

Befektetési stratégia 2025 Q3

Multi-Asset Elemzés
2025.06.30.

Összefoglaló: A felfelé és lefelé mutató kockázatok kioltják egymást

Makrókép: Az USA-ban a várakozások szerint a gazdasági növekedés lassul, 1,5%-os bővülés valószínű. Az Eurózónában a lazább fiskális politika (különösen Németországban) 2026 végére mintegy 1,5%-ra emelheti a GDP-növekedést, de a vámfenyegetések és a költségezés esetleges késedelme miatt a kockázatok 2025 és 2026-ban is lefelé mutatnak. Az inflációs kilátások Európában a célnak megfelelők, az USA-ban cél feletti, és emelkedő. A geopolitika és a feszes munkapiac miatt a kockázatok felfelé mutatnak. A rövid távú kilátások alapján a beárazott dollár kamatpálya messze nem biztos, Európában a költségvetési lazítás jelent felfele kockázatot a hozamokra. A 2025-ös magyar GDP-növekedési előrejelzésünket 2%-ról 0,6%-ra módosítottuk. A választások előtti esetleges intézkedések hatásai főként 2026-ban jelentkezhetnek. Az infláció idén 4,5% körül alakulhat. Az MNB idén és jövőre is 6,5%-on tarthatja az alapkamatot, a nyári hónapokban a forint erősítő hatások dominálhatnak, a hozamgörbe hosszú végén óvatosság ajánlott.

Részvények: Bár áprilisban a vámbejelentések jelentős esést hoztak a globális részvénypiacokra, hamar kiderült, hogy a fájdalomküszöb nincs messze, ahol az amerikai politika fordulatot hajtott végre. A részvénypiac V-alakú kilábalását követően az árazási szintek megint lokális csúcs közelében, és bár egyelőre a profitnövekedés támogató, a dinamika romlik. A pozícionáltság semleges, a felfele és lefele mutató kockázatok kiegyenlítik egymást. Az amerikai növekedési előny apad a világ többi részéhez képest, de a laza költségvetés miatt a recesszió esélye alacsony. Európa olcsóbb, de az átárazódását akadályozhatják a kereskedelmi tárgyalások, a gyenge profitnövekedés, és az AI versenyben való lemaradás. A feltörekvőket hajtó hátszél előretekintve gyengülhet, de a KKE piac továbbra is kellően olcsó, hogy fenntartsuk felülsúlyozás ajánlásunkat.

Kötvények: A vámok növekedést lassító, a fiskális lazaság növekedést serkentő hatásai régióként eltérő módon befolyásolják az inflációs kockázatokat és a jegybanki mozgástereket. A jelentős politikai indíttatású bizonytalanságok miatt portfóliószinten érdemes semleges kötvény-kitettséget tartani, és a rövid/közepes lejáratokat favorizálni.

Nyersanyagok: Az idei évben jól teljesítő szektorok száma egyértelműen bővült. A gazdasági bizonytalanságok azonban még nem szűntek meg, így az árupiaci rali némileg törékenynek tűnik, így némi óvatosság indokolt lehet, szelektív kitettség azonban ajánlott (pl. továbbra is kedveljük az aranyat, rezet és uránt).

	Alulsúlyozás		Semleges	Felülsúlyozás	
					
Eszközosztályok					
Részvények					
Kötvények					
Nyersanyagok					
Készpénz					
Részvények - Régiók					
USA					
Európa					
Feltörekvő piacok					
Kelet-Közép-Európa					

Kedvelt befektetési sztorik:


Technológia


Közművek


Bányák (réz/urán)


Arany


Japán


Latin-Amerika


Lengyelország

Makro kitekintő

Gazdasági kilátások

5.

Infláció és jegybanki politika

7.

Magyar gazdasági kitekintő

9.

Piaci kitekintő

Kötvények

15.

Nyersanyagok

16.

Részvények

14.

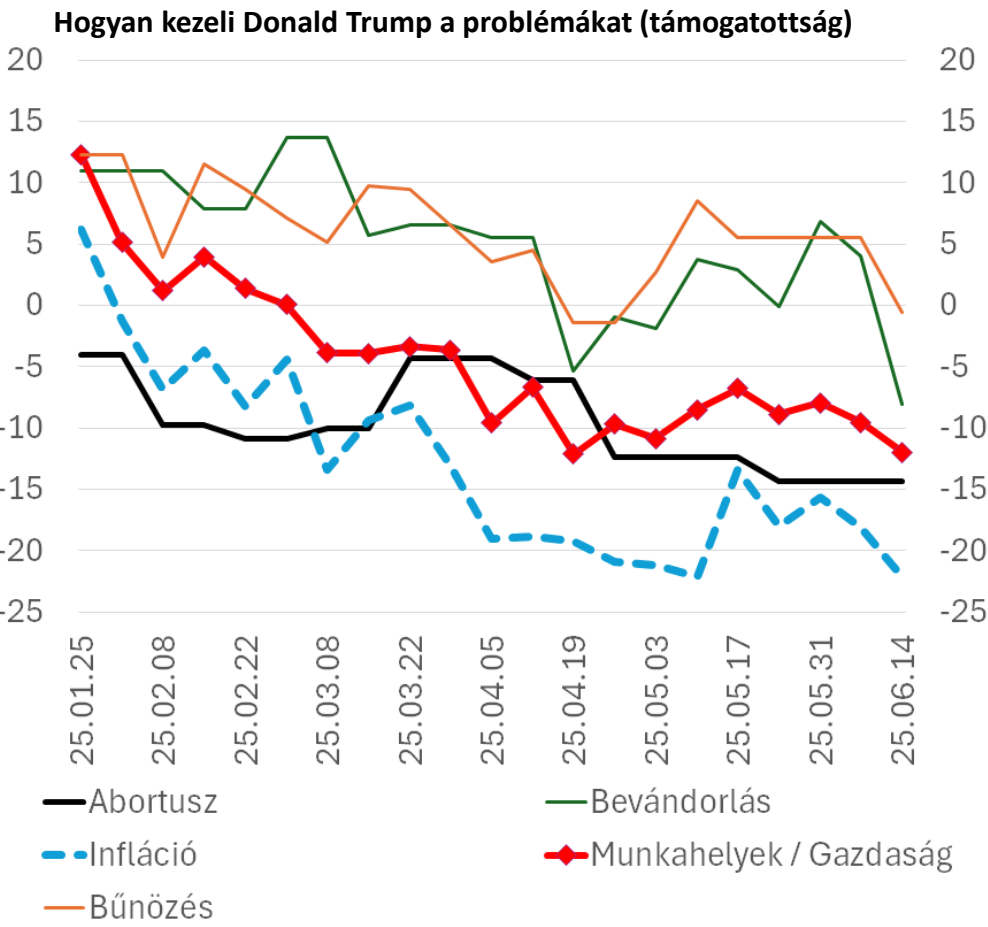
Régiók

17.

Kedvelt befektetési sztorik

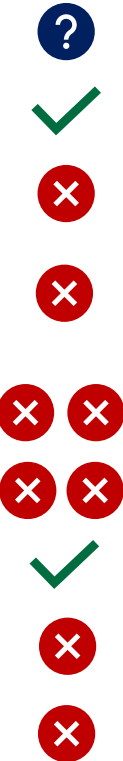
23.

Az amerikai kormányzat nem közeledik, hanem egyre távolodik a céljaitól



Célok

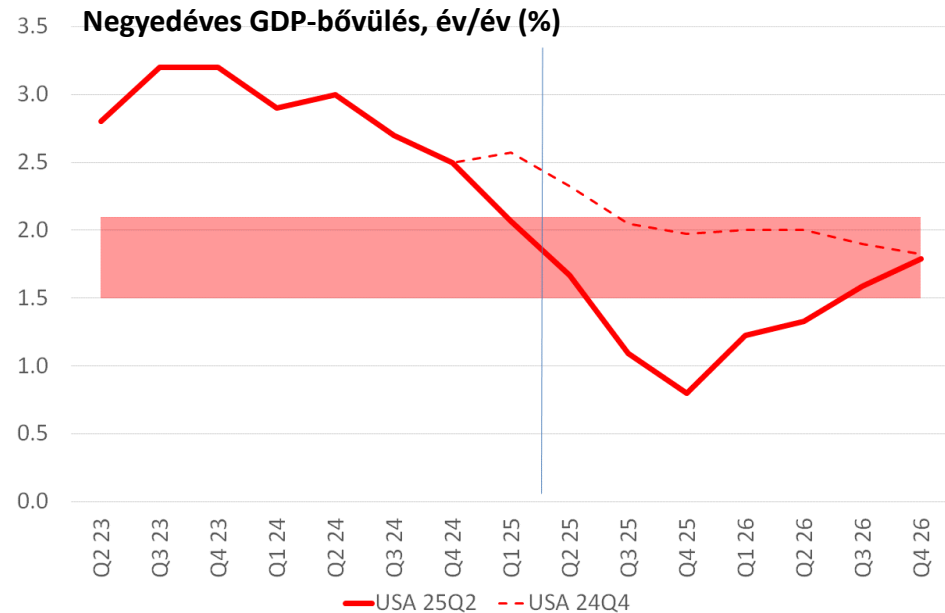
- Újraiparosítás (hadiipar, beszállítók)
- Gyengébb dollár
- Alacsonyabb kötvényhozamok
- Alacsonyabb gázár
- Költségvetés:
 - Kisebb hiány
 - Lassuló adósságpálya
 - Magasabb vámbevételek
 - Kisebb elsőd. kiadás
 - Kisebb kamatkiadás



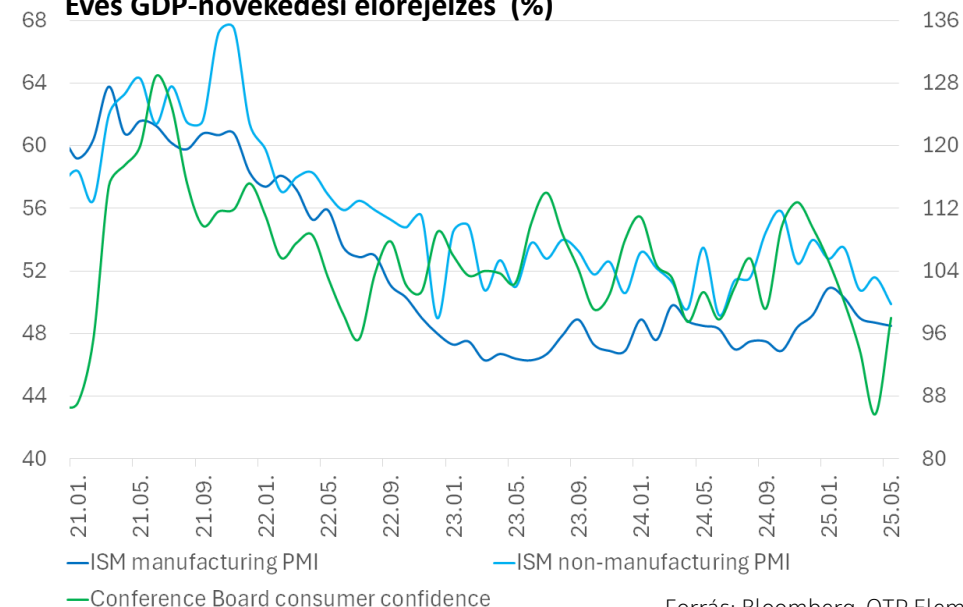
Következmények

- Nem érhetők el a célok
- A dollár globális tartalékvaluta szerepe megingott
- Előtérbe került a fenntartható költségvetés
- Közelednek a félidős választások, csökken a népszerűség
- A szövetségesek meghökkentek
- Hamarosan új Fed-elnök lesz
- Mielőbb egyértelmű irányt kell mutatni

A kereskedelmi háború miatt lassul az USA gazdasága



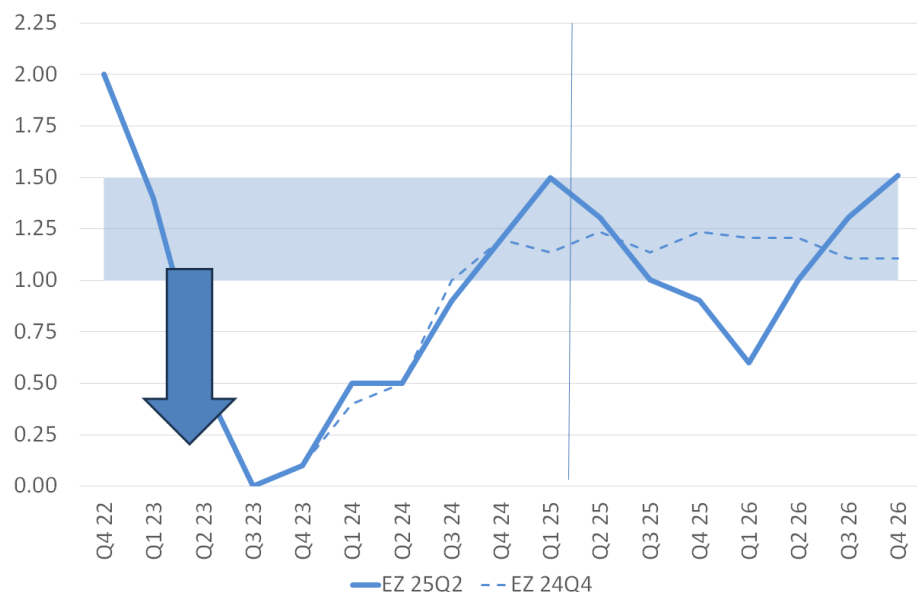
Éves GDP-növekedési előrejelzés (%)



USA: átmeneti lassulás után Q2-ben a gazdaság újra felgyorsult, de a növekedés középtávú motorjai is veszíthettek lendületükből

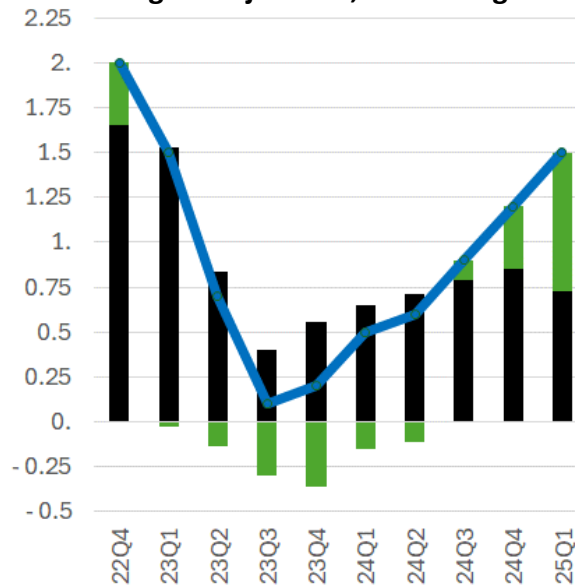
- **Q1:** Két év meglepően magas, közel 3%-os növekedés után a vámháború miatt az amerikai gazdaság megtorpant, főként az előrehozott import miatt, de a fogyasztás is lassult.
- **Q2:** A gazdaság ismét gyorsulni látszik, a GDP növekedési üteme 2-3% körül alakulhat (szezónálisan igazított évesített né/né alapon); szerkezete pedig többé-kevésbé kiegyensúlyozott. A fogyasztás növekedése azonban továbbra is gyengébbnek tűnik, mint 2024-ben, miközben a lakásberuházások és a készletek továbbra is fékezik a növekedést.
- **2025/26:** A várakozások szerint a gazdasági növekedés idén és jövőre jelentősen lassul: a potenciális szinttől elmaradó, 1,5%-os bővülés valószínű. A vámháború a bizonytalanságon keresztül visszafogja a beruházásokat és fogyasztást. A „Liberation Day”-en bejelentett nagyon magas vámok átmeneti felfüggesztését, illetve a Kínával kölcsönösen 150% környékére emelt vámok csökkentését követően néhány üzleti bizalmi mutató visszapattant a korábbi mélypontról, de szintjük továbbra is visszafogott maradt, ami a jövőben lanya beruházási tevékenységre utal. A fogyasztás valószínűleg lassulni fog, mivel a munkaerőpiac fokozatos hűlése folytatódott, a heti munkanélküli-segélykérelmek száma és a munkanélküliségi ráta emelkedett, a foglalkoztatottság és a fogyasztói bizalom csökkent, miközben az inflációs várakozások magas szinten maradtak.
- A **kockázatok** kiegyensúlyozottak: a mesterséges intelligencia és az informatika erős növekedése pozitív meglepetést okozhat, miközben a vámpolitika szigorodása sem zárható ki, a kormány eredeti céljainak elérése érdekében. A recesszió valószínűsége idén a már átlag feletti 25%-ról magasabb, de még nem rémisztő 40%-ra emelkedett.

Negyedéves év/év GDP-növ., Eurózána (%)

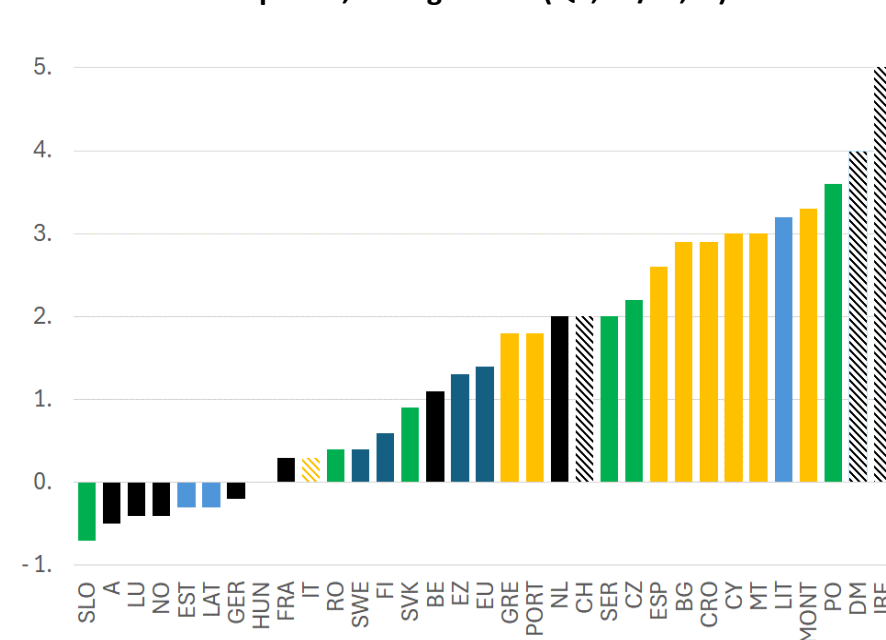


Negyedéves év/év GDP-növ., Eurózána

Írország hozzájárulása, EZ Írország nélkül (%)



GDP-növ. Európában, országonként (Q2; év/év, %)

