

## Legfontosabb grafikonok és piaci hatások 2022.06.29.

### Tartalom

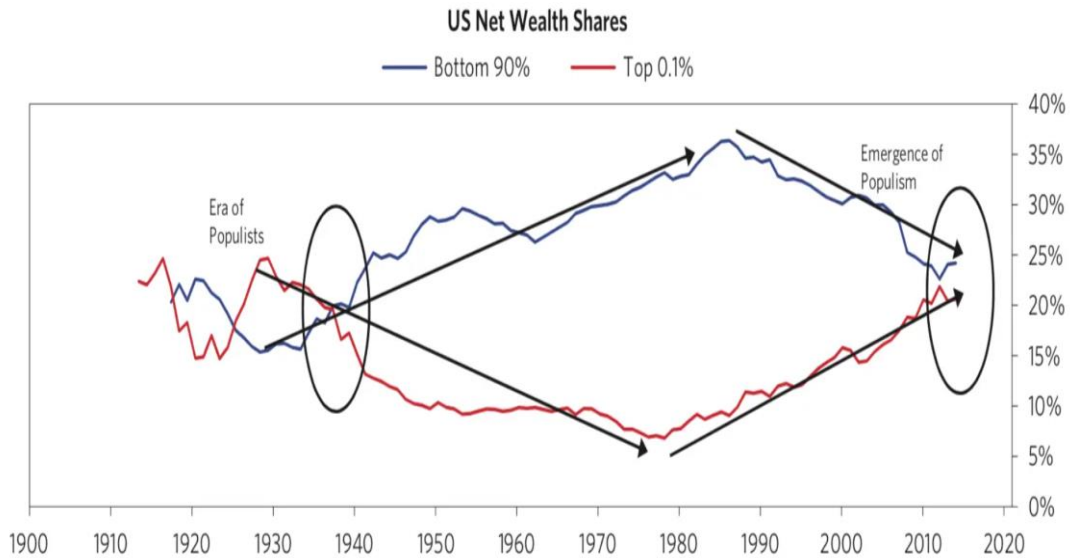
Visszatekintés az elmúlt évek legfontosabb grafikonjaira: .....	1
2020.09.07. Portfolio.hu online konferencia .....	1
2021.04.01.-én felvett VNTV adásból: .....	3
2021.10.28.-án felvett VNTV adásból: .....	4
Úton az Új Világrend felé.....	5
Samuel Huntington 1993-1996 A Civilizációk összecsapása és a világrend átalakulása .....	5
Körvonalazódik egy alternatív pénzügyi rendszer.....	8
Küszöbön a Stagfláció és a Recesszió: .....	11
Összeomlás scénáriók.....	17
Kedvezőtlen jelek a forint piacán .....	24
Ismét az arany és az ezüst a végső mentsvár!.....	28

### Visszatekintés az elmúlt évek legfontosabb grafikonjaira:

#### 2020.09.07. Portfolio.hu online konferencia

Ray Dalio: Principles For Navigating Big Debt Crises (A nagy adósságkrízisekben való eligazodás alapelvei)

- Egy 80 éves adósság-szuperciklus vége felé járunk
- A jövedelmi egyenlőtlenségek csökkentése kell következzen
- Teret nyerhet a populizmus
- Hamarosan el kell kezdődjön az adósságok lebontása



Magyarázat a grafikonhoz: **piros vonal**: az USA magánvagyonát birtokló felső 0,1% 1980-ban még csak a vagyon 7%-át birtokolta, jelenleg pedig több, mint 20%-ot. A vagyoni helyzet szempontjából az alsó 90%-ot jelentő tömeg pedig ma már csak a vagyon 25%-át birtokolja, szemben a 35 évvel ezelőtti 35%-kal (**kék vonal**). A két vonal metszéspontjában általában jelentős társadalmi változások szoktak bekövetkezni: a politika radikalizálódik, és rendszerint teret nyer a populizmus.

Az USA adósságóra:

<https://www.usdebtclock.org/index.html>

### Gondolatkísérlet az USA államadósság 10%-os aranyfedezettségének visszaállítására *forrás: Goldtresor.com*

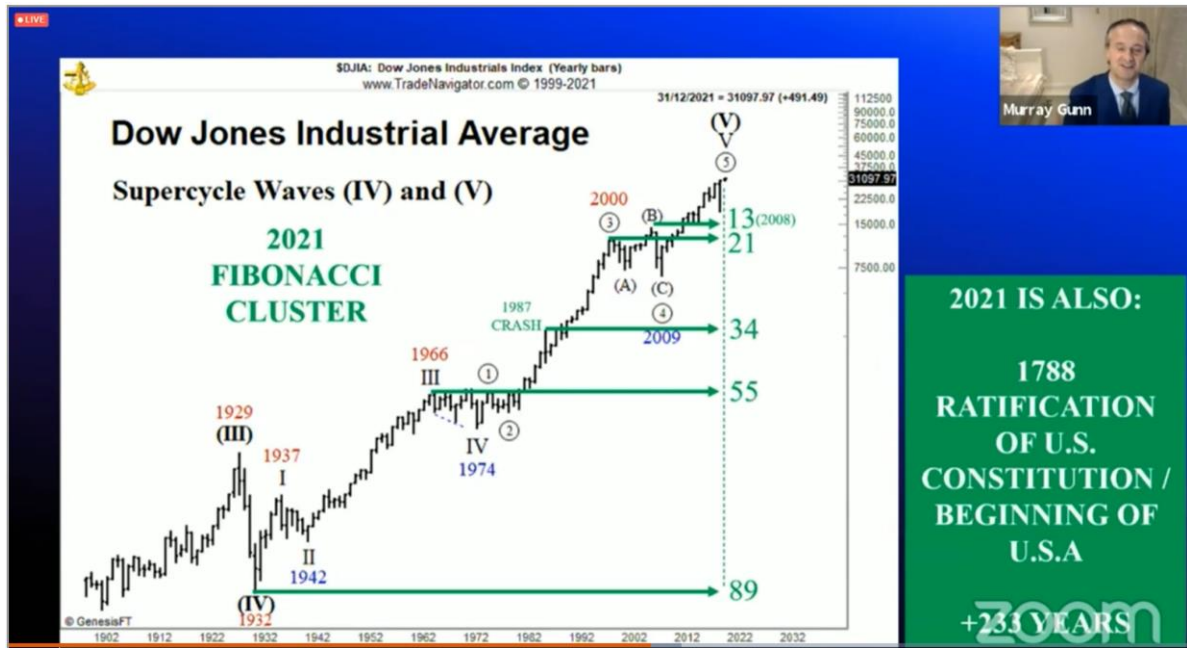
USA aranytartálék tonna	USA aranytartálék millió uncia	nyilvántartási érték/uncia	teljes nyilvántartási érték MrdUSD	piaci árfolyam USD/oz	piaci érték Milliórd USD	USA államadósság Mrd USD	Aranyfedezettség jelenleg	10%-os aranyfedezettség Mrd USD	1. verzió: új arany vásárlás tonna	2. verzió: 10% fedezettség felértékeléssel. Szükséges felértékelési szorzó	új aranyárfolyam USD/oz	Nyereség Mrd USD
8 133	261,5	42,22	11,040	1 850	484	26 500	1,8%	2 650	36 420	5,48	10 134	2 639

- 1971: A Bretton Woods-i Egyezmény vége: a dollár aranyra válthatóságának „ideiglenes” felfüggesztése
- Akkoriban az aranyfedezettség még 20% fölött volt. Most piaci értékeléssel 1,6% !!!
- Ha 10.000 dollár lenne az arany ára, akkor az USA költségvetése kb. 2600 mrd dollár „nyereségre” tenne szert, és közel megvalósulna a 10%-os aranyfedezettség

2021.04.01.-én felvett VNTV adásból:

**USA tőzsdék: Egy igazán misztikus grafikon. 2021 a trendforduló?**

- Ha 2021-től visszafelé számítva ábrázoljuk az elmúlt évek nagy tőzsdei csúcsait és válságait, akkor a Fibonacci számsor adódik ki, azaz 2 szomszédos számot összeadva a sorban a következő adódik ki.
- Bónusz, (játék a számokkal): amennyiben folytatjuk a sort:  $55+89=144$ . Ezt 2021-ből levonva 1877 (ekkor lett vége az 1873.-ban kezdődött főképp vasúti részvények árzuhanása miatti tőzsdépániknak). És még egy lépés visszafelé:  $89+144=233$ , 2021-233=1788. év az USA alkotmányának ratifikálása (az USA alapítása).



2021.10.28.-án felvett VNTV adásból:

**Vajon, mikor köszönt be a nagy hitelciklus vége, és ezzel együtt egy kiigazítás az összes eszköz árában?**

### 90-Year Great Resets Since Industrial Revolution & Stock Exchanges

Stock Prices Since 1700



Source: *Conquer the Crash* by Robert Prechter, pg. 33, Dent Research

[www.HSDent.com](http://www.HSDent.com)

Az ipari forradalom óta tartó időszakot tekinti át ez a grafikon az Elliott Wave technikai elemzés segítségével a brit és az USA tőzsdeindexeket figyelembe véve. Az Elliott Wave szerint a piaci mozgások hullámokból állnak. Egy emelkedő hullám 5 fázisból áll. A hullámokból összeáll egy magasabb szintű hullám stb. Jelenleg egy szuperciklus végén lehetünk, amelyet egy igen jelentős korrekciós, lefelé tartó hullám kell, hogy kövessen.

## Mekkora esésre számítsunk? S&P500 tőzsdeindex grafikonja

### Megaphone Pattern in Throw-Over and Projects 49% Crash Just Ahead



A grafikon közzététele óta az S&P 500 tőzsdeindex 4700 dolláron tetőzött, jelenleg 3700 dolláron, a hangosbeszélő minta (megaphone pattern) tetején van, innen akár (több hullámban) majd egy további jelentős esés is következhet 2100 dollár környékére.

## Úton az Új Világrend felé

### Samuel Huntington 1993-1996 A Civilizációk összecsapása és a világrend átalakulása

egy kb. 2030-ig használható eszköz a geopolitika megértésére, továbbá az új gazdasági tömbök/szövetségek stabilitásának értelmezéséhez is fontos.

