók importjának megoszlását ld. 11-12. oldal.**

Magyar – Ukrán külkereskedelem:

- **Ukrajna 2020-ban Magyarország 18. legfontosabb importpartnere és 14. legfontosabb exportpartnere volt** (Oroszországot megelőzve). **Magyarország külkereskedelme Ukrajnával viszonylag stabil arányú.**
- Ukrajna részesedése a magyar behozatalban 1,0-1,5% között mozog, 2020-ban 1,3% volt.
- Ukrajna részesedése a magyar exportból tágabb határok között mozog, 1,5-2,5% közötti az érték. 2020-ban 2,0%-ot tett ki.
- Összességében Magyarország külkereskedelmi mérlege mutat többletet a relációban.

Ukrajnába irányuló hazai export [termékcsoportok](#) szerint:

- 2019-ben Magyarország 3 legfőbb export terméke az **elektromos gépek, készülékek és műszer, ill. ezek alkatrészei** (*a teljes kivitel 27,6%-a*); a **földgáz** (*a teljes kivitel 15,9%-a*), valamint a **gyógyszer, gyógyhatású készítmények** (*a teljes kivitel 11,5%-a*) volt.
- A magyar kereskedelmi **többlet** döntően a **közúti jármű exportjának** (63,2 millió dollár, 39,4%-os növekedés); a **gyógyszer, gyógyszerkészítmények exportjának** (56 millió dollár, 25,4%-os növekedés); a **földgáz exportjának** (51,7 millió dollár, 15,6%-os növekedés); valamint a **villamosenergia exportjának** (39 millió dollár) köszönhető.

Magyarországra irányuló ukrán export [termékcsoportok](#) szerint:

- 2019-ben Magyarország 3 legfőbb import terméke az **elektromos gépek, készülékek és műszer, ill. ezek alkatrészei** (*a teljes behozatal 26,9%-a*); a **földgáz** (*a teljes behozatal 17,1%-a*); valamint **villamosenergia** (*a teljes behozatal 14,2%-a*).
- **Az import emelkedése** elsősorban a **földgáz** behozatal 45%-os (96,2 millió dollár); a **villamosenergia** 26,4%-os (53,8 millió dollár); állati **takarmány** (gabona nélkül) 54,8%-os (16 millió dollár) növekedésével magyarázható.
- A **COVID-19 helyzet érzékenyen érintette a magyar-ukrán árucseret**. Az Ukrstat szerint az árucseret forgalom 19,6%-kal esett vissza a 2020-as év első 5 hónapjában, ezen belül a Magyarországra irányuló ukrán export csökkenése 14,7%-ot tett ki, miközben az Ukrajnába irányuló magyar export 23,9%-os mértékben csökkent.

- Az Ukrstat szerint **2020. első 5 hónapjában Ukrajna növelte Magyarország felé** irányuló exportját a következő termékek esetében: **tejtermékek, gyümölcs, rézárú, vatta**. Ugyanakkor Ukrajna **kevesebb bútort, bőrárut, vegyipari terméket és sót exportált** Magyarországra.

Európai Unió – Oroszország külkereskedelme:

Oroszország 2020-ban az Európai Unió 5. legfontosabb importpartnere és 5. legfontosabb exportpartnere volt, (az USA, Kína, az Egyesült Királyság és Svájc után). **Az EU külkereskedelme Oroszországgal fokozatosan csökkent az elmúlt évtizedben az Oroszországgal szemben fennálló szankciók nyomán.**

- Oroszország részesedése a behozatalban 2012-13 körül még 12%-ot tett ki, majd 2020-ra 5,5%-ra mérséklődött az arány.
- Oroszország részesedése az EU exportjából kisebb részarányt képviselt, és a mérséklődés is kisebb léptékű volt. a 2012-es 6,7%-ról 2020-ra 4,1%-ra esett vissza.
- A csökkenő kereskedelem és különösen a mérséklődő import nyomán az EU negatív külkereskedelmi mérlege fokozatosan olvad Oroszország irányába.