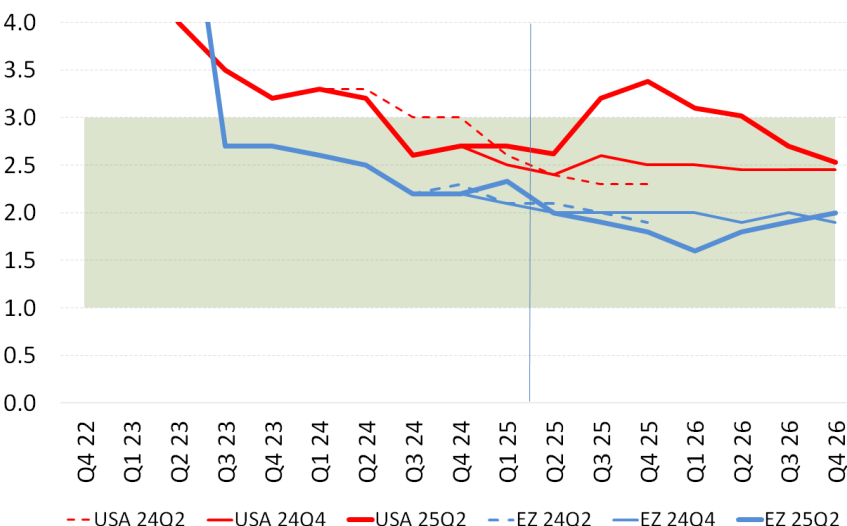


Eurózána: a gyenge fellendülést a vámháború okozta hullámvasút is megzavarta

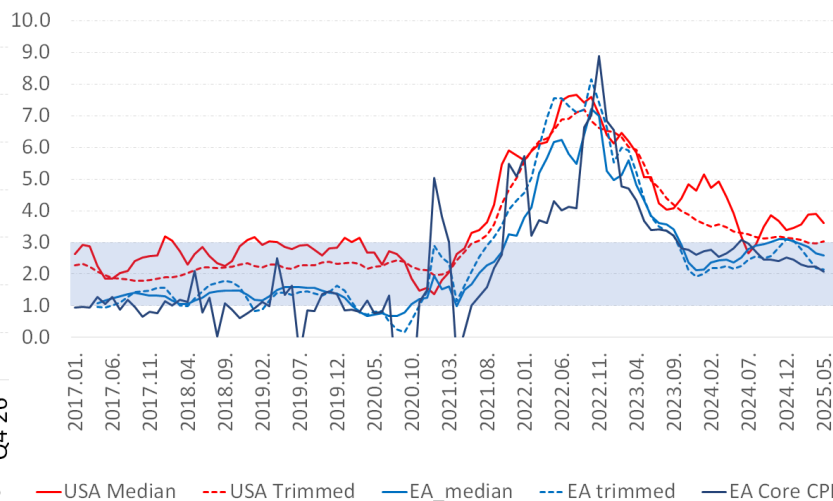
- o **Q1:** a 2023-as stagnálást követően 2024-re kb. 1%-ra gyorsult, majd átmenetileg né/né 0,6%-ra, ill. év/év alapon 1,5%-ra emelkedett. Az első negyedévben a vámháborúnak kezdetben pozitív, de csak átmeneti hatása volt az amerikai készletfelhalmozáson keresztül. Írország növekedési hozzájárulása egymagában elérte a 0,3%pontot negyedéves, és a 0,8%-ot év/év alapon, mivel az ír ipari és gyógyszeripari export az egekbe szökött. Írország nélkül az euróövezet 0,3%-kal nőtt negyedéves, és 0,7%-kal éves szinten. A mediterrán térség és a gyógyszergyártók jártak az élen, az ipari országok lemaradtak.
- o **Q2:** A piaci konszenzus 0,1% né/né és 1% év/év alapon, de a mínuszos negyedéves növekedés sem zárható ki, mivel az „underlying” növekedés a vámok miatt veszíthet lendületéből, és a Q1-es ír hatás is teljesen visszafordulhat. Írország ipari termelése, amely a decemberi év/év 8%-ról márciusban 50%-ra ugrott, áprilisban már 18%-ra esett vissza (-15% hó/hó).
- o **2025 H2:** a vámháború a negyedéves növekedést nulla körülire, az éveset pedig akár 0,5%-ra is lassíthatja. A 2025 évi növekedés valamivel 1% alatt lehet.
- o **2026:** A lazább fiskális politika (különösen Németországban) 2026 végére mintegy 1,5%-ra emelheti a GDP-növekedést, az éves növekedést pedig 1,2%-ra.
- o A vámfenyegetések és a németországi költségek esetleges késedelme miatt a kockázatok 2025 és 2026-ban is lefelé mutatnak.

Infláció: Európában az infláció ismét célszinten van, a bérnövekedés lassult

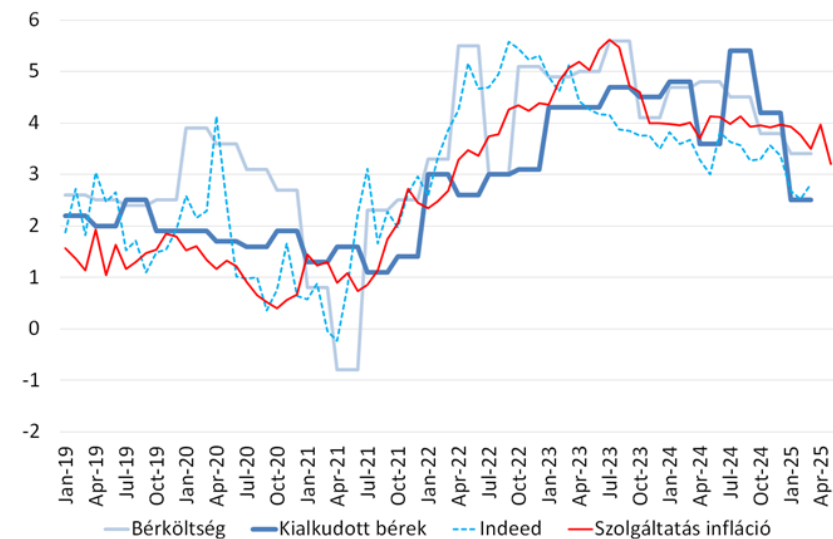
Inflációs várakozások (év/év, %)



A rövidtávú átárzás még a cél felett van (h/h, év.; %)



A bérek és szolgáltatások árazása az EZ-ban (év/év %)



Inflációs kilátások: Európában a célnak megfelelő, az Egyesült Államokban a cél feletti, és emelkedő. A geopolitika és a feszes munkapiac miatt a kockázatok felfelé mutatnak.

Eurózána:

- Az elhúzódó dezinflációs folyamat után az infláció visszatért a célszintre, miközben a mag-, a szolgáltatás- és a bérinfláció a céllal összhangban lévő szintekhez közeledett.
- A vámok további, bár mérsékelt deflációs hatást válthatnak ki (az európai és kínai áruk kiszorulnak az Egyesült Államokból)

USA:

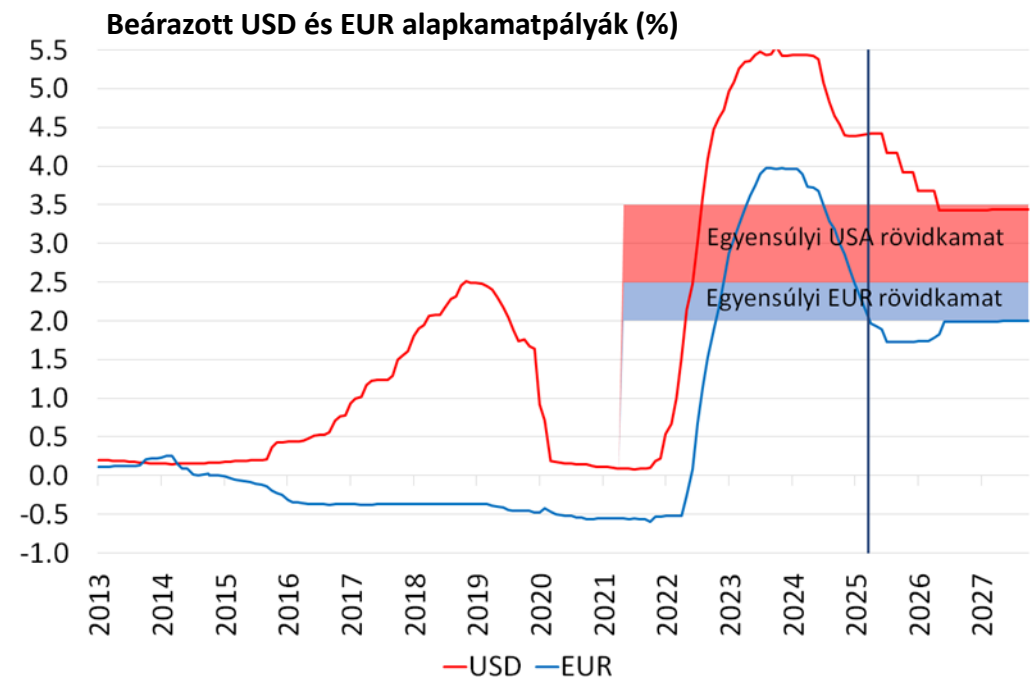
- Az infláció az utóbbi időben mérséklődött, mivel a vámok eddig nem növelték az inflációt. Ugyanakkor a headline és a maginfláció is a cél felett maradt.
- A következő hónapokban a vámhatás miatt nő az infláció, valószínűleg a konszenzus fölé, különösen a magasabb energiaárak hatására.

Kockázatok:

- Középtávon a geopolitika, a feszes munkaerőpiac, a laza fiskális politika és a fiskális dominancia erősen felfelé mutató kockázatokat jelentenek.

Véleményünk az EUR hozamgörbe középtávú alakulásáról (%)

	Infláció	Átlagos reál- kamat	Egyen- súlyi rövid- kamat	Lejárat prémium	Egyen- súlyi hosszú- hozam
Pre-Lehman	2	1	3	1.0 / 1.5	4.0 / 4.5
Post-Lehman / Pre-Covid	1	-1	0	0.0 / 1.0	0.0 / 1.0
Post-Covid	2	0 / 0.5	2.0 / 2.5	0.5 / 1.5	2.5 / 4.0



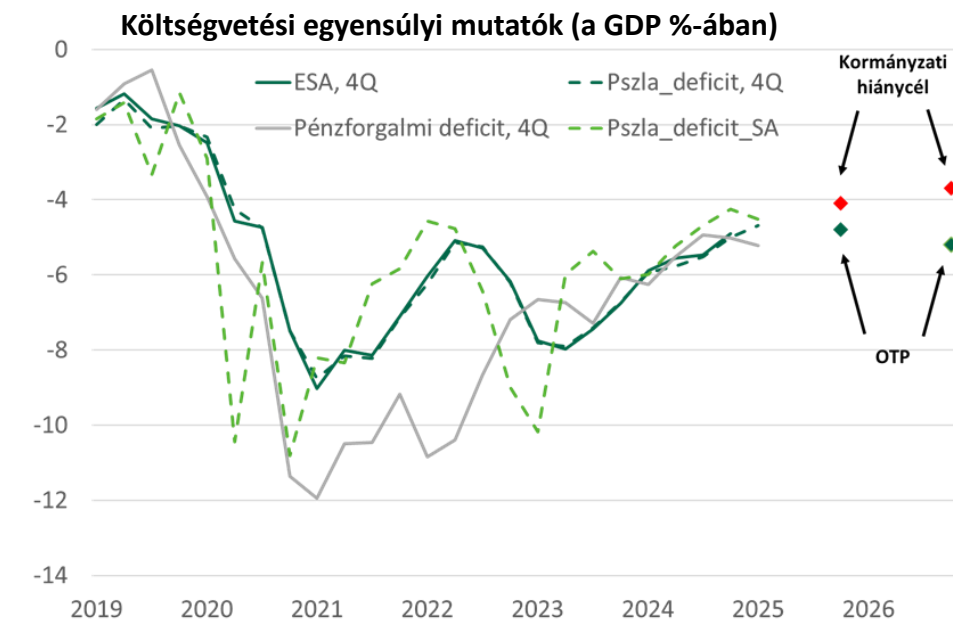
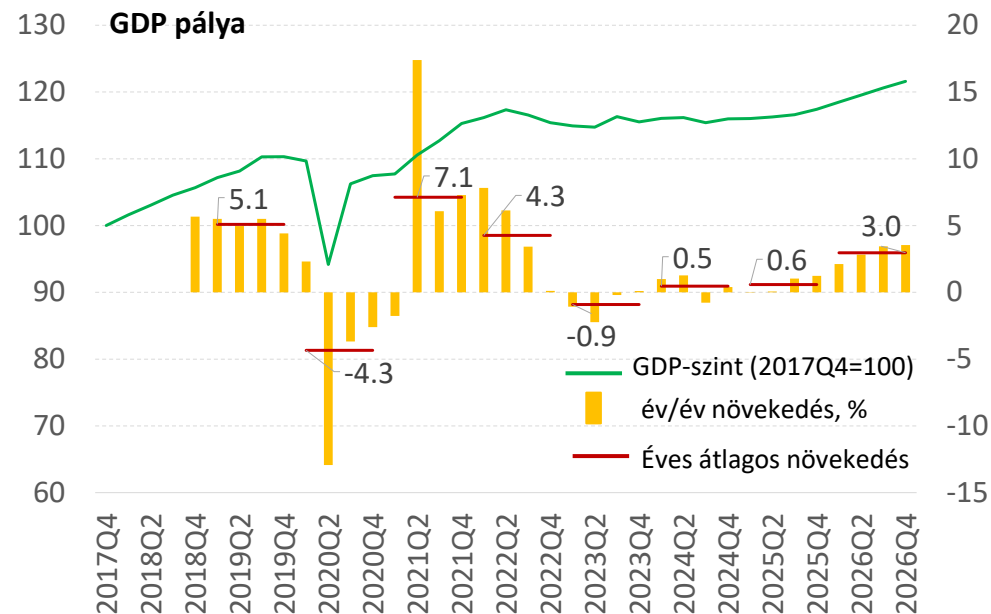
Változatlanul arra számítunk, hogy az egyensúlyi rövid kamatok az inflációs célok felett maradnak. A hosszú hozamoknak meg kell haladniuk a rövid kamatokot, hogy középtávon pozitív legyen a lejáratí prémium. A kockázatok felfelé mutatnak.

- Az infláció célszintre való csökkentéséhez a mai világban (blokkosodás, vámok, magas hiány és feszes munkaerőpiac) pozitív reálkamatokra van szükség, ellentétben a világjárvány előtti környezettel, amikor negatív reálkamatok voltak szükségesek az infláció 2%-ra való felpörgetéséhez.
- A magasabb védelmi kiadások miatt magasabb hiányok növelik az állampapír kínálatot. Emellett a QE-t követő „mennyiségi szigorítás” csökkenti a keresletet, amik következtében a hosszú hozamok lejáratí prémiumai is pozitívak maradnak
- Várakozásaink szerint a rövid lejáratú kamatok 2-2,5% körül ingadoznak majd az eurózónában és 3% körül az USA-ban. A 10 éves lejáratí prémium 100-150 bp lehet.
- A magas hiányok, valamint a magas és növekvő adósságráták idővel a lejáratí prémium további emelkedését és több adminisztratív beavatkozást vonhatnak maguk után.

Rövid távú kilátások: a beárazott USD kamatpálya messze nem biztos. Európában a költségvetési lazítás miatt tovább nőhetnek a hozamok.

- A Fed Kormányzótanácsa megosztott a kamatkilátásokat illetően: a 19-ből 7 tag nem számít idén kamatcsökkentésre. Rövid távon az inflációs aggodalmak erősebbnek tűnnek, mint a növekedéssel kapcsolatos félelmek. Ahhoz, hogy a két vágás idén megtörténjen, a recessziós nyomásnak erősödnie kellene. Hamarosan kinevezhetik a Fed új elnökét.
- Az EKB elérte a 2%-os szintet, amely az új monetáris környezetben egyensúlyi szintnek tekinthető. Az EKB bejelentette a kamatcsökkentési ciklus pár hónapos szüneteltetését. Arra számítunk, hogy az EKB ősszel még egy kamatcsökkentést hajt végre, majd jelzi, hogy a ciklus véget ért.
- Az amerikai és német 10 éves hozamok az elmúlt 1,5 éves kereskedési sávjuk közepén vannak. Úgy gondoljuk, hogy a felfelé mutató inflációs kockázat, a világszerte magas hiány és a folyamatosan növekvő adósságráták miatt a hosszú lejáratú kötvények a jelenlegi hozamszintjükön nem vonzóak, ezért a semleges szint alatti pozíciót javasoljuk.

Magyarország: A gazdasági növekedés idén 0,5% közelében lehet



- Bár a fogyasztás 5%-kal bővült, a beruházások több mint 11%-os zuhanása következtében a 2024-es növekedés mindössze 0.5% volt, jóval elmaradva a várakozásoktól és a többi KKE-ország bővülésétől.
- A kiábrándítóan gyenge Q1-es adat (0% év/év) rávilágított arra, hogy a fellendülés a korábban vártnál sokkal gyengébb lehet. Miközben a beruházások Q1-ben továbbra is több mint 10%-kal csökkentek éves szinten, a fogyasztás növekedése lelassult, és az export is visszaesett, pedig az első negyedévet még nem érintették a „felszabadulás napi” vámok. Ráadásul a háztartások fogyasztásának lassuló növekedése gyenge megtakarítással párosult, ami arra utal, hogy a jövedelmek alakulása is gyengébb, mint amire a bérnövekedés önmagában utal. Az év második felében számos kormányzati intézkedés hatályba lépése segítheti a növekedés újraindulását, de a vámháború okozta bizonytalanság is csak a második negyedévtől kezdi éreztetni hatását, így a fellendülés visszafogott maradhat.
- Mindent egybevetve, a 2025-ös GDP-növekedési előrejelzésünket 2%-ról 0,6%-ra módosítottuk. A választások előtti esetleges intézkedések és az Európában erősödő költségvetési lazítás főként 2026-ban fejti ki hatását.

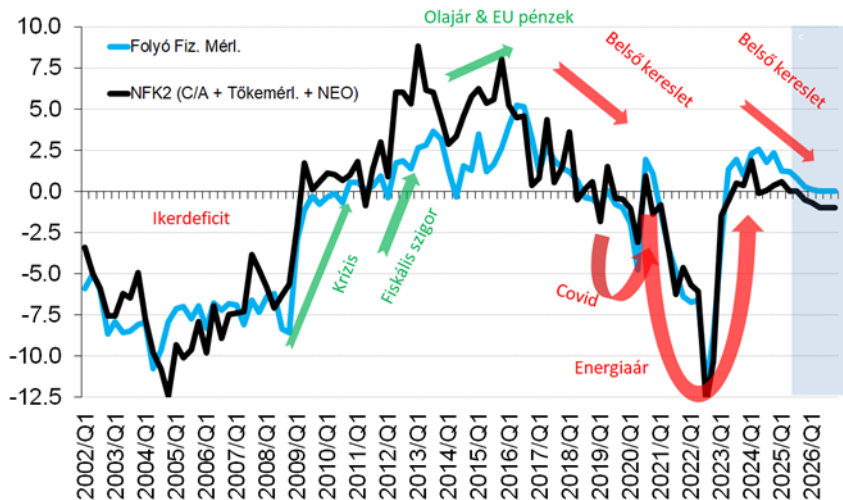
2025 februárban bejelentett intézkedések költségvetési hatása (GDP %-a)

	Szja-mentesség a 2 és 3 gyermekes anyáknak	Élelmiszerutalvány nyugdíjasoknak	6 havi fegyverpénz a rendvédelmi dolgozóknak és katonáknak	Összesen
2025	+0,04%	+0,06%		+0,10%
2026	+0,25%	+0,06%	+0,26%	+0,57%
2027	+0,41%	+0,06%		+0,47%
2028	+0,57%	+0,06%		+0,63%

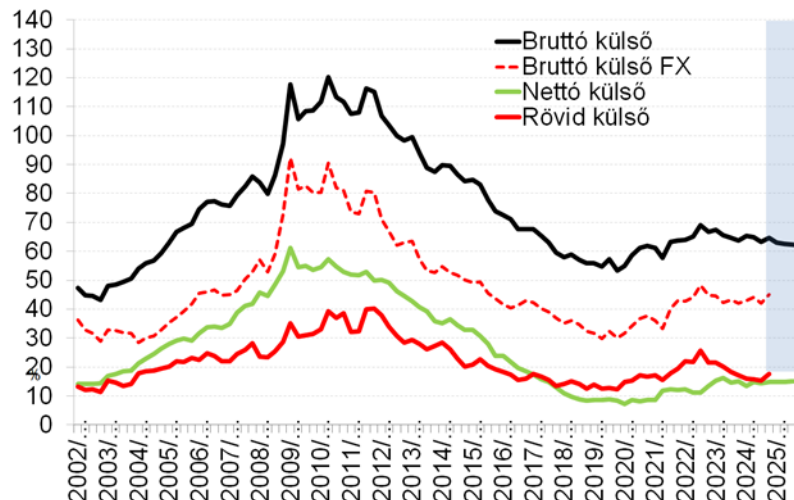
- 2020-2023: Covid, választások: 6-8% hiány; 2024-2025: a kiigazítást követően 5% alatti hiány
- 2026: változatlan politika mellett a hiány 5% fölé emelkedik, miután megkezdődik a választási költségek
- Nincs előrelépés az uniós források terén; Jövőre választási év lesz
- A közeljövőben a kitűzött célok (2025: 4,1%, 2026: 2,9-3,7%) nem tűnnek elérhetőnek kiigazítás nélkül
- A tartósan magas hiány költségvetési kockázatot jelent

A folyó fizetési mérleg többlete 2025-ben csökkenni kezdett

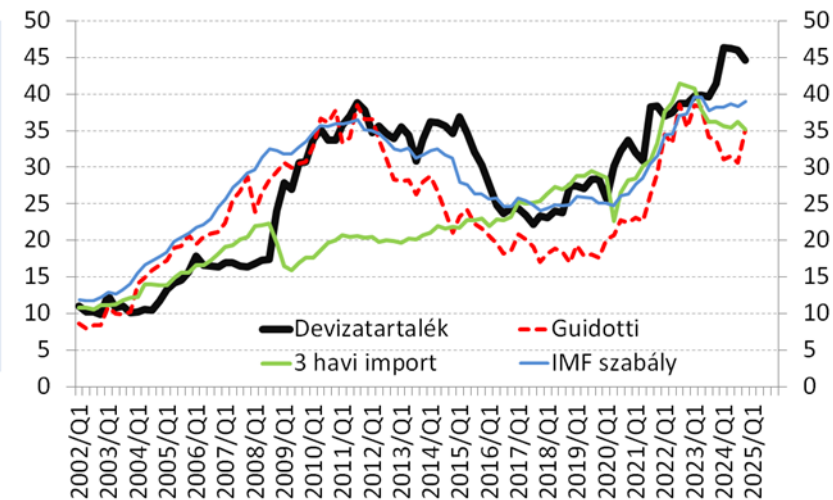
Külső egyensúlyi mutatók (a GDP %-ában)



Külső adósság (a GDP %-ában)



Devizatartalék- és tartalékmegfel. szabályok (mrd EUR)



A többlet fokozatos csökkenése már megkezdődött.