Henry Kissinger: „a legfontosabb könyv a hidegháború óta”

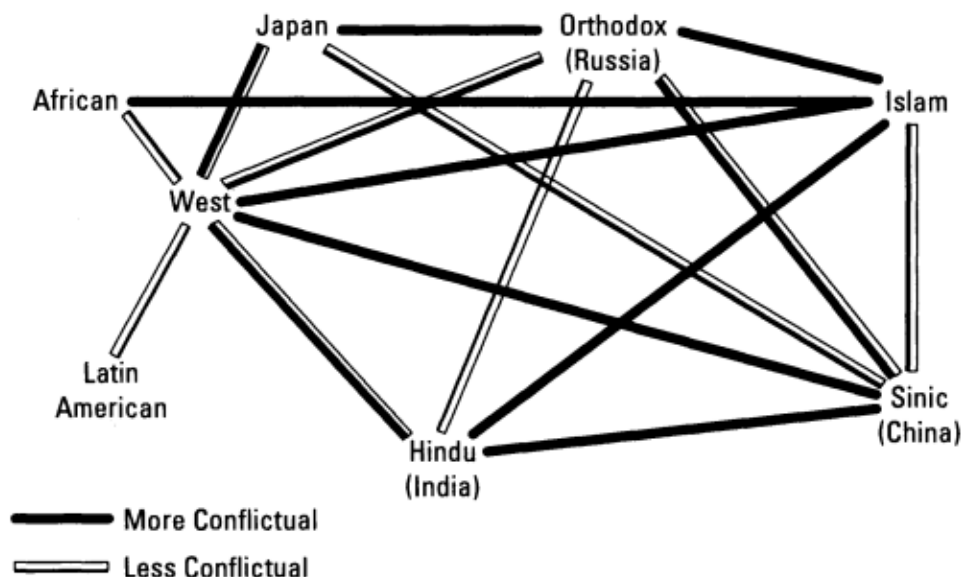
rövidítve magyar nyelven:

<http://www.banki.hu/~tk/segedanyagok/valaszthato/huntington.pdf>

## A Huntington féle „Civilizációk”, és egymással való kölcsönhatásaik.

A vonal vastagsága arányos a potenciális konfliktusokkal.

FIGURE 9.1  
THE GLOBAL POLITICS OF CIVILIZATIONS: Emerging ALIGNMENTS



## Az 1994-es ukrán elnökválasztás eredményei Huntington könyvéből.

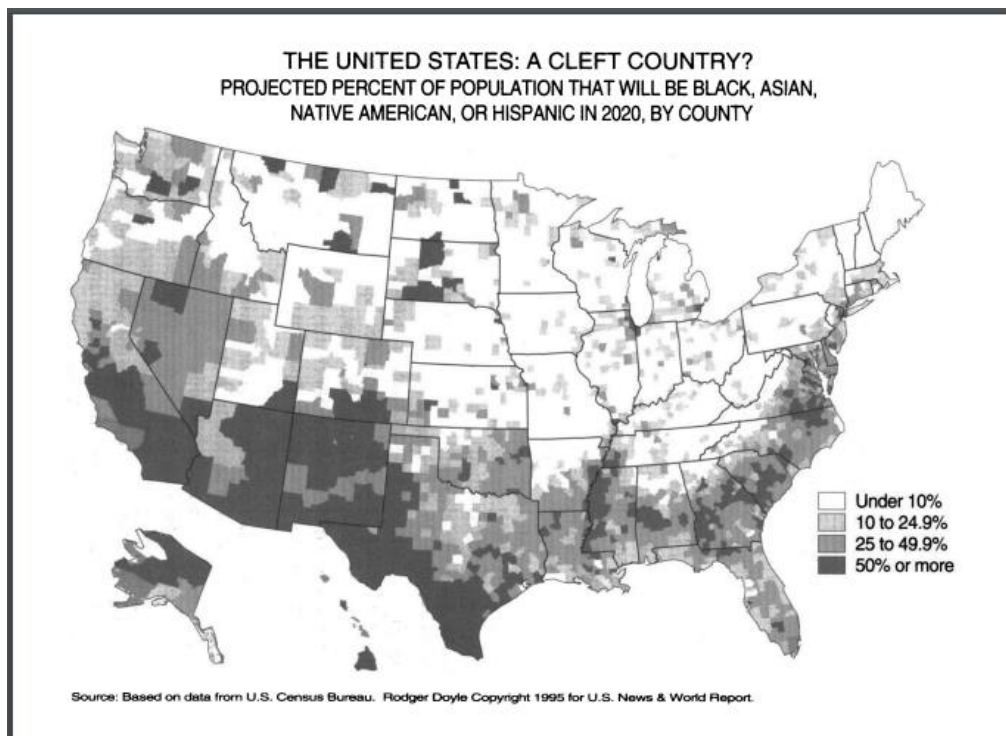
A nyugati ukrán területeken az ukrán anyanyelvű Kravcsuk nyert, míg a keleti megyékben az orosz anyanyelvű Kucsma (Kucsma ukrán nyelvleckéket vett a választások előtt). Huntington szerint a „hasadó ország”-ban a választóvonalat az ortodox kelet és a görög katolikus nyugat között ez a választás is kihangsúlyozta.

### Ukraine: A Cleft Country



## Az Egyesült Államok, mint „hasadó ország”.

Huntington szerint reális esélye van, hogy a XXI. század közepéig a délnyugati államok, ahol többségbe kerülnek a hispánok (ill. a nem fehér lakosság kisebbségbe kerül) elszakadnának az USA-tól (sötéttel jelzett területek: ahol a fehér lakosság kisebbségbe kerül a 2020-as években. A térkép 1996-ban készült!)



206 *The Clash of Civilizations and the Remaking of World Order*

TABLE 8.2  
U.S. POPULATION BY RACE AND ETHNICITY  
(in percentages)

	1995	2020 Est.	2050 Est.
Non-Hispanic White	74%	64%	53%
Hispanic	10	16	25
Black	12	13	14
Asian & Pacific Islander	3	6	8
American Indian & Alaskan Native	<1	<1	1
Total (Millions)	263	323	394

Source: U.S. Bureau of the Census. *Population Projections of the United States by Age, Sex, Race, and Hispanic Origin: 1995 to 2050* (Washington: U.S. Government Printing Office, 1996), pp. 12–13.

Idézet a könyv alapján készített [kivonatból](#):

„V. A civilizációk jövője

V.1. A Nyugat, a civilizációk és az egységes Civilizáció

*A Nyugat valóban eltér minden korábbi civilizációtól, hiszen 1500 óta a többi civilizációra is döntő befolyással van. Innen indult a modernizáció, az iparosodás, amivel a többi lépést próbál tartani. De vajon ezen túlmenően a civilizáció fejlődése eltér-e e többi civilizációtól? Huntington szerint nem. Minden civilizáció elér egy aranykort és azt követően különféle okokból kifolyólag hanyatlani kezd. A kérdés: a Nyugat elérte-e ezt az aranykort a hidegháború végével? Hiszen belső béke honol, viszonylagosan jó a gazdasági fejlődés, bár a demográfiai mutatók elég rosszak.*

*a) Mégsem feltétlenül a demográfiai hullám okozza majd a legnagyobb gondot: az erkölcsi (antiszociális viselkedés elharapózása, családi modell vonzerejének csökkenése, csökken az önkéntes*

szervezetekben való tagság, gyengül a munkamorál, csökken a tanulás iránti hajlam), kulturális hanyatlás lehet a gond. A Nyugat jövője attól függ, képes-e megbirkózni ezekkel a problémákkal.

b) De veszélyes a Nyugatra nézvést a más civilizációból érkező és letelepedő bevándorlók egy része is, amely nem képes vagy nem akar integrálódni, hanem az anyaország érdekeit képviselik. Főleg az Európában élő muzulmánokra gondol Huntington, illetve az USA spanyol nyelvű kisebbségére.

c) De a kereszténység talajvesztése is veszélyezteti a nyugati civilizáció jövőjét, legalábbis Európában. Az USA-ban más okoz gondot, mert itt viszonylag magas a templomba járók aránya. Itt a fő gondot a multikulturalizmusra való hivatkozás okozza. Mert erre hivatkozva megkérdőjelezzük a Nyugati civilizáció örökségének létjogosultságát, rész csoportokra osztják a kultúrát, ami a civilizáció darabokra szakadásához vezethet. A sokszínűség nem csak realitás, de egyben probléma is, ahogy azt az Alapító Atyák is vélték. Az amerikai multikulturalisták ugyanúgy megtagadják a Nyugati örökséget, mint ahogy megtagadta Kemal a török örökséget. Ez utóbbi teljes kudarcot vallott, mint láttuk. A multikulturális országból hiányozni fog a kulturális kohézió, egyetlen civilizációhoz sem fog tartozni az az ország, és szétesik. A történelem is ezt bizonyította (ld. római birodalom).

Három tényezőt nem hagyhat figyelmen kívül a Nyugat.

1. a nem nyugati világ már felismerte, hogy a kultúra tartja össze saját civilizációjukat. Erre alapozzák öntudatosságukat. Európában is lassan kezdik felismerni, az USA-ban még nem.

2. az amerikai külpolitika csak nehezen vette észre, hogy meg kell változtatni azokat az irányelveket, amik a hidegháború idején alakultak ki.

3. be kell látnia, hogy nem univerzális civilizáció a nyugati. Különböző ez nagy veszélyforrást jelent. Le kell mondani a más civilizációk ügyeibe való beavatkozásról.”

