

Befektetési Kitekintő 2026 Q2

Multi-Asset Elemzés
2026.03.31.

Összefoglaló: érdemes defenzívebb irányba mozdulni a kitétségekkel

Makrókép: A közel-keleti konfliktus miatt az USA GDP-növekedése bizonytalanabbá vált, noha az előrejelzések egyelőre 2% körül maradtak. Az olajsokk mérsékelt lefelé irányuló nyomást gyakorolhat a kiadásokra és a foglalkoztatásra, miközben felfelé tolja az inflációt. A munkaerőpiac fokozatosan hűl, de továbbra is ellenálló a változó makrogazdasági dinamika közepette. Az eurózónában az új alappálya szerint egy kisebb energiasokk mérsékelt, 0,2-0,3 százalékpontos növekedési hatással járna, így nem várható a 2022-es válság megismétlődése. Ugyanakkor egy tartós, 150 dollár felé emelkedő olajár már stagnálásközeli helyzetbe sodorhatná az euróövezetet. Az iráni háború következtében Magyarországon 2026-ban 1,8% lehet a GDP-növekedés, miközben a fogyasztás és a beruházások élénkülnek, de az export csak mérsékelt javul. A várhatóan átmeneti energiaköltség-emelkedés mintegy -0,5%-kal foghatja vissza a növekedést. A forint a jelenlegi szinteken reálisan árazott, a hosszú magyar kötvényhozam 7,5%-os szintek környékén vonzóknak mondható.

Részvények: Bár a piac a csúcsról már korigált, közel sem annyit, hogy az fedezze az iráni háború esetleges negatív kimenetelével (tartósabban magas energiaárak) járó kockázatokat, miközben a piac drága, a profitciklus késői szakaszban jár. A semleges részvénykitétség mellett érdemes a regionális és szektor allokációkat defenzívebb irányba tolni. Nettó energia exportőrként a magas árak kevésbé viselik meg az USA gazdaságát, így rövid távon felülteljesíthet, de a drágasága kockázat, ha a hosszú kötvényhozamok elindulnak felfelé. Az iráni háború nem annyira kritikus Európa és a KKE régió számára, mint 2022-ben az orosz-ukrán volt, a növekedési és inflációs képet azonban erősebben sújtja, mint az USA-ban, emiatt érdemes enyhén alulsúlyozott és semleges szintekre csökkenteni a kitétségeket. A dollár erősödése, a Fed kamatcsökkentések kiárazódása és az emelkedő energiaárak kockázatai véget vethetnek a feltörekvő piacok elmúlt időszak felülteljesítésének. Az erős profitdinamika miatt azonban az árazási kép javult, ami ad némi puffert. Kedvelt befektetési sztorijaink közül levettük a ciklikusabb, magas bétás bányavállalatokat és európai kispapírokat, miközben a defenzívebb egészségügyet felvettük.

Kötvények: A felfelé mutató inflációs kockázatok erősödtek, ami megkötheti a Fed és EKB kezét, hogy kamatot csökkentsen a következő negyedévekben. Rövid távon egy stagflációszerű kimenetel esélye nőtt, emiatt óvatosabb irányba érdemes elmozdulni, a készpénzjellegű pénzügyi kitétségek felülsúlyozásával a hosszabb kötvényekkel szemben.

Nyersanyagok: Összességében tartjuk semleges nyersanyagpiaci álláspontunkat, mivel alapvetően a közel-keleti háború időbeli lefutásától és az okozott károk mértékétől függenek a hosszabb távú kilátások, amely egyelőre nehezen megbecsülhető. Legrosszabb esetben az energiaárak tovább emelkedhetnek, míg a de-eszkaláció és / vagy kereslet visszaesés az árak csökkenését okozná (különösen az olaj és az LNG esetében). A felfelé és lefelé mutató kockázatok jelenleg kiegyenlítik egymást.

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

Kedvelt befektetési sztorik:



Félvezetők



Kibervédelem



Közmű/Megújulók



Egészségügy



India



Latin-Amerika



Arany



Újjonnan a listára kerülő elem

Makro kitekintő

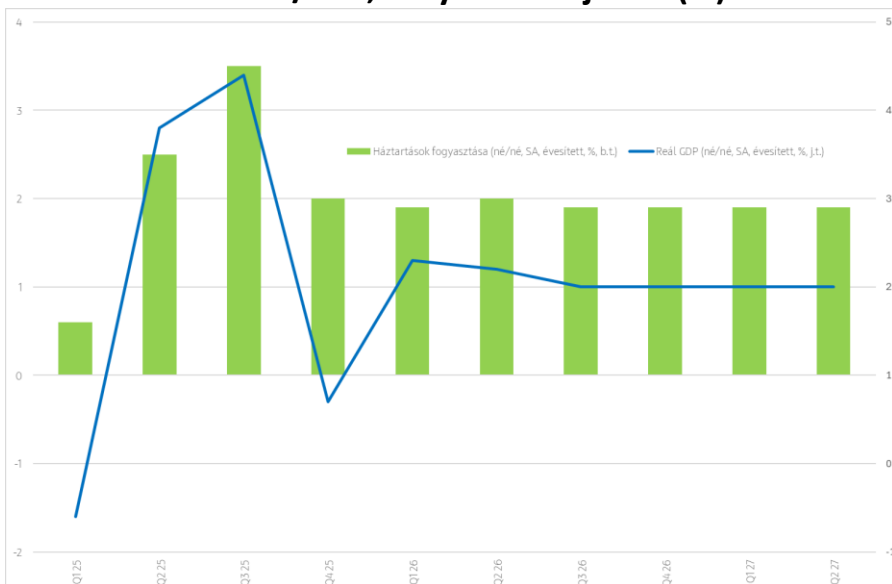
<u>USA gazdasági kilátások</u>	4.
<u>Eurozóna gazdasági kilátások</u>	7.
<u>Infláció és jegybanki politika</u>	9.
<u>Magyar gazdasági kitekintő</u>	10.

Piaci kitekintő

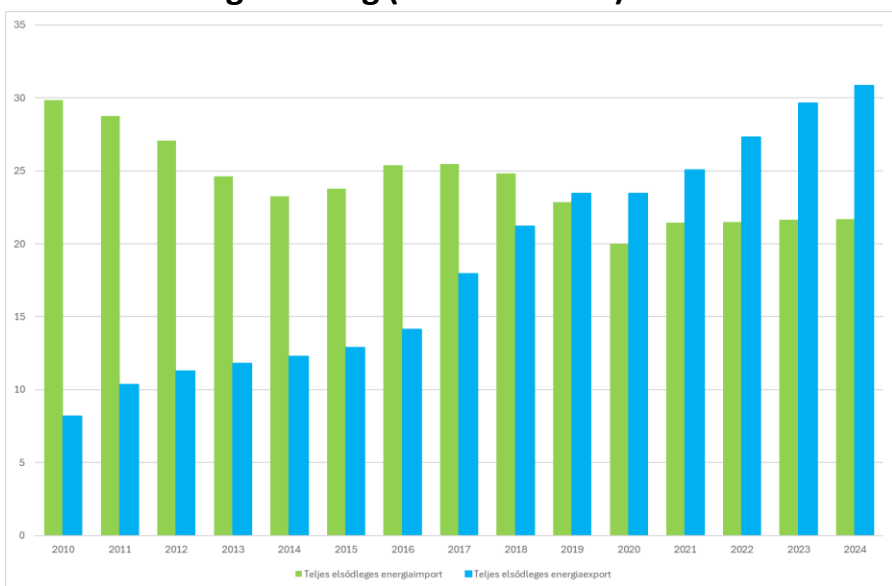
<u>Intézményi kérdőív</u>	15.
<u>Kötvények</u>	19.
<u>Nyersanyagok</u>	20.
<u>Részvények</u>	17.
<u>Régiók</u>	21.
<u>Kedvelt befektetési sztorik</u>	26.

USA: a gazdaság 2%-kal nő, az iráni háború miatt bizonytalanabb kilátások

GDP-bővülés n.é./n.é., tény és előrejelzés (%)



Az USA energiamérleg (kvadrillió BTU)



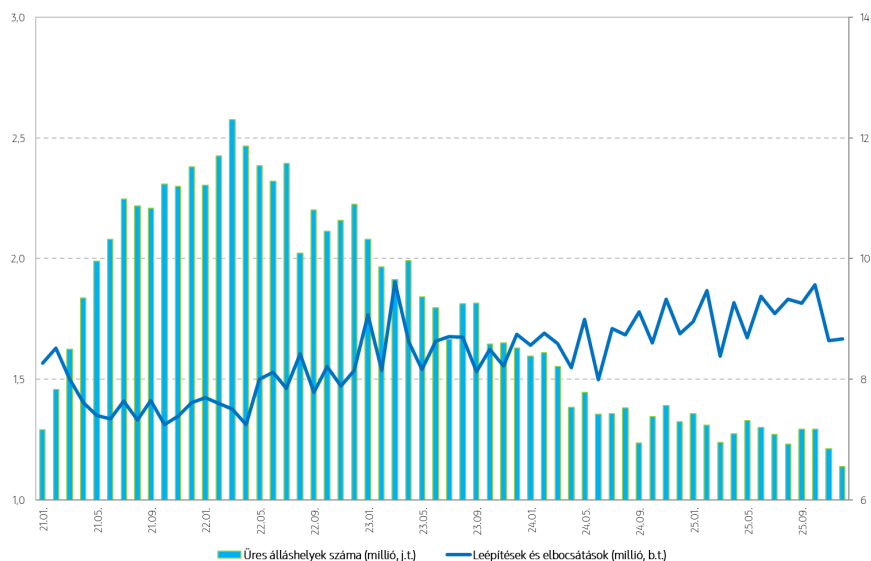
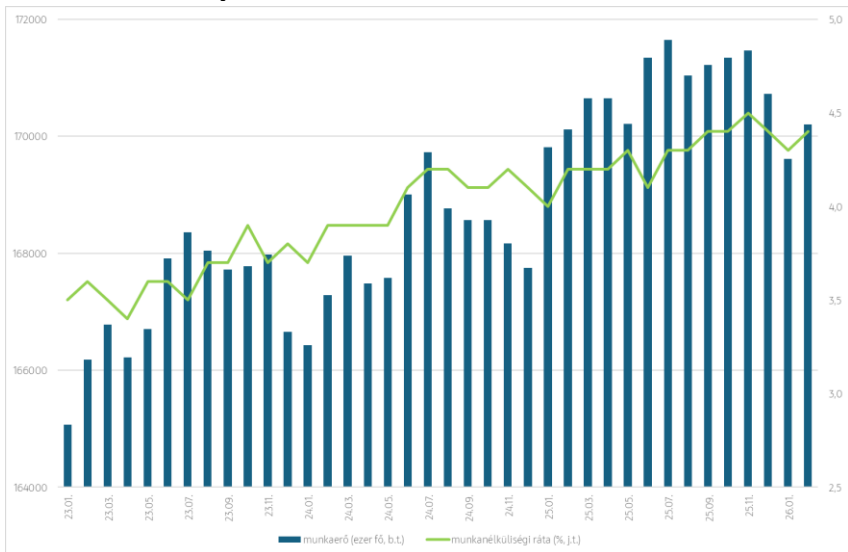
2025: szilárd, 2.1% GDP-növekedés, a fogyasztói kiadásoknak és beruházásoknak köszönhetően.

- A reál GDP 2,1%-kal nőtt 2025-ben, főként a fogyasztói kiadásoknak és a beruházásoknak köszönhetően, a Q1-es kereskedelmi háború és a Q4-es rekordhosszú kormányzati visszaesés ellenére.
- A 2025. október 1. és november 12. közötti kormányzati leállás miatt a GDP-növekedés 0,7%-ra lassult (negyedéves alapon, SAAR) 2025. Q4-ben, mivel a kormányzati kiadások csökkentek. Az export és a fogyasztói kiadások is lassultak.

2026/27: A közel-keleti konfliktus miatt a GDP-kilátások bizonytalanabbá váltak.

- A növekedési előrejelzések egyelőre 2% körül maradtak.
- A Q1-es növekedési várakozások 2% körül maradtak, azonban ez nem túl magas, figyelembe véve a leállás utáni fellendülést.
- Az olajsokk hatása továbbra is némi lefelé irányuló nyomást gyakorol majd a kiadásokra és a foglalkoztatásra, valamint felfelé nyomást az inflációra.
- Az Egyesült Államok relatív energiafüggetlensége miatt nem olyan kiszolgáltatott, mint Európa és Ázsia, de továbbra is ki van téve a globális olajár-sokkoknak, az ellátási lánc zavarainak és a nem energiamport jellegű költségnyomásnak.
- Mivel az USA nettó energiaexportőr, egy elhúzódó sokkhatás esetén a foglalkoztatásra és a gazdasági tevékenységre gyakorolt hatásokat a kiadások bizonyos mértékig ellensúlyozná, hogy az olajtársaságok nyereségesebbé válnak, sőt, akár több fúrást is végezhetnek.

Munkaerő-piaci adatok

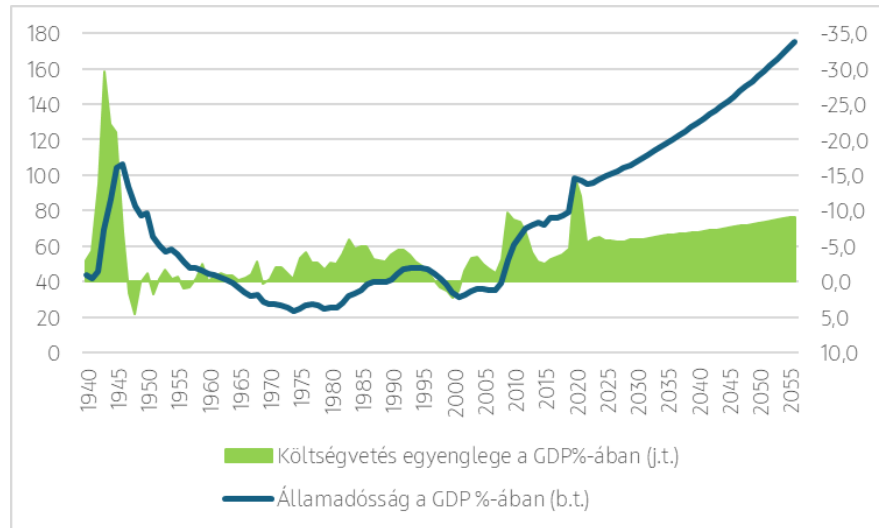


A munkaerő-piaci adatokat számos tényező torzítja, a rendelkezésre álló adatok ellentmondásosak, értékelésük korántsem egyértelmű.

