

Befektetési Kitekintő 2026

Multi-Asset Elemzés
2025.12.18.

Összefoglaló: szelektíven érdemes válogatni a többlethozam eléréséért

Makrókép: Az amerikai gazdaságot 2025-ben a fogyasztás és az AI-hoz kapcsolódó beruházások mentették meg, így 2%-os GDP-növekedést sikerült elérni. A kereskedelmi háború és a kormányzati leállás ellenére a kilátások továbbra is stabilak. A recesszió kockázata alacsony, ugyanakkor aggodalomra ad okot a gyengülő munkaerőpiac, a magas és gyorsan növekvő adósságállomány, a jegybanki cél felett megakadt defláció, valamint a Fed-re nehezedő politikai nyomás. Az EU-ban a lazább fiskális politika hozzájárulhat a GDP-növekedéshez 2026–2027-ben, de az adósságfenntarthatósági kérdéseket nem lehet figyelmen kívül hagyni. Az infláció jelenleg célközeli szinten van, de a kockázatok inkább felfelé mutatnak. Rövid távon arra számítunk, hogy a piac további kamatcsökkentéseket áraz be, ahogy közeledik az új Fed-elnök kinevezése, ami átmenetileg mérsékelheti a hosszú kötvényhozamokat. A jelenlegi szintről nem várunk további érdemi forinterősödést, ugyanakkor a kitettségek tartása továbbra is vonzó marad a magas kamatkülönbözet miatt.

Részvények: A fiskális és monetáris lazaság erős hátszelet ad, de a részvények drágák, vagyis egyre kisebb a tér a hibázásra. Emiatt a globális részvénypiaci kitettséget továbbra is semlegesen tartjuk (szárazon tartunk némi puskaort, hogy az esésekben lehessen növelni a kitettséget), és szelektíven válogatunk szektorok és régiók között a többlethozam elérése érdekében. Az amerikai piacon az AI-hoz kötődő szektorokat favorizáljuk, a hardware oldalon a félvezetőgyártókat, a szoftveres oldalon a kibervédelmi cégeket, míg az energiaellátás terén a közműveket/megújulókat. Európában a stimulusok haszonélvezőinek számító, legolcsóbb kiskapitalizációs szegmensben látunk lehetőséget, a feltörekvőkön belül pedig a szintén olcsó brazil és a növekedési sztorit adó mexikói mellett a strukturális trendek által támogatott – és az elmúlt évben konszolidáló, relatíve lemaradó – Indiát is vonzóknak tartjuk. A KKE régiót eddig támogató faktorokban egyelőre nem látunk változást, az értékeltség pedig még mindig kárpótol az erősödő kockázatokért.

Kötvények: A gyengülő munkaerőpiac és lassuló növekedés a hozamokat lefele nyomja (USA), a jelentős költségvetési hiányok és romló adósságpályák viszont hozamemelő hatásúak. Emiatt a hozamgörbe rövid/közepes vége favorizált. A vállalati kötvénypiacon a hozamprémium nagyon szűk, nem kompenzál kellőképp az erősödő kockázatokért.

Nyersanyagok: Fenntartjuk semleges nyersanyagpiaci álláspontunkat, mivel az energia és agrártermékek kilátásait egyelőre gyengének ítéljük. Az ipari és nemesfémekkel kapcsolatos kép azonban továbbra is kedvező, így szelektív kitettség ajánlott a réz, az urán és az arany esetében.

	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:


Félvezetők


Kibervédelem


Közmű/Megújuló


Bányák (réz/urán)


India


Latin-Amerika


Európai kispapírok


Arany

 Újonnan a listára kerülő elem

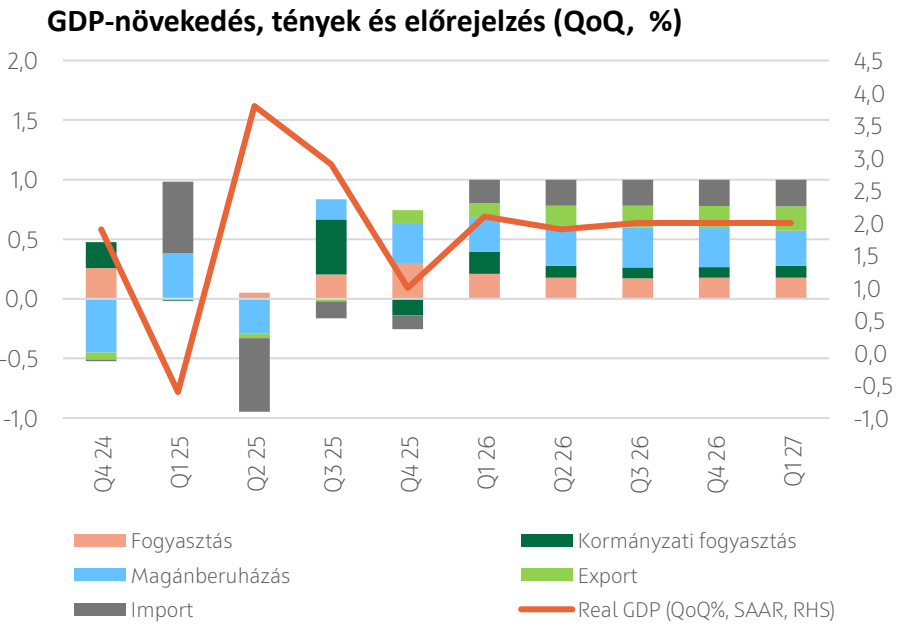
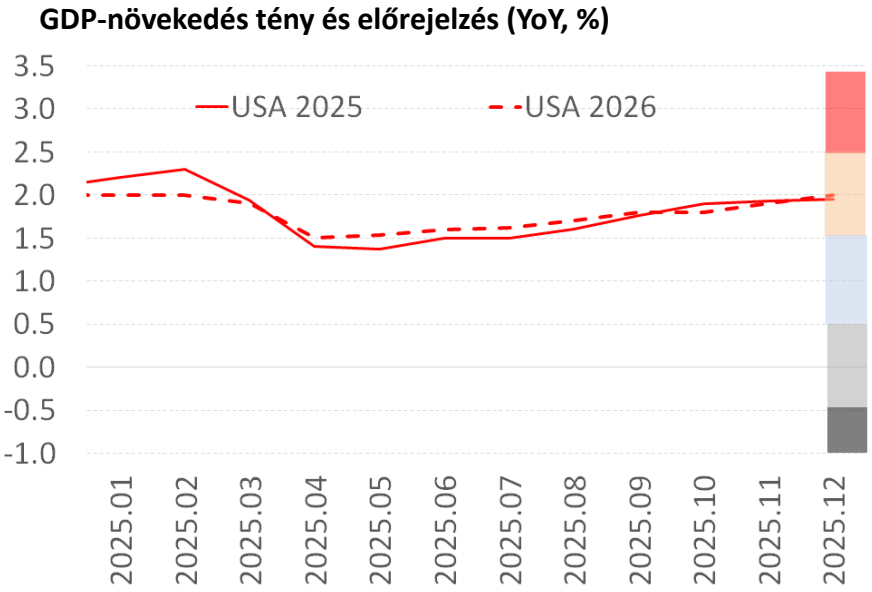
Makro kitekintő

<u>Gazdasági kilátások</u>	4.
<u>Infláció és jegybanki politika</u>	8.
<u>Magyar gazdasági kitekintő</u>	10.

Piaci kitekintő

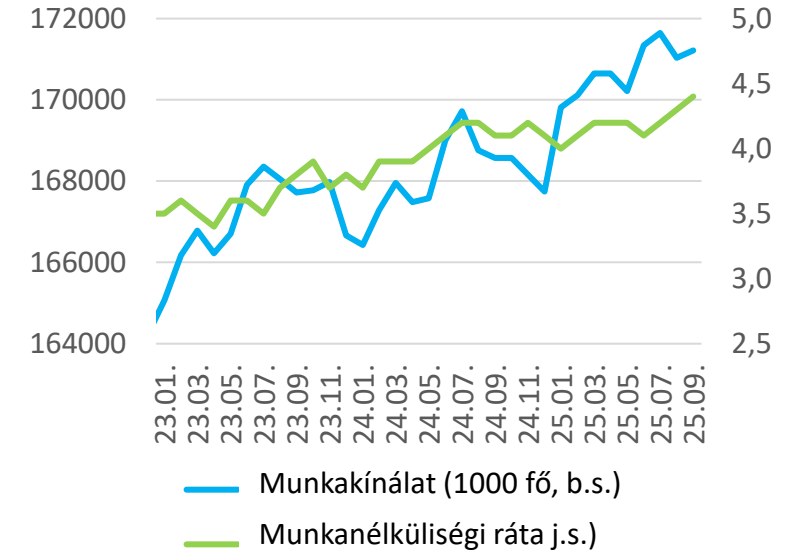
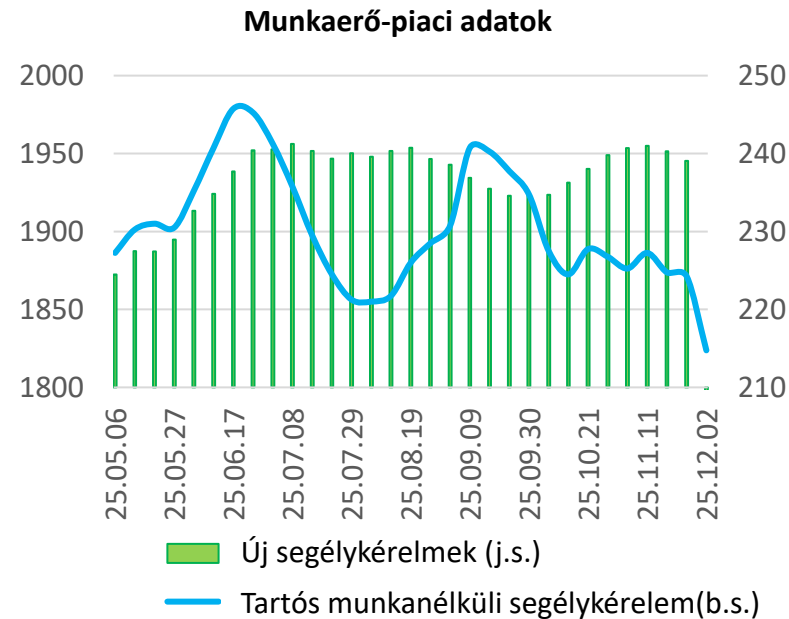
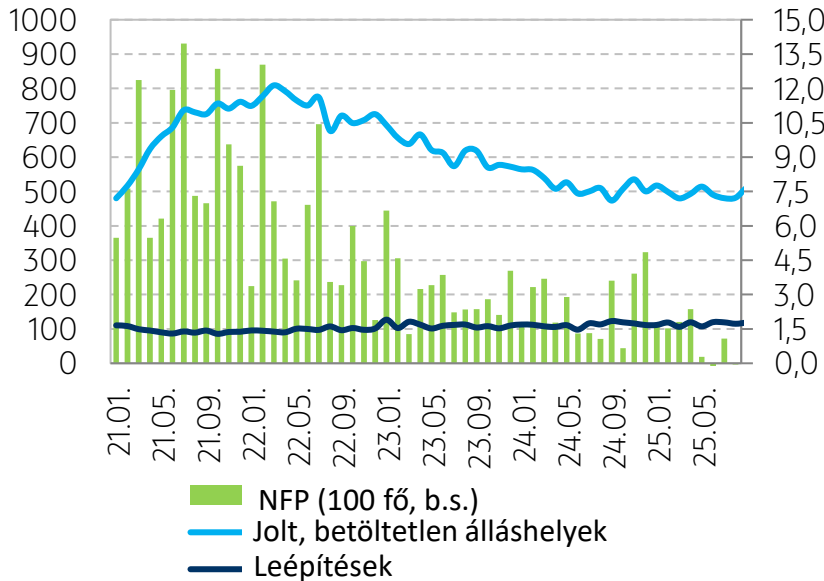
<u>Intézményi kérdőív</u>	15
<u>Kötvények</u>	18.
<u>Nyersanyagok</u>	19.
<u>Részvények</u>	17.
<u>Régiók</u>	20.
<u>Kedvelt befektetési sztorik</u>	25.

USA: A kilátások továbbra is szilárdak, a recesszió kockázata mérsékelte



- 2025: 2%-os növekedés, mivel a fogyasztás és az MI-beruházások megmentették az évet
- Q1-Q2: A nettó export ingadozása elfedte, hogy a belföldi kereslet, a fogyasztás és a beruházások fokozatosan lassultak.
 - Q3: a GDP gyorsbecslése jelentős késéssel érkezik a leállás miatt. A megjelent magasfrekvenciás adatok szerint a növekedés erős maradt, az Atlanta Fed GDPNow 3,5%-ot mutat, a konszenzus 3%-os növekedést vár (né/né, évesített) a harmadik negyedévre. Továbbra is a fogyasztás és a nem lakáscélú beruházások jelenti a fő hajtóerőt, de úgy tűnik, a nettó export is kedvezően alakul a vámok után.
 - Q4: A leállás miatt átmenetileg mintegy 1%-ra lassulhatott a bővülés (né/né, évesített).
 - 2026/27: A jövő évi GDP-növekedési várakozások 2,0%-ra javultak a 3 hónappal ezelőtti 1,7%-ról, mivel világossá vált, hogy a vámoknak nem lesz erős hatásuk a rövid távú növekedésre. 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.
 - Kockázatok: Előfordulhat, hogy a munkaerőpiacon negatív visszacsatolási lánc alakul ki. A piacok az AI-buborék miatt is aggódnak, ami valós kockázatot jelent. Véleményünk szerint azonban ezeket a kockázatokat rövid távon mérsékli a laza fiskális és monetáris politika. A kamatokat 2025 Q4-ben csökkentették, és további lazítás van kilátásban. A recesszió valószínűsége az elmúlt hónapokban 40%-ról a normálisnál még mindig magasabb 30%-ra mérséklődött.

USA: Az amerikai munkaerőpiac képe továbbra sem kristálytiszta

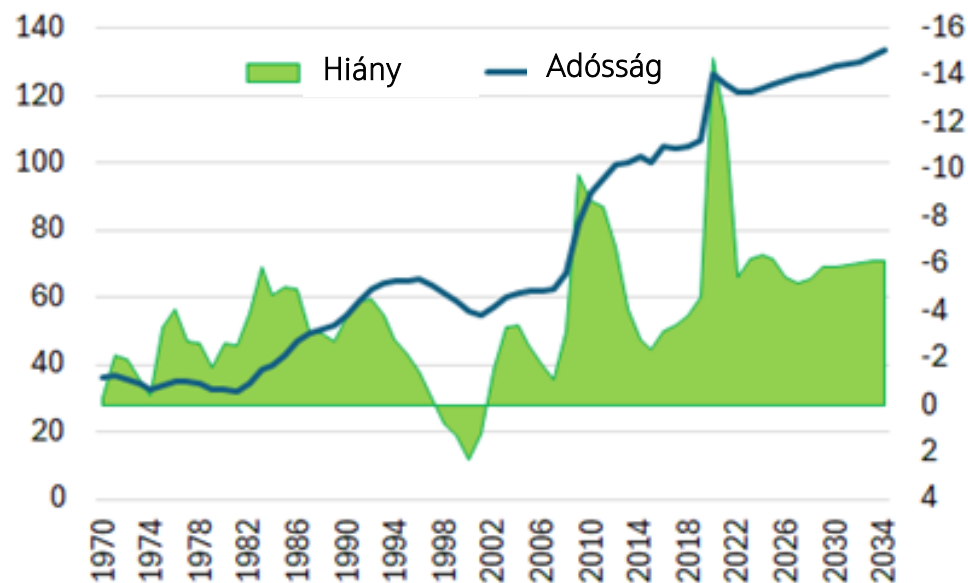


A munkaerő-piaci adatok hiányosak, a rendelkezésre állók ellentmondásosak, értékelésük korántsem egyértelmű.

- A kormányzati leállás miatt a statisztikák késtek, illetve hiányosak.
- Az amerikai munkaerőpiacon a kereslet és a kínálat növekedése is lendületet vett, bár jelenleg a kereslet törékenyebbnek tűnik.
- Május óta a munkahelyteremtés elakadt, és a munkanélküliségi ráta emelkedni kezdett, bár a történelmi összehasonlításban még mindig alacsony szinten áll.
- Ugyanakkora nyitott álláshelyek száma magas szinten, valamivel 7 millió felett stabilizálódott. A leépítések száma nem növekszik jelentősen.
- A bérnövekedés továbbra is erőteljes, még mindig túl gyors az inflációs célhoz képest.
- Még mindig nem látszik pontosan, mi okozza a munkaerőpiac hirtelen romlását: (1) a kereskedelmi háború okozta bizonytalanság visszafogja a munkaerő-felvételt; (2) a szigorú bevándorlási politikák és a kitoloncolások csökkentették a munkaerő-kínálatot; (3) az AI térnyerése csökkenti bizonyos típusú állások iránti keresletet.

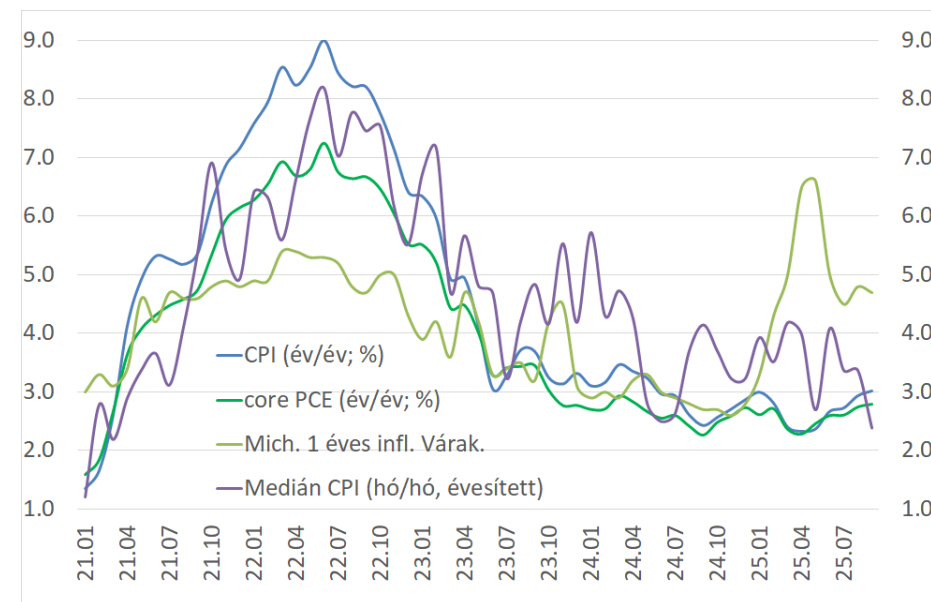
USA: Továbbra is aggasztó a magas és gyorsan növekvő adósság

Hiány és államadósság (a GDP %-ában)



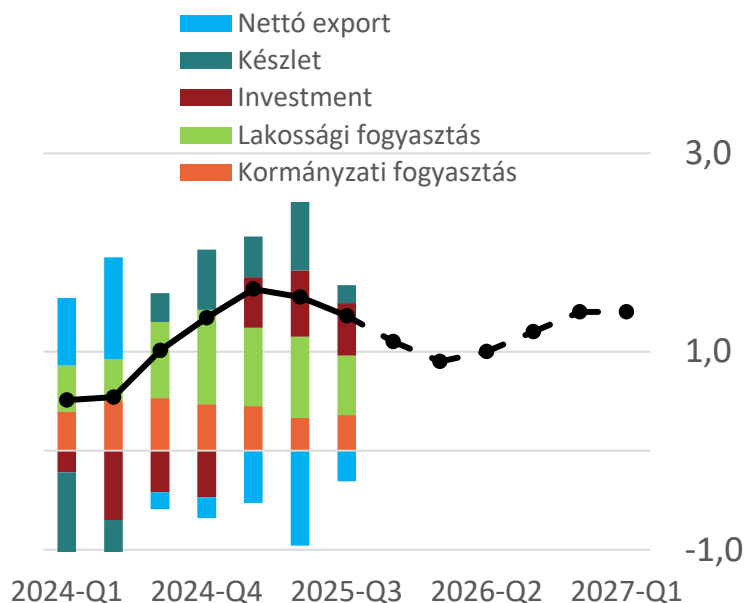
- Trump alacsony népszerűségi mutatója, a gyenge növekedés és a közelgő félidős választások további élénkítéshez vezethetnek.
- A közelmúltbeli leállás az Affordable Care Act szerinti egészségügyi támogatásokra összpontosított. Ha a demokráták kiterjesztik ezeket a juttatásokat, az nyomást gyakorol majd a költségvetésre.
- A vámbevételek segítettek a költségvetésen, de várhatóan hamarosan elköltik őket.
- Az államadósság már elérte azt a nagyon magas szintet, ahol az olcsó és stabil refinanszírozás szerepe egyre fontosabbá válik.