## Körvonalazódik egy alternatív pénzügyi rendszer

- 2022 fordulópontot jelent a nemzetközi világban. Alakul egy új monetáris rendszer. Elfordulás az amerikai dollártól egy több valutát használó világ felé.
- Oroszország valuta tartalékaiból 643 mrd usd befagyasztása jelentőségében felér Richard Nixon 1971-es bejelentésével (a dollár aranyra válthatóságának felfüggesztése 1971 augusztusában).
- Moszkva és Peking erősítik együttműködésüket a Nyugat ellenében
- A petrodollár tántorog: A kapcsolat Szaúd-Arábia és az Egyesült Államok ritkán volt rosszabb, mint most, miközben Kína óriási előrelépést tesz a Közép-Kelet területén.
- Milyen lesz a világ monetáris architektúrája? Még nem világos, de ami biztosnak tűnik, az, hogy az arany és az áruk jelentősége megnő az új világpénz(ek) fedezeteként. (Az arany nem egy követelés valakivel szemben, amit egyszerűen törölni lehet)

Pozsár Zoltán (Credit Suisse) nagyhatalmú cikke 2022. március 7.-én: **Bretton Woods III:**

<https://static.bullionstar.com/blogs/uploads/2022/03/Bretton-Woods-III-Zoltan-Pozsar.pdf>



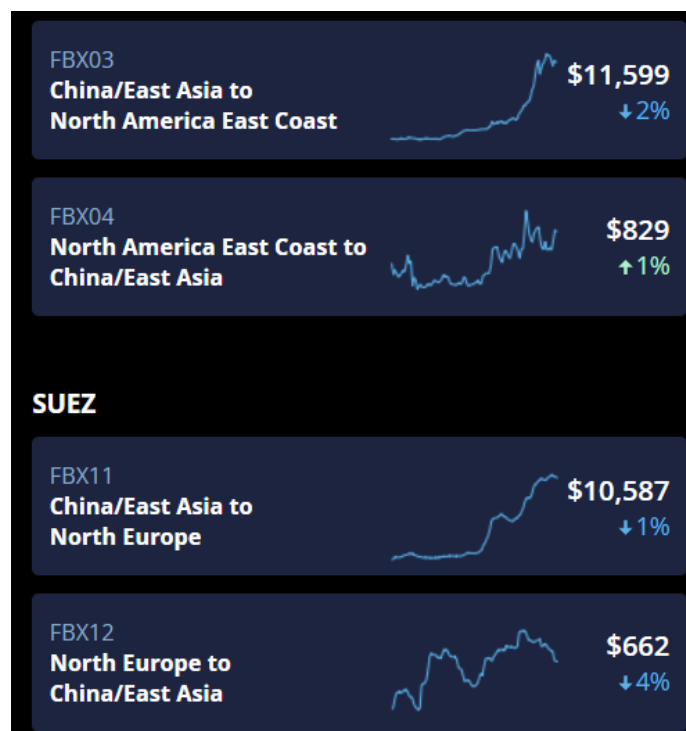
Pozsár Zoltán (Credit Suisse) cikke 2022. május 13.-án: **a Valkűrök lovaglása**

avagy ezúttal miért nem lesz könyörületes a FED a piacokhoz:

<https://www.conclude.hu/pdf/ride-volkyries-zoltan-pozsar.pdf>

### Hajó konténer árak 2022.06.28.

A hajó konténer árak is egyértelműen tükrözik Kína dominanciáját az áru kereskedelemben. A Kínából Európába ill. a Kínából az USA-ba tartó konténerek sokszorosába kerülnek a visszaúti árnak, mivel visszafelé alig szállítanak árut a kereskedők.



forrás: <https://fbx.freightos.com/>

**Pozsár Z. a bitcoinről:** „amikor a por elül, és ha addigra még meglesz a bitcoin, akkor a bitcoin is bizonyára profitálni fog a helyzetből”.

**Harry Dent a bitcoinről:** „az évszázad befektetése lehet majd a bitcoin, de ki kell várni, amíg leesik kb. 90%-ot, azaz 7-8.000 dolláron meg kell majd venni.”

**Szergej Glaziev: Kína az EAEU-val közösen új digitális pénzügyi rendszert dolgoz ki, mely feltehetőleg arannyal és egyéb áruipiaci termékekkel megfelelőképpen fedezett országok pénzeinek valutakosarából fog állni**

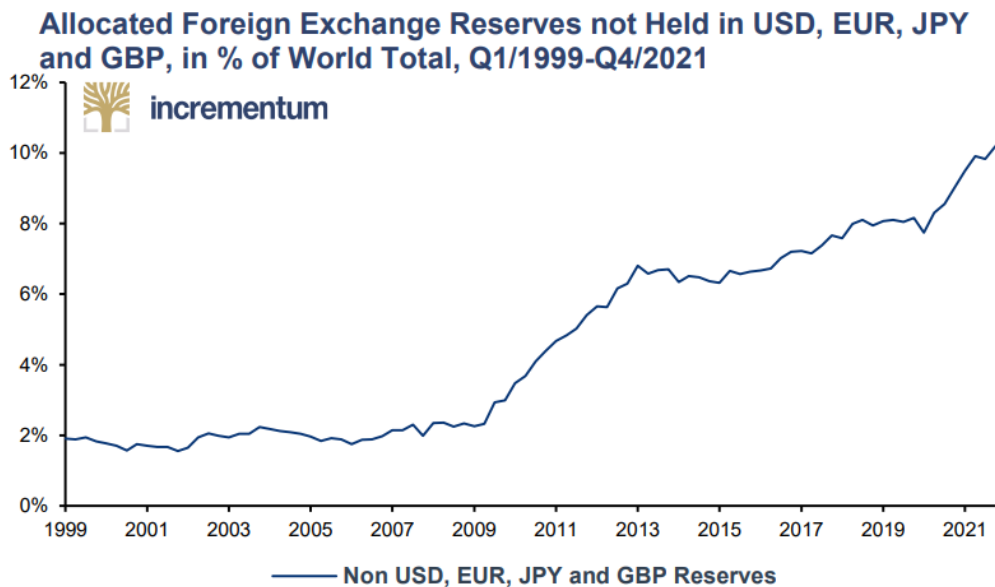
Az Oroszország vezette EAEU (Eurázsiai Gazdasági Közösség) szövetségre lép a Kína és India dominanciájú „Shanghaji Együttműködés” országaival, hogy új valuta és elszámolási rendszert hozzanak létre a Nyugattól függetlenül. A Huntingtoni „behódolás” elmélet szerint (a vezető hatalom részére való behódolásnak Ázsiában nagy hagyománya van) az ASEAN országok ehhez csatlakozhatnak. (Huntington könyvében a Dél-Kelet ázsiai tengeri övezetet a világ puszkaporos hordójának tartja, ahol a nagy „Civilizációk” közvetlenül is összecsaphatnak.)



Source: Russiabriefing.com

## A hagyományos tartalékdevizák szerepe csökken, mivel nő az alternatív tartalék devizák (elsősorban jüan) aránya

A grafikon a nem USD, EUR, JPY vagy GBP alapú devizatartalékok növekvő arányát mutatja a világ összes jegybanki tartalékának arányában.



Source: IMF, Incrementum AG

## Küszöbön a Stagfláció és a Recesszió:

A világ még viszonylag optimista, de:

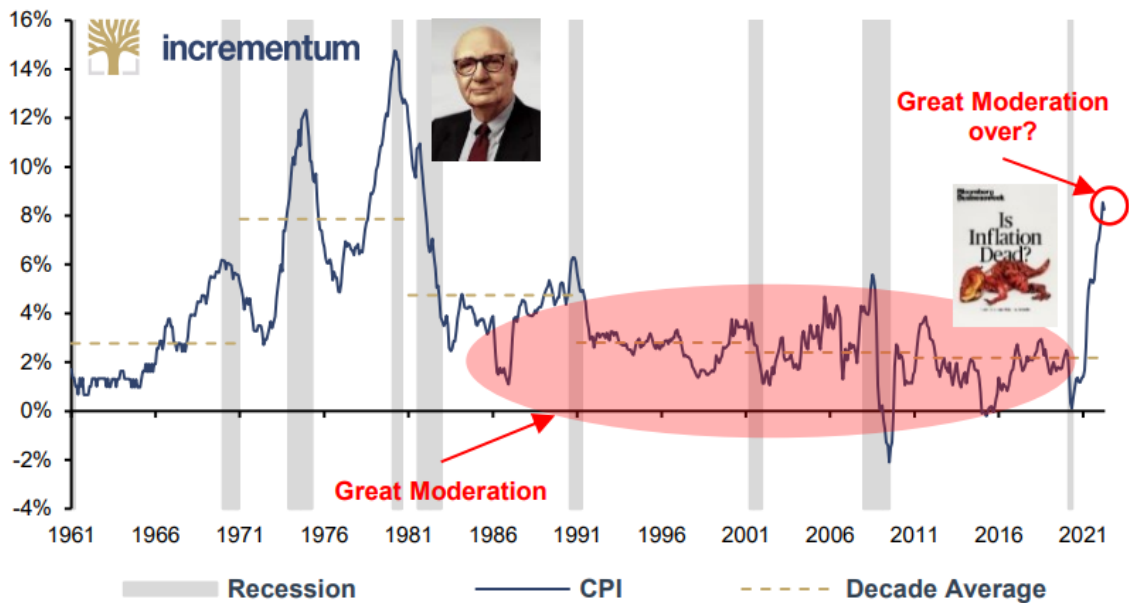
- Emelkedő kamatok, mennyiségi szigorítás (QT)
- Erősen ellaposodó hozamgörbe, amely már részben fordított
- Eső részvényt piacok
- Az olaj-, gáz- és villamosenergia-árak meredek emelkedése
- A fogyasztói bizalom meredek csökkenése
- Lassan emelkedő hitel-nemteljesítési arány
- A gazdaság gyengülése a Covid-19 világjárvány leküzdésére vonatkozó korlátozások miatt
- Az ellátási lánc problémáinak fennmaradása
- Műtrágya- és élelmiszerválság veszélye az ukrajnai háború miatt
- Egyre törekenyebb kínai gazdaság, amely makacsul ragaszkodik a zéró-Covid irányelvhez.
- A geopolitikai feszültségek meredek emelkedése

## A világ megváltozott körülöttünk

(átkerültünk egy magasabb inflációs környezetbe, sőt valószínű hamarosan stagflációba)

A nagy (kamat)mérséklődés évtizedei (Great Moderation) mögöttünk vannak. Az 1980-as évek végétől 2021-ig tartó alacsony kamatkörnyezetnek vége van. A 2022-ben elszállt infláció elleni közdelem időszaka sokáig fog tartani, azaz nem átmeneti inflációra kell felkészülnünk. Paul Volcker (lenti képen) FED elnöksége idején volt lehetőség arra, hogy az akkori infláció szintje fölé, akár 20%-ig is emeljék a kamatot 1981 júniusában és így letörjék az inflációt. Jelenleg erre nincs lehetősége a Jerome Powell vezette FED-nek a nagy eladósodottság miatt.

