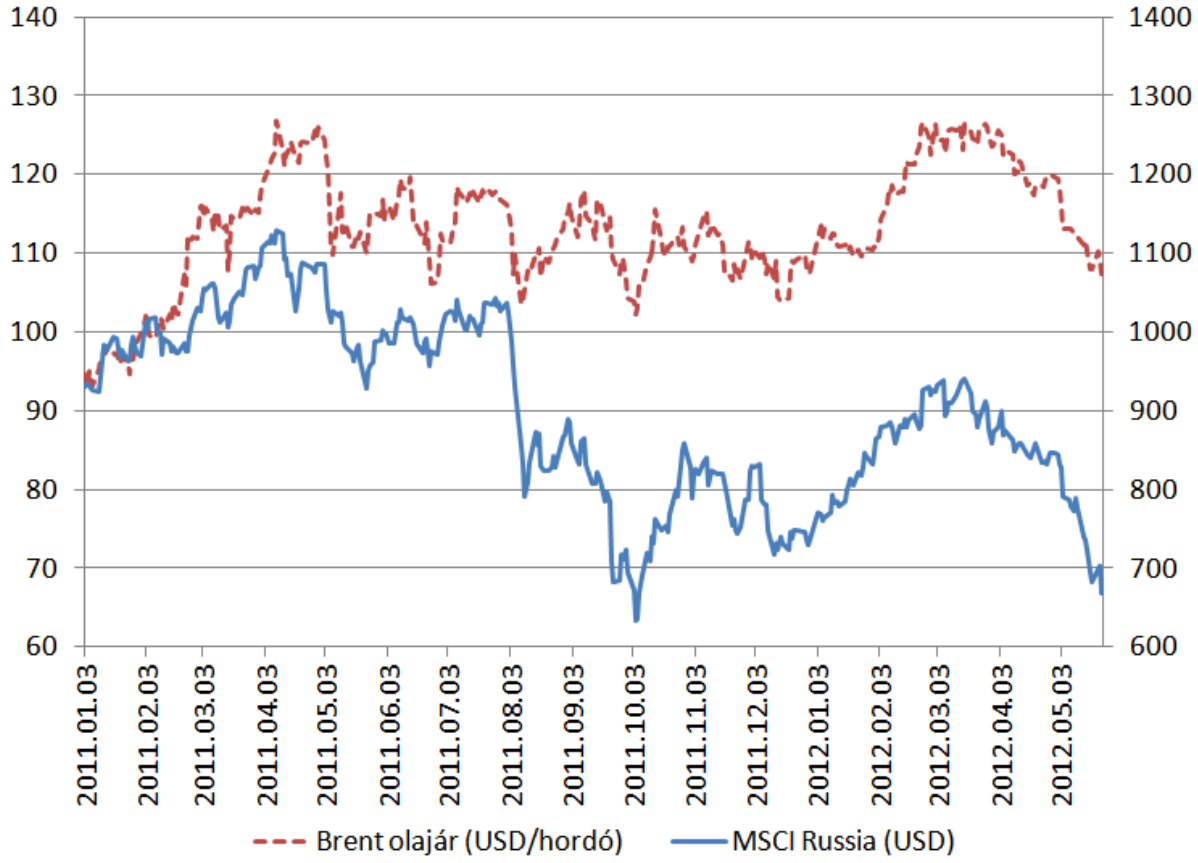
AEGON Befektetési Alapkezelő

Szakértői vélemény – Szabó Gábor

Korrigáló olaj, historikus árazási szintekre zuhanó orosz részvénypiac

Az első negyedév kiemelkedő teljesítménye után április-május a visszaesés jegyében telt az orosz részvénypiacon, lényegében megismételve eddig a tavalyi év elmozdulásait. Természetesen nem a naptári szezonalitás jár ekkora hatással - a romló európai és ázsiai növekedési kilátások mellett elsősorban az olajárat mozgató konfliktusok egybeeséséről van szó. Míg a tavalyi év első hónapjaiban az 'arab tavasz', illetve a líbiai polgárháború okozott éles felívelést az olajárban, addig az idei első negyedévben ezt a szerepet a fokozódó iráni feszültségek töltötték be.

