

# Befektetési stratégia 2025 Q4

Multi-Asset Elemzés  
2025.09.29.

# Összefoglaló: a fókusz az egyedi lehetőségekre érdemes helyezni

**Makrókép:** Az amerikai növekedés lassult, de a vártnál kisebb mértékben, és mivel a fiskális politika továbbra is laza, és a kamatlábakat tovább fogják csökkenteni, a drasztikus lassulás/recesszió kevésbé valószínű. Az eurózónában a nehézségek ellenére folyamatos, ám gyenge a fellendülés, 2026 második felében a stimulusok segíthetnek, az infláció viszont visszatért a célszintre. Az USA-ban az infláció cél feletti és emelkedik, a kockázatok pedig felfelé mutatnak. Az EKB kamatcsökkentési ciklusa a semleges 2%-os szinten ért véget, a Fed esetében pedig a beárazott kamatpálya túlságosan optimistának tűnik. A magyar GDP-növekedés 2025-ben elérheti a 0,6%-ot, 2026-ban pedig a 3%-ot, köszönhetően a jelentős fiskális ösztönzőknek, amely jövőre 5% fölé emelheti a hiányt. 2026-ban az infláció visszatérhet a célszinthez, azonban a kockázatok inkább felfelé mutatnak. A piac 75-100 bázispontos kamatcsökkentést vár az MNB-től, de mi úgy gondoljuk, hogy a 6,5%-os szint hosszabb ideig megmarad.

**Részvények:** Rövid távon a vámok negatív hatásai és a magas árazási szintek miatt erősödtek a korrekciós kockázatok. Mivel azonban a recessziós veszély mérsékelte, a fiskális és monetáris politika támogató, és a likviditási kép javuló, megtartanánk a semleges részvénykitettségeket, keresve a korrekciókban adódó vételi lehetőségeket. Az USA piac bár a legdrágább, a profitdinamika erős, a jegybank is elkezdett lazítani, ami miatt tartós lejtmenetre nem számítunk. Európában biztató folyamatok rajzolódnak ki (megállt a profitdinamika romlása és olcsó), azonban továbbra is maradtak leküzdendő akadályok. A feltörekvőknek hátszelet jelent a dollár gyengülése, a Fed kamatcsökkentése, de már nem olcsó, ráadásul a profitdinamika is romlik. Bár erősödnek a KKE régióval kapcsolatos kockázatok, ezért a befektetőket a nyomott értékeltségi szintek továbbra is kárpótolják.

**Kötvények:** Mivel recessziós jelek sem Amerikában, sem Európában nem látszanak, így a magas költségvetési hiányok, emelkedő adósságpályák és a Fed-re nehezedő politikai nyomás miatt hozamgörbe rövid/közepes végét ajánlott választani a fejlett országokban. A vállalati kötvényeket nem tartjuk attraktívnak a szűk kötvényspreadok miatt.

**Nyersanyagok:** Továbbra is tartjuk semleges nyersanyagpiaci álláspontunkat a gazdasági kilátásokkal kapcsolatos bizonytalanságok miatt, ahol több markánsan eltérő kimenetel is elképzelhető, így némi óvatosság indokolt lehet. Szelektív kitettség azonban ajánlott (pl. arany, réz, urán).

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

6-12-hónapos időtávra megfogalmazott kilátások, negyedéves felülvizsgálattal

## Kedvelt befektetési sztorik:



Technológia



Közmű/Megújuló



Arany



Bányák (réz/urán)



Japán



Latin-Amerika



Lengyelország



Újra a listára kerülő elem

## Makro kitekintő

Gazdasági kilátások

4.

Infláció és jegybanki politika

7.

Magyar gazdasági kitekintő

9.

## Piaci kitekintő

Kötvények

16.

Nyersanyagok

17.

Részvények

15.

Régiók

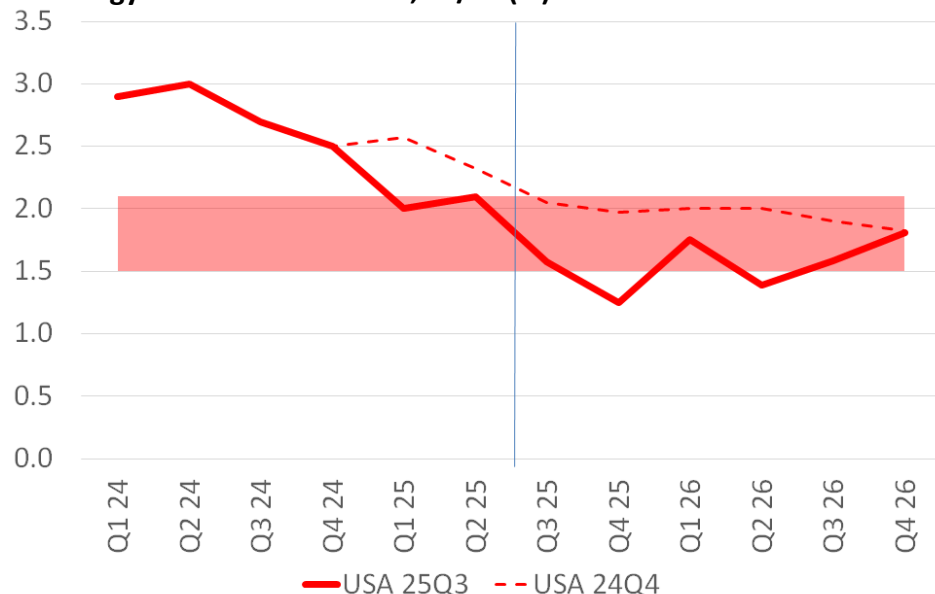
18.

Kedvelt befektetési sztorik

24.

# USA: a növekedés lassult, bár a vártnál kisebb mértékben

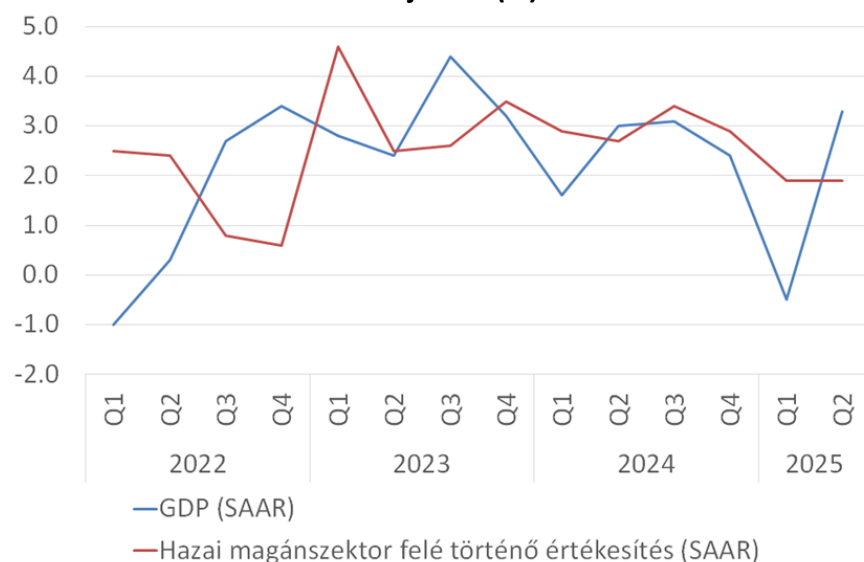
Negyedéves GDP-bővülés, év/év (%)



USA: átmeneti lassulást követően Q2-ben ismét gyorsult a gazdaság. A belföldi kereslet lendületet veszített, de a növekedés rövid távon felülmúlhatja a várakozásokat

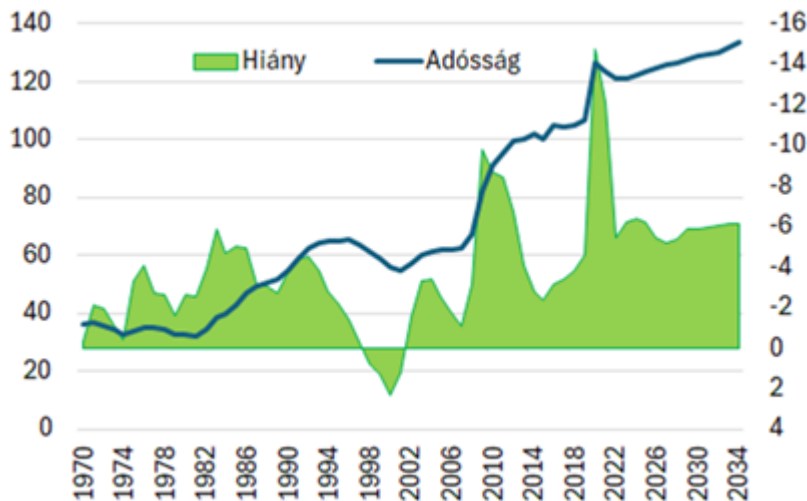
- Q1-Q2: A nettó export ingadozása elfedte, hogy a belföldi kereslet, a fogyasztás és a beruházások fokozatosan lassultak. A friss revíziók szerint a munkaerőpiac a korábban vártnál is jóval gyengébben teljesített.
- Q3: A rendelkezésre álló nagyfrekvenciás adatok alapján a GDP-növekedés Q3-ban is erős, 3% körül maradhatott (szezonálisan igazított, évesített alapon), így felülmúlhatja a várakozásokat, mivel a fogyasztás és a nem lakáscélú beruházások a Q2-es gyenge teljesítmény után újra felívelhetnek.
- 2026: A jövő évi növekedési várakozások 1,7%-ra javultak, a 3 hónappal ezelőtti 1,5%-ról. A kereskedelmi háború, a vámok, a magasabb árak és a bizonytalanság várhatóan visszafogja a belföldi keresletet, míg a nettó export kedvezően járulhat hozzá a növekedéshez, mivel az import valószínűleg csökkenni fog. Mivel a fiskális politika továbbra is laza és a kamatok hamarosan 3,5% körülire csökkenniük, a drasztikus lassulás kevésbé tűnik valószínűnek.
- A **kockázatok** kiegyensúlyozottak: a MI és az informatika erős mögöttes növekedése pozitív, míg a gyengébb munkaerőpiac és a vámok körüli továbbra is magas bizonytalanság negatív meglepetéseket hozhat. A recesszió valószínűsége az elmúlt hónapokban 40%-ról a normálnál még mindig magasabb 30%-ra mérséklődött.

Éves GDP-növekedési előrejelzés (%)



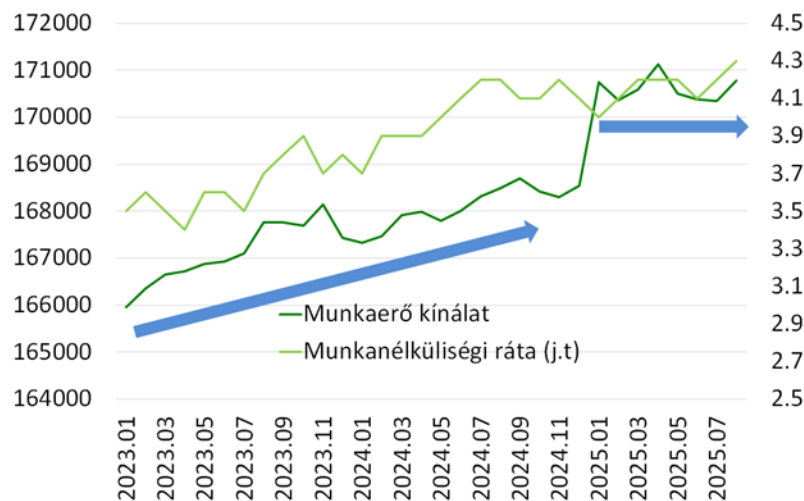
# USA: A magas és gyorsan növekvő adósság aggasztó

Költségvetés, %



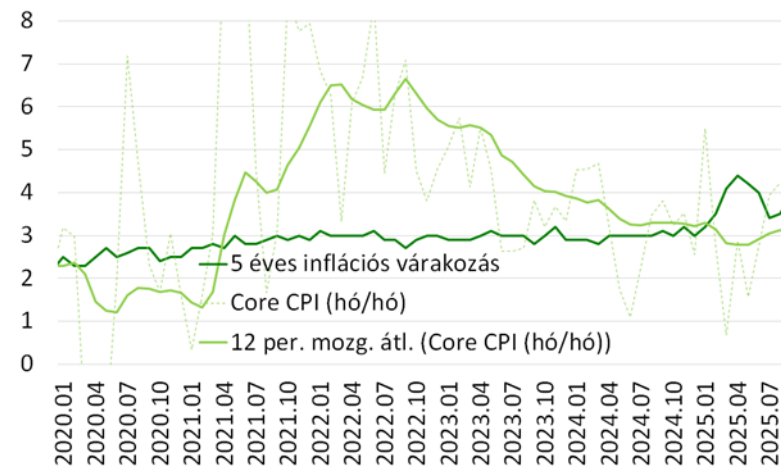
- o A drasztikus kiadáscsökkentés reményei szertefoszlottak
- o A „Big Beautiful Bill” még kevésbé fenntarthatóvá tette a már amúgy is magas és növekvő adósságpályát
- o Trump elnök alacsony népszerűsége, a gyenge növekedés és a félidős választások könnyen további lazításhoz vezethetnek.

Munkaerőpiac



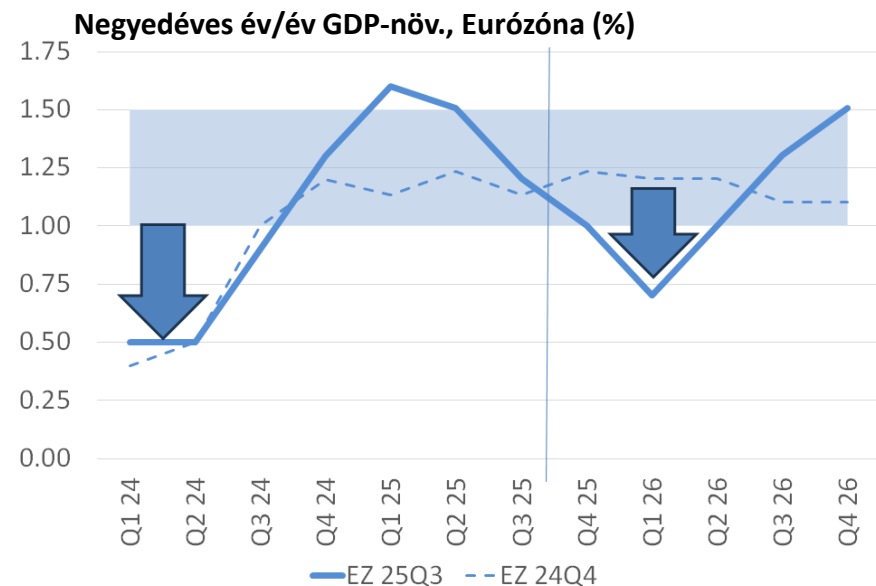
- o A kitoloncolások és a gyenge bevándorlás lassítja a munkaerő-kínálat növekedését
- o Az újraiparosítás és a laza fiskális politika célja nem egyeztethető össze a feszes munkaerőpiacokkal.
- o Továbbra is magas maradhat az inflációs nyomás

Infláció, %

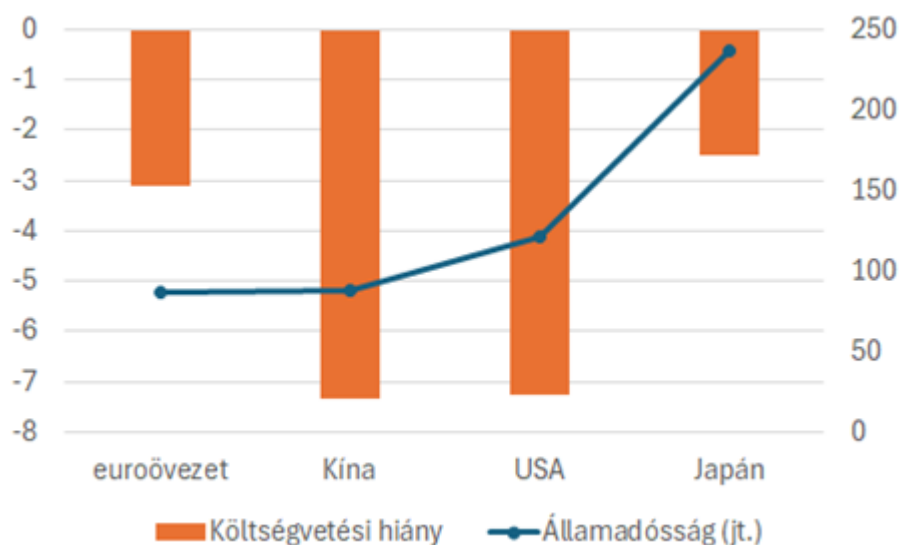


- o A dezinfláció véget ért
- o A hosszabb távú inflációs várakozások emelkedtek
- o Maguk a vámok is fokozzák az inflációs nyomást, a problémát pedig súlyosbíthatja a laza fiskális politika és a szűkös munkaerő-kínálat
- o Egyre nagyobb politikai nyomás nehezedik a Fedre A jegybank hitelességének elvesztése súlyos következményekkel járhat

# Eurózána: a nehézségek ellenére folyamatos, ám gyenge a fellendülés



Hiány és államadósság a nagyobb gazdaságokban GDP %-a



Eurózána: gyenge, de folyamatos kilábalás

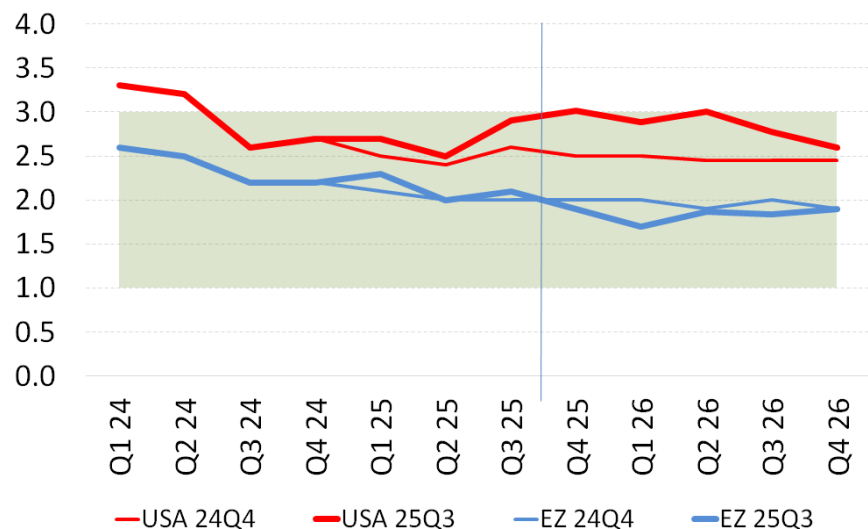
Q1-Q2: Az USA által előrehozott import révén a kereskedelmi háború jelentős ingadozásokat okozott a GDP-adatokban. A zaj kiszűrése után a mögöttes GDP-növekedés szerény, de stabil, 0,8% körül alakulhat, ami ilyen kedvezőtlen körülmények között szilárdnak tekinthető. A növekedési minták nem változtak: A mediterrán térség élen jár, az iparvezérelt országok lemaradnak. A munkaerőpiac továbbra is nagyon feszes, a reálbér-dinamika történelmi összehasonlításban is erős maradt.

- Q3: A piac 0,1% QoQ és 1% éves szintet vár, de a negatív negyedéves növekedés sem zárható ki, mivel a mögöttes növekedés a vámok miatt lassulhat; a Q1-es ír hatás teljesen megfordulhat. Írország ipari termelése a decemberi 8%-ról márciusra 50%-ra ugrott (év/év), de áprilisban már 18%-ra esett (-15% MoM).
- 2025 H2: a vámháború a negyedéves növekedési ütemet 0%, az éveset pedig 0,5% körülire lassíthatja. Az éves növekedés kicsivel 1% alatt lehet.
- 2026: A (különösen Németországban) lazább fiskális politika 2026 végére körülbelül 1,5%-ra gyorsíthatja a GDP-bővülést, az éves növekedés pedig elérheti az 1,2%-ot. Továbbra is Európának van a legnagyobb mozgástere a fiskális politikában.
- A kockázatok idén és jövőre is lefele mutatnak, mivel a költségvetési lazítás Németországban új projekt.