Infláció (év/év %)

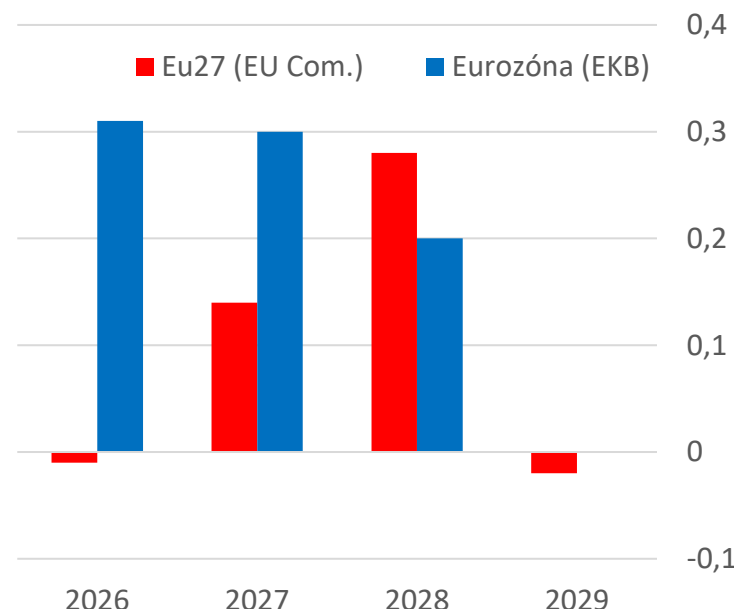


- A dezinfláció 3% körül állt meg, főként a magas bérnövekedés és a gyors szolgáltatásinfláció miatt.
- Maguk a vámok is fokozzák az inflációs nyomást, ezt pedig súlyosbíthatja a laza fiskális politika és a szűkös munkaerő-kínálat. A Fed továbbra is bízik abban, hogy a vámok csak egyszeri árszínvonal-emelkedést eredményeznek.
- A hosszú távú inflációs várakozások csökkentek, de továbbra is magasak.
- Egyre nagyobb politikai nyomás nehezedik a Fed-re. Jerome Powell elnöki mandátuma 2026 májusában lejár. Utódja kiválasztásakor a fő szempont nem a dezinfláció melletti elkötelezettség, hanem a kamatvágásra való hajlandóság.

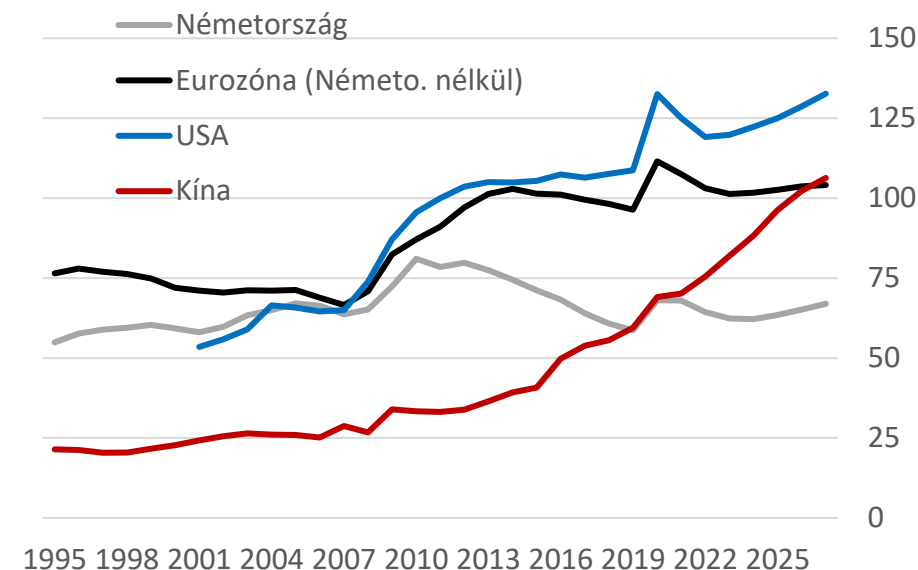
Éves GDP-növekedés (EZ, év/év, %)



A ReArm Europe terv GDP-növekedési hatása



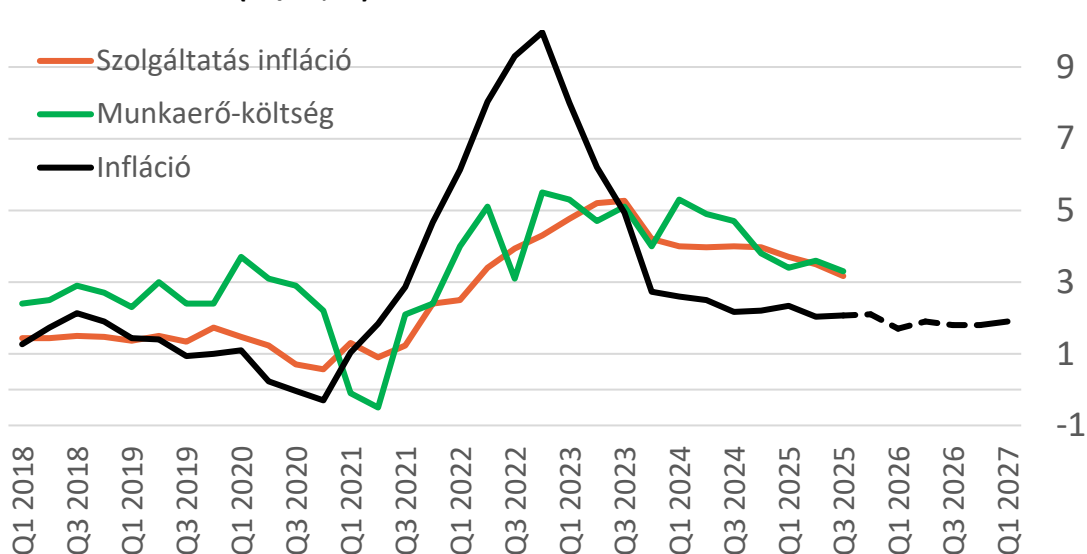
A nagyobb gazdaságok hiánya és adóssága (a GDP %-ában)



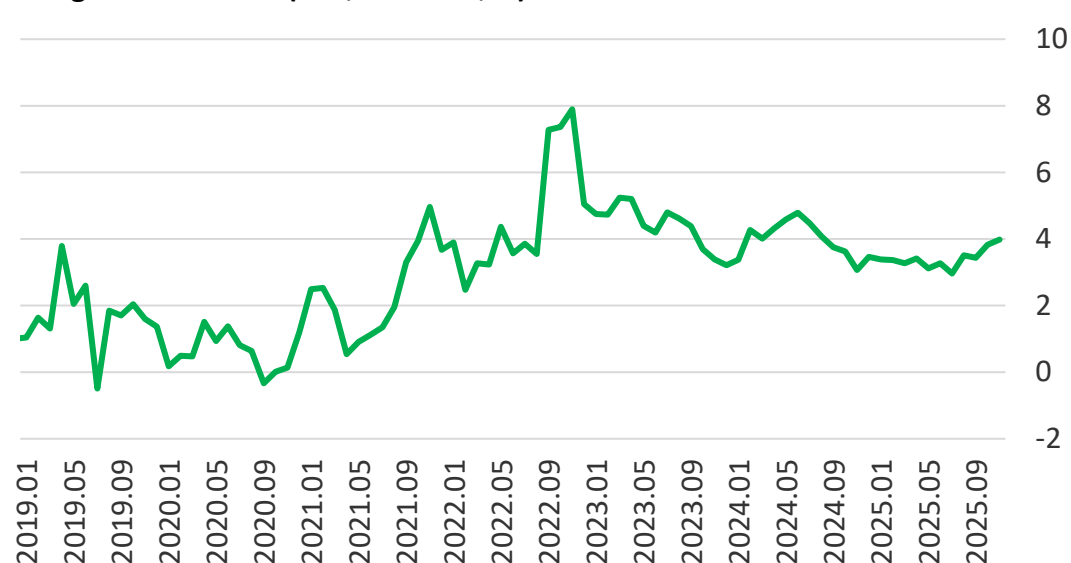
- **Q1-Q3:** Írországot nem számítva, az első félév 0,8%-os évesített GDP-növekedése a 3. negyedévre 1,2%-ra gyorsult (né/né, évesített). A fellendülés széleskörűnek tűnik; a fogyasztás mellett a beruházások is láthatóan hozzájárulnak a növekedéshez; a hitelkihelyezés is helyreállt. A munkaerőpiac továbbra is feszes, a reálbérek növekedése történelmi összehasonlításban is erős maradt. A növekedési minták nem változtak: A mediterrán térség jár az élen, az iparvezérelt országok mögött járnak.
- **Q4:** a piaci konszenzus 0,2% negyedéves és 1,1% éves szinten, de ennél magasabb is lehet: a PMI-k javulnak, miközben az októberi reálgazdasági adatok is az ipar erősödésére utalnak.
- **2026/27:** Az EU-ban a lazább fiskális politika mintegy 0,2-0,3 %ponttal növelheti a GDP-bővülést 2026-2027-ben. Továbbra is Európának van a legnagyobb mozgástere a fiskális politikában. Azonban Németországon kívül az EZ gazdaságainak együttes adósságszintje meghaladja a GDP 100%-át, és a hozamok közelmúltbeli emelkedése a költségvetési sérülékenységre utal.
- A kockázatok mindkét irányba mutatnak (+ a vártnál nagyobb fiskális ösztönző hatás /- az adósságfenntarthatósági aggodalmak hozzájárulnak a magasabb hozamokhoz)

Eurózána: Az erős béremelkedés miatt ismét nő a szolgáltatásinfláció

Infláció és bérek (év/év; %)

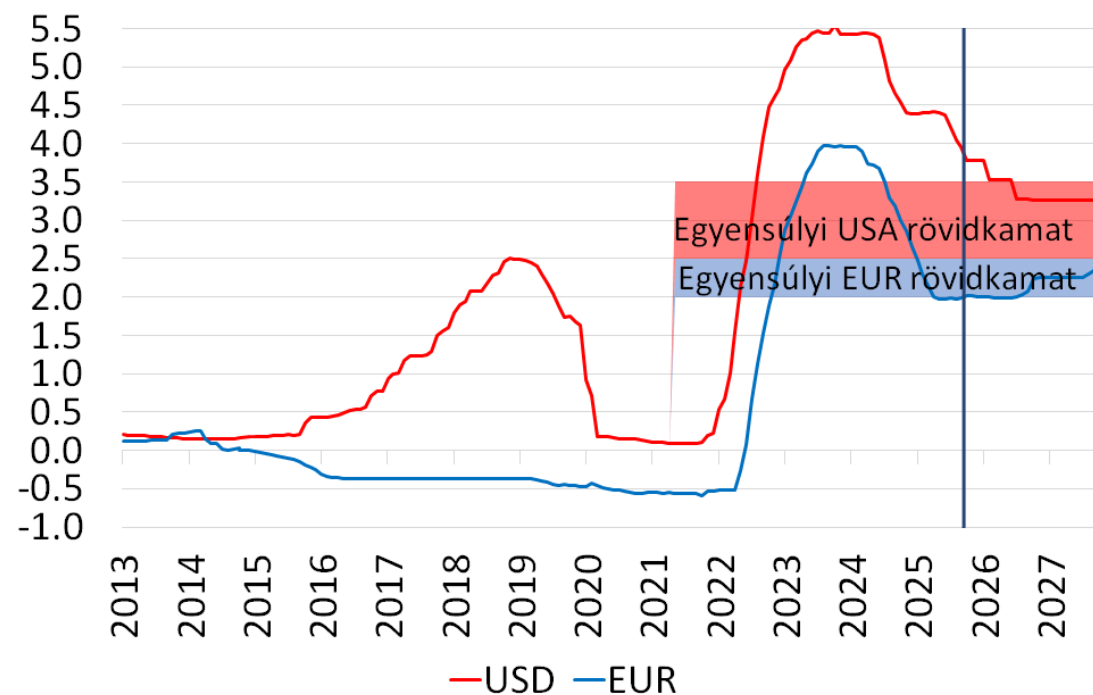


Szolgáltatás infláció (3hó, évesített; %)



- Hosszú, lassú dezinflációs folyamat után az infláció visszacsökkent a célértékre. Ugyanakkor a maginfláció 2% felett maradt (november: 2,4%), és a 2. félévben a szolgáltatásinfláció ismét lendületet vett. A szolgáltató szektorban az évesített, szezonálisan igazított inflációs ráta 4%-ra emelkedett, ami nem egyeztethető össze a 2%-os céllal.
- Az energiaárak kedvező bázishatása miatt a piac arra számít, hogy a fő inflációs mutató némileg a 2%-os cél alá esik. Ugyanakkor a középtávú kilátások nem teljesen megnyugtatóak, hiszen a maginfláció 2,5% körül van. Így nem meglepő, hogy a Kormányzótanács tagjai az utóbbi időben elkezdtek szigorúbb hangnemben nyilatkozni a kamatkilátásokkal kapcsolatban, és a piac két kamatemelést árazott be 2027-ig, miközben pár hónappal korábban még kamatcsökkentésekre számítottak.
- A kockázatok inkább felfelé mutatnak, tekintettel a még mindig feszes munkaerőpiacra és a geopolitikai blokkosodásra, ami szintén növelheti az ipari termékek inflációját. Vannak arra utaló jelek is, hogy az amerikai vámemeléseket nemcsak az amerikai vásárlók fizetik meg, hanem legalább egy részük globálisan eloszlik.

Beárazott USD és EUR alapkamatpályák (%)



Véleményünk a kötvénypiac középtávú kilátásairól:

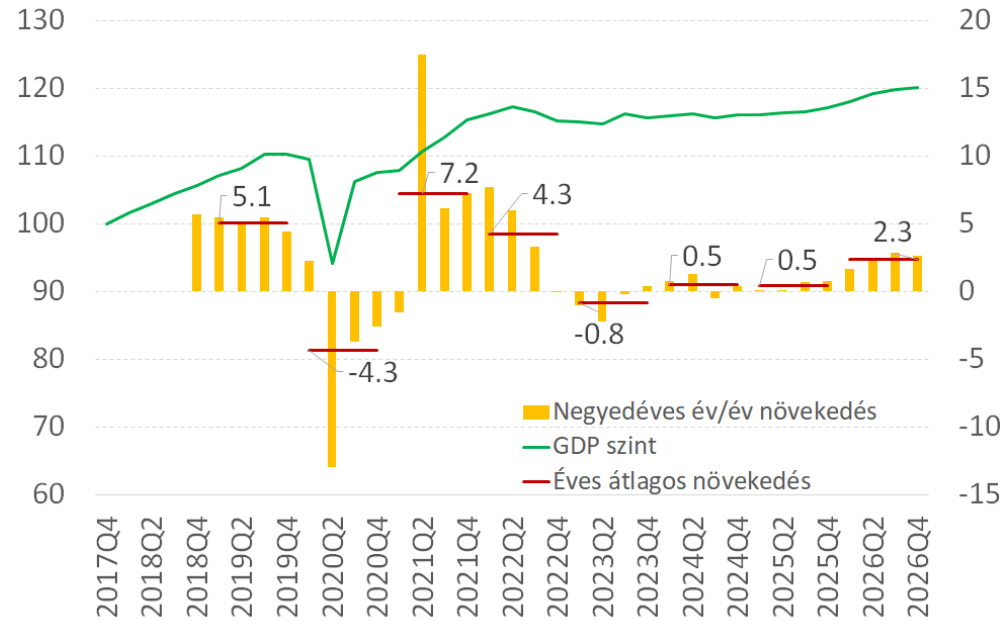
- A vámokkal, magas hiánnyal és feszes munkapiacokkal küzdő, széttöredezett világban pozitív reálkamatra van szükség ahhoz, hogy az infláció a célértékre csökkenjen. Arra számítunk, hogy a rövid kamatok az eurózónában 2-2,5%, az USA-ban pedig 3% körül ingadoznak majd hosszú távon. A magas finanszírozási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

Rövid távú kilátások: arra számítunk, hogy a piac további kamatcsökkentéseket áraz be, mivel az új Fed-elnök valószínűleg az alacsony kamatok híve lesz. Európában továbbra is a lejáratú prémium emelkedésére számítunk.

- A Fed Kormányzótanácsa szeptemberben kezdte meg a kamatvágást: három 25 bázispontos kamatcsökkentést hajtott végre, és az alapkamat célsávját 4,25-4,5%-ról 3,5-3,75%-ra tolta le. Bár a környezet nem optimális a további kamatvágásokhoz, azt gondoljuk, hogy a hozam rövid távon mérséklődhet, mivel hamarosan megnevezhetik a Fed új elnökét.
- Az eurózónában makacsul magas szolgáltatásinfláció és a növekvő finanszírozási igény nyomás alatt tarthatja az euró hozamokat.
- Úgy gondoljuk, hogy rövid távon a hosszú USD hozamok mérsékelten felülsúlyozhatók, azonban a hosszabb euró kötvények esetében továbbra is a semleges alatti pozíciót javasolunk.

Magyarország: A GDP növekedése 2026-ban elérheti a 2,5%-ot

A GDP alakulása (%)



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

2025: 0,5%-os GDP-bővülés

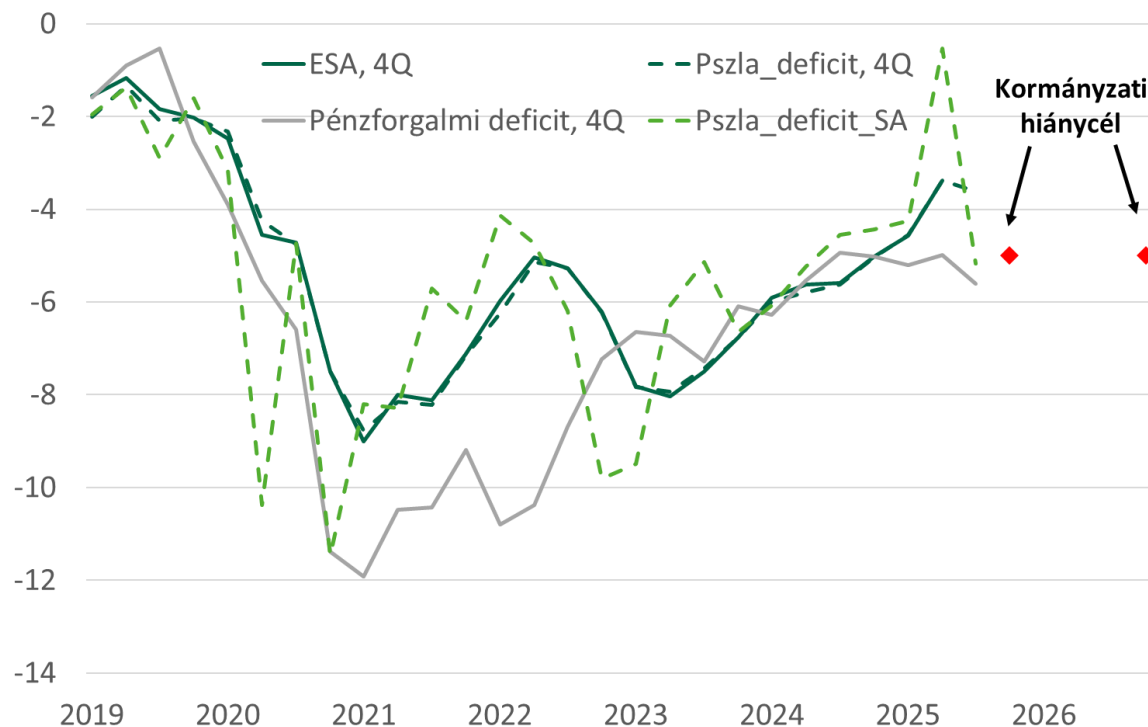
- Ahogy 2024-ben, 2025-ben is a fogyasztás a növekedés egyetlen motorja.
- A beruházások harmadik éve folyamatosan csökkennek, mivel a költségvetési szigorítás és az uniós források befagyasztása visszafogja az állami beruházásokat, miközben a gyenge kilátások és az előző években létrejött többletkapacitások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

2026: 2-2.5% GDP-növekedés

- A jelentős költségvetési támogatás és a gyors reálbér-növekedés (~7%) miatt a fogyasztás továbbra is 5% feletti ütemben fog növekedni.
- Beruházások: az állami és lakáscélú beruházások emelkedni fognak, és a nem lakáscélú magánberuházások esetében is a mélypont elérésére számítunk.
- Az export enyhén nőhet, az új exportkapacitások miatt, valamint a német fiskális ösztönzés és a kereskedelmi háború okozta bizonytalanság enyhülése következtében.