### US CPI, yoy%, 01/1961-04/2022

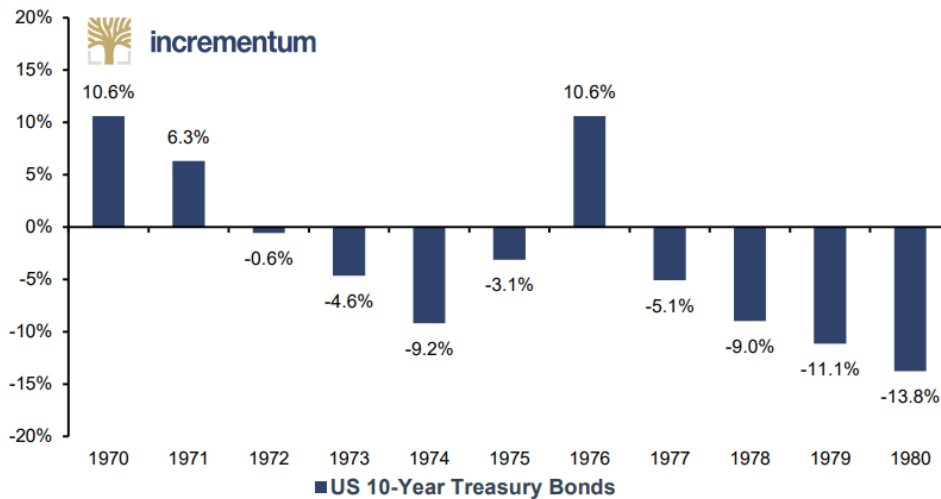


Source: Reuters Eikon, Incrementum AG

### Stagflációban a kötvénybefektetés veszteséges lehet: kötvénypiaci reálhozamok 1970-80-ig (igen jelentős veszteségek a hosszú kötvényeken)

A '70-es években ill. 1980-ban a 10 éves lejáratú USA államkötvényen reálértékben igen jelentős veszteségeket szenvedtek el a befektetők. Ez rímel a jelenlegi helyzetre is.

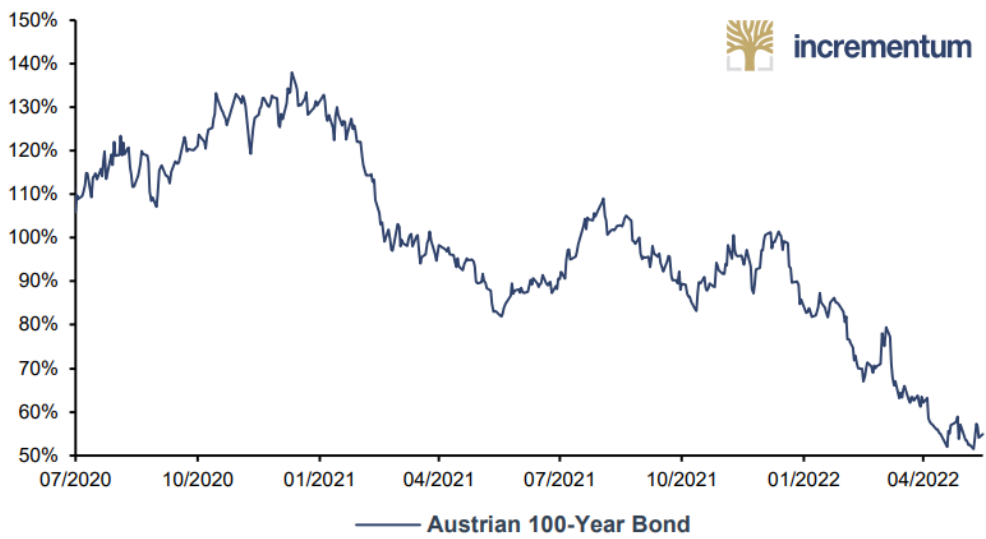
#### Real Annual Returns of US 10-Year Treasury Bonds, 1970-1980



#### 2 év alatt 50! %-os veszteség a 100 éves osztrák kötvényben

Minél hosszabb a kötvény annál kockázatosabb, spekulatívabb, a kamatok emelkedésére annál érzékenyebb. Az osztrák állam 2020 júliusában 0,85% kuponú, 100 éves lejáratú kötvényt bocsátott ki. A 2 mrd eurós kibocsátást akkoriban 12-szeresen jegyezték túl. Aki ma szeretné eladni a 100 éves osztrák kötvényét az kb. a pénzének a felét kapná csak vissza.

### Austrian 100-Year Bond (0.85%, 06/30/2120), in %, 07/2020-05/2022

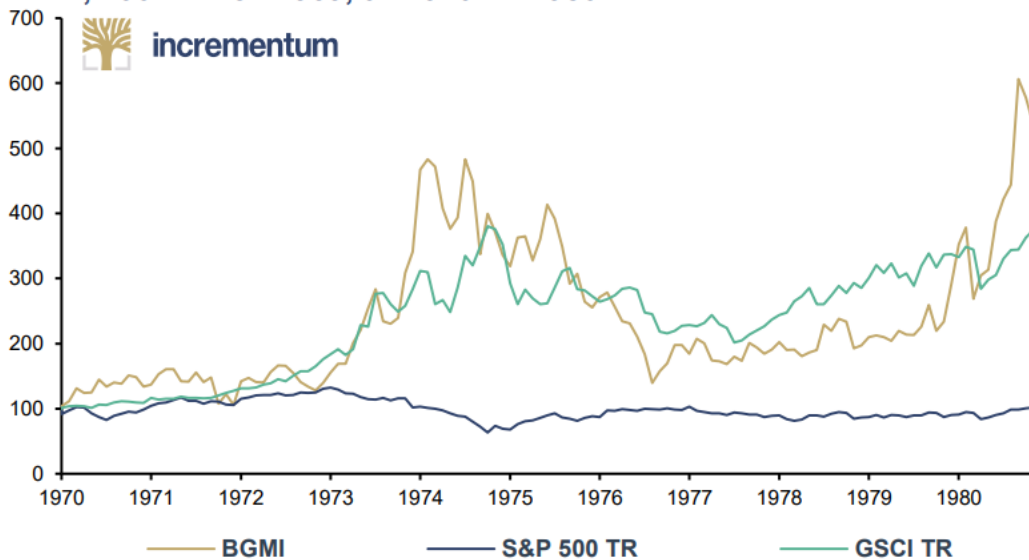


Source: Deutsche Börse, Incrementum AG

### Mégis mi működik magasabb inflációs környezetben ill. stagflációban?

Az aranybánya részvények (BGMI) és az áruipiaci termékek indexe (GSCI) jelentős többlethozamot ért el a részvényindexhez (S&P 500) képest 1970-1980-ig tartó időszakban.

### Inflation Adjusted Performance of BGMI, GSCI TR, and S&P 500 TR, 100 = 12/31/1969, 01/1970-12/1980



Source: Reuters Eikon, goldchartsrus.com, Incrementum AG

## Hol tart az áruipiaci ciklus? Meddig tart átlagosan egy áruipiaci bikapiac?

Az áruipiaci emelkedő piac (bikapiac) jellemzően akár 10-20 évet is eltarthat. Eddig 2 éven vagyunk túl. Noha a jelentős emelkedés után ráfér egy kis pihenő, az áruipiaci emelkedő trend még sokáig kitarthat.

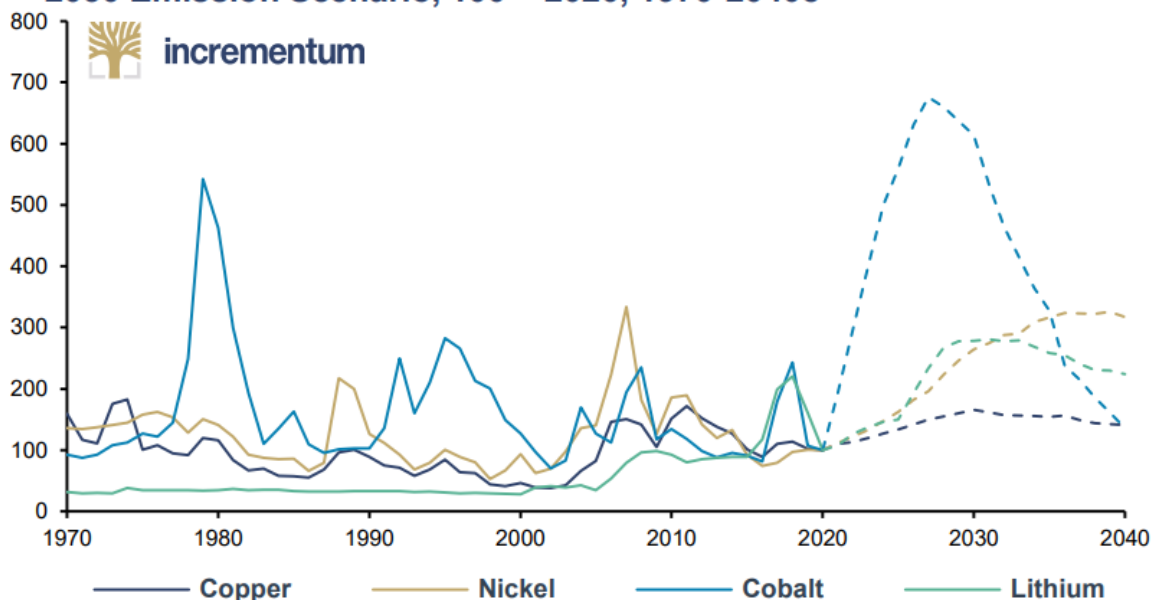
Commodity Bull Markets (NDR Commodity Composite)		
	Percentage gain	Duration (years)
1802-1814	68.5%	12.0
1843-1864	200.0%	21.4
1896-1920	267.6%	23.9
1933-1951	329.9%	18.0
1972-1980	168.4%	7.9
1999-2011	270.0%	12.1
2020-2022	125.0%	2.0
<b>Average</b>	<b>202.9%</b>	<b>13.9</b>

Source: Ned Davis Research Group, Incrementum AG, as of March 2022.

## Réz, nikkel, kobalt lítium árfolyam előrejelzések

Az alapvető ipari fémek ill. a „zöld átállás” fémeire még nagyarányú fellendülés várható, noha a küszöbönálló recesszió miatt, épp most korrekciós fázisban vannak.