MSCI Russia index és Brent nyersolajár: magas korreláció mellett szélesedő különbözet

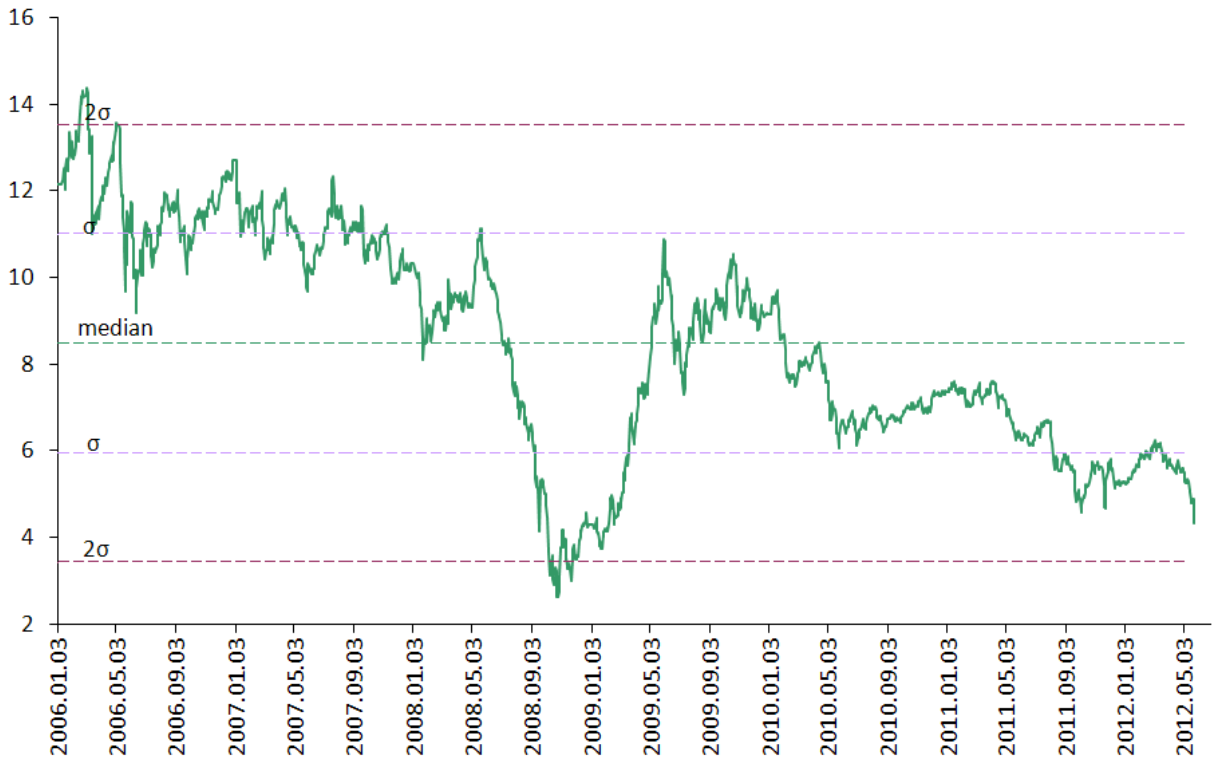


Forrás: Bloomberg, Aegon Alapkezelő

Az elmúlt hetekben bekövetkező olajár-korrekció kevésbé lehet meglepő: a márciusban még 125 dollárt meghaladó Brent olajár azt jelentette, hogy a legdrágább kitermelő –elvárt megtérülést is tartalmazó- teljes költségszintjén felül hordónként további 35-40 dollár kockázati prémium jelent meg a nyersolaj árban. Az olajár-korrekció oka a szinte példa nélküli kockázati prémium olvadása, amelyet a gyengébb konjunktúra-kilátások és az iráni nukleáris programmal kapcsolatos kommunikáció enyhülése egyaránt támogatott. Utóbbi első jelei az április közepén tartott isztambuli tárgyalások során jelentkeztek, majd ezt követte a napokban a Nemzetközi Atomenergia Ügynökséggel elért előrelépés az iráni nukleáris létesítmények ellenőrzéséről.