5%-ra emelte a kormány a 2025-ös és a 2026-os hiánycélokat

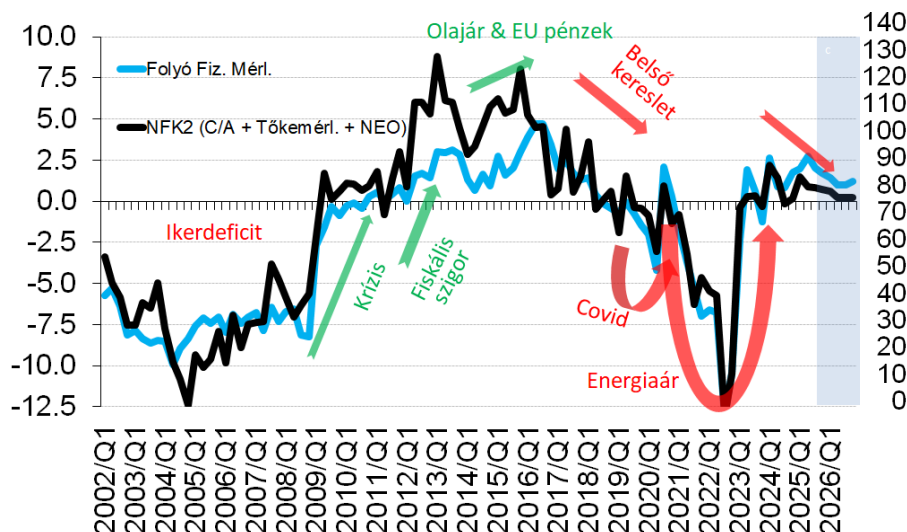
A költségvetési egyensúly mutatói (GDP %-a)



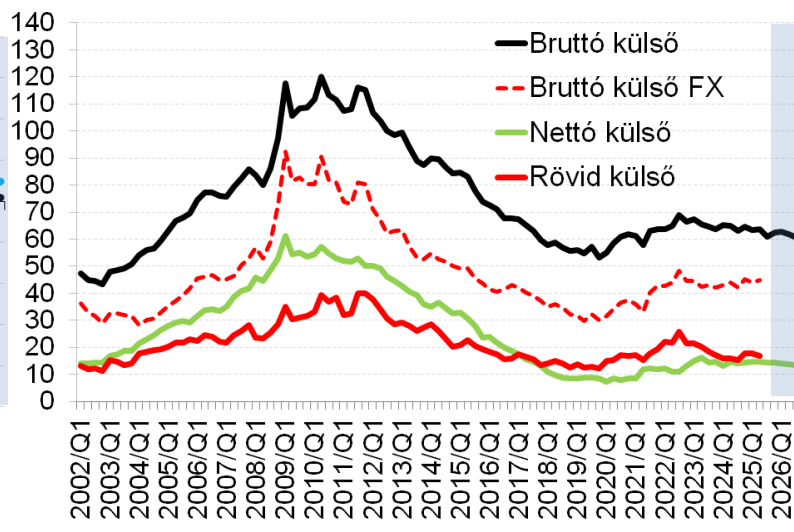
- 2020-2023: Covid, választások: 6-8% hiány
- 2024: 5%-os hiány a kiigazítás után (adóemelések, állami beruházások csökkentése)
- 2025 első 3 negyedévében mérsékelt volt a hiány, a GDP 2,5%-a alatt, így a megemelt 5%-os cél alapján a 4. negyedévben jelentős lehet a deficit.
- A 2026-os hiánycélt is 5%-ra emelte a kormány. A már bejelentett intézkedéscsomaggal, változatlan politika mellett ez reális.
- A választások előtt további intézkedésekkel ösztönözheti a kormány a növekedést; az 5%-os cél kitűzése után már bejelentettek egy 100 milliárd forintos energiatárolási támogatást.
- A választások után a hiánycsökkentő intézkedéseket jelenthetnek be.
- Nincs előrelépés az uniós források terén

A külső pozíció a revíziók után nagyobb többletet mutat

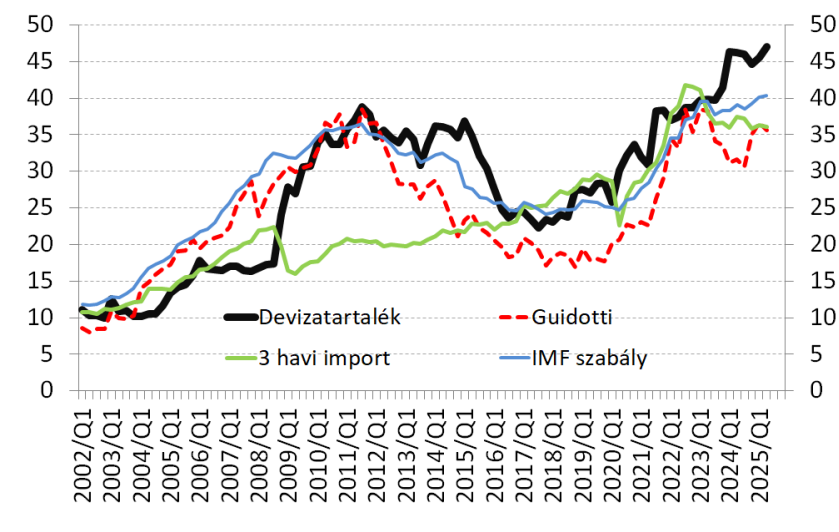
Külső egyensúlyi mutatók (a GDP %-ában)



Külső adósság (a GDP %-ában)



Devizatartalék és tartalékmegfelelési szabályok (Mrd EUR)

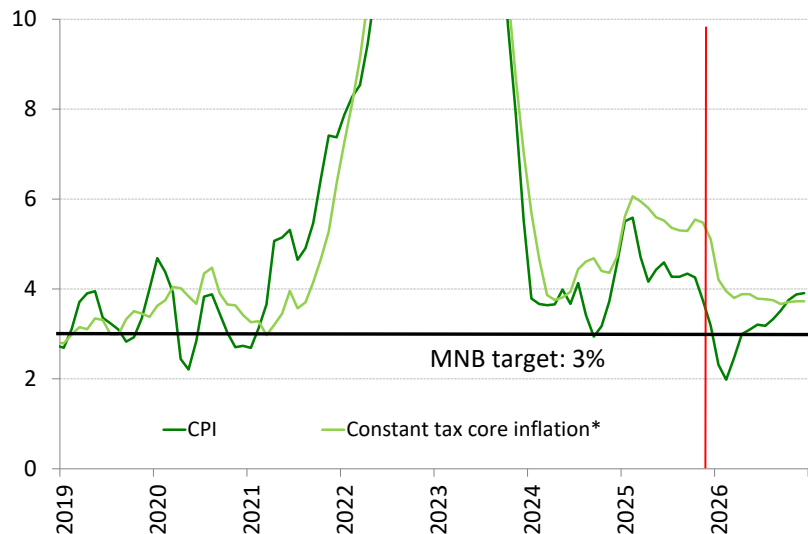


A külső pozíció továbbra is pozitívum a magyar makroadatok között, mivel Magyarország fenntartható külső pályán áll.

- A legutóbbi revíziók még javítottak is a képen, mivel a friss adatok – a 3. negyedévi előzetes adatokat is beleértve – a GDP 2-3%-át kitevő, magasabb és enyhén növekvő külső többletet mutatnak.
- A külföldi tőkebeáramlás és az uniós források felhasználása továbbra is visszafogott.
- A külső adósságmutatók több negyedév óta stagnálnak, miközben a devizatartalékok egyre nagyobb mértékben (10 milliárd euróval) meghaladják az elvárt szintet.
- A többlet szintje alapján a forint egyensúlyi értéke 370-375 körül lehet.
- Előre tekintve, 2025-ben a GDP +2%-ának, 2026-ban pedig +1%-ának megfelelő folyó fizetési mérleg többletre számítunk. Emiatt a nettó finanszírozási képesség – a várható belföldi keresletnövekedés és a forint felértékelődése ellenére – idén és jövőre is pozitív tartományban maradhat.
- Arra számítunk, hogy a nettó külföldi működőtőke-beáramlás a közelmúltbeli egyszeri tételek után visszatér a kissé pozitív tartományba, a külső adósság mutatói pedig fokozatosan tovább csökkennek, és 2026-ra a 60% körüli értéket érik el.

2026 elején az infláció átmenetileg a jegybank 3%-os célértéke alá esik

Az OTP inflációs előrejelzése



- 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: 4,5%-ra mérséklődött az árnövekedés. A kormányzati intézkedések (árrésstopok, a gyógyszerek és szolgáltatások „önkéntes” árcsökkentése) hatása 1,5 százalékpont volt. A forint felértékelődése is beindult már: az áruinfláció mérséklődött.
- 2025 Q4: Az infláció visszatért az MNB 3 +/-1%-os célsávjába, főként az élelmiszer- és üzemanyagárak csökkenő inflációja miatt. Az inflációs alapmutatók nyáron tapasztalt javulása azonban ősszel kifulladt.

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

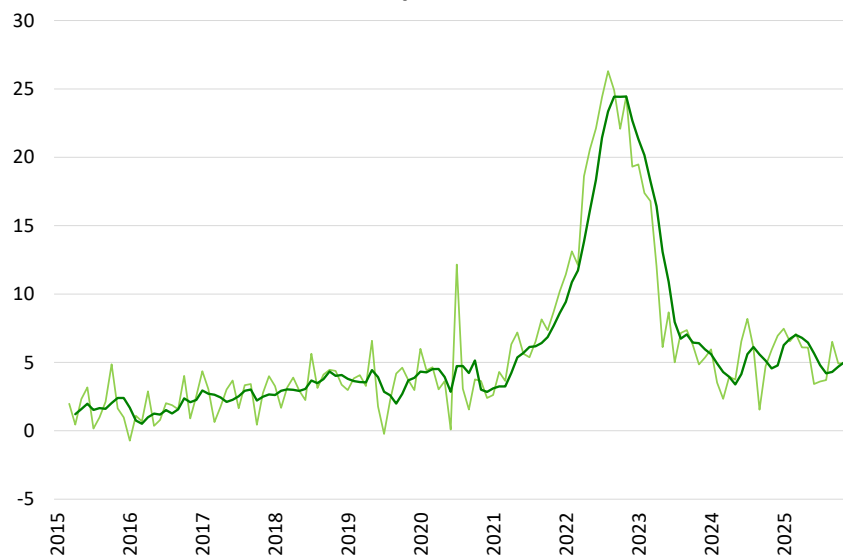
2026 eleje: meredek esés 3% alá:

- A jövedéki adót általában januárban emelik, de 2026-ban júliusig halasztják (az áprilisi választások utánra)
- A gyengébb dollár és az erősebb forint miatt csökkennek az olaj ára
- A 2025 eleji jelentős átárazás kiesik a bázisból

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

- 11%-os minimálbér-emelés 2026-ban
- Újabb és újabb fiskális ösztönzők; az új, támogatott lakáshitel-program miatt kilőttek a hitelek
- Az árrésstopok várhatóan fennmaradnak. Ha kivezetik őket, az további egy százalékponttal emelheti az inflációt.

A trendinfláció évesített hó/hó változása* %

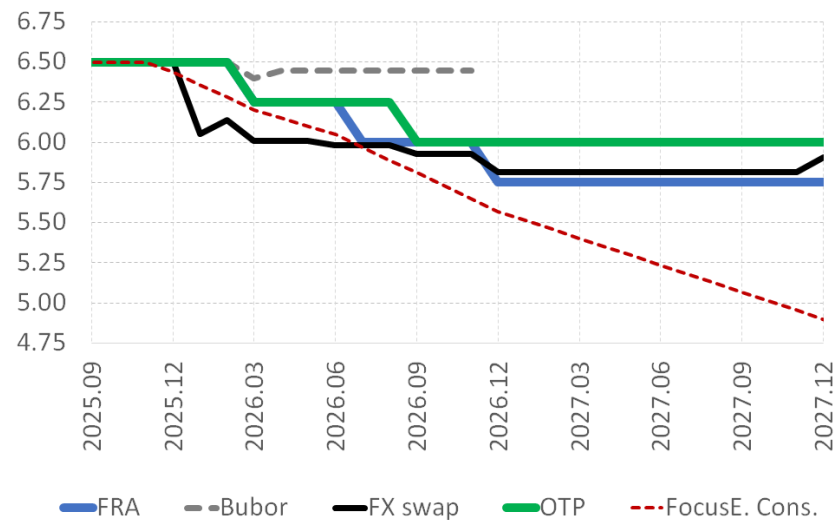


* áruk és piaci szolgáltatások visszatekintő átárazási tételek nélkül

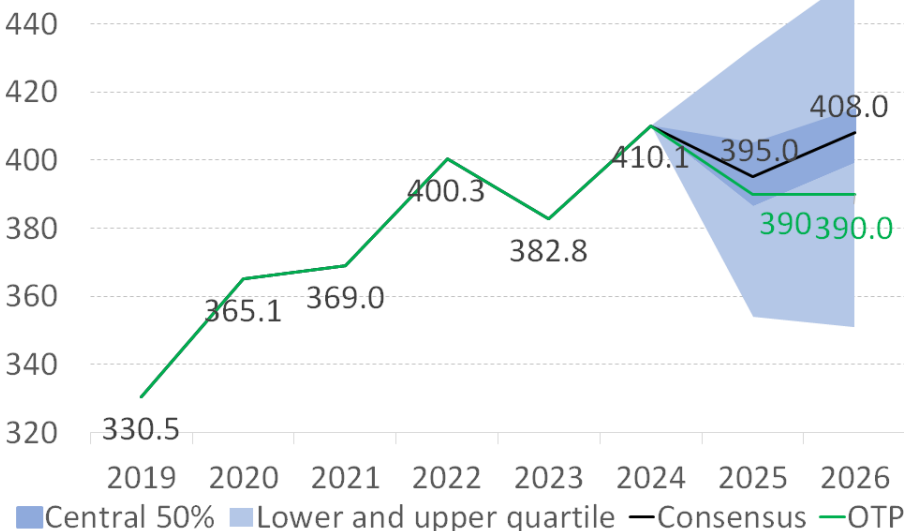
Forrás: Bloomberg, OTP Elemzés

2026-ban lehetőség nyílhat a kamatvágásra

Az effektív kamat alakulása (OTP-előrejelzés és árazás)



EURHUF várakozások (időszak vége)



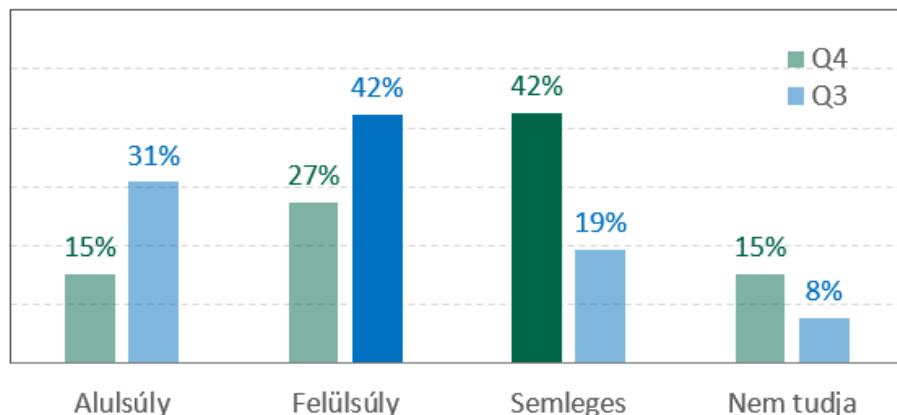
2025-ben a prudens monetáris politika és a politikai racionalitás, stabil forintot és alacsonyabb hosszú hozamok igénye nem tette lehetővé a kamatcsökkentést.

- 2024 szeptemberére 18%-ról 6,5%-ra csökkent az alapkamat, és azóta nem változott.
- A kamatcsökkentési várakozások jelentősen gyengültek, a 3-4 vágásról mindössze kettőre csökkentek 2026-ban.
- Mivel a jegybank továbbra is határozottan elkötelezett a devizapiaci stabilitás fenntartása mellett, és a kormány árszabályozási intézkedései még mindig jelentős szerepet játszanak az infláció alakulásában, a kedvező inflációs trendek és az erősebb forint ellenére sem számítunk kamatcsökkentésre a következő hónapokban. Amennyiben a következő hónapok megerősítik, hogy az inflációs alapmutatók októberben mért romlása csak átmeneti volt, és a 2026 eleji átárazás is csekély lesz, akkor megnyílhat a lehetőség a kamatcsökkentésre.
- Ahogy vártuk, a hosszú lejáratú hozamok a 4. negyedév első felében csökkentek, majd a magasabb hiánycélok miatt emelkedtek. A 3. negyedév végéhez hasonlóan a görbe hosszú vége most is vonzónak tűnik.

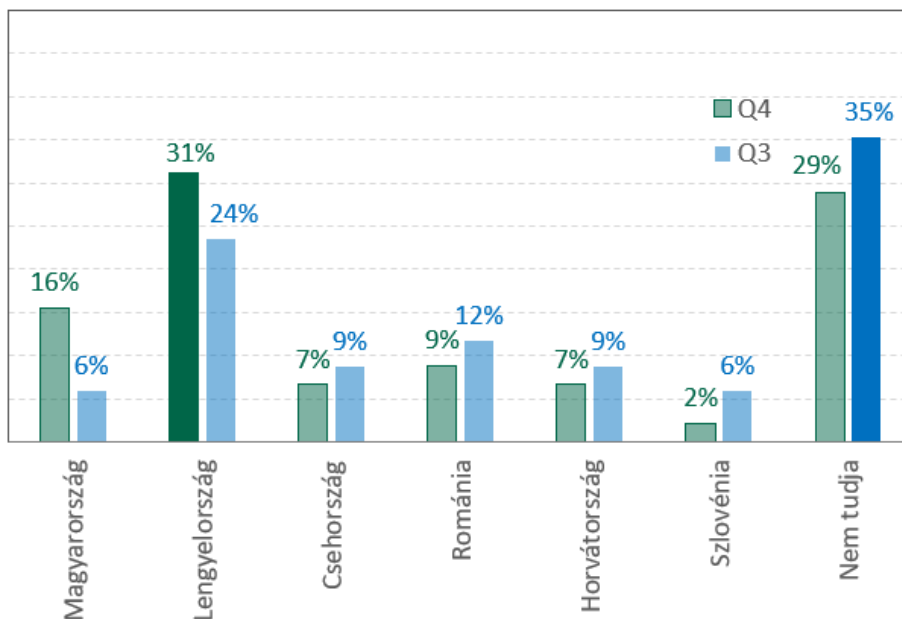
EURHUF: Nem számítunk további erősödésre, de a forint a jelenlegi szinten maradhat 2026 1. negyedévében.

- A gyengébb dollár és a szigorúbb jegybankelnök a magas carry-n keresztül segítette a forint felértékelődését. Az erősödés ellenére a forint továbbra is enyhén – véleményünk szerint 3-4%-kal – alulértékelt, mivel a reális EUR/HUF egyensúlyi szint becsléseink szerint 370-375 körül lehet.
- A forint a 4. negyedévben elérte a 380-as szintet, ahogy azt korábbi stratégiánkban is felvázoltuk. A jelenlegi szintről nem számítunk további felértékelődésre. Ez azt jelenti, hogy véleményünk szerint a kamatkülönbözet miatt továbbra is vonzóbbnak tűnik a forint vételi pozíciók tartása.

Felül vagy alulsúlyozná a Max Indexet duration alapon a következő 3 hónapban?



Melyik CETOP ország fog felülteljesíteni a következő 3 hónapban?



- Több mint 30, a régiós tőkepiacokon aktív, közvetlenül több mint 6,5 milliárd euró értékű vagyont kezelő vezető pénzügyi szakember vett részt felmérésünkben. Itt a legfontosabb megállapításokat emeljük ki, [a teljes riport itt olvasható.](#)
- Nőtt a bizonytalanok aránya a Max index duration pozicionálásával kapcsolatban, mivel a résztvevők két egymást kiegyenlítő tényezőt is mérlegelhetnek: Egyrészt a kormány megemelte a költségvetési hiánycélt, aminek hatására november elejétől emelkedtek a hozamok, nőtt a kockázatkerülés, másrészt viszont a magyar bankok államkötvény vásárlásai felpörögtek az év végén a jövő évi extraprofit adó csökkentése miatt, ami növelte a keresleti oldalt és ezáltal a hozamok csökkenéséhez vezetett.
- A válaszadók szerint az EURHUF árfolyam a következő három hónapban stabil maradhat. A többség az inflációt 2026 elején 2,5–4,5% közötti sávba várja, miközben az EURHUF árfolyam 375–385 körül alakulhat. Az intézmények fokozatos MNB-lazítást valószínűsítene (a konszenzus egy 50 bázispontos kamatcsökkentés felé tolódik), az árfolyamstabilitás továbbra is irányadó célként szerepel, és csak korlátozott esélyt látnak arra, hogy a jegybank rövid távon eltérjen az erős forintot támogató politikától. A régiós devizák tekintetében a HUF egyértelműen a legjobban várt felülteljesítő. A választási kockázat egyre inkább a portfóliók középpontjába kerül: a felmérés szerint már most „jelentős” hatással van a döntésekre.
- A válaszadók a benchmarkhoz képest nagyobb kockázatot vállalnak a részvényt piacon, és a következő 3 hónapban inkább a feltörekvő piacokat és a közép-kelet-európai régiót részesítik előnyben. Az intézményi befektetők CETOP-országok teljesítményével kapcsolatos várakozásai egyértelműen megváltoztak. Lengyelországtól várják leginkább a felülteljesítést (Q3: 24%; Q4: 31%), de Magyarország is feljebb kapaszkodott. A lengyel piacot több tényező is támogathatja, például a vállalati jelentések jól alakultak a legutóbbi negyedévben, de a makro oldali fundamentumok is erősek, az ősz során pedig a bankrészvények is jelentős visszapattanást mutattak az augusztusi adó-sokk után. A magasabb banki szektoradó bevezetése ellenére a befektetők újraértékeltek a szektort, és mivel a jövedelmezőség továbbra is erős és az értékeltség sem magas, a papírok még vonzóak tűnnek. Ezzel szemben Romániát várják a leginkább alulteljesítőnek (Q3: 9%; Q4: 26%). Ez a viszonylag gyenge gazdasági kilátásoknak és a román tőzsdeindex elmúlt időszakban látott nagy emelkedésének is betudható, amelyek rövid távon kevésbé vonzóvá teszik a román piacot a befektetők számára.