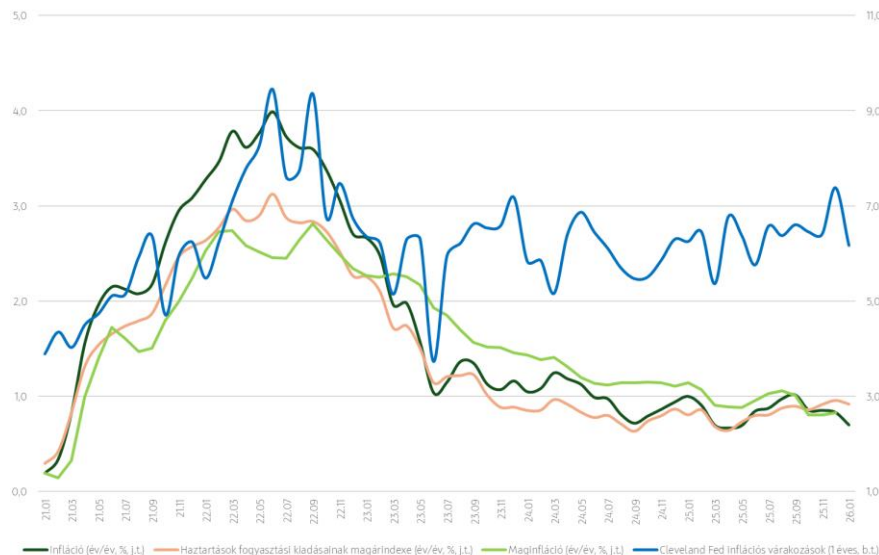
- A munkaerőpiac fokozatosan hűl, de továbbra is ellenálló a változó makrogazdasági dinamika közepette.
- A munkaerő-piaci adatokat a módszertani változások és rendkívüli események – például sztrájkok és a kormányzati leállások, valamint a bevándorlási politika – is torzítják.
- A munkanélküliségi ráta 2026 februárjában 4,4%-on stabilizálódott. Nyár vége óta alig változott, és szintje történelmi összehasonlításban továbbra is alacsony. Az erősen lassuló munkaerőpiacon a stabil munkanélküliség miatt a munkanélküliségi ráta jobb mérőszám, mint pusztán a munkahelyteremtés.
- Mind a kereslet, mind a kínálat növekedése lendületet vett, bár a kereslet most törékenyebbnek tűnik.
- A munkahelyteremtés továbbra is nagyon alacsony, ami mind a munkaerő-kínálat csökkenését (alacsonyabb bevándorlás és részvétel), mind a gyengébb munkaerő-keresletet tükrözi.
- Az olyan mutatók, mint a nyitott álláshelyek, a leépítések, a munkaerő-felvételek és a nominális bérek növekedése az utóbbi időben csekély elmozdulást mutattak.
- A legnagyobb aggodalmat a munkahelyteremtés rendkívül alacsony szintje jelenti, amely a statisztikai túlszámlálást kiszűrve nullához közelít. Az, hogy szinte nem nő a munkahelyteremtés, összhangban van a történelmileg alacsony munkaerő-növekedéssel, ami nagyrészt a bevándorlási politikának tudható be.

USA: a magas adósság aggasztó, az infláció a cél felett van

Hiány és adósság (GDP %-a, tény és előrejelzés)



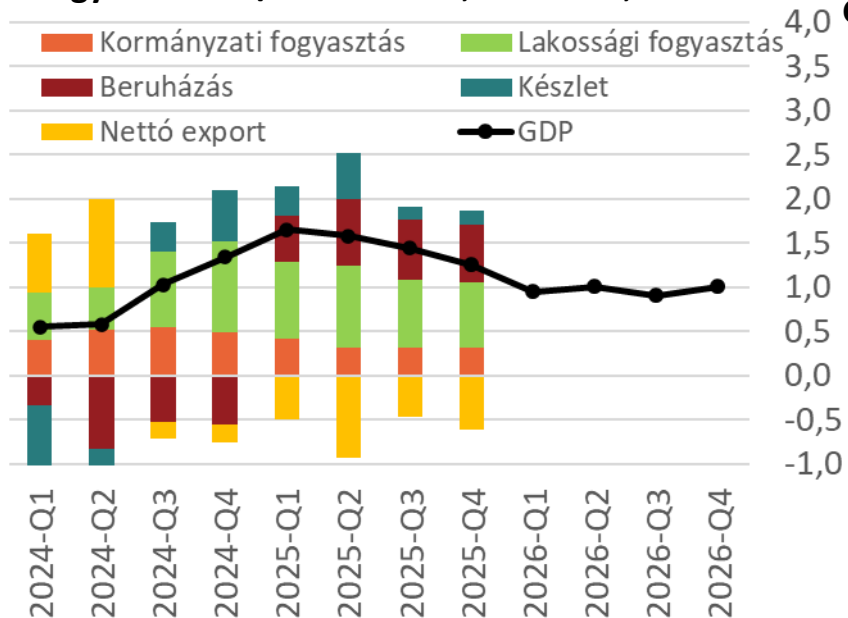
Infláció (év/év %)



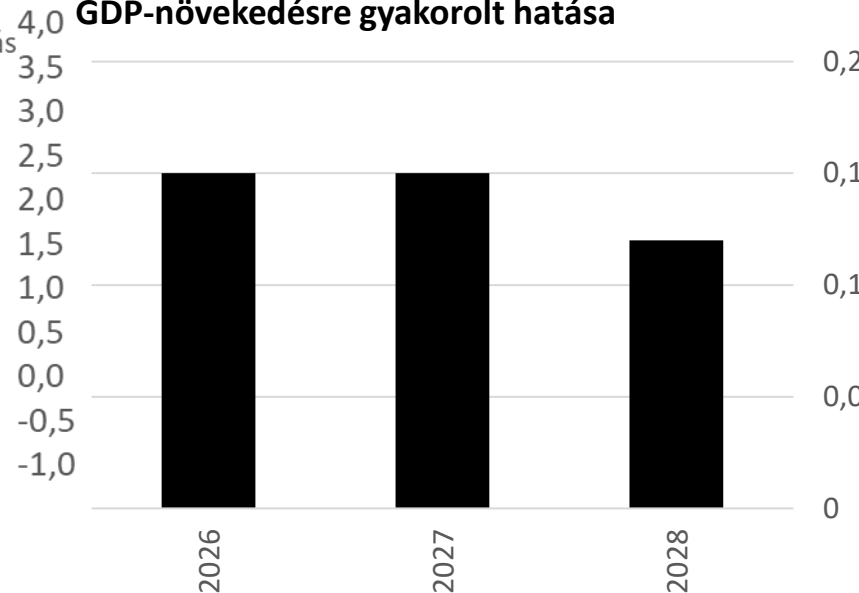
- A költségvetési hiány és az államadósság történelmi csúcson van
- A kamatköltségek robbanásszerűen nőnek, 2036-ra megduplázódnak, és meghaladják a 2 milliárd dollárt.
- Trump alacsony népszerűségi mutatója és a közelgő félidős választások további fiskális ösztönzőkhöz vezethetnek.
- A Legfelsőbb Bíróság határozata alapján több mint 175 milliárd dollárnyi amerikai vámbevételt kell majd visszatéríteni. Nem tudni, hogy az új vámok betöltik-e a hatályon kívül helyezett által hagyott űrt.
- Trump elnök akár 200 milliárd dollárt is kérhet a Kongresszustól a folyamatban lévő háború finanszírozására.
- A PCE maginfláció 3,0% körül van, jóval a 2%-os cél felett.
- A 2025 közepe óta bevezetett vámok hatása az áruk inflációjára is átgyűrűzik, ami elméletileg 8-12 hónapot vesz igénybe.
- Aggasztó, hogy a nem lakhatási szolgáltatások inflációja egy évig gyakorlatilag oldalazott, pedig akár csökkenhetett volna, mivel egyértelműen nem a munkaerőpiac az inflációs nyomás forrása.
- Trump elnök egy veterán Fed-tagot, Kevin Warsh-t jelölte Jerome Powell helyére az elnöki posztra; bár Warsh az alacsonyabb kamat híve, nehéz helyzetbe kerülhet. A piac mostanra kiárazta a 2026-os kamatcsökkentést, és elkezdtek felépülni a kamatemeléssel kapcsolatos várakozások.
- Az olajárak tartós emelkedése jelentősen növelné az amerikai inflációt, potenciálisan mintegy 0,6%-ponttal növelve a PCE árindexet, ha az energia által vezérelt áremelkedések a kezdeti sok után is fennmaradnak.

Eurózána: az iráni háború miatt gyengülhet a növekedés

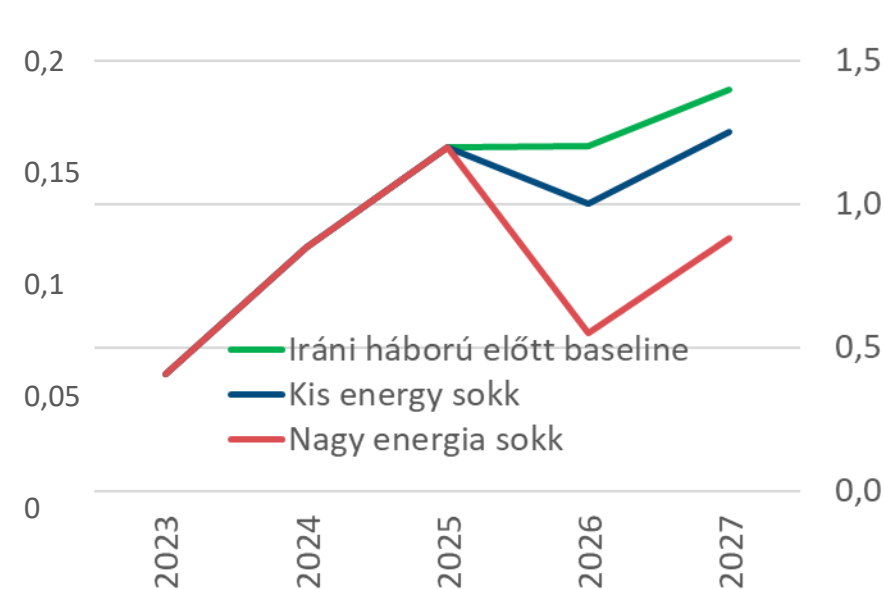
Negyedéves év/év GDP-növ., eurózána, %



A bejelentett védelmi és infrastrukturális kiadások GDP-növekedésre gyakorolt hatása

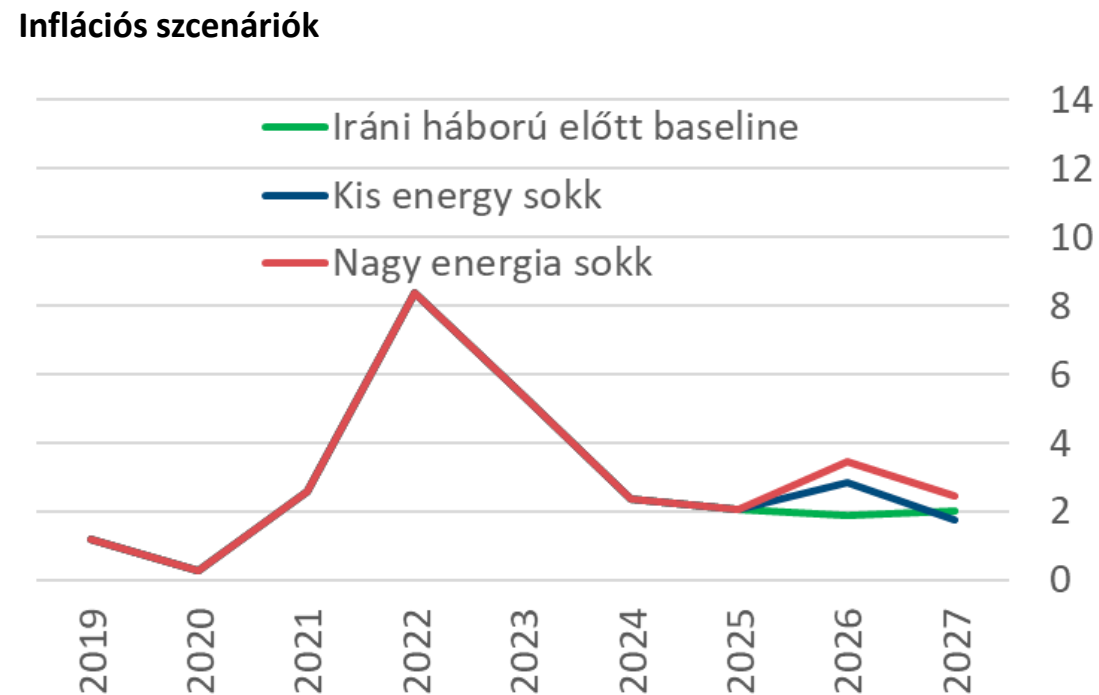
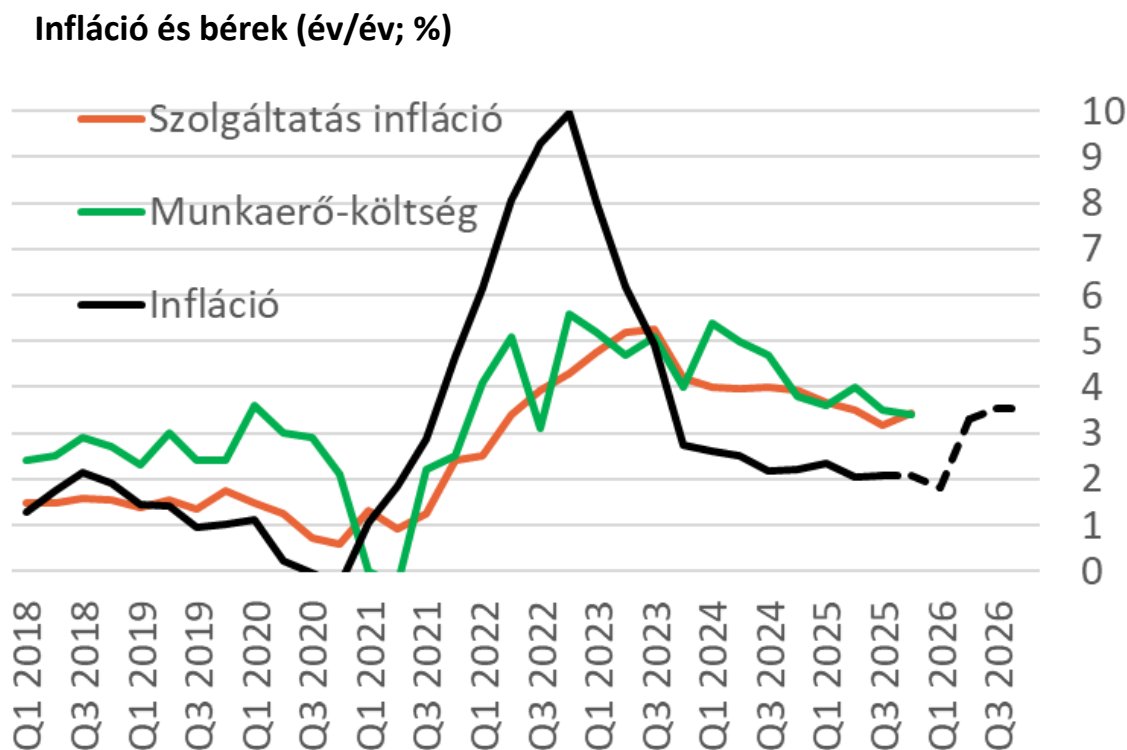