A visszafogottabb konjunktúra-kilátások és az iráni feszültségek mérséklődésével korrigál az olajár, vele esik az orosz piac –látszólag tehát semmi szokatlan nem történik. Rövid távon kétségtelenül az olajár-elmozdulások mozgatják az árfolyamokat az orosz részvénypiacon, magas, 0,9-et közelítő korreláció mellett, középtávon ugyanakkor a napi elmozdulások helyett az olajár szint a fontosabb.
Az olajárra vetített historikus árazási modelljeink alapján a meghatározó orosz olajtársaságok és az orosz piac a márciusi csúcson sem árazott 85-90 dollárnál magasabb hosszú távú Brent olajárat, ami prudens módon egybecseng azzal, hogy az iráni feszültségek idővel mérséklődnek. Az olajár korrigált azóta, eközben ugyanakkor 30%-ot zuhant az orosz index. Ezzel történelmi mélypontokat közelítő, 5 alatti előretekintő P/E rátán értékelt az orosz részvénypiac, amely mind a fejlődő piacokhoz, mind az olajárhoz képest, illetve előretekintő szorzószámok alapján historikus tekintetben 30-55%-kal alulárazottnak számít jelenleg.

MSCI Russia 12 havi előretekintő P/E



Forrás: Bloomberg, Aegon Alapkezelő

Mindez egy olyan időszakban történik, amikor a hagyományosan magasabb orosz politikai és piaci kockázatok mérséklődnek: a márciusi elnökválasztást követően Putyin a vártnak megfelelően megerősítette pozícióját, valamint a múlt héten felálló új kormányban a kulcsemberei kapták meg a legfontosabb pozíciókat. A vállalati transzparencia mindeközben javul: kétszeresére növelte idén osztalékfizetését a Gazprom, míg az oroszról a nemzetközi számviteli szabályokra való 2013-as áttéréssel átláthatóbbá válik a Szurgutnyeftegaz gazdálkodása. Mindezek alapján az orosz piac indokolatlanul forog történelmi mélypontokat közelítő árazáson, becslésünk szerint a jelenlegi árfolyamokat 70-75 dollárra zuhanó és tartósan ott maradó olajár indokolná.

A kérdés természetesen az olajár-pálya jövőbeli alakulása. Az iráni kockázati prémiumok nélkül jelenleg 90 dolláros egyensúlyi olajárral számolunk, amely fokozatosan emelkedhet 100 dollár közelébe az évi 5-6%-ot kitevő átlagos mezőhozam-csökkenés, a készletmegújítási kihívások és az ebből következő költséginflációs hatások miatt. Utóbbit mérsékelheti az észak-amerikai nem-konvencionális szénhidrogén-kitermelés folytatódó térnyerése, a fejlődő piacok olajkereslete azonban a kínai lassulással együtt is egészségesnek tűnik, ami miatt a kockázati prémiumok további esetleges kiárazódása után összességében nem számítunk tartósan gyenge olajmakro környezetre. Mindezek hatására a visszafogottabb globális növekedési kilátások ellenére a jelenlegi nyomott orosz részvényárazásokban attraktív kockázat-hozam párosítású vételi lehetőséget látunk középtávon.

Készítette az AEGON Global Asset Management / AAM CEE
Szabó Gábor – elemző; részvény-portfóliómenedzser
Felügyeleti szerv: Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyelete

Az oldalon megjelenő valamennyi információ kizárólag tájékoztatásul szolgál. A múltbéli hozamok nem jelentenek garanciát a jövőbeni hozamokra nézve Az AEGON Magyarország Befektetési Alapkezelő Zrt./ AAM CEE nem vállal felelősséget a jelen kiadvány alapján hozott befektetési döntésért és annak következményeiért, illetve a dokumentumban található adatok esetleges hiányosságaiért vagy pontatlanságaiért.