Eszközosztályok



Részvény

A fiskális és monetáris lazaság továbbra is erős hátszelet ad, de a részvények drágák, vagyis egyre kisebb a tér a hibázásra. Ezért szelektíven válogatunk szektorok és régiók között a többlethozam eléréséhez.



Felülsúlyozás



Kötvény

A gyengülő munkaerőpiac és lassuló növekedés a hozamok csökkenése irányába (USA), a romló adósságpálya viszont hozamemelő hatású. Emiatt a hozamgörbe rövid/közepes vége favorizált.



Semleges

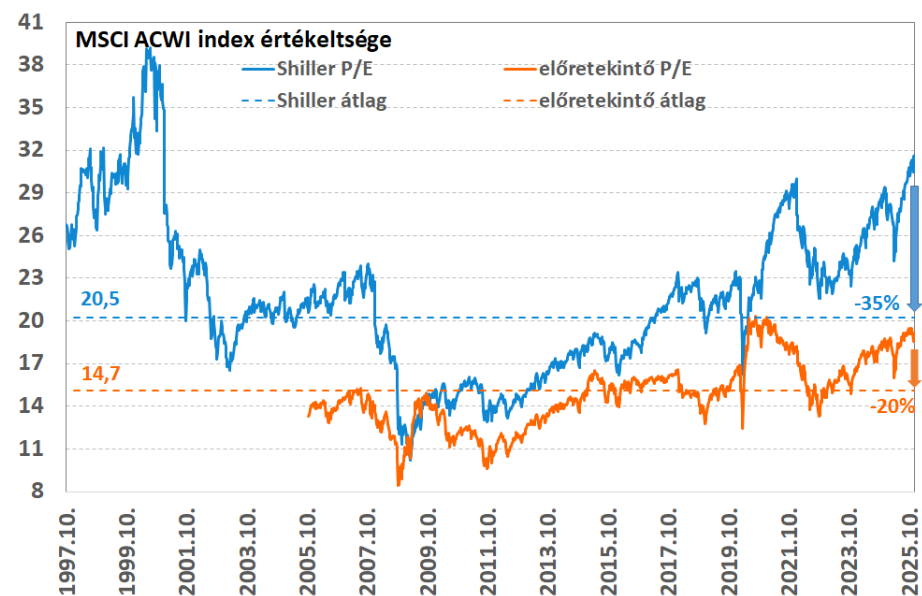


Nyersanyag

Tartjuk semleges álláspontunkat, mivel az energia és agrártermékek kilátásai egyelőre gyengék. A fémek kilátásai azonban továbbra is kedvezőek, szelektív kitettség ajánlott (pl. réz, urán, arany).



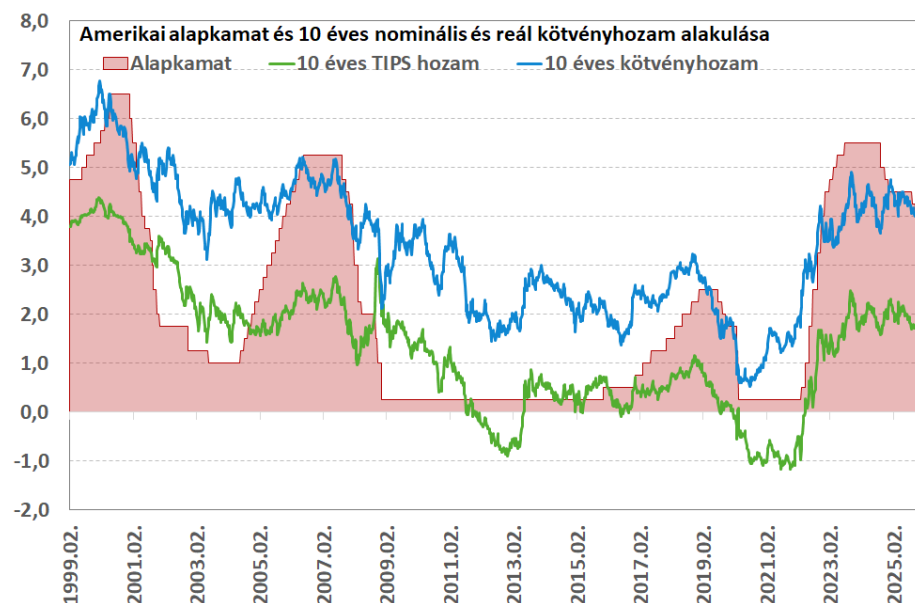
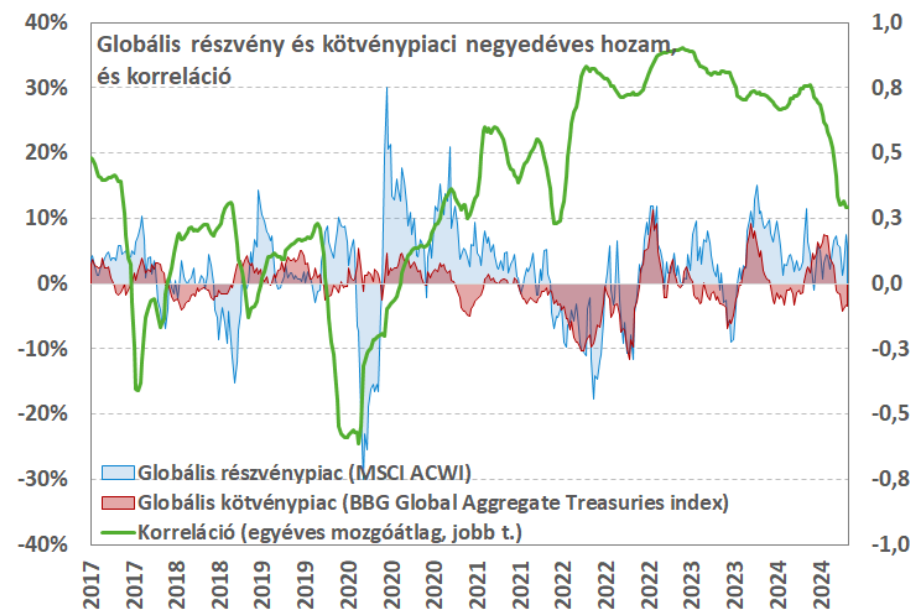
Alulsúlyozás



- 

A fiskális és monetáris oldali lazaság és a vállalati eredmények egészséges bővülése továbbra is erős hátszelet ad a részvénypiacoknak, amik viszont ebből már sokat beáraztak, drágák, vagyis egyre kisebb a tér a hibázásra. Emiatt a globális részvénypiaci kitettséget továbbra is semlegesen tartjuk, és szelektíven válogatunk szektorok és régiók között a többlethozam elérése érdekében.

Kötvény: óvatosság maradunk a hozamgörbe hosszú végével

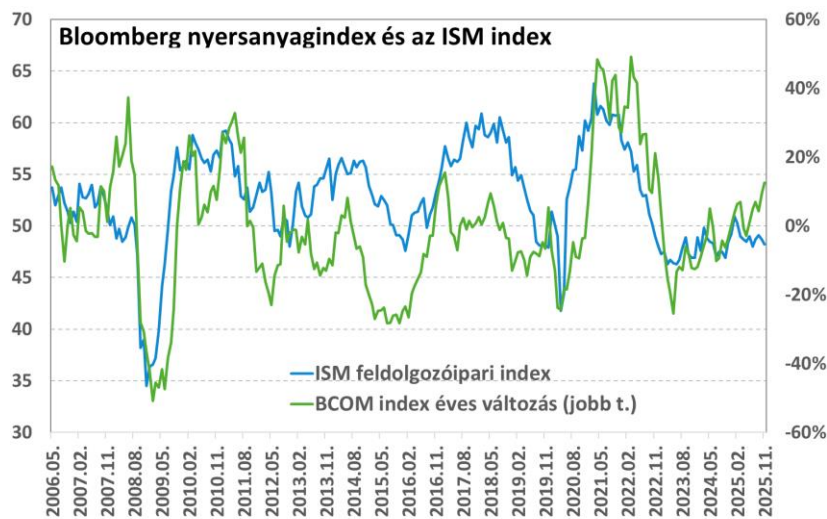


- Miközben az amerikai munkaerő és lakáspiac gyengülés jeleit küldi, és a növekedési kép is lassul, a továbbra is jelentős költségvetési költekezés (amiben az időközi választások előtt fordulat nem várható) és a magas eladósodottság és az ezekkel együtt a Fed függetlenségére kockázatokat hordozó tényezők erősödése a kötvénypiaci befektetők számára is kedvezőtlen jelek, miközben a külföldiek kötvényállománya közel rekordmagasságban tartózkodik. Utóbbiak a kötvényhozamok hosszú végét továbbra is magasan tarthatják (az 50 bp-os lejáratú prémium nem tűnik kellő kompenzációnak) annak ellenére is, hogy az adósságkibocsátási tervekben elsősorban a rövidebb lejáratok részarányának növelése szerepel, és a Fed is lezárta október végével a mérlegszűkítési programját. Még ha a tavaszi jegybankelnökváltást követően sor is kerül további kamatvágásokra, az is vélhetően csak átmeneti jelleggel – nem pedig tartósan – tudja majd lejjebb hozni a hosszú hozamokat.
- A dollár árfolyamára a politikai indíttatású kockázatok, egy jövőre esetlegesen agresszívabban kamatot csökkentő Fed és az így szűkülő kamatkülönbségek további nyomást helyezhetnek. Értékeltségi alapon továbbra is drágának számít a deviza, a biztonságos menedék szerepbe vetett hit megingott, miközben a tőke is keresi az USA-n kívüli diverzifikációs lehetőségeket.
- Az európai kötvénypiacok ennek a tőkének kedvelt célpontjai maradhatnak, ahol a korábban problémás periféria államok költségvetési költekezése ezúttal relatíve fegyelmezett, és a német adósságintézkedések is komfortosak, hogy a bejelentett költségvetési lazítást végrehajtsák, ami segíti enyhíteni a hozamok emelkedése irányába ható nyomást. Másrészt az adósságpálya fenntarthatóságával kapcsolatban továbbra is sok helyen vannak kockázatok (francia, brit), miközben a szűkös munkaerőpiac, emelkedő bérek és szolgáltatásárak inflációs kockázatot teremtenek, ami az eurós hozamokat is felfele nyomja.
- A vállalati kötvényszegmensben a spreadek továbbra is historikus mélypontokhoz közeliek, ez megítélésünk szerint nem fedez a fokozódó kockázatokért, amit a csődráták emelkedése jelenthet a növekedés esetleges lassulásával és a 2020-as hozammélypontoknál kibocsátott adósságok magasabb kamatszinteken történő erősödő refinanszírozási igényével.

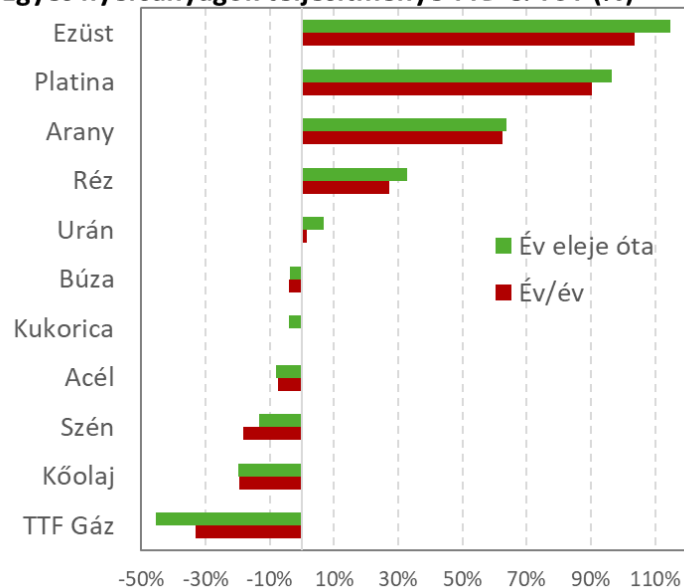


A kötvénykitettségekről alkotott véleményünk nem változott: miközben a gyengülő munkaerőpiac és lassuló növekedés a hozamok csökkenése irányába hat az USA-ban, addig a továbbra is jelentős fiskális stimulusok, romló adósságpályák és/vagy emelkedő inflációs kockázatok ezzel ellentétes irányú hatást jelentenek. Emiatt a hozamgörbe rövid/közepes vége favorizált.

Nyersanyag: az olaj egyelőre gyenge, de a fémek erősek lehetnek 2026-ban



Egyes nyersanyagok teljesítménye YTD & YoY (%)



- Az elmúlt hónapokban némileg javult a nyersanyagpiaci összkép, amely elsősorban a nemesfémek erős teljesítményének köszönhető, de szépen menetel a réz is, illetve néhány egyéb ipari fém árazása is javult. Az energiához kapcsolódó termékek ugyanakkor még egyelőre gyengélkednek, különösen az olaj, bár az amerikai földgáz árfolyama emelkedett (míg az európai jegyzés lefelé tendál). Emellett a mezőgazdasági termékek sem teljesítenek túl fényesen 1-1 terméket leszámítva (pl. kávé, gyapjú).
- Az arany és az ezüst remek teljesítménye nem újdonság, hiszen itt az emelkedés már közel 2 éve tart, de ehhez csatlakozott a platina és a palládium is az idei évben. A réz esetében a kínálati oldal gyengesége fontos elem, de a keresleti oldalt is segíti több strukturális tényező. A többi ipari fém kapcsán már némileg vegyesebbnek tűnik a kereslet-kínálat alakulása, de többek között a lítium, az alumínium, a volfrám és az ón kilátásai is jobbak. Fontos tényező lehet 2026-ban a fémek kapcsán, hogy hogyan teljesít majd a kínai gazdaság, amely 2025-ben relative jól tartotta magát elsősorban a vámháború ellenére is erős exportteljesítménynek köszönhetően.
- A nyersanyagokon belül tehát a fémek kilátásai erősebbek (egyik kedvelt tematikánk a 2026-os évre), de a nagy kérdés a tágabb szektor számára, hogy vajon megindulhat-e az olaj is felfelé. A jelenlegi pesszimizmus legfőbb oka, hogy 2025-ben az OPEC+ nagy mennyiségű olajat eresztett vissza a piacra, miközben az amerikai termelés nőtt, ami így jelentős túlkínálathoz vezetett. Az IEA például több mint 3,8 millió hordós többletre számít 2026-ban (~3-4%-os túlkínálat), míg az OPEC optimistább, és jelentősen magasabb keresletnövekedést vár.
- Véleményünk szerint nagyobb pozitív fordulat akkor jöhetne (geopolitikai eseményeket leszámítva), ha az amerikai palaolajtermelés növekedés helyett stagnálásba vagy kisebb esésbe fordulna, miközben a globális gazdasági kilátások javulnak, ami a vártnál nagyobb keresletet hozna magával (egy további kedvező tényező, hogy több OPEC+ tagország is a termelési kvótái alatt termel). A jelenlegi lefelé tendáló olajár, a lazább fiskális és monetáris politikák mellett ez nem tűnik lehetetlen kimenetnek 2026-ban, de erre még túl korai lenne fogadni. Egyelőre érdemes lehet a partvonalon maradni.



Összességében tartjuk semleges nyersanyagpiaci álláspontunkat, mivel az energia és agrártermékek egyelőre gyengélkednek. Az ipari és nemesfémek kilátásai azonban továbbra is kedvezőek, így szelektív kitettség ajánlott (pl. réz, urán, arany).

Részvények - Régiók



USA

Az időközi választások, és a jegybankelnök váltás miatt a fiskális és monetáris politika is támogató maradhat, így hiába drága a részvényt piac, mindezt a likviditásbőség, egészséges eredménydinamika és AI beruházási boom ellensúlyozzák.



Európa

A német védelmi és infrastrukturális kiadások fokozásával 2026-ban a növekedés lassan javulhat, a vállalati profitrecesszió véget érhet. A régió relatíve olcsó, de továbbra is sok a legyőzendő akadály, ami miatt az átárazódás elhúzódhat.



Feltörekvők

A legnagyobb profitnövekedést szállíthatja, de annak fenntarthatóságával kapcsolatban vannak kérdőjelek. A dollár gyengülés és Fed kamatcsökkentés kedvez, az árazás semleges. Latin-Amerikát és Indiát favorizáljuk.



Kelet-Közép-Európa

A régiót eddig hajtó tényezőkben nem látunk változást, a növekedési kép további lassú javulása várható, a profitkonszenzus ezúttal is nyomottnak bizonyulhat, és bár a kockázatok erősödnek, az árazási diszkont még ezzel együtt is túlzónak tűnik.



Felülsúlyozás



Semleges

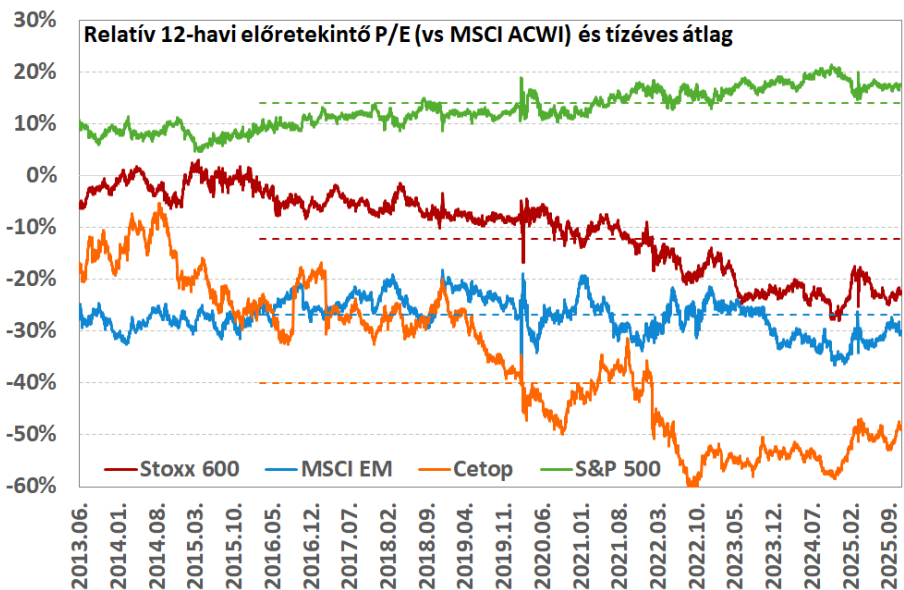
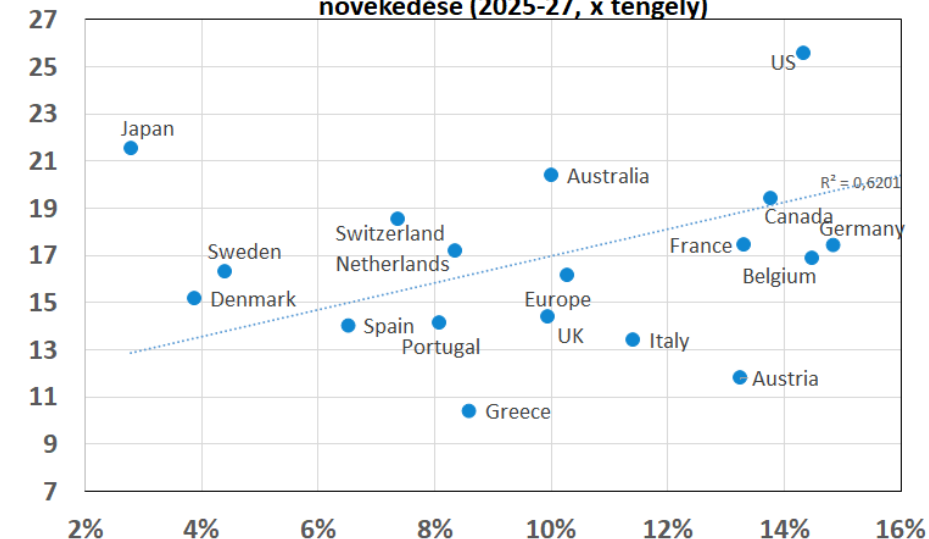


Alulsúlyozás



USA: drága, de nehéz ellene fogadni

Fejlett országok részvénytőzsdájának P/E-je (2025) és EPS növekedése (2025-27, x tengely)