- Az energiaválság és a 2022-es választási költségek miatt fellépő rövid, de drasztikus romlást (a GDP -8/-9%-a) követően 2023-ra a külső egyensúly visszatért a 2017-2020-as enyhe többlet (a GDP 1%-a) szintjére.
- 2024-ben a külső pozíció tovább – a GDP mintegy 2-3%-ára – javult, a beruházásokhoz kapcsolódó import erőteljes visszaesése miatt.
- 2025 első negyedévében a többlet kissé csökkent, a GDP mintegy 1,5%-ára. 2025-ben további romlást várunk, a GDP körülbelül 1%-ára, 2026-ban pedig nullára, a gyenge export valamint a növekvő fogyasztás és növekedésnek induló beruházások miatti erősebb import következtében.
- A nettó finanszírozási képesség a GDP 0%-a körül van. Mivel a rendelkezésre álló uniós források felhasználásának várhatóan a választások (2026 tavasza) környékén lesz jelentős hatása, a többlet idén növekedhet. A nettó tévedések és kihagyások sor továbbra is erősen mínuszos (a GDP -2/-2,5%-a, amit valószínűleg a radar alatti tőkeáramlás okozott).
- A nettó külföldi működőtőke-beáramlás mínuszba fordult, főként az M&A (felvásárlások) miatt. A M&A nélkül enyhén pluszos maradt, a GDP 1,5-2%-a körül.

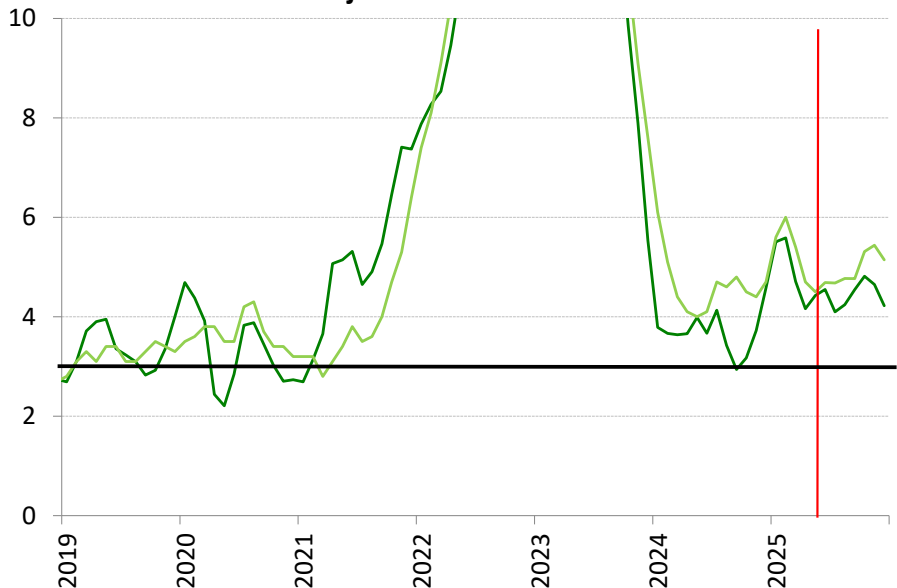
A külső eladósodottság meredek emelkedése véget ért; arra számítunk, hogy továbbra is fokozatosan a GDP 60%-a közelébe csökken.

Emelkedtek a devizatartalékok, javult a tartalékmegfelelőség, ami kissé növelte az MNB mozgásterét, hogy szükség esetén beavatkozzon.

Ez a többletszint arra utal, hogy a forint valós értéke 370-375 körül lehet, azaz jelentősen alulértékelt.

2025-ben 4,5% körüli inflációra számítunk

Az OTP inflációs előrejelzései



2024. 2. félév: A dezinfláció egyértelműen megállt, a havi infláció decemberben volt a legmagasabb, a korábbi dezinflációs erők kimerültek.

2025. eleje: Erős átárazási tevékenység a következők miatt:

- erős kereslet (2024-ben 5%-os volt a fogyasztás növekedése)
- 2024 végén gyenge volt a forint
- emelkedő agrár- és földgázárak
- az ágazati különadókat/tranzakciós illetéket áthárítják; a jövedéki adók emelkedtek

Kilátások: Az infláció 2025-ben és 2026-ban is 4,5% körül alakulhat.

- Az árrésstop rövid távon csökkenti az inflációt, de ez később (valószínűleg a választások után) visszaüt
- Újabb és újabb fiskális ösztönző intézkedések
- Már bejelentették a 2026-as 13%-os minimálbér-emelést

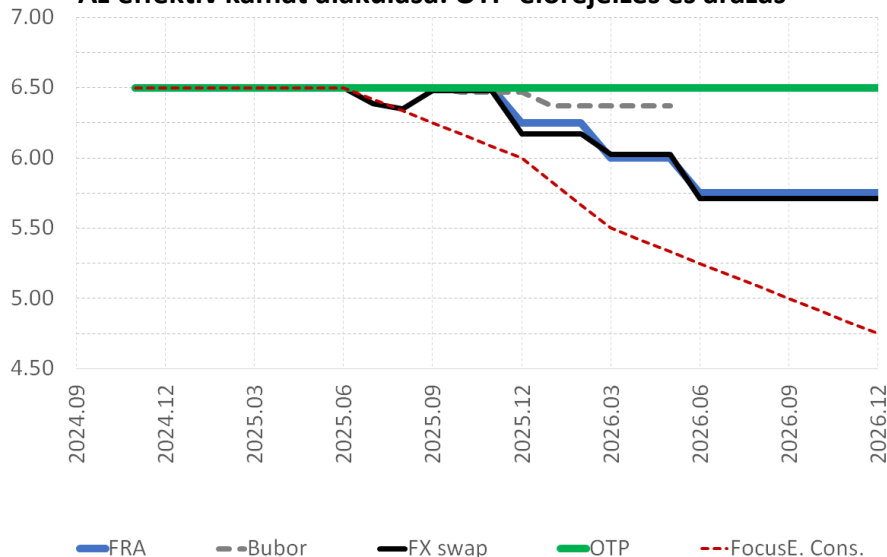
Főbb kockázatok:

- Vármháború 
- Inflációs várakozások 
- Gyenge gazdasági növekedés 

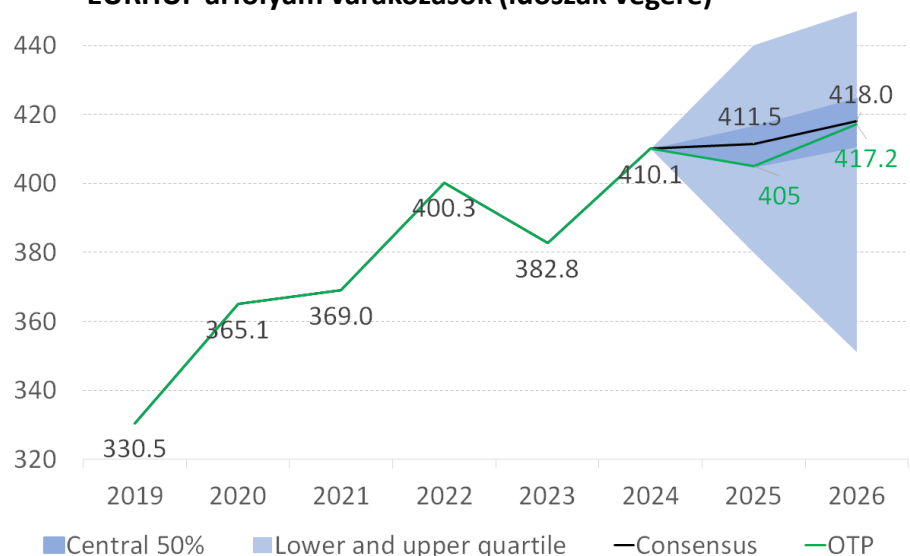
* áruk és piaci szolgáltatások visszatekintő árazási tételek nélkül
Forrás: Bloomberg, OTP Elemzési Központ

Az alapkamat idén 6,5%-on, az EURHUF árfolyam 405 körül maradhat

Az effektív kamat alakulása: OTP-előrejelzés és árazás



EURHUF árfolyam várakozások (időszak végére)



Továbbra is fenntartjuk, hogy az MNB 2025-ben és 2026-ban is 6,5%-on tartja az alapkamatot a forint stabilitásának megőrzése és az inflációs nyomás leküzdése érdekében.

- 2024 szeptemberére 18%-ról 6,5%-ra csökkent, és azóta nem változott az alapkamat.
- A külső környezet negatív, a kockázatvállalási kedv változékony.
- Az infláció 2025-ben meghaladja a célt, és a 2026-os cél feletti infláció kockázata sem elhanyagolható a külső inflációs környezet, a céllal nem összhangban lévő várakozások, a jövedelemnövelő intézkedések és a hatósági intézkedések esetleges visszaütése miatt.
- Az euróövezetben és a KKE-régióban történő kamatcsökkentések ellenére az MNB – korábbi stratégiáinkkal összhangban – megtartotta szigorú üzenetét, és úgy gondoljuk, hogy ez a jövő nyárig így is marad, mivel a kamatcsökkentésnek sem monetáris, sem politikai szempontból nem lenne értelme.
- Úgy véljük, hogy a kamatcsökkentés csak kedvező makrogazdasági forgatókönyv (erősebb kockázatvállalási hajlandóság, mérséklődő infláció, a hozamgörbe hosszú végén lévő lejáratú prémiumok csökkenése és jóval 400 alatti EUR/HUF árfolyam) esetén valószínű.

- A 2024 végi igen volatilis időszak után Q2-ben figyelemre méltóan stabil volt az EURHUF árfolyam: többnyire a 400–404 sávban mozgott.
- A forint továbbra is – véleményünk szerint 5-10%-kal – alulértékelt.
- Arra számítunk, hogy nyáron a forintot támogató erők továbbra is markánsak lesznek. A carry magas szinten marad, és nem számítunk változásra.
- De szeptembertől, a költségvetési tervezési időszak kezdetével a kockázatok megnőnek. A középtávú kockázatok indokolttá teszik a devizák közötti diverzifikációt, de a jobb időzítés még várható magára.

A hozamgörbe hosszú végét illetően óvatos megközelítést javasolunk:

- Az elmúlt 3 hónapban a kamatcsökkentési várakozások kissé erősödtek, de a hosszú hozamok a 2023 utáni kereskedési sáv felső szélén ragadtak. A fejlett gazdaságok hozamaival kapcsolatos nézetünkkel összhangban úgy gondoljuk, hogy a görbe rövid végébe való befektetések biztonságosabbnak tűnnek ebben a környezetben.

Eszközosztályok



Részvény

Átlag feletti árazás, támogató, de gyengülő profitnövekedés. A pozícionáltság semleges, a felfele és lefele mutató kockázatok kiegyenlítik egymást. Nagy felfutásokat nagy eladói hullámok követhetnek.



Felülsúlyozás



Kötvény

A vámok a növekedést lassítják, a laza költségvetés serkenti, az inflációs kockázat régióként eltérő, ahogy a jegybanki mozgásterek is. Semleges kötvénykitettség ajánlott, favorizálva a rövidebb lejáratokat.



Semleges



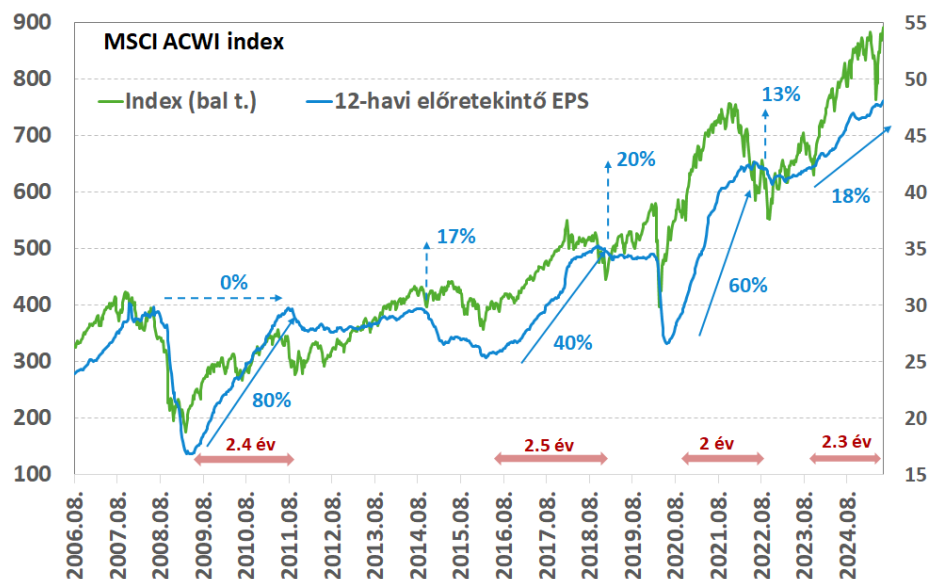
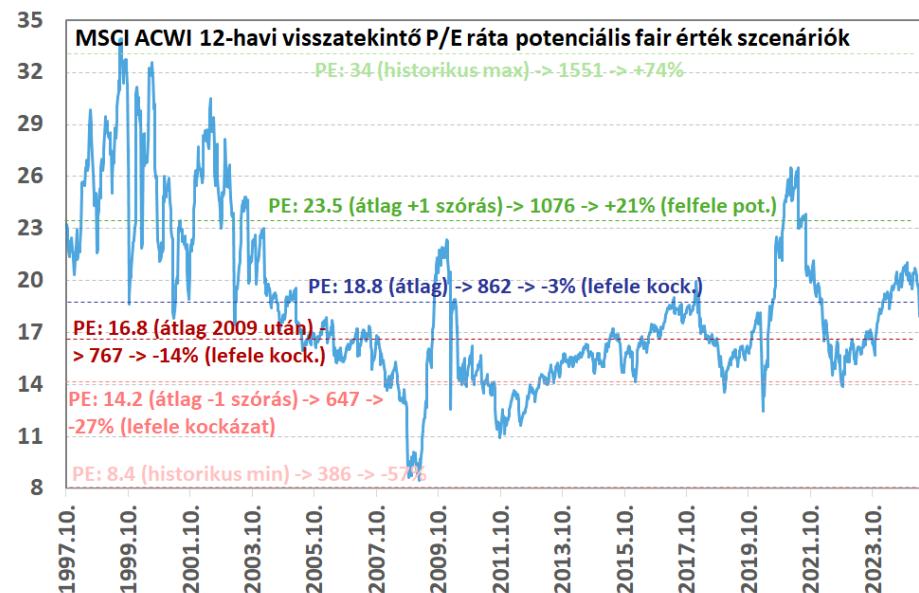
Nyersanyag

A gazdasági bizonytalanság egyelőre nem tűnt el, ami miatt a nyersanyag rali törékenynek tűnik, némi óvatosság még ajánlott. Érdeemes szelektívnek lenni, az arany, réz és urán piacát favorizáljuk.