GDP-szenáriók



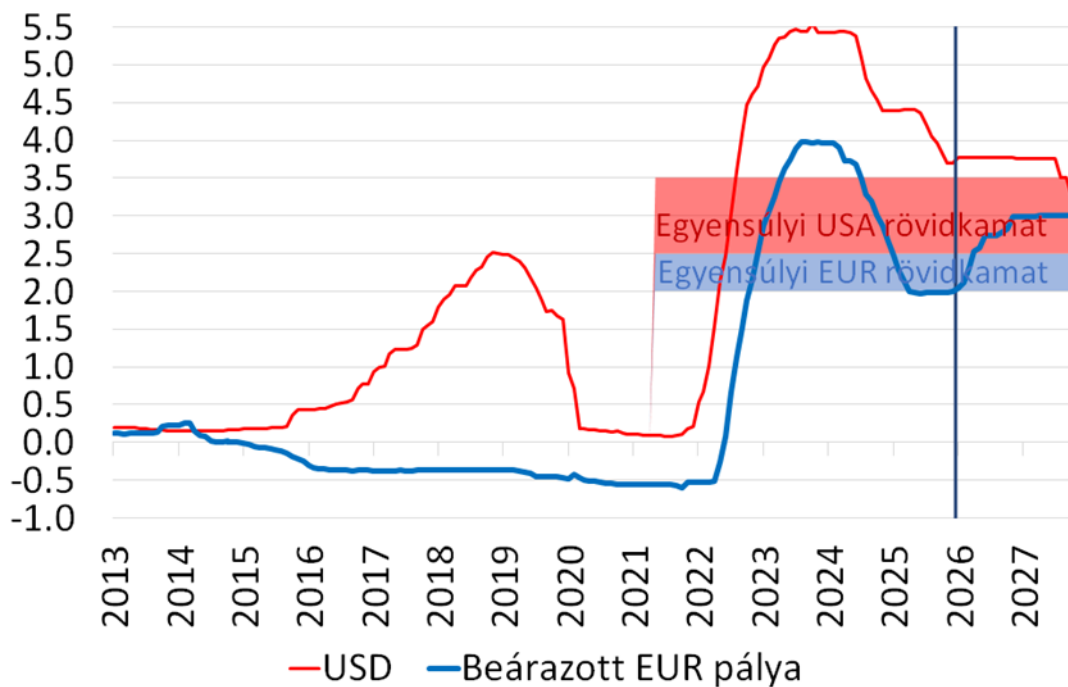
- **2025:** A GDP-növekedés 1,5% volt, a volatilis Írország nélkül 1%. A Q4-es növekedés évesítve 0,8% volt, az év egészében pedig 1% körül ingadozott. A lassú fellendülés széles körű volt; a fogyasztás mellett a beruházások is láthatóan hozzájárulnak a növekedéshez, a hitelezés pedig felível. A munkaerőpiac továbbra is feszes, a reálbérek növekedése történelmi összehasonlításban is erős maradt. A növekedési minták nem változtak: A mediterrán térség élen jár, az iparvezérelt országok lemaradnak, bár a német növekedés lendületet vett Q4-ben.
- **2026/27:** Tekintettel az iráni háború kitörésére és az energiainfrastruktúrában okozott károokra, valamint a Hormuzi-szoros lezárásából eredő problémákra, csak forgatókönyvekben tudunk gondolkodni. Az új alappályában (kis energiasokk) – feltételezve, hogy az olajárak nem maradnak tartósan 100 dollár, a TTF-gázár pedig 51 euró felett – a háborúnak csak mérsékelt, körülbelül 0,2-0,3%-pontnyi hatása lenne az euróövezet növekedésére, ami azt jelenti, hogy nem számítunk a 2022-es válság megismétlődésére. Ez azért is van, mert a Hormuzi-szoros kevésbé releváns a gázpiac szempontjából. Ugyanakkor az olaj további kihívásokat jelenthet, mivel a globális olajfogyasztás mintegy 20%-a halad át a szoroson; ennek kb. 13%-a lenne veszélyben még normál körülmények között is – és az iráni támadások fényében akár ennél nagyobb hányad is. A jelenleg elérhető modellek alapján az olajárak tartós emelkedése 150 dollár felé (jelentős energiasokk) a stagnálás közelébe taszíthatja az euróövezetet, bár a recesszió elkerülhető lehet. Ezt az is alátámasztja, hogy az eurózána 100 euró feletti benzinárak mellett is 0,4%-os növekedést ért el 2023-ban.

Eurózána: az infláció a következő hónapokban 3%, vagy magasabb is lehet



- Az infláció 2024 közepe óta a 2%-os cél körül mozog. A maginfláció azonban némileg 2% felett maradt (február: 2,4%), a szolgáltatási szektor inflációja pedig továbbra is a 3,5%-ot közelíti. Ez részben a lassuló, bár – történelmi összehasonlításban – még mindig magas (3-4%) bérnövekedésnek köszönhető.
- Az infláció mindkét (korábban említett) forgatókönyvben emelkedni fog: a „kis energiasokk” forgatókönyvben elérheti a 3% körüli értéket, míg a súlyosabb esetben az év második felében meghaladhatja a 4%-ot. Míg a kedvezőbb forgatókönyv szerint valószínűleg elkerülhető lenne az EKB kamatemelése, a 2021-22-es inflációs hullám tanulságai alapján egy súlyos energiaár-sokk arra készítené az EKB-t, hogy szigorítson.
- A **kockázatok** inkább felfelé mutatnak, mivel a számítások nem feltételeznek jelentős másodlagos hatásokat.

Beárazott USD és EUR alapkamatpályák (%)



Értékelésünk a középtávú kötvénypiaci kilátásokról

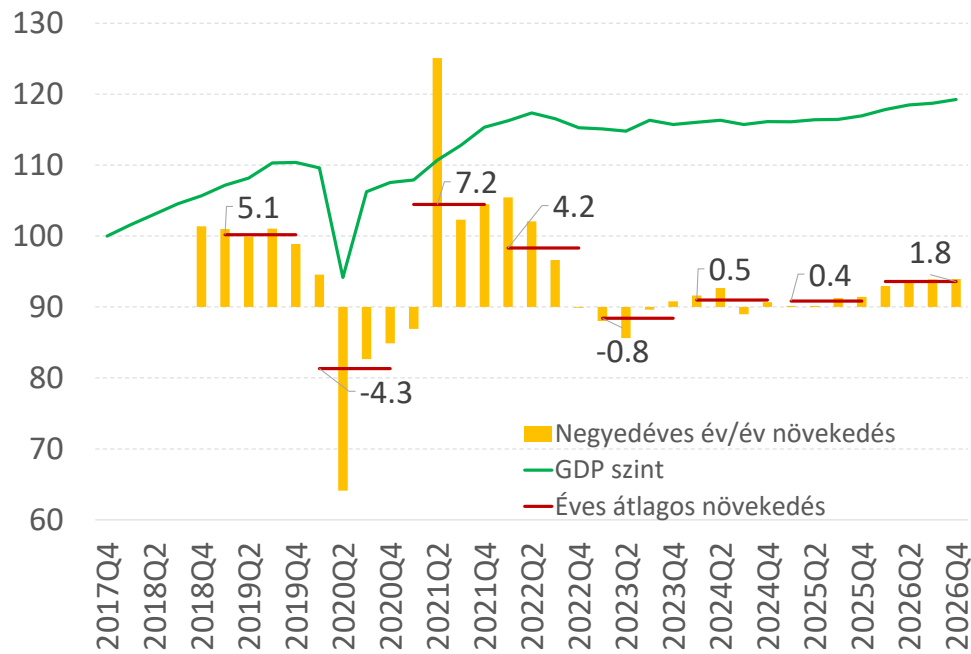
- A vámokkal, magas hiánnyal és feszes munkapiacokkal küzdő, széttöredezett világban pozitív reálkamatra van szükség ahhoz, hogy az infláció a célértékre csökkenjen. Várakozásaink szerint a rövid kamatok az eurózónában 2-2,5%, az USA-ban pedig 3% körül ingadoznak hosszú távon. A magas finanszírozási igény miatt a hosszú hozamokon is pozitív lejáratú prémiumra van szükség; arra számítunk, hogy a 10 éves lejáratú prémium eléri a 100-150 bp-ot.
- Alacsony a hajlandóság a fiskális politika fenntarthatóvá tételére, és erős a kísértés, hogy korlátozzák a központi bankok alacsony infláció melletti elköteleződését valamint, hogy a pénzügyi elnyomást alkalmazzák.

Rövid távú kilátások: a Fed egy ideig változatlanul hagyhatja a kamatokat, míg az EKB emelhet

- A Fed Kormányzótanácsa szeptemberben kezdte meg a kamatcsökkentést, háromszor 25 bázispontos lépésekkel, és az alapkamat célsávját lejjebb tolta, 4,25-4,5%-ról 3,5-3,75%-ra. Azóta a kamatcsökkentési várakozások alábbhagytak, a piac most a kamatok szinten tartására számít. Az új Fed-elnök személye kockázatot jelenthet.
- Az eurózónában a kamatkilátások már az iráni háború előtt is nyomás alatt voltak, mivel a januári pozitív meglepetés után az inflációs adatok – különösen a szolgáltatásinfláció – februárban komoly csalódást okoztak. Így a jelenlegi alapkamat már az energiaár-sokk előtt is túl alacsonynak számított. A szűk munkaerőpiacokkal együtt ez arra kényszerítheti az EKB-t, hogy kamatot emeljen, még akkor is, ha beárazott 3 emelés talán túlzás.
- A hozamgörbék hosszú végét illetően azt gondoljuk, hogy a jelenlegi környezetben a görbe meglehetősen lapos, a lejáratú prémium a kockázatokhoz képest túl alacsony. Emiatt a dollár és az euró hosszú kötvények esetében is óvatos, semleges alatti pozicionálást javasolunk.

Az energiaárak átmeneti emelkedése a GDP-növekedést 1,8%-ra lassíthatja

GDP-pálya



A beruházások és az export fékeztek a növekedést 2025-ben

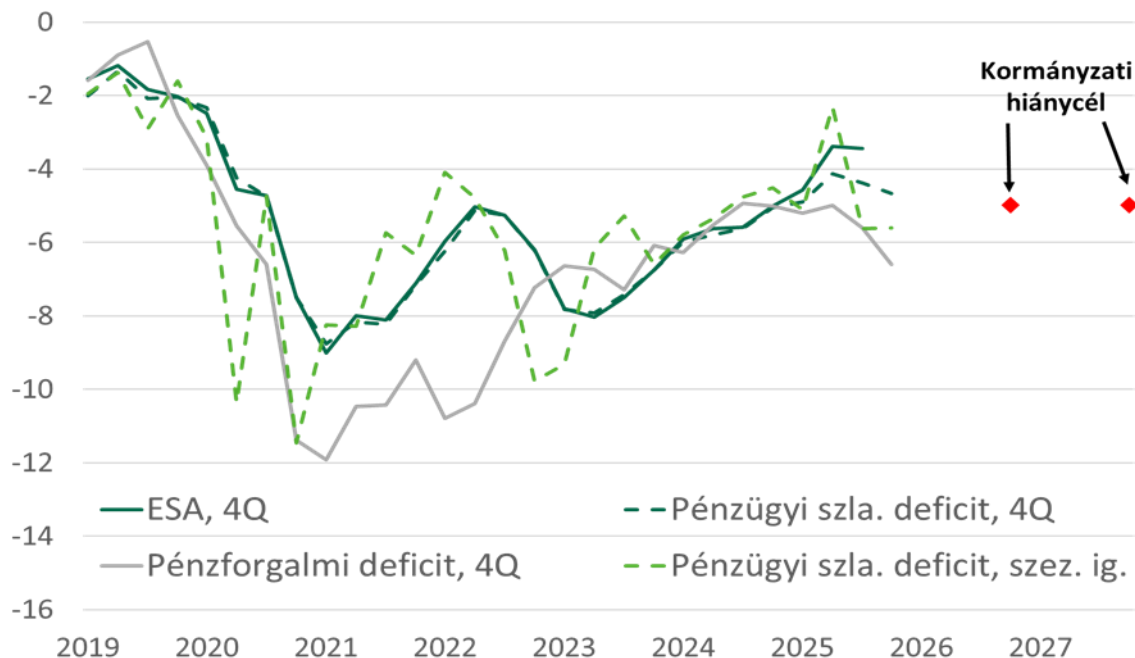
- 2024 után 2025-ben is a fogyasztás volt a bővülés egyetlen motorja, de növekedési üteme 6%-ról 2,9%-ra lassult, összhangban a csökkenő foglalkoztatottsággal és a lassuló reálbér-növekedéssel.
- A beruházások 4. éve egyfolytában csökkennek, mivel a költségvetési szigorítás és az uniós források befagyasztása visszafogja az állami beruházásokat, miközben a gyenge kilátások és az előző években létrejött többletkapacitások óvatossá teszik a magánszektor. 2025 második felében azonban a beruházások csökkenése negyedéves alapon megállt, ami korai jele lehet annak, hogy a beruházások 2026-ban újra növekedni kezdenek.
- A gyenge európai növekedés, az ipari termékek és autók iránti törékeny kereslet, valamint az erős kínai verseny miatt csökken az export.