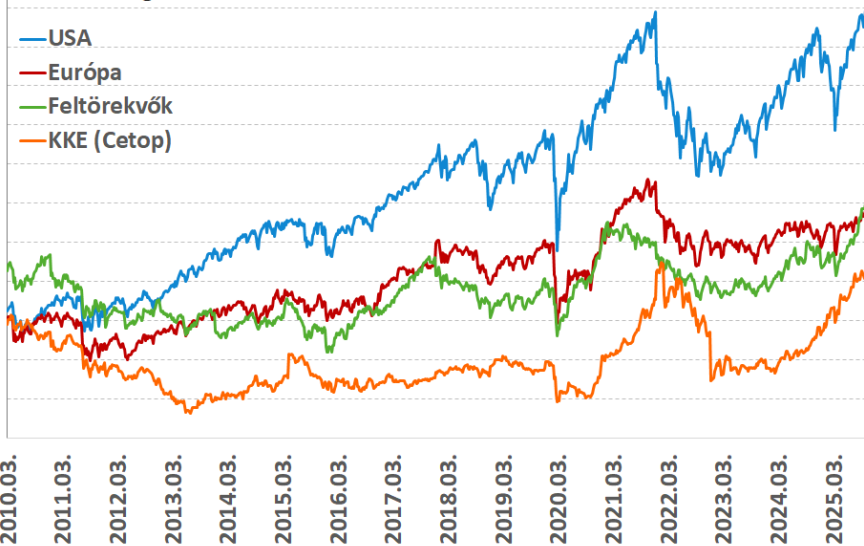


- Lassuló gazdasági növekedés az USA-ban, a munkaerő és lakáspiac gyenge képet festenek, és a kereskedelmi vámok is negatívan hatnak, az AI-hoz kapcsolódó infrastrukturális beruházások azonban támogatóak, bár a termelékenységnövekedési hatások időben később jelentkezhetnek. A fiskális oldal laza (a Big Beautiful Bill növekedést serkentő hatásai áthúzódnak 2026-ra), miközben a jegybank a gyengülő munkaerőpiacot látva kamatcsökkentésekbe kezdett, melyek együtt a recessziós kockázatokat alacsonyan tartják. A november eleji félidős választások és a Fed elnök mandátumának május közepi lejárta miatt nagy valószínűséggel fennmarad az eddigi laza (vagy akár még lazább) gazdaságpolitikai irány.
- Mindez egészséges (10% feletti) profitnövekedés képében csapódhat le, amit az AI infrastruktúra kiépítése miatt jövőre tovább emelkedő beruházási kiadások is támogatnak. Az amerikai vállalatok megtérülési, profitnövekedési mutatói továbbra is a világ élvonalába tartoznak. A részvénytőzsdáknak ellen szóló legerősebb érv annak drágasága: 22-es előretekintő P/E ráta, ami közel 40%-kal múlja felül a 20 éves átlagot, és 17%-kal van a globális szint felett, szemben a szokásos 10%-kal. A ciklikusan igazított Shiller P/E pedig a 2021 végi lokális csúcsot is felülmúlja 38-as értékével. Ez azt jelenti, hogy az erős fundamentumok már nagyrészt a magas árakban is tükröződnek. Ez önmagában nem akasztja meg az egyébként korát tekintve átlagnál fiatalabb (38 hónap vs. az átlagos 67) borszárakat, de a hibázásra (várttól elmaradó vállalati profitok; az AI-al kapcsolatos kedvezőtlen hírek, emelkedő kötvényhozamok) már egyre kisebb a tér.
- Látva a monetáris politika további lazasága irányába mutató jeleket (megálló eszközleépítés, beinduló rövid kötvény vásárlások, jegybankelnök váltás), a jelenlegi szintekről az erősebb felfele mutató potenciált egy, az 1998 és 2000-es időszakban látott, lufifújást eredményező helyzethez hasonló, az árazási szintek további tágulásával járó kimenetel jelentené. Amennyiben azonban az AI beruházások megtérülésével kapcsolatos várakozásokban törés keletkezne (az újabbnál újabb innovációk érkezésével ezt nem zárhatjuk ki), vagy a felfele mutató inflációs kockázatok miatt az esetleges további Fed kamatcsökkentések hatására a hosszú kötvényhozamok már nem csökkennének érdemben, miközben a dollár nyomás alá kerülne, az könnyen Amerika felől a világ más részvénytőzsdáira helyezhetné a hangsúlyt.
- Mindezek miatt az amerikai részvénykitettségeket semlegesen tartanánk, és elsősorban az AI innovációhoz köthető szektorokat részesítenénk előnyben, ezen a területen erős amerikai fölény mutatkozik. Ilyennek tartjuk hardware oldalon a félvezetőket, a szoftveres megoldásokat szállító kibervédelmi cégeket, de az adatközpontok működése szempontjából szűk keresztmetszetet jelentő energiaellátást biztosító közműveket/megújulókat, nyersanyag vonalon pedig a rézbányákat.



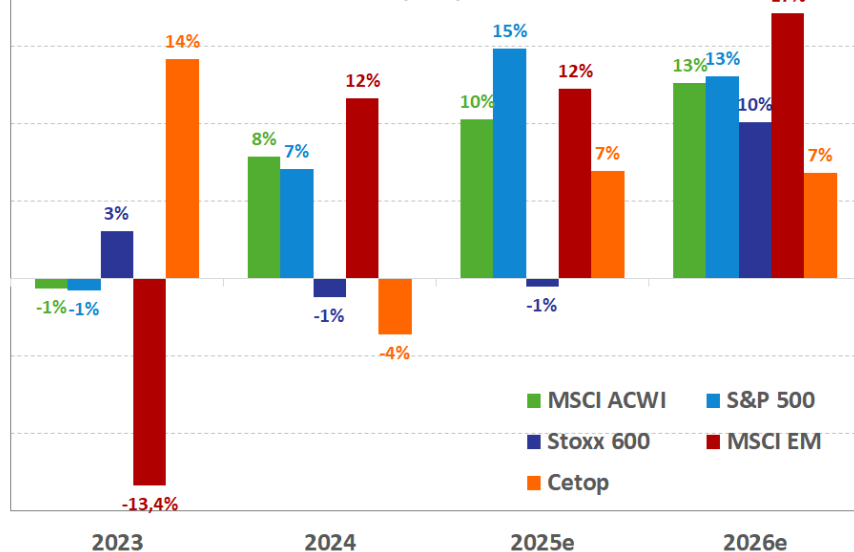
Európa: tarthatja a tempót, de az előzéshez több kell

Ciklikusan igazított Shiller P/E ráták



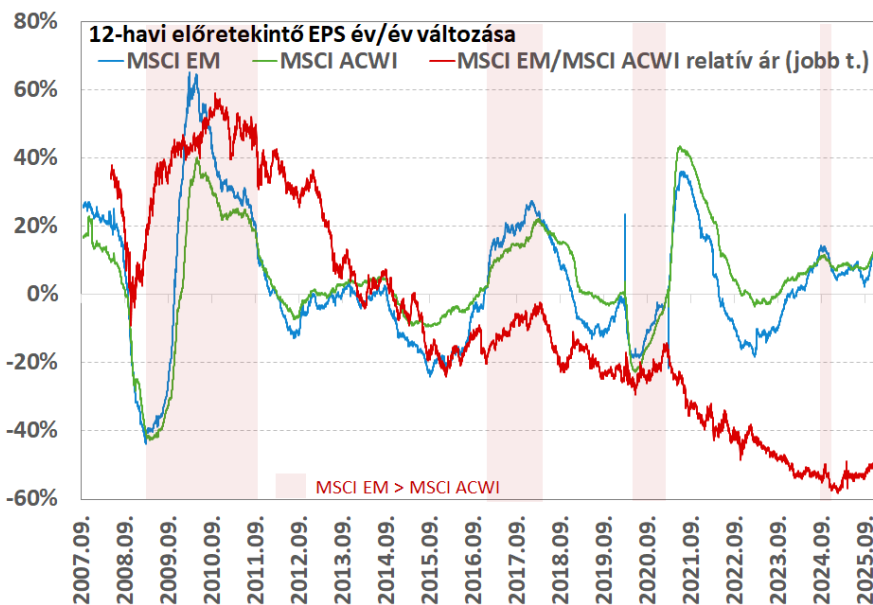
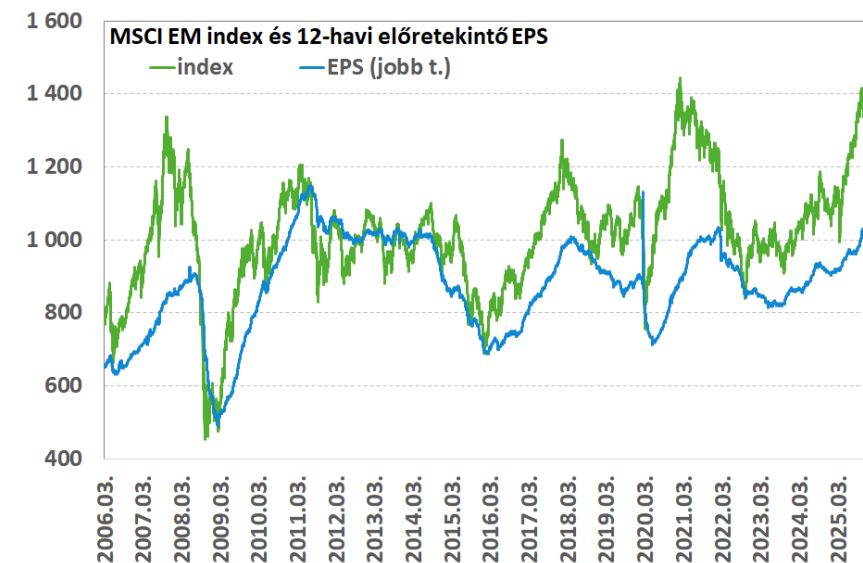
- Az idei év igazán átütő változása a német adósságfék szabályok enyhítése és az infrastrukturális és védelmi kiadások növelése volt, melynek gazdasági növekedésre gyakorolt hatásai a 2026-os évben, annak is erősebben a második felében jelentkezhetnek Európában. Ez a fiskális impulzus leginkább a német gazdaság számára lesz kedvező, azonban az idei évben végrehajtott monetáris lazításokkal és a banki hitelezési dinamika erősödésével és a még felhasználható (elsősorban dél-európai gazdaságokat támogató) RRF pénzekkel együtt az eurozóna növekedése is lassan javuló pályára állhat. Az elmúlt időszakban ezen túl is történtek kedvező előrelépések: megegyezés az amerikai kereskedelmi vámokkal kapcsolatban, kereskedelmi kapcsolatok diverzifikálása (India és Brazília). Az inflációs nyomás a német költség ellenére is alacsony maradhat (bár a kockázatok felfele mutatnak), ebben a kereskedelmi vámok miatt nagyobb mennyiségben Európába irányított kínai termékek árszorító hatása is szerepet játszhat.
- Másrészt ennek az árnyoldalaival is szembe kell néznie a kontinensnek, hiszen a kínai áruk a globális piacokon egyre nagyobb kihívói például a német gépipari, autóipari termékeknek, nem beszélve egyes technológiai fronton mutatkozó versenyelőnyökről. Az európai termelékenység továbbra is gyenge, az energia költségek magasak, a demográfiai helyzet (csökkenő munkaképes korú lakosság) kedvezőtlen, az orosz-ukrán háború miatti geopolitikai kockázatok is ránehezednek, miközben a szélsőséges pártok népszerűségének erősödése figyelhető meg több kulcsországban. Többek között Franciaországban, ahol az elmúlt év folyamatos kormányválságokkal telt, és várhatóan előretekinve is gyenge pontja lesz a régióknak, hiszen a politikai patthelyzet miatt valós költségvetési reformok nem tudnak megvalósulni, így viszont az adósság fenntarthatatlan pályán maradhat.
- Ezek a negatívumok persze az árakban is tükröződnek, az európai részvénytőke értékeltségi alapon egyre vonzóbb képet fest. A ciklikusan igazított P/E ráta egyedül ebben a régióban van már csak a 2021-es csúcs alatt, az előretekintő pedig mindössze 10%-kal van a hosszú távú átlag felett (ennél csak a KKE régió tűnik jobbnak), a globális árazáshoz képest pedig 22%-os a diszkont mértéke, ami szintén jelentős. Jó hír, hogy a három éve stagnáló vállalati profittermelésben is élénkülés várható, 10% körüli növekedéssel 2026-ban.
- Ez arra elég lehet, hogy az európai részvénytőke tartsa majd a tempót az amerikaival a következő időszakban, azonban amíg a profittermelésben nem látunk relatív értelemben vonzóbb számokat, a régió mellett és ellen szóló érvek számunkra kioltják egymást. Európán belül a lemaradó kisebb kapitalizációjú szegmensben látunk fantáziát, hiszen több olyan tényező is látszik, amik az emelkedő szakaszok érett fázisában jellemző kispapír felülteljesítést katalizálhatják.

Profitnövekedési várakozások (EPS)





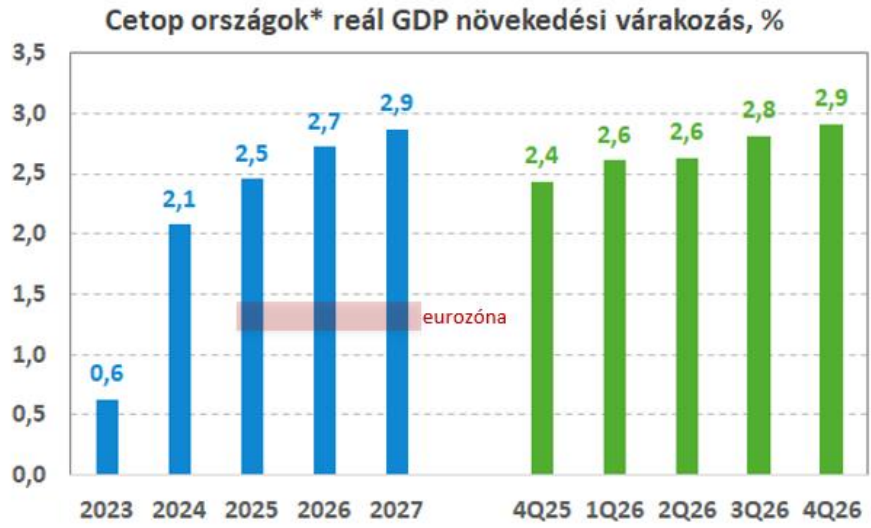
Feltörekvők: kérdés, meddig tartanak ki az eddigi hajtóerők



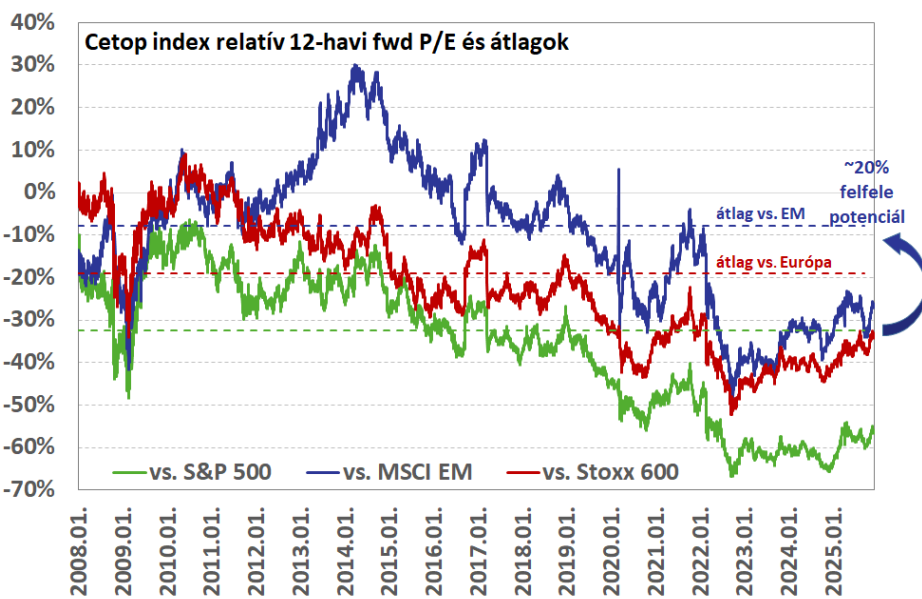
- Az amerikai eszközökből való tőkekiáramlás, a dollár gyengülése, a Fed kamatcsökkentése egyaránt kedveznek a feltörekvő piacoknak, hiszen a dollárban fennálló adósságterhek csökkenését, ezáltal a vállalati és lakossági vásárlóerő, és fogyasztás növekedését okozza. Nem véletlen, hogy az elemzők 2026-ra ebben a régióban várják a legnagyobb, 15% feletti profitnövekedést, amivel a régió profitdinamikája, ami már az elmúlt hónapokban is a globális profitnövekedés körül alakult, végre felülteljesítővé is válhat. Ez egy nagyon fontos feltétele lenne annak, hogy a régió képes legyen a globálist felülmúló teljesítményre 2026-ban.
- Nem szabad azonban elfelejteni, hogy a feltörekvő piacok profitnövekedése az utóbbi legalább két évben tartósan nem tudott a globális fölé nőni, ráadásul a jelenlegi szintek az elmúlt 20 évben már többször is a profitciklus csúcsát jelentették (a profitmarzsok is csúcshoz értek), ahonnan lefordulás következett. 2026 első felében az addig még kedvező bázishatás miatt a dollár gyengülése is besegít, amennyiben viszont a mostani szintekről újabb gyengülő hullám nem érkezik, úgy ez a hatás az év második felére eltűnhet. Nem lenne ráadásul példa nélküli, hogy éven belül az elemzői profitvárakozások meredeken csökkennek, ez az elmúlt évek mindegyikére jellemző volt. Vagyis láthatóan vannak kockázatok profitoldalon, miközben mostanra már a korábbi nagy olcsósága is eltűnt a régióknak: a relatív P/E diszkont ugyan jelentős, 30%-os a globálishoz, de ez már közel van az átlagoshoz, miközben a 13-as P/E ráta nem sokkal marad el az európaiktól, miközben 10%-kal már felülmúlja a hosszú távú átlagot.
- Az indexekben leginkább meghatározó kínai gazdaság továbbra is kihívásokkal szembesül: az ingatlanszektor továbbra is gyengén teljesít, az exportvezérelt feldolgozóipari növekedést pedig az amerikai vámok hatásai sújtják. Utóbbiak negatív hatásai egyre inkább érezhetővé válnak a növekedési számokban, az mindenesetre kedvező fejlemény, hogy újabb vámemelésekre egyelőre kisebb az esély, miután Trump és Xi elnökök októberi megállapodásával átmeneti deeszkaláció indult a felek közötti vitás helyzetekben. A GDP növekedés a lassulás ellenére is 4-5% körüli szinteken maradhat a következő években, a stratégiai fókusz a belső fogyasztás erősítésére helyeződik, de a termelékenységet is növelnék. A kínai részvénytőkepiac árazása mostanra a hosszú távú átlag fölé kapaszkodott vissza, relatív értelemben semleges szinteken járunk. Az AI versenyfutásban való domináns pozíció és az amerikai viszonyban látható deeszkaláció rövid távon még segítheti felfele a piacot, hosszabb távon azonban továbbra is fennáll a kelet-nyugat blokkosodásból, geopolitikai feszültségekből, gazdasági modellváltásból fakadó kockázatok, amik óvatosságra intő tényezők.
- A feltörekvő régiókn belül Kínával szemben a brazil és mexikói részvénytőkepiacot, valamint Indiát favorizáljuk. A dél-koreai piac szintén attraktív, de a félvezetőgyártók nagy súlya miatt az AI beruházási trendet egyéb módon (amerikai kitétségeken keresztül) tartjuk érdemesnek meglovagolni.