### Copper, Nickel, Cobalt and Lithium Price for the IEA's Net Zero by 2050 Emission Scenario, 100 = 2020, 1970-2040e

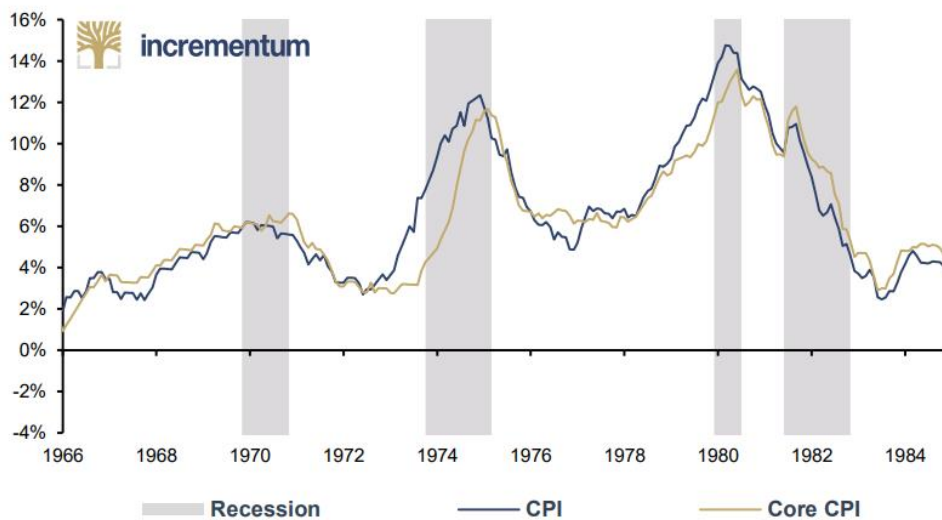


Source: IEA, Schwerhoff & Stuermer, BLS, USGS, Incrementum AG

## Az infláció gyakran hullámokban támad (például 1966-1980-ig)

A '70-es években is az olajválság különböző felvonásainak megfelelően, az infláció hullámokban következett be, melyre a FED kamatemelésekkel reagált. Az egymást követő hullámok egyre magasabbak voltak. Ha analógiát keresünk a jelenlegi helyzettel, jelenleg az első inflációs hullámnál járunk, melyet recessziós fázis és (kissé) csökkenő infláció követhet. CPI: USA fogyasztói árindex, Core CPI: USA maginfláció

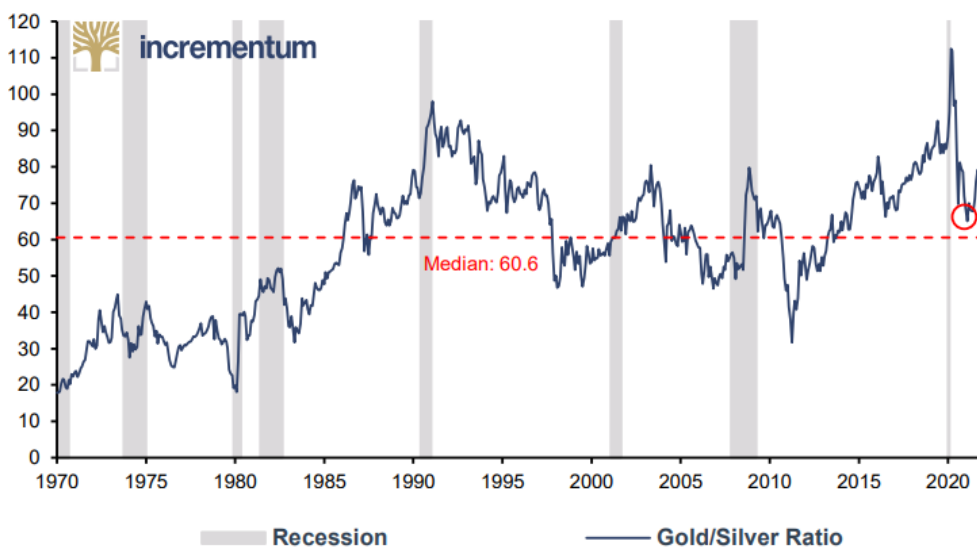
### CPI, and Core CPI, yoy%, 01/1966-12/1984



## Az ezüst az aranyhoz képest az inflációs meglódulásokban fog tudni jól teljesíteni, az összehúzódadásokban nem

ennek magyarázata, hogy az ezüst jelentős mértékben (kb. 60%-ban) ipari fém, melynek kereslete a recesszióban csökken

### Gold/Silver Ratio, 01/1970-05/2022



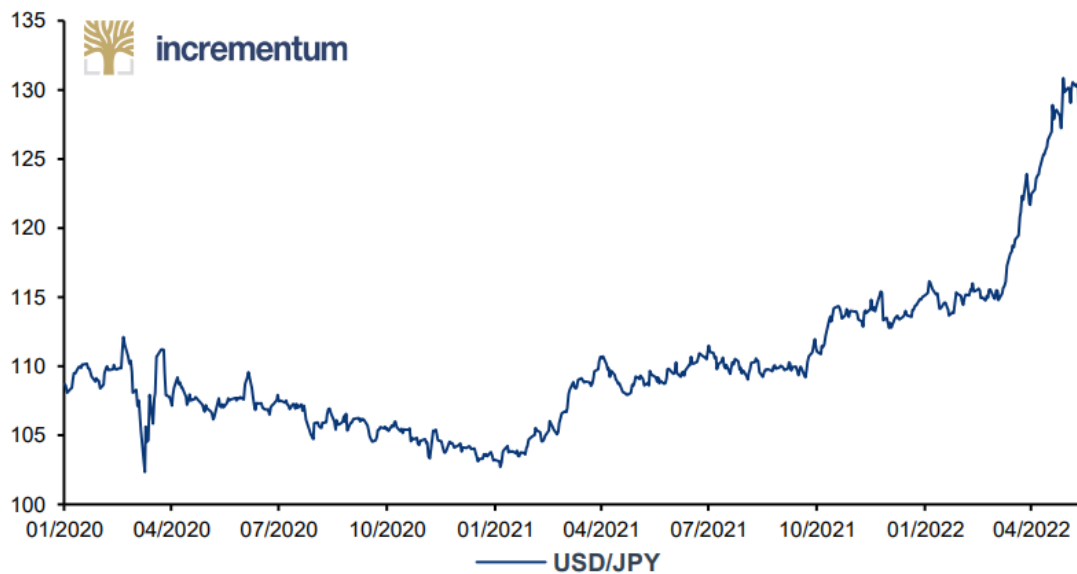


## Összeomlás scenáriók

### Hatalmasat gyengült a jen az elmúlt másfél évben. Lehet, hogy a jen lesz az első dominó?

Japán a világgazdaság „állatorvosi lova”. Itt évtizedek óta alkalmazzák a mennyiségi lazítás, a közvetlen jegybanki államkötvénységvásárlás, sőt a jegybanki tőzsdei értékpapírvásárlás gyakorlatát frissen nyomtatott jemből. Amíg a világ alacsony inflációs környezetben volt, ez nem okozott problémát, de most a kocka fordulni látszik. Az óriási mértékben eladósodott, és energiaimportra szoruló Japánt a piaci erők „levadászhatják”, és a japán jen összeomolhat. Ennek időpontja akkorra tehető, amikor Kínának sikerül Tajvant „békésen” magába olvasztania. Mindenesetre a japán jen már most látványos gyengülésen van túl.

### USD/JPY, 01/2020-05/2022



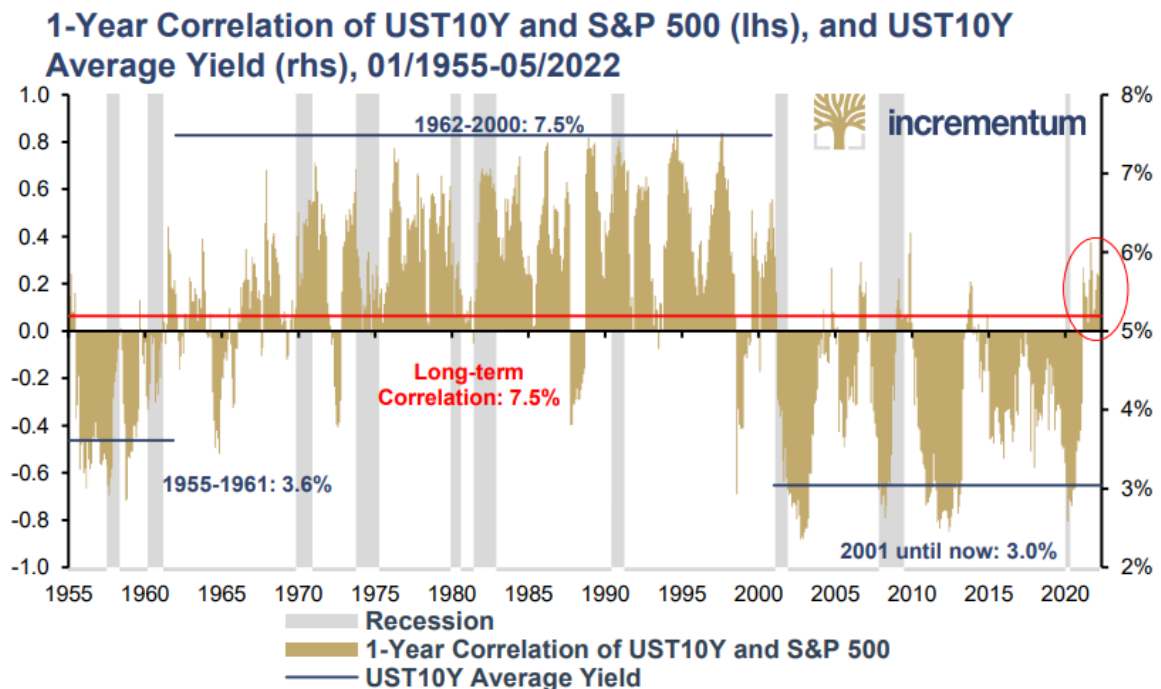
Source: Reuters Eikon, Incrementum AG

### Problémák a 60% kötvény-40% részvény portfóliókkal

A '90-as évektől 2021-ig tartó dezinflációs környezetben a 60% kötvény 40% részvény portfólió terjedt el leginkább, ezért a legtöbb megtakarítás (leginkább a Nyugati világban) ilyen típusú portfóliókban van, pl. nyugdíjpénztárak.

Ennek az volt az oka, hogy a részvények és a kötvények között negatív volt a korreláció, azaz egy részvénypiaci lefordulás esetén a kötvények árfolyama felfelé mozgott. (A részvényárfolyam esésre a kötvényhozamok csökkenéssel reagáltak, mivel a pénz a részvényből kötvénybe kezdett áramolni). Így egy stabil jól működő portfólió jött létre.