2026: az iráni háború miatt az idei GDP-növekedés 2% alá csökkenhet

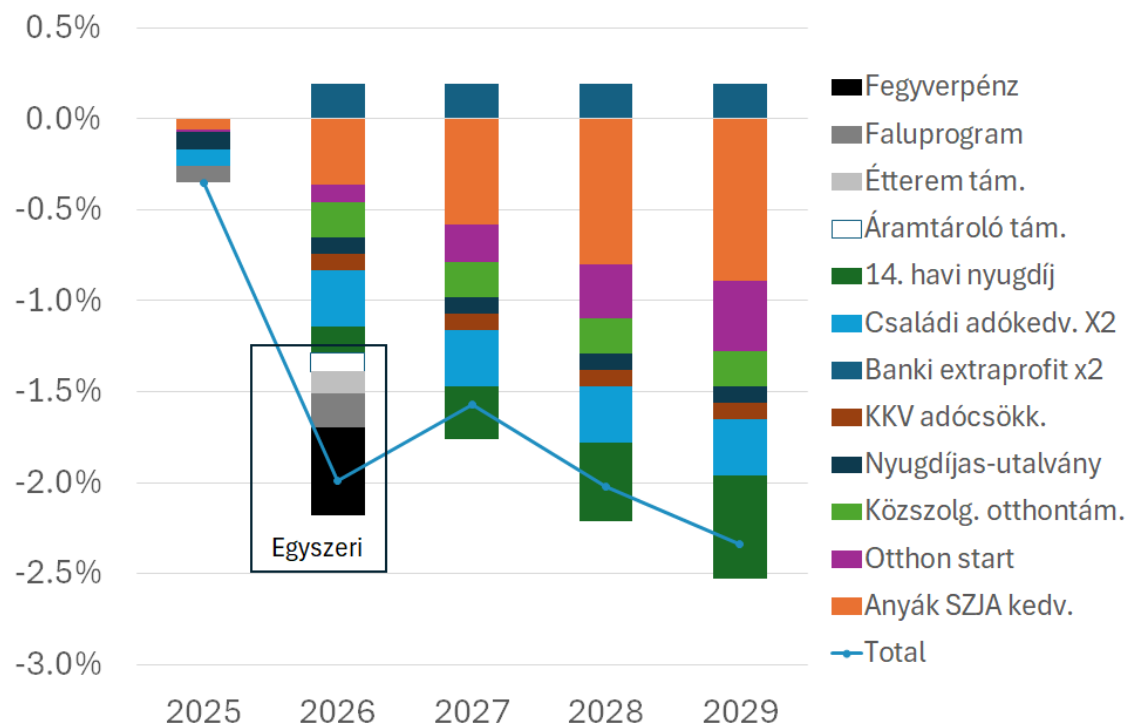
- A fogyasztás továbbra is 4,0%-kal fog nőni a jelentős költségvetési támogatás és a reálbér-növekedés újbóli felgyorsulása (7%) miatt.
- Beruházások: A köz- és lakásberuházások fellendülnek, valamint a nem lakáscélú magánberuházások is kimozdulhatnak a mélypontról. Ennek első jeleit már 2025 második felében láthattuk.
- A tavalyi stagnálás után idénre nagyon szerény növekedést várunk az export növekedésében. Az új exportkapacitások, a német fiskális ösztönzők és a kereskedelmi háború okozta bizonytalanság enyhülése miatti pozitív hatásokat szinte teljesen ellensúlyozza az iráni háború negatív hatása.
- Az iráni háború kapcsán csak átmeneti és kezelhető energiaár-emelkedésére számítunk: átlagosan hordónként 95 dolláros olajjárral, illetve 55 euró/MWh körüli a gázzal. Ezzel az ország GDP-arányos nettó energiakiadásai mintegy 0,8%-kal emelkednének, ami a GDP növekedésére kb. -0,5%-os hatással lehet. Következésképp 1,8%-os GDP-növekedést várunk 2026-ra.
- A 2026-os bővülés azonban nem tart soká, és a választásokhoz kapcsolódó gazdaságösztönzők kifizetésével 2027-ben ismét lelassul. A növekvő hiányt ismét ki kell majd igazítani, ami tovább ronthatja a növekedési kilátásokat.

A költségvetési hiány elérheti a kormány 5%-os célját 2026-ban

A költségvetési egyensúly mutatói (GDP %-a)



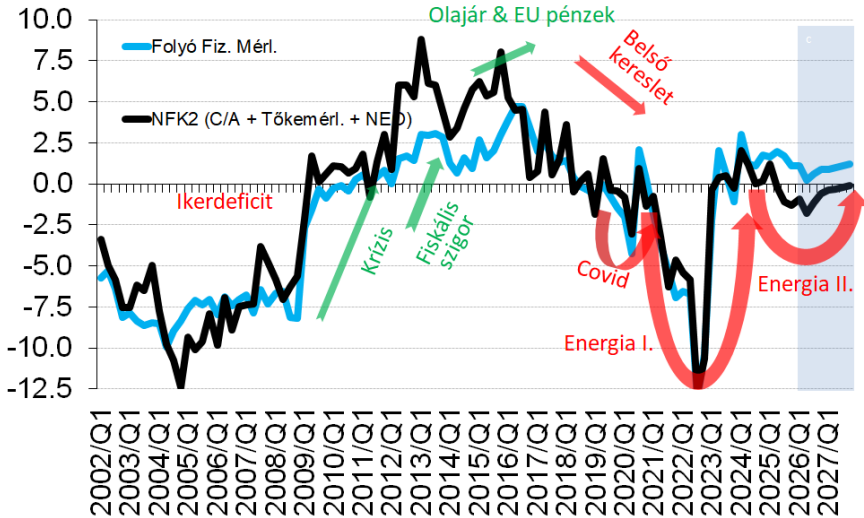
Bejelentett intézkedések középtávú költségvetési hatása (a GDP %-ában)



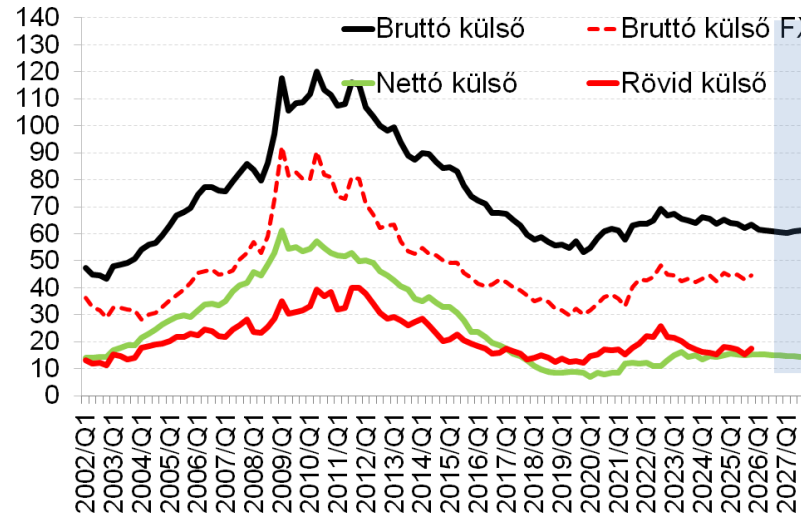
- 2020-2023: a GDP 6-8%-át kitevő magas hiány, amit a covid és a választási intézkedések okoznak
- 2024: a hiány a GDP 5%-ára csökkent, az adóemeléseken és az állami beruházások csökkentésén alapuló kiigazításnak köszönhetően
- 2025: a GDP 4,7%-a, az év elején szigorítással, az év végén pedig költekezéssel. Utóbbi nélkül a hiány alig haladná meg a 4%-ot
- 2026: az 5%-os cél a már bejelentett intézkedésekkel elérhető (mivel a kamatkidadások csökkennek), de a folyó kiadások szigorú ellenőrzése mellett. A kockázatok felfelé mutatnak (pl. már az 5%-os cél kitűzése után bejelentettek egy 100 milliárd forintos energiátároló programot).
- Q1-ben nem történt további, jelentős költségvetési hatással bíró bejelentés.
- Változatlan politika mellett a hiány csak mérsékelten növekedne 2026 és 2029 között, mivel a kiadásnövelő intézkedéseket nagyrészt ellensúlyozza az egyszeri tételek kifizetése.

A kisebb romlás ellenére a külső pozíció fenntartható

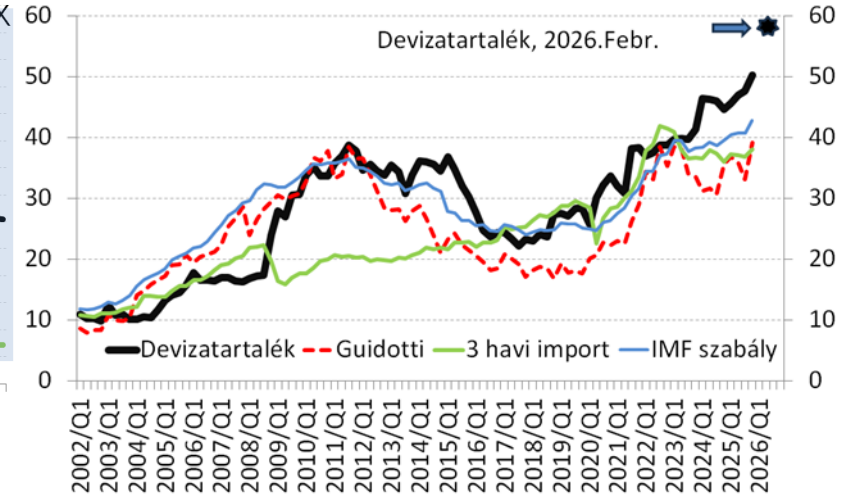
Külső egyensúlyi mutatók (a GDP %-ában)



Külső adósság (a GDP %-ában)



Devizatart. és tartalékmegfel. szabályok (mrd EUR)

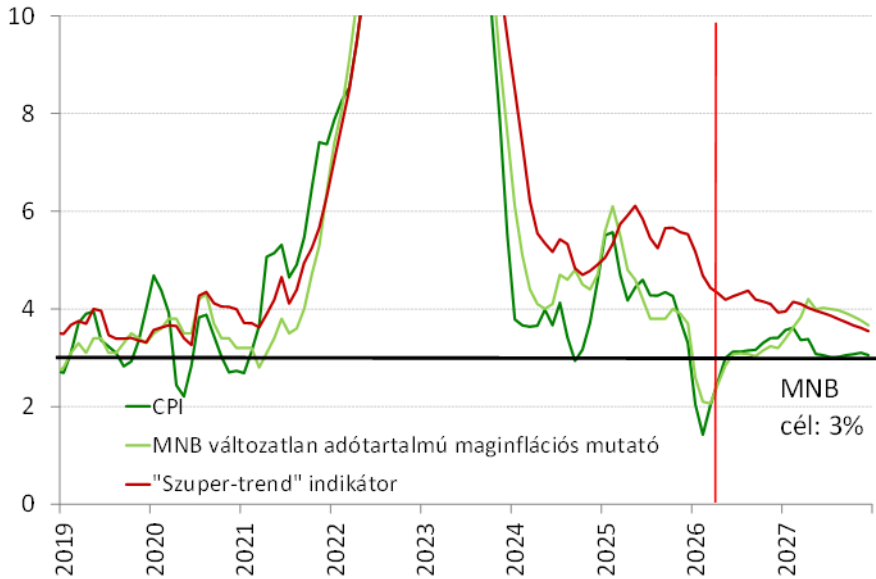


A külső pozíció 2025 2. felében kissé romlott, mivel a folyó fizetési mérleg többlete olvadt, idén a GDP 2%-áról 1%-ra eshet. Ugyanakkor az energiaárak kiegyensúlyozott pozícióhoz vagy enyhe hiányhoz vezethetnek, az ársook mértékétől és időtartamától függően. A devizatartalékok elég magasak ahhoz, hogy mozgásteret biztosítsanak a jegybanknak.

- A folyó fizetési mérleg többlete a GDP körülbelül 2%-áról 2025-ben 1,6%-ra, Q4-ben pedig 1,1%-ra mérséklődött, mivel az export továbbra is nyomás alatt állt, és a gépipport nőtt. Mivel az EU-források beáramlása szerény volt (a GDP 0,5%-a), és a NEO továbbra is minuszos (-2,5%), a nettó finanszírozási képesség (NEO-val együtt) enyhén negatív (a GDP-0,5/-1%-a) lett.
- A mérsékelt pozitív külföldi működőtőke-beáramlás és a portfóliórészesvények kiáramlása mellett a gazdaság nettó értelemben külső adósságot halmozott fel mind a Q4-ben, mind 2025-ben (a GDP 1,6%-a). A külső adósságráták stagnáló vagy enyhén csökkenő tendenciát követtek, a bruttó külső adósság a GDP 65%-a alatt maradt, összhangban a régió átlagával.
- A devizatartalékok nagyon gyorsan, 60 milliárd euróra emelkedtek, 15-20 milliárd euróval meghaladják a megfelelő szintet.
- A magasabb energiaárak ismét kedvezőtlenül hatnak majd a külső pozícióra. Alappályánknban arra számítunk, hogy a fizetési mérleg nulla felett marad (a GDP 0,7%-a), de a nettó külső finanszírozási képesség negatív marad. Előretekintve, Magyarország külső adósságmutatói stagnálhatnak. Az új energiaár-sokk időtartamát és mértékét övező bizonytalanság miatt a kockázatok lefelé mutatnak. Amennyiben az olaj- és gázárak a jelenlegi szinten maradnak, a fizetési mérleg idén és jövőre is hiányt mutathat. Ugyanakkor a devizatartalékok mára igazán magas szintet értek el, így jelentősen megnőtt az MNB mozgásteret, hogy enyhítse a külső sokkok árfolyamra gyakorolt hatását.
- A többlet szintje alapján a forint fair értéke 370-375 körül lehet, de az energiaársook miatt ideiglenesen a 385-390 sávba kerülhet.