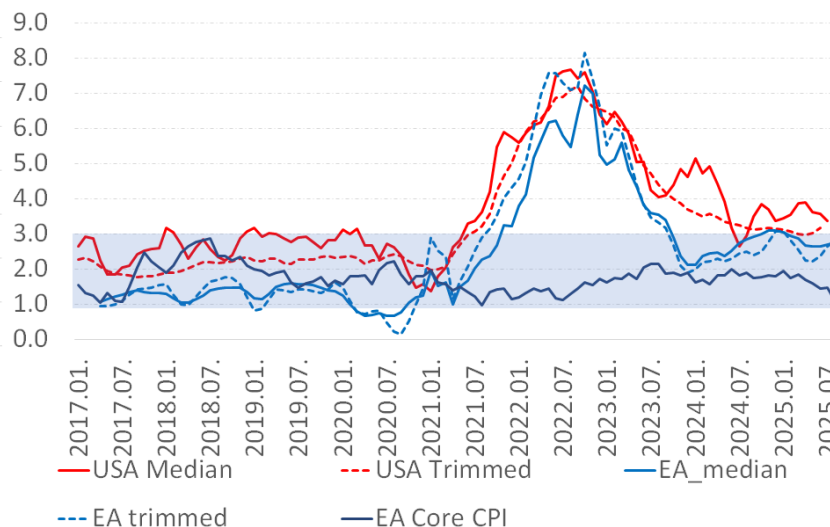


# Infláció: Európában visszatért a célhoz, a bérek növekedése is lassult

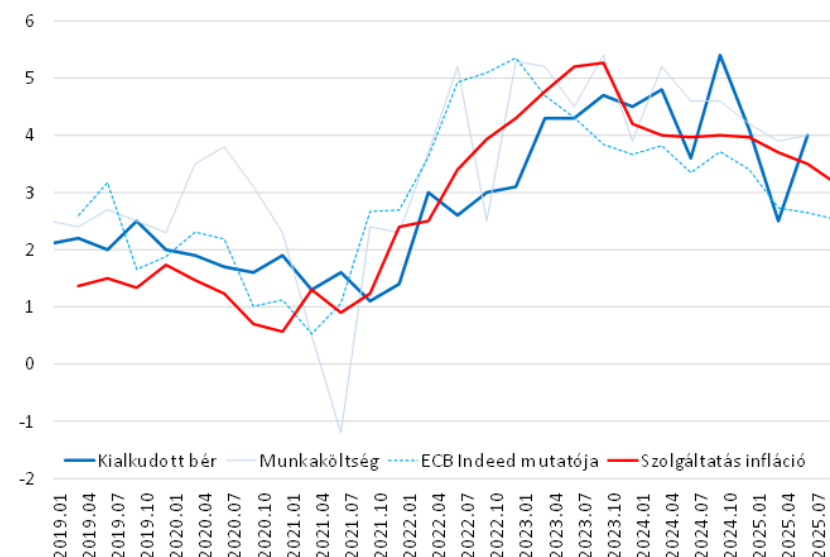
Inflációs várakozások (év/év, %)



Inflációs alapfolyamatok mutatói (3M, SAAR; %)



Bér- és szolgáltatási árazás az eurózónában (év/év, %)



**Inflációs kilátások:** Európában a célnak megfelelő, az USA-ban cél feletti és emelkedik. A kockázatok már felfelé mutatnak az olajárak, a geopolitika, a feszes munkaerőpiac és a laza fiskális politika miatt.

## Eurózóna:

- o A hosszú, lassú dezinflációs folyamat után az infláció visszatért a célhoz, miközben az inflációs alapfolyamatok mutatói, mint például a mag- és a szolgáltatási infláció a céllal összhangban lévő szintekhez közelednek. Q2-ben azonban a bérdinamika felívelt, jelezve, hogy a feszes munkaerőpiac még okozhat feszültségeket.

## USA:

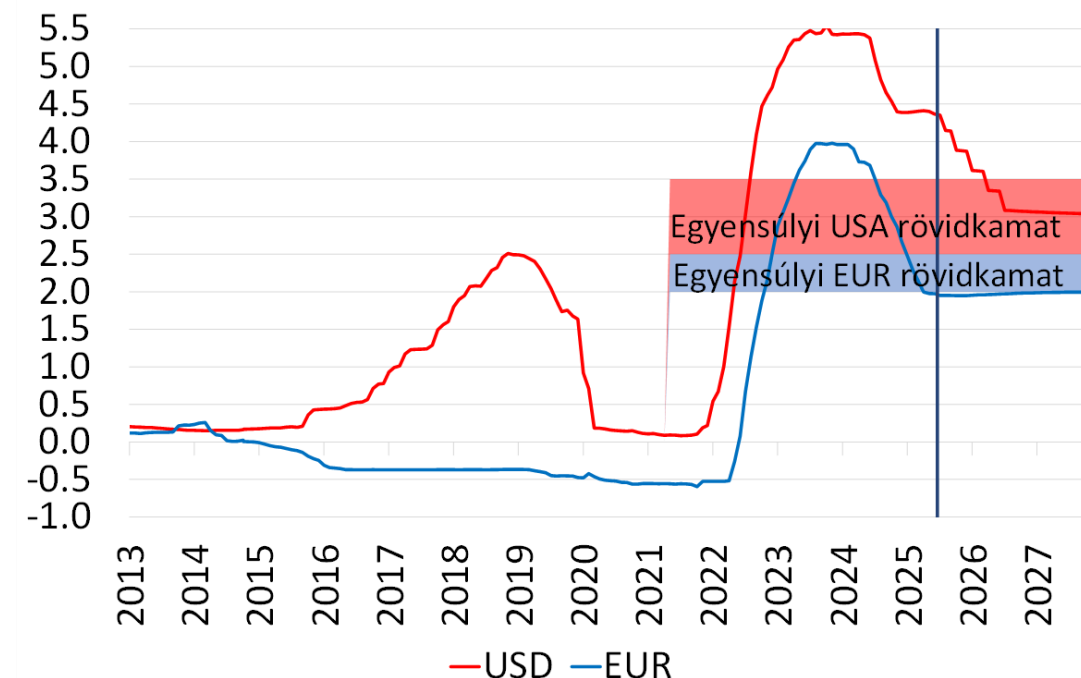
- o A legfrissebb évesített havi adatok alapján 3,5-4% körül lehet az infláció, főként a gyors szolgáltatás-infláció miatt; a vámok hatása várhatóan továbbra is érződik.
- o Bár a vámok hatása valószínűleg átmeneti lesz, a laza gazdaságpolitika és a szűkös munkaerő-kínálat mellett hosszabb távon is hozzájárulhatnak a cél feletti inflációhoz.

## Kockázatok:

- o Középtávon a geopolitika, a feszes munkaerőpiac, valamint a laza fiskális politika és a fiskális dominancia a felfelé mutató kockázatokat erősítik.
- o Hosszú távon a Fed, és középtávon a többi központi bank függetlenségének gyengülése miatt elveszhet az inflációs várakozások horgonyozottsága.

# Európában véget ért a kamatvágási ciklus, az USA-ban most indult újra

Beárazott USD és EUR alapkamatpályák (%)



Nagy kép: Az infláció kordában tartása érdekében a rövid kamatoknak el kell érniük vagy meghaladniuk az inflációs célokat, a hosszú hozamoknak pedig a fiskális kockázatok miatt kell meghaladniuk a rövid kamatokat. Egyre nagyobb a kockázata annak, hogy a politika ezt nem fogja tolerálni.

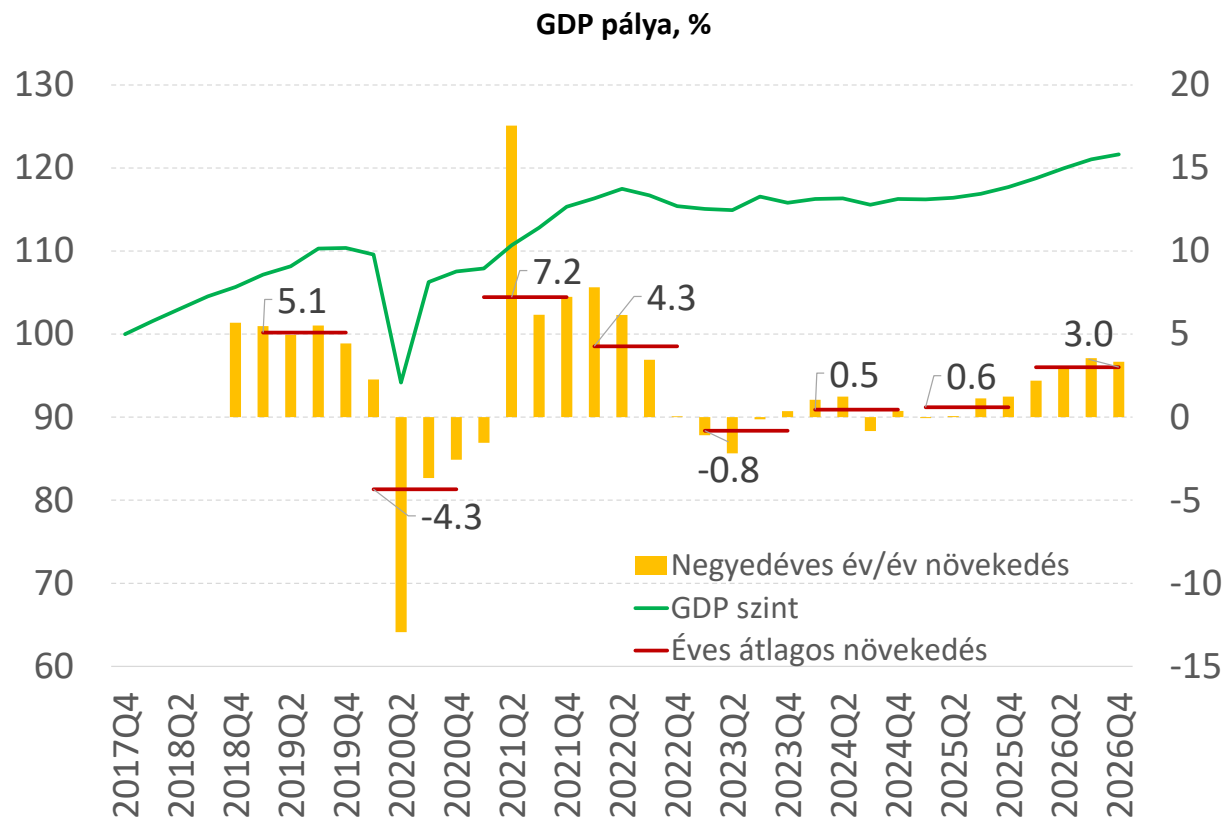
- A vámokkal, magas hiánnyal és feszes munkapiacokkal küzdő, széttöredezett világban pozitív reálkamatra van szükség ahhoz, hogy az infláció a célértékre csökkenjen. Arra számítunk, hogy a rövid kamatok az eurózónában 2-2,5%, az USA-ban pedig 3% körül ingadoznak majd. A magas finanszírozási igény miatt a hosszú hozamokon is pozitív lejáratú prémiumra van szükség. A 10 éves lejáratú prémium elérheti a 100-150 bázispontot.
- Alacsony a hajlandóság a fiskális politika fenntarthatóvá tételére, és erős a kísértés a központi bankok alacsony inflációra vonatkozó elkötelezettségének korlátozására és a pénzügyi elnyomás alkalmazására.

Rövid távú kilátások: úgy gondoljuk, hogy a jelenlegi környezetben a hozamok esetlegese további esésétől várható nyereség csekély, míg a kockázat jelentős. A beárazott dollár kamatpálya túlságosan optimistának tűnik, miközben Európában a dagadó hiányok tovább növelhetik a hozamokat.

- A Fed Kormányzótanácsa szeptemberben elkezdte a kamatvágást, és idénre további 2, 2026-ra már csak 1 csökkentést irányzott elő, ami elmarad a beárazott 3 lépéstől. Tekintettel az emelkedő inflációra, a magasabb növekedési és inflációs előrejelzésre, valamint a döntéshozók megosztottságára a kamatkilátásokat illetően, a ciklus újraindításának indoklása nem volt túl meggyőző. Röviden: lehet, hogy a kamatcsökkentési várakozások túl optimisták. Hamarosan bejelenthetik, ki lesz a Fed új elnöke.
- Az EKB elérte a 2%-os semleges szintet, és kivár.
- Tekintettel a hosszú pozíciókhoz kapcsolódó csekély nyereséspotenciálra és jelentős kockázatra, a hosszú USD és EUR kötvények nem tűnnek vonzóknak, ezért a semleges szint alatti pozicionálást javasoljuk.



# A magyar GDP-növekedés idén elérheti a 0,6%-ot



A beruházások és az export továbbra is erősen visszafogják a 2025-ös növekedést

2025: 0,6%-os GDP-bővülés

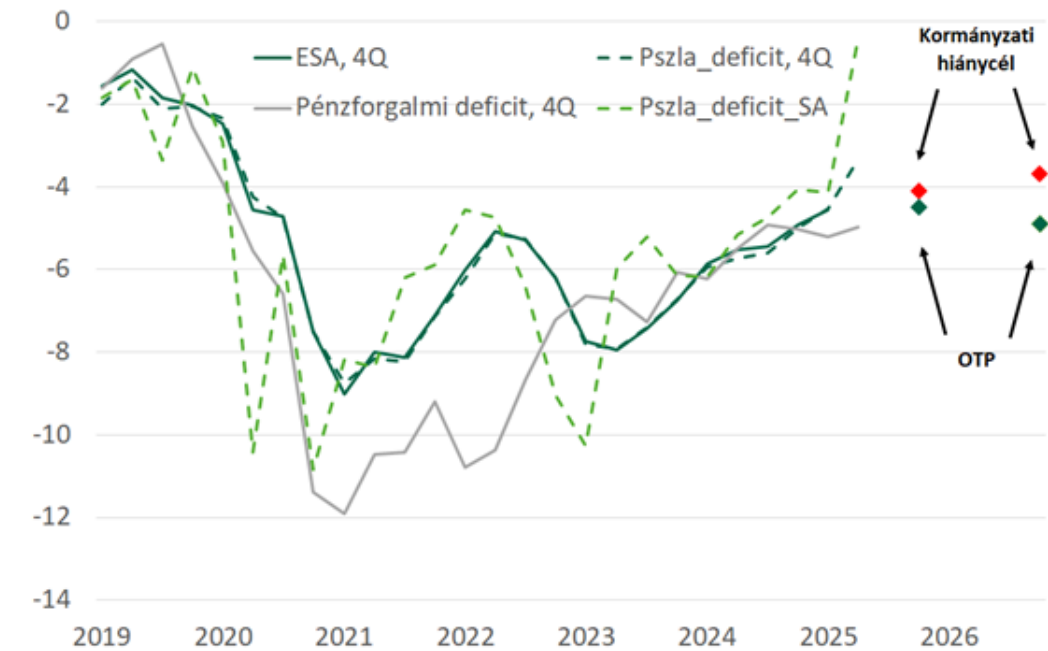
- 2024 után 2025-ben is a fogyasztás a növekedés egyetlen motorja.
- A beruházások harmadik éve csökkennek, mivel a költségvetési szigorítás és az uniós források befagyasztása visszafogja az állami beruházásokat, miközben a gyenge kilátások és az előző években létrejött többletkapacitások óvatossá teszik a magánszektor.
- Az európai növekedés gyengesége, az ipari termékek és autók iránti törékeny kereslet, valamint az erős kínai konkurencia miatt csökken az export.

2026: +3% GDP-bővülés

- A jelentős költségvetési támogatás és a gyors (10% körüli) bérnövekedés miatt továbbra is 5% feletti ütemben fog bővülni a fogyasztás.
- Beruházások: az állami és lakáscélú beruházások emelkednek; a nem lakáscélú magánberuházások gyengén alakulhatnak.
- Enyhe exportnövekedésre számítunk.
- A 2026-os bővülés azonban nem tart soká, és a választásokhoz kapcsolódó gazdaságösztönzők után 2027-ben ismét lelassul. A növekvő hiányt ismét ki kell majd igazítani, ami tovább ronthatja a növekedési kilátásokat.

# A fiskális szigorítás a következő években véget ér

A költségvetési egyensúly mutatói (GDP %-a)



| Hitelminősítő | Döntés | Rating        | Outlook  |
|---------------|--------|---------------|----------|
| S&P:          | 25.okt | BBB- (Junk+1) | Negatív  |
| Moody's:      | 29.nov | Baa2 (Junk+2) | Negatív  |
| Fitch:        | 06.dec | BBB (Junk+2)  | Semleges |

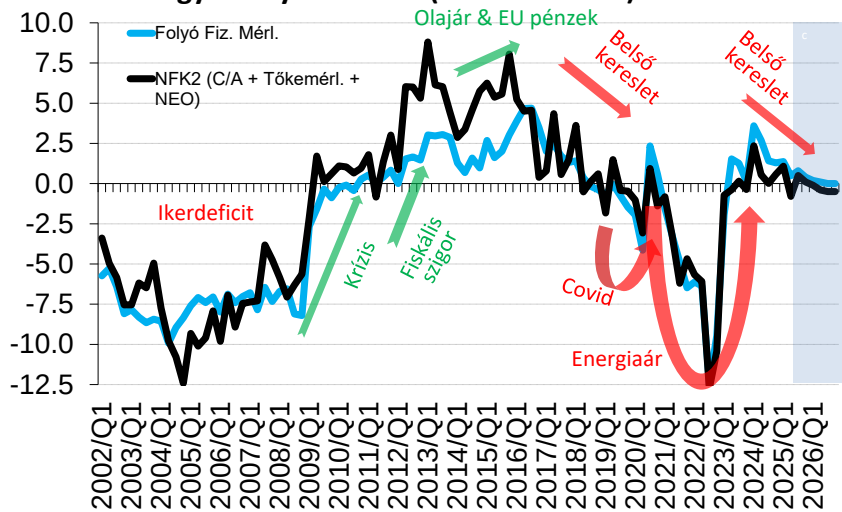
A 2025-ben bejelentett intézkedések költségvetési hatása (GDP %-a)

|      | Szja-mentesség a 2 és 3 gyermekes anyáknak | Élelmiszerutalvány nyugdíjasoknak | 6 havi fegyverpénz | Otthon Start, közszolgák otthonátmozgatója | Szocho 1% pontos csökkentése | Összesen |
|------|--------------------------------------------|-----------------------------------|--------------------|--------------------------------------------|------------------------------|----------|
| 2025 | 0,04%                                      | 0,06%                             |                    |                                            |                              | +0,10%   |
| 2026 | 0,25%                                      | 0,06%                             | 0,26%              | 0,14%                                      | 0,32%                        | +1,03%   |
| 2027 | 0,41%                                      | 0,06%                             |                    | 0,18%                                      | 0,32%                        | +0,97%   |
| 2028 | 0,57%                                      | 0,06%                             |                    | 0,17%                                      | 0,32%                        | +1,12%   |

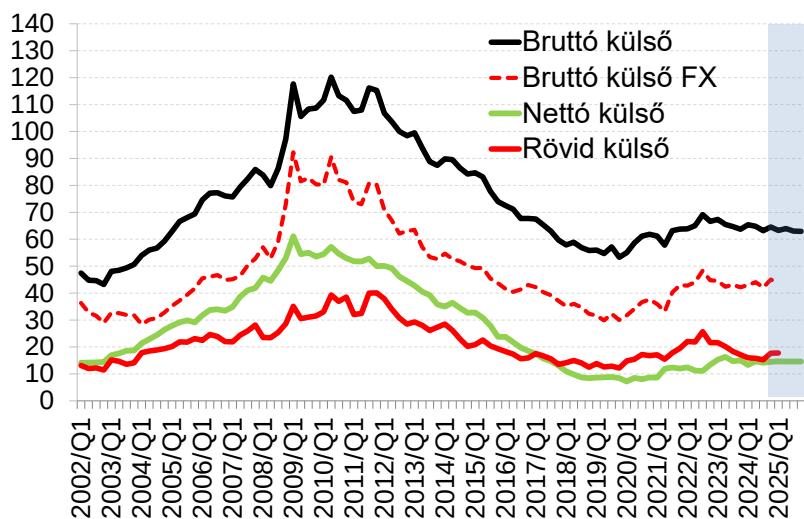
- 2020-2023: Covid, választások: 6-8% hiány
- 2024-2025: a kiigazítás után 5% alatti hiány (adóemelések, állami beruházások csökkentése)
- Változatlan politika esetén a hiány évekig a GDP 5%-a körül maradna. A közeljövőre kitűzött hiánycélokhoz (2025: 4,0-4,5%; 2026: 3,7%) további kiigazításokra lenne szükség.
- 2026 választási év. Számos intézkedést jelentettek már be, amelyek változatlan politika esetén 5% fölé emelik a hiányt.
- További intézkedésekre is sor kerülhet, de valószínűleg csak december 6. (az utolsó hitelminősítési döntés) után.
- Nincs előrelépés az uniós források terén

# A folyó fizetési mérleg többlete 2025-ben csökkenni kezdett

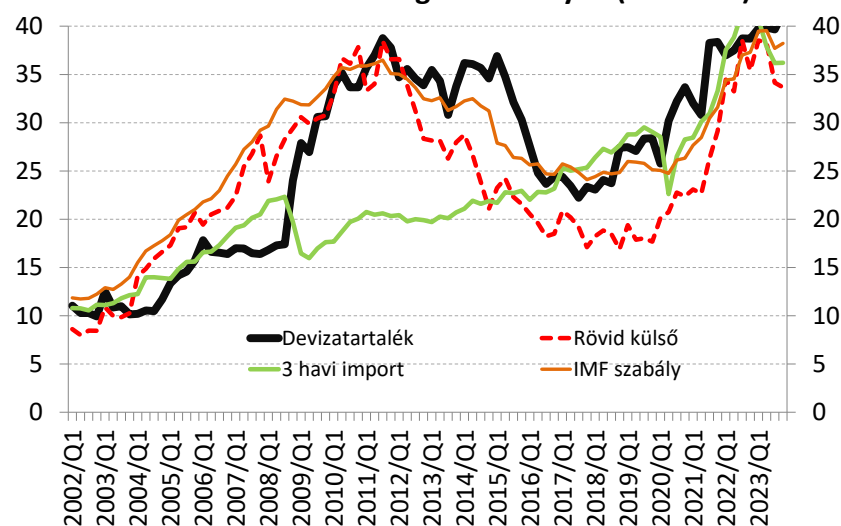
Külső egyensúlyi mutatók (a GDP %-ában)



Külső adósság (a GDP %-ában)



Devizatartalék- és tartalékmegfelel. szabályok (mrd EUR)



A többlet fokozatos csökkenése már elkezdődött.