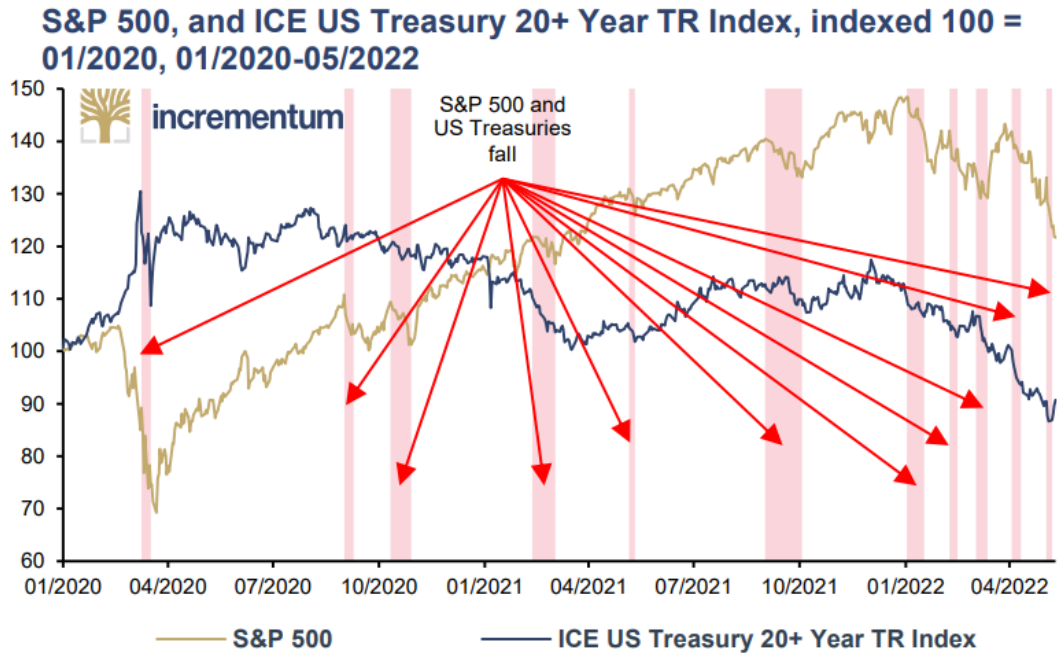
Ha stagfláció jön és emelkedik a részvények és kötvények közt a korreláció, mint a '70-es években, akkor a befektetők egyszerre fognak veszíteni a részvényen és a kötvényen, ami a megtakarítások jelentős erodálódásához vezet.



Source: FRB, S&P, BofA Merrill Lynch US Equity & US Quant Strategy, Reuters Eikon, Incrementum AG

### Már el is kezdődött:

Az előző ábra folytatásaként azt láthatjuk, hogy egyre növekszik azoknak a piaci szituációknak a száma, (függőleges piros vonal), amikor egyszerre esik a részvényárfolyam (S&P 500) és az amerikai (hosszú, azaz 20 éven túli) államkötvények (US Treasuries) árfolyama



## Hogyan segít az arany a portfóliónkon, ha netalán összeomlik a részvénypiac?

(az alábbi történelmi példák szerint „életmentő” tud lenni)

Ha már nem működik megfelelően a 60-40-es portfólió, akkor mi védhet meg a részvény árfolyamesés ellen egy portfóliót?

A piaci tapasztalatok szerint a nagyobb válságokban az arany jelentősen felülteljesítette (gold relative to S&P 500) a részvénypiaci hozamot (S&P 500 return), és így meg tudta óvni a portfóliót a katasztrófális veszteségektől.

Kivétel ez alól a Volcker-sokk időszaka, amikor 1980-82-ben sikerült letörni drasztikus kamatemelésekkel az inflációt, hatalmas reálhozam keletkezett az USA hosszú kötvényekben, a bizalom visszatért a dollárba és minden pénz kötvénybe kezdett áramlani. Ebben az időszakban mind a részvényből, mind az aranyból kifelé mentek a pénzek a kötvények felé.

Date of the Market High	Date of the Market Low	S&P 500 Return	Gold Return	Gold Relative to S&P500
09/16/1929	06/01/1932	-86.19%	0.29%	86.48%
08/02/1956	10/22/1957	-21.63%	-0.11%	21.52%
12/12/1961	06/26/1962	-27.97%	-0.06%	27.91%
02/09/1966	10/07/1966	-22.18%	0.00%	22.18%
11/29/1968	05/26/1970	-36.06%	-10.50%	25.56%
01/11/1973	10/03/1974	-48.20%	137.47%	185.67%
11/28/1980	08/09/1982	-27.27%	-45.78%	-18.51%
08/25/1987	10/20/1987	-35.94%	1.38%	37.32%
07/16/1990	10/11/1990	-20.36%	6.81%	27.17%
07/17/1998	10/08/1998	-22.29%	1.71%	24.00%
03/24/2000	10/10/2002	-50.50%	11.18%	61.68%
10/11/2007	03/06/2009	-57.69%	25.61%	83.30%
09/21/2018	12/26/2018	-20.21%	5.59%	25.80%
02/19/2020	03/23/2020	-35.41%	-3.63%	31.78%
01/03/2022	05/12/2022*	-18.07%	1.36%	19.43%
	Mean	-35.33%	8.75%	44.09%
	Median	-27.97%	1.38%	27.17%

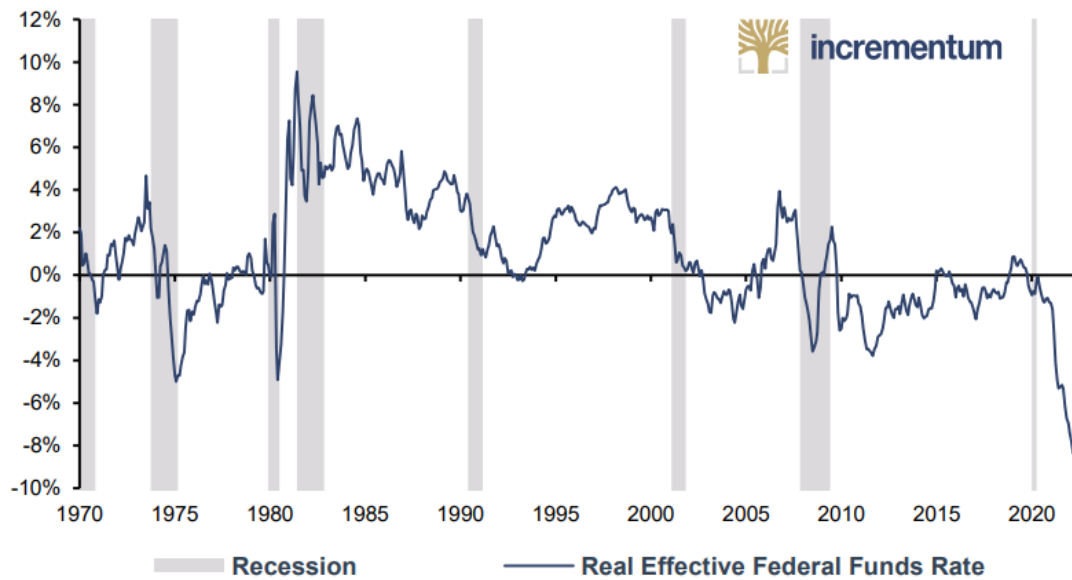
Source: Cornerstone Macro, Bloomberg, Reuters Eikon (\*Lowest closing price since 01/03/2022), Incrementum AG

**Stagflációban a portfóliókezelők több aranyat és kevesebb kötvényt tehetnek majd a portfóliókba, ami felhajtja az arany árát!**

## A lufi leeresztése puha landolás esetén, a negatív reálkamaton keresztül történhet meg

Ha negatív a reálkamat (az infláció magasabb, mint a jegybanki betét kamata) akkor az állam jól jár, mert reálértékben lecsökken az adósság állományának értéke.

### Real Effective Federal Funds Rate, in %, 01/1970-05/2022



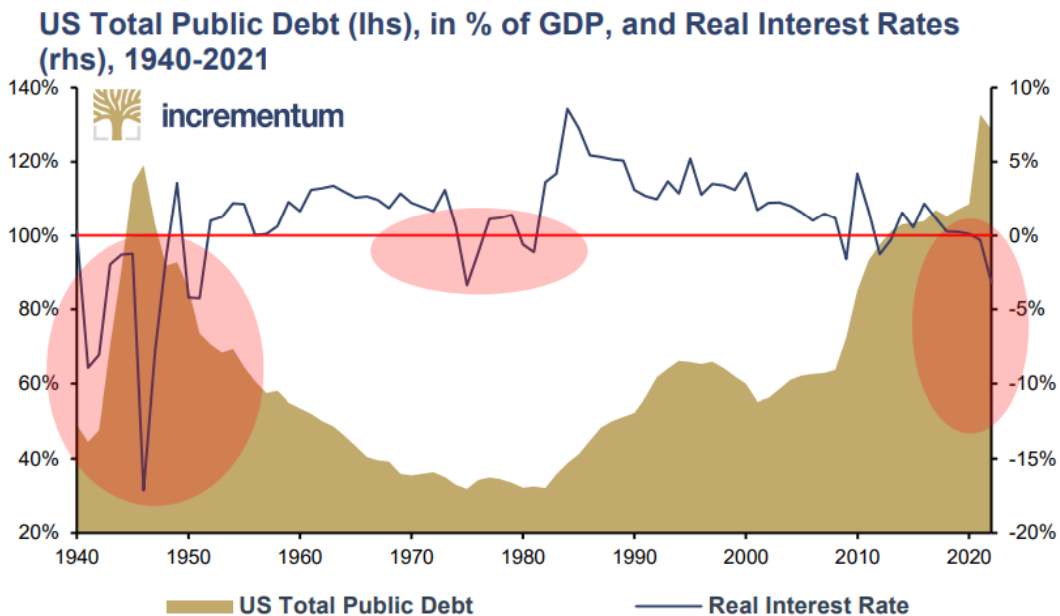
Source: Reuters Eikon, Incrementum AG

## A II. világháború utáni helyzethez hasonló adósságleépítési forgatókönyv (puha landolás)

Ha erősen negatív a reálkamat (jobb tengely: reál kamatok százalékban) Isd. II. vh utáni időszak az USA-ban, és egyidejűleg sikerül fenntartani a gazdasági növekedést, akkor a magas adósság állományt sikeresen le lehet építeni (bal tengely: Az USA adósságállománya a GDP százalékában), az adósságot „ki lehetett nőni”.

A '70-es, '80-as évek sikeres infláció elleni küzdelmét az alapozta meg, hogy ekkor már alacsonyan volt a GDP arányos államadósság, így meg lehetett emelni a kamatot olyannyira, hogy jelentős reálkamat alakult ki a '80-as évek elejére, így újra visszatért a bizalom a dollárba és újra növekedett a kereslet az USA kötvények iránt. (és persze újra neki lehetett kezdeni a GDP arányos államadósság növelésének)

A jelenlegi helyzet annyiban tér el a korábbi időszakoktól, hogy noha az infláció miatt szükséges volna jelentős kamatemelést végrehajtani, ez a magas adósságállomány miatt hamar recessziót okozna, és ez csökkentené a GDP növekedését ill. az állam adóbevételeire is rossz hatással volna, valamint növekednének a szociális kiadások is. Ha a FED erre a kamatemelési és pénzmenyiség csökkentési ciklus befejezésével reagál, akkor a GDP arányos államadósság leépítése kudarcba fullad.



Source: Federal Reserve St. Louis, Nick Laird, Reuters Eikon, Incrementum AG

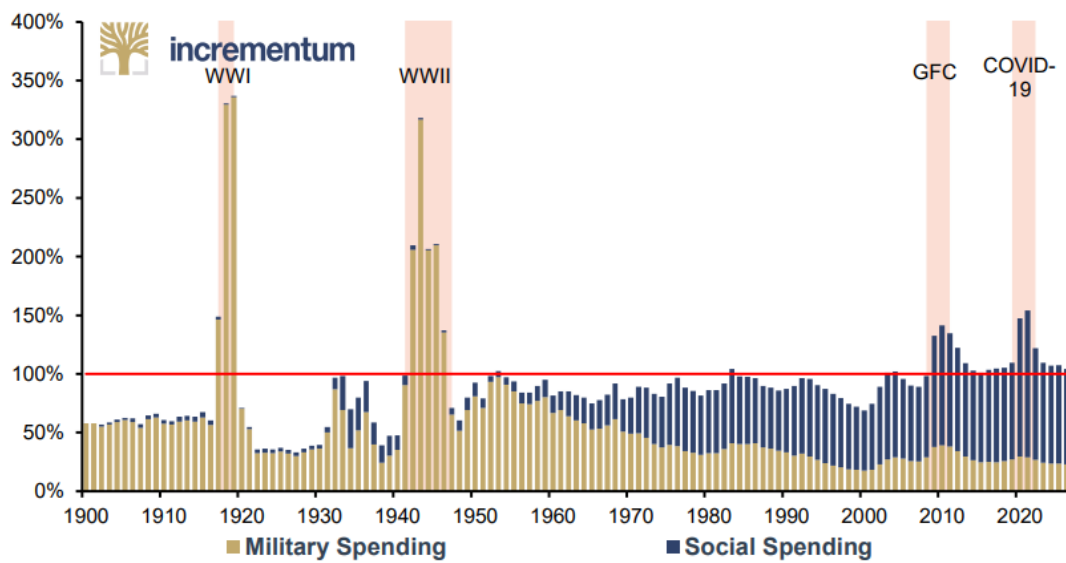
## Egy nem éppen optimista ábra: Római Birodalom: Túl a csúcson

### Az USA katonai és szociális kiadásainak aránya az adóbevételek százalékában 1900-2025 (becsült érték)

A Római Birodalom lehanyatlásának analógiájául szolgál az alábbi ábra. Az állami adóbevételekből egyre nagyobb részt hasítanak ki a szociális kiadások, az eladósodottságot pedig már nemigen lehet növelni. Így amennyiben a katonai kiadások jelentős növelése volna szükséges úgy azokat a szociális kiadások rovására kéne végrehajtani, ami óhatatlanul belső feszültségekhez vezet.

Túl nagy réteg vált függővé a szociális kiadásoktól. Ez a „hózzászokási hatás” csak nagyon nehezen építhető le, és ha a Római Birodalmat vesszük alapul, akkor a hanyatlási szakasz jellemzője.

### US Military and Social Spending as Share of Tax Receipts, 1900-2025e



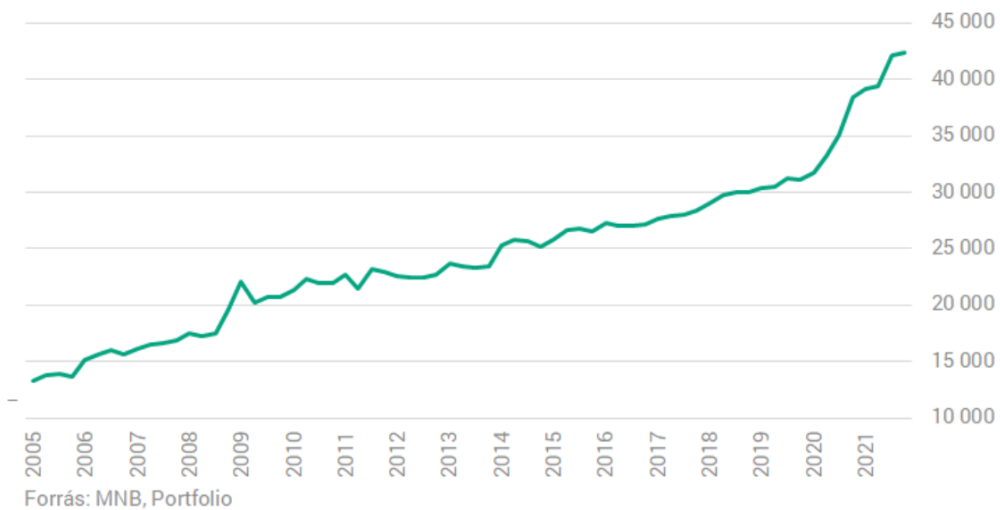
Source: OMB, usgovernmentsspending.com, Author's Calculations, Incrementum AG

## Kedvezőtlen jelek a forint piacán

**A magyar államadósság 2005-2022 (forrás: [portfolio.hu](https://portfolio.hu))**

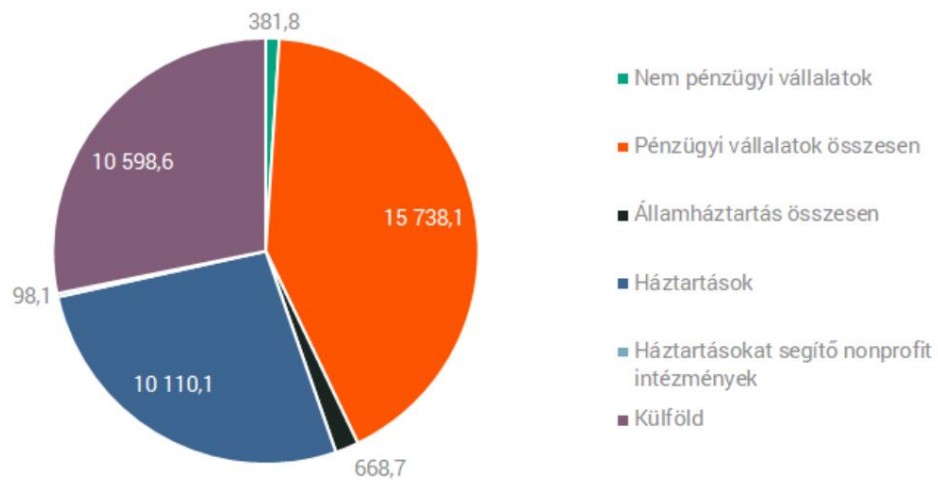
**(2020 vége kb. 37e Mrd HUF; 2021 vége kb. 42e Mrd HUF)**

**A bruttó államadósság összege (milliárd forint)**



**Ki birtokolja az adósságot? (forrás: [portfolio.hu](https://portfolio.hu))**

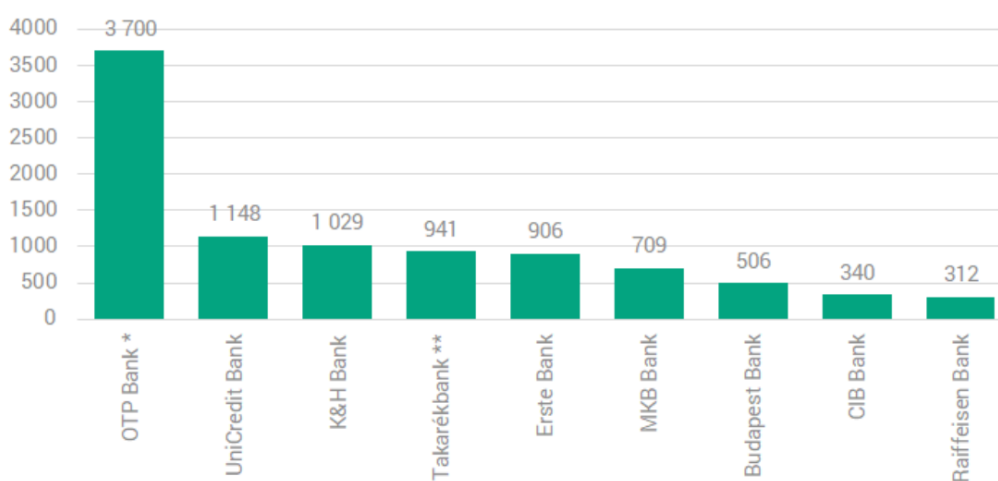
**A központi kormányzat által kibocsátott értékpapírok tulajdonosi szerkezete 2021 végén (mrd Ft)**





Igen jelentős állampapír állomány van a magyar bankoknál (forrás: [portfolio.hu](https://www.portfolio.hu))

**Az egyes pénzintézetek konszolidált magyar állampapír-állománya  
2021 végén (mrd Ft)**



\* 2022. március 31-én



\*\* A Takarékbank Zrt., a TakarékJelzálogbank Nyrt. és az MTB Magyar Takarékszövetkezeti Bank Zrt. egyedi adatai

Forrás: Portfolio-beccslés

OTP I. negyedéves jelentéséből részlet: „Az OTP magyarországi csoporttagjai az elmúlt években jelentős volumenű magyar állampapírt vásároltak, ezáltal is segítve a kormány gazdaságpolitikájának megvalósítását és az állam biztonságos adósságfinanszírozását. A teljes magyar állampapír portfólió nagysága a negyedév végén meghaladta a 3700 milliárd forintot, ennek nagy része forintban denominált.”