Az EU és Oroszország külkereskedelmének további jellemzői:

- Az **EU Oroszország legnagyobb kereskedelmi partnere**, 2020-ban a teljes külkereskedelmi **áruforgalmának 37,3%-át** az EU-val bonyolította le. **Oroszország importjának 36,5%-a az EU-ból, exportjának 37,9%-a pedig az EU-ba irányult.**
- Oroszországból származik az **EU kőolajimportjának 26%-a** és az EU **földgázimportjának 40%-a**. Az energiaárak ingadozása közvetlenül befolyásolja a kétoldalú kereskedelem volumenét.
- Az EU és Oroszország közötti teljes árukereskedelem 2020-ban 174,3 milliárd eurót tett ki.
- Az **EU importja** 95,3 milliárd eurót tett ki, és az üzemanyagok és a bányászati **termékek** – különösen a **kőolaj** (67,3 milliárd euró, **70,6%**), a **mezőgazdaság és a nyersanyagok** (4,3 milliárd euró, 4,5%), a vegyszerek (4,1 milliárd euró, 4,3%), valamint a **vas és acél** (4,0 milliárd euró, 4,1%) domináltak.
- Az **EU exportja** összesen 79,0 milliárd eurót tett ki. Az élen a **gépek** és szállítóeszközök (35,0 milliárd euró, 44,1%), a **vegyszerek** (16,7 milliárd euró, 21,1%) és az **iparcikkek** (7,6 milliárd euró, 9,6%), valamint a **mezőgazdaság és a nyersanyagok** (6,9 milliárd euró, 8,7%) szerepelnek.
- Az EU és Oroszország közötti kétirányú **szolgáltatáskereskedelem** 2020-ban 27,7 milliárd eurót tett ki, amelyből az EU Oroszországból származó szolgáltatásimportja 8,9 milliárd eurót, az Oroszországba irányuló szolgáltatások exportja pedig 18,8 milliárd eurót tett ki.

- Az **EU a legnagyobb befektető Oroszországban**. 2019-ben az EU oroszországi kifelé irányuló közvetlen külföldi befektetéseinek (FDI) állománya 311,4 milliárd eurót tett ki, Oroszország EU-ba irányuló FDI-állományát pedig 136 milliárd euróra becsülték.
- Az EU Oroszország irányába való energiafüggőségét a következőkben fejtjük ki.

Oroszország szerepe az EU energiaellátásában

Oroszország a világ harmadik legnagyobb kőolaj-termelője (napi 10,5 millió hordó) és a világ második legnagyobb földgáz-termelője (22,5 trillió köbláb). **Oroszország kőolaj-tartaléka a legutóbbi adatok szerint kb. 80 milliárd hordó. Ezzel az ország a 8. legnagyobb szereplő** (Venezuela, Szaúd-Arábia, Kanada, Irán, Irak, Kuvait, UAE). Emellett **Oroszország rendelkezik a legnagyobb földgáztartalékkal** (1,68 trillió köbláb). **Az orosz olajtermelés 81%-át hazai cégek végzik**, az 5 legnagyobb szereplő: Gazprom, Rosneft, Surgutneftegas, Lukoil és Transneft.

Oroszország legnagyobb „ügyfele” mind a kőolaj, mind a gáz tekintetében egyértelműen Európa, azaz a két fél egymásra van utalva, hiszen az európai energiaellátottság nem valósulhat meg az orosz kőolajszármazékok nélkül, illetve az ebből befolyó bevétel is fontos Oroszország számára. **2011 és 2022 között átlagosan az orosz állami bevételek 43%-a származott a kőolaj és földgáz kitermeléséből értékesítéséből.**

Az USA és Európa Oroszország a Krím félsziget annektálása után szankciókat vezetett be. Az amerikai szankciók elsősorban az orosz energetikai vállalatoknak az amerikai tőkepiacokhoz, valamint a mélytengeri feltárást és mezőfejlesztést támogató árukhoz, szolgáltatásokhoz és technológiákhoz való hozzáférését érintik. Ugyanakkor ezek a szankciók vélhetően nem voltak nagy hatással sem a kitermelésre, sem a cégek finanszírozására, sem az új területek feltárására, figyelembe véve a jelenlegi helyzetet.