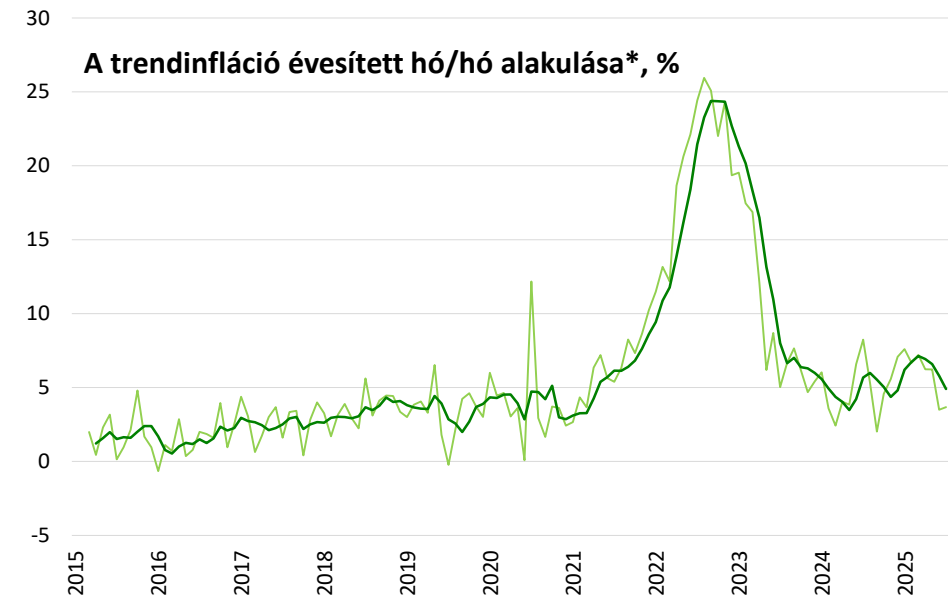
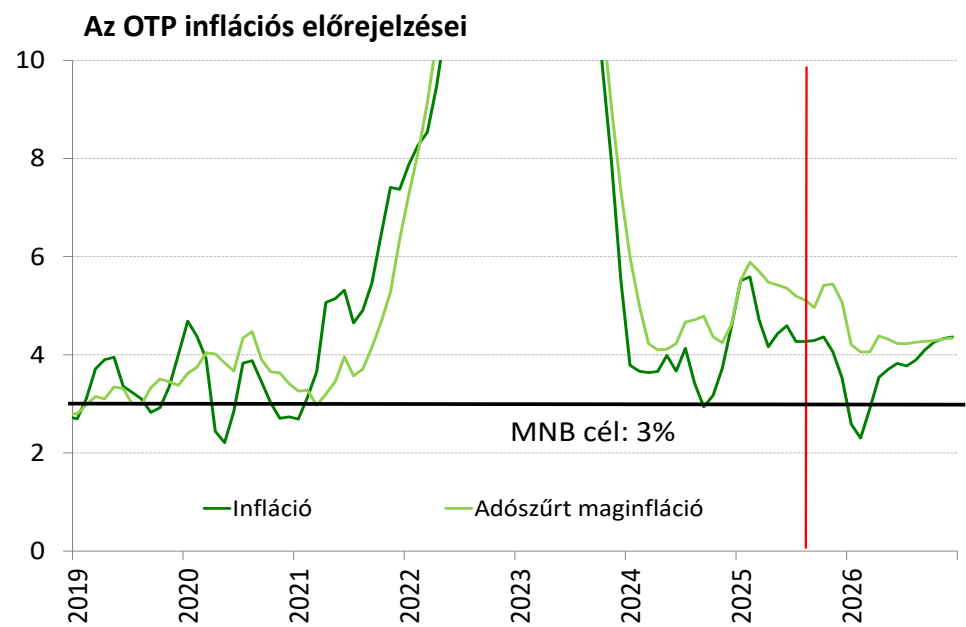
- Az energiaválság és a 2022-es választási kiadások okozta átmeneti, de drasztikus romlás (-8/-9%) után 2023-ra a külső egyenleg a 2017-2020-as szintjére tért vissza: ismét enyhe (a GDP +1%-a) többletet mutatott.
- 2024-ben a külső pozíció tovább (a GDP mintegy 2-3%-ára) javult, a beruházásokhoz kapcsolódó import meredek visszaesése miatt.
- 2025 1. és 2. negyedévében csökkenni kezdett a többlet. A fizetési mérleg idén elérheti a GDP 1%-át, 2026-ban pedig nulla lehet, a gyenge export és a növekvő fogyasztás miatti erősebb import következtében.
- A nettó finanszírozási kapacitás 0 körül van. Mivel a rendelkezésre álló uniós források felhasználása várhatóan a választások (2026 tavasza) körül érezteti hatását, a többlet idén növekedhet. A nettó hibák és kihagyások sor továbbra is erősen mínusz (a GDP -2/-2,5%-a), valószínűleg a radar alatti tőkeáramlás miatt.
- A nettó külföldi működőtőke-beáramlás továbbra is gyenge maradt, részben a recessziós környezet, részben pedig a magyar vállalatok fúziói és felvásárlási tevékenységei miatt.

Külső adósság: a gyors növekedés időszaka véget ért; várakozásaink szerint a GDP 65%-a körül marad.

A devizatartalékok emelkedtek, a tartalékmegfelelés javult, ami némileg nagyobb mozgásteret biztosít az MNB-nek a beavatkozásra szükség esetén.

A többlet szintje alapján a forint fair értéke 370-375 körül lehet.

# 2025-ben 4,5% körüli inflációra számítunk



- 2024 H2: A dezinflációnak vége, mivel az élelmiszer- és energiaár-defláció kifulladt
- 2025 Q1: az infláció **6%-ra emelkedett** az erős kereslet, a horgonyzatlan várakozások és a gyenge forint miatti erős vállalati átárazási tevékenység, az adóemelések, valamint az emelkedő agrár- és földgázárak következtében.
- 2025 Q2-Q3: **mérséklődés 4,5%-ra**. A kormányzati intézkedések (árrésstopok, gyógyszerek és szolgáltatások „önkéntes” árcsökkentései) hatása 1,5 százalékpont volt. A forint felértékelődése is beindult már: az áruinfláció mérséklődik.

Kilátások: 2025 végéig az infláció 4,5% körül alakulhat.

2026 eleje: meredek esés 3% alá:

- A jövedéki adót általában januárban emelik, de 2026-ban júliusig halasztják (az áprilisi választások utánra).
- A gyenge dollár és az erős forint miatt csökkenek a forintban mért olajárak

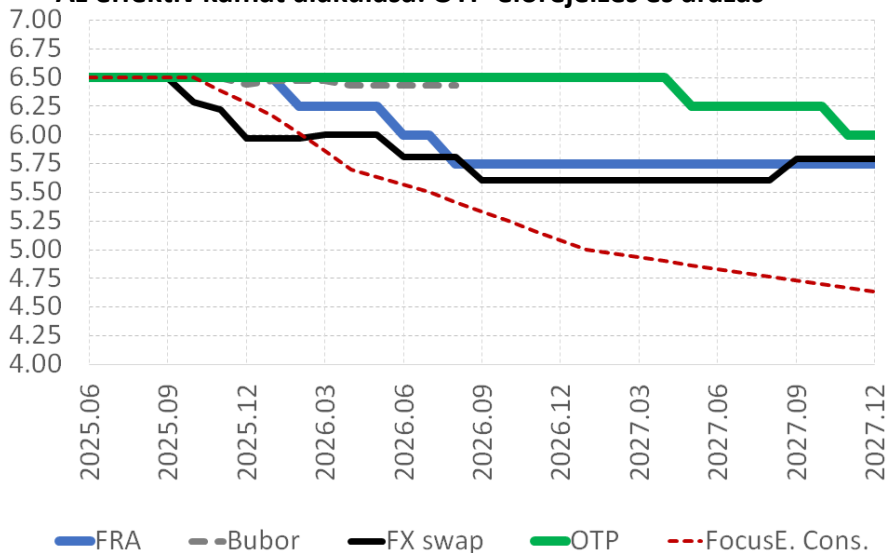
2026/27: a cél fölé emelkedik; a kockázatok felfelé mutatnak:

- Már bejelentették a 2026-os 13%-os minimálbér-emelést
- Újabb és újabb fiskális ösztönző lépések; az új támogatott lakáshitel-program által generált hitelboom
- Az árrésstopok várhatóan fennmaradnak. Ha kivezetik őket, az további 1-1,5%-ponttal növelheti az inflációt.

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

# A piac szerint 2026-ban 75-100 bázisponttal csökkenhet az alapkamat

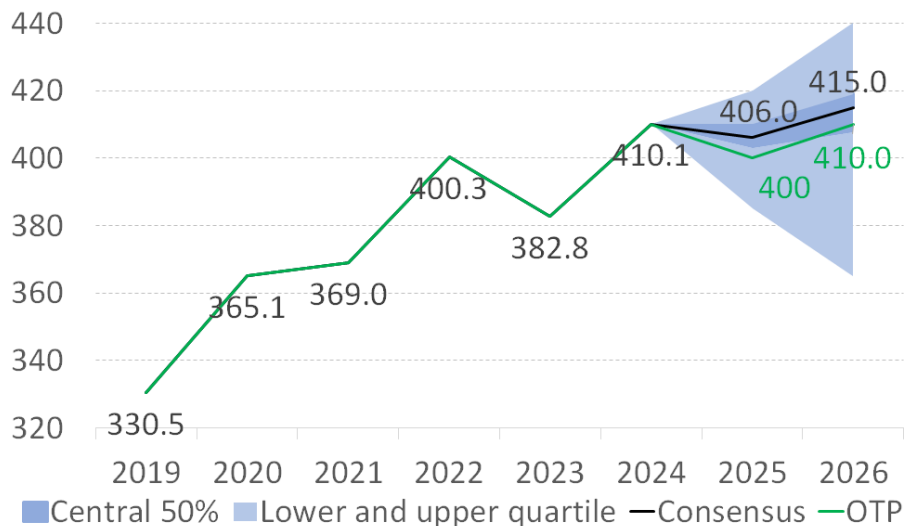
Az effektív kamat alakulása: OTP-előrejelzés és árazás



Továbbra is fenntartjuk, hogy 2025-ben nem várható kamatvágás, mivel a prudens monetáris politika és a politikai racionalitás nem kamatcsökkentést, hanem stabil forintot és alacsonyabb hosszú hozamokat tesz szükségessé.

- 2024 szeptemberére 18%-ról 6,5%-ra csökkent az alapkamat, azóta nem változott.
- A piac 2026-ban új kamatcsökkentési ciklusra számít, három-négy 25 bázispontos vágással.
- Arra számítunk, hogy az alapkamat egy ideig változatlan marad. Az új jegybankelnök, Varga Mihály már korábban kifejtette, hogy stabilabb árfolyamot szeretne. Az inflációs kilátásokban is van kihívás. Ezért úgy gondoljuk, hogy a cél elérése és a hitelesség építése érdekében az új jegybankelnök idén inkább a jelenlegi szinten tartaná az alapkamatot.
- Hosszú kötvények: a hozamok jelenlegi csökkenő trendje folytatódhat, különösen, ha figyelembe vesszük az infláció meredek, de átmeneti csökkenését az év elején. Tehát a kamatvágási döntésig a görbe hosszú vége vonzónak tűnik; azonban a kitettség csökkentését javasoljuk decembertől.

EURHUF árfolyam várakozások (időszak végére)



## EUR/HUF: decembertől óvatosságra számítunk

- A gyengébb dollár, a tűzszüneti remények és az új jegybankelnök segítette a forint felértékelődését. Az erősödés ellenére a forint továbbra is kissé – véleményünk szerint 4%-kal – alulértékelt maradt, mivel becsléseink szerint 370-375 körül lenne a fair EUR/HUF szint.
- A 390-es szint kulcsfontosságú. Innen kisebb forintgyengülés elképzelhető, de ezzel együtt is él az erősödő trend; a 380-hoz közeli szintek elérése sem zárható ki. Úgy véljük, hogy rövid távon a forint vételi pozíciók decemberig vonzóbbnak tűnnek; ez azonban megváltozhat az idei utolsó hitelminősítés után. Arra számítunk, hogy a későbbiekben a választási kockázatok miatt a forint 400 körüli szintre gyengül, annak ellenére, hogy az alapkamat a jelenlegi magas szinten marad. Nem zárhatók ki a leminősítés; a választási költségek folytatódhat, és a tűzszünetet övező remények elillanhatnak.

# Eszközosztályok



## Részvény

Rövid távon nőtt a korrekció esélye, de a recessziós veszély mérsékelt. A fiskális és monetáris politika támogató, az AI egy növekedési opció, így a korrekciókban kitettséget érdemes növelni.



Felülsúlyozás



## Kötvény

Nincs erős recessziós jelzés, miközben a költségvetések lazák, az adósságpálya emelkedik, és a politika nyomást helyez a jegybankra (Fed). Ezek miatt továbbra is inkább a rövid/közepes lejáratokat favorizáljuk.



Semleges



## Nyersanyag

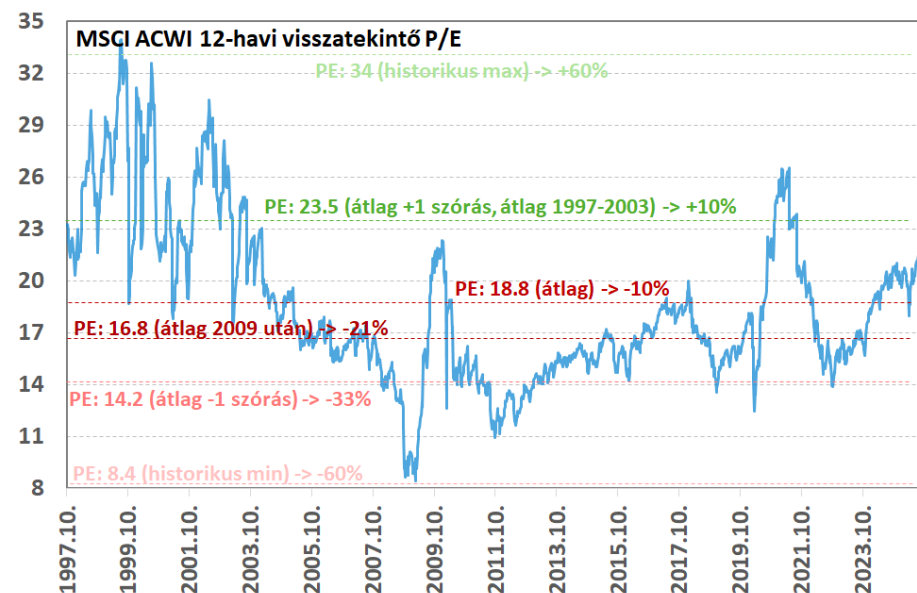
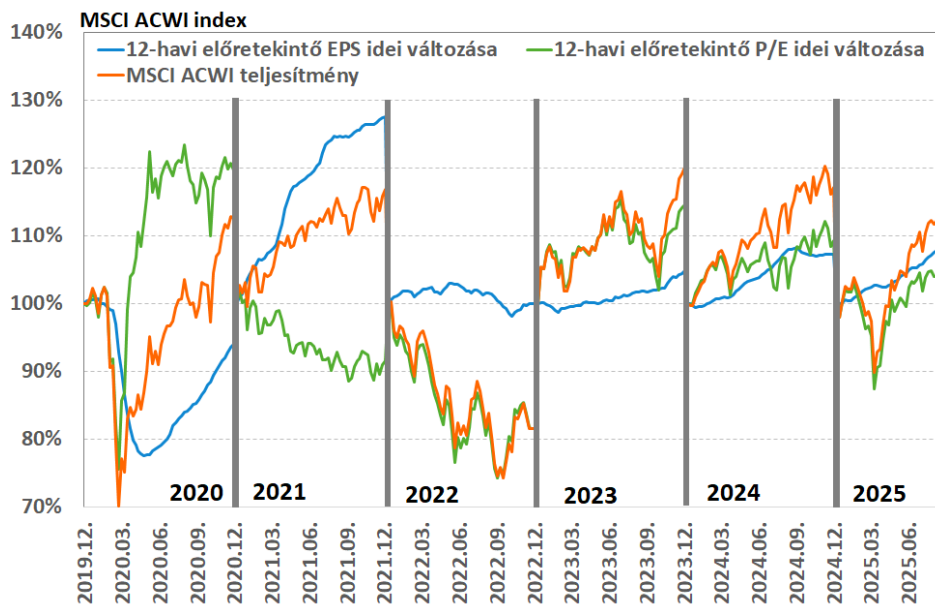
A gazdasági kilátások továbbra is bizonytalanok, így némi óvatosság indokolt lehet a nyersanyagpiacok egészével. Szelektív kitettség azonban ajánlott (pl. arany, réz, urán).