A 3700 Mrd forint közel 10%-a a teljes magyar államadósságnak és közel 10 Mrd dollár értékű. A bank birtokában lévő kötvények átlagos hozama 2,9% körül van.

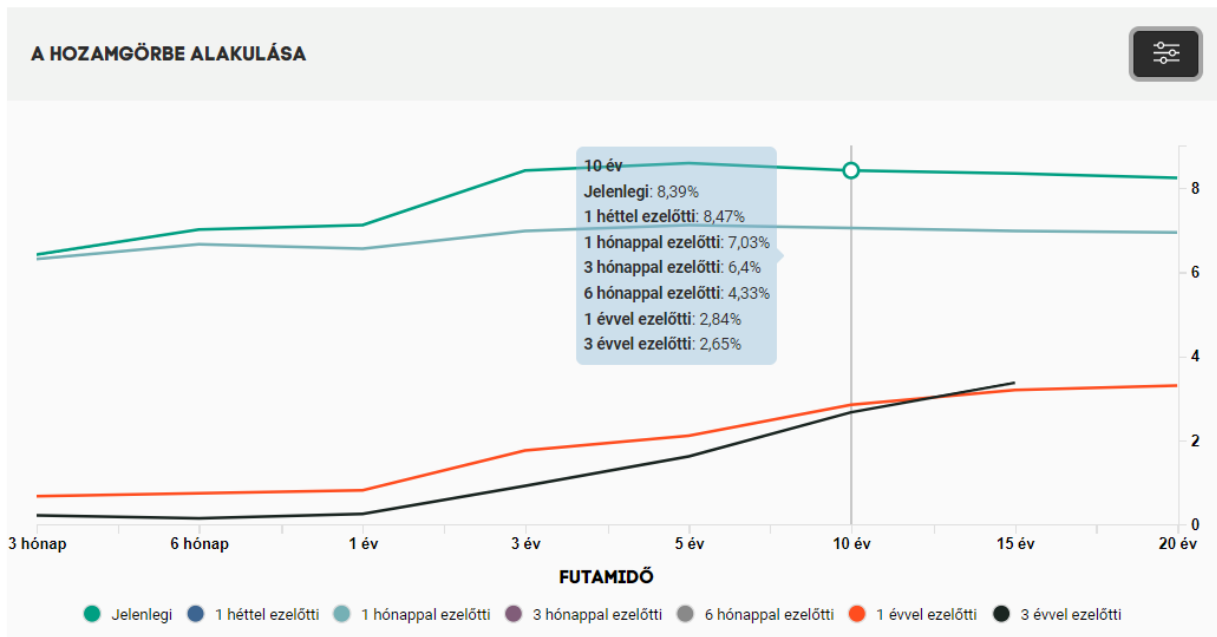
### 1 évvel ezelőtti (2021.06.28.) referencia hozamok (forrás: [ÁKK](#))

Dátumtartomány  2021. 06. 28 -  2021. 06. 28 <input type="text" value="Keresés"/>						
Dátum	Értéknap	Futamidő	ISIN kód	Rövid név	Lejárati dátum	Hozam (%)
2021.06.28.	2021.06.30.	3 hónap	HU0000523329	D211020	2021.10.20.	0,67
2021.06.28.	2021.06.30.	6 hónap	HU0000523436	D211229	2021.12.29.	0,76
2021.06.28.	2021.06.30.	12 hónap	HU0000523626	D220504	2022.05.04.	0,81
2021.06.28.	2021.06.30.	3 év	HU0000403571	2024/C	2024.10.24.	1,76
2021.06.28.	2021.06.30.	5 év	HU0000404934	2026/F	2026.08.26.	2,12
2021.06.28.	2021.06.30.	10 év	HU0000404744	2033/A	2033.04.20.	2,85
2021.06.28.	2021.06.30.	15 év	HU0000403555	2038/A	2038.10.27.	3,21
2021.06.28.	2021.06.30.	20 év	HU0000404165	2041/A	2041.04.25.	3,31

### Jelenlegi (2022.06.28.) referencia hozamok (forrás: [ÁKK](#))

Dátumtartomány  2022. 06. 28 -  2022. 06. 28 <input type="text" value="Keresés"/>						
Dátum	Értéknap	Futamidő	ISIN kód	Rövid név	Lejárati dátum	Hozam (%)
2022.06.28.	2022.06.30.	3 hónap	HU0000523857	D221019	2022.10.19.	6,40
2022.06.28.	2022.06.30.	6 hónap	HU0000523956	D221228	2022.12.28.	7,02
2022.06.28.	2022.06.30.	12 hónap	HU0000524111	D230419	2023.04.19.	7,10
2022.06.28.	2022.06.30.	3 év	HU0000404058	2025/C	2025.11.26.	8,42
2022.06.28.	2022.06.30.	5 év	HU0000405543	2028/B	2028.03.23.	8,57
2022.06.28.	2022.06.30.	10 év	HU0000405550	2032/A	2032.11.24.	8,39
2022.06.28.	2022.06.30.	15 év	HU0000403555	2038/A	2038.10.27.	8,33
2022.06.28.	2022.06.30.	20 év	HU0000404165	2041/A	2041.04.25.	8,23

## A hozamgörbe alakulása és a 10 éves állampapír hozamai (forrás: portfolio.hu)



A forintban jegyzett, különböző lejáratú állampapírok referenciahozamai alapján.

Forrás: ÁKK, Portfolio

A hosszabb durációjú papírokon jelentős átértékelési veszteség keletkezhetett, ami akkor realizálódik, ha idő előtt vissza kell váltani a papírt. A kötvénybefektetés sem kockázatmentes, sőt a hosszú papírok kifejezetten spekulatívok (Isd. 100 éves osztrák papír EUR-ban 50% veszteség 2 év alatt)

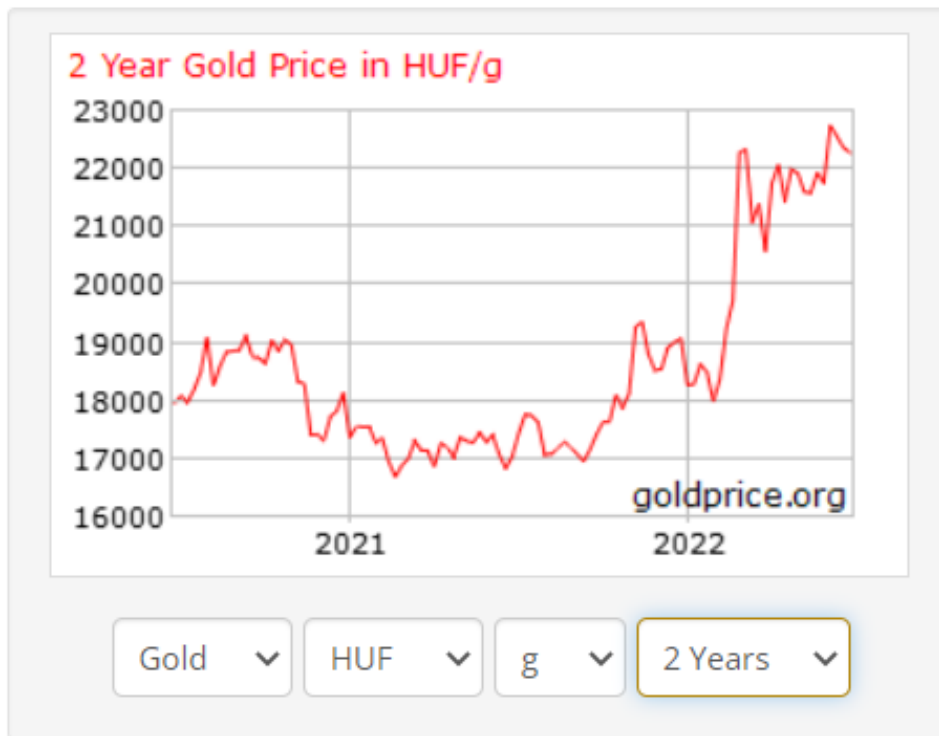
<https://elemzeskozpont.hu/duracio-duration>

**számos elemző véleménye: „ha nem jön az EU-s pénz baj lehet a forinttal!”**

Ismét az arany és az ezüst a végső mentsvár!

**A forint/arany árfolyama eddig nagyjából kiegyenlítette az inflációt!**

**(összesen kb. 24% hozam 2 év alatt)**



Mi várható rövidtávon az arany/forint árfolyamában? (forrás: [conclude.hu](https://conclude.hu) cikke)

Ármátrix az Arany/Forint grammár várható értékeinek számítására 2023 júliusig. 2022.06.22.-én a spot árfolyam 22.200 Ft/gramm					
		USDHUF	USDHUF	USDHUF	USDHUF
		erős forint*gyengébb dollár	erős forint*erősebb dollár	gyenge forint*gyengébb dollár	gyenge forint*erősebb dollár
		<b>316.96</b>	<b>373.68</b>	<b>401.79</b>	<b>473.68</b>
gyengébb arany XAUUSD	<b>1650</b>	16,815	19,824	21,315	25,129
közepes arany XAUUSD	<b>1850</b>	18,853	22,227	23,898	28,175
erősebb arany XAUUSD	<b>2200</b>	22,420	26,432	28,419	33,505
erős arany XAUUSD	<b>2900</b>	29,553	34,842	37,462	44,166
<b>Az USDHUF számításnál figyelembe vett szélső értékek</b>					
		erős forint EURHUF	gyenge forint EURHUF	gyengébb dollár EURUSD	erősebb dollár EURUSD
		<b>355</b>	<b>450</b>	<b>1.12</b>	<b>0.95</b>

Névjegy:

Juhász Gergely, Conclude Befektetési Zrt.

1054 Budapest Szabadság tér 7. Bank Center

Telefon: +36-20-2572442, +36-20-2576442

Kapcsolat:

<https://www.conclude.hu/kapcsolat.html>



Klasszikus nemesfém  
kereskedő



Internetes nemesfém  
kereskedelmi platform



Kriptodeviza befektetés