Az emelkedő energiaárak hatása korlátozott lehet

Az OTP inflációs előrejelzései



A „szuper” trendinfláció évesített hó/hó változása* (%)



*árak és piaci szolgáltatások visszatekintő árképzési tételek nélkül

Forrás: Bloomberg, OTP Elemzés

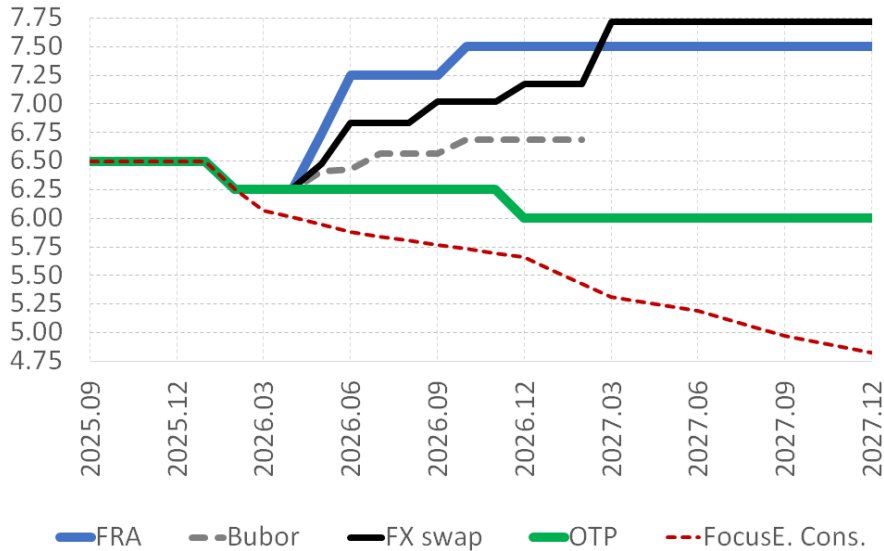
- **2025 Q1:** az infláció 6%-ra emelkedett az erős kereslet, a horgonyzatlan várakozások és az aktív vállalati átárázások miatt, hogy áthárítsák a forintgyengülést, az adóemelések, valamint az emelkedő mezőgazdasági és földgázárak hatásait.
- **2025 Q2-Q3:** az infláció 4.5% köré mérséklődött. A kormány adminisztratív intézkedéseket hozott (árrésstop, gyógyszerek és szolgáltatások „önkéntes” árcsökkentései), amelyek hatása 1,5%-pont volt. A forint felértékelődése ismét beindult: az árucikkek inflációja mérséklődött.
- **2025 Q4:** Az infláció visszatért az MNB 3% +/-1%-os célsávjába, főként az élelmiszer- és üzemanyagárak csökkenő inflációja miatt. Az inflációs alapfolyamatok mutatói nyáron javultak, de ez összességében megtorpant.
- **2026 eleje:** Februárban az infláció 1,4%-ra esett vissza, és jelentős javulást tapasztaltunk az ún. „szuper” trendmutatónkban is, amelyet a hosszú távú inflációs trendek legjobb mérőszámának tekintünk. Ez arra utal, hogy a 11%-os minimálbér-emeléshez és a folyamatban lévő fogyasztást célzó fiskális intézkedésekhez kapcsolódó kockázatok nem materializálódtak az év eleji árképzésben.

Kilátások: Az infláció márciusban az energiaárak emelkedése nélkül is emelkedni kezdett volna, de 2026-ban átlagban még 3% alatt maradhatott volna.

- Az energiaárak átmeneti emelkedése csak korlátozott hatással lesz az inflációra. Ez azért van, mert például az üzemanyagárakban és a lakossági energiaárakban hatósági ár van érvényben, így az inflációs hatások lassabban és közvetve – a gyengébb árfolyamon és a növekvő vállalati energiaköltségeken keresztül – fognak érvényesülni. Ezek a tényezők akár 0,3%-kal is megemelhetik az inflációt idén; azonban az év eleji kedvező adatoknak köszönhetően az infláció továbbra is 3% körül alakulhat. Hatalmas és elhúzódó sokk esetén az inflációs kockázatok sokkal magasabbak; ebben az esetben az infláció 2026 második felében elhagyhatja a célsávot.
- **Kockázatok:** Az energiaárak emelkedésének az inflációra gyakorolt hatása nem lineáris. Ha az áremelkedések hossza és/vagy mértéke jelentősen meghaladja az alapforgatókönyvben szereplő feltételezéseinket, akkor a kormány által maximált árak nem lesznek fenntarthatóak, ami drasztikusan megnöveli az inflációra gyakorolt hatást. Továbbá korlátozott a vállalatok azon képessége, hogy átmeneti profitcsökkenésen keresztül „elnyeljék” a sokkot, így egy bizonyos ponton túl a teljes energiaár-emelkedését átháríthatják.

2026-ban adottak lehetnek a kamatcsökkentések feltételei

Az effektív kamat (OTP-előrejelzés és árazás)



A piaci volatilitás extrém szintre emelkedett, azonban a beárazott 125 bázispontos emelés túl soknak tűnik.

Irán előtti események:

A forint stabil felértékelődése és az alacsony infláció miatt 2025 Q4-ben és 2026 elején az első 25 bázispontos kamatcsökkentésre (6,25%-ra) került sor februárban, miután az alapkamatot 17 hónapig 6,5%-on tartották. A kamatvágási várakozások erősödtek; a piac azt várta, hogy az alapkamat 5.5%-ig csökken.

A háború következményei:

- o A forint gyorsan leértékelődött, a kamatcsökkentési várakozások elillantak, és a piac elkezdte beárazni a kamatemelést. Jelenleg a görbe 7,5-7,75%-os (+125-150 bázispont) év végi alapkamatot jelez.
- o A december-februári időszak kötvénypiaci ralija megfordult: a hozamok kilóttek, 8% közelében tetőztek, mintegy 150 bázisponttal a februári mélypont felett.
- o Az MNB márciusban nem nyúlt a kamatokhoz, továbbra is óvatos és adatvezérelt módban működik.

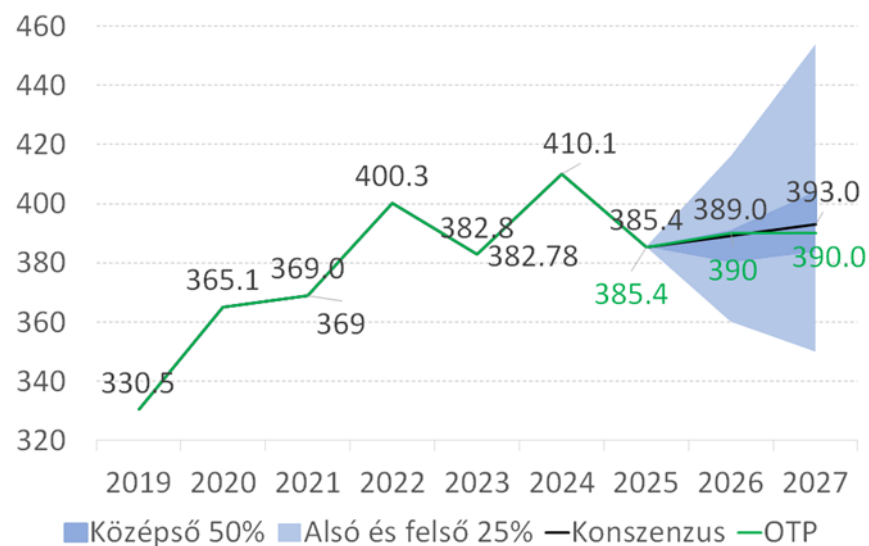
Pénz- és kötvénypiaci kilátások

- o A kilátásokat az iráni háború valamint a választások utáni magyar gazdaságpolitika fogja alakítani. Úgy gondoljuk, hogy a mérsékelt olajár-forgatókönyv valószínűbb, ezért egy 125 bázispontos "ornehéz" kamatemelési ciklus kevésbé tűnik valószínűnek. Emellett úgy gondoljuk, hogy a választások után a gazdaságpolitika piacbarátabb irányba mozdul el. Ezért úgy gondoljuk, hogy a **hozamgörbe hosszú vége 7,5% körül vonzó lehet, és itt a felülsúlyozást javasoljuk.**

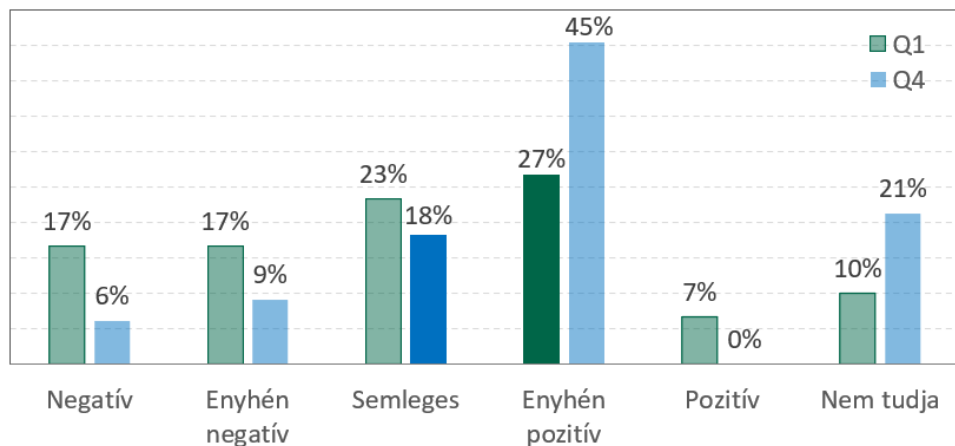
EUR/HUF: Legalább a jelenlegi, vagy erősebb forintot várunk

- o Februárig a forint jelentősen, 375 közelébe erősödött. Az iráni háború kezdete után gyorsan visszaadta az euróval szembeni erősödését, és visszatért a 390-es szintre.
- o Ezen a szinten az EUR/HUF a jelenlegi energiaárak mellett korrektnek tűnik, és egy esetleges energiaár-korrektúra esetén is vonzó lehet. A 6,25%-os alapkamat némi védelmet nyújthat, akárcsak a devizatartalékok, amelyek jelentősen meghaladják a megfelelő szintet.
- o Összességében úgy gondoljuk, hogy a forint vételi pozíciók tartása továbbra is vonzónak tűnik, mivel nem számítunk további leértékelődésre, és a kamatkülönbözet jelentős.

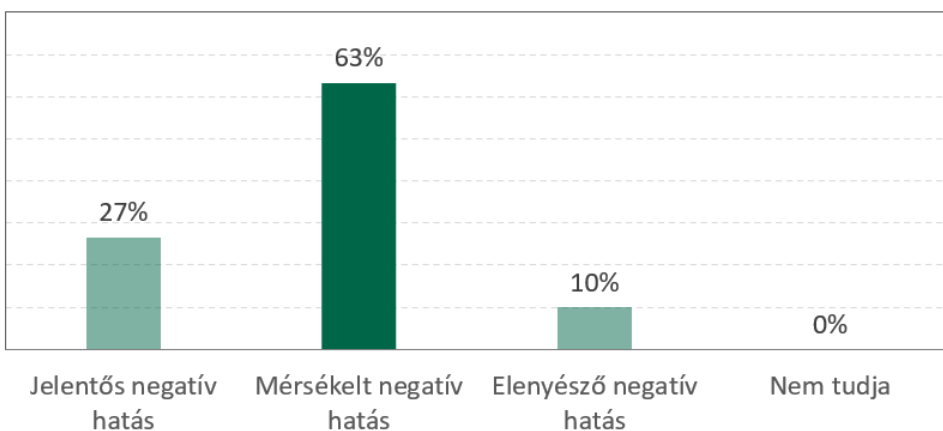
EUR/HUF várakozás (időszak vége)



Mi a CETOP Index-szel kapcsolatos várakozásod a következő 3 hónapra?



Hogyan hat az iráni konfliktus a KKE-i gazdaságokra a következő 12 hónapban?



- Több mint 30, a régiós tőkepiacokon aktív, közvetlenül több mint 6,5 milliárd euró értékű vagyont kezelő vezető pénzügyi szakember vett részt felmérésünkben, amiből néhány fontosabb megállapítást emelünk ki, [a teljes riport itt olvasható](#).
- A befektetői pozícionáltság érdemben óvatosabbá vált valamennyi eszközosztályban. A kockázatvállalási hajlandóság meredeken visszaesett: a benchmark feletti kockázatot vállaló befektetők aránya 33%-ról 20%-ra csökkent, miközben az alacsony kockázatú allokációk aránya megduplázódott 30%-ra. Ez egyértelmű elmozdulást jelez a kockázatkerülés irányába a fokozódó geopolitikai feszültségek közepette.
- A kelet-közép-európai részvénypiaci hangulat visszafogott, a BUX és a CETOP is kockázati átárazódással néz szembe. A BUX-szal kapcsolatos optimizmus nagyot esett (bullish arány: 42% → 23%), miközben a CETOP megítélése is lefelé rendeződött, ahogy a korábban meglévő értékeltségi diszkont visszatért az orosz-ukrán háború előtti szintekre. A fokozódó geopolitikai bizonytalanság – beleértve a közeljövőben várható orosz-ukrán béke esélyének csökkenését – óvatosabb regionális kilátásokat eredményez.
- A devizapiacra is bizonytalanság uralkodik. Az EUR/HUF visszatért a 390-395-ös sávba, miután az olajár emelkedése miatt sebezhetőbbé vált a magyar deviza. A forint és a lengyel zloty holtversenyben bizonyult a legvalószínűbb felülteljesítőnek (mindkettő 30%), ugyanakkor a befektetők a forintot tekintik a leginkább esélyes alulteljesítőnek is. Ez kivételesen magas bizonytalanságra, és várható volatilitásra utal.
- A felmérés egyértelmű elmozdulást jelez a befektetői hozzáállásban a magyar állampapír-hozamgörbe mentén. A válaszadók a hozamgörbe leghosszabb, 10 év feletti szegmensét tartják a legkevésbé vonzóknak. A piaci árazások az ultrahosszú benchmark kötvényeket olyan hozamszintekre tolták, amelyek gyakorlatilag összeértek a rövidebb futamidőkkel, így ebben a szegmensben a felülteljesítés lehetősége erősen beszűkült. A 7-10 éves lejáratú tartomány jobb kockázat-hozam arányt kínál, és a felmérés alapján még mindig ez számít a görbe legvonzóbb részének, jóllehet részesedése 33%-ról 20%-ra csökkent.