Alulsúlyozás

Részvény: nagy hullámok jöhetnek, most a semleges zónában vagyunk



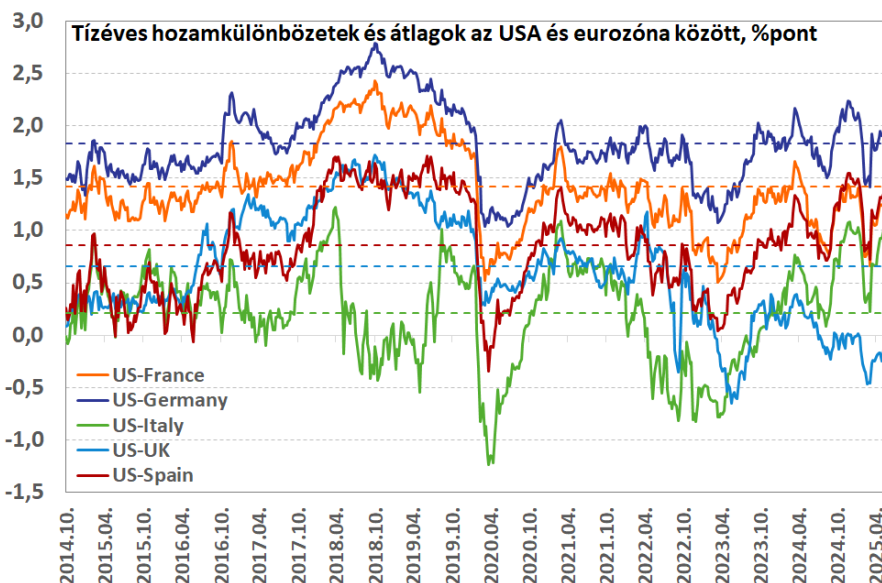
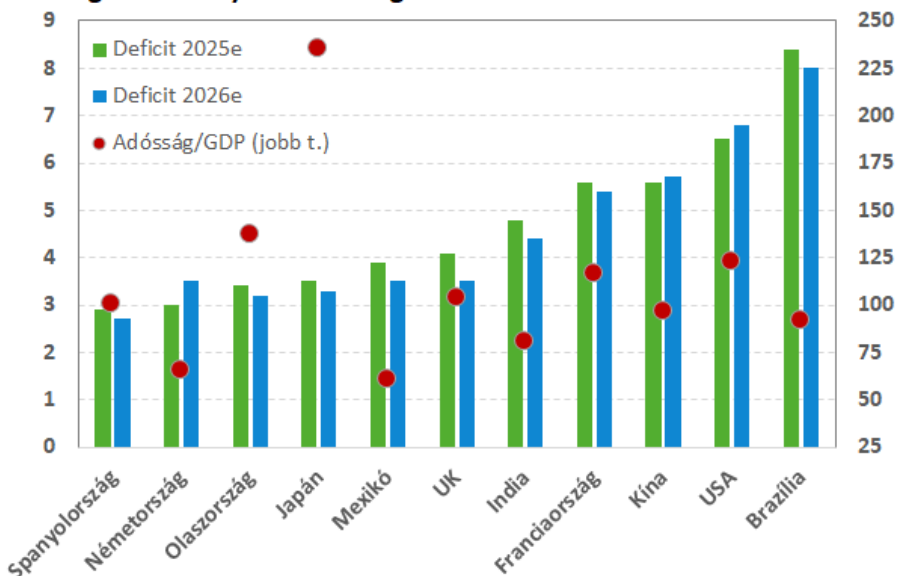
- Bár áprilisban a vártnál keményebb vámbejelentések jelentős esést hoztak a globális részvénytőzsiákra, az hamar kiderült, hogy a fájdalomküszöb nincs is olyan messze, ahol az amerikai politika elkezd finomítani a lépésein. A vámok felfüggesztése és a partnerekkel való engedékenyebb hozzáállás gyors fordulatot hozott, a májusi emelkedés hosszú ideje a legerősebbnek számított, a globális részvényindex új csúcsra emelkedett.
- A Shiller P/E 28,1-es értéke közel van a 2021 és 2024 végi 30-as lokális csúcsokhoz, érdemben (közel 40%-kal) eltávolodva a hosszú távú 20 körüli átlagtól. A 12-havi visszatekintő P/E ráta is a tavalyi lokális csúcshoz jár, a hosszú távú átlagok és a 2025-ös profitvárakozások alapján innen enyhe (3-14%-os) lefele mutató kockázat látszik értékeltségi alapon. Ehhez képest a lefele mutató kockázatot egy enyhe recessziós kimenetel jelenthetné (ezzel az árazási mutatók lokális mélypontra eshetnének, ami 27%-os lefele kockázatot), míg a felfele potenciált egy továbbra is erős profitdinamika vagy csökkenő hosszú kötvényhozam környezet (+21%). Jelenleg a felfele és lefele mutató kockázatokhoz azonos bekövetkezési valószínűséget társítanánk.
- Lefele kockázat: ha a kereskedelmi vámok alacsonyabbak is lesznek, mint az előzetes bejelentések, még így is száz éve nem látott magasságokról beszélünk. Ez egyfajta adóként csapódhat le a vállalatokon, hiszen azt a növekedési kép romlása, és a háztartási megtakarítások apadása miatt egyre kevésbé tudják majd áthárítani a fogyasztókra, miközben a gyors gazdaságpolitikai irányváltások miatti kiszámíthatatlanság negatívan hat a beruházási aktivitásra. A profitnövekedési dinamika lassú romlása már megindult, ráadásul a felívelő profitciklus elérte az átlagosnak számító 2-2,5 évet. Az inflációs kockázatok a vámok és az izraeli-iráni háború hatására emelkednek, ami megköti egyelőre a Fed kezét, hogy lazítással támogassa a piacot.
- Felfele potenciál: a vállalati profitmarzsok a korábbi csúcsokig emelkedtek, az indexekben nagy súlyt betöltő technológiai vállalatok továbbra is bírnak árazási erővel, miközben a vállalatok egyelőre ellenállóbbak a lassuló gazdaságra. Az AI adaptáció jelentette potenciális hatékonyságnövekedés és a globálisan továbbra is magas költségvetési költségek mellett a profitdinamika erős maradhat, ami a kötvények felől a részvények és reáleszközök irányába billentheti a mérleg nyelvét.



A globális részvénytőzsiák átlag feletti árazási szinteken forognak, a profitnövekedés támogató, de gyengül. A pozícionáltság semleges, a felfele és lefele mutató kockázatok kiegyenlítik egymást. A jelentős politikai bizonytalanságok miatt a nagy felfutásokat nagy eladói hullámok követhetik, jelenleg a fairnek mondható zónában vagyunk, ami semleges részvénykitettséget indokol.

Kötvény: a növekedés lassul, a költségvetések viszont költenek

Költségvetési hiány és az adósságszint a GDP %-ában

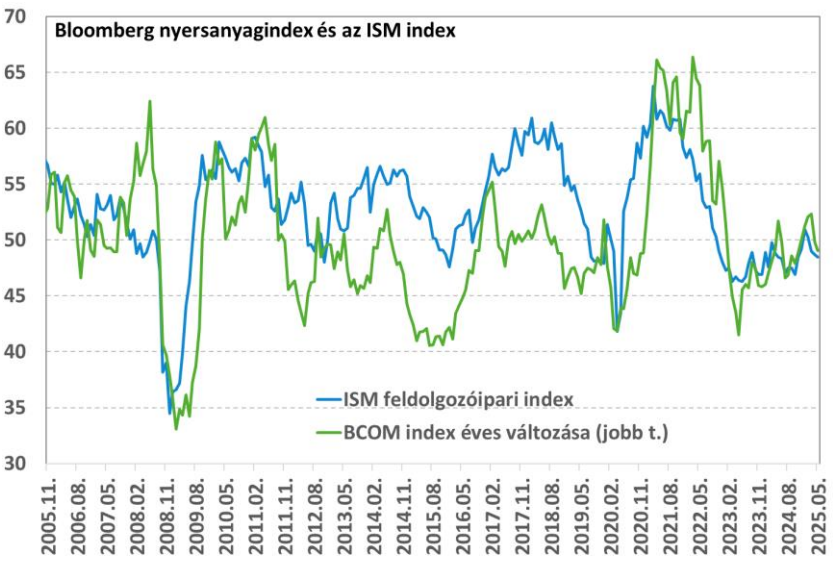


- A kereskedelmi tárgyalások kimenetelét továbbra is bizonytalanságok övezik, és bár a legrosszabb kimenetelt elkerülhetjük, az elmúlt 100 évet tekintve még így is példátlanul magas vámokra lehet számítani. A globális növekedési kép várhatóan lassulni fog, ezt azonban számos országban továbbra is magas költségvetési kiadásokkal próbálják ellensúlyozni, ami régióként eltérő módon az inflációt is ragadóssá teheti. Ebben a környezetben a jelenlegi kötvényhozamok fair körüli szinteken mozognak, portfóliószinten a továbbra is jelentős politikai bizonytalanságok miatt is semleges kitétséget tartanánk.
- A DOGE kudarca, valamint a közben elfogadott újabb költségvetési lazítások („big beautiful bill”) és a vámok áremelő hatásai miatt az USA-ban felfele mutató inflációs kockázatok azonosíthatóak. Ezek miatt bár a soft adatok már romlanak, a Fed sokkal inkább fókuszálhat az egyelőre stabil hard makroadatokra, és lesz egyelőre óvatos az esetleges kamatcsökkentésekkel. A beárazott kamatpályához képest inkább felfele kockázat látszik a következő hónapokban, de fontos, hogyha a hard adatok romlani kezdenek, akkor gyors és határozott kamatvágások jönnének. Közben a Trump adminisztráció jelentette kiszámíthatatlanság és a Fed elnökét érő támadások miatt folytatódhat az amerikai eszközök felőli eldiverzifikálás, ami – az ezzel párhuzamosan zajló dollár gyengüléssel – és a kötvénykínálati volumen várható emelkedésével az amerikai kötvényekkel kapcsolatos kockázatokat erősíti.
- Ehhez képest az eurozóna kötvények relatíve kedvezőbb pozíciót élveznek rövid távon, hiszen egyrészt a vámok érezhetőbb lassulást okoznak, ami a dollár gyengüléssel együtt a dezinflációt is segítheti, így az EKB-nak rövid távon több tere van kamatot csökkenteni. Az amerikai eszközöktől való elfordulás a német bund malmára hajthatja a vizet, mint az amerikai melletti biztonságos tartalék eszköz.
- A vállalati kötvényspreadek nagyon szűkek, történelmi mélységek közelében tartózkodnak, emiatt továbbra sem az árfolyam nyereség jelenti a velük kapcsolatos potenciált, hanem a jövedelemtermelő képességük. Mivel a növekedési kép lassul, a befektetésre ajánlott szegmenst érdemes favorizálni a high yielddel szemben, érdemes a vámoknak kitett szektorokat kerülni, és inkább az európai régióra figyelni, ahol a meginduló német stimulusok és az erős mérlegek jelenthetnek támaszt.

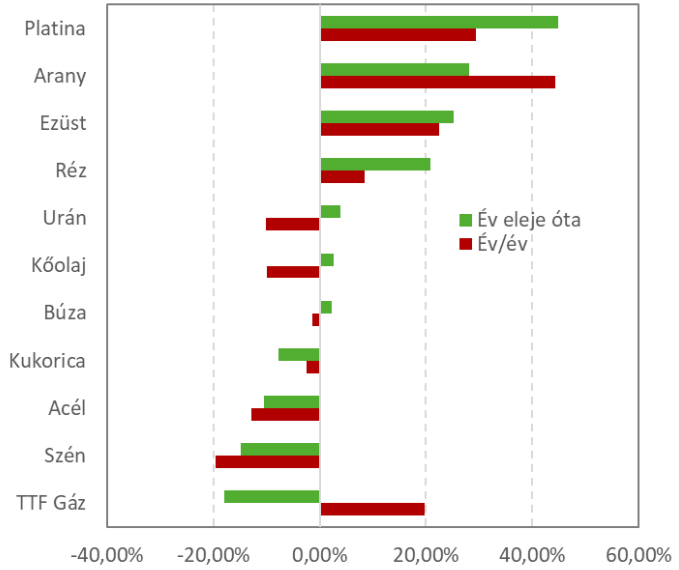


A vámok növekedést lassító, a költségvetési költségek növekedést serkentő hatásai régióként eltérő módon befolyásolhatják az inflációs kockázatokat és a jegybanki mozgástereket. A jelentős politikai indíttatású bizonytalanságok miatt portfóliószinten érdemes semleges kötvény-kitétséget tartani, és a rövid/közepes lejáratokat favorizálni.

Nyersanyag: szélesebb emelkedés, de törékeny állapot



Egyes nyersanyagok teljesítménye YTD & YoY (%)



- A nyersanyagpiaci termékeket tömörítő Bloomberg Commodity Index relatíve jól teljesít az idei évben és eddig felülteljesíti a nagyobb amerikai indexeket, bár az európaiaktól elmarad. A Trump-kormányzat április eleji vámbejelentései után itt is éles korrekció volt látható, de azóta szépen visszakapaszkodtak a nyersanyagok. Az emelkedéshez hátszelet jelentett a dollár gyenge 2025-ös teljesítménye, ami hagyományosan kedvező a nyersanyagok számára. A vámokkal kapcsolatos bizonytalanság ellenére a kínai gazdaság is jól tartja magát egyelőre, ami szintén fontos nyersanyagpiaci szempontból.
- Az is megállapítható, hogy az idei évben jól teljesítő nyersanyagok körében kiszélesedés figyelhető meg. A nemesfémek közül az arany és az ezüst mellé szépen felzárkózott a platina, de feljebb került a palládium is. A réz eddig is erős volt, de a közel-keleti konfliktus miatt megugrott az olaj árfolyama is, illetve az urán is felfelé vette az irányt az elmúlt hetekben. Emellett az egzotikusabb nyersanyagok közül jól teljesít idén a hadiiparban és az elektronikában is használatos volfrám, de egyes ritkaföldfémek ára is megugrott.
- Az olajra, mint legfontosabb nyersanyagra érdemes külön is kitérni röviden. Az olajárak alapvetően lefelé tendáltak az Izrael-Irán konfliktus előtt, az OPEC+ jelentősen visszavágta a korábbi termelés-csökkentéseket, így a kínálat nőtt. A mostani áremelkedés így alapvetően geopolitikai jellegű, mivel Irán fontos olajtermelő, illetve elméletben képes lehet akadályozni a Hormuzi-szoros forgalmát, ahol a világ olajforgalmának 20%-a halad át napi szinten. Más kérdés, hogy gyakorlati szempontból ez számos érdeket sértene, így Kína és az USA haragját is kiváltaná. A közel-keleti eskaláció nem zárható ki, de egy megállapodás esetén az olajár is könnyen visszaeshet.
- Emellett a vámháború továbbra is bizonytalanságot jelent a piac számára, az ezekkel kapcsolatos egyeztetések még zajlanak. A vámok akkor is emelkedni fognak, ha a korábban bejelentettekhez képest sikerül relatíve kedvezőbb megállapodásokat kötni, késleltetett hatások nem zárhatóak ki. Ha ennek következtében lassul a gazdasági növekedés és / vagy növekszik az infláció, akkor az a nyersanyagokat is negatívan érintheti. Emiatt egyelőre indokolt lehet még az óvatosság tágabb nyersanyagpiaci befektetések kapcsán. Szelektív kitettség azonban ajánlott.



Összességében egyelőre tartanánk a semleges nyersanyagpiaci álláspontunkat, de egyértelműen kiszélesedett az idei évben jól teljesítő szektorok köre. A gazdasági bizonytalanságok azonban még nem tűntek el, így némileg törékenynek tűnik a nyersanyagpiaci rali, némi óvatosság indokolt lehet. Szelektív kitettség azonban ajánlott (pl. arany, réz, urán).

Részvények - Régiók



USA

A vámok és a politikai bizonytalanság hatására a világ többi részéhez képest fennálló növekedési előny apad, de a fiskális politika expanzív maradt, így a recesszió esélye alacsony. Az árazási prémium csúcsközelben, de a profitdinamika támogató.



Európa

Olcsóbb, a fiskális lazításra nagyobb a tér, és az EKB is bátrabban csökkenthet kamatot. A részvénypiaci átárazódást egyelőre gátolhatja az USA kereskedelmi tárgyalások, az erősebb euró, a lemaradó profitnövekedés, és az Al-ban való lemaradás.



Feltörekvők

Javuló gazdasági aktivitás és profitdinamika, gyenge dollár és olcsóság. A növekedést azonban a kereskedelmi vámok miatti előrendelések segíthették, rövid távon a dollár gyengülése megállhat, a profitnövekedést szektorok és országok szűk köre vitte.



Kelet-Közép-Európa

Bár a relatív árazási olló szűkülni kezdett az idei nagy emelkedéssel, még így is maradt felértékelődési potenciál. Az európai stimulusok áttételesen segítenek majd, ahogy a választások előtti fiskális lazaság is, az orosz-ukrán béke azonban távolodott.



Felülsúlyozás

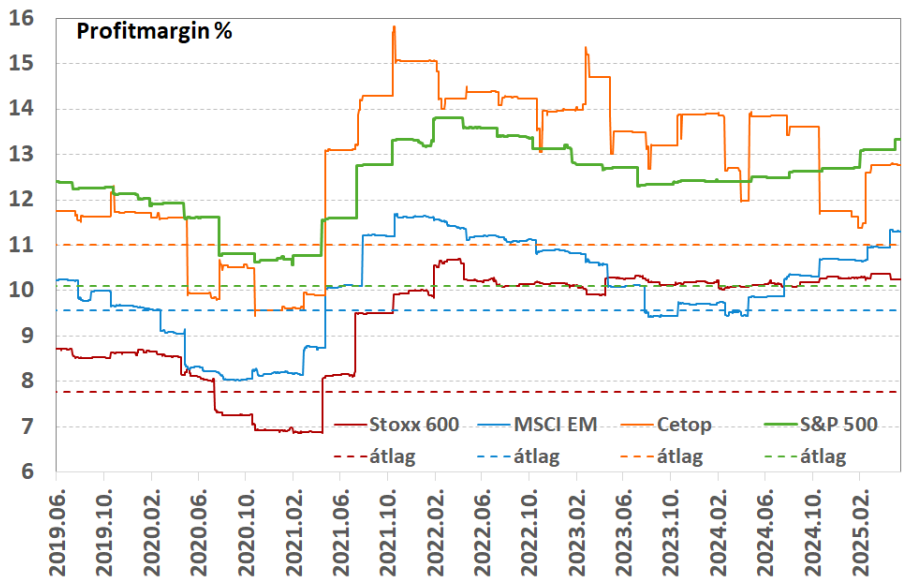
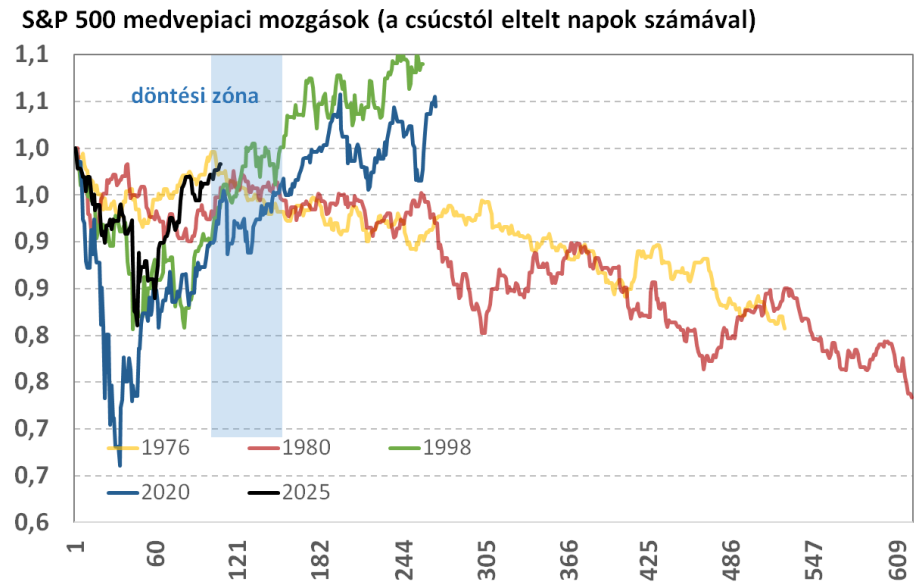