2020 októberében az orosz kormány jóváhagyta a szénhidrogén-ágazat adórendszerének módosításait:

- Megszüntették az erősen kimerült mezőkön működő olaj- és földgázipari vállalatok adómentességét. Az adóváltozások jelentősen növelik az adóterheket, és az olajhomok-termelés gazdaságtalanná válásához vezethetnek.
- A nyersolajra és finomított termékekre kivetett kiviteli vámok fokozatos megszüntetése.
- A 2019-ben bevezetett, a szénhidrogén-ipari vállalatok által felhalmozott nyereség alapján történő adószámítást célzó többletjövedelemadó fokozatos kivezetése.
- Az ásványkincsek kitermelésére kivetett adó (MET) éves emelése, amely valójában az adóalapot az exporttól az upstream (keresés, kutatás és kitermelés) felé tolná el.

- Adókedvezmények és adókedvezmények a keleti sarkvidéki régiókban új mezők fejlesztésére törekvő vállalatok számára.

Az adórendszer módosításait az állami bevételek növelése és az Északi-sarkvidéken működő vállalatok előnyben részesítése érdekében hozták, ahol a fejlesztés a szankciók, valamint a szénhidrogének tározókból történő kitermelésének technikai bonyolultsága miatt korlátozott volt, ami miatt a sarkvidéki upstream fejlesztések gazdaságtalanok voltak. Az északi-sarkvidéki upstream fejlesztésre vonatkozó **adókedvezmények és ösztönzők célja, hogy több projektet hozzanak működésbe anélkül, hogy a nyugati nemzetközi olajvállalatokkal (IOC) való partnerségre lenne szükség.** Ugyanis a nemzetközi szankciók megnehezítették a nemzetközi olajipari vállalatok számára az oroszországi upstream fejlesztésekben való részvételt.

Az orosz kormány 2020-ban fogadta el a Energy Strategy to 2035 programot, melynek célja az olaj és földgáztermelés hatékonyságának javítása, az export és így a bevétel biztosítása, növelése, az infrastruktúra javítása.

A stratégia célja, hogy a kutatás és kitermelést új szintre emelje digitalizáció és hatékonyságnöveléssel, továbbá, hogy a kitermelt szénhidrogének nagyrészt ne csak Európa felé, hanem kelet, azaz leginkább Kína felé is eljuttatható legyen. Ezzel a keresletet tudja diverzifikálni az orosz fél, amely komoly fegyvertény lenne a kezükben. Nehézség, hogy az infrastruktúra kiépítése nem megy máról-holnapra, a földgáz és kőolajmezők és a felvevőpiacok összekötése embert próbáló feladat. Technológiai oldalon az orosz fél a nyugati megoldásokra támaszkodik, így a szankciókkal a stratégia akár csúszhat is.

Az elmúlt években számos zöldmezős projekt volt fejlesztés alatt Oroszországban, amelyek rövid távon lendületet adnak majd az orosz nyersolajtermelésnek, amikor a projektek működésbe lépnek és elérik a termelési csúcshorizontjukat. Ugyanakkor az érettebb mezők kimerülését ez nem fogja ellensúlyozni 100%-osan.