Eszközosztályok



Részvény

Bár a piac a csúcsról már korrigált, közel sem annyit, hogy az fedezze az iráni háború esetleges negatív kimenetelével (tartósabban magas energiaárak) járó kockázatokat. A piac drága, a profitchiklus késői szakaszban jár.



Felülsúlyozás



Kötvény

A felfelé mutató inflációs kockázatok erősödtek, a (Fed, EKB) kamatcsökkentési várakozások kiárazódtak. Egy stagflációszerű kimenetel esélye nőtt, így a készpénz-jellegű kitettségek favorizálандók a hosszabb kötvényekkel szemben.



Semleges



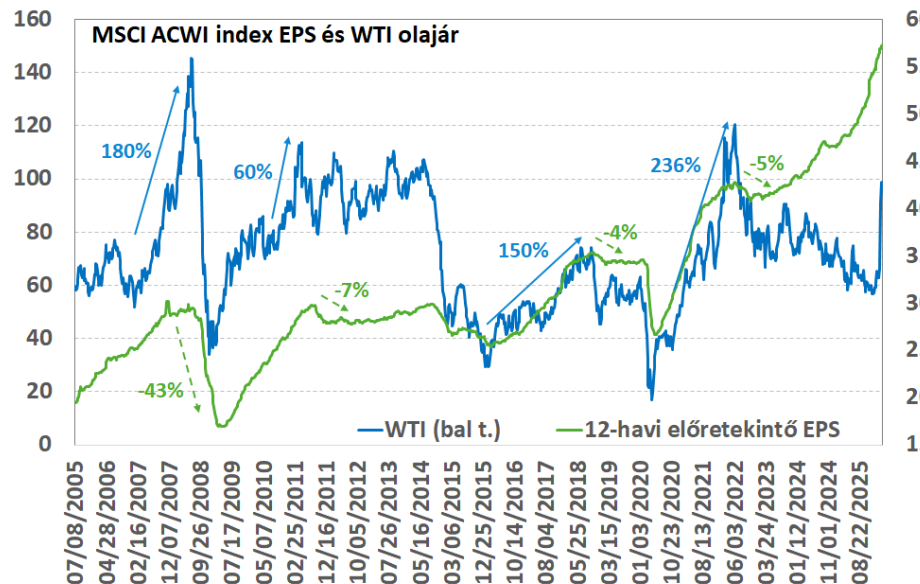
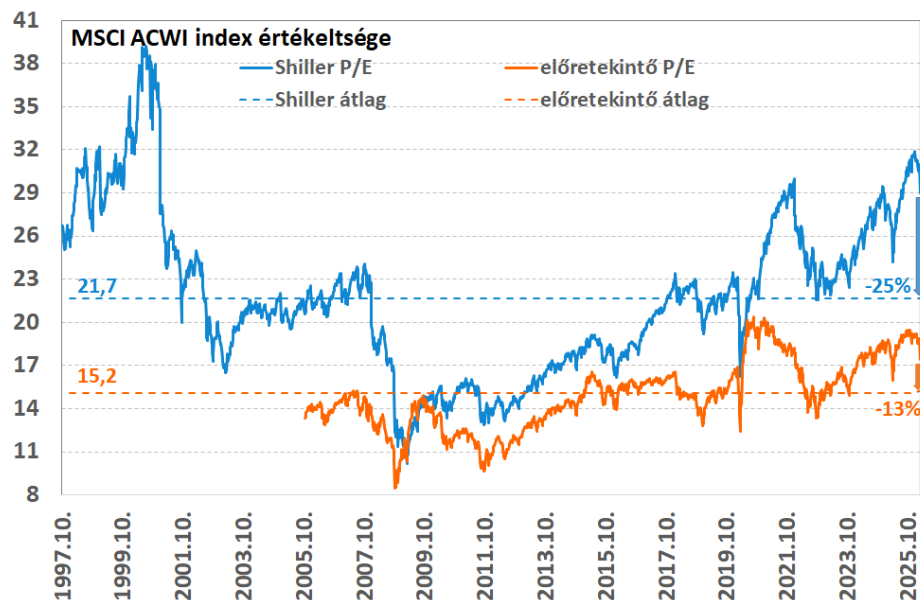
Nyersanyag

Összességében tartjuk semleges nyersanyagpiaci álláspontunkat, mivel a közel-keleti háború időbeli lefutásától és az okozott károk mértékétől függenek a hosszabb kilátások, a felfelé és lefelé mutató kockázatok kiegyenlítik egymást.



Alulsúlyozás

Részvény: korrigáltak már, de ez még mindig nem elég mély



- o A tavaly év végi szinteken zárta az első negyedévet a globális részvénypiaci index (MSCI ACWI), az iráni háború hatására a csúcsról egyelőre 5% körüli korrekciót látni. Ezzel a piac már árzza az energiaárak emelkedéséből fakadó negatív hatások kisebb részét, de közel sem akkorát, amekkorát rossz esetben a helyzet időbeli elhúzódása okozhat. Emiatt továbbra is semleges részvény-pozícionáltságot tartanánk.
- o Minél tovább húzódik az iráni háború, az annál nagyobb veszélyt jelent a részvénypiacra. Leginkább azért, mert az energiaárak emelkedése rontja a gazdasági növekedési képet, és az egyébként is késői szakaszban járó profitciklusnak is hamarabb véget vethet. Az elmúlt 20 év adatai alapján a mostanihoz hasonló mértékben emelkedő, valamint tartósabban (3-6 hónapra) a 100 dollárra ugró olajár minden esetben megállította a felfelé ívelő profitciklust, jellemzően 0-10% közötti csökkenés volt utána jellemző. A profitdinamika lassulása, és az inflációs kockázatok miatt a kamatvárakozások emelkedése együttesen az átlagot érdemben meghaladó árazási szintek további tágulásának is gátat szabhat a következő időszakban.
- o Mivel Irán egyelőre sikeresen blokkolja a Hormuzi-szoroson áthaladó hajóforgalmat, és a szomszédok elleni támadásai az egész régiót destabilizálva az olaj és gázinfrastruktúrában is kárt okoznak, még a helyzet kvázi „gyors” feloldása mellett is hónapokig magasan ragadhatnak az energiaárak. Amennyiben a következő hetekben sem látszik a helyzet feloldása, és ezzel együtt a piac is elkezd pár hónapig magasan ragadó energiaárakat feltételezni, azzal együtt kalkulációink szerint vállalati szinten már egy enyhe profitrecesszió esélye is emelkedne, 12-16%-os lefelé kockázatot jelentve a jelenlegi index szintekről. Rosszabb esetben (4-6 hónapig magas energiaárak) 21%-os lefelé mutató kockázat adódhat.
- o Mivel a háborúban érintett felek egyike sem érdekelt tartósan elhúzódó konfliktusban, így bár napról-napra csökken az esélye, de kizárni nem lehet azt, hogy rövid időn belül megállapodnak a felek, és ezzel – valamint stratégiai készletek felszabadításával – együtt az energiaárak is korrigálnak, érdemben nem befolyásolva a gazdasági folyamatokat. Ilyen esetben az AI beruházások, fiskális és monetáris lazaság által fűtött piaci alapfolyamatok akár további 14% körüli felértékelődést is lehetővé tennének.



Az iráni háború időbeli elhúzódásától és az energiapiacokon okozott károk nagyságától függően igen eltérő gazdasági és ezáltal részvénypiaci scenáriók is kibontakozhatnak a következő időszakban. Bár a piac a csúcsról már korrigált, közel sem annyit, hogy az fedezze a negatív kimenetekkel járó kockázatokat. Mivel a részvénypiac drága, és a profitciklus késői szakaszban jár, továbbra is semlegesen tartanánk a kitétségeket, jobb beszállási lehetőségekre várva.

Részvény: korrigáltak már, de ez még mindig nem elég mély

MSCI ACWI lehetséges fair értékek egyes scenáriókban most: 981

		12 havi előretekintő EPS							
		35,5	45,6	48,2	50,8	53,4	57,3	63,5	
Előretekintő P/E	8,4	300	385	407	428	451	483	536	Abszolút mélypont
	9,8	348	447	473	498	524	562	622	2011 mélypont
	11,1	395	506	536	564	593	636	705	
	12,5	445	571	604	636	669	718	795	2014-20 minimum
	13,6	483	619	655	689	725	778	862	2022 minimum
	14,9	530	680	719	757	796	854	946	20 éves átlag P/E
	17,4	619	795	841	885	931	999	1106	jelenleg
	20,4	724	928	982	1034	1087	1166	1292	Abszolút csúcspont
	23,9	851	1092	1155	1216	1279	1372	1520	átlagos felfele átárazódás
			-30% EPS g recesszió	-10% EPS g átlag ha<0	-5% EPS g	0% EPS g bázis szerint	5% EPS g hosszú átlag	13%EPSg átlag	25% EPS g átlag ha>0 fellendülés

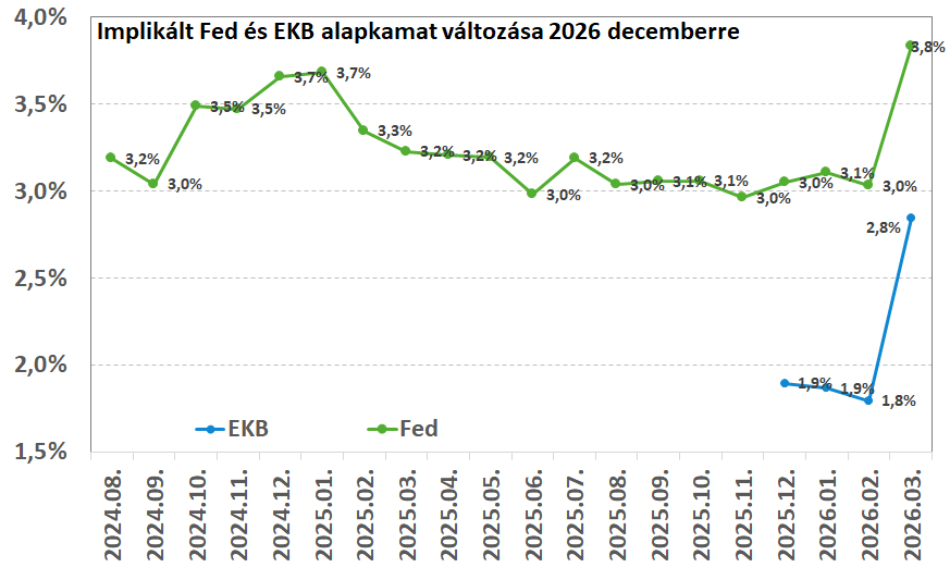
MSCI ACWI lehetséges fair értékek egyes scenáriókban

		12 havi visszatekintő EPS							
		34,4	41,4	44,0	46,3	49,2	54,2	60,2	
visszatekintő P/E	8,4	288	347	369	388	412	454	505	Abszolút mélypont
	10,9	376	453	481	506	537	593	658	2011 mélypont
	12,4	498	600	637	670	711	785	872	átlagos lefele átárazódás
	14,5	428	515	547	576	611	674	749	2014-20 ~minimum
	18,6	640	771	818	862	914	1008	1120	30 éves átlag P/E
	20,5	706	851	903	951	1009	1113	1236	Jelenleg
	22,7	782	942	1000	1053	1117	1232	1368	átlag +1szórás
	26,8	923	1112	1180	1243	1318	1454	1615	átlagos felfele átárazódás
	31,0	1065	1283	1362	1434	1522	1678	1864	Abszolút max
			-30% recesszió	-12% átlag ha<0	-5%	0%	5,8%	18%	30%

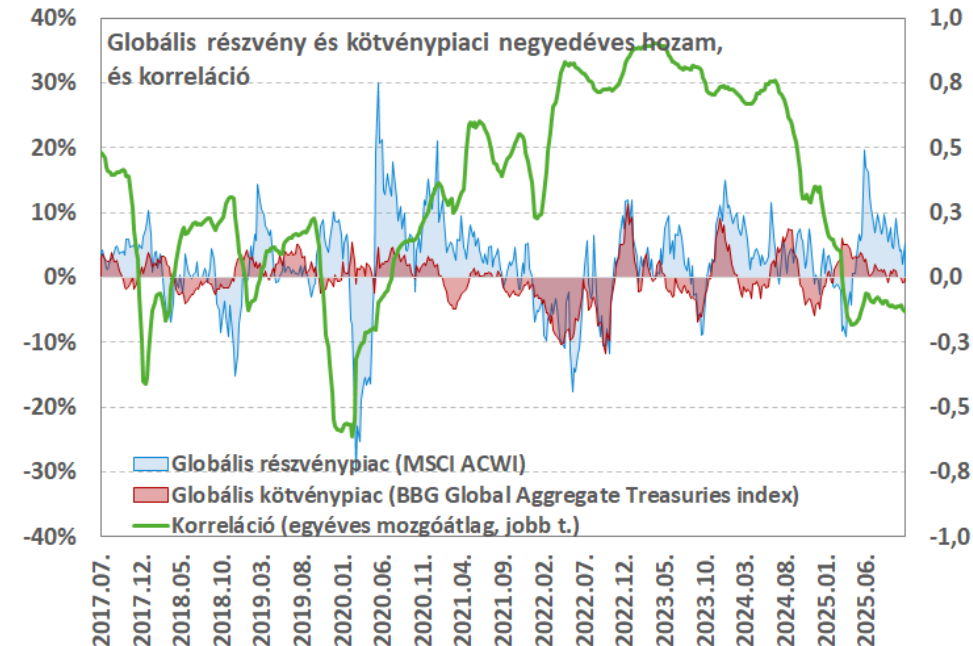
Fair value scenáriók MSCI ACWI-re különböző valószínűségekkel súlyozva