KKE: bár szűkül, de még van benne potenciál



*Lengyel, Cseh, Román, Magyar, Szlovén, Horvát Cetop bevétel szerint súlyozva



- A 2022 októberi globális részvénytőzsi mélypont óta erősen felülteljesít a kelet-közép-európai részvénytőzsi (Cetop: +145%), és ezt a vezető pozíciót az idei évben is megtartotta. Utóbbiban már az orosz-ukrán békekötés lehetősége, illetve az erre való pozicionálás is segített, az elmúlt években azonban az árfolyamok emelkedése mellett a vállalatok profittermelése is kimagasló ütemben nőtt, és az éves profitdinamika is az idő nagyrésztében felülmúlta a nagyobb régiókéét, vagyis a rali a fundamentumok szintjén is támogatva volt. Emiatt, bár a részvénytőzsi értékeltsége is valamelyest emelkedett, az még mindig elmondható, hogy a régió historikus és relatív értelemben véve is globálisan az egyik legolcsóbb.
- A régiót eddig támogató tényezőkben egyelőre nem látunk változást: a gazdasági növekedés duplája, mint amit az eurozónában látunk, ráadásul a következő években a növekedés enyhe erősödése várható, amit az EU-s források felhasználása (a 2021-27-es kohéziós költségvetési ciklusból még két év hátravan, és a fennmaradó RRF pénzek lehívására is nyílnak még meg lehetőségek) és a laza költségvetési politikák is támogatnak. Utóbbi miatt azonban a régió meghatározó országai, mint Lengyelország, Magyarország, vagy Románia esetében is folynak túlzottdeficit eljárások, amik miatt érdemi lépéseket, terveket kell megfogalmazni a hiány csökkentése érdekében. Ez azonban 2026-ban még várhatóan nem jár érdemi növekedési áldozattal, hiszen akár a román példa alapján is az látszik, hogy a Tanács időben és a kiadáslefaragás mértékét illetően is tanúsít rugalmasságot, ami azt jelenti, hogy a régiós súlyozott GDP arányos deficit várhatóan csak enyhén csökken. Mivel a fejlett világ számos országa küzd ugyanezzel a jelenséggel, egyelőre a piac sem kényszeríti ki a keményebb kiigazítást. Ilyen feltételek mellett a régiós dezinflációs folyamatok lassulnak, és a további kamatsökkentések előtti tér is szűkül. Az erős gazdasági növekedés, és a relatív magasan maradó kamatszintek viszont kedveznek a jellemzően banki, és ciklikus szektorok által dominált részvénytőzsiacnak, ahol a 2026-ra várt 7% körüli profitnövekedés ismét túl konzervatívnak bizonyulhat majd a többi régió kétszámjegyű százalékos növekedési várakozásaihoz képest (ahogy az rendre az elmúlt években is történt).
- Megjelentek azonban kockázatok is, hiszen a költségvetési hiányok lefaragásához a régió minden jelentősebb országa terhet rak a pénzügyi szektorra különadók formájában, ami a profitnövekedési potenciált rontja. Ezek azonban egyrészt már beépülhettek a profitvárakozásokba, és tükröződnek a továbbra is nyomott értékeltségi szintekben. Azt gondoljuk, hogy a historikus átlagtól elmaradó P/E ráta, és a jelentős árazási diszkont a feltörekvő vagy európai részvénytőzsiacokhoz képest még ezekkel együtt is túlzó. A jelenlegi szintekről további 10-20% körüli felértékelődést fundamentális alapon indokoltnak tűnik, ami miatt egyelőre megtartjuk a régió felülsúlyozására tett javaslatunkat.



Félvezetők

Az AI mint megatrend strukturális növekedési hátszelet ad. Drágák, de egyelőre erősen keresleti maradhat a piac.



Kibervédelem

Az AI, mint befektetési sztori egy következő állomása a szoftveres megoldások piaca lehet, amire a kibervédelem jól pozicionált.



Közmű/Megújulók

A növekvő áramkereslet strukturális hátszelet jelent. A megújulók terjedése folytatódhat, az értékeltség továbbra is elfogadható.



Bányák (réz/urán)

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



India

Számos hosszú távú strukturális trend segíti, jelentős a belső potenciál, a profitnövekedés erősödése katalizátor lehet.



Latin-Amerika

Mexikó relatív győztese lehet az USA vámoknak, a near-shoring folytatódhat, Brazília globálisan az egyik legolcsóbb piac.



Európai kispapírok

A legolcsóbb szegmens Európában, miközben több tényező is katalizálhatja a szokásos, piaci emelkedési ciklusok végi felülteljesítést.



Arany

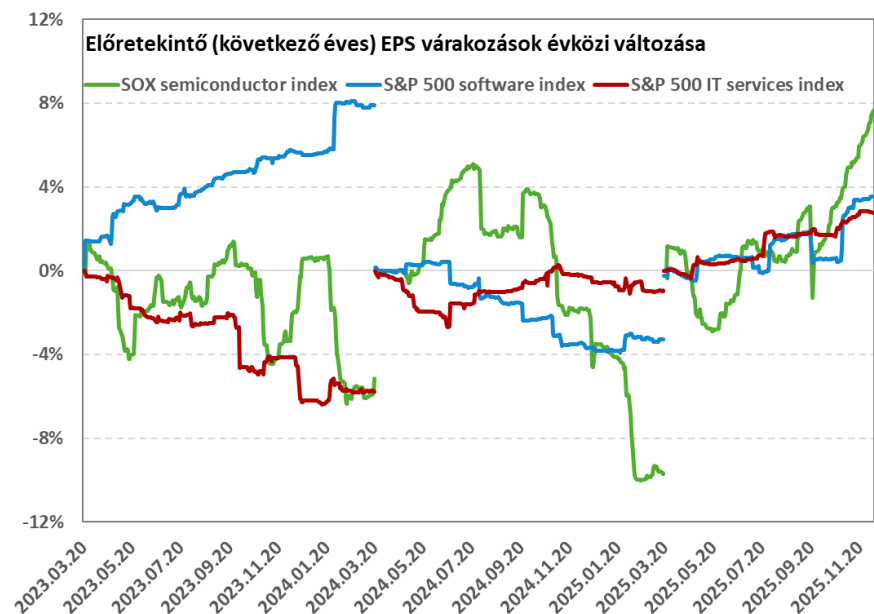
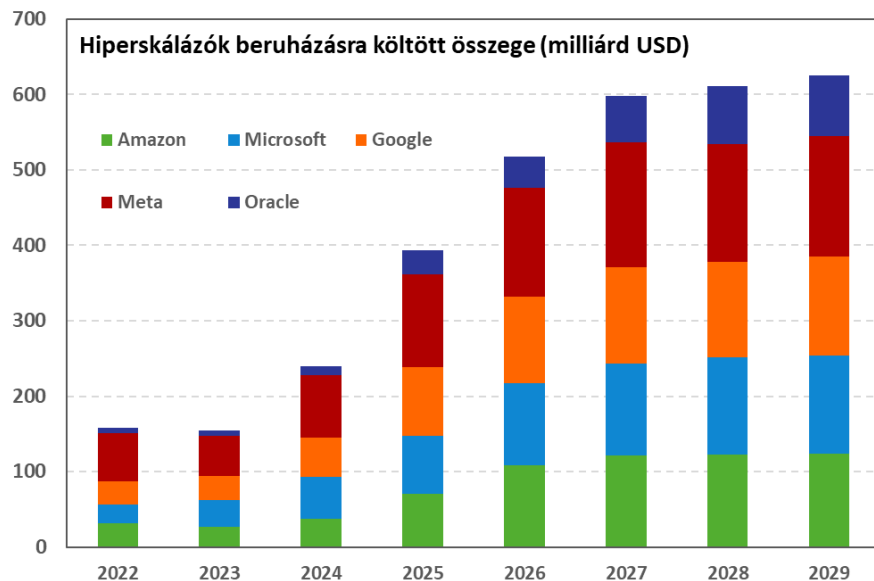
A fiskális fegyelem hiánya, az emelkedő adósságok, a jegybanki vásárlások és a geopolitikai feszültségek strukturálisan segítik.



Újronnan a listára kerülő elem



Félvezetők: az AI momentum támogatja a növekedés gyorsulását

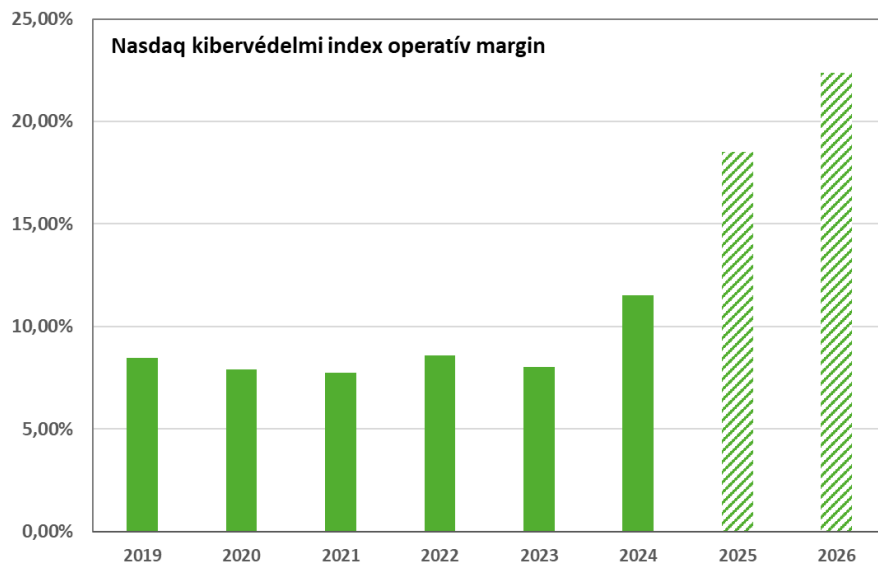
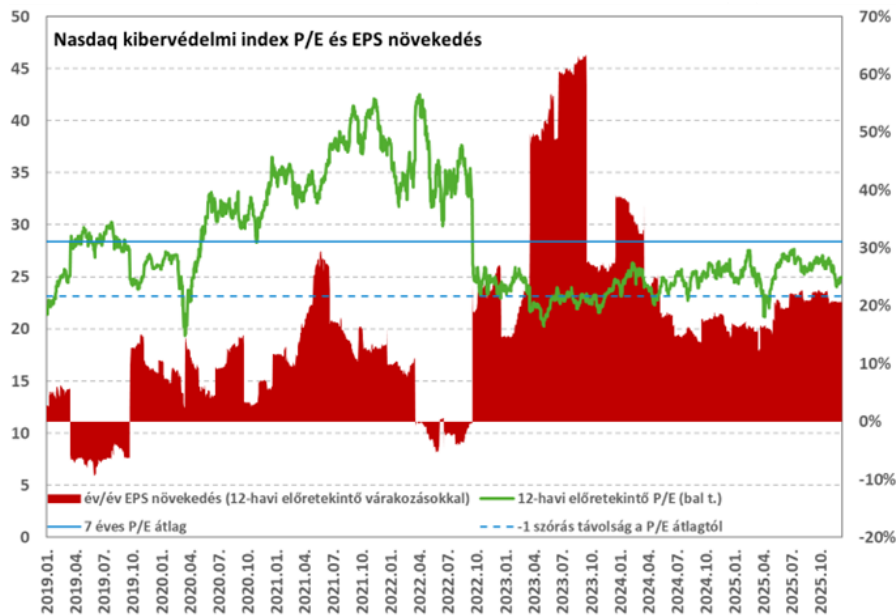


- A momentum továbbra is erős az AI-infrastruktúra és a felhőszolgáltatások területén. A hyperskálázók (Google, Meta, Amazon, Microsoft, Oracle) éves beruházási terve ~520 milliárd dollárra emelkedhet 2026-ban (30%-os növekedés év/év), míg 2030-ig összesen mintegy 2900 milliárd dollárnyi további beruházásra készülnek – ez közel négyszerese a 2023-2025 közötti időszakban elköltött összegnek. Ez alapján a jelenlegi számítási kapacitások csupán ~20%-át fedik le a tervezett infrastruktúrának, ami kedvező növekedési képet fest félvezető vállalatok számára az évtized végéig.
- Az AI-vezérelt kereslet továbbra is meghaladja a kínálatot: az AI sztori vezető szereplőjének számító Nvidia már most több mint 500 milliárd dollár értékű chiprendelést szerzett a 2025-2026-os időszakra, ami ~50%-os bevétel növekedést eredményezhet 2026-ban de a rendelésállomány további növelése felértékelődési potenciált hordoz. Hasonló helyzet rajzolódik ki valamennyi félvezető vállalat esetében, bár az AI infrastruktúrához nélkülözhetetlen memóriachipek piacán tapasztalható kínálati hiány még súlyosabb, itt a memória árak többszörösére emelkedtek a 2025-ös év eleji értékeknek és a tendencia várhatóan 2026-ban is fennmarad miután a legtöbb iparági szereplő már leszerződött a teljes 2026-os készleteik értékesítésére. Az erős keresleti piac hatására a félvezető szegmens árazási ereje tovább növekedhet 2026-ban, a becslések szerint megközelítheti a bruttó árrés az 54%-ot, ami történelmi csúcs lenne, még a nettó profit marzs 28% fölé tájulhat a jelenlegi 25% körüli értékről.
- Az AI-megatrend által vezérelt adatközpont-építések és a kapcsolódó chipkereslet jelentik a növekedés fő hajtóerejét, azonban 2025-höz képest fellendülés jöhet a hagyományos szélesebb körű félvezető-termékek esetében is (PC, okostelefon). Az iparági bevételnövekedés 2026-ban 15% fölé gyorsulhat az idei 10%-ról, míg a tájuló árréseknek köszönhetően a profitdinamika 30% fölé emelkedhet (jelenleg 26%). Az utóbbi fél évben közel 9%-kal módosították felfelé az eredményvárakozást 2026-ra az elemzők és bár az értékeltség továbbra is magas (előretekintő P/E: 27), ehhez kiemelkedő marzsok és növekedés társul.

Úgy gondoljuk, érdemes kitettséget tartani a technológiai szektor hardveres oldalán, miután a mesterséges intelligencia strukturális növekedési lehetőséget és kedvező kereslet-kínálati viszonyokat teremt a félvezetők számára, amely 2026-ban is velünk maradhat. Bár az értékeltségi szintek magasak, és a piaci várakozások kevés hibalehetőséget engednek, az AI, mint támogató megatrend indokolja a kitettséget az iparágban.



Kibervédelem: az iparági konszolidáció segítheti a marzsok tágulását

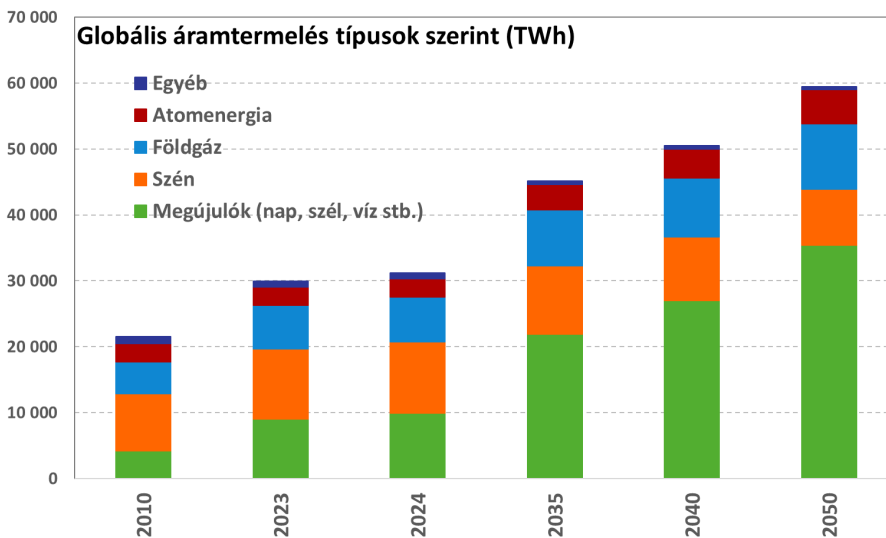
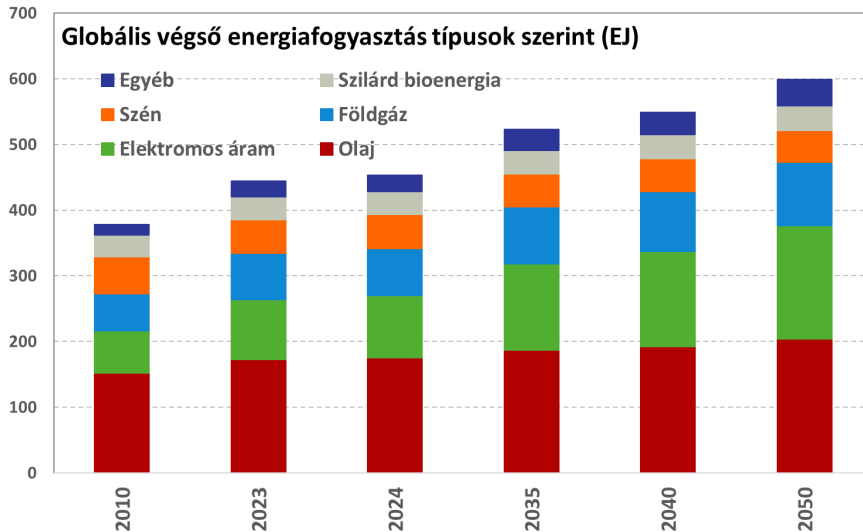


- A kibervédelmi iparág 2025-ben alulteljesített a technológiai szektoron belül, ugyanakkor szoftveres oldalon az AI által biztosított strukturális hátszél egyik legnagyobb kedvezményezettje lehet, az infrastruktúra kiépülésével és használatba vételével. A felépülő adatközpontok segíthetik a felhőszolgáltatások iránt megerősödő kereslet kielégítését és ezzel együtt növelik az igényt a felhő- illetve a felhőalapú munkafolyamatok monitorozására és védelmére. Továbbá a számítási kapacitások bővülése lehetővé teszi az AI-ügynökök elterjedését, ami új katalizátort jelenthet az autentikációs és identitásvédelmi szegmens számára.
- A kiberbiztonsági megoldások iránti keresletet tovább erősíti, hogy az elmúlt öt évben a vállalatonkénti átlagos kibertámadások száma közel megháromszorozódott. Emellett a generatív AI által végrehajtott támadások egyre kifinomultabbak, és arányuk 2027-re elérheti az összes incidens 17%-át a Gartner szerint. A szigorodó szabályozás és a növekvő transzparencia fokozza a reputációs kockázatokat, ami a vállalatokat magasabb kiberbiztonsági költségekre és megelőző intézkedésekre ösztönzi.
- A kibervédelmi iparág hosszú távú növekedési kilátásait erősítik a fokozódó geopolitikai feszültségek. A hibridhadviselés felértékelődése jelentős kormányzati megrendeléseket jelenthet a szektor számára. Jelenleg az USA GDP-jének mindössze ~0,1%-át fordítják kiberbiztonságra, ugyanakkor az idén elfogadott NATO javaslat 2035-re 1,5%-os allokációt irányoz elő infrastrukturális és kibervédelmi célokra, ami akár 22% feletti éves átlagos növekedést hozhat a kormányzati kiadásokban ezen a területen a következő tíz évben.
- Rövid távon a technológián belül még fragmentáltnak számító iparágban zajló konszolidációs folyamatok segíthetik a marzsok tágulását, 2026-ra az operatív árrés elérheti a 22%-ot, szemben a 2024-es 12%-kal. Ehhez képest az értékeltség terén szűk 10% körüli diszkonton forog a szegmens a szélesebb körű technológiához képest és saját historikus átlagától is elmarad, ami potenciális felértékelődési térre utal. Az árazási szorzók tágulását segítené a lazább monetáris politika, mivel az iparág még növekedési fázisban van, így érzékenyebb a kamatciklusokra.

A technológiai szektor szoftveres oldalán a kibervédelem számára egyértelmű pozitív katalizátor lehet az AI elterjedése, amely hosszú távon támogathatja a növekedést, miközben az iparágban zajló konszolidációs folyamatok tágíthatják az árréseket. Ehhez képest az értékeltségek tekintetében lehet még tér felfele, különösen amennyiben a Fed kamatcsökkentései folytatódnak.



Megújulók és közműcégek: az áramfogyasztás tempósan növekszik

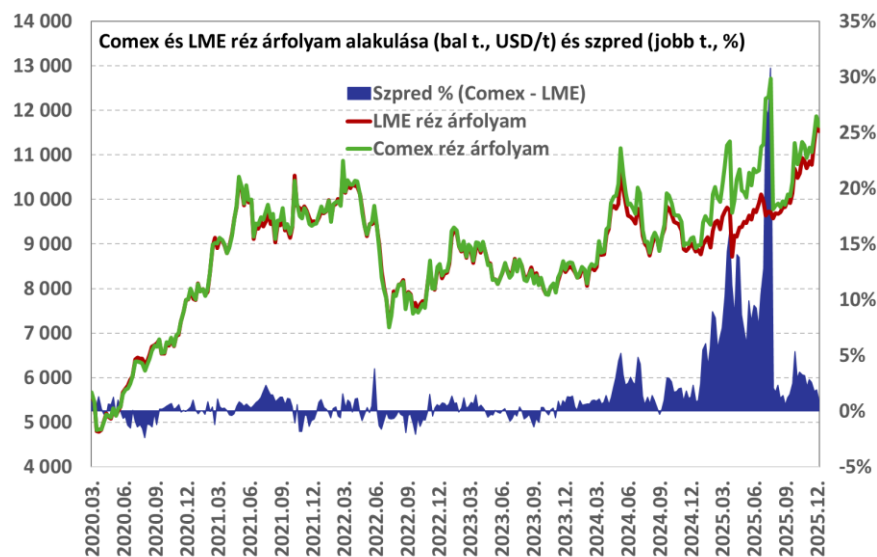


- A Nemzetközi Energiaügynökség novemberi Globális Energia Kilátások (WEO) publikációjának adatai alapján a globális áramkereslet 40%-kal emelkedhet 2035-re a 2024-es bázishoz képest. Ez több tényezőnek is köszönhető, többek között a légkondicionálók, a modern ipari gyártás, elektromobilitás, illetve az adatközpontok igényeinek. Ennek megfelelően a globális energetikai befektetések több mint 40%-a az áramtermeléshez kapcsolódik. Ez összesen jelenleg évi 1400 milliárd dollárnak megfelelő összeg (kb. 1000 milliárd dollár áramtermelés és 400 milliárd dollár hálózatfejlesztés).
- Az elektrifikációs folyamat jelentőségét jól szemlélteti, hogy az IEA becslése szerint a globális energia igények évente „csak” 1,2%-kal emelkedhetnek 2024-2035 között (90%-ban fejlődő országok igényei), míg az áramkereslet évente 3%-kal nőhet ugyanezen időtáv alatt (nagyjából Japán éves fogyasztásának megfelelő érték / év). Az áramkereslet növekedésének 30%-át a különböző háztartási készülékek és légkondicionálók adhatják, 25%-át ipari igények, és további 20%-ot elektromos autók és adatközpontok. További keresletet adhatnak még a hőszivattyúk, világítási, sótalanítási, illetve mezőgazdasági igények.
- A nagy népszerűség ellenére az adatközpontok egyébként csak az áramkereslet növekedésének 10%-át adhatják 2035-ig, ami természetesen nem kevés, de érdemes kontextusba helyezni. Fontos azonban megjegyezni, hogy az adatközpontok kapacitásbővülését nagyrészt az USA és Kína adhatja majd, és előbbi esetében az áramkereslet várható növekedésének fele származhat innen 2030-ig.
- A WEO adatai alapján a megújuló energiatermelés az áramkereslet 2024-es növekedésének a 70%-át elégítette ki, elsősorban a nap- és szélenergia. Érdemes megjegyezni, hogy 2015-2024 között a napenergia éves kapacitásbővítése 10-szeresére emelkedett (540GW-re), míg a szél esetében „csak” duplázódott ez az érték (115GW-re). A kapacitásbővítések növekedési üteme azonban erőteljesen lassulhat a következő években (főleg a napenergia esetében), így a szén maradhat a legnagyobb áramforrás, a földgáz pedig a második legnagyobb még 2030 után is. Szintén érdekes adat, hogy a földgáztüzelésű áramtermelés 45%-kal bővíthet 2024-2035 között.