Proejkt neve	Mező	Kitermelő	Projekt indítása	Csúcstermelés várható éve	Csúcstermelés mennyisége (hordó/nap)
Vostsibneftegaz	Yurubcheno-Tokhomskeye	Rosneft	2017	2023	116000
Vostok Oil project	Tagulskoye	Rosneft	2017	2025	86000
Tyumenneftegaz	Russkoye Phase 1	Rosneft	2018	2022	80000
Gazpromneft-Yamal	Novoportovskoye phase 1	Gazpromneft	2016	2023	125000
Gazpromneft-Yamal	Novoportovskoye phase 2	Gazpromneft	2018	2021	41000
Messoyakha	Messoyakhskoye Vostochnoye	Gazpromneft	2016	2020	112000
Gazpromneft-Khantos	Alexander Zhagrin	Gazpromneft	2019	2023	81000

Forrás: IEA

Az Oil & Gas Journal szerint 2021 januárjában Oroszország 5,5 millió hordó/nap nyersolaj-finomítási kapacitással rendelkezett több mint 25 finomítóban. A Rosneft, a legnagyobb finomítóüzem-üzemeltető több mint 2 millió hordó/nap nyersolaj-finomítási kapacitással rendelkezik.

A Gazprom Neft jelenleg korszerűsíti a Nyugat-Szibériában található omszki finomítóját. A Gazprom arra számít, hogy a finomító modernizációs tervének második szakasza 2022 végére fejeződik be. A finomító korszerűsítése magában foglalja egy korszerű olajfinomító komplexum építését, így a nemzetközi szabványoknak megfelelő repülőgép-üzemanyagot és alacsony kéntartalmú, a szigorúbb kibocsátási előírásoknak megfelelő hajózási üzemanyagot állítson elő.

A Lukoil 2021 augusztusában kezdte meg egy komplexum építését permi finomítójában. Az új komplexum várható nyersanyagkapacitása körülbelül 36 000 hordó/nap. Működését majd 2026-ban kezdheti meg.

2021 júniusában a Lukoil bejelentette, hogy a közép-oroszországi Nyizsnyij Novgorod régióban található Kstovo finomítójában befejezte egy új izomerizációs üzem és egy mélyreható, késleltetett kokszológység építését.

Az Oroszország sarkvidéki régiójában, különösen a Jamal-félszigeten és az Ob-öbölben a közelmúltban felfedezett földgázlelőhelyek növelheti a földgáztermelést a következő évtizedben, és a régió földgázközpontjává válhat, amely kiegészítené a Nyugat-szibériai termelést, ahol a legtöbb orosz földgázt hagyományosan a felszínre hozták.

Az alábbi ábra az Európa és Oroszország közötti csővezetéseket szemlélteti:



Hazai villamosenergia-termelő cégekkel (ALTEO és versenytársai) kisinterjút folytatva az a kép rajzolódik ki, hogy a megújuló és hagyományos energiatermeléssel is foglalkozó cégeket a jelenlegi helyzet rövid távon kismértékben érinti rosszul, hosszabb távon semleges vagy inkább pozitív. Amennyiben komolyabb szankciók kerülnének bevezetésre Oroszországgal szemben,

a megemelkedett nyersanyagárak (főként kőolaj és földgáz) magukkal hozzák a **villamosenergia árának emelkedését, így a megújuló energiatermelők** (nap, szél, biomassa, víz) **magasabb profitmarzssal tudnának működni**. Az ilyen cégek hagyományos, többnyire gázmotoros erőműveinek földgázzal történő ellátása valószínűleg nem kerülne bajba, hiszen ezek a cégek **földgázkereskedőkkel vannak szerződésben, akik nagy valószínűséggel megoldanák a földgáz beszerzését, igaz az ár jelentősen magasabb lehet majd.**

Készítette: Debreczeni Csaba, Horváth András, Németh Viktória, Rácz Balázs, Suppan Gergely
Látta: Kuti Ákos

JOGI NYILATKOZAT

1. Jelen kiadványt az MKB Bank Nyrt. (tev. eng. sz.: III/41.005-3/2001., a Budapesti Értéktőzsde tagja) készítette.
2. A kiadványban szereplő információk hitelesnek tartott forrásokon alapulnak, de azok valóságáért, pontosságáért és teljességéért az MKB Bank Nyrt. felelősséget nem vállal. A megjelenő vélemények a kiadványt készítő szakemberek saját megítélését tükrözik, amelyek újabb információk megjelenése esetén külön értesítés nélkül megváltozhatnak.
3. Az árfolyamok múltbeli alakulásából nem lehetséges azok jövőbeni alakulására vonatkozó egyértelmű és megbízható következtetéseket levonni. A befektetőknek önállóan (vagy független szakértő igénybe vételével) kell felmérniük és megérteniük az egyes pénzügyi eszközök és befektetési szolgáltatások lényegét, valamint kockázatait. Javasoljuk, hogy a befektetők 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 dönthet el, hogy a befektetés összhangban áll-e a befektető kockázattűrő képességével! Javasoljuk továbbá, hogy tájékozódjon a termékkel, befektetéssel kapcsolatos adójogi és egyéb jogszabályokról!
4. A kiadványban szereplő információk nem minősülnek vételi vagy eladási ajánlatnak, sem befektetési tanácsadásnak, sem befektetésre, szerződéskötésre vagy kötelezettségvállalásra történő ösztönzésnek. A kiadványban foglalt adatok tájékoztató jellegűek. Az MKB Bank Nyrt. kizárja a felelősségét a kiadványban foglalt esetleges befektetési döntésként való felhasználásáért, így nem vállal felelősséget a befektető ezen kiadványban foglalt alapján hozott döntései következtében, vagy őt azzal bármilyen egyéb összefüggésben érő esetleges károkért.
5. Az MKB Bank Nyrt. jogosult a kiadványban szereplő eszközök vonatkozásában árjegyzési, egyéb befektetési szolgáltatási tevékenységet vagy kiegészítő szolgáltatást nyújtani.
6. Jelen kiadvány a szerző jogról szóló 1999. évi LXXVI. törvény szerinti védelem alatt áll, ezért kizárólag az MKB Bank Nyrt. előzetes írásbeli engedélyével lehet azt többszörözni, terjeszteni, egyéb módon nyilvánosságra hozni, valamint felhasználni. Az MKB Bank Nyrt. valamennyi szerzői jogát alapul jogát fenntartja.
7. A kiadvány kiadása időpontjában érvényes. További részletek: www.mkb.hu, ügyletek előtti tájékoztatásról szóló Hirdetményben.
8. Amennyiben a továbbiakban nem kíván hírlevelet kapni az MKB Banktól, megadott hozzájárulását bármikor ingyenesen visszavonhatja a helloelemzesikozpont@mkb.hu email címen, vagy munkanapokon 8 és 17 óra között ingyenesen hívható 06 80 456 456-os zöld számon. Hozzájárulását visszavonhatja postai úton is, az MKB Bank Nyrt., 1134 Budapest, Kassák Lajos u. 16-18. címre elküldött nyilatkozatával, amelyen kérjük, hogy jól olvashatóan tüntesse fel nevét, az e-mail címét és azt, hogy a hírlevél küldés tiltását kéri.

Az alkalmazott értékelési eljárások

A technikai elemzés egy pénzügyi instrumentum múltbeli árfolyammozgásaiból készített grafikon alapján vonható 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 japán gyertya- és trendelemzést, a grafikonokon vizsgált alakzatokat és a matematikai formulából álló indikátorokat.

Az MKB Elemzési Központban a szakértők felépítettek egy előrejelzésre és szimulációra alkalmas strukturális makromodellt, amely segítségével még pontosabb előrejelzéseket tudnak készíteni a hazai gazdaság jövőbeli dinamikájával kapcsolatban. A modell legfőbb erénye, hogy statisztikai összefüggések felhasználása mellett egyedi információkat is képes felhasználni az előrejelzés során. Ezen egyedi tényezők nagy befolyásoló erővel bírnak a jövő szempontjából, de a múltban még nem számítottak releváns tényezőknek, így a szintistatistikai modellek nem tudják kezelni őket.