Scenáriók (Előretekintő EPS és P/E-vel)	fair	P	P	P	P	P	P
25% EPS növekedés magasabb értékkeltséggel	1406	0%	0%	0%	0%	0%	5%
5-10% EPS növekedés (átlag feletti) jelenlegi/magasabb értékkeltséggel	1049	30%	10%	0%	0%	0%	60%
0-5% EPS növekedés (átlag körüli) jelenlegi értékkeltséggel	908	50%	50%	30%	15%	0%	30%
-5%-0% EPS növekedés enyhén jelenlegi/alacsonyabb értékkeltséggel	802	15%	35%	55%	60%	60%	5%
-10%-5% EPS növekedés (enyhe recessziós) átlagos értékkeltséggel	699	5%	5%	15%	25%	40%	0%
-30% EPS növekedés (erős recessziós) átlag alatti értékkeltséggel	464	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Valószínűséggel súlyozott		-6%	-11%	-17%	-19%	-22%	3%
Scenáriók (Visszatekintő EPS és P/E-vel)	fair	P	P	P	P	P	P
30% EPS növekedés magasabb értékkeltséggel	1771	0%	0%	0%	0%	0%	5%
6-18% EPS növekedés (átlag feletti) magasabb értékkeltséggel	1280	30%	10%	0%	0%	0%	60%
0-6% EPS növekedés (átlag körüli) enyhén magasabb értékkeltséggel	1085	50%	50%	30%	15%	0%	30%
-5%-0% EPS növekedés enyhén jelenlegi/átlagos értékkeltséggel	885	15%	35%	55%	60%	60%	5%
-12%- -5% EPS növekedés (enyhe recessziós) átlagos értékkeltséggel	667	5%	5%	15%	25%	40%	0%
-30% EPS növekedés (erős recessziós) átlag alatti értékkeltséggel	463	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Valószínűséggel súlyozott		11%	3%	-7%	-12%	-19%	25%
Összesen (felefele)		3%	-4%	-12%	-16%	-21%	14%

Kötvény: nőtt a stagflációszerű kimenetel esélye



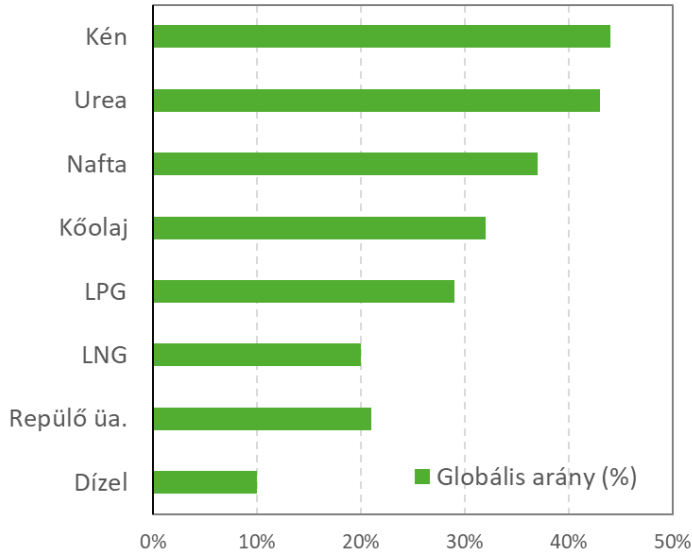
- Az iráni háború hatására a fejlett piaci kamatcsökkentési várakozások mostanra teljes egészében kiárazódtak. Mivel egyre nő az esélye, hogy az energiaárak tartósabban is magas szinten ragadhatnak, ez a felfelé mutató inflációs kockázatok miatt megkötheti a Fed és EKB kezét is, hogy kamatot csökkentsen, miközben a jelentős költségvetési hiányok, emelkedő adósságok és megnövekedett kötvénykibocsátási volumenek már eddig is negatív hatással voltak a hosszú kötvényekre. Rövid távon egy stagflációszerű kimenetel esélye nőtt, amiben a hosszú kötvények sem tudják diverzifikációs szerepüket betölteni, emiatt óvatosabb irányba érdemes elmozdulni, a készpénzjellegű pénzügyi kitétségek felülsúlyozásával.
- Az USA-ban már a háborút megelőzően is felfelé mutató kockázatokra figyelmeztettek a nagy frekvenciás inflációs mutatók, amit az energiaárak csak tovább súlyosbíthat, miközben az infláció már eddig is a jegybanki cél felett alakult. Még egy, a korábinál galambabb jegybanki vezető érkezése mellett is mérséklődött annak a valószínűsége, hogy a Fed ilyen környezetben kamatot tudjon csökkenteni, igaz a munkaerőpiaci lassulás miatt a kamatemelésnek is alacsony a valószínűsége.
- Európában ezzel szemben a jegybank elsősorban az inflációs adatok alakulására figyel, februárban a szolgáltatásinfláció már kellemetlen meglepetést hozott, és az energiaárak emelkedésére is sokkal érzékenyebb a kontinens számára, ez csak rontani fog a helyzetet. A konfliktus előtt a gazdasági növekedés gyorsulása már egyértelműen felfelé kockázatot jelentett a hosszú hozamokra, amik az EU magországokban több mint tízéves lokális csúcsokra emelkedtek. A hozamok emelkedése irányába mutató kockázatok nagyobbak, mint az USA-ban, ráadásul a tartósabban magas energiaárak a rövid oldali reálkamatkülönbség szűkülése irányába hatnak, ami a dollárt erősítheti az euróval szemben.
- Az elmúlt hónapokban évtizedes mélypontokra szűkülő vállalati kötvény-spreadek már emelkedésnek indultak, jellemzően egyéves lokális csúcsok közelében tartózkodnak. Ezek a szintek továbbra sem tükrözik megfelelően a kockázatokat, amit a magas energiaárak növekedést lassító hatásai, illetve a magánhitelek (private credit) piacán már meginduló nemteljesítő hitelállomány növekedése jelent.



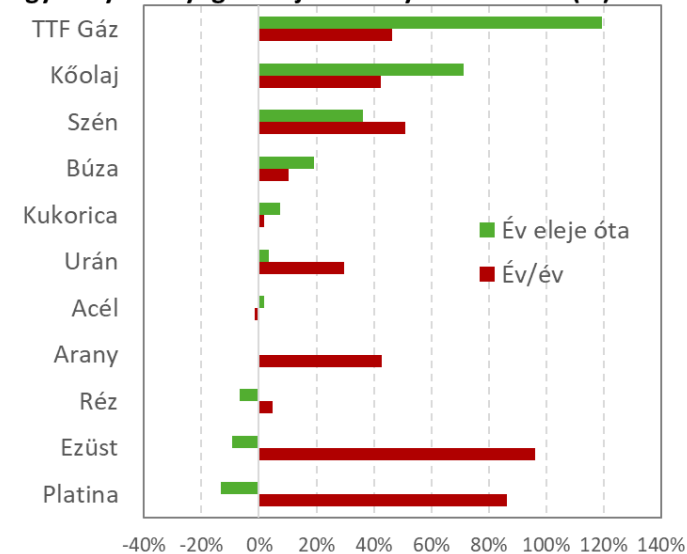
Mivel a felfelé mutató inflációs kockázatok erősödtek, ez megkötheti a Fed és EKB kezét, hogy kamatot csökkentsen a következő negyedévekben. Rövid távon egy stagflációszerű kimenetel esélye nőtt, emiatt óvatosabb irányba érdemes elmozdulni, a készpénzjellegű pénzügyi kitétségek felülsúlyozásával a hosszabb lejáratú kötvényekkel szemben.

Nyersanyag: jelentős átrendeződést hozott az iráni háború

Hormuzon áthaladó globális tengeri forgalom (%)



Egyes nyersanyagok teljesítménye YTD & YoY (%)



- A tavalyi évben és az idei év elején is még az ipari és nemesfémek domináltak a tágabb nyersanyagpiacon belül, míg az energiához kapcsolódó és mezőgazdasági termékek relatíve gyengébben teljesítettek. A február végén kitört iráni háború azonban jelentős átrendeződést hozott magával, mivel ennek köszönhetően gyakorlatilag leállt a globális olaj, földgáz és más kapcsolt termékek kereskedelmének szempontjából kiemelten fontos csomópontnak tekinthető Hormuzi-szoroson áthaladó hajóforgalom. Az energetikai ellátási lánc megakadása már most is jelentős áremelkedést okozott a releváns nyersanyagpiaci szegmensekben, míg az esetleges tovagyűrűző hatásokat szintén nem szabad alábecsülni.
- Az iráni háború időbeli lefutásával és konklúziójával kapcsolatban persze számos forgatókönyv képzelhető el, így ennek mentén szóródnak a nyersanyagpiaci kilátások és gazdasági következmények is. Egy időben elhúzódó konfliktus, illetve a közel-keleti olaj és gáz infrastruktúra jelentős sérülése alapvetően magasan ragadó olaj- és gázárakat, drágább műtrágyát, áramot, üzemanyagot és vegyipari termékeket (pl. kén, nafta stb.) jelentene. Hasonlóan felfelé hajthatja a háború a szén, a bioüzemanyagok, illetve idővel a mezőgazdasági és számos más termék és szolgáltatás árfolyamát is. A magas árak azonban egy bizonyos szinten felül a keresletet rombolhatják és gazdasági lassulást idézhetnek elő, amely a nyersanyag árakban is normalizálódást eredményezne. Bonyolítja a helyzetet, hogy a kedvezőtlen folyamatokra az egyes kormányzatok támogatásokkal, korlátozásokkal vagy egyéb intézkedésekkel reagálhatnak, amelyek torzíthatják a piaci folyamatokat.
- A másik oldalon természetesen továbbra is elképzelhető, hogy a konfliktust sikerül még komolyabb gazdasági és ellátási lánchoz kötődő károk nélkül, relatíve megnyugtató módon rendeznie a feleknek, így annak gazdaságot romboló hatása limitáltabb lehet. Ebben az esetben az olaj- és gázárak, illetve kapcsolódó termékek árai is lejjebb kerülhetnek, de könnyen elképzelhető, hogy a háború előtti szinteknél magasabban ragadnak a jegyzések, hiszen időbe telik az ellátási láncok rendbe tétele. Hosszabb távú hatásként pedig a leginkább érintett országok újragondolhatják energiamixüket és beszerzési útvonalait is, ami kedvező lehet többek között az atomenergia, a megújulók, illetve a széntermelés számára is.
- A fémek szempontjából meglehetősen vegyes a kép, hiszen itt is sérülhetnek ellátási láncok, amely a kínálatot szűkítheti (pl. alumínium), de az energiaárak emelkedése, az esetleges gazdasági lassulás kedvezőtlen a keresleti oldalon. A bányászok szempontjából a háború szintén inkább negatív, mivel így a termelési költségek emelkedhetnek (üzemanyag, áram, robbanószer stb.), miközben a keresleti oldalon jelentős a bizonytalanság.



Összességében tartjuk semleges nyersanyagpiaci álláspontunkat, mivel alapvetően a közel-keleti háború időbeli lefutásától és az okozott károk mértékétől függenek a hosszabb távú kilátások, amely egyelőre nehezen megbecsülhető. Legrosszabb esetben az energiaárak tovább emelkedhetnek, míg a de-eszkaláció és / vagy kereslet visszaesése az árak csökkenését okozná. A felfelé és lefelé mutató kockázatok kiegyenlítik egymást.

Részvények - Régiók



USA

Nettó energia exportőrként a magas árak kevésbé viselik meg a gazdaságot, ráadásul a részvénytőke árazás is lejjebb jött, a profitdinamika erős. Rövid távon felülteljesíthet, de a drágasága kockázat, ha a hosszú kötvényhozamok elindulnak felfele.



Európa

Az iráni háború nem annyira kritikus Európa számára, mint 2022-ben az orosz-ukrán volt, a növekedési és inflációs képet azonban erősebben sújtja, mint az USA-ban. A profitdinamika így relatíve gyengébb maradhat, miközben az árazások már magasabbak.



Feltörekvők

A dollár erősödése, a Fed kamatcsökkentések kiárazódása és az emelkedő energiaárak kockázatai véget vethetnek a feltörekvő piacok elmúlt időszak felülteljesítésének. Az erős profitdinamika miatt azonban az árazási kép javult, ami ad némi puffert.



Kelet-Közép-Európa

Az alulárazottság sokat apadt, és a profitnövekedési képben is látszanak kockázatok az emelkedő energiaárakon (romló növekedési kép), esetleges ársapkákon, különadókön keresztül, miközben romlani látszik az orosz-ukrán békekötés esélye is.