Összességében továbbra is optimisták vagyunk mind a közműcégek mind pedig a megújuló energiatermelés kilátásaival kapcsolatban 2026-ban is, ahol az áramkereslet tempós bővülése meglehetősen erős strukturális hátszelet jelent. Nem szabad azonban a fosszilis energiaforrásokat sem leírni, mint amilyen a földgáz és a szén.

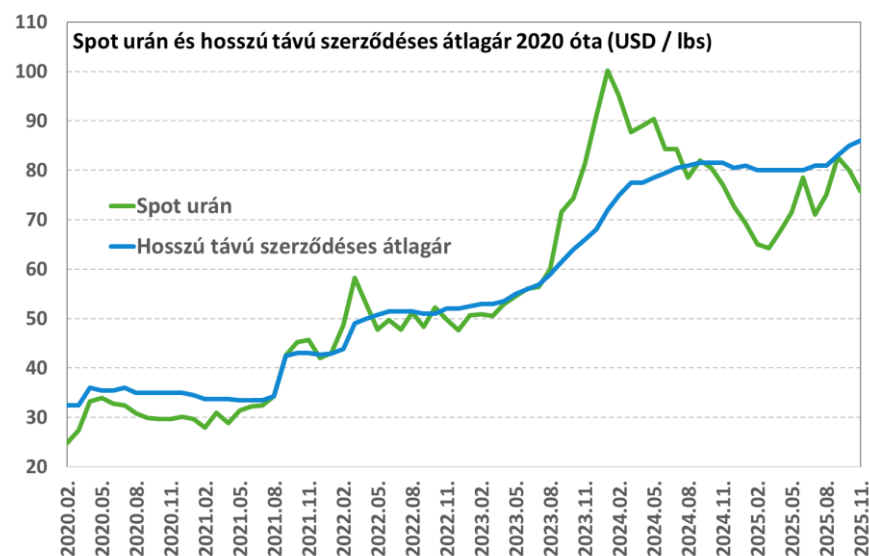


Bányák: folytatódhat a réz és az urán menetelése 2026-ban



- A réz erősen teljesített 2025-ben és több mint 30%-kal került feljebb az árfolyam. A londoni jegyzés decemberben új történelmi csúcsot ért el, míg az amerikai jegyzés ezt júliusban tette meg a vámok torzító hatása miatt.
- A világ legnagyobb termelője, Chile szignifikánsan alulmúlta a saját termelési előrejelzését. Az év elején még közel 5%-os növekedést várt az ország Nemzeti Rézbizottsága, de jelenleg már csak stagnálást vetítenek előre a 2025-ös évre. A 2026-os növekedés pedig a jelenlegi becslések szerint egy szerény 2,5% lehet. A globális kínálat hasonlóan gyengén alakul, amely több bányabalesetnek köszönhető. Itt elsősorban a Freeport-McMoRan indonéziai Grasberg bányájában történt szeptemberi súlyos iszapbeömlés emelhető ki (a világ második legnagyobb rézbánya), de számos egyéb problémát is meg lehetne még említeni a kínálati oldalon. Ennek köszönhetően a 2026-os év mérsékelt deficitese lehet a réz piacán.
- A kereslet szempontjából fontos kínai gazdasági adatok ugyanakkor vegyes képet mutatnak, a 2025-ös 5%-os növekedési cél teljesülhet, de az év második felében már lassulás volt látható, illetve az ingatlanszektor is gyenge maradt. Az ország exportteljesítménye azonban az amerikai vámok ellenére erős maradt, és 2026-ban is jöhetnek még gazdasági stimulusok. Emellett további hátszelet jelentene a réz számára, ha az amerikai jegybank folytatná a kamatcsökkentéseket 2026-ban is, illetve a dollár esetleges gyengülése szintén támogatólag hatna.

Ipari fémként a réz érzékeny a gazdasági környezet változásaira, ahol vannak bizonytalanságok, de a szűkös kínálati oldal miatt a 2026-os kilátások kedvezőnek tűnnek, így érdemes lehet rézbánya kitettséget tartani.

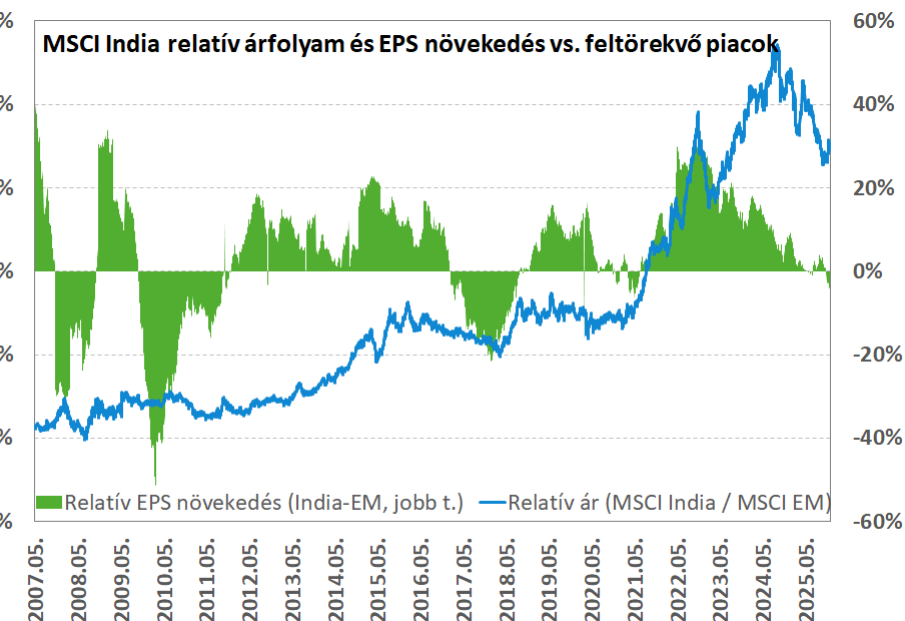
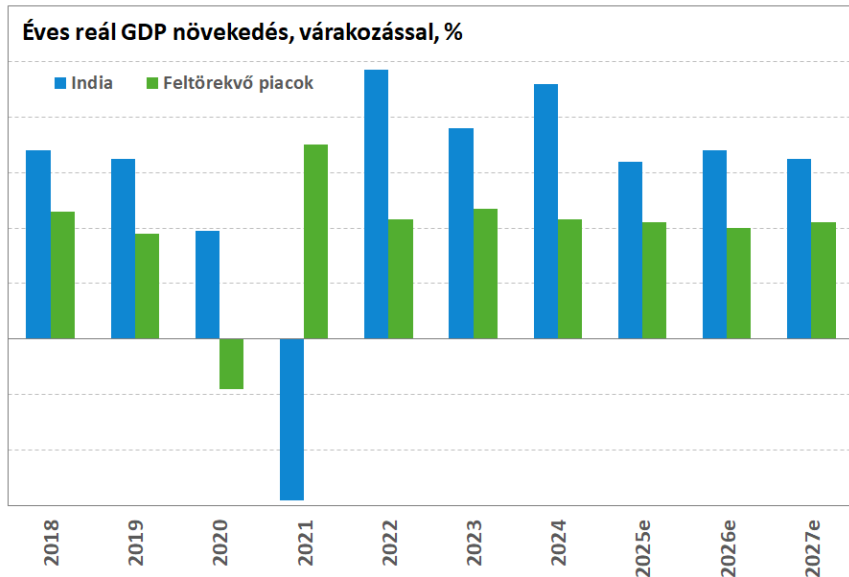


- Az atomenergiával kapcsolatos híráram az elmúlt hónapokban is kifejezetten pozitív maradt. Többek között az Európai Bizottság jóváhagyta a Lengyelország első atomerőművével kapcsolatos állami támogatási kérelmet. Az erőművet az amerikai Westinghouse építi majd, amelynek költsége 50 milliárd dollár körüli és 2036-ra készülhet el. Októberben az Egyesült Államok kormányzata, a Cameco és a Brookfield stratégiai partnerséget kötött, amelynek keretében legalább 80 milliárd dollár értékű atomerőműves beruházást hajtának végre az USA-ban.
- Az urán spot árfolyama az év során többnyire a 70-80 dolláros sávban oldalazott, és éves szinten enyhén került feljebb. Az iparág számára fontosabb hosszú távú szerződéses árfolyam ugyanakkor több mint egy év stagnálás után ősszel ismét emelkedésnek indult, és november végén már 86 dollár volt, ami kifejezetten biztató adat.

Az uránpiac esetében továbbra is kedvezőek a fundamentumok, a piac deficitese, folyamatosak a termelési nehézségek. Hosszabb távon ajánlott uránbánya kitettség tartása, lehet még tér az emelkedés előtt 2026-ban.



India: itt egy kínálkozó alkalom a megatrend meglovaglására

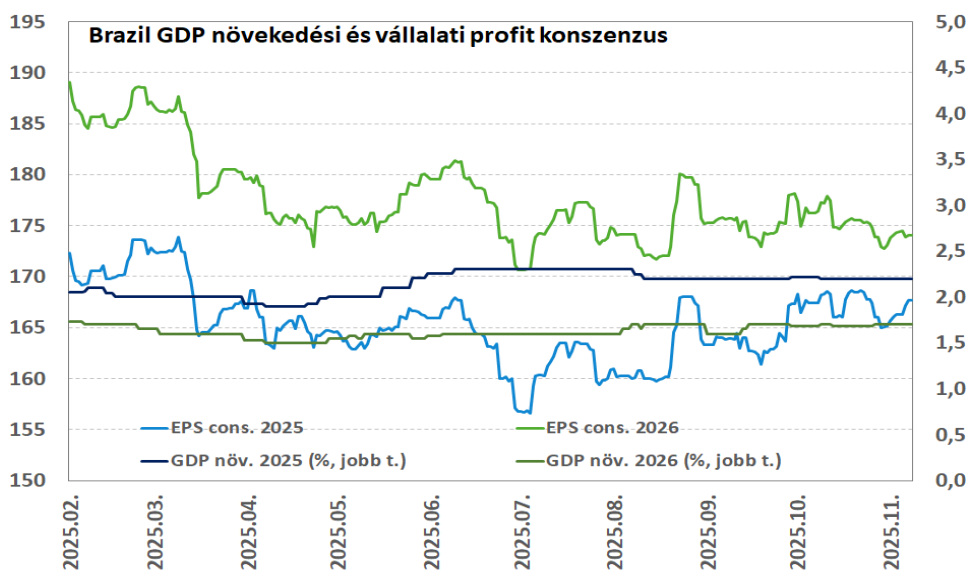
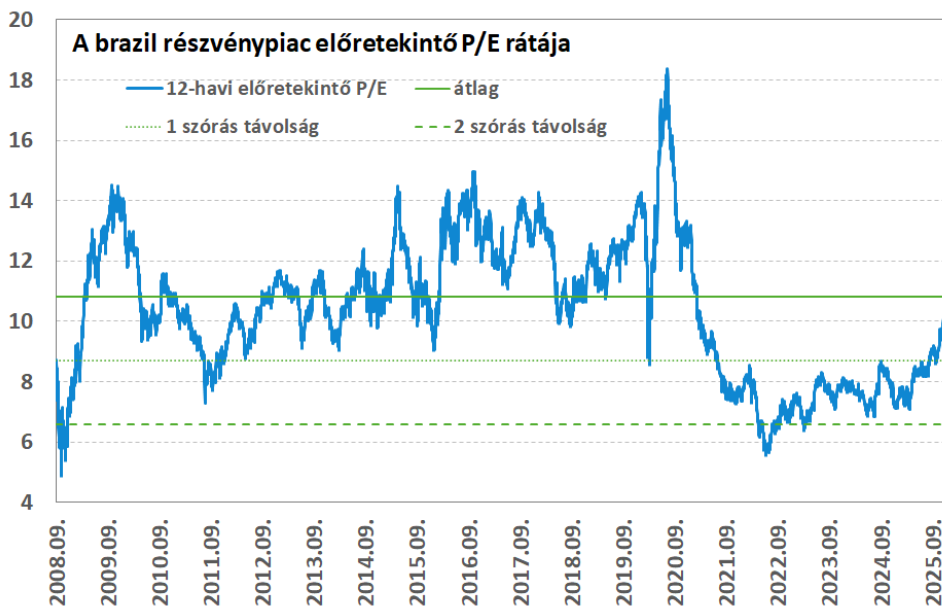


- Számos, hosszú távon érvényesülő trend, hajtóerő szól az indiai gazdaság és részvénytőkepiac mellett: kedvező az ország demográfiája (medián életkor 29 év); nagy a belső piac (mostanra a világ legnépesebb országa); az egykori agrárium vezérelt gazdasági modell szolgáltatás vezérelt átállása, a digitalizációra, pénzügyi szolgáltatásokra és technológiai átalakulásra fókuszálva; a képzett középosztály gyarapodása; az infrastrukturális oldalon jelentős tér a fejlesztésekre, hogy elérhesse az ország a 2047-re kitűzött fejlett piaci státuszt; amit egy stabil belpolitika háttér; és a kelet és nyugat közötti egyensúlyozó geopolitikai szerepe is segíthet. Mindez magas, átlagot meghaladó GDP növekedési potenciált tesz lehetővé a következő évekre (6-7%-os éves GDP növekedés), miközben a fiskális politika sem túl laza, az adósságszintek komfortosak. Ezért a fiskális lazítások lépések ellenére sincs túlzott inflációs nyomás, így a monetáris politikának nem kell túlszigorítva elfojtani a növekedési lehetőségeket.
- Mivel az indiai részvénytőkepiac másfél éve konszolidál, és ezzel relatíve lemaradó a világ többi részéhez képest, ez jó beszállási lehetőséget adhat hosszabb távra tervezve. Az elmúlt időszak alulteljesítésében a piac relatív drágasága mellett az eredménydinamika romlása is fontos szerepet játszhatott, ebben azonban változást várunk. Az indiai kormány idén a jövedelemadó és az áfa csökkentésével a belső fogyasztást serkenti, és szabályozói oldali változásokra, könnyítésekre is sor került (banki dereguláció, munkaügyi reformok), ami a ciklusérzékeny szektorok által dominált részvénytőkepiacra is pozitív hatással lehet. A profitciklus fordulásával ismét 15% körüli eredménybővülés jöhet a következő években, ami mellett a magas, de relatív értelemben az utóbbi időszakban sokat javuló értékeltség is elfogadható lesz. Az amerikai kereskedelmi vámok jelenleg az átlagosnál magasabbak az indiai termékekre nézve (részben ez is indokolta a fiskális lazítást), a felek közötti tárgyalások hatására azonban megvan az esély arra, hogy ezek idővel mérséklődjenek, újabb katalizátort jelentve a vállalati profitnövekedésre.
- Az indiai részvénytőkepiac az elmúlt években a technológiai, AI félelmek által katalizált piaci megingásokban relatíve jobban tartotta magát, egy ilyen helyzetre jó diverzifikációs kitétség lehet. Hosszabb távon az AI terjedése mindenesetre kockázat is, hiszen az IMF becslései szerint a munkahelyek harmada lehet általa érintett, ezt azonban az ország hatalmas belső tartalékaival még jó ideig ellensúlyozhatja majd.

Az elmúlt időszak stagnáló, konszolidálódó mozgását használnánk ki arra, hogy a továbbra is kedvező hosszabb távú trendeket élvező indiai részvénytőkepiacra pozíciót vegyünk fel. A részvények továbbra sem olcsók, jövőre azonban visszatérhet az erős profitnövekedési dinamika, ami a feltörekvő piacokra érkező tőke egyik célpontjává teheti ismét az országot.

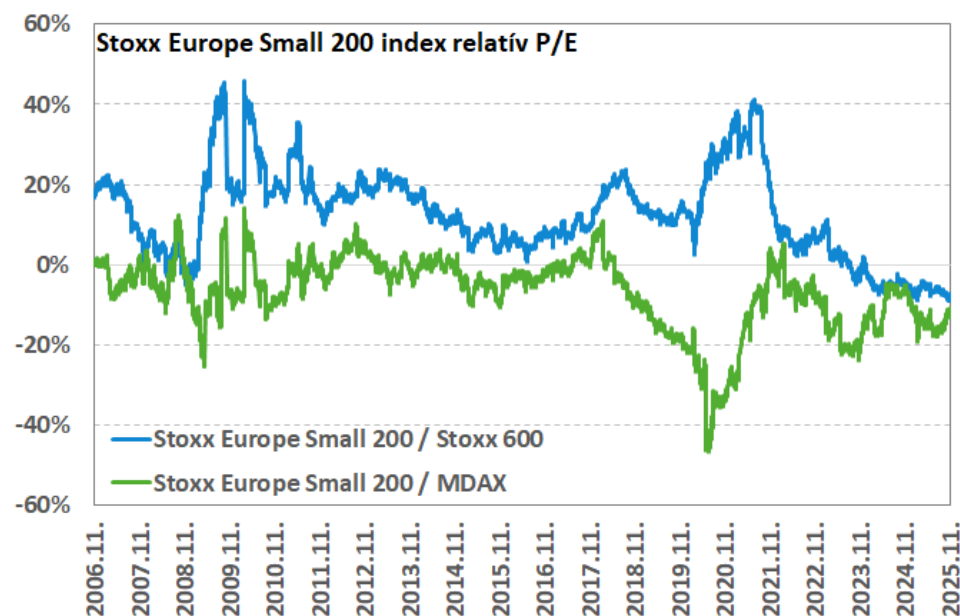
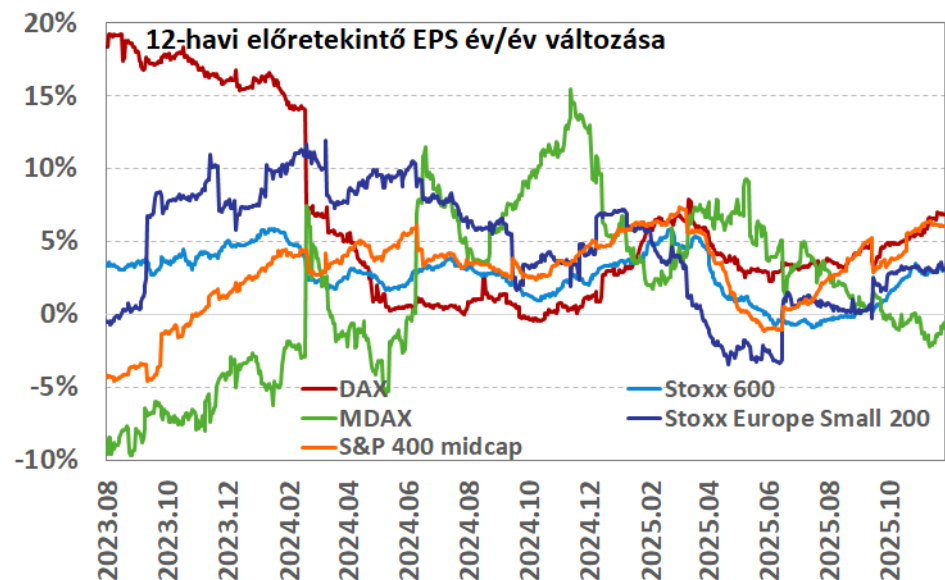


LatAm: vonzó értékeltség, egyedi támogató tényezők mellett



- A brazil részvénypiac továbbra is az egyik legolcsóbb a globálisan, amelyen keresztül (az ország jelentős nyersanyagexportja miatt) a felfelé irányuló inflációs kockázatok esetén is védettséget tudunk szerezni. Az Egyesült Államok több körben mentességet biztosított bizonyos brazil termékek számára a korábban rájuk kivetett magas vámok alól, így a vámok kereskedelmi hatása összességében enyhébb lehet a vártnál. Azonban a gazdasági növekedés jövőre továbbra is lassulni fog, mindemellett az infláció is valószínűleg visszatér a központi bank célsávjába, ami előkészítheti a terepet a monetáris lazítás előtt 2026-ban. Mivel a reálkamatok globális szinten is rendkívül magasak, a kamatcsökkentések kedvező hatással lehetnek mind a brazil gazdaságra, mind a részvénypiacra.
- A kereskedelmi tárgyalások és a kamatcsökkentések mellett a 2026-os elnökválasztás is fontos katalizátor vagy kockázati faktor lesz, ami összességében volatilitást okozhat a részvénypiacon. A jelenlegi elnök, Lula da Silva nemrég bejelentette, hogy jövőre ismét indulhat az elnöki posztért, így kockázatot jelenthet, ha a választások jelentős költsékezést hoznának, mivel ez a brazil reál ismételt gyengülését okozná, és megköthetné a központi bank kezét a kamatcsökkentések terén. Másrészt Lula jelenleg nem rendelkezik igazán erős kihívókkal, ami azt jelenti, hogy kisebb, a költségvetési hiányt és a központi bank intézkedéseit jelentősen nem befolyásoló lazítási intézkedésekkel megőrizheti népszerűségét.
- Mexikóban folytatódhat a fiskális konszolidáció (bár ez nem szünteti meg a középtávú fiskális reformok szükségességét), ami gyenge GDP-növekedéshez, de folytatódó dezinflációhoz vezethet, ami a jegybanki alapkamat további fokozatos csökkenését eredményezheti. Az amerikai vámok egyik nyertese relatív értelemben Mexikó, mivel az Egyesült Államokba irányuló exportjának közel 80%-a vámentes, ami összességében közel 7-8%-os effektív vámtételt jelent, ami az Egyesült Államok partnerei között a legalacsonyabb. Az USMCA szabadkereskedelmi megállapodás (USA, Mexikó, Kanada) azonban 2026 elején hivatalosan felülvizsgálatra kerül, ami továbbra is bizonytalanságot jelent.
- Donald Trump vámfenyegetései és a kereskedelmi bizonytalanság rövid távon továbbra is rányomhatják bélyegüket a helyi részvénypiacra, de hosszabb távon továbbra is vannak okok az optimizmusra Mexikó tekintetében: a nyár eleje óta az előretekintő profitvárakozások szépen emelkednek, és támogató tényezőként említhetők többek között a nearshoring trendek, a kedvező munkaerőköltségek és az amerikai iparral való integráció is.

A feltörekvő piacokon belül továbbra is tanácsos fenntartani a braziliai és mexikói kitettséget, mivel a gyengülő dollár és a Fed kamatcsökkentései mindkét ország esetében kedvezőek, miközben a braziliai piac olcsó is, Mexikó pedig egy nearshoring növekedési sztori.

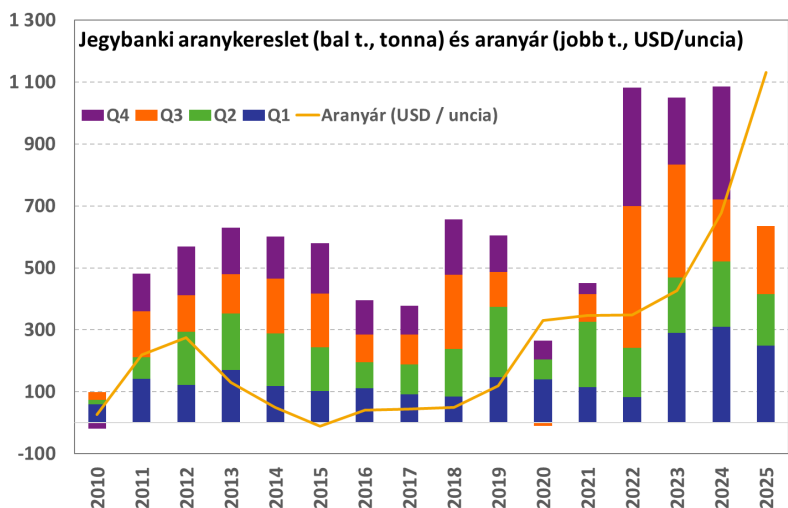
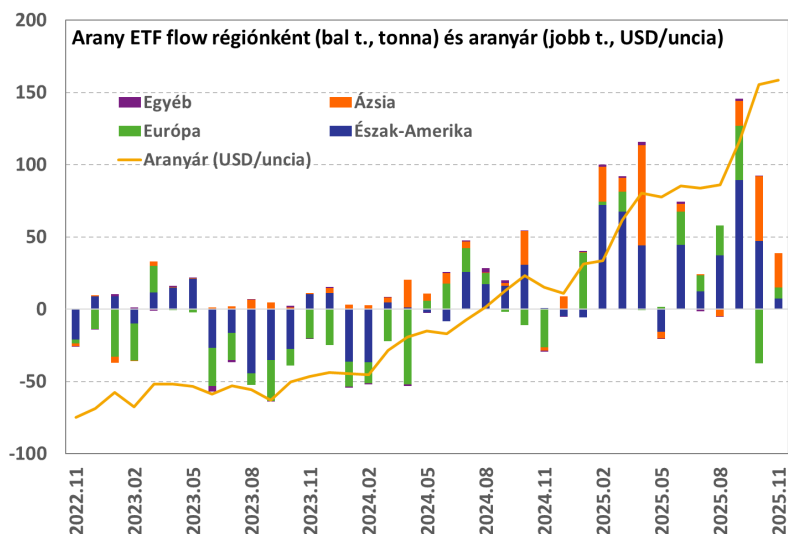


- Az eurozónában lassan javuló gazdasági növekedés várható 2026-ra, amit részben a német stimulusok beérése (az IMF szerint 2026-ban itt várható a legnagyobb fiskális impulzus, a GDP 1%-a), valamint az amerikai vámok negatív hatásainak tompulása, és az idén már lazább irányba mozduló monetáris környezet is támogathat. Ebből a belső piacok irányába jobban kitett, kisebb méretű vállalati szegmens profitálhat leginkább, melyek kevésbé szenvedik meg az amerikai vámok és az euró erősödésének exportcégekre gyakorolt negatív hatásait.
- Az európai kisebb kapitalizációjú cégeket tömörítő Stoxx Europe Small 200 index ráadásul összetételénél fogva is vonzóbb képet fest a Stoxx 600-hoz képest, hiszen miközben hasonló mértékben szerepelnek benne a gazdasági ciklusokra érzékeny szektorok (ipar 21%, pénzügy 19%, alapanyag 8,7%, ciklikus fogy. javak 7,5%), olyan régiók felé valamelyest nagyobb a kitétsége, melyek alacsonyabb költségvetési hiánnyal, de közben magasabb reál GDP növekedési kilátásokkal bírnak az előttünk álló évekre.
- A szegmens profitdinamikája a nyári hónapokban érte el a mélypontot, egy enyhe profitrecessziós időszak keretében, amiből azonban elindult a fellendülés, lekövetve az európai összpiacon látható tendenciákat. Eladósodottsági szempontból hasonló, enyhén jobb képet fest, mint az európai összpiac, a megtérülési mutatókban azonban gyengébb. Ehhez képest azonban az árazási kép meglehetősen nyomott, hiszen miközben mindezek mellett az európai összpiac 10%-kal a hosszú távú átlagos értékeltsége (P/E) felett forog, addig a kiskapitalizációjú vállalatok hasonló mértékben maradnak el az átlagtól (13,7-es P/E ráta, ami feltörekvő piaci szintet jelent). Relatív szemmel nézve is indokolatlanul nagynak tűnik a diszkont, ami a főpiachoz képest már 8%-ra rúg, szemben a jellemző 15%-os prémiummal.
- Az elmúlt évben a kisebb méretű szegmens hasonló teljesítményt mutatott, mint az európai piac egésze, miközben az emelkedő szakaszok utolsó hónapjaiban a kisebb vállalatok jellemzően felülteljesítő mozgást szoktak elkönyvelni. Mivel alapesetben a 2026-os évtől összességében az ideihez hasonló volatilitást, de további emelkedő mozgást várunk a részvénypiacoktól, ez a fenti katalizátorokkal együtt jó alapot teremthet arra, hogy a kisebb szegmens az erősebb teljesítményű időszakába lépjen.

Európában jelenleg az egyik legalacsonyabban árazott szegmens, miközben az emelkedő részvénypiaci trendek utolsó szakaszában a kispapírok jellemzően felülteljesítésbe kezdenek. Most is látunk több olyan tényezőt, amik katalizálhatnak egy ilyen irányú mozgást.



Arany: jöhet még emelkedés, de némi óvatosság indokolt lehet

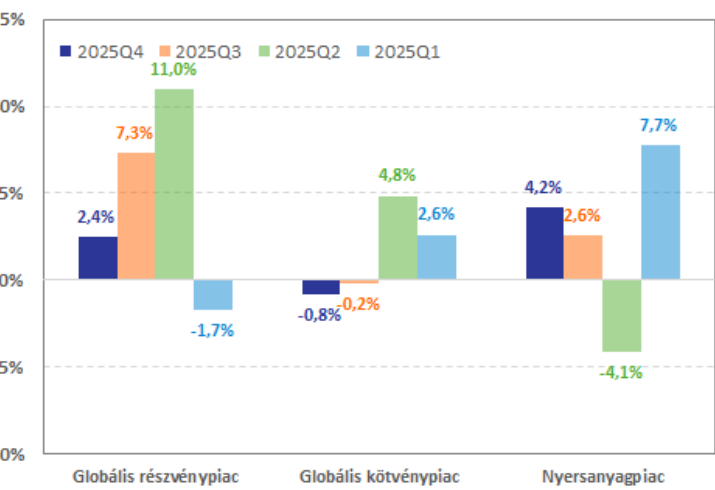


- A nemesfém 2025-ben is kiválóan teljesített, év eleje óta mintegy 60%-kal került feljebb az árfolyam, természetesen a nagy rali után itt is felmerül a kérdés, hogy 2026-ban is folytatódhat-e az arany menetelése. A jegybankok kereslete 2025 Q3-ban éves szinten mintegy 10%-kal emelkedett, ahol a két legnagyobb vevő Kazahsztán és Brazília volt. Fontos azonban megjegyezni, hogy a január-szeptemberi keresletet tekintve már mintegy 13%-os csökkenés látható év/év alapon, így 2025 egészét tekintve a jegybanki arany vásárlások üteme várhatóan elmaradhat a 2022-2024-ben látott kimagaslóan magas szintekhez képest.
- Az arany alapok iránti kereslet ősszel is erősen nettó pozitív volt, ehhez elsősorban Észak-Amerika és Ázsia járult hozzá. Az Arany Világtanács (WGC) adatai alapján 2025 első 11 hónapjában egyedül májusban volt látható kiáramlás az arany ETF-ek esetében. Ezzel párhuzamosan az alapok által tartott arany mennyisége december elejére már enyhén meghaladta a korábbi 2020-as mindenkori csúcsokat (3944 vs. 3929 tonna). A várhatóan enyhén csökkenő jegybanki kereslet és az alapok által tartott rekordmennyiségű arany már némi óvatosságra intő jelek befektetői szempontból.
- Ez azonban nem feltétlenül jelenti azt, hogy véget ért az arany menetelése. Egyrészt az emelkedést strukturálisan támogató tényezők továbbra is érvényesek, többek között ide sorolhatóak a növekvő államadósságok és költségvetési deficit, illetve a deglobalizációs folyamatok is. Emellett 2026-ban hátszelet jelenthet az egyelőre lazábbnak tűnő amerikai monetáris politika és a dollár esetleges gyengülése is, így portfólió szinten továbbra is érdemes lehet aranyat tartani. Ettől függetlenül némi óvatosság már indokolt lehet (pozíciók méretezése fontos), mivel egy nagyobb és tartósabb korrekció lehetősége is nő.
- Mindezeket figyelembe véve felmerül a kérdés, hogy fizikai aranyat vagy aranybánya kitétséget érdemes-e tartani. Véleményünk szerint ez elsősorban kockázatvállalási hajlandóság és befektetési időtáv kérdése. Az aranybányászok árazása nem magas, de ez elsősorban annak köszönhető, hogy a nemesfém árfolyama meredekebben emelkedett mint a kitermelési költségek. Utóbbi jellemzően az arany árfolyamától függetlenül felfelé tendál, mivel a munkaerő, logisztika és alapanyag költségek emelkednek idővel. Az arany esetleges korrekciója így a marzsok szűkülésével és az árazás megugrásával járna, de ez oldalazó árfolyam esetén is előfordulhat, ha közben emelkednek a költségek.

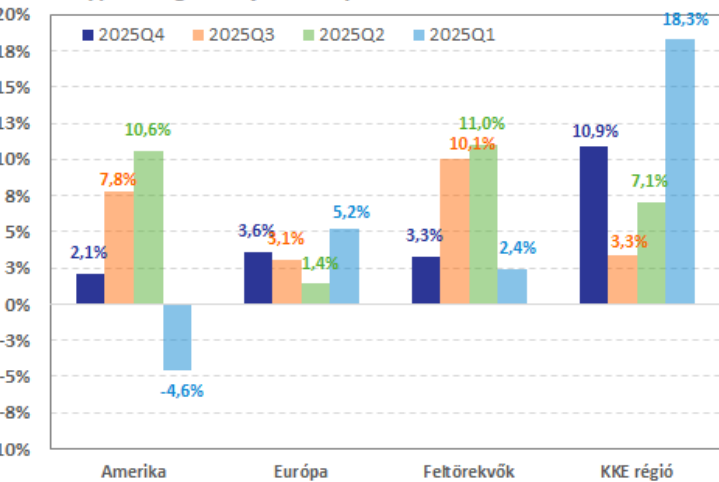
A kockázatvállalóbb befektetőknek még érdemes lehet aranybánya kitétséget tartani 2026-ban, mivel látunk még arra esélyt, hogy az arany árfolyama tovább emelkedik, de itt már az időzítés és a hatékony profitrealizálás fontos lehet. Ezzel szemben a fizikai arany jobb választás lehet hosszabb távú befektetésként vagy diverzifikációs eszközként.

2025 eddigi teljesítmény

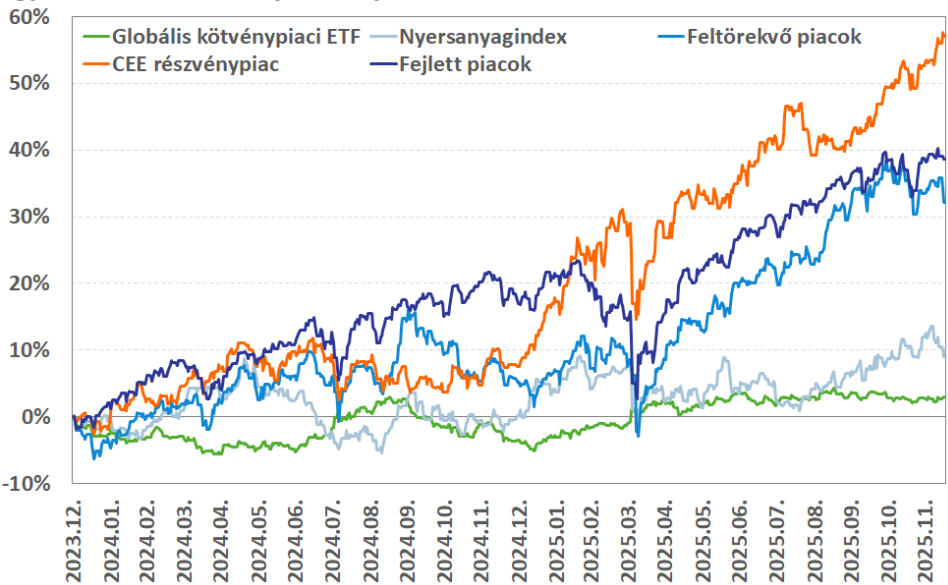
Eszközosztály teljesítmény



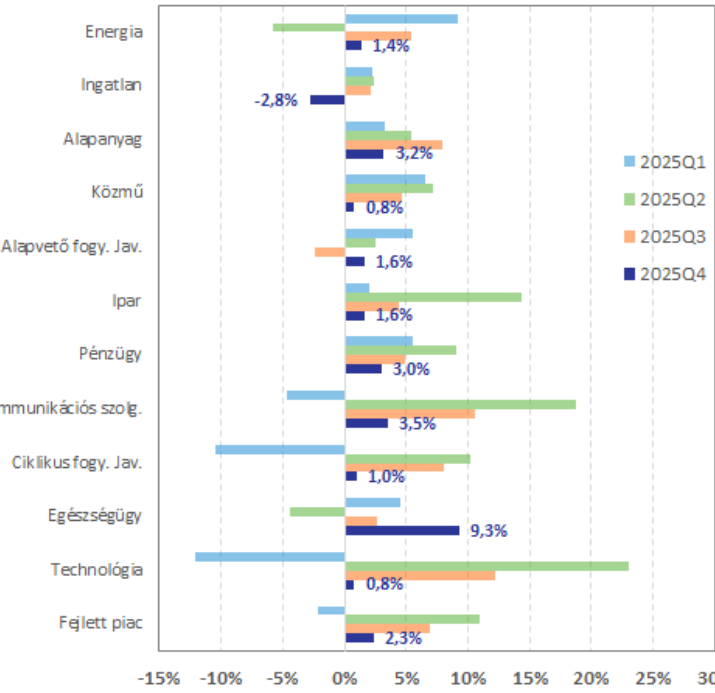
Részvénytőke régiók teljesítmény



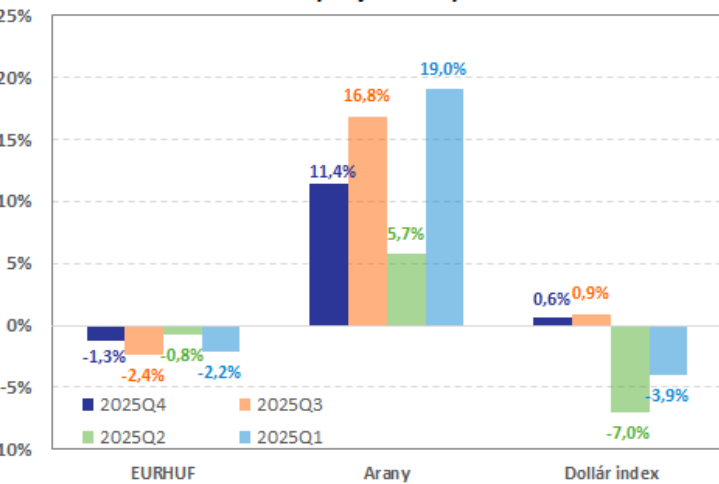
Egyes eszközök relatív teljesítménye



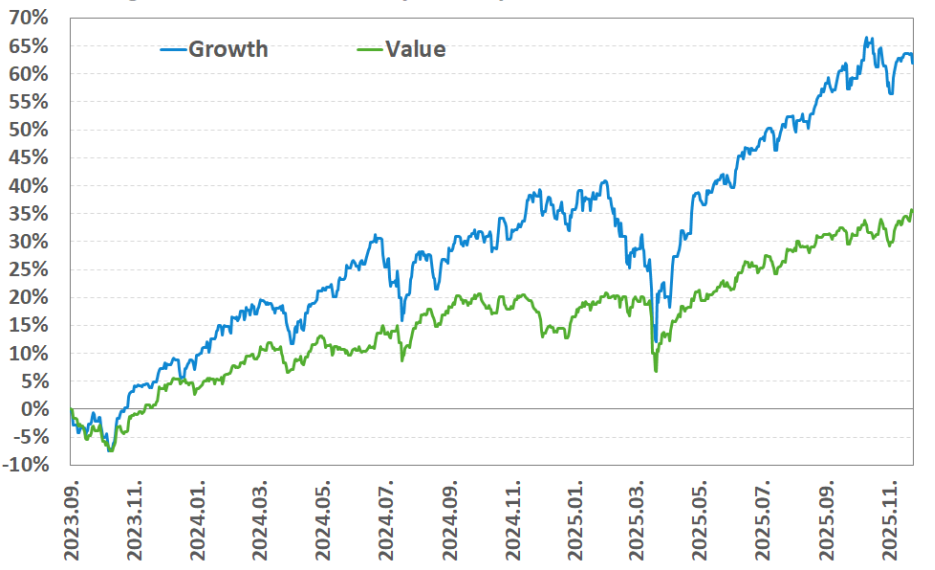
Részvénytőke régiók teljesítmény



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

Békési Ádám
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: 2025.12.15.