Alulsúlyozás



# Részvény: nőtt a korrekciós esély, a hosszabb távú kép viszont pozitív

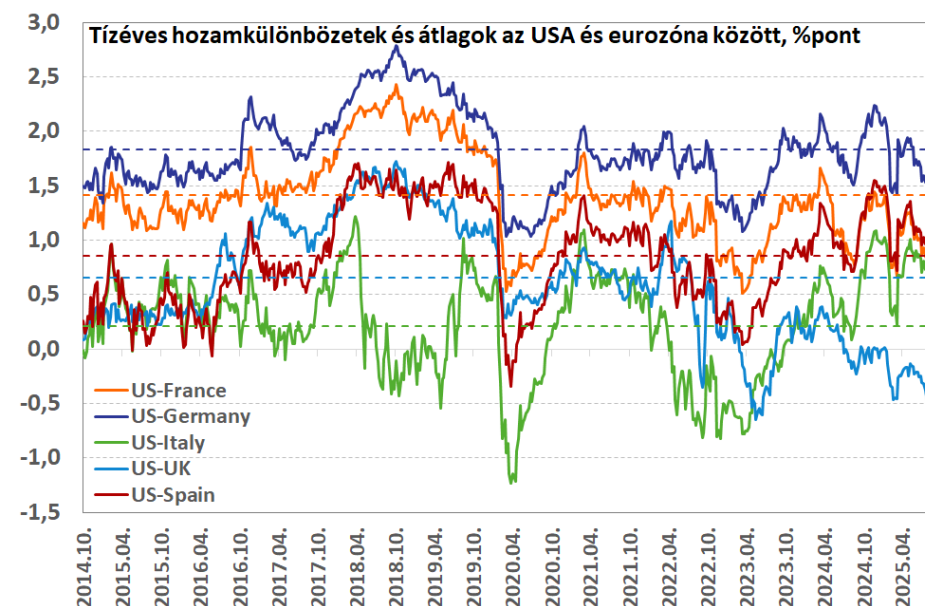
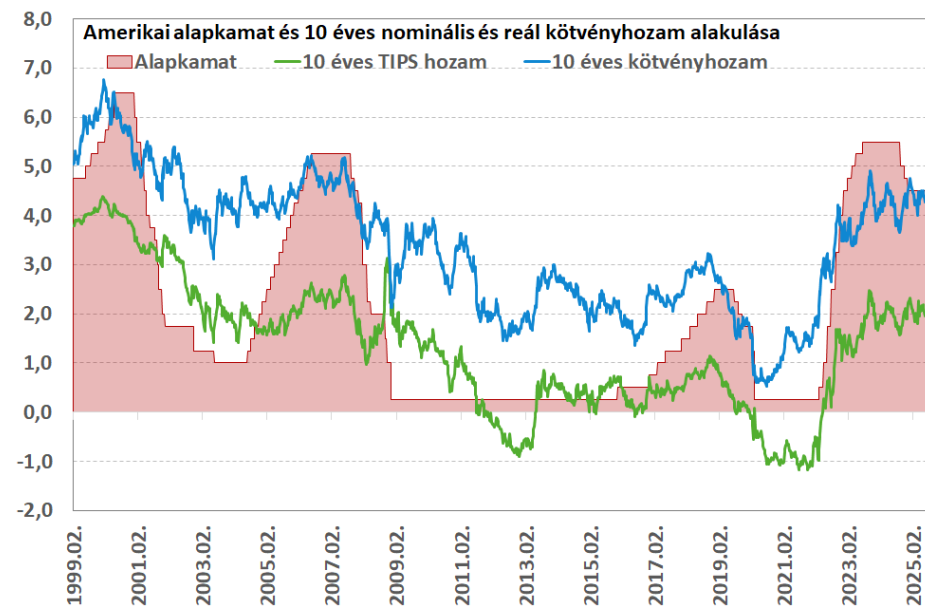


- A nyári hónapokban tovább enyhült a kereskedelmi háború miatti félelem, a gazdasági adatok a főbb régiók mindegyikében pozitív meglepetéseket okoztak, a vállalati gyorsjelentési szezon jól sikerült, a vállalati profitmarzsok a korábbi csúcsokig emelkedtek vissza. A nagy techcégek jellemzően érdemben verték a várakozásokat a számaikkal, és mivel a nagy szereplők nem fogták vissza költségvetéseiket, az AI-sztori is segíthette felfele a részvényt piacot. Ahogy az is, hogy globálisan lazulnak a jegybanki monetáris politikák, támogató a likviditási kép, ami új lokális csúcsra emelte az értékeltségi szinteket.
- Rövid távon nőtt egy lefele korrekció esélye. Bár sikerült elkerülni a legrosszabb forgatókönyvet a vámokkal kapcsolatban, az átlagos 15-20% közötti tarifa (még nincs végleges megállapodás egyes szereplőkkel) így is százalékosan nem látott magasság. Az év első felében a bekészletezési hatás tompíthatta a vámok negatív hatásait, az előttünk álló hónapokban azonban ronthatja a vállalati profitmarzsokat, lefele kockázatot jelentve a profitvárakozásokra. Másrészt az inflációban is felfele kockázatok hordoz mindez, ami a kamatcsökkentési várakozások mérséklődése esetén sebezhetővé tenné az átlagot érdemben meghaladó (előretekinthető P/E: 19,3 vs. 14,7, Shiller P/E: 30 vs. 20) árazási szinten forgó részvényt piacot.
- A hosszabb távú kép azonban inkább támogató. Jelenleg ugyanis a nagyobb gazdaságok egyikében sem látszik erős recessziós kockázat, a költségvetési politikák lazák és támogatóak, a szolgáltatószektorban az aktivitás továbbra is erős, és már a vámok által jobban érintett feldolgozóiparban is javulás indult a főbb régiók mindegyikében. A vállalati szektorban nőnek a profitok, ráadásul egyelőre a várakozásoknál erősebben. Amennyiben a gazdaságban (és itt elsősorban érdemes az USA-t figyelni) puha landolásra kerül sor, miközben a Fed elkezd kamatot vágni, és a jövőre megújuló vezetés mellett a lazább monetáris politikai irány érkezik, az még akár a most magasnak tűnő árazási szinteket is tovább repítheti felfele. Még ha rövid távon az inflációs kockázat erősödne és a kamatcsökkentési várakozások enyhülnének is, ezen a befektetők könnyen át is nézhetnek, hiszen a kereskedelmi banki hitelezés (hitelimpulzus) javulni kezdett, amivel likviditás érkezik a piacra. A makrogazdasági és AI sztori jelentette párhuzamok miatt hasonló helyzet is kialakulhat, mint az 1998-2001 közötti időszakban, vagyis a semleges részvénykitettséget a rövidtávú korrekciós félelmek ellenére is érdemes tartani.



Rövid távon a vámok vállalati szegmensre és inflációra gyakorolt hatásai és a magas árazási szintek miatt erősödtek a korrekciós kockázatok. Mivel azonban a recessziós veszély mérsékelte, a fiskális és monetáris politika támogató és AI növekedési opciót jelent hosszabb távon, egyelőre tartanánk a semleges részvénykitettséget, és a korrekciókat vételi lehetőségként kezelnénk.

# Kötvény: a hosszú oldal nem kompenzál kellőképp a kockázatokért

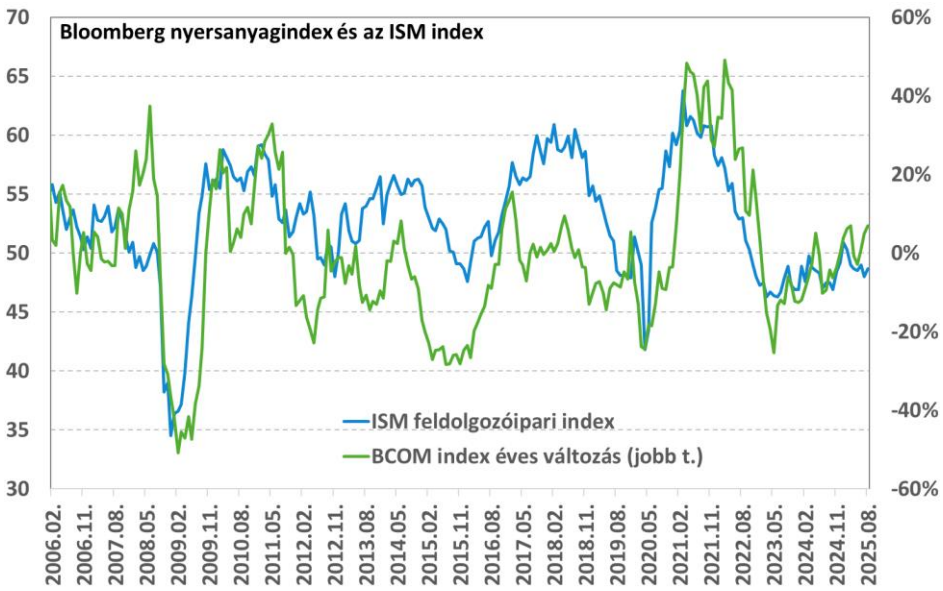


- Bár a kereskedelmi megállapodásokkal a legrosszabb forgatókönyveket sikerült elkerülni, azok negatívan hatnak a növekedési képre, az inflációs kockázatokat pedig emelik. Amerikában erre a munkaerőpiac gyengülése rárag egy lapáttal, azonban még ezzel együtt sem látszanak erős recessziós jelek, Q3-ban a növekedés meglepetésre erős maradhat, miközben a fiskális politika laza (big beautiful bill), és a Fed is elkezdte megelőző jelleggel a kamatcsökkentéseket. Mindezek miatt a tízéves kötvényhozam bár csökkenő trendben mozog, erős recessziós kimenetel hiányában a 3,6-3,9%-os zóna erős padlót jelent. Az agresszív kamatcsökkentési várakozásokkal előre szaladhatott a piac, miközben az emelkedő és fenntarthatatlan irányba változó adósságpálya, az időközi választásokhoz közeledve alacsony Trump népszerűség miatti további stimulusok kockázata, és a Fed-re helyezett politikai nyomás egyaránt felfele kockázat a hozamgörbe hosszú végére (a 40 bp-os term premium ezért nem ad kellő kompenzációt).
- Az európai gazdaságoknak sikerült puhán landolniuk, a növekedés idén és még várhatóan a jövő év elején is alacsony szinteken stabilizálódhat. Nem látszik viszont olyan jellegű inflációs nyomás, mint az USA-ban, a bérnövekedés lelassult, és az infláció is a célhoz ért vissza, viszont az EKB a kamatcsökkentésekkel már megérkezett a 2%-os semlegesnek mondható szinthez, ahol kiváró álláspontra helyezkedhet. A hosszú oldali hozamokra azonban hasonló kockázatok jellemzőek, mint az USA-ban, számos európai ország küzd ugyanis a magas költségvetési hiánnyal, az eladósodottsági szintek jelentősek, a katonai kiadásokat fokozni kell, jövőre részben emiatt a németek is elkezdnek költeni. A piac egyelőre a költségvetési és politikai szempontból gyengébb országokat bünteti (brit, francia), ahol a hozamfelárak lokális mélységekbe süllyedtek (vs. US). A romló adósságpályák azonban általános kockázatként jelentkeznek a hosszú kötvények felett.
- A vállalati kötvény spreadek 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 vámnak kitett szektorokat kerülni.



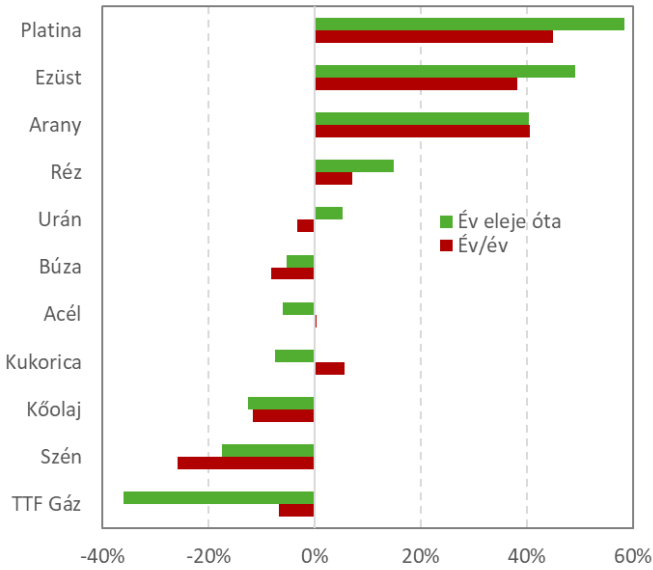
Mivel erős recessziós jelek sem Amerikában, sem Európában nem látszanak, így a magas költségvetési hiányok, emelkedő adósságpályák és a Fed-re nehezedő politikai nyomás miatt a hosszú kötvénykitettségeket nem favorizáljuk, a hozamgörbe rövid/közepes végét ajánlott választani. A dollár trendszerű gyengülése miatt az eurós kötvények enyhén vonzóbbak.

# Nyersanyag: továbbra is semleges összkép



- Több bizonytalansági tényező miatt továbbra is semlegesnek látjuk a nyersanyagpiaci összképet egyelőre. A dollár év eleje óta tartó gyengülése, a 3% fölé visszakúszó amerikai maginfláció, illetve a Fed szeptemberi kamatvágása kedvező fejlemény volt a szektor számára. Ezzel párhuzamosan a kínai gazdaság az év első felében relatíve jól tartotta magát, de az augusztusi adatok a gazdasági növekedés lassulására utalnak. Ha az amerikai munkaerőpiaci és a kínai gazdasági adatok tovább romlanak, és esetleg felerősödnek a recessziós kockázatok, akkor az negatív hatással lehet az ipari fémekre és az olajra is. Ezzel szemben, ha inkább egy stagflációs vagy egy reflációs forgatókönyv valósulna meg, akkor a nyersanyagok és reáleszközök jobban teljesíthetnek. Egyelőre nehéz megállapítani, hogy ezek közül melyik fog érvényesülni.
- A nyersanyagpiaci termékeket tömörítő Bloomberg Commodity Index idei teljesítménye nagyobb kilengések mellett mérsékelten pozitív, de már alulteljesíti a főbb részvényindexeket. Megjegyezzük azonban, hogy az egyes nyersanyagok teljesítményét illetően meglehetősen nagy a szórás idén. Az indexben nagyobb súllyal szereplő energia szegmens (pl. olaj, földgáz) viszonylag gyenge volt 2025-ben, míg a nemesfémek nagyot ráliztak, az agrártermékek és ipari fémek pedig vegyes képet mutatnak. Emellett az egzotikusabb nyersanyagok közül továbbra is kifejezetten jól teljesít idén a hadiiparban és elektronikában is használatos volfrám, illetve egyes ritkaföldfémek is.
- A fontosabb nyersanyagok közül az olaj árfolyama nagyobb kilengések mellett (pl. Irán-Izrael konfliktus) alapvetően lefelé tendált év eleje óta. Ez egyrészt a vámokkal kapcsolatos bizonytalanságoknak köszönhető, másrészt az olajkartell március elején úgy döntött, hogy fokozatosan visszaengedi a piacra a korábbi termelésvisszavágások egy részét, amelynek ütemén még gyorsítottak is később. Ennek természetesen nem örültek a befektetők, mivel így a kínálat rövid idő alatt megugrott, míg a keresleti oldalon maradtak lefelé mutató kockázatok (pl. kínai gazdasági növekedés, amerikai munkaerőpiac stb.). Pozitívum azonban, hogy az OPEC szeptemberi adatai alapján a globális kereslet idén és jövőre is több mint 1 millió hordóval bővíthet és 2026-ban már meghaladhatja a napi 106 milliót. Ezzel párhuzamosan a nyomottabb árazás mellett csökkent az olajpiaci aktivitás is.

Egyes nyersanyagok teljesítménye YTD & YoY (%)



Összességében továbbra is tartjuk semleges nyersanyagpiaci álláspontunkat a gazdasági kilátásokkal kapcsolatos bizonytalanságok miatt, ahol több markánsan eltérő kimenetel is elképzelhető. Szelektív kitétség azonban ajánlott (pl. arany, réz, urán).

# Részvények - Régiók



## USA

A vámemelések és a csúcson levő értékeltség rövid távon korrekciót hozhat. Mivel a fiskális és monetáris politika laza, a recesszió esélye alacsony, van profitnövekedés és az AI hatása itt a legerősebb, így egyelőre tartós lejtmenetre sem számítunk.



## Európa

Sok tekintetben biztató folyamatok rajzolódnak ki (megállt a profitdinamika romlása és olcsó), azonban továbbra is maradtak olyan leküzdendő akadályok (francia kormányválság), amik miatt egyelőre nem várunk tartós felülteljesítést.



## Feltörekvők

Hátszelet jelent a dollár gyengülése, a Fed kamatcsökkentése, és a stabilnak mondható makrokörnyezet, de már nem tartjuk olcsónak, ráadásul a profitdinamika alakulása is romlik, ami limitálhatja a további tartós felülteljesítést.



## Kelet-Közép-Európa

Bár erősödnek a régióval kapcsolatos kockázatok (magas költségvetési hiányok miatt vállalati adóemelések), azt gondoljuk, hogy ezért a befektetőket az olcsóság továbbra is kárpótolja. Emiatt megtartjuk felülsúlyozás ajánlásunkat.



Felülsúlyozás



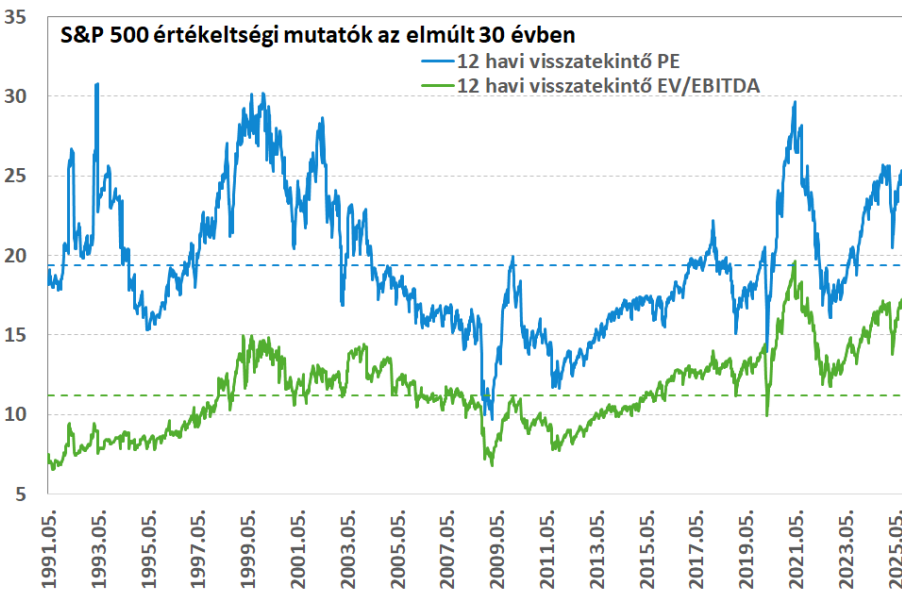
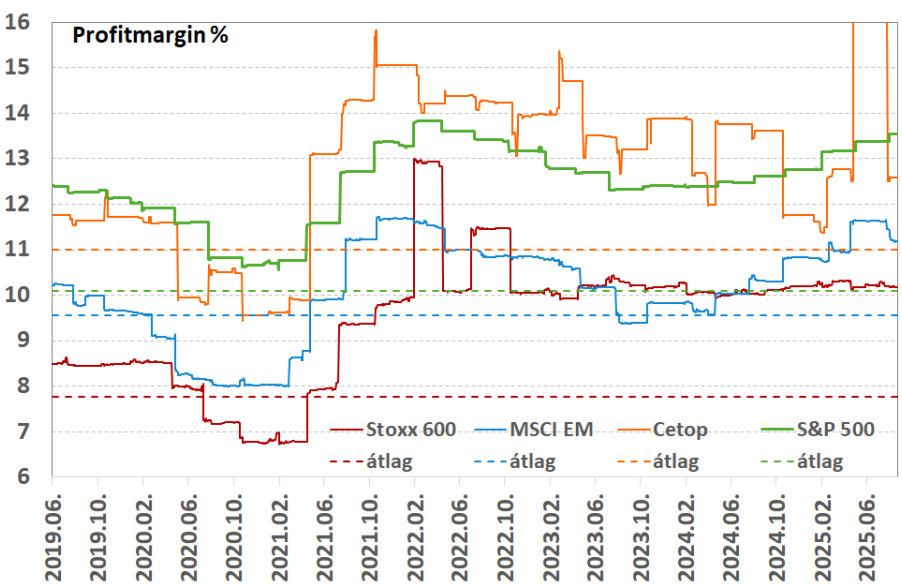
Semleges



Alulsúlyozás

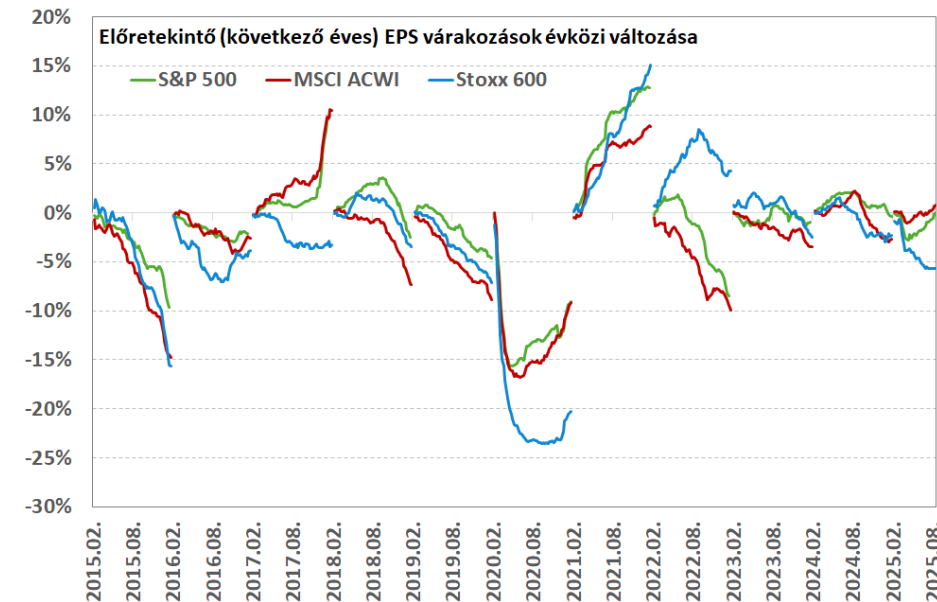
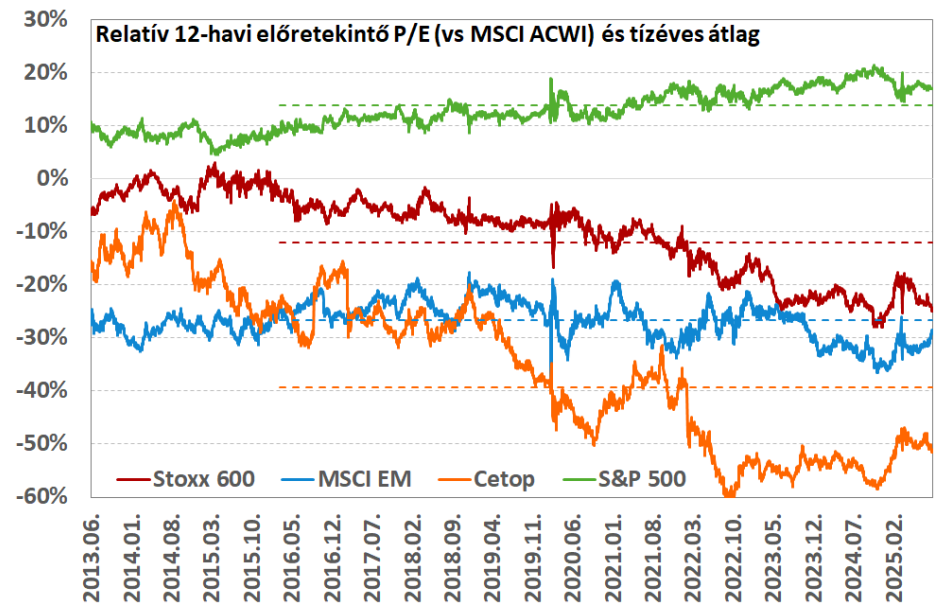


# USA: vannak kockázatok, de ezeken lehet átnézni a befektetők



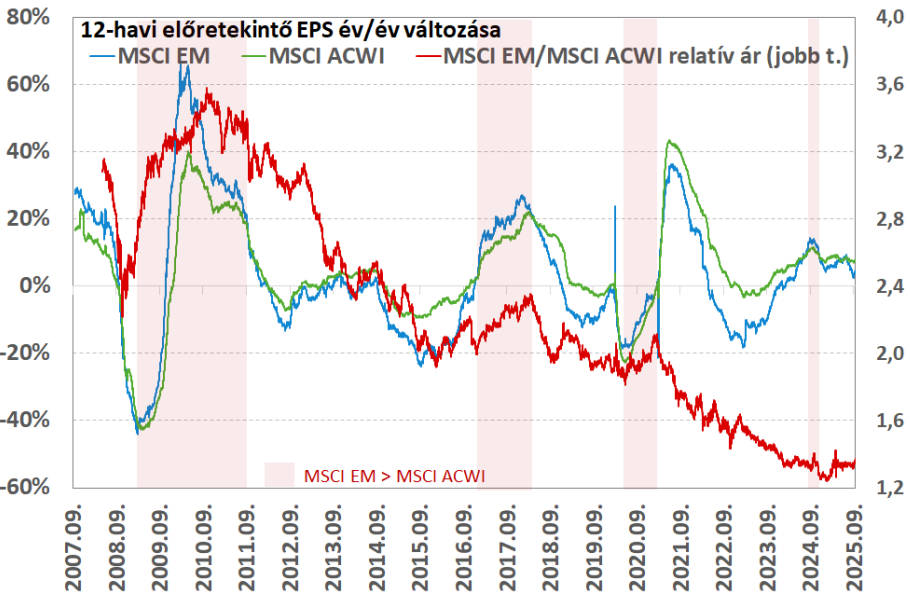
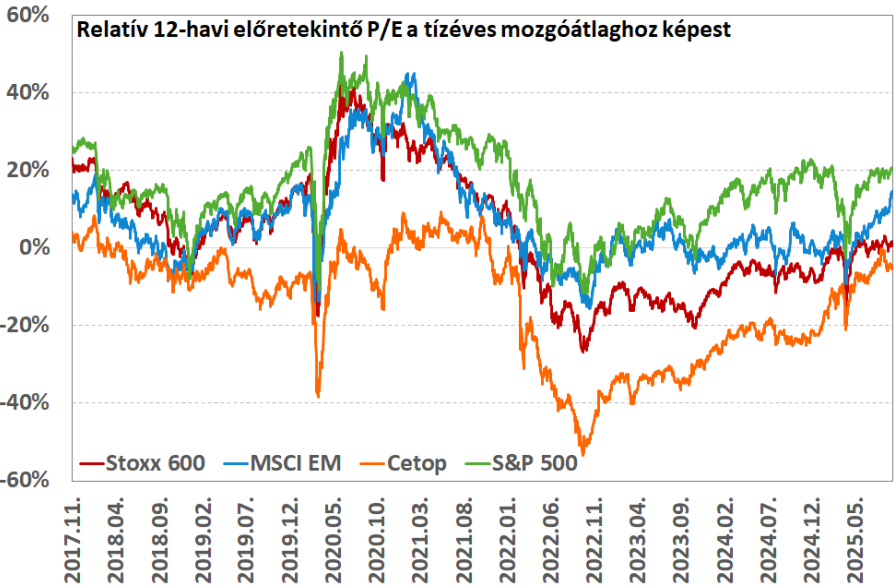
- Bár még vannak hiányzó megállapodások, az amerikai átlagos importra kivetett vámtarifa 15-20% közötti lesz, aminek negatív hatásai nagyrészt várhatóan az amerikai fogyasztón/vállalatokon csapódik majd le. Az év eleji, vámok előtti bekészletezés, majd kiengedés eddig tompíthatta ezeket a hatásokat, de az előttünk álló hónapokban ez egyre inkább megjelenhet az inflációt emelő, a vállalati profitmarzsokat és növekedési képet átmenetileg rontó hatásként.
- Mivel a profitmarzsok lokális csúcsokig emelkedtek vissza, és a profitciklus is érett szakaszba léphetett, mindez lefele kockázat a vállalati profitkilátásokra nézve. Fontos azonban jelezni, hogy vannak ezeket ellensúlyozó tényezők is, hiszen az amerikai gazdaság több szegmensében is az aktivitás javulását mutató adatok érkeznek, a vállalati jelentési szezon legutóbb is várakozásoknál erősebb lett, miközben az elemzők felfele módosítják profitvárakozásaikat. A CBO becslései szerint ráadásul a vámok negatív hatásait idén a legutóbbi költségvetési lazító csomag (Big Beautiful Bill) ellensúlyozhatja, jövőre pedig pozitív irányba is billentheti a mérleg nyelvét, ami az őszi időközi választások előtt a gazdaságpolitika számára is prioritás. A kérdés tehát az, hogy a befektetők hajlandóak lesznek-e átnézni az esetleges rövid távon jelentkező profitoldali kockázatokon, miközben az erős recessziós kimenetel esélye továbbra is alacsony.
- Rövid távon leginkább a vámok inflációt emelő hatásai miatt tartunk egy enyhe lefele korrekciótól, hiszen ilyen kimenetel esetén a piac agresszív kamatcsökkentési várakozásai túlzóak lehetnek, amivel a lokális csúcson levő értékelési szintek indokolhatósága is megkérdőjeleződne. Tartós lejtmenet azonban ebben az esetben sem várható, hiszen még ha a Fed nem is vág annyit, már jelenleg is igen lazának mondhatók a pénzügyi kondíciók (hitelezés erősödik, nyomottak a credit spreadek, meredekebb a hozamgörbe), ráadásul jövőre az új jegybankelnök személyével nő annak esélye, hogy a monetáris politika galamb irányba tolódik, ami a fiskális lazasággal, puha landolással és az AI jelentette innovációnak és növekedési opciónak köszönhetően könnyen az 1998 és 2001 közötti, lufifújással és jelentős részvénytőke emelkedéssel jellemezhető időszakot idézhet vissza (ez piaci szempontból az úgynevezett legjobb kifizetéssel járó szcenárió lenne).
- Vagyis bár vannak rövid távon lefele mutató kockázatok, ezeken akár hajlandó is lehet átnézni a befektetői közösség, miközben bár drágák relatíve az amerikai részvények, de minőségben, hatékonyságban, marzs termelésben, innovációban továbbra is világelsők, ami miatt továbbra is érdemes semleges kitétségeket fenntartani belőlük.

# Európa: erősen figyelendő, de még kell a türelem



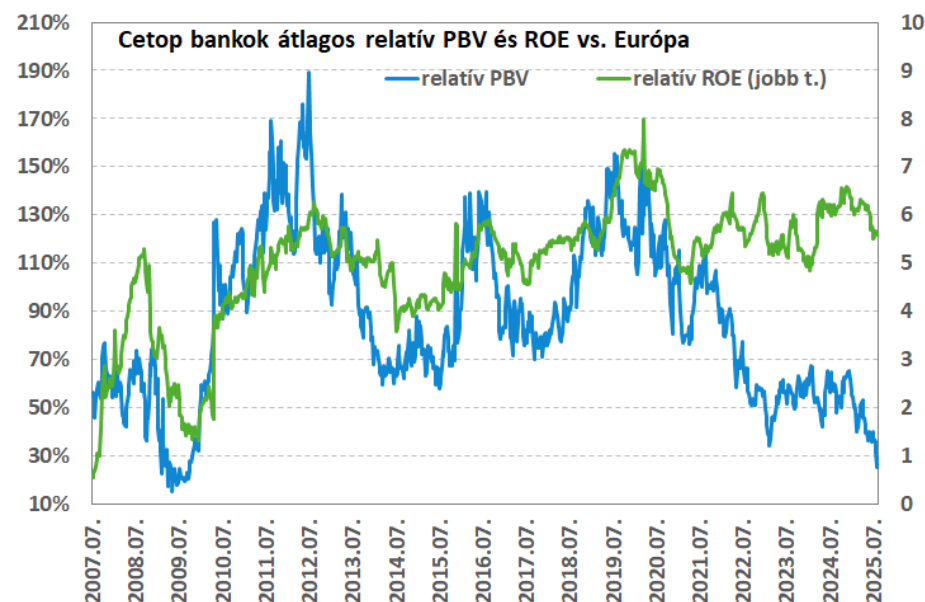
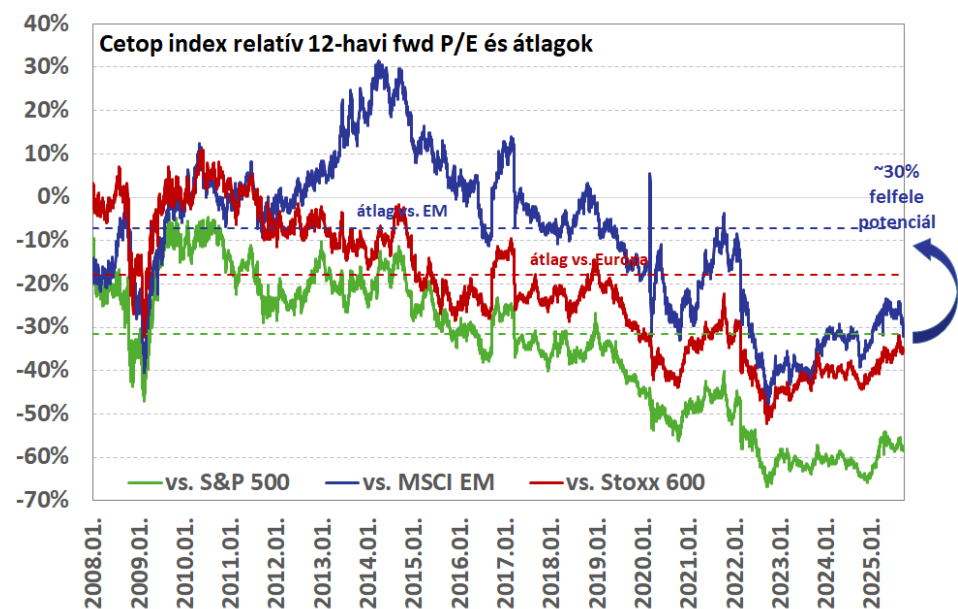
- Összességében az európai részvénytőzsszettel kapcsolatban sok tekintetben biztató folyamatok rajzolódnak ki, azonban továbbra is maradtak olyan leküzdendő akadályok, amik miatt továbbra sem várunk tartós felülteljesítő mozgást a régiótól.
- Egyrészt sikerült puha landolással földet érnie az európai gazdaságoknak, a szolgáltatászektorban az aktivitás kedvező, és a feldolgozóiparban is sokat javult, ezzel együtt a vállalati profitrecesszió is véget ért, ami rövid és sekély volt. Az európai profitvárakozásokat vágta vissza legnagyobb ütemben idén az elemzők, de ennek a folyamat is kezdünk a végéhez közeledni, és ezzel együtt már a globális piacokhoz képest mért relatív profitdinamika romlás is megállt. Ráadásul a már eddig is olcsó európai részvénytőzsszettel relatív értelemben most még vonzóbbá vált, azt gondoljuk, hogy ebben a tekintetben a feltörekvő piacok egészét is megelőzte, és értékalapon a KKE régió után a második legvonzóbbá vált.
- Ezek miatt az európai piacot már mindenképp érdemes a figyelőlistára tenni, de ezek a fentebb említett tényezők megítélésünk szerint szükséges, de nem elégséges feltételei a tartós felülteljesítés kibontakozásának. Ehhez a vállalati profitdinamika tempósabb javulását szeretnénk látni, ami még nem következett be, pozitív katalizátorok mindenesetre már akadnak: lazul a német költségvetés, emelkednek a hadi és infrastrukturális kiadások, de ennek pozitív GDP oldali hatásai erősebben várhatóan 2026 második felében jelentkezhetnek; javul a lakossági hitelkereslet, és ezzel együtt a fogyasztás, és a beruházásokban eddig visszafogó erőt jelentő kereskedelmi bizonytalanságok is elkezdnek múlni az USA-val való megegyezéssel. Nem utolsó sorban fontos, hogy politikai szinten már beszédtemát jelentenek az európai gazdaságban látható problémák, amire megoldási tervek is érkeznek.
- Sok esetben azonban a megoldások csak szavak szintjén léteznek, konkrét cselekvés nélkül, miközben több országban jelentős költségvetési hiányok és romló adósságpályák alakultak ki. Ez egyelőre nincs a befektetők fókuszában (bár az érintett országok kötvénypiacán látszik némi nyomás), de ez nem marad mindig így, és nem látszik az orvosság. Legutóbb Franciaországban ismét kormányválság alakult ki a megszorítások szükségességéből, és a politikában továbbra is aggasztó módon a szélsőségek előretörése figyelhető meg (pl.: AFD előretörés az észak-rajna-vesztfáliai választáson). Ezeken túl az AI-ban való lemaradás, az öregedő társadalmak, a versenyképességi problémák (kínai termékek), a túlszabályozottság, a piacok töredezettsége, a geopolitikai konfliktusok keresztüze mind visszahúzó erők, amik a nyomott értékeltségi szinteket részben indokolhatóvá is teszik. Kiutat a vállalati szférában való hatékonyságnövelés jelenthetné (jó hír, hogy H1-ben nőtt az M&A volumen, de még így is nyomottabb mint korábban), ebben viszont egyelőre az euro erősödése nem segít.





- A feltörekvő részvénytőke piacok számára hátszelet jelent a dollár gyengülése, a Fed kamatcsökkentése, az összességében stabilnak mondható makrokörnyezet. A szolgáltatószektor erős és a feldolgozóipar is kiheverte a kereskedelmi háború jelentette sokkokat, a legtöbb esetben sor került az Amerikával való megállapodásra, igaz magasabb, de nem elviselhetetlen szintű vámok mellett. Az infláció több helyen a pandémia előtti szintekhez jött vissza, így számos jegybank folytathatta a kamatcsökkentéseket.
- Mindezek miatt az amerikai piac felőli eldiverzifikálásnak egy kedvelt helyszíne volt a feltörekvő piac az elmúlt időszakban, aminek köszönhetően az értékeltségi szintek is emelkedtek. Bár relatív értelemben még mindig van lemaradás az Amerika dominálta globális szintektől, összességében már nem tartjuk olcsónak a feltörekvőket. Ráadásul a profitdinamika alakulása sem meggyőző, a régió ismét lemarad a globális szintekhez képest, ami limitálhatja a további index szintű felülteljesítés mértékét.
- India a korábbi várakozásoknál magasabb amerikai vámokkal néz szembe, ráadásul a részvénytőke piac a feltörekvőkön belül az egyik legdrágább, miközben a profitnövekedés ciklikus okoknál fogva eltűnt. Mindezek rövid távon az index alulteljesítését okozhatják. Hosszabb távon azonban pozitív a kép, hiszen a demográfia kedvező, az infrastrukturális beruházások húzóerőt jelentenek, miközben a beszállítói láncok átalakulásából is nyertesként kerülhet ki. A közszféra béremelése, az áfa rendszer egyszerűsítése és az adó csökkentése kedvezhet a fogyasztási oldalon, de a vállalati profitokban a hatás legelőbb 2026-ban jelentkezhet.
- A ritkaföldfémek miatti meghatározó pozíciójának köszönhetően Kínának sikerülhetett elkerülni az amerikai vámokkal kapcsolatos legrosszabb forgatókönyvet, bár a tárgyalások még folyamatban vannak. Emiatt az egyébként is olcsó kínai részvénytőke piac, ahol időközben ígéretes AI bejelentések érkeztek, közel 4 éves lokális csúcsra emelkedett (MSCI China). A lendület még kitarthat rövid távon, de előretekintve az óvatosság már indokolt, hiszen mostanra a kínai részvények már nem olcsók, a gazdasági növekedés várhatóan lassulni fog az idei második félévben, miközben a deflációs hatásokkal továbbra is küzdenek, és a kínai vállalatokat egyre kevésbé fogadják tárt karokkal a magas jövedelmű fejlett országokban. Az USA számára továbbra is az egyik fontos ellenlábás, és a tajvani újraegyesítési szándék is folyamatosan ott lebeg felette kockázatként.
- Továbbra is vonzóan találjuk a dél-koreai részvénytőke piacot, de mivel az idei évben már a globális csúcsteljesítők között van, rövid távon nem látunk kedvező beszállási lehetőséget. Miközben a feltörekvőkön belül egy még vonzóan árazott részvénytőke piacról beszélünk, a befektetési sztori és a növekedési kilátások is pozitívak: a politikai bizonytalanságok múlásával lassan javul a gazdasági aktivitás, a jegybanknak van tere kamatot csökkenteni, a nyáron megválasztott új elnök is tőkepiac párti, ráerősít az eddig tervezett (Value UP) tőkepiaci és vállalati reformokra, miközben a részvénytőke piacon a technológiai szektor súlya is nagy.

# KKE: erősödtek a kockázatok, de kárpótol még az olcsóság



- A CEE régió gazdaságait magas költségvetési hiányok, az eurozónás átlagot meghaladó GDP növekedés, és ragadósabb infláció, emiatt viszont a kamatcsökkentésekkel óvatosabb jegybanki politikák jellemzik. A laza fiskális politikák miatt egyre inkább lóg a levegőben, hogy a hitelminősítők negatív irányba változtathatják az országokról alkotott véleményüket, viszont a magas hiány globális jelenség, ami miatt a nagy intézmények és a befektetők is egyelőre megengedőbbek maradhatnak.
- Mivel a régióban dominál a pénzügyi szektor súlya, így a magasan ragadó, vagy csak lassan csökkenő kamatszintek a gazdaság növekedésével együtt inkább kedvező hatásokkal járnak index szinten. Nem véletlenül teljesített felül idén erősen a Cetop index, ami a harmadik negyedévben a további index szintű emelkedés ellenére is megtört a lengyel banki adóemelések bejelentésével. A piac hirtelen esésével a banki adóemelés hatásait ugyan beárazta már a piac, a régió befektetői megítélésén ejtett sebek viszont nehezebben gyógyulók lehetnek. Ezzel a lépéssel több más régiós ország (Magyarország, Románia) után ugyanis még az egyébként piacbarátként elkönyvelt Lengyelország is ráerősített arra, hogy a szabályozói kockázatokat nem átmeneti, hanem tartós jelenséggé érdemes kezelni.
- Értékeltség oldalán az továbbra is elmondható, hogy a relatív mutatókban világszinten az egyik legvonzóbb régió még mindig a KKE: 2008-as mélyponthoz közeli a nagy régiókhoz képest mért diszkont, ami tágult is az elmúlt hónapokban elsősorban az USA-val és feltörekvőkkel szemben; a hosszú távú átlagos P/E rátához képest egyedül a KKE régió forog még diszkonton (12%-os), a többiek már átlag felett. Amennyiben a Cetop indexet alkotó vállalatokat a saját európai sektortársaikkal hasonlítjuk, akkor szintén azt látjuk, hogy míg profítnövekedésben átlagosan 5%pontos előnyük van, addig a relatív árazás az egy évvel ezelőtti mélypontra süllyedt. Ugyanez igaz egyébként a különadókkal sújtott bankszektorról is, ahol bár a megtérülésükben mutatkozó előny megmaradt a nyugat-európaiakhoz képest, a P/BV alapon hosszú ideje jellemző prémium mostanra a 2009-es mélységeikig szűkült.
- Elértük tehát azt a szintet, ahol a költségvetési költekezésből fakadó növekedési többletet és magasabb kamatszinteket a bankok már nem fogják tudni teljes egészében élvezni. Ennek a piaci hatása természetesen negatív, a kiszámíthatatlanság általi értékrombolást azonban nehéz pontosan számszerűsíteni. Mivel azonban a profítndinamika még erős, az értékeltségi szintek pedig nyomottak, megítélésünk szerint ez továbbra is kellőképp kárpótol a kockázatok emelkedéséért. A felülsúlyozott kitétségeket emiatt egyelőre megtartjuk.



## Demográfia

Több évtizedes folyamat a népesség előregedése, 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 továbbra is a technológiai fejlődés hajtóereje, amely példátlan ütemben alakítja át az iparágakat és gyorsítja az innovációt. A lendület nem hagy alább, 2025-ben az amerikai technológiai óriások – köztük az Amazon, a Microsoft, az Alphabet és a Meta – várhatóan több mint 300 milliárd dollárt fektetnek be AI-infrastruktúrába és adatközpontokba, ami jelentős növekedés a 2024-es 230 milliárd dollárhoz képest. Ezek a beruházások hosszú távú elköteleződést mutatnak az AI iránt, annak ellenére is, hogy a piac volatilis, és felmerülhetnek fenntarthatósági kérdések. Közgazdasági szempontból a Jevons-paradoxon érdekes megvilágításba helyezi a jelenlegi helyzetet. Ahogy az AI-rendszerek egyre hatékonyabbá válnak, elterjedésük felgyorsul, ami összességében növeli a számítási kapacitást, az energia és a kapcsolódó erőforrások iránti keresletet, ahelyett hogy csökkentené azt. Az AI mellett a robotika és az automatizáció is új lendületet kaphat. 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 bukkánok (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.



## Közmű/Megújulók

A növekvő áramkereslet strukturális hátszelet jelent. A megújulók terjedése folytatódhat, az értékeltség sokat javult.



## Arany

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



## Bányák (réz/urán)

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



## Japán

A deflációs spirál véget érhetett, a vállalati reformok további tőkét vonzhatnak az amerikaiánál olcsóbb piacra.



## Latin-Amerika

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



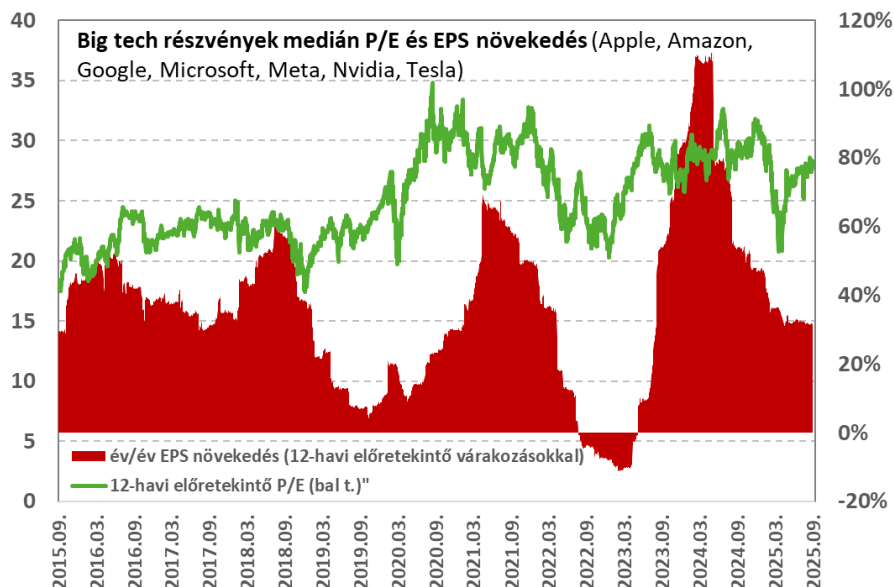
## Lengyelország

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

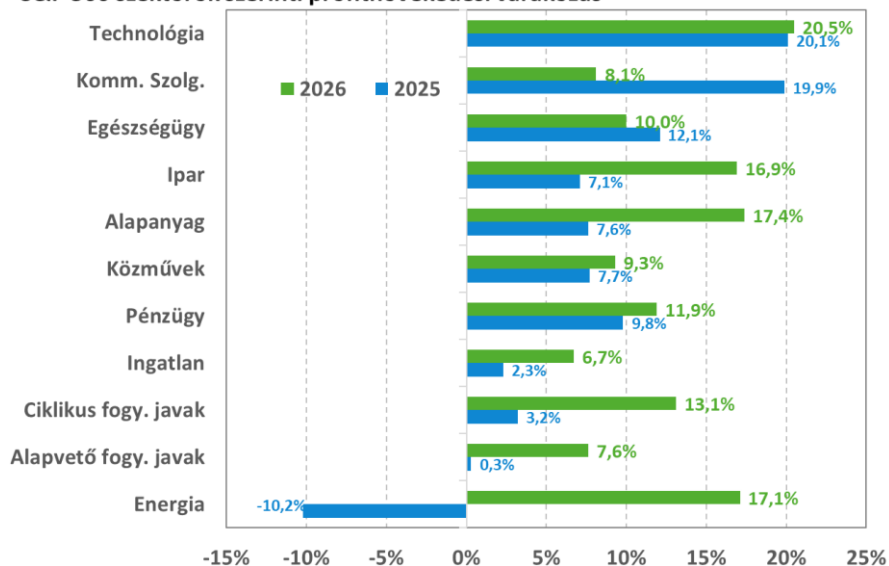




# Technológia: az AI momentum tartja vezető pozícióban



S&P 500 szektorok szerinti profitnövekedési várakozás



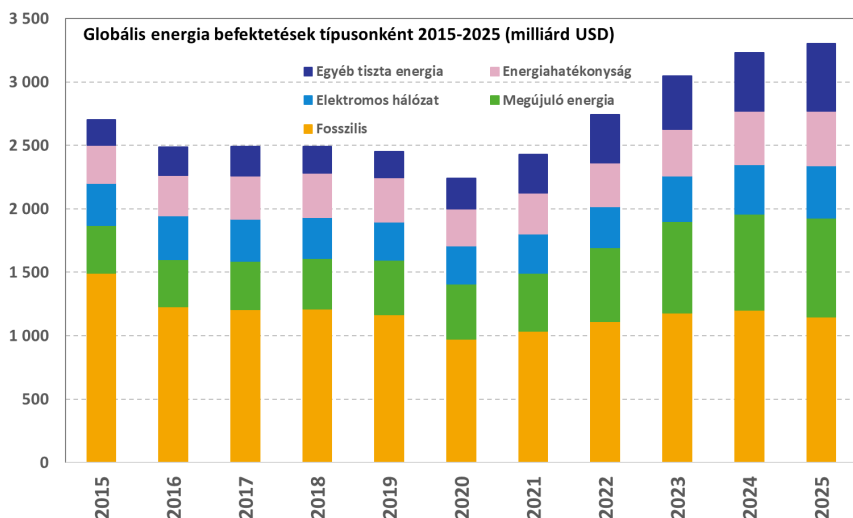
- A technológiai szektor éles visszapattanást mutatott az áprilisi mélypontokról, és jelenleg is történelmi csúcsok közelében tartózkodik. A momentum továbbra is erős az AI-infrastruktúra és a felhőszolgáltatások területén. A legnagyobb cégek legutóbbi negyedéves eredményei és előrejelzései pedig megerősítik, hogy egy többéves AI beruházási ciklust láthatunk. Ezek a cégek éves szinten akár 300 milliárd dollárt is elkölthetnek, és ez az összeg olyan alszektorokban realizálódik bevételek és profitok tekintetében, mint a félvezetők, az adatközpontok vagy a vállalati szoftverek területe.
- A Microsoft az előző negyedévben 39%-os növekedésről számolt be az Azure platformján, ami a felhőalapú AI-szolgáltatások folyamatos vállalati adaptációját mutatja. Az Nvidia 46,7 milliárd dolláros árbevételt ért el, ami éves szinten 56%-os bővülést jelent, elsősorban az adatközponti GPU-k és AI miatti robusztus keresletnek köszönhetően. Az Alphabet Google Cloud üzletága 32%-os éves növekedést mutatott, miközben a menedzsment a 2025-ös teljes éves beruházási tervét 85 milliárd dollárra emelte. Az Oracle legutóbbi negyedévében az RPO (a leszerződött, de nem realizált bevételek) 455 milliárd dollárra bővült (+359%, év/év), a többmilliárd dolláros AI-megbízásoknak köszönhetően.
- Ezek az eredmények azt mutatják, hogy az AI a kezdeti, kísérleti fázisból már a profit termelés felé mozdul el, és a monetizáció egyre inkább látható az infrastruktúrát biztosító cégek, a különböző alkalmazást kínálók, és a felhasználók között, végig az értékláncban.
- A technológia volt a szektorok közül az első helyen, ahol a leginkább felfelé módosították az eredményvárakozást 2025Q3-ra az elemzők (+4,4%) az elmúlt két hónapban a FactSet adatai szerint. Bár az értékeltség továbbra is magas (előretekintő P/E: 29,5), ehhez kiemelkedő nettó profit margin (25,5%) és EPS-növekedés (+20%) társul.

Továbbra is érdekesnek tartjuk, hogy kitettségünket fenntartsuk a technológiai szektorban, mivel a mesterséges intelligencia strukturális növekedési lehetőség, ami hosszú távon velünk marad. Bár az értékeltségi szintek továbbra is magasak, és a piaci várakozások kevés hibalehetőséget engednek, úgy véljük, hogy az AI, mint támogató megatrend indokolja a kitettséget a szektorban.



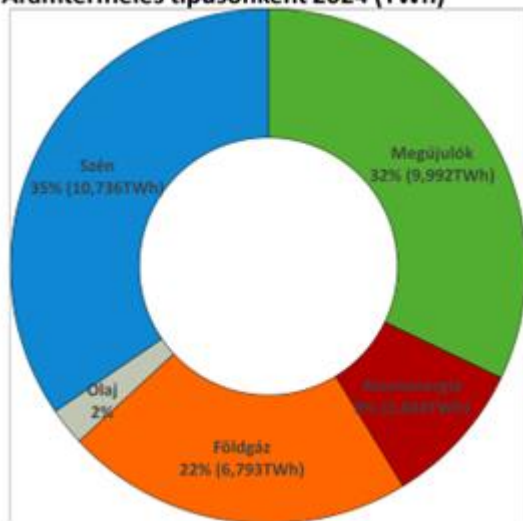


# Megújulók és közműcégek: optimisták vagyunk a nap- és szélenergiára



- Továbbra is kedveljük a közmű szektort, ahol az áramfogyasztás várható növekedése fontos strukturális hátszelet jelent. Ez nem csak az adatközpontok terjedésének, hanem a hűtés / fűtés igényeknek, elektromos autóknak és egyéb ipari jellegű keresletnek is köszönhetőek. Itt elsősorban azokat a társaságokat preferáljuk, amelyek diverzifikált áramtermeléssel rendelkeznek (pl. földgáz, atomenergia, megújulók stb.).
- Ezzel párhuzamosan kedvező hosszabb távú lehetőséget látunk a megújuló energiás szektorban is, ahol a 2021-es buborékot követően egy éveken át tartó lejtmenet következett. A Trump-kormányzat idén júliusban elfogadott adó- és kiadáscsökkentési törvénycsomagja (OBABA) pedig egy újabb érvágást jelentett az iparágnak, amely számos korábbi adókedvezményt erőteljesen megnyirbált. Többek között az év végén megszűnik a lakossági napelemek telepítése után járó adókedvezmény, míg az ipari méretű nap- és szélenergiás projektek esetében ezek csak akkor járnak, ha a kivitelezés 2026 július 4-ig megkezdődik. Pozitívum ugyanakkor, hogy a gyártói adókedvezményeken nem nagyon változtattak, illetve az energia-tárolásos projektekre is a korábbi, 2032-es határidő vonatkozik.
- Az új Trump-csomag ugyan kedvezőtlen a tágabb megújuló szektor számára, de egyrészt a végleges törvénycsomag a várthoz képest kevésbé lett szigorú. Másrészt ezzel megszűnt egy jelentős, szabályozói kockázatokra vonatkozó bizonytalansági tényező is, amely eddig visszatartotta a potenciális befektetők egy részét. Emellett az elmúlt évek jelentős lejtmenetének köszönhetően a szektorban lévő társaságok értékeltségi képe is javult.
- Hasonlóan fontos megemlíteni, hogy a nap- és szélenergia iránti kereslet a következő években is kifejezetten magas lehet. Tavaly az áramtermelés bővülésének több mint 70%-át adták a megújulók a Nemzetközi Energiaügynökség (IEA) adatai szerint, ennek nagy részét a napenergia. Az IEA előrejelzése szerint pedig 2030-ra a megújuló kapacitások közel háromszorozódhatnak a 2022-es bázis évhez képest. A növekedés motorja pedig elsősorban Kína lehet.

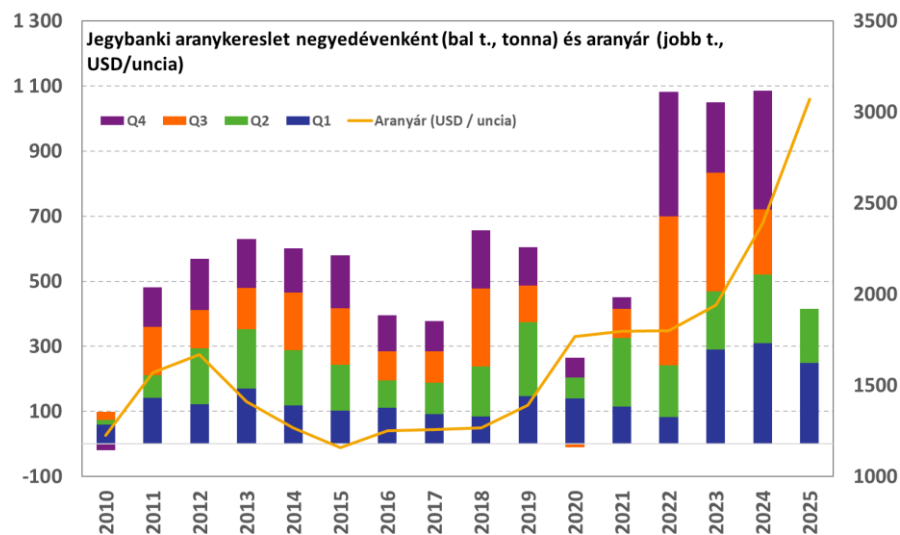
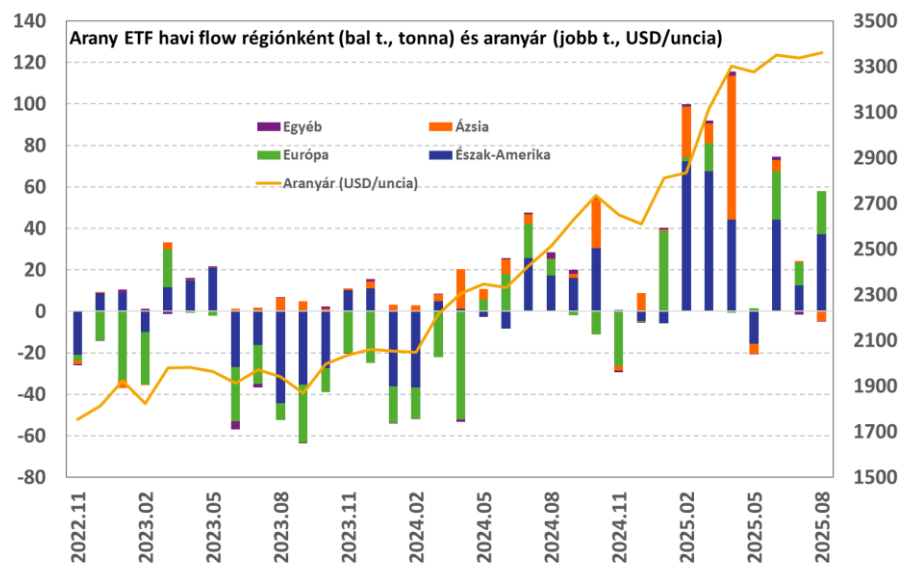
Áramtermelés típusonként 2024 (TWh)



Az áramkeresletet felfelé hajtó strukturális tényezők miatt a közmű szektort továbbra is kedveljük hosszabb távon. Emellett optimisták vagyunk a megújuló energiás szektor kilátásait illetően is, ahol további jelentős bővülés várható a következő években, a 2021-es buborék leeresztett, míg a szabályozással kapcsolatos fontos bizonytalansági tényező megszűnt.

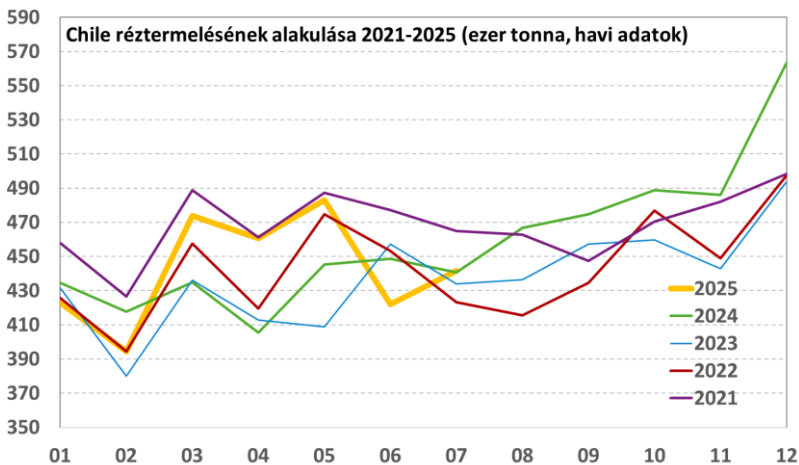
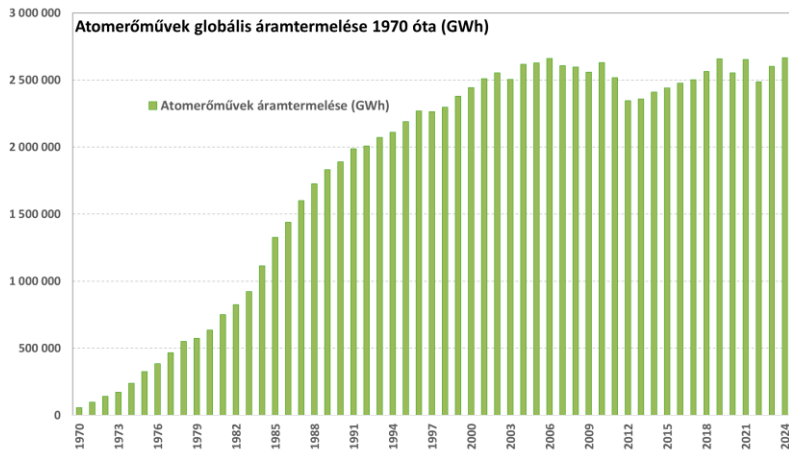


## Arany: továbbra is érdemes kitettséget tartani



- A sárga nemesfém kifejezetten erősen teljesített a harmadik negyedévben is, és augusztus végén az árfolyam ismét meredeken felfelé vette az irányt, ami rövid időre meghaladta a 3700 dollárt is unciánként, év eleje óta pedig közel 40%-kal került feljebb.
- A jegybankok aranykereslete az idei év első felében mintegy 20%-kal csökkent éves szinten, de historikus értelemben továbbra is kifejezetten magasnak mondható. Lengyelország messze a legnagyobb vásárló 2025-ben közel 70 tonnával, de Azerbajdzsán, Kazahsztán, Kína és Törökország is jelentős tételben vett aranyat.
- A májusi mérsékelt kiáramlást követően június-augusztus között ismét élénk volt az arany alapok iránti kereslet, elsősorban Észak-Amerika és Európa részéről. Az Arany Világtanács (WGC) adatai alapján pedig szeptember első felében is folytatódott a beáramlás.
- Az árfolyam emelkedését támogatta a dollár év eleje óta tartó gyengélkedése is, amely hagyományosan kedvező a nyersanyagok számára, illetve a Fed szeptemberi kamatvágása is kedvező fejlemény, miközben az amerikai maginfláció visszakúszott 3% fölé (alacsonyabb reálkamatok). Továbbra is aggályosnak mondhatóak a magas államadósságok és költségvetési deficit (pl. Franciaország, USA), ami kedvező strukturális tényező az arany számára.
- Az arany mellett tovább emelkedett az ezüst árfolyama is, amely szeptemberben már meghaladta a 40 dollárt is unciánként, ami 2011 óta a legmagasabb érték. Érdekes azonban megemlíteni, hogy az arannyal ellentétben az ezüst ipari jellegű felhasználása jelentős, 2025-ben már a teljes kereslet közel 60%-át adhatja (főleg elektronikai termékek és napelemek). Ennek köszönhetően az árfolyama érzékenyebben reagálhat egy gazdasági lassulás vagy recesszió esetében. Hasonló mondható el a platina és palládium esetében is, amelyek szintén kiválóan teljesítenek idén, bár július óta némi korrekció / oldalazás volt látható inkább.

Az arany árfolyama ugyan sokat emelkedett az elmúlt időszakban, így egy jelentősebb korrekció esélye nem zárható ki, de az emelkedést segítő strukturális tényezők továbbra is érvényesek, így fizikai arany vagy aranybánya kitettség tartása továbbra is ajánlott hosszabb távra.



- Az urán árfolyama az elmúlt hónapokban ugyan a 70-80 dollár közötti sávban mozgott, de a befektetői szentiment egyértelműen javult, ami az uránbányász társaságok teljesítményében is visszatükröződött. Megjegyezzük azonban, hogy az uránpiaci aktivitás némileg nyomottnak tűnik egyelőre az idei évben, ami részben a vámok miatti bizonytalanságnak köszönhető.
- Az iparági hírfolyam ugyanakkor továbbra is kifejezetten pozitív: a Világbank júniusban feloldotta az új atomenergia-projektek finanszírozására vonatkozó 2013 óta érvényben lévő tilalmát. Az amerikai technológiai szektor számos nagy szereplője kötött atomenergiás megállapodást, a Trump-kormányzat is erős támogatója a szektornak, illetve a kínai építések is tempósan zajlanak. A Nukleáris Világszövetség (WNA) új elemzése szerint az atomreaktorok üzemanyagaként szolgáló urán kereslete így jelentősen nőhet a következő években. Mindeközben a kínálati oldalon folyamatosak a termelési problémák és csúszások.

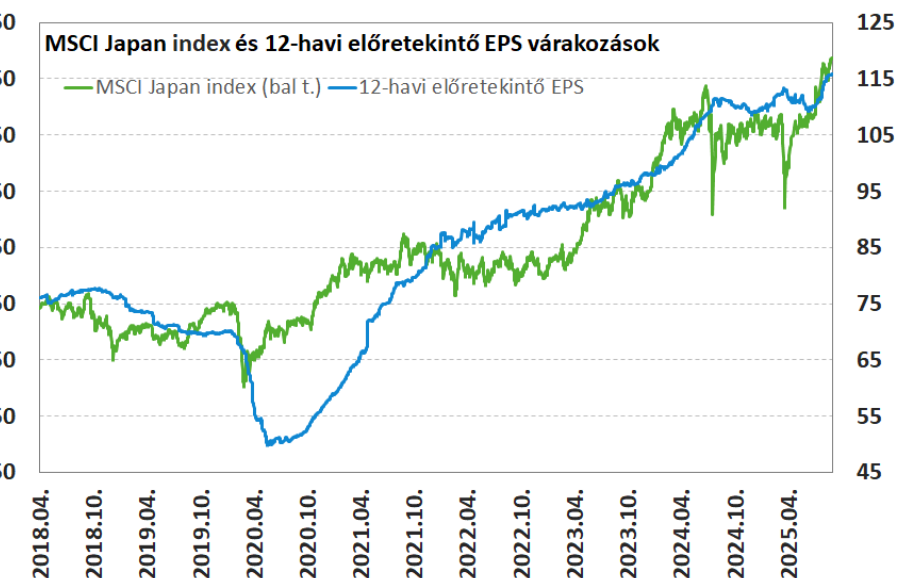
**Az urán piaca továbbra is deficitesek mondható, miközben a jelenleg stagnáló kereslet növekedésnek indulhat a következő években, a kínálati oldalon pedig folyamatosak a problémák. Az idei nyomottabb piaci aktivitás ellenére a hosszabb távú kilátások kedvezőek, javasolt uránbánya kitettség tartása.**

- A világ legnagyobb termelője, Chile január-július között 2,3%-kal növelte termelését éves szinten, holott az év elején még közel 5%-os növekedést várt az ország Nemzeti Rézbizottsága. Jelenleg pedig már csak 1,5% a 2025-re várt növekedés, míg globális szinten ez még alacsonyabb, 0,5% lehet. Az ellátási lánc továbbra is sérülékenynek mondható: a világ egyik legnagyobb rézbányáját (Kamoa-Kakula, Kongó) üzemeltető Ivanhoe Mines közel 30%-kal vágta vissza az idei termelési célokat néhány hónapja szeizmikus aktivitás okozta károk miatt. Szeptember elején pedig a világ 2. legnagyobb bányájában (Grasberg, Indonézia) függesztették fel a termelést átmenetileg iszapömlés miatt, amely több munkást is csapdába ejtett.
- Mindeközben a kínai gazdasági adatok, amelyek kiemelten fontosak a rézkereslet szempontjából némileg gyengébb képet mutatnak. A kiskereskedelmi értékesítés 3,4%-kal nőtt augusztusban év/év alapon, míg az ipari szektor növekedése 5,2%-os volt. Mindkét adat alulmúlta az elemzői várakozásokat és lassulást mutat júliushoz képest is. Az ingatlanszektor pedig továbbra is szenved.

**Ipari fémként a réz érzékeny a gazdasági környezet változásaira, így a lassuló növekedésre utaló kínai adatok kedvezőtlenek rövid távon. Ezt ugyanakkor többnyire ellensúlyozza a kínálati oldal gyengesége egyelőre. Hosszabb távon továbbra is kedveljük a szektort strukturális tényezők miatt, érdemes lehet rézbánya kitettséget tartani.**



# Japán: a strukturális sztori hajtja még, de már nem olcsó



- 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 régiókhoz 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). Nyáron az elsők között sikerült megállapodni az amerikai vámokról (~15%), ahol több termékszegmensben (pl.: autók) sikerült alacsonyabb tarifákat kialakítani.
- Júliusban a felsőházi választáson a kormányzó Liberális Demokrata Párt elvesztette a többséget és némi huzavonát követően szeptemberben lemondott Ishiba elnök. A következő LDP-vezető a parlament mindkét részében kisebbségben lévő pártot örököl, így nincs garantálva, hogy miniszterelnök is lesz. Jelenleg a piac széles körben Sanae Takaichi volt gazdasági biztonsági minisztert tartja legesélyesebbnek, aki a fiskális ösztönző intézkedések és a laza monetáris politika mellett áll ki. Amennyiben október elején Takaichi kerül ki győztesen, az erősebb növekedési kilátásokat jelent, ez piaci szempontból pozitív, másrészt emelheti az inflációt és kamatokat, utóbbi azonban az indexben nagy súllyal szereplő bankszektor számára kedvező.
- Az elmúlt időszak emelkedésével rövid távon a japán piac kezd túlvett jeleket küldeni, hiszen a P/E alapú árazása bár az USA-hoz képest relatíve továbbra is vonzó, de abszolút értelemben véve a 16 feletti érték már egy szórásnyira van a hosszú távú átlag felett. Ennél tartósan magasabb értékeltség az elmúlt években nem volt jellemző (egyedül a covidot követően, de az speciális eset). Pláne úgy, hogy bár a kamatok továbbra is a negatív tartományban állnak, de az infláció ragadósnak tűnik, emiatt a BOJ-nak fokozatosan kamatemeléseket kell végrehajtania (októberben várható 25bp-os emelés). Szeptemberben ráadásul a jegybank meglepetésre bejelentette, hogy megkezdte a monetáris politika normalizációját, többek között az ETF holdingok lassú és fokozatos eladásával. A monetáris politika szigorodása nem teszi indokolttá a további, magasabb értékeltségi szorzók felé történő átárazódási folyamatot, egyelőre mindenesetre aggodalomra sincs ok. A profitvárakozások ugyanis szépen emelkednek, az utóbbi hetekben a kereskedelmi bizonytalanság múlásával új csúcsot láthattunk, ami továbbra is erős támasz a részvénytőkének.

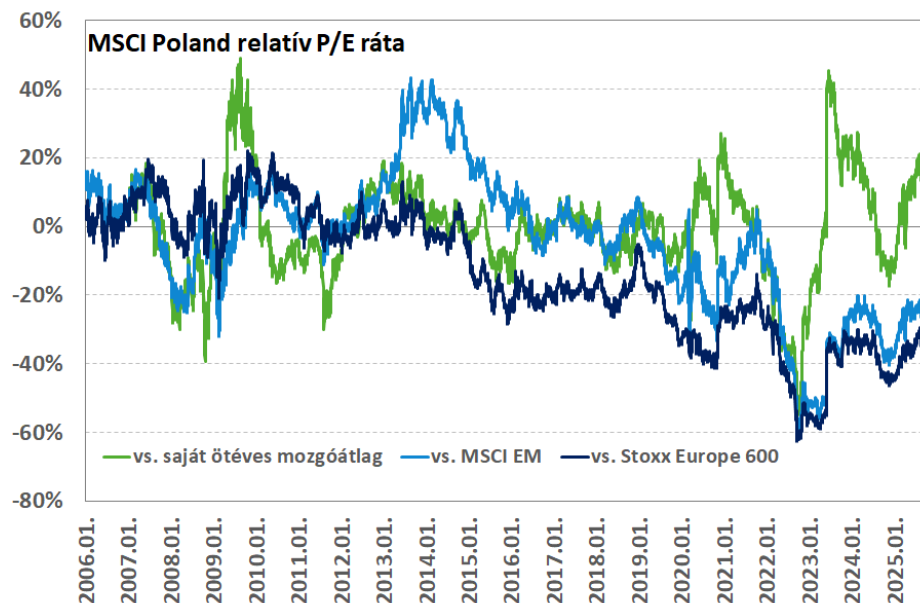
Rövid távon az árazási szorzók lokális csúcsokig emelkedtek, ez a szigorodó monetáris politika mellett már akadályt jelenthet, azonban a profitbővülési dinamika is új lendületet vett, ami egyelőre támogató erő. A hosszú távú strukturális befektetési sztori továbbra is kedvező, ezért érdemes tartani a kitettséget.



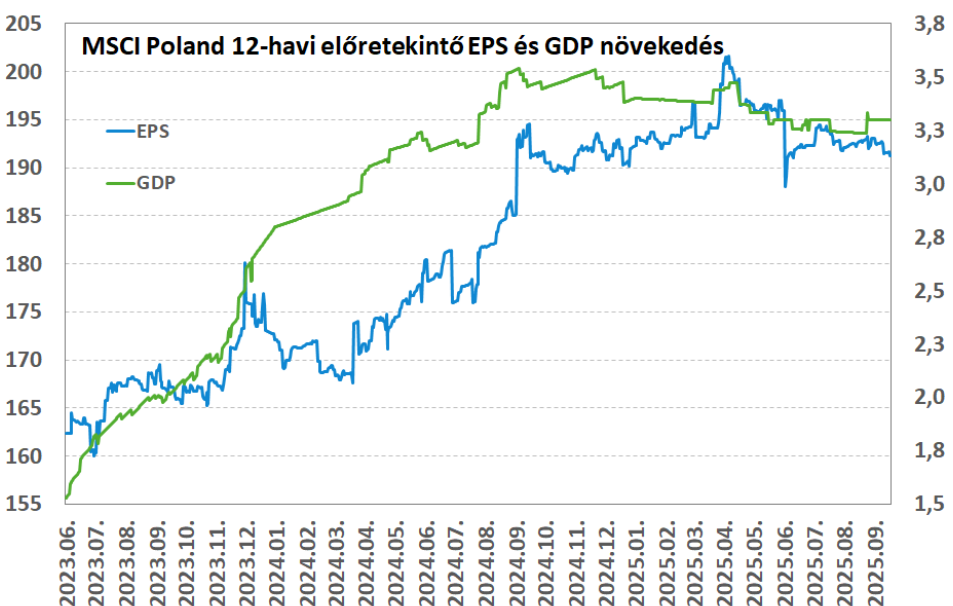


# Lengyelország: továbbra is olcsó, vonzó növekedési kilátásokkal

MSCI Poland relatív P/E ráta



MSCI Poland 12-havi előretekintő EPS és GDP növekedés



- A lengyel befektetési sztori röviden: európai átlagot meghaladóan nő a gazdaság, nagy a belső piac, erősödik a fogyasztás, nincs közvetlen kitettség az amerikai kereskedelmi háború felé, a tavalyi választásokon történt kormányváltás pedig segíti az EU-s forrásokhoz való hozzáférést. A németek nagyobb költségek irányába való elmozdulása áttételesen kedvez, miközben a lengyel piac lenne a legnagyobb haszonélvezője az orosz-ukrán háború lezárásának (bár a lengyel területekre történő orosz drónbetörésekkel ettől távolodtunk), és az ukrainai újjáépítés elindulásának. A költségvetési hiány magas, ez egyelőre azonban nem okoz gondot, a kamatcsökkentések emiatt óvatosabbak lehetnek, ami viszont a banki túlsúlyos, és akár Európához, akár a feltörekvőkhöz képest továbbra is jelentősen alulértékelt részvénypiacnak inkább kedvezhet. Ráadásul tervben van egy OKI nevű befektetési számla, amivel a háztartások (nagy arányban bankbetétben tartott) megtakarításait szeretnék a tőkepiacra becsatornázni.
- A lengyel gazdaság a második negyedévben 3,4%-kal nőtt az előző év azonos időszakához képest, vagyis gyorsulást látni az első negyedéves 3,2%-ról. Európai szinten ez továbbra is kimagasló, azonban részben köszönhető annak is, hogy – elsősorban a katonai kiadások miatt – a költségvetési hiány magas, idén közel 5%-os lesz a GDP arányában, és jövőre sem csökken érdemben. Mivel sok más gazdaság is magas hiánnyal küzd, ezt a befektetők egyelőre nem firtatják, és amíg ez a helyzet fennáll, az igazából részvénypiaci szempontból pozitív. A kamatokat ugyanis magasabban tartja, ami az erős gazdasági növekedéssel együtt a banki túlsúlyos index számára pozitív.
- Kedvezőtlen fejlemény, hogy a bankok társasági adóját a tervek szerint 2026-ban a jelenlegi 19%-ról 30%-ra emelnék, majd az adókulcsot 2027-ben 26%-ra, az azt követő években pedig 23%-ra csökkentenék, ami kezdetben akár 15-20%-kal is csökkentheti a banki profittermelést. Ezt gyorsan be is árazta már a részvénypiac, de a piacbarátként elkönyvelt kormány a költségvetés befoltozásának indokával kedvezőtlen precedenst teremtett. Ez bár a lengyel piaccal szembeni kockázatokat és elvárt hozamot emeli, az értékeltségi mutatók az idei év nagy emelkedése ellenére is kellően nyomottak még, hogy mindez ne okozzon tartós nyomást a részvénypiacon. Ahhoz mindenesetre, hogy folytatódhasson a felülteljesítő mozgás, az eredménykilátások javulására, nem pedig romlására lenne szükség, hogy az adóemelés miatt átmeneti lendületvesztést megtörje.

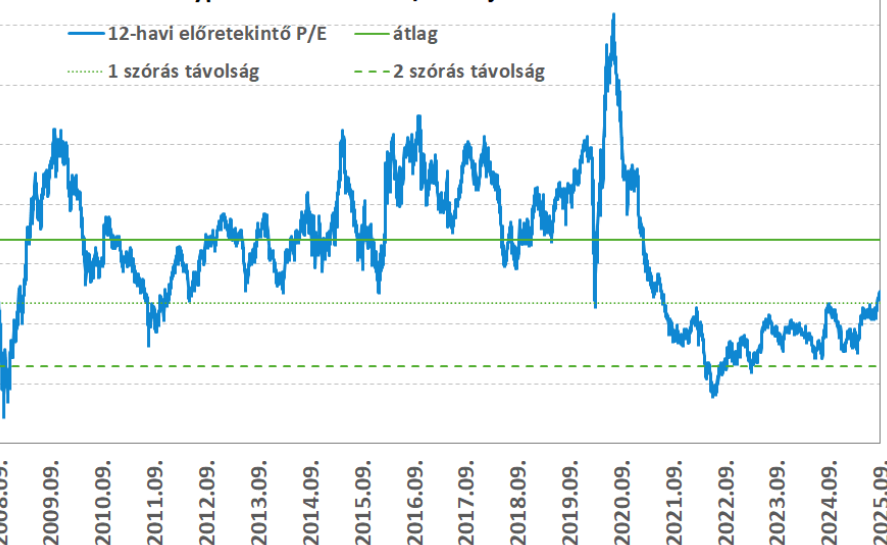
Relatív értelemben a lengyel részvénypiac továbbra is jelentős árazási diszkonton forog (30-35%), és bár a P/E ráta 10%-kal felülmúlja már az elmúlt 5 év átlagát, a 10 alatti érték még így is komfortosnak mondható, ami egyelőre megfelelően kompenzál az erősödő kockázatokért.



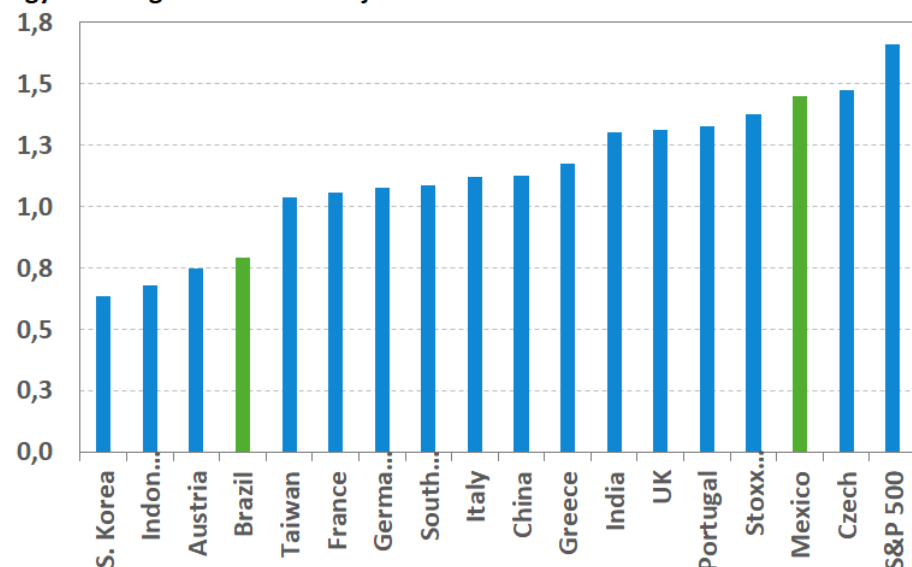


# LatAm: Brazília olcsó, Mexikót strukturális hátszél segíti

A brazil részvénypiac előretekintő P/E rátája



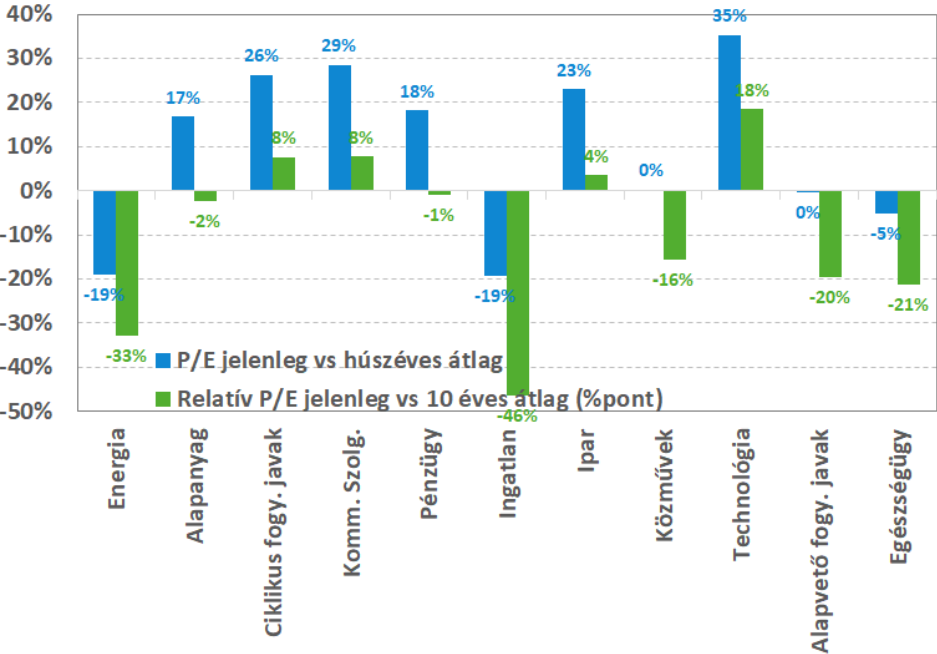
Egyes országindexek PEG rátája



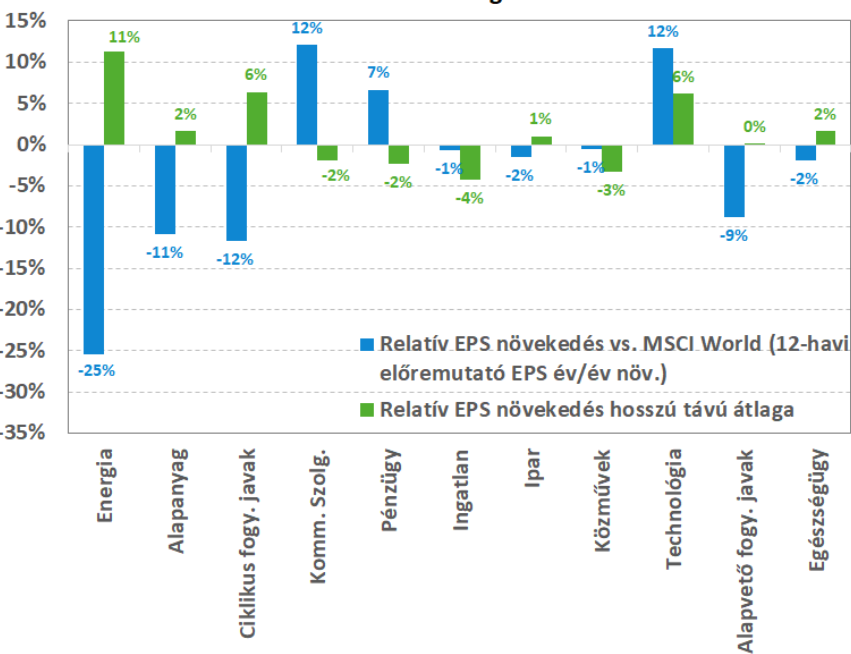
- A brazil részvénypiac az idei kimagasló teljesítmény ellenére is az egyik legolcsóbb globálisan, melyen keresztül (az ország jelentős nyersanyagexportja miatt) az esetlegesen erősödő inflációs kockázatok esetére is tudunk védekezést szerezni. A populista kormány egyelőre kockázatot jelent, de a 2026 őszi választások a változás lehetőségével is kecsegtetnek. A piac jól fogadta az utóbbi hetekben, hogy a jelenlegi elnök Lula kihívója, São Paulo kormányzója (Tarcisio de Freitas) augusztusban a felmérések szerint átvette a vezetést. Emellett a világszinten is magasnak számító reálkamatok jövőbeli csökkenése is egy potenciális katalizátor lehet a helyi részvényeknek. Az 50%-os amerikai vámok jelentősek, de a brazil export átirányítható, illetve az érintett vállalatok átmeneti segítséget kapnak, így annak gazdasági hatásai a közben erősödő kínai és európai kapcsolatok miatt enyhék maradhatnak.
- A várakozások alapvetően mélyen vannak, így bár a második negyedévben is lassult az ország GDP növekedése, a várakozásokat megverte. Az amerikai vámok, a költségvetési kockázatok, a magas infláció és az emiatt magas kamatszintek egyelőre lassú növekedést tesznek lehetővé, de idővel ezek a hatások szűnhetnek. Szeptemberben a brazil központi bank második egymást követő ülésén is változatlanul hagyta az alapkamatot 15%-on, ami 2006 óta a legmagasabb érték. A kamatemelési sorozatnak úgy tűnik vége, de a jegybank hawkish üzeneteit és a makacsul 3%-os cél feletti inflációt látva idén még várhatóan nem indul meg a kamatcsökkentési sorozat, ez 2026-ra tolóthat.
- Az amerikai vámok egyik nyertese relatív értelemben Mexikó, hiszen az Egyesült Államokba irányuló exportjának közel 80%-a vámentes, ami összességében közel 7%-os effektív vámtételt jelent, a legalacsonyabbat az USA partnerei között. A USMCA szabadkereskedelmi megállapodás (US, Mexikó, Kanada) felülvizsgálatára azonban hivatalosan 2026 elején kerül sor, ami még hordoz bizonytalanságokat. Az USA-nak mindenesetre tett gesztust Mexikó azzal, hogy 50%-ra emeli a Kínából és más ázsiai országokból származó autókra kivetett vámokat. Mindezek miatt a gyártókapacitások közeli országokba telepítése továbbra is strukturális hátszél ad, javítva a mexikói gazdaság növekedési kilátásait.
- A Q1-es szerény, 0,2%-os bővülése után a reál-GDP Q2-ben 0,6%-kal nőtt (a várt felett), elsősorban a feldolgozóipar és a szolgáltatások növekedésének köszönhetően. A Banxico augusztusban 25 bázisponttal, 7,75%-ra csökkentette irányadó kamatlábát, hangsúlyozva a kevésbé restriktív politika szükségességét, ugyanakkor jelezve, hogy a lazítási ciklus a végéhez közeledik.

A feltörekvő piacokon belül továbbra is érdemes brazil és mexikói kitétségeket tartani, hiszen a gyengülő dollár, a Fed kamatcsökkentés kedvező hatásai mellett mindkét esetben vannak további egyedi hajtóerők is.

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



Relatív EPS növekedés vs a hosszú távú átlag



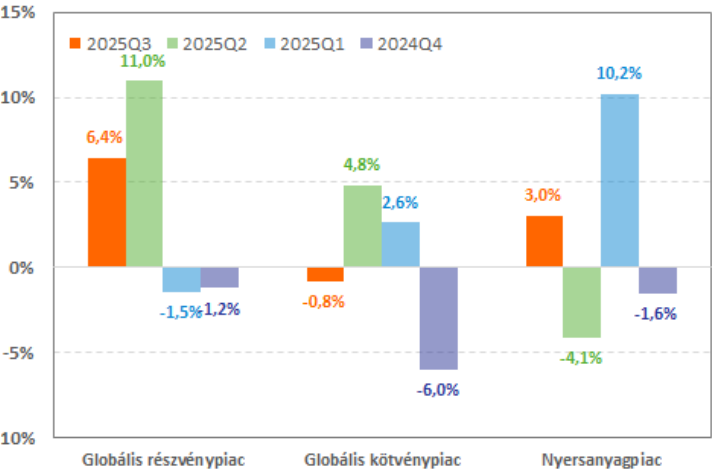
Sorrend bizonyos faktorok alapján, 1 legjobb, 11 legrosszabb

| S&P 500              | Értékeltség | Méret | Béta | Momentu<br>m | Profitabilit<br>ás | Minőség | Összesen |
|----------------------|-------------|-------|------|--------------|--------------------|---------|----------|
| Energia              | 1           | 5     | 4    | 9            | 9                  | 8       | 4        |
| Alapanyag            | 6           | 3     | 6    | 7            | 7                  | 4       | 6        |
| Ipar                 | 9           | 4     | 8    | 5            | 6                  | 3       | 7        |
| Pénzügy              | 4           | 8     | 7    | 3            | 8                  | 11      | 8        |
| Ciklikus fogy. javak | 10          | 9     | 10   | 2            | 5                  | 1       | 9        |
| Alapvető fogy. Javak | 7           | 6     | 1    | 8            | 3                  | 2       | 1        |
| Egészségügy          | 5           | 7     | 3    | 10           | 4                  | 5       | 5        |
| Technológia          | 11          | 10    | 11   | 4            | 2                  | 6       | 10       |
| Komm. Szolgáltatások | 3           | 11    | 9    | 1            | 1                  | 7       | 2        |
| Ingatlan             | 8           | 1     | 5    | 11           | 11                 | 10      | 11       |
| Közmű                | 2           | 2     | 2    | 6            | 10                 | 9       | 3        |

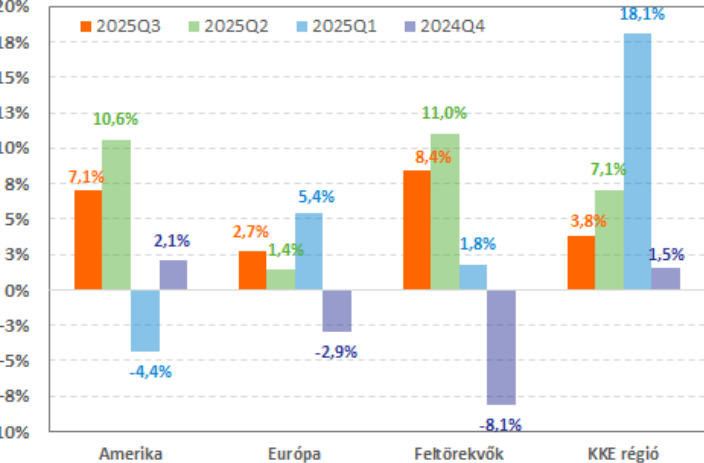
| Stoxx 600            | Értékeltség | Méret | Béta | Momentu<br>m | Profitabilit<br>ás | Minőség | Összesen |
|----------------------|-------------|-------|------|--------------|--------------------|---------|----------|
| Energia              | 1           | 9     | 5    | 6            | 7                  | 3       | 1        |
| Alapanyag            | 6           | 3     | 7    | 7            | 8                  | 5       | 7        |
| Ipar                 | 10          | 6     | 8    | 2            | 3                  | 6       | 6        |
| Pénzügy              | 4           | 7     | 9    | 1            | 10                 | 11      | 9        |
| Ciklikus fogy. javak | 9           | 8     | 10   | 8            | 5                  | 7       | 10       |
| Alapvető fogy. Javak | 7           | 5     | 3    | 5            | 4                  | 1       | 4        |
| Egészségügy          | 8           | 10    | 6    | 10           | 2                  | 4       | 8        |
| Technológia          | 11          | 11    | 11   | 9            | 1                  | 2       | 11       |
| Komm. Szolgáltatások | 5           | 2     | 1    | 3            | 6                  | 9       | 2        |
| Ingatlan             | 3           | 1     | 4    | 11           | 11                 | 10      | 5        |
| Közmű                | 2           | 4     | 2    | 4            | 9                  | 8       | 3        |

# 2025 eddigi teljesítmény

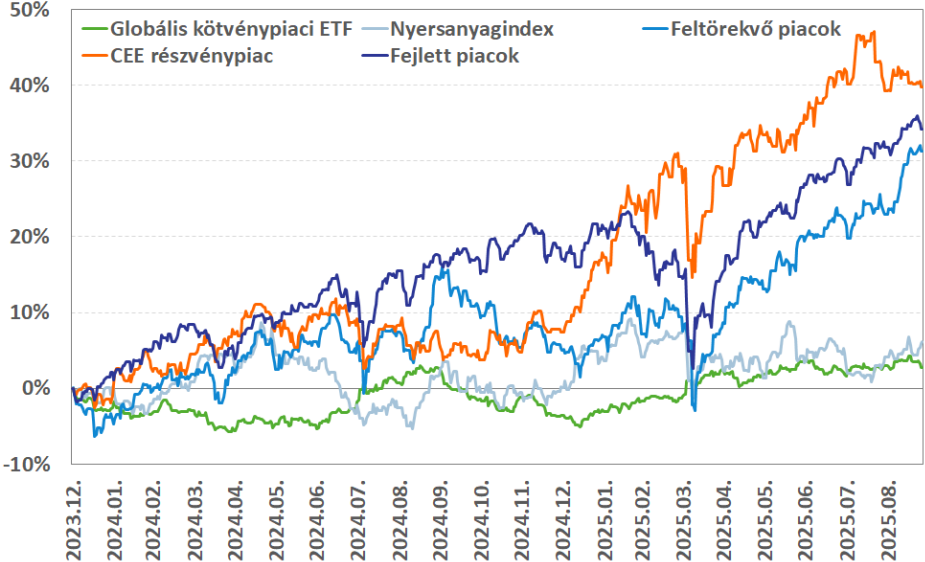
Eszközosztály teljesítmény



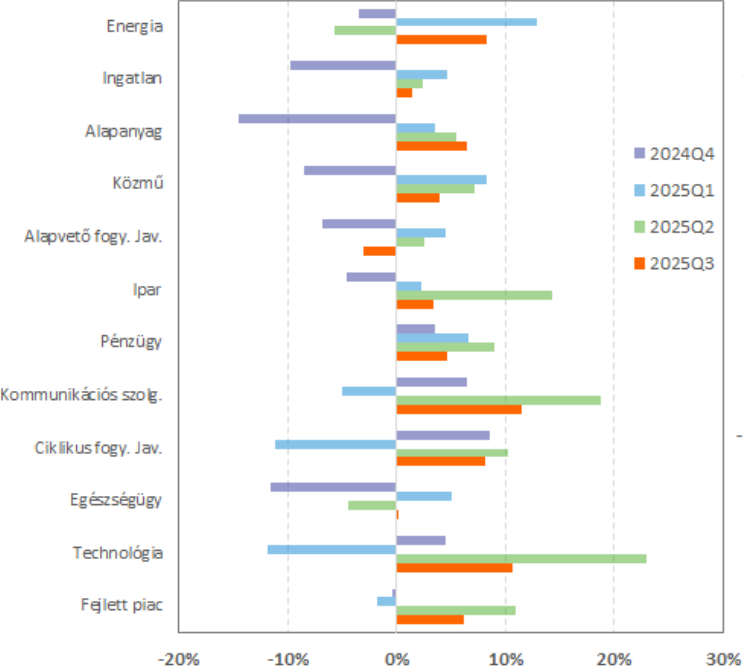
Részvénytőke régiók teljesítmény



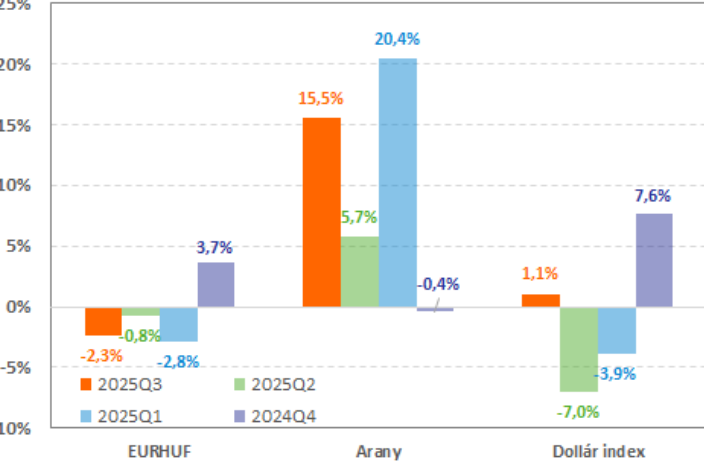
Egyes eszközök relatív teljesítménye



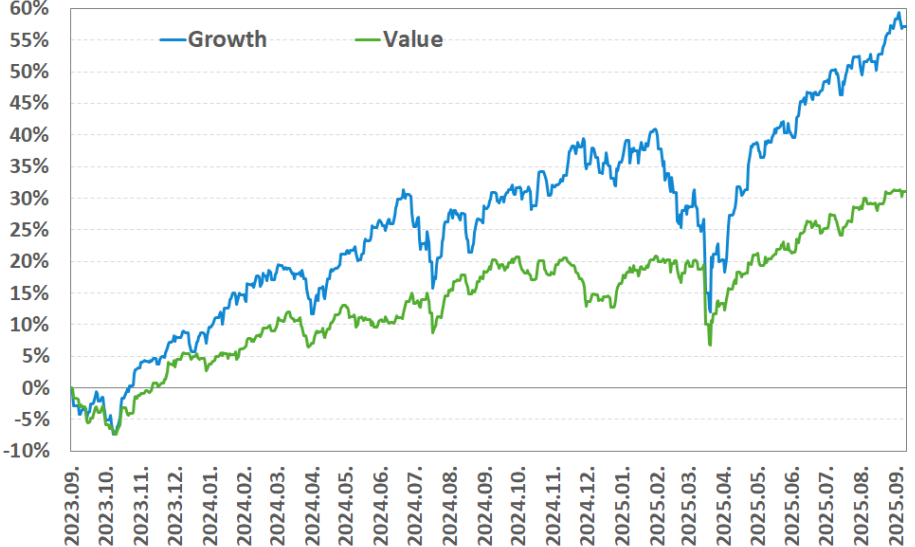
Részvénytőke régiók teljesítmény



Deviza és arany teljesítmény



MSCI ACWI growth és value relatív teljesítmény



Készítették:

Tardos Gergely  
Elemzési igazgató

Sándor Dávid  
Vezető befektetési stratégia

Szemán Ákos  
Szenior 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](https://www.otpbank.hu/static/globalmarkets/sw/file/Elemzesi_anyagok_jogi_tajekoztato.pdf)**

Elemzés lezárásának dátuma: 2025.09.22.