Felülsúlyozás



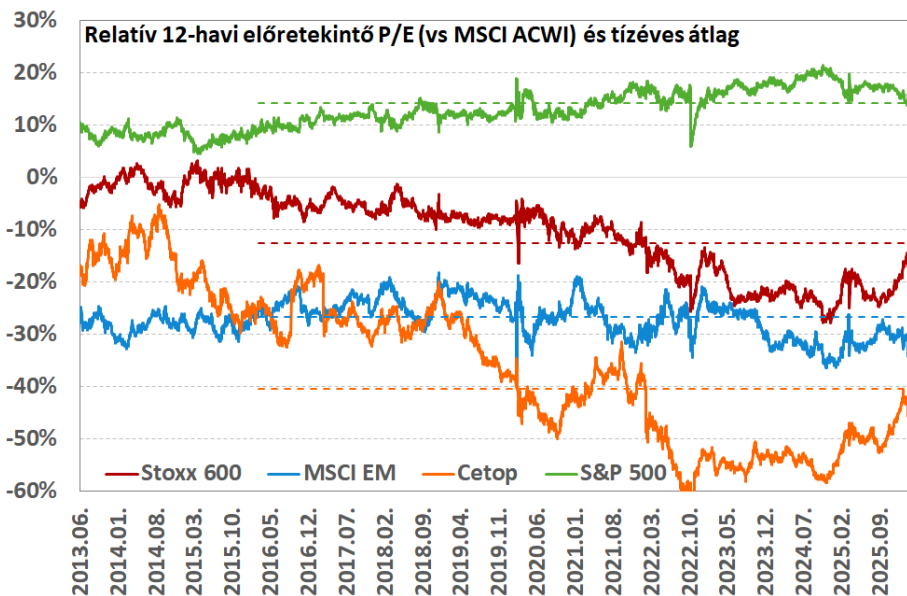
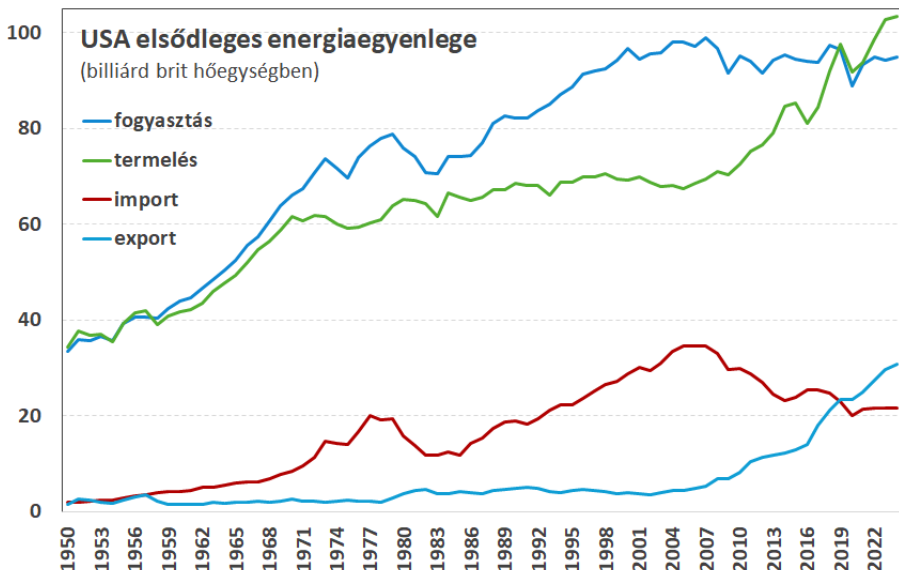
Semleges



Alulsúlyozás



USA: a magas energiaárak egyik relatív nyertese lehet

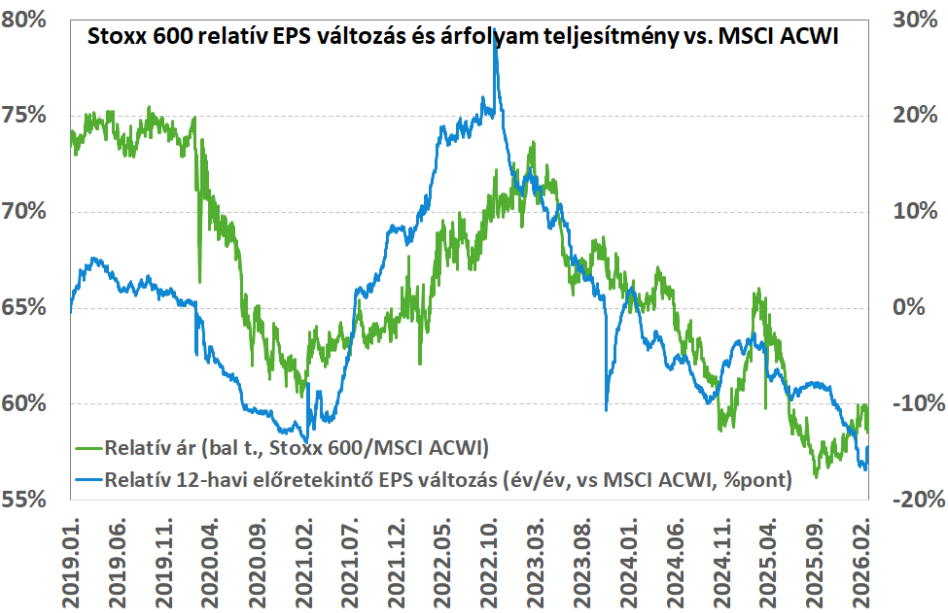
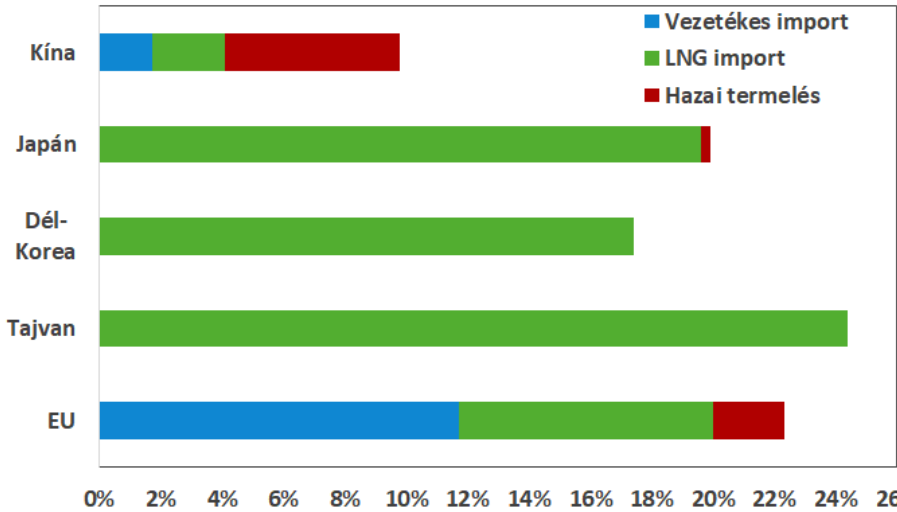


- Az elmúlt években az USA nettó energia exportórré lépett elő, vagyis a Hormuzi-szoros lezárása és a közkeleti olaj és gázinfrastruktúrát ért károk ellátási oldali problémákat nem jelentenek. Az árak emelkedése mindenesetre ide is begyűrűzik, de a növekedést rontó és inflációt emelő kockázatok jóval mérsékeltebbek, mint amit a nettó energiaimportőr régiók (mint Európa, vagy Ázsia) elszenvednek. Mivel már hetek óta tart a háború és a helyzet feloldása egyelőre nem megoldott, ez a tartósabban (akár több hónapig is) magasan ragadó energiaárakkal járhat együtt, mely időszak relatív nyertese az amerikai részvénypiac lehet.
- Ilyen esetben ugyanis az elmúlt években is számos alkalommal felülteljesítő vállalati profitdinamika visszaveheti ismét a relatív vezető szerepet. Elsősorban azért, mert a profitvárakozások a világ többi részén jelentősebb mértékben csökkenhetnek, miközben az USA számára az energiakrízisnek kevésbé kitett szektorok, mint a technológia irányába való nagyobb kitettség is segíthet, ahogy – részben emiatt – a részvénypiac magasabb marzstermelési képessége és jobb minőségi megítélése is. Az év eleje óta domináló ex-USA tőkeáramlás megfordulását segítheti az is, hogy annak – és az emelkedő profitvárakozásoknak – köszönhetően az amerikai részvénypiac értékeltsége a tavaly év végi csúcsról csökkent (előretekintő P/E 23-ről 20-ra, Shiller P/E 39-ről 34-re), miközben a többi régióé emelkedett, így a relatív árazásban a tízéves átlagos szintre jöttünk vissza.
- A jelenlegi környezetben mindenesetre nehéz lenne az amerikai részvénypiacra való jelentősebb átsúlyozásra biztatni. Ennek oka, hogy az USA bár relatív győztes lehet, vannak azért olyan belső folyamatok, amik kockázatként azonosíthatók. A növekedési képet pont egy olyan helyzetben ronthatja az emelkedő energiaár, amikor a munkaerő és lakáspiac gyenge képet fest, és a magánhitelek piacán emelkedik a nemfizetés és a tőkekivonás. Ráadásul az inflációban már eddig is látszottak felfelé mutató kockázatok, amikre szintén csak ráerősíthet a mostani helyzet, ami megkötheti a Fed kezét – még egy új, galamb elnök esetén is - a kamatcsökkentéseket illetően. A hosszú kötvényhozamok esetleges emelkedése az amerikai részvénypiacon is látható sebet ejthetne, hiszen az értékeltségi szintek historikusan nézve még mindig magasak, ráadásul a növekedési szektorok túlsúlya ilyen helyzetben visszaütne (mint 2022-ben).
- Éppen ezek miatt az amerikai kitettségek között is erősítenénk a defenzív jelleget (közmű/megújuló, egészségügy), részben emiatt levesszük kedvelt listánkról a ciklikusabb és nagyobb bétás réz/uránbánya szegmenst. Egyelőre kitartanánk a félvezetők és kibervédelem mellett, mint hosszabb távú, AI vezérelt sztorik, de a kockázatok itt is nőttek: a félvezetőknél a héliumhiány gyártási problémát is okozhat, ha a Hormuzi-szoros 3-4 hónapnál tovább is lezárva marad, a kibervédelemnek pedig a fejlődő AI megoldások.



Európa: rosszkor jön az energiaárak megugrása

A földgáz aránya a teljes energiaellátásban (%)

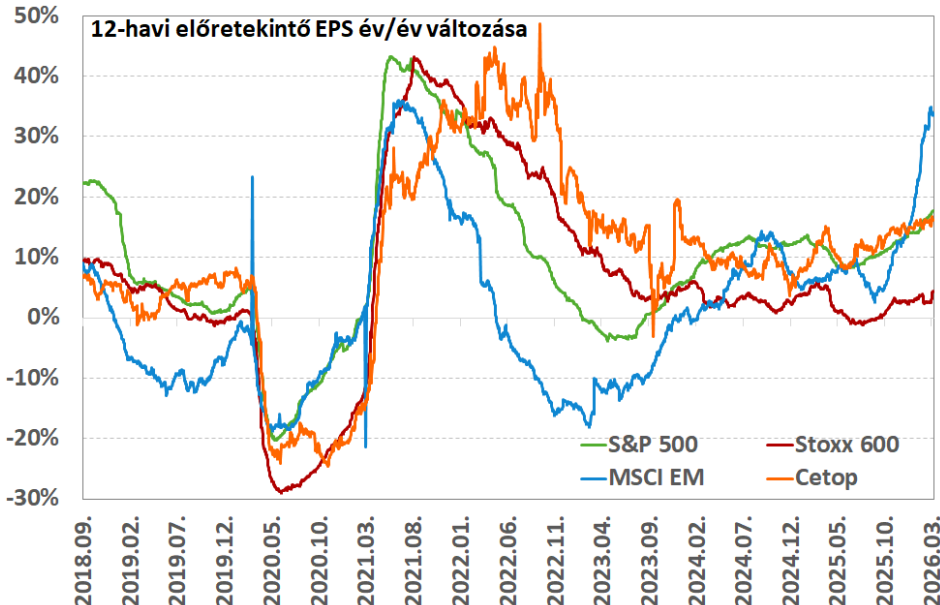
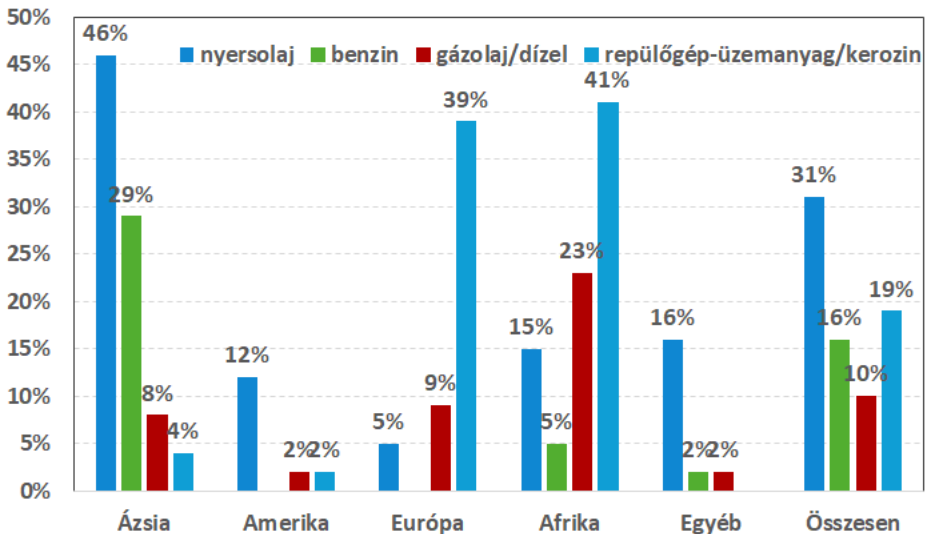


- o Európa jelentős energiaimportra szorul, de az iráni háború a kontinens számára is elsősorban az áremelkedés, mintsem ellátásbiztonsági oldalról jelent kockázatot. Ennek oka, hogy a gázimporton belül a katarai LNG mindössze 4%-ot tesz ki, viszont az amerikai behozatal már jelentős, 25%-os súlyú, amiért viszont az LNG-re jobban rászoruló ázsiai vevőkkel árverseny bontakozhat ki. Ez az európai gázjegyzés árfolyamát érdemben meg is emelte az amerikaihoz képest. Az olajszármazékok importján belül a szaúdi és iraki behozatal adja az összes 12%-át, és az USA súlya szintén jelentős, 15%-os, vagyis érdemi a külső függés, ami azonban a stratégiai készletek felszabadításával, alternatív útvonalak keresésével nagyrészt kezelhető. A Brent típusú olajjegyzés ára mindenesetre kezd kitágulni az amerikai WTI-hez képest (~10USD/hordó). Összességében még ha a helyzet nem is annyira kritikus Európa számára, mint 2022-ben az orosz energiahordozókról való leválás esetén, a növekedési és inflációs képet is erősebben sújtja mint az USA-ban, ami a tavalyi jelentősebb stimulus bejelentések idei évre várt pozitív hatásait eliminálhatja.
- o Ez nem jön jókor, hiszen miközben az elmúlt hónapokban a részvényt piac relatív felülteljesítő volt már, árazva a relatív profitdinamikában várt fordulatot (a stimulusok beérésének és a növekedési kép javulásának hatására), addig az iráni háború miatt ez utóbbi akár teljes egészében is elmaradhat. Várhatóan az egyébként marzstermelésben régiós szinten leggