

TOP SZTORIK 2018-BAN

Az év vége nem csak azért fontos, mert a befektetők számot vetnek 2017-tel és áttekintik befektetési/kereskedési stratégiájukat, hanem azért is, mert ki lehet alakítani a következő időszak optimális befektetési portfólióját is. Az MKB Bank ebben nyújt segítséget öt olyan befektetési sztorival a részvények, a kötvények és a devizapiac világában, amelyek elősegíthetik a döntéshozatalt.

2018-as favoritjaink:

- Az érlelődő amerikai adóreform a magas adóterhű iparágakat segíti (ETF-ek: PAVE, JETS, XHS, IYZ);
- 9 év után eltűnt portugál-olasz hozamkülönbözöt, fennmaradhat a trend;
- tovább laposodhat az amerikai hozamgörbe;
- nyártól jöhet az euró erősödése;
- ismét emelkedhet a volatilitás a globális piacokon.

TOP 1 – MAGAS ADÓTERHŰ SEKTOROK

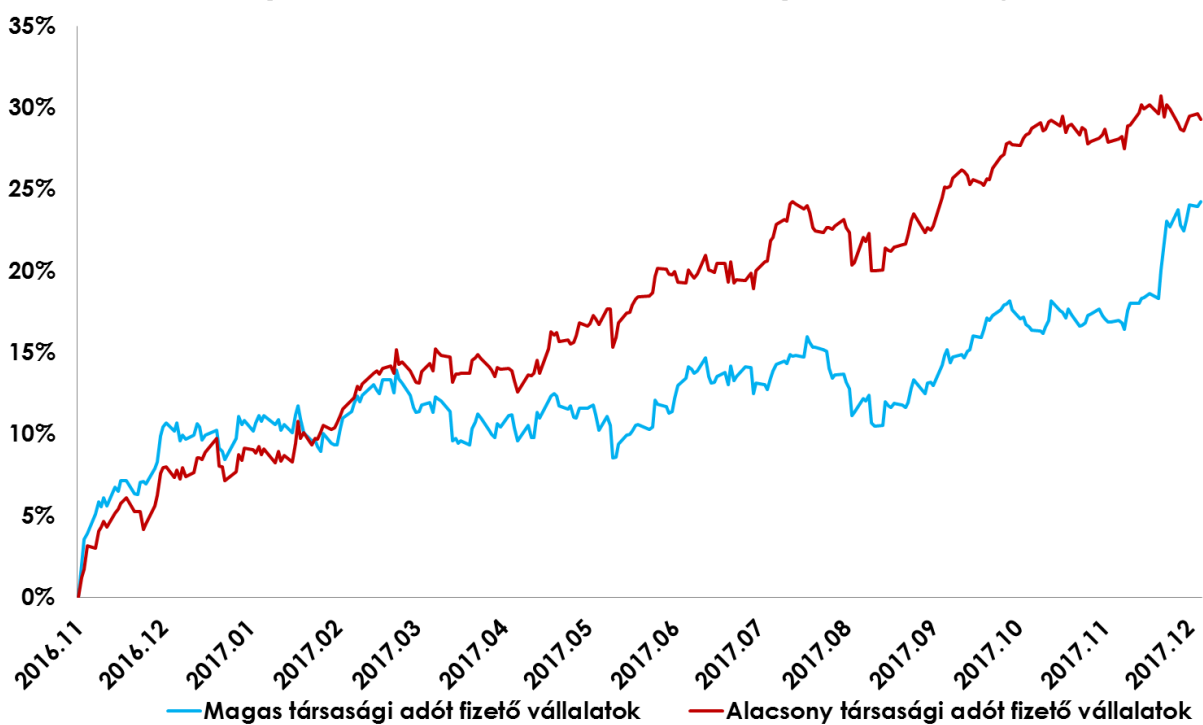
Donald Trump amerikai elnökké választása óta a befektetők lázban égnek, ugyanis a tavaly meglebegtetett egészségügyi reform, az egyes szektorokat érintő dereguláció, valamint az adóreform mind olyan intézkedések, amelyek hosszabb távon is támogathatják a gazdasági növekedést. A részvényt piacon jegyzett társaságok egy részvényre jutó nyeresége 2017 első három negyedévében átlagosan 15%-kal növekedett, miközben 2015 és 2016-ban átlagosan 8%-kal csökkent, holott a reformokból eddig alig valósult meg valami.

Mivel az Egyesült Államokban közeleg a 2018-as időközi választás, ezért elengedhetetlen lesz valamilyen nagyobb horderejű javaslatot átvinni a törvényhozáson, ha nem akarnak szavazatot veszíteni a republikánusok. 2017 decemberére úgy néz ki, hogy ezt a szerepet az adóreform tölti be, mivel azt a hónap első hetében a képviselőház után a szenátus is elfogadta.

A tervezet értelmében a jelenlegi 35%-os társasági adókulcs 21%-ra csökken, azonban meg kell jegyezni, hogy a globális piacokon jelenlévő cégek átlagos adóterhe jelenleg is 25-27% között van. Viszont ez csak egy átlag, bőven található olyan iparágakat, amelyek esetében pozitív hatása lesz a mostani intézkedéseknek.

A **piaci szereplők sokáig nem számoltak az adóreformmal**; amit az is bizonyított, hogy az alacsony adózású cégekből alkotott portfólió jelentősen felülteljesítette az olyan vállalatokat, amelyek 30% feletti adót fizetni. Az adóreform megszavazása után azonban a piac észlelte a félreárazást és befektetők elkezdtek venni a magas adózású cégeket.

Magas és alacsony adózású cégek portfóliója

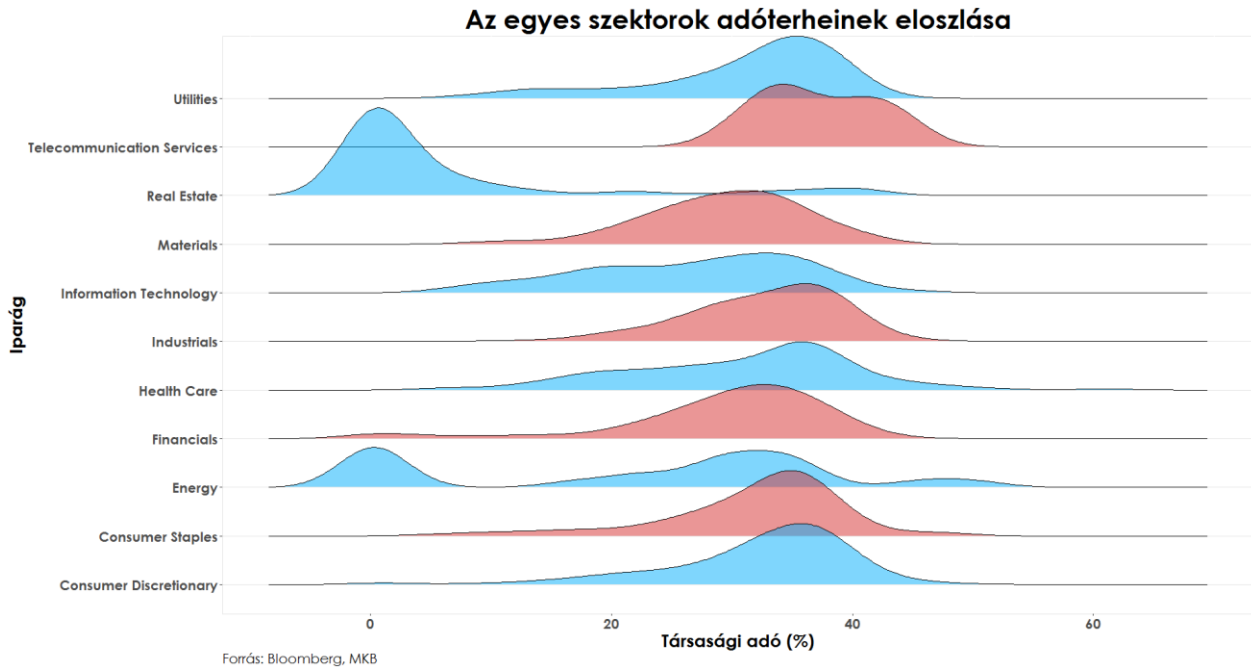


Forrás: Bloomberg, MKB

A 3000 legnagyobb amerikai céget és így 142 ágazatot megvizsgálva az látszik, hogy a legmagasabb adókulccsal az egészségügy, a közművek, a napi fogyasztási cikkek, a telekommunikáció és az ipar egyes ágazatai működnek, de hasonlóan nagy adóterhet kénytelenek elviselni a speciális egészségbiztosítók (managed care), az egészségügyi szolgáltatók, az ételalapanyag-disztribútorok, az oktatás, a lakberendezés, a ruházati és autóalkatrész-értékesítők. **Ezek a szektorok válhatnak felülteljesítő az előttünk álló időszakban.**

Az alábbi ábra a 11 fő szektor társasági adójának eloszlását mutatja be. Jól látható, hogy az ingatlanszektor ebből a szempontból kivételes elbánás alá esik, mivel itt többnyire REIT-ek, azaz real estate investment trust-ok szerepelnek, amelyek mentesülnek az adó fizetése alól, amennyiben nyereségük minimum 90%-át osztalékként kifizetik. Az energetika az elmúlt évek nagyobb veszteségei miatt rendkívül széles pályát futott be. Az alábbi elemzés alapján a fent felsorolt iparágakban kell kutakodni, ha valaki olyan cég részvényeit szeretné megvenni, amelynél jelentős többleteredmény keletkezhet az adócsökkentés révén.

Azt nehéz előre jelezni, hogy a vállalatok mire fogják felhasználni az így keletkező profitot, de többen markánsabb részvény-visszavásárlásokat és osztalékfizetést várnak. Ez rövidtávon segítheti a részvényárfolyamot. Ennél előremutatóbb, ha valamely társaság bővítésre, befektetésre allokálja az eredményt. Ennek hatása azonban csak hosszabb távon mutatkozhat meg.



A fent bemutatott, **legmagasabb adózású cégeket nagy részét ETF formájában is elérhető**, az egészségügyi szolgáltatók az XHS kód alatt érhetőek el. A PAVE ETF több logisztikai, vasút és az infrastrukturális építkezésekhez köthető cégek részvényeit tartja.

A JETS ETF a légitársaságok gyűjtőhelye, amennyiben nem lesz iparági turbulencia, itt is jelentősen nőhet a profit az alacsonyabb adókulcs végett. A telekommunikáció cégeit az IYZ ETF fogja össze, igaz ezt a szektort a nagy verseny és a komoly befektetések jellemzik, így számos tényező van, ami árnyalhatja az alacsonyabb adózást.

TOP 2 – 9 ÉV UTÁN ELTÚNT PORTUGÁL-OLASZ HOZAMKÜLÖNBÖZET, A TREND FENNMARADHAT

2018-ban az ECB monetáris politikai lépéseivel párhuzamosan fokozatosan mérséklődik a jegybank által támasztott kötvénykereslet, amely főleg az európai periféria országaiban eredményezhet hozamemelkedést. Olaszországban emellett a tavaszi parlamenti választások hozhatnak gondterhelt időszakot, az állampapír-piaci hozamok átmenetileg emelkedhetnek a választásokat megelőzően.

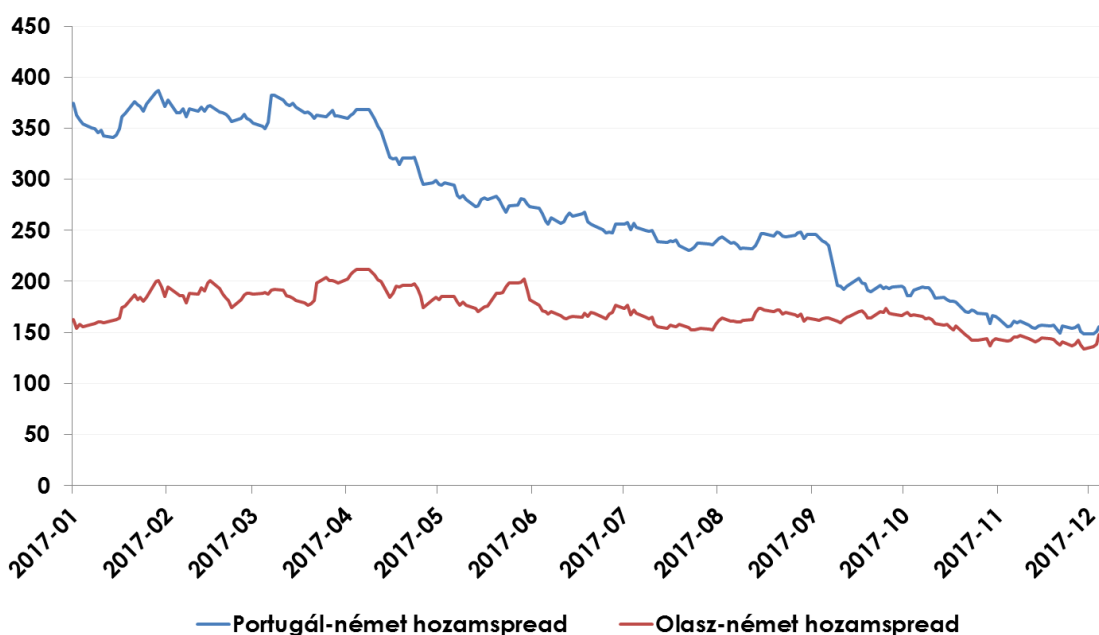
Mindazonáltal csak rövid távú turbulenciára számítunk, mivel láthatóan az olasz populista pártok visszavettek radikális nézeteikből az eurózóna tagságot illetően azután, hogy a 2017-es holland és francia választásokon visszaszorultak az eurószkeptikus erők.