Semleges

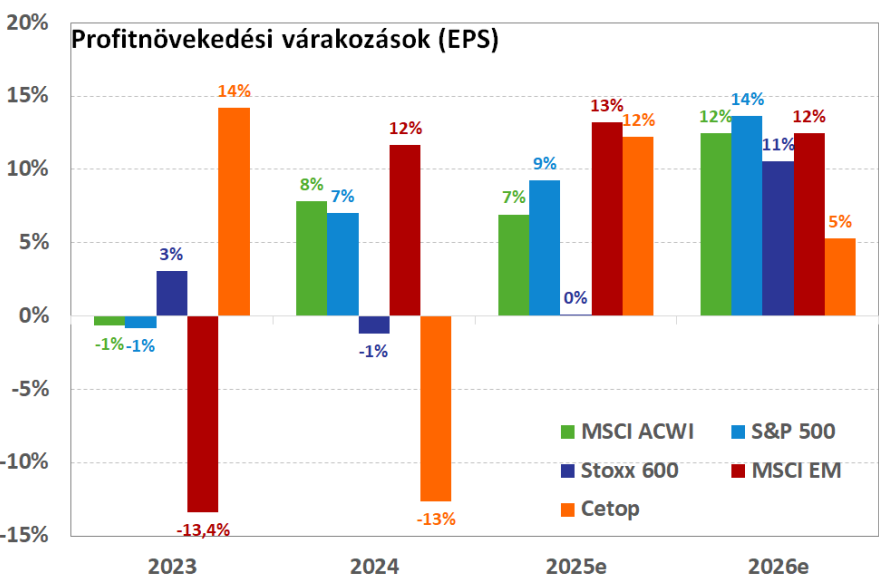
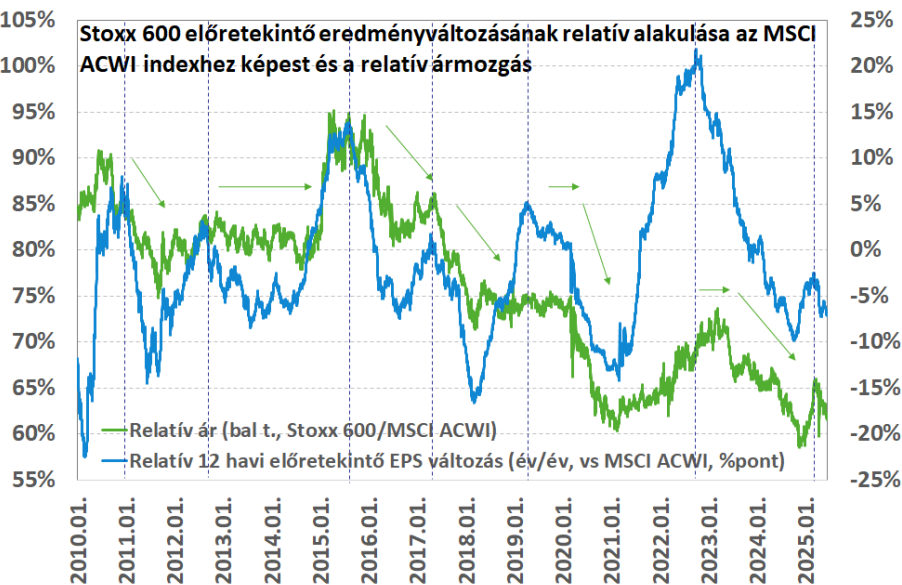


Alulsúlyozás

USA: nem is különleges, de nem is kerülendő

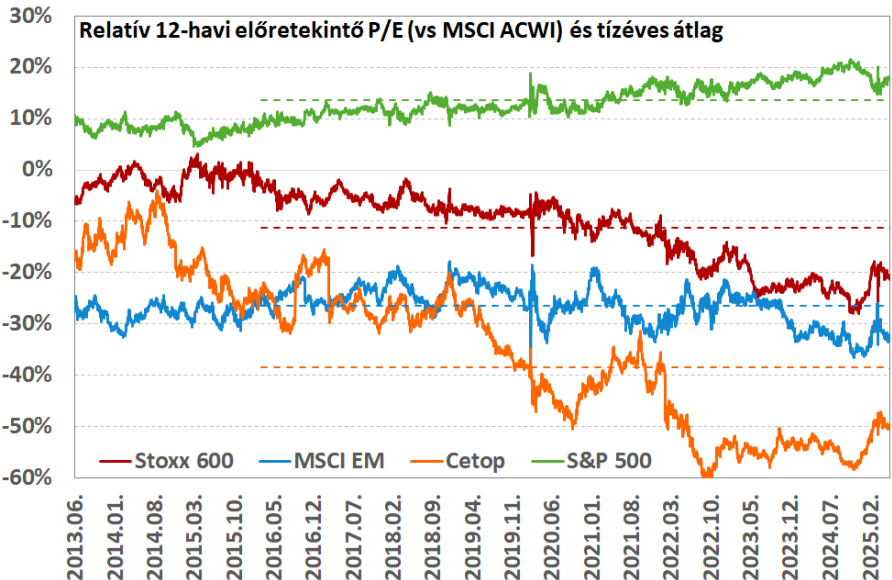
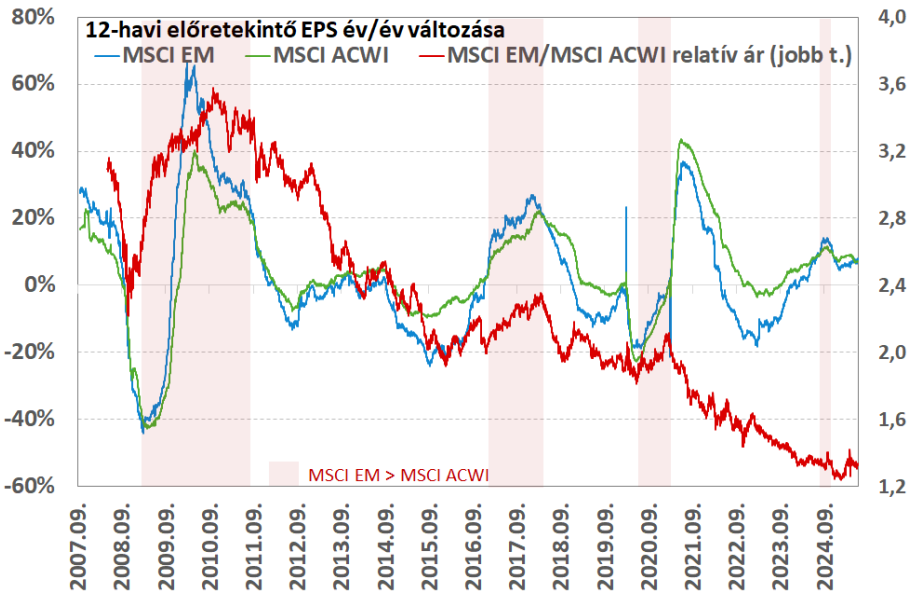


- Április elején hamar kiderült, hogy az amerikai döntéshozók számára a fájdalomküszöb közelebb van, mint amit sokan korábban valószínűsítettek. Igaz, végül nem a részvény, hanem a kötvénypiaci mozgás váltotta ki a gazdaságpolitikai fordulatot. Miután a vámokat az elnök felfüggesztette, és elindultak a tárgyalások a partnerekkel, a részvénytőzsdék is elkezdtek visszakorrigálni, az S&P 500 csúcsközelbe ért. Időközben segített az is, hogy a DOGE beharangozott jelentős kiadáscsökkentései végül nem valósultak meg, sőt újabb költségvetési lazításokat is elfogadtak, így a hiány továbbra is a GDP 7-8%-ára rúghat. Ilyen laza fiskális oldal mellett a recesszió esélye alacsonynak mondható, a gyorsan változó szabályozások teremtette bizonytalanság és az, hogy a vámok várhatóan így is százalékos csúcsra emelkednek, összességében a gazdasági növekedés lassulását és az inflációs kockázatok erősödését vetíti előre.
- A részvénytőzsdék mostanihoz hasonló, V alakú visszapattanása ritkának mondható ilyen jelentős, csúcsról 20%-os esést követően. Korábban 2020-ban (covid) és 1998-ban (orosz válság és LTCM) fordult elő hasonló, mindkét esetben rövid idő alatt képes volt a részvénytőzsdék újabb csúcsokra emelkedni. A rossz hír, hogy 1976-ban és 1980-ban is előfordult már ilyen, akkor viszont a mostanihoz hasonló felpattanások csupán medvepiaci ralik voltak, melyeket nagy és hosszan elnyúló esés követett. Vannak ráadásul párhuzamok, 1998-ban hasonlóan drága volt a részvénytőzsdék mint most, de a jegybanki beavatkozás és hozamcsökkenés mellett az új technológiai innovációkba vetett hit hatására az árazási szorzók tovább tágultak a 2000-es évek eleji lufi szintekre. Az 1970-es évek második felében ezzel szemben a magas infláció és az emiatt emelkedő kötvényhozamok a részvénytőzsdéken is hosszabban elnyúló lejtmeneteket katalizáltak. Jelenleg a kereskedelmi háború, és annak inflációs kockázata, valamint az AI és robotika, mint új, nagy növekedést ígérő innovációk állíthatók hasonló módon szembe egymással. Döntési ponthoz érhattünk, az elmúlt időszak eseményei alapján az 1998-as analógia és kimenetel tűnik valószínűbbnek.
- Másrészt az amerikai és a világ többi része közötti növekedési különbség zárul, a politikai kockázatok jelentősek, a kockázatkerülés közepette gyengülő dollár az amerikai eszközökbe vetett bizalomvesztésre utal, a relatív árazási szintek ismét csúcsközelben (18%-os prémium), melyek mind a részvénytőzsdék elmúlt években látott felülteljesítésének végét hozhatják. Egyelőre azonban az amerikai piac alülteljesítésére sem fogadnánk, hiszen a feltörekvők mellett egyedül itt nőttek a vállalati profitmárgások az utóbbi időszakban, a profitnövekedési dinamika továbbra is vonzóbb, mint mondjuk Európában, és a következő évek egyik domináns, növekedést hajtó technológiai innovációját, az AI-t tekintve is vezető szerepben áll, melyben hasznélvezők az amerikai indexekben nagy súllyal szereplő nagy technológiai vállalatok.



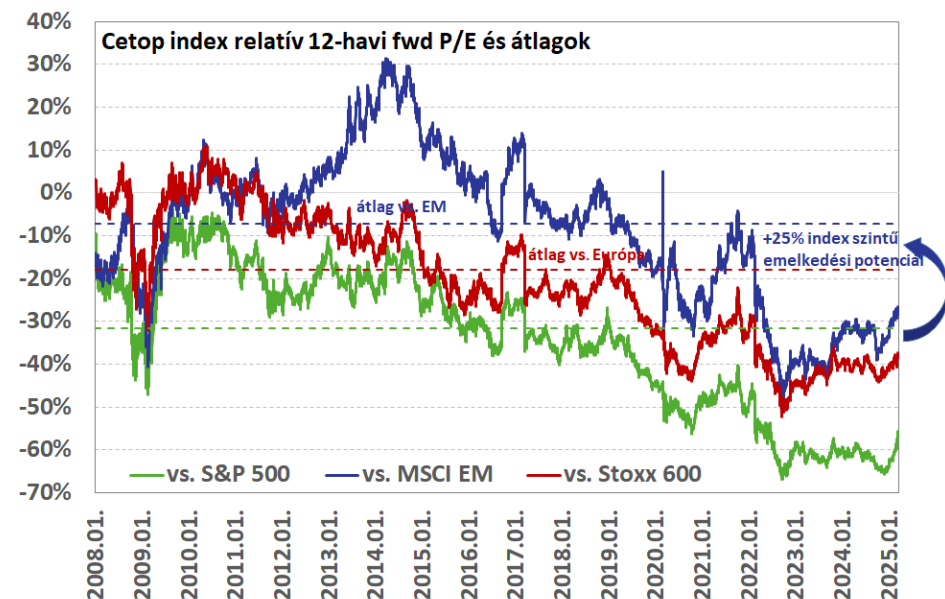
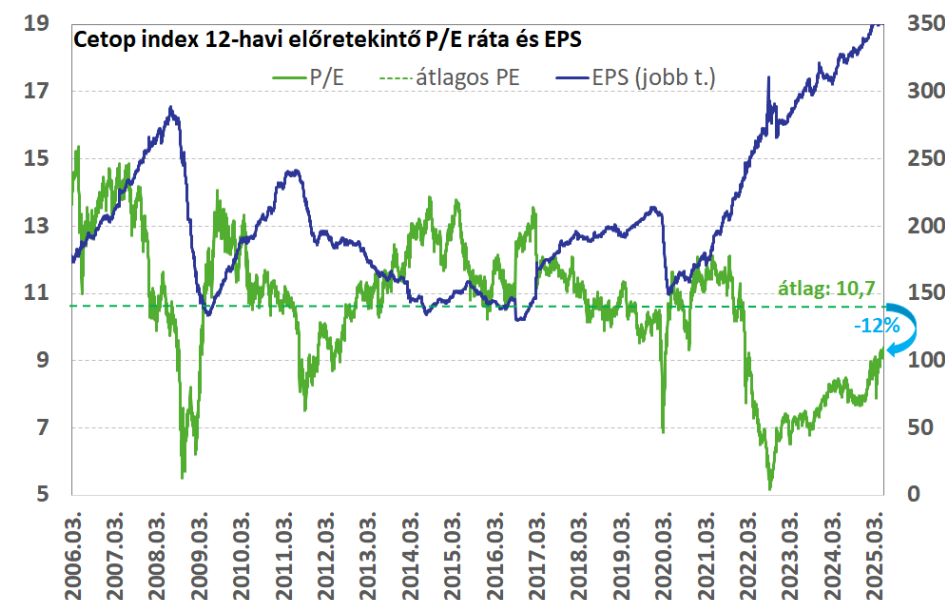
- Az európai részvénytőzsdénél, hogy addicionális fiskális oldali stimulusok előtt nagyobb a tér, mint Amerikában (a német választási kimenetel és az adóssághoz való viszonyok szabály történelmi léptékű reformja a védelmi és infrastrukturális kiadások növekedését és a gazdaság élénkülését hozhatják), melyeknek köszönhetően szűkülhet az elmúlt évek növekedési különbsége a két régió között. Az inflációs kockázatok mérsékeltebbek, így az EKB bátrabban lazíthat a monetáris politikán, mint a Fed. Az európai részvénytőzsdék továbbra is jelentős, 21%-os árazási diszkonton forognak a globálishoz képest, ami az elmúlt 5 éves (17%) és 10 éves (10%) átlagot is felülmúlja. Közben erősödtek a lakossági és vállalati mérlegek, és végül a hosszú éveken keresztül problémákkal küzdő bankszektorban is javult a tőke és likviditási helyzet és a pozitív kamatok visszatérésével a megtérülési és profit mutatók, melyek hatására a részvényesi visszajuttatások (saját részvény vásárlás és osztalék) is növekedtek.
- Az átárazási folyamatot azonban a következő hónapokban számos tényező gátolhatja, ami miatt összességében továbbra sem várunk tartós európai részvénytőzsdéi felülteljesítést (de az említett tényezők miatt az alülteljesítés időszaka is véget érhetett). Az európai részvénytőzsdénél ellen szóló érvek:
- A nagyobb régiók mindegyikében új lokális csúcsra emelkedtek az előretekintő profitvárakozások, kivéve az európaiakat, ahol enyhe lemorzsolódás indult, a profitvárakozások csökkentése itt a legerősebb. A globálishoz képest 7%-ponttal alacsonyabb a profitdinamika, ami messze a leggyengébb a nagy régiók közül (idén csupán stagnáló profittermelést vár a konszenzus, 2026-ban is csak alig átlag közelít). Az elmúlt 15 évben, hasonlóan lemaradó profitdinamika mellett az európai részvénytőzsdénél nem tudott tartósan felülteljesíteni.
- Lefele mutató kockázat, hogy a vámokról nem sikerült még egyezségekre jutni Amerikával, a tárgyalási folyamat akár hosszabban is elnyúlhat, fájdalmas fordulatokkal. Várhatóan lesz megállapodás, de magasabb vámterhelésre kell számítani, mint korábban, ami lefele mutató növekedési kockázat. Ahogy az is, hogy a szintén vámokkal sújtott kínai termékek egyre nagyobb versenyt teremthetnek a helyi gyártóknak.
- Az európai részvénytőzsdénél a legalacsonyabbak a vállalati profitmarzsok a nagy régiók között, ami jól rámutat a versenyképességi, hatékonyságbeli problémákra. Ezek részben a szigorúbb és merevebb szabályozási környezetből, a piaci töredezettségből (kisebb vállalati méretek), de a kutatás-fejlesztések területén látható lemaradásból is fakadhat. A drágább energiaforrások is hozzájárulhatnak ehhez, ilyen szempontból az Izrael-Irán közötti háborús eszkaláció az emelkedő szénhidrogénárakon keresztül rövid távon negatívan érintheti az energiaimportőr régiót, ahogy az exportorientált vállalatok nagy súlya miatt az euró erősödése is. Arról nem beszélve, hogy az AI versenyfutásban Európa láthatóan lemaradt, vagyis ha az adaptáció gyorsabban zajlik majd, az ismét versenyképességi hátrányt jelenthet.

Feltörekvők: most van hátszél, de ez hamar elmúlhat



- Továbbra is meglehetősen olcsók a feltörekvő részvénytőzsdék (33%-os P/E alapú diszkont, szemben a 26%-os tízéves átlaggal), az amerikai vámokat felfüggesztették és elindultak a tárgyalások, ráadásul a gazdasági aktivitás és profitdinamika is javul, és gyengül a dollár. Időlegesen ezek segíthetik a régiót, azonban számos olyan kockázat azonosítható, ami miatt hosszabb távon továbbra is semleges kitettség javasolható.
- Egyrészt a dollárral kapcsolatban nagyon egyoldalúvá vált a pozícionáltság, egy ilyen kifeszített helyzetben könnyen előfordulhat egy ellentétes irányú, erősödő mozgás rövid távon.
- Bár Kínával nem eszkalálódott tovább a kereskedelmi háború, és a kezdeti félelmekhez képest kedvezőbb kimenetel született, az 55%-os vámok így is magasak, ami rontja a kínai növekedési kilátásokat. Ezt azonban stimulusokkal várhatóan továbbra is ellensúlyozzák, hogy sikerüljön az 5% körüli növekedést elérni. Idén eddig pozitív meglepetést okoznak az adatok, az autóértékesítések javulnak, a jelzáloghitelezésben lassú fordulat indulhat, és a fogyasztási költségek is javulnak. Kína előtt jár az AI fejlesztések területén is, számos versenyző modellt mutattak be a techcégek. A kínai részvénytőzsde értékeltsége hosszú távú átlag alatti, de ez megítélésünk szerint továbbra sem kompenzál eléggé azért a kockázatért, amit az Amerikával való szembenállás, a romló demográfia, hitel és ingatlanpiaci buborék, és a tajvani újraegyesítési szándék jelent.
- A feltörekvő piacok felülteljesítése nem lehet tartós anélkül, hogy a profitdinamika ne múlja felül a globális szinteket. Ehhez most közel került a régió, de hasonló helyzetre már tavaly is volt példa, és ezúttal is elképzelhető, hogy mindez rövid életű lesz. A gazdasági aktivitás év eleji javulásában ugyanis szerepet játszottak a vámfenyegetések miatt előrehozott megrendelések, ami a feldolgozóipari aktivitást és ezen keresztül a profitdinamikát is segítette. Előretekintve ez a hatás szűnni látszik, miközben a növekedési kép romlik. Nem segíti a kilátásokat az sem, hogy a profitdinamika javulásában az országok (Kína, Tajvan, Dél-Korea) és szektorok (TMT) igen szűk köre vett részt korábban.
- A feltörekvőkön belül meghatározónak számító Indiában is romló a profitdinamika, ráadásul a helyi részvénytőzsde továbbra is drága. Strukturálisan a kép kedvező, taktikai időhorizonton kevésbé. Az amerikai kereskedelmi tárgyalásoktól július elejére várnak megállapodást, miközben India a legnagyobb partnernek számító EU-val is elindította a szabadkereskedelmi tárgyalásokat (cél az év végi megegyezés).
- Figyelendőnek tartjuk a dél-koreai részvénytőzsdét: a júniusi elnökválasztáson az ellenzéki jelölt nyert és vághat neki az ígért reformoknak. Programja a gazdasági növekedésre, fiskális expanzióra épül, de a tőkepiac is kiemelt szerepet kap. Részben japán mintára a vállalatirányítás fejlesztését, részvényesi érték növelését erősítene, emellett javítaná a tőzsdei likviditást. Cél, hogy Dél-Korea bekerülhessen az MSCI fejlett piaci indexébe. Az adórendszer átalakítása is terítékre kerülhet az osztalékfizetések serkentése érdekében.

KKE: még mindig olcsó, de már jelentkeznek kockázati faktorok is



- Bár az év eddigi részében a nagy régiók közül a legerősebb teljesítményt hozta a kelet-közép-európai, az továbbra is az egyik legolcsóbbnak számít globálisan. Ebben egyrészt szerepe van annak, hogy bár az index a 2022 októberi mélypontról már duplázott, közben a vállalati profittermelés is erőteljesen nőtt. Miközben az index 7%-kal még mindig elmarad a 2007-es történelmi csúcsától, a vállalatok profittermelése már 25%-kal múlja felül azokat az értékeket.
- Így az előretekintő P/E ráta a 9,2-es értékével még a hosszú távú átlagot sem éri el, 12%-kal múlja azt alul. A globális részvénytőzsiadatokhoz képest az alulértékeltség továbbra is látványos, bár szűkült az utóbbi negyedévekben, de még mindig 50%-ra rúg. Amennyiben az európai vagy feltörekvő piacokhoz képest viszonyítunk, úgy 36, illetve 14%-os a diszkont. Ez továbbra is elmarad a hosszú távon szokásostól, az index nagyságrendileg 25%-kal emelkedhetne még, hogy a relatív árazásban az átlagos értékeket láthassuk.
- Az európai növekedési kockázatok és lehetőségek áttételesen jelennek meg a régióban, amellett, hogy az tartós növekedési előnyt élvez. Hasonlóan párhuzam látszik a profitdinamikákat illetően is, hiszen az előretekintő EPS növekedése az utóbbi hónapokban megtorpant, de még így is hozza a globális év/év dinamikát, megelőzve ezzel az európai piacot. Hozzájuk képest ráadásul a vállalati profitmarzsok is magasabbak. A régióban jellemző magas fiskális deficit és emiatt relatív szigorúbb monetáris politika a banki szektor indexben való túlsúlya miatt (melyre jótékonyan hat a magas marzskörnyezet) egyelőre nem okoz problémát, sőt inkább támogató. A távolabbi kockázatok viszont növeli a költségvetési kiigazítási kényszer, ezekre azonban a választások előtt kisebb az esély (Magyarország 2026. április, Lengyelország 2027. október, Romániában a hosszú választási folyamatot követően instabil a politikai helyzet).
- Értékeltségi szempontból a régióban továbbra is a magyar piac a legolcsóbb, azonban szabályozói, politikai kockázatokkal terhelt, majd a lengyel, ahol az elnökválasztáson az ellenzéki jelölt győzelme előretekintve nehezítheti a kormány dolgát a reformok megvalósításában és az EU-s források felszabadításában. A román piac a legdrágább, ahol bár a legrosszabb forgatókönyvet sikerült a választások során elkerülni, a fiskális és politikai helyzet továbbra is kellőképp instabilnak tűnik, miközben erős a költségvetési kiigazítási kényszer.
- Mivel a CEE részvénytőzsiadatok értékeltségi diszkontjának kialakulásában nagy szerepet játszott az orosz-ukrán háború kirobbanása, a külföldi tőke teljes mértékű visszatéréséhez és az árazási különbség záródásához is szükség lenne a békekötés irányába való elmozdulásra. Donald Trump beiktatását követően egy ilyen kimenetelnek nőtt az esélye, mostanra viszont a háború gyors lezárásával kapcsolatos amerikai elvárások is elkezdtek enyhülni. Ez viszont akaszthatja a régiós átárazódási folyamatot.



Demográfia

Több évtizedes folyamat a népesség elöregedése, illetve az élettartam emelkedése, valamint globálisan a népesség még mindig tartó bővülése. Ezek hatása nagyon széleskörű, hiszen a feltörekvő országok többségében még növekszik a lakosság, ami általában gazdasági növekedéssel és az életszínvonal emelkedésével is párosul. Az élettartam növekedése és a társadalom öregedése a fejlett világban sok új piacot teremt, amit a vállalatoknak ki kell szolgálni. A legközvetlenebb haszonélvezője ennek az egészségügyi szektor.



Mesterséges intelligencia

A mesterséges intelligencia (AI) megjelenése a technológiai fejlődést jelentős mértékben katalizálta, és ez a tendencia várhatóan a jövőben is folytatódni fog. Az AI a gazdaság és a munkaerőpiac minden területén jelentős változást, hatékonyságnövelést hoz már rövid távon is. A kínai DeepSeek AI modellje turbulenciát hozott a tőkepiacokra, megkérdőjelezve a nagy amerikai technológiai cégek jelentős beruházási terveit. Ugyanakkor eddig semmi nem utal arra, hogy ezeket a beruházásokat csökkentsék, sőt a vezető amerikai vállalatok megerősítették elkötelezettségüket ez irányba. Ha elfogadjuk a Jevons paradoxont, akkor még optimistábbak lehetünk. Ez alapján a technológiai fejlődés okozta hatékonyságnövekedés bár alacsonyabb költségek melletti erőforrás felhasználást tesz lehetővé, ez az összkeresletet növeli, aminek köszönhetően az aggregált erőforrás felhasználás is magasabb lesz. Az AI mellett és ahhoz kapcsolódóan a robotizáció és az automatizáció is új lendületet vehet. Ha elhisszük, hogy a vállalati innováció töretlen lesz, akkor a technológiai szektor hosszú távon továbbra is vonzó lehet, egy jelentős technológiai áttörés pedig új lehetőségeket is teremthet.



Energiaátmenet

Szintén hosszú évek óta tartó folyamat a fosszilis energiaforrásokról való leválás, és a megújuló, tiszta energiára való átállás. Habár ebben a folyamatban is vannak bukkánók (pl. az orosz-ukrán háború miatt ideiglenesen bizonyos szénbányák újranyitása Európában, Trump-kormányzat megújulókat kevésbé támogató politikája) a dekarbonizációs törekvés a globális felmelegedés lassítása érdekében még évtizedekig velünk marad. Az energiaátmenetnek sok pozitív következménye van, hiszen szennyező tevékenységek válnak „tisztává”, ugyanakkor ennek van kevésbé előnyös hatása is, mint például a magasabb infláció, hiszen adott esetben drágábban kell megtermelni az energiát, vagy jelentős beruházás és fejlesztés kell egyes területeken.



Deglobalizáció

A deglobalizációs trendet az elmúlt években olyan események erősítették, mint a covid és az ellátási lánc problémák, majd a háborúk miatti near shoring (közelre telepítése a gyártásnak). Erre Donald Trump megválasztása és az „Amerika az első” politika visszatérése csak ráerősít. Az új elnök vámfenyegetései, a beruházások és a gyártási kapacitások USA-ba orientálása, valamint a Kínával való, elnöki ciklusokon átívelő konfrontáció mind ebbe az irányba mutatnak. Miközben a vámok továbbra is valós és fennmaradó fenyegetések lehetnek Kínával szemben, a szövetséges országokkal szemben végül megengedőbb politika jöhet.



Technológia

Erős fundamentumok, támogató megatrendek miatt vonzó hosszú távon. Drága a szektor, de az AI elsőszámú haszonélvezője.



Közművek

Strukturális hátszelet ad az energiaigény erősödése (AI adatcenterek által hajtva), szeretjük a szektor defenzív jellegét.



Egészségügy

Az amerikai gyógyszerárak körüli kockázatok és a kedvezőtlen szabályozói környezet erős akadályt jelent a felülteljesítéshez.



Ingatlan

A DOGE kudarcot vallott, globálisan is lazul a költségvetési fegyelem, ez felfele kockázat a kötvényhozamokra.



Bányák (réz/urán)

Az elektrifikáció, a kínai stimulusok, gyenge kínálat pozitív továbbra is a réznek, az uráni piac strukturális deficitben van.



Arany

A fiskális fegyelem hiánya, az emelkedő adósságok, a jegybanki vásárlások és a geopolitikai feszültségek strukturálisan segítik.



USA Közepesek

Továbbra is a legolcsóbb szegmens, de a növekedési kép romlik, miközben a profitnövekedés már így is lemaradó.



Japán

A deflációs spirál véget érhetett, a vállalati reformok pedig további tőkét vonzhatnak a fejlett társainál olcsóbb piacra.



Latin-Amerika

Mexikó relatív győztese lehet az USA vámoknak, a nearshoring folytatódhat, Brazília globálisan az egyik legolcsóbb.



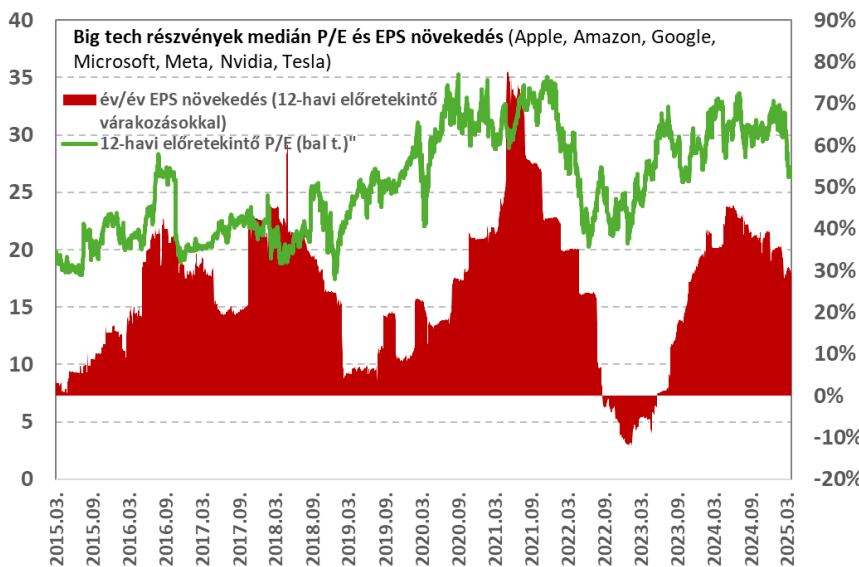
Lengyelország

Nyomott értékeltség, növekedési előny Európával szemben, a stimulusok indirekt segítenek, az orosz-ukrán béke is potenciál.

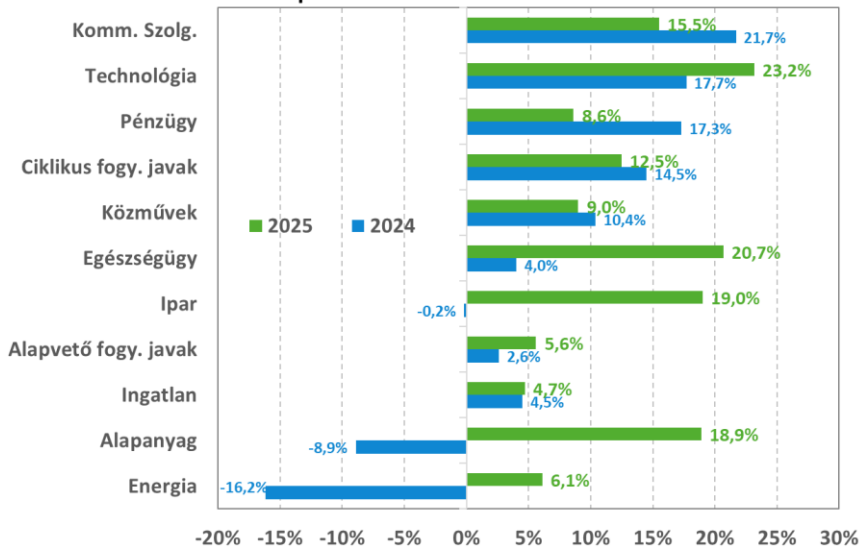




Technológia: a fundamentumok továbbra is erősek



S&P 500 szektorok szerinti profitnövekedési várakozás

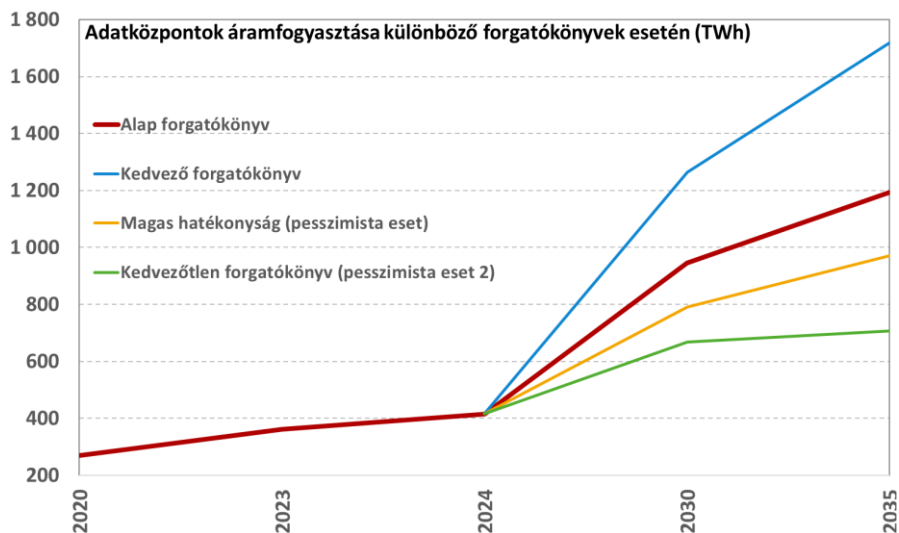


- Az első negyedév második felétől április elejéig gyengén teljesített a technológiai szektor, azonban ahogy a kereskedelmi feszültségek enyhülni kezdtek, és az első negyedéves jelentések erősen alakultak, úgy kapaszkodtak vissza a technológiai részvények is. A „Magnificent 7” cégek összesítve közel 28%-os profitnövekedést értek el 2025Q1-ben, ami messze meghaladta az S&P500-ban szereplő többi vállalat 9,4%-os növekedését. Emellett a nagy tech cégeknek a várakozásokat is sikerült megverni, összesítve több mint 11%-kal. Habár a növekedés üteme vélhetően csökkenni fog az előttünk álló negyedévekben, még mindig ez a szektor van az egyik legjobb helyzetben a profitot tekintve az S&P500-on belül.
- A mesterséges intelligencia beruházások úgy tűnik egyelőre nem lassulnak, gyakorlatilag minden fontosabb cég megerősítette év eleji beruházási tervét. A félvezetők iránti kereslet továbbra is annyira magas, hogy idén még inkább kínálati szűkösség lehet, ami magasan tarthatja az árakat, ez pedig a szektor számára továbbra is pozitív. A Gartner adatai szerint a globális IT költségek 9%-kal emelkedhetnek idén, míg az adatközpont és a szoftver szegmens kétszámjegyű bővülést érhet el. Az IDC prognózisa alapján az AI-hoz kapcsolódó kiadások 2024 és 2028 között éves átlagban közel 30%-kal bővíhetnek.
- Ahogy az AI-megoldások egyre olcsóbbak lesznek, úgy az ezek iránti aggregált kereslet is egyre magasabb lehet. A Jevons-paradoxon szerint a technológiai fejlődésből eredő hatékonyságnövekedés lehetővé teszi az erőforrások alacsonyabb költséggel történő felhasználását, növelve az összkeresletet, ami így magasabb aggregált erőforrás-felhasználáshoz vezet.
- A nagy felhő, és egyéb szoftverszolgáltatók továbbra is jól teljesíthetnek, mivel a szektorba való belépési korlátok magasak, főleg technológiai és finanszírozási oldalról, ez pedig hosszabb távon is magasan tarthatja a marginokat. Ezen szolgáltatások iránti kereslet tartósan magas maradhat hiszen ezek olyan, gazdasági ciklusoktól független alap infrastruktúrákká váltak, amelyek nélkül nem lehet elképzelni a vállalati működést vagy a modern lakossági életvitelt. Az AI fejlődésével, a következő hullámban eljőhet az applikációk kora, amikor szélesedhet a nyertesek köre, de erre még vélhetően várni kell.

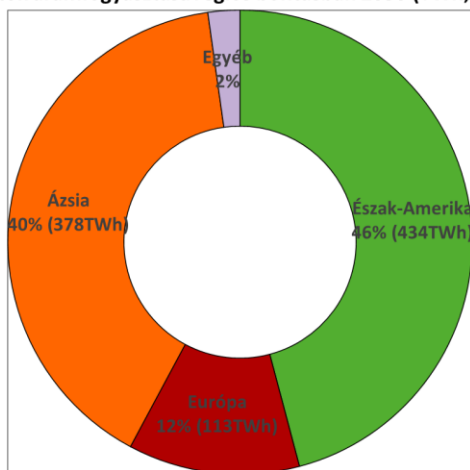
Azt gondoljuk, hogy az AI, mint befektetési sztori hosszú távon velünk marad, így érdemes a technológiai szektor felé kitettséget tartani, még akkor is ha a magas értékeltségi számok nem feltétlenül támogatóak, és kevés a hibázási lehetőség profit oldalon a felfokozott várakozások miatt.



Közműcégek: az AI továbbra is strukturális hátszelet jelent



Adatközpontok áramfogyasztása régiós bontásban 2030 (TWh; IEA alap eset)

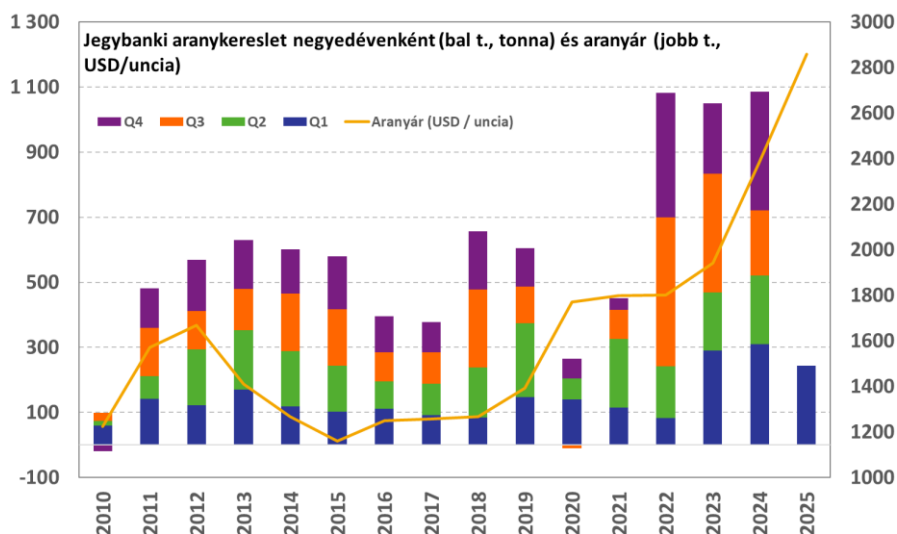
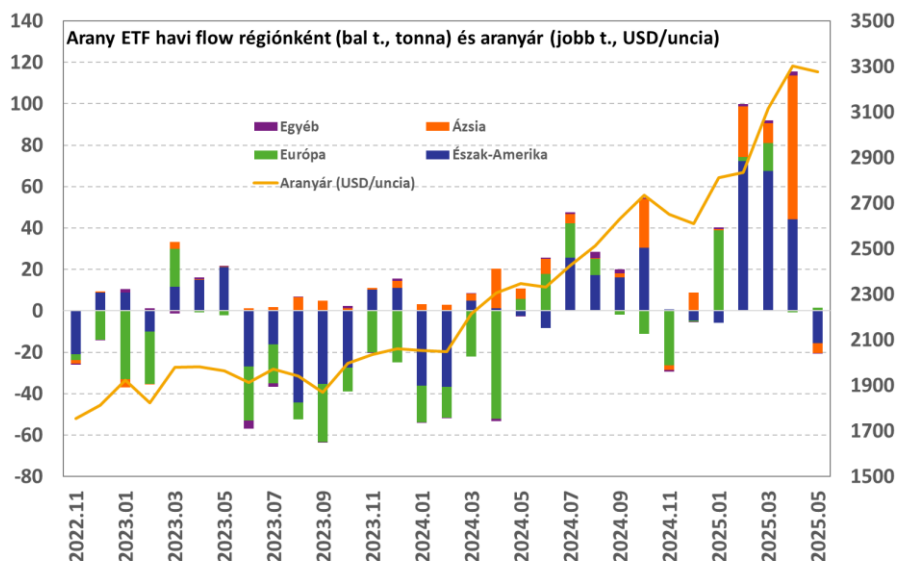


- A közművek számára az áramfogyasztás várható tempós növekedése fontos strukturális hátszelet jelent, amelyben az AI / adatközpontoknak is jelentős lehet a szerepe. Az év elején az olcsóbb és hatékonyabb kínai DeepSeek megjelenésével a befektetők egy időre elfordultak a mesterséges intelligenciához kapcsolódó befektetésektől, beleértve egyes közműveket is (a hatékonyabb AI alacsonyabb áramfogyasztással járhat). A befektetői aggodalom azonban eltúlzott lehetett, mivel a nagy technológiai cégek az idei évben is jelentős összeget költenek majd adatközpontokra, illetve az olcsóbb AI szélesebb körű elterjedést is lehetővé tesz, ami kedvező az áramfogyasztás szempontjából. Emellett az egyre jobban előtérbe kerülő robotikának is jelentős áramigénye lehet majd, bár ez még időben később jöhet. A technológiai fejlődés tehát továbbra is strukturális hátszelet jelent a közműveknek a következő években az év eleji aggodalom ellenére is.
- A Nemzetközi Energiaügynökség (IEA) egy nem régen publikált elemzése szerint egy tipikus, mesterséges intelligenciára fókuszáló adatközpont annyi áramot fogyaszt, mint 100 ezer háztartás, de a jelenleg épülő legnagyobbak ennek többszörösét fogják fogyasztani. Az adatközpontokba történő globális beruházások 2022 óta közel megduplázódtak és 2024-ben értékék az 500 milliárd dollárt. Tavaly az adatközpontok a globális áramfogyasztás 1,5%-át adták (nem sokkal marad el Franciaország éves áramfogyasztásától). Regionális lebontásban a fogyasztásnak a 45%-a az Egyesült Államokhoz, 25%-a Kínához és 15%-a Európához köthető.
- Az IEA előrejelzése szerint 2030-ra pedig az adatközpontok fogyasztása elérheti a 945TWh-t, ami több mint a mostani duplája és meghaladná Japán éves áramfogyasztását is. A növekedés jelentős részét azonban továbbra is az USA adhatja majd, ahol az évtized végére az adatközpontok áramfogyasztása meghaladhatja az alumínium, az acél, a cement és egyéb vegyipari ágazatok kombinált energiafogyasztását. A jelentős keresleti igények kielégítését elsősorban a földgáz és a megújulók adhatják majd, de az atomenergiának is helye lehet az energiamixben (pl. mini atomreaktorok / SMR, élettartam hosszabbítások, újraindítások stb.).
- Az adatközpontok mellett azonban a globális áramfogyasztás növekedéséhez hozzájárulhatnak még a hűtés / fűtés igények, elektromos autók és egyéb ipari jellegű kereslet. Az AI elsősorban a fejlett országok áramigényét dobhatja meg. Ehhez azonban az áramhálózat jelentős fejlesztésére is szükség lesz, illetve az áramtermelési berendezések tempós gyártására (pl. gázturbinák).

Továbbra is kedveljük a közmű szektort, ahol elsősorban azok a társaságok teljesíthetnek jól, amelyek diverzifikált áramtermeléssel rendelkeznek (pl. földgáz, atomenergia, megújulók stb.). Néhány esetben az értékeltség magas, így érdemes szelektívnek lenni.

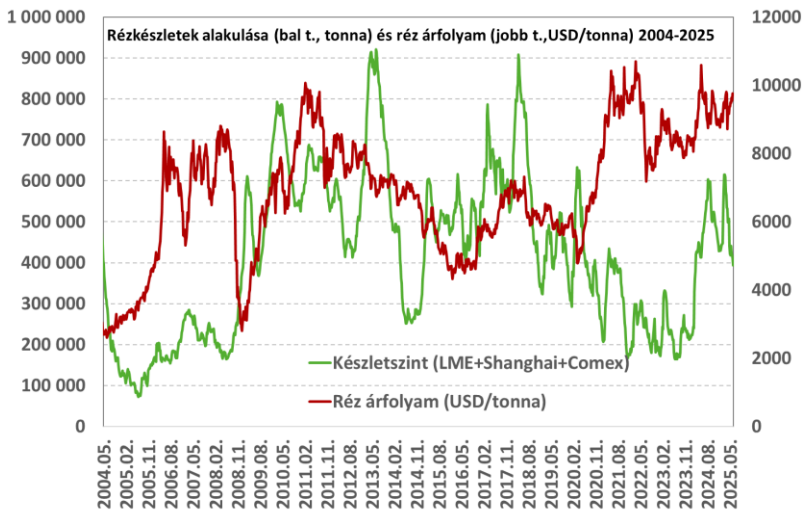


Arany: kiszélesedett a nemesfém rali



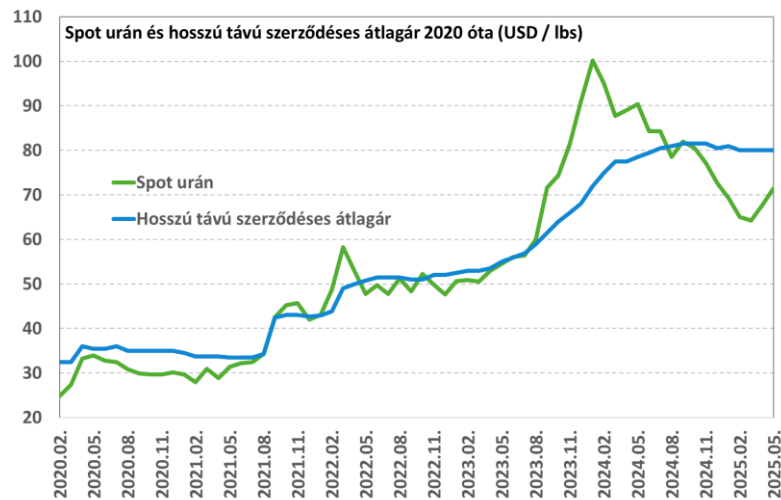
- Az arany az idei második negyedév során is kifejezetten jó teljesítményt nyújtott, és többnyire a 3200-3400 dolláros sávban mozgott, így az év eleje óta több mint 25%-kal került feljebb az árfolyam, míg év/év alapon több mint 40%-kal.
- A jegybanki aktivitás ugyan 21%-kal csökkent év/év alapon, de historikus értelemben továbbra is kimagaslónak mondható. A legnagyobb vevő eddig idén a lengyel jegybank volt.
- A február-áprilisi kiemelkedő keresletet követően májusban mérsékelt kiáramlás volt látható az arany alapokból, amelyet Észak-Amerika vezetett. Az alapok által kezelt vagyon dollárértéke ugyan rekordszinten áll, de tonnában nézve mintegy 10%-kal alacsonyabb a historikus csúcshoz képest.
- Az arany második negyedévben nyújtott jó teljesítménye a bányatársaságoknak is kedvező, így várhatóan erős Q2-es gyorsjelentések érkehetnek majd, és jelentős lehet a pénztermelés. Továbbra is kedveljük a szektort kitettség szempontjából.
- Az arany árfolyama sokat emelkedett az elmúlt időszakban, illetve a jegybanki kereslet is csökkent némileg, így nehéz érvelni némi profitrealizálás ellen. Ettől függetlenül az iráni-izraeli és az orosz-ukrán háború, a vámokkal kapcsolatos bizonytalanság, az amerikai deficit és államadósság kedvezőtlen pályája miatt magasan ragadhat az arany árazása egyelőre. Egy friss jegybanki felmérés szerint például a válaszadók 43%-a tervezi növelni aranytartálékait idén, míg csökkentést egyetlen jegybank sem tervez.
- Érdeemes megemlíteni, hogy az arany és az ezüst mellé elkezdett felzárkózni egy másik nemesfém is, a platina. Az ezüst és a platina esetében egyébként az ipari felhasználás domináns jellegű, tehát nem csak menedékeszköz funkciót töltenek be. Az is elmondható mindkét nyersanyag kapcsán, hogy piacuk már éves óta deficitese (az ezüst 2019, a platina 2023 óta). Az árfolyamok emelkedését így nem csak a nemesfém jelleg, hanem a valós keresleti igények is segíthették.

Összességében továbbra is érdemes lehet arany vagy aranybánya kitettséget tartani, amely még mindig jól működhet a geopolitikai feszültségek, a vámháború miatti bizonytalanság és az emelkedő államadósságok miatt. Természetesen megjegyezzük, hogy az árfolyam sokat emelkedett, így a részleges profitrealizálásnak lehet már helye, de teljes lezárás még nem javasolt a fentebb említett tényezők miatt.



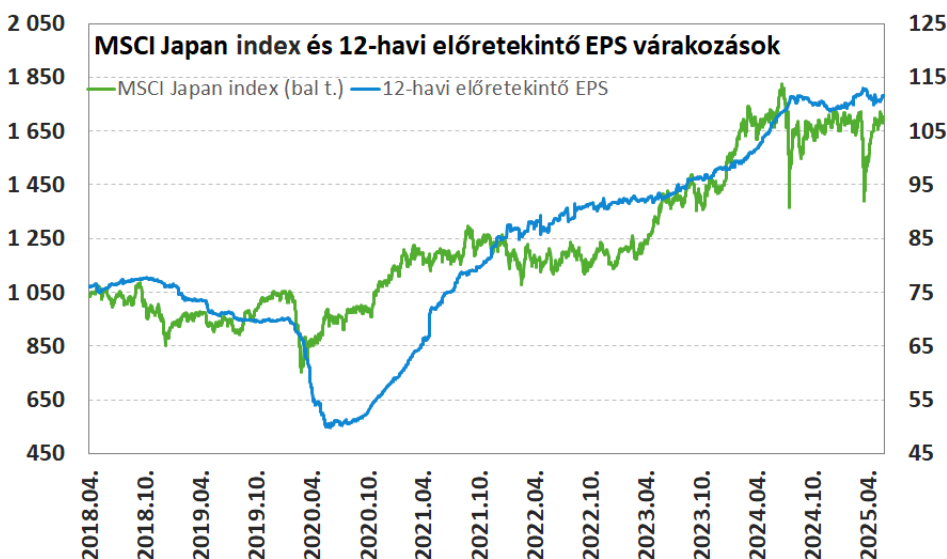
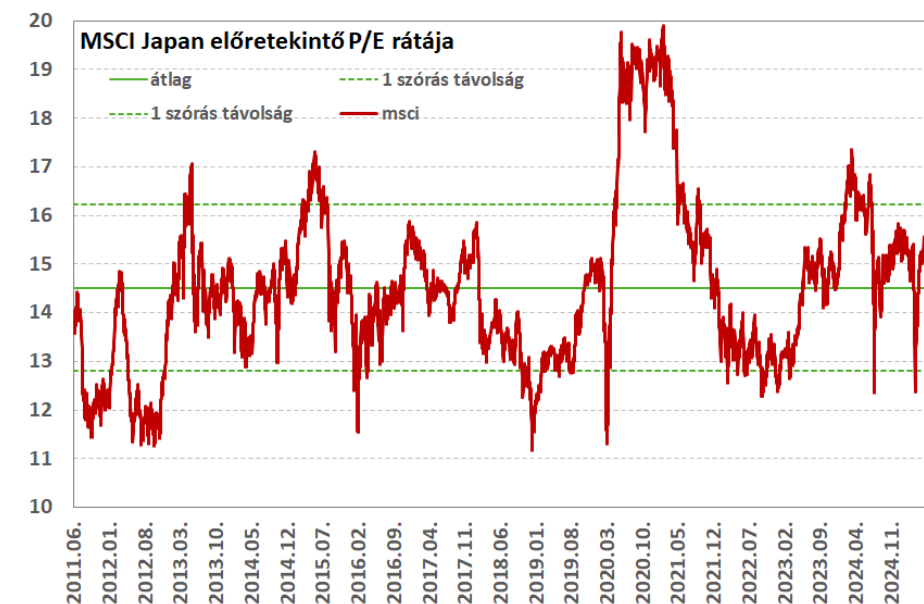
- A réz szempontjából kiemelten fontosak a kínai gazdasági adatok, amelyek nem alakultak rosszul. A kiskereskedelmi értékesítés 6,4%-kal nőtt májusban év/év alapon, különösen a háztartási és kommunikációs készülékek teljesítettek erősen. Az ipari szektor növekedése 5,8%-os volt, ami ugyan némi lassulás áprilishoz képest, de továbbra sem mondható gyengének, és a rézre jobban támaszkodó ágazatok kifejezetten erősek maradtak (pl. autógyártás, elektromos berendezések stb.). Az ingatlanszektor azonban továbbra is gyenge.
- A legnagyobb globális termelő, Chile, 3,5%-kal növelte termelését év/év alapon január-április tekintetében, de az idei évre az ország Nemzeti Rézbizottsága mérsékelten deficitet jelez előre, míg jövőre is csak minimális többlet várható. Hiába lassulhat ugyanis a keresleti oldali növekedés a vámháború miatt, a kínálat még ennél is gyengébb lehet. Egyrészt több nagyobb termelő esetében is visszaesés volt látható Q1-ben év/év alapon (pl. Glencore, Freeport-McMoRan, Anglo American). Másrészt a világ 4. legnagyobb rézbányájában (Kamoa-Kakula, Kongó) szeizmikus aktivitás okozott problémákat, ami végül az idei termelési célok jelentős visszavágásához vezetett (-28%). Az eset rávilágít arra, hogy az ellátási lánc meglehetősen sérülékeny.

A vámháború továbbra is gazdasági bizonytalanságot okoz, ez rövid távon hatással lehet akár a rézre is, amely ipari fémként érzékeny a gazdasági környezet változásaira. Ettől függetlenül a kínálat gyenge, Kína egyelőre jól tartja magát, míg a keresletet strukturális tényezők is segítik hosszabb távon. Továbbra is kedveljük a szektort, érdemes lehet rézbánya kitettséget tartani.



- Az urán árfolyama relatíve gyengén teljesített tavaly év eleje óta, ami 2025-ben is folytatódott. Március közepe óta azonban némi felpattanás látható, amit az is segített, hogy a legnagyobb fizikai urán alap jelentős tőkeemelését jelentett be júniusban. A befektetők azért örültek a lépésnek, mivel az alap a befolyó összeget további fizikai uránvásárlásra fordítja, amely felhajtó erővel bír az árakra ezen a relatíve illikvid piacon. A hírre hasonlóan pozitívan reagáltak az uránbányász társaságok részvényei is.
- A rövid távú szentiment így javult, ám a tartósabb áremelkedéshez a közművek aktívabb részvétele is szükséges lehet (a pénzügyi, spekulatívabb kereslettel szemben). A tavalyi évben ugyanis az azonnali és a hosszú távú szerződéses uránpiac forgalma is visszaesett (utóbbi adja a teljes kereslet kb. 70%-át; a közművek jellemzően itt vesznek részt a vásárlásban). Ettől függetlenül a kínálati oldal gyenge, folyamatosak a csúszások az egyes projektek kapcsán vagy a vártnál gyengébben alakul a termelés.

Az urán piaca továbbra is deficiteseznek mondható, ami elsősorban a kínálati oldali gyengeségnek köszönhető, miközben a kereslet stabil, és hosszabb távon növekedés is várható. Hosszabb távra továbbra is javasunk uránbánya kitettséget.



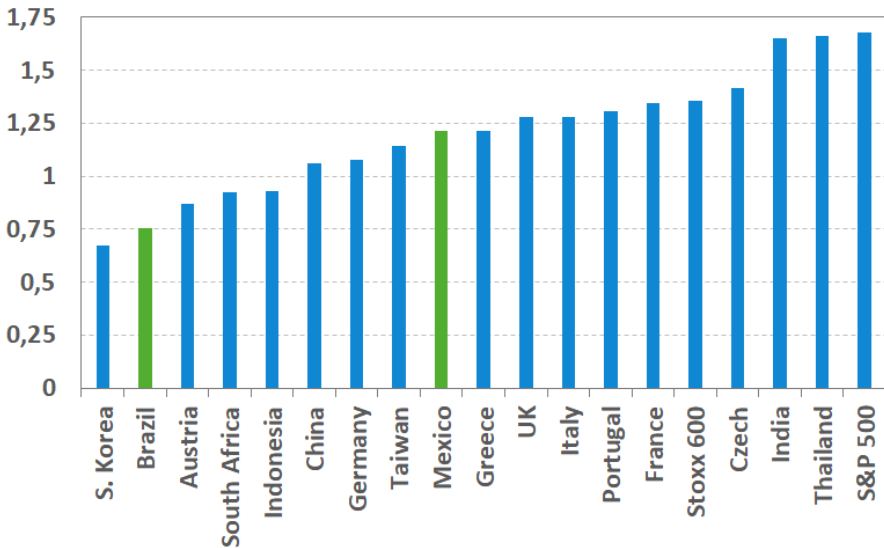
- A japán befektetési sztori röviden a következő: az ország szakított a 30 éven át tartó deflációs helyzettel, a bérek emelkednek, a gazdaság növekszik, miközben vállalati reformokat hajtanak végre, ami növeli a részvényesi értéket. Más fejlett régiókhöz képest a helyi részvénytőke vonzó értékeltségen forog, a külföldi befektetők (a Berkshire idén tovább növelte japán befektetéseit) mellett a lakosság is növeli kitettségét (vannak kamatok és növekedés, az adókedvezményekkel ellátott befektetési számla is népszerű).
- Haladnak a vállalati reformok is, ami a saját részvény vásárlások jelentős növekedéséhez vezetett, új rekordot felállítva az elmúlt egy évben. A részvényesi visszajuttatások részvényesi értéket növelők, ezek mellett egyre több esetben látni, hogy elindultak olyan átszervezési folyamatok (igazgatóságok átalakítása, költségek csökkentése, bonyolult struktúrák egyszerűsítése, üzletágak leválasztása, kereszttulajdonlások megszüntetése) is, amik hosszabb távon is értékteremtő potenciált jelenthetnek, hiszen a japán vállalatok megtérülési mutatói még mindig elmaradnak az amerikai vagy európaihoz képest.
- Az előretekintő P/E ráta (15,2) kismértékbe múlja csak felül a hosszú távú átlagos szinteket, az USA piachoz képest így 30%-os az árazási diszkont, ez historikusan jelentős (10-éves átlag: 19%). Bár a japán tízéves hozam volatilis volt az elmúlt hónapokban, végül mindössze ~10bp-tal csökkent, így a részvénytőke kockázati prémium 5,1%-os, ami érdemben meghaladja az amerikai (0,1%), vagy európai (4,2%) szintet.
- A kedvező eredménymomentum a negyedév elején megtört, ebben az amerikai vámbejelentések játszhattak szerepet. Ilyen tekintetben fontos lesz látni, hogy a jelenleg is tartó tárgyalások milyen eredménnyel zárulnak. Mindkét fél mutat hajlandóságot a megegyezésre az alacsonyabb vámokról, de továbbra is vannak nyitott kérdések. A japán részvénytőke a jelentős exportkitettség miatt nagyon érzékeny a globális növekedési ciklusokra, az amerikai vámokkal kapcsolatos kimenetel ezért is lesz fontos a profitdinamika alakulását tekintve. A vámok miatti bizonytalanság hatására azonban a BOJ óvatosabb a további kamatemelésekkel, egyelőre sikerült csillapítani az állampapírpiacon feszültségeket, és a jen is stabil.
- Július 20-án kerül sor a felsőházi választásokra, ahol fontos lenne, hogy a jelenlegi miniszterelnök pártja kerüljön ki győztesen, miután az egyébként dominánsabb alsóházban elvesztették legutóbb a többséget.

A világ második legnagyobb részvénytőke, ami érdemben olcsóbb, mint számos fejlett társa. A globális gazdasági ciklusoknak és a kereskedelmi háború kimenetelének is kitett, ami rövid távon inkább ellenszél lehet, hosszabb távon viszont a vállalati reformok növekedési potenciált jelentenek.



LatAm: idén sokat emelkedtek, de lehet még bennük fantázia

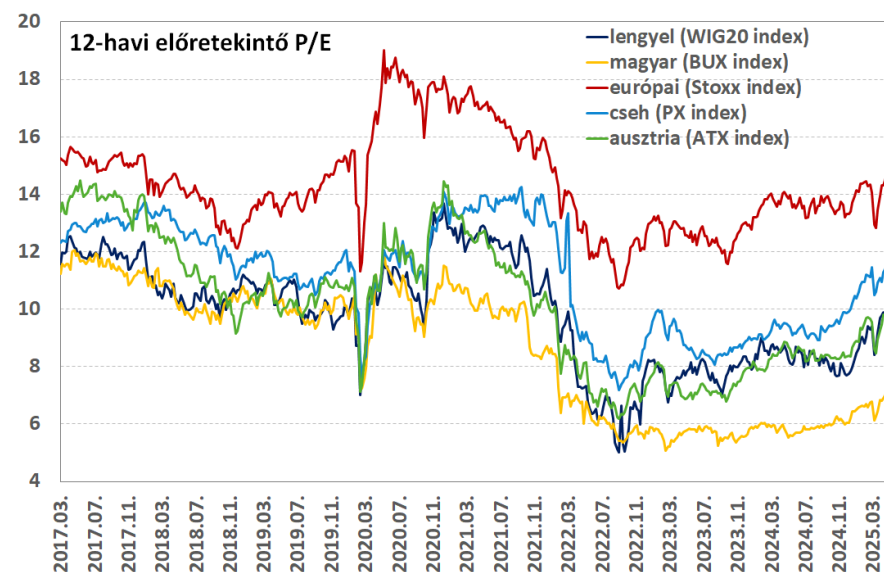
Egyes országindexek PEG rátája



- A félelmek ellenére a mexikói gazdaság viszonylag jól megúszhatja az amerikai vámokat (egyszámjegyű %os teherrel), aminek köszönhetően globálisan nézve a nyertesek közé tartozhat. A nearshoring trend így továbbra is segítheti, hosszú távon ez hatékonyságjavulást és a potenciális GDP növekedés javulását hozhatja. Május elején az igazságügyi tisztségviselők megválasztása végül nem okozott piaci viharokat, a befektetők túlfélték a reform hatásait. Az amerikai gazdaság lassulása kockázat, és a költségvetésben várható kiigazítás is lefele mutató növekedési kockázat, akár recessziós kimenetelt is eredményezhet rövid távon. Így viszont a jegybank tovább csökkentheti a kamatokat a cél közelébe visszaért infláció mellett úgy, hogy a deviza stabil maradhat.
- Az amerikai vámok gazdasági hatásai limitáltak Brazíliára, sokkal inkább a belső problémák jelentik a kockázatokat. Ez elsősorban a magas költségvetési hiányból, jelentős kamatteherből és kedvezőtlen adósságpályából fakad. Mivel a 2026-os elnökválasztás előtt a kiigazítás esélye alacsony, mindez a célérték feletti inflációval, lassuló gazdasággal instabillá teszi a brazil reál helyzetét. A jegybank idén kamatcsökkentést kezdhet, a kínai aktivitás javulása is segíthet, és a választások közeledtével a politikai változás lehetőségét is inkább kedvezően fogadhatja majd a globálisan továbbra is az egyik legolcsóbb piac (8,2-es PE, 35% diszkont az EM-hez).

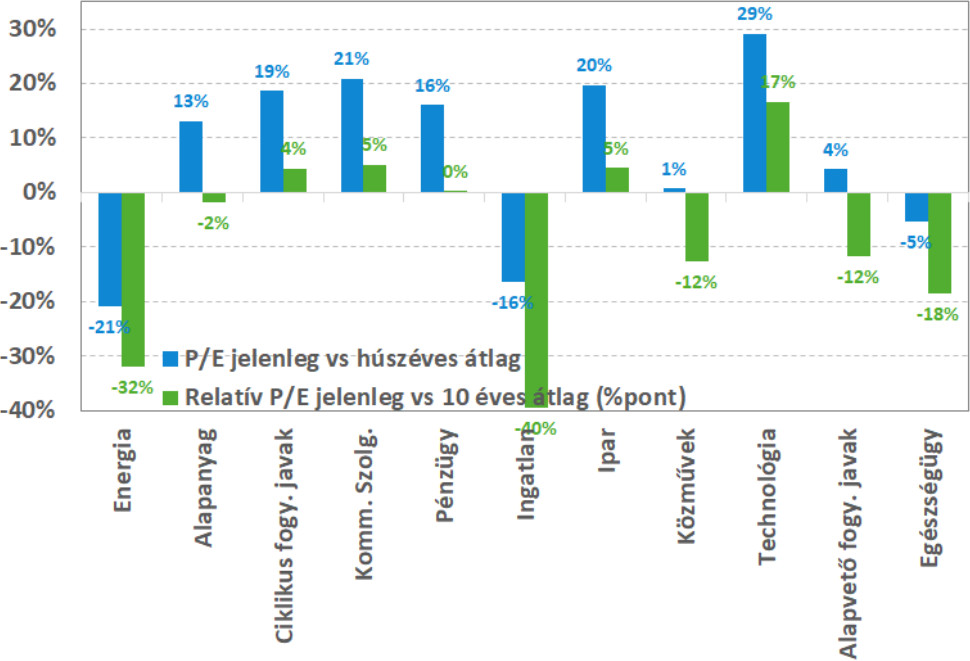


Lengyelország: fékezhet, de megállnia még nem kell

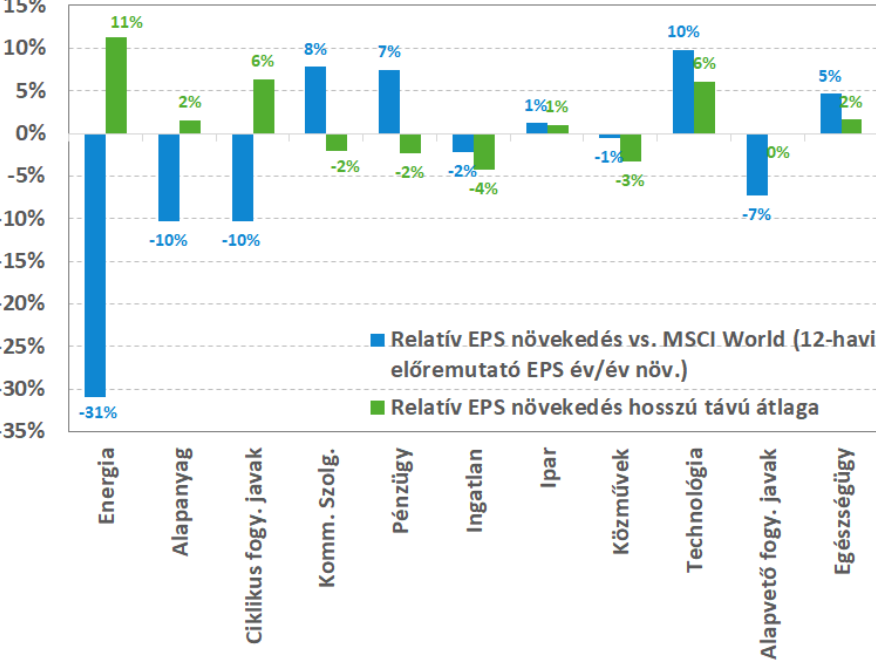


- Az elnökválasztáson való ellenzéki győzelem összességében nem írja át a kedvező lengyel befektetési sztorit, de némi ellenszelet azért jelenthet. Bár a kormány reformtörekvéseivel szembeni vétőjog akadályt jelent, ez már az elmúlt időszakban is így volt, vagyis érdemi változást nem hoz, inkább arról van szó, hogy egy további felfele mutató potenciált vesz el. Ezzel a kimenetellel azonban vélhetően a költségvetési hiány is magasan ragadhat, vagyis a laza fiskális politika szigorúbb monetáris politikával párosulhat. Ezzel együtt a lengyel gazdaság idén európai szinten kifejezetten erős növekedést mutathat, a jegybank szigorúbb hozzáállásával együtt ez a pénzügyi túlsúlyos piac számára is összességében kedvező profittermelési környezetet teremt.
- A felfele potenciált az európai költekezés megindulásának áttételes hatásai, illetve egy esetleges orosz-ukrán békekötés, illetve ukrán újjáépítési részvétel jelenthetné. Utóbbi lehetőség azonban az utóbbi időszak eseményei fényében időben jobban kitolódott. Miután a lengyel részvénytőke az idei év egyik top teljesítője, a korábbi alulértékeltsége is apadt, a 9,2-es P/E ráta azonban így is 15%-kal elmarad a 10,9-es hosszú távú átlagtól. A régiós átlagos értéket hozza ezzel a lengyel részvénytőke, ami Európához képest érdemi 37%-os diszkontot jelent, ez az elmúlt évek 30-45%-os sávjának a közepe. Az előretekintő profittermelés növekedése is megállt az utóbbi időszakban, vagyis az eddigi felülteljesítés folytatásához új impulzusra is szükség volna.

Relatív P/E az MSCI World-höz vs hosszú távú átlag



Relatív EPS növekedés vs a hosszú távú átlag



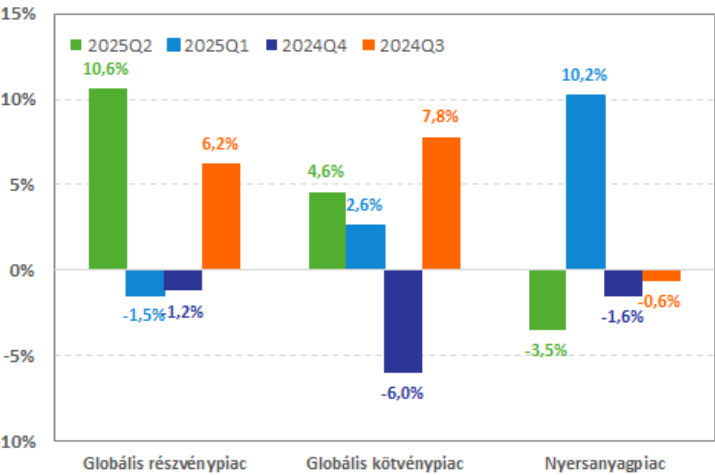
Sorrend bizonyos faktorok alapján, 1 legjobb, 11 legrosszabb

S&P 500	Értékeltség	Méret	Béta	Momentum	Profitabilitás	Minőség	Összesen
Energia	1	5	4	11	9	7	6
Alapanyag	6	3	6	9	7	3	7
Ipar	9	4	8	3	6	4	8
Pénzügy	4	8	7	1	8	10	5
Ciklikus fogy. javak	10	9	10	4	4	1	10
Alapvető fogy. Javak	7	6	1	6	3	2	1
Egészségügy	5	7	3	10	5	6	4
Technológia	11	10	11	7	1	5	11
Komm. Szolgáltatások	3	11	9	8	2	8	3
Ingatlan	8	1	5	5	11	11	9
Közmű	2	2	2	2	10	9	2

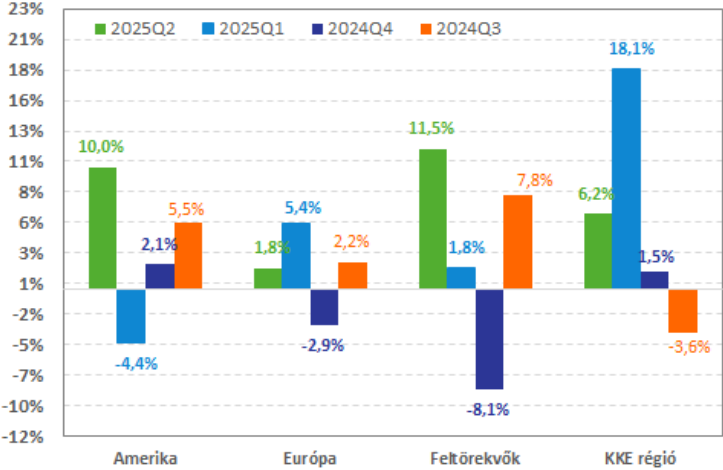
Stoxx 600	Értékeltség	Méret	Béta	Momentum	Profitabilitás	Minőség	Összesen
Energia	1	9	5	11	7	2	3
Alapanyag	7	3	7	9	8	5	7
Ipar	9	6	9	4	5	6	6
Pénzügy	3	7	8	1	10	11	8
Ciklikus fogy. javak	8	8	11	8	4	4	10
Alapvető fogy. Javak	6	5	2	6	2	1	4
Egészségügy	10	11	6	10	1	7	9
Technológia	11	10	10	7	3	3	11
Komm. Szolgáltatások	5	2	1	2	6	8	1
Ingatlan	4	1	4	5	11	10	5
Közmű	2	4	3	3	9	9	2

2025 H1-es teljesítmény

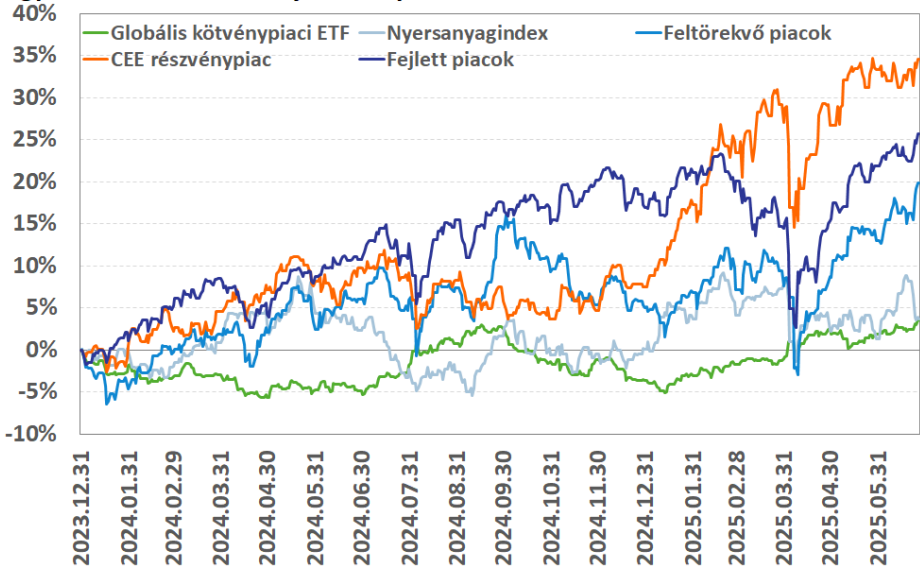
Eszközstály teljesítmény



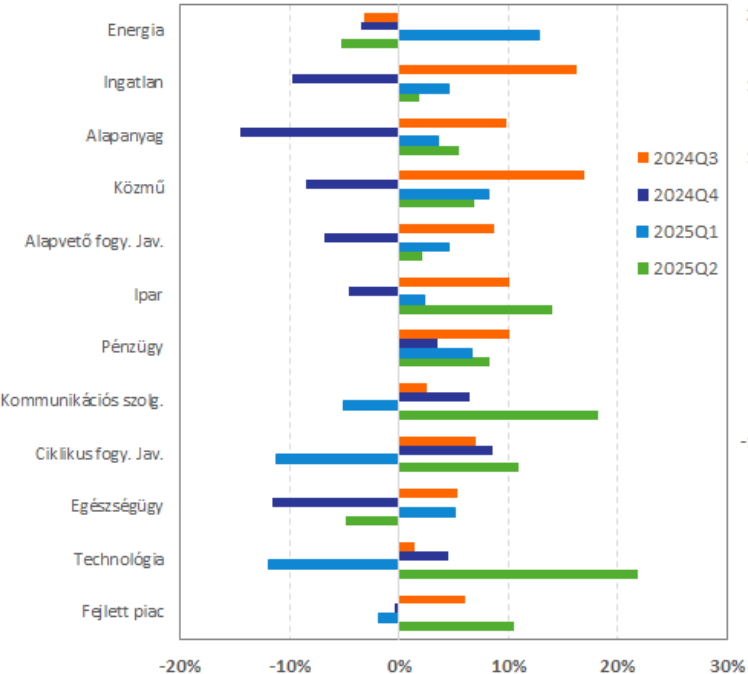
Részvénytőpiaci régiók teljesítmény



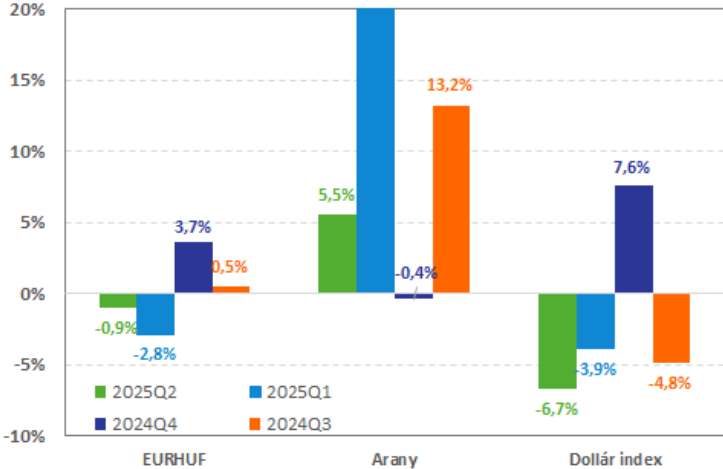
Egyes eszközök relatív teljesítménye



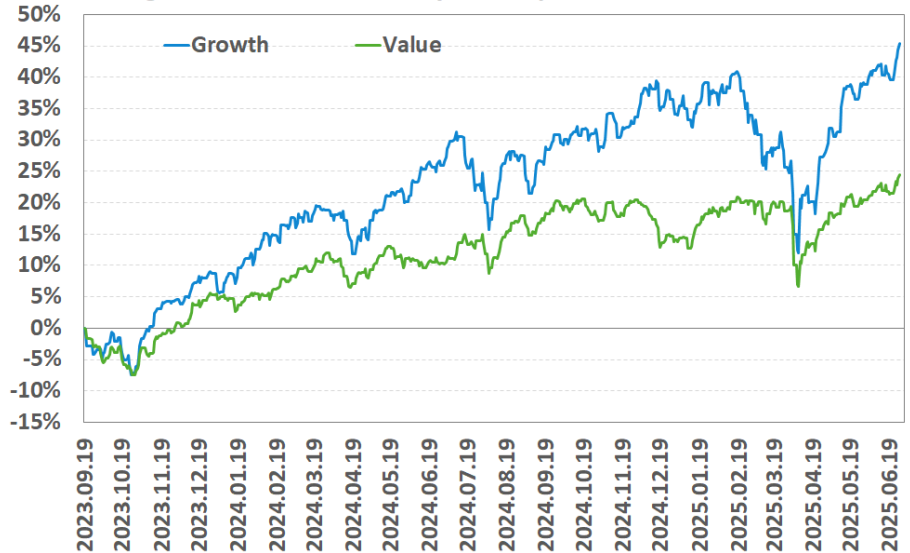
Részvénytőpiaci régiók teljesítmény



Deviza és arany teljesítmény



MSCI ACWI growth és value relatív teljesítmény



Készítették:

Tardos Gergely
Elemzési igazgató

Sándor Dávid
Vezető befektetési stratégia

Szemán Ákos
Elemző

Puzsár József
Szenior elemző

Horváth Zoltán
Elemző

Jelen dokumentum elválaszthatatlan részét képezi az elemzéshez tartozó jogi nyilatkozat, amely 'Az OTP Global Markets elemzési anyagainak jogi tájékoztatója' elnevezéssel az alábbi linken keresztül érhető el:

https://www.otpbank.hu/static/globalmarkets/sw/file/Elemzesi_anyagok_jogi_tajekoztato.pdf

Elemzés lezárásának dátuma: 2025.06.24.