Portugáliában előtérben maradhat a felminősítési sztori. A nagy hitelminősítők közül elsőként az S&P Global Ratingsnél került a befektetésre ajánlott kategóriába a portugál szuverén adóskockázati besorolás a 2017. szeptemberi felminősítéssel, amit a kedvezőbb gazdasági növekedési kilátások mellett a javuló hiánymutatók is támogattak.

De 2017 decemberében lépett a Fitch Ratings is, két fokozattal javított a portugál adóskockázati besoroláson, amely ezzel szintén átlépte felfelé a befektetésre ajánlott határszintet. Amennyiben az ország legalább két hitelminősítőnél tartozik befektetési kategóriába, akkor komolyabb vételi nyomás jelentkezhet a kötvénypiacon; tekintettel arra, hogy a legtöbb befektetési alap, nyugdíjpénztár vagy biztosító csak legalább ilyen minősítés esetén vehet az adott ország által kibocsátott értékpapírból.

A legtöbb befektető a hitelminősítők közül az S&P-re figyel, őt a Moody's követi és harmadik a sorban a Fitch. Kedvező etekintetben, hogy a Moody's pozitív kilátást tart fenn a portugál besoroláshoz kapcsolódóan és 2017. szeptember 1-jei értékelésük szerint a következő 12-18 hónapban, de nagyobb valószínűség szerint 12 hónapon belül előállhatnak a felülvizsgálattal.

10 éves portugál és olasz kötvényhozamok német hozamokhoz képest számított felára (bp)



Forrás: Bloomberg, MKB

TOP 3 – AMERIKAI HOZAMGÖRBE LAPOSODÁSA

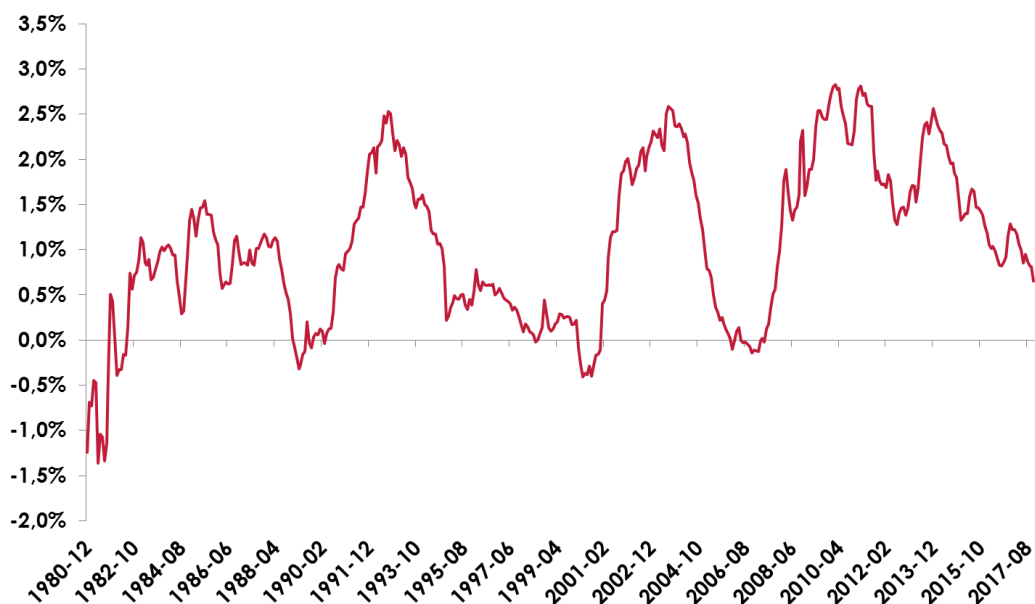
Az **idei évben az amerikai hozamgörbe a formáját tekintve tovább laposodott**, azaz a 2 és 10 éves állampapírhozamok különbsége a válság előtti szintre süllyedt. Az amerikai piacon a befektetők előszeretettel használják a fenti hozamkülönbséget a gazdasági ciklussal kapcsolatos kilátások kapcsán. A mutató egyfajta recessziós indikátorként is szokták alkalmazni, mivel az elmúlt négy gazdasági ciklusban, ha negatív értéket vett föl, az a közelgő recesszió előjelenek bizonyult.

Ha pontos indikációt akarunk a hozamkülönbség jövőbeli változásról, akkor elengedhetetlen a fenti összefüggés hatásmechanizmusának jobb megértése. A hozamkülönbség leegyszerűsítve azt mutatja meg, hogy a kötvénypiaci szereplők milyen monetáris politikai lépéseket várnak az amerikai jegybanktól (Fed-től). A kamatemelési várakozások fokozódása 2 éves hozamban relatíve nagyobb emelkedést okoz, mint a 10 évesben. A hozamkülönbség extrém módon negatívvá válása pedig azt jelzi, hogy a piaci szereplők a hosszabb futamidejű kötvények esetében már a kamatvágásokat árazzák, ami a kamatciklus várható fordulópontjára utal és egyben a közelgő recesszió jó indikátora.

A jelenlegi gazdasági ciklusban a korábbiakban tapasztaltnál jóval lassabban megy végbe a gazdaság felzárkózása és ezzel összhangban a Fed csak mérsékelt ütemben halad a kamatemelési ciklusban, így a 2 és 10 éves hozamok közti különbség csak lassan csökken.

Az amerikai gazdaság következő évre várható kedvező teljesítménye mellett az infláció a jegybanki cél körül mozoghat, így a moderált kamatemelési ciklus folytatódására lehet számítani. Ezzel összhangban fokozatosan csökkenő hozam különbséget várható, ami előreláthatólag jövőre még nem éri el a negatív tartományt, azaz még messze van a kamatemelési ciklus vége. Ezért 2018 folyamán **a hozamgörbe folyamatos laposodásából profitáló befektetések kedvező hozamot biztosíthatnak.**

Amerikai 10 és 2 éves hozam különbsége



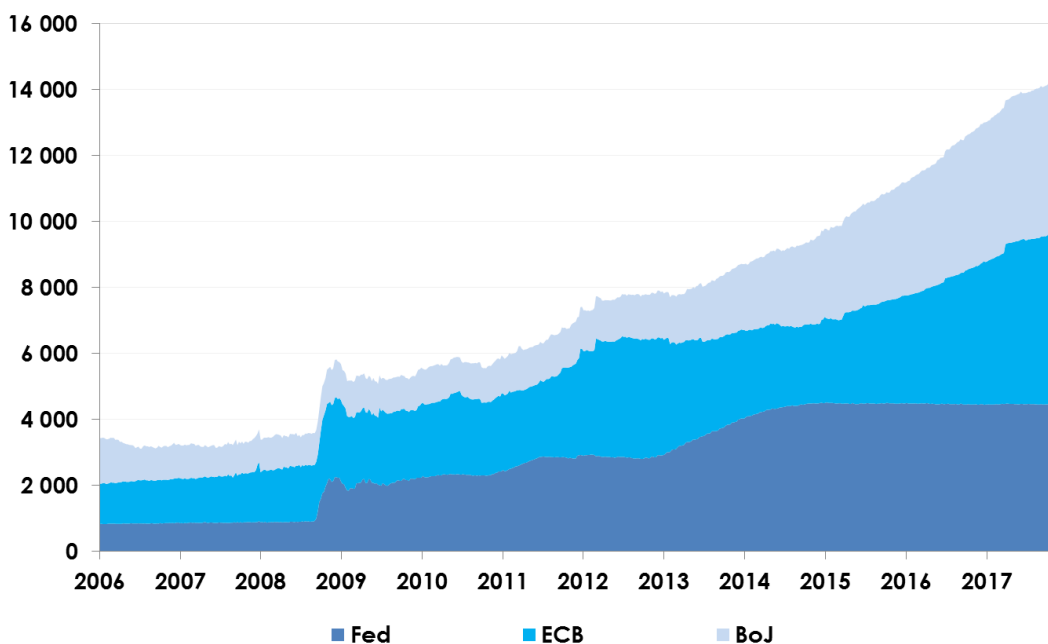
Forrás: St.Louis FED, MKB

TOP 4 – NYÁRTÓL JÖHET AZ EURÓ ERŐSÖDÉS

A globális növekedés lendülete várhatóan kitart 2018-ban is; azután, hogy 2017-ben 10 év után ismét szinkronban bővültek a világ vezető gazdaságai (2017 előtt erre az elmúlt 50 évben is csak két periódusban volt példa).

Az amerikai gazdasági kilátásokat támogatja a várható fiskális hatás, az adóreformokkal kapcsolatos várakozások mellett a 2018. márciusi kamatemelés esélye is megnőtt, az intézkedések azonban várakozásunk szerint csak a Fed által is jelzett kamatemelések időzítésére hathatnak ki. Mindez a dollár erejét támogathatja az év első hónapjaiban, miközben az Atlanti-óceán európai oldalán az olasz választások okozhatnak leginkább fejtörést a befektetőknek, átmenetileg nyomás alatt tartva az euró árfolyamát.

Főbb jegybankok mérlegfőösszege kumulálva (mrd USD)



Forrás: Bloomberg, MKB

Ugyan a globális likviditástöbblet 2018 egészében összességében még tovább emelkedik az ECB alacsonyabb volumenű és a japán jegybank folytatódó eszközvásárlásai mellett, a 2018-as évben is fontos szerep jut a jegybankári kommunikációnak, ami az EUR/USD árfolyam viszonylatában is fordulatot hozhat a nyári hónapokban: **az ECB-nél egyre inkább előtérbe kerülhet a kötvényszerzés leállításának és az első kamatemelés.**

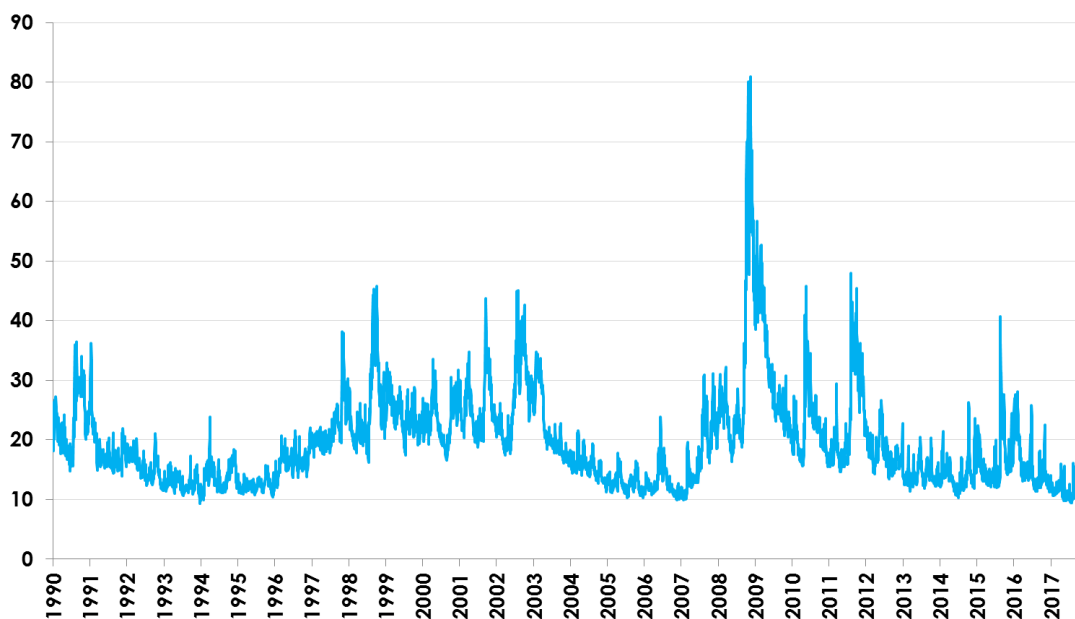
Ahogy korábban a Fed esetében is láthattuk, a dollár erősödése is több mint egy évvel megelőzte az első Fed-kamatemelést, majd a kamatemelés bejelentése már másodlagos volt 2015 végén.

Az is láthatóvá vált már 2017-ben is, hogy az eurózóna 19 országának tagjaiból álló monetáris döntéshozó testület igen megosztott az ECB programját illetően. A héjább, tehát szigorítást támogató iránymutatás felerősödését várjuk, ugyanakkor az ECB kormányzótanács esetében nagyobb változások csak 2019-ben jönnek majd, Mario Draghi elnöki mandátuma is 2019 októberéig szól.

TOP 5 – EMELKEDŐ VOLATILITÁS

Az elmúlt évben több [elemzést készítettünk](#) a pénzügyi eszközök árfolyamának kilengéseivel, azaz a volatilitással kapcsolatban. Ennek apropója az volt, hogy a volatilitás rendkívüli módon lecsökkent a globális pénz- és tőkepiacokon. Legegyszerűbben a VIX index kurzusa mutatja a volatilitást és annak változását: amennyiben annak értéke magas, az arra utal, hogy a piaci szereplők kilátásai borúsabbak.

A VIX index alakulása 1990-től



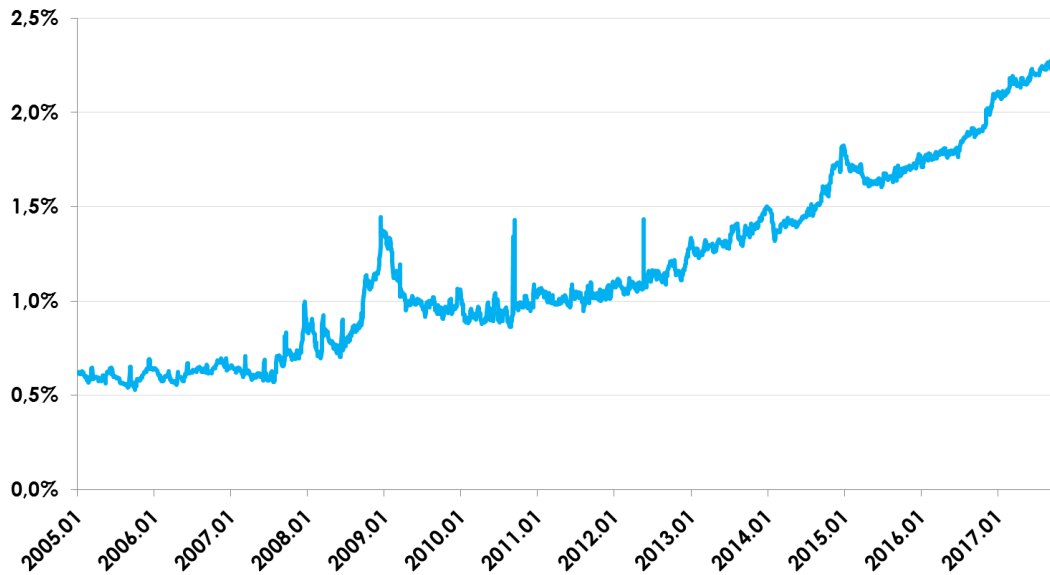
Forrás: Bloomberg, MKB

A VIX index hosszú távú átlaga 19, miközben 2017-ben 11, 2016-ban 15 volt az értéke. Általában a következő tényezőket emelik ki a piaci szereplők, amikor arról esik szó, hogy miért ilyen alacsony a volatilitás: egyrészt a gazdasági adatok (GDP, BMI, stb.) változékonysága lecsökkent, amely a részvény- és kötvénypiacokon is érezteti hatását.

Másrészt néhány éve a volatilitás önállóan kereskedhető eszközzé vált. Az elmúlt évben slágertéma lett a volatilitás eladása, azaz egy olyan befektetés, ami a volatilitás csökkenéséből profitál. Piaci hírek alapján egyes nagyobb külföldi intézményi szereplők, nyugdíjpénztárok is ilyen ügyleteket kötöttek, miközben a volatilitás definíció szerint nem csökkenhet a végtelenségig.

Harmadik ok lehet a passzív alapkezelés, azaz az ETF-jellegű befektetések elterjedése. Az ETF-ek nagy része nem vesz részt semmilyen részvényselekciónban, egész egyszerűen a bejövő vagyont a követett indexnek megfelelően allokálja. Tekintettel arra, hogy a befektetők elkezdtek ETF-ekkel feltölteni a portfóliójukat, így a részvényár alakulása irreleváns tényező az ETF kezelőjének szemszögéből. Mi sem bizonyítja ezt jobban, mint hogy a hat legnagyobb S&P500-at követő ETF piaci kapitalizációja az eredeti index 2,5%-a, miközben öt éve még 1% alatt volt.

A legnagyobb S&P 500 ETF-ek vagyonának aránya az S&P 500 index kapitalizációjához



Forrás: Bloomberg, MKB

A volatilitás idővel visszatér a hosszú távú átlagához, ezért **azzal számolunk, hogy a következő évben nem marad fent a történelmi léptékben mérve rendkívül alacsony érték.** Erre jó megoldás lehet **opciós terpesz stratégia** felvétele, ahol ugyan olyan kötési árú vételi és eladási opciót veszünk egyszerre. Az opciók árát elsősorban az abba árazott volatilitás alakítja (mivel ez az egyetlen ismeretlen tényező), amely most alacsony, így most nagyon olcsón alakíthatjuk ki a pozíciónkat.

Az eseményeket 2017. december 18-ig vettük figyelembe.

ELEMZÉS:

Vezető elemző	Elemző	Elemző
Kuti Ákos, CFA +36-1-268-7940 kuti.akos@mkb.hu	Balog-Béki Márta +36-1-268-7365 balog-beki.marta@mkb.hu	Debreczeni Csaba +36-1-268-8323 debreczeni.csaba@mkb.hu
Elemző	Elemző	
Branauer Sára +36-1-268-7328 branauer.sara@mkb.hu	Maróti Ádám György +36-1-268-7311 maroti.adamgyorgy@mkb.hu	

KERESKEDÉS:

<i>Dénes Szilárd</i> +36-1-268-8481 denes.szilard@mkb.hu	<i>Gyűrüs Péter</i> +36-1-268-7185 gyurus.peter@mkb.hu	<i>Kasza Tamás</i> +36-1-268-7433 kasza.tamas@mkb.hu
<i>Köber Péter</i> +36-1-268-7655 kober.peter@mkb.hu	<i>Lukács Miklós</i> +36-1-268-7814 lukacs.miklos@mkb.hu	<i>Muraközy Zsolt</i> +36-1-268-7587 murakozy.zsolt@mkb.hu
<i>Takács Judit</i> +36-1-268-7090 takacs.judit@mkb.hu	<i>Zölde Zsombor József</i> +36-1-268-6744 zolde.ZsomborJozsef@mkb.hu	<i>Kovács Zsófia</i> +36-1-268-7793 Kovacs.Zsolia1@mkb.hu
<i>Csizmadia Borbála</i> +36-1-268-7561 csizmadia.borbala@mkb.hu		

JOGI NYILATKOZAT

1. Jelen kiadványt az MKB Bank Zrt. (tev. eng. sz.: III/41.005-3/2001., a Budapesti Értéktőzsde tagja) készítette.
2. A kiadványban szereplő információk hitelesnek tartott forrásokon alapulnak, de azok valódiságáért, pontosságáért és teljességéért az MKB Bank Zrt. 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 dönthető 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 Zrt. kizárja a felelősségét a kiadványban foglaltak esetleges befektetési döntésként való felhasználásáért, így nem vállal felelősséget a befektető ezen kiadványban foglaltak alapján hozott döntései következtében, vagy őt azzal bármilyen egyéb összefüggésben érő esetleges károkért.
5. Az MKB Bank Zrt. jogosult a kiadványban szereplő eszközök vonatkozásában árjegyzési, egyéb befektetési szolgáltatási tevékenységet vagy kiegészítő szolgáltatást nyújtani.
6. Jelen kiadvány a szerzői jogról szóló 1999. évi LXXVI. törvény szerinti védelem alatt áll, ezért kizárólag az MKB Bank Zrt. előzetes írásbeli engedélyével lehet azt többszörözni, terjeszteni, egyéb módon nyilvánosságra hozni, valamint felhasználni. Az MKB Bank Zrt. valamennyi szerzői jogon alapuló jogát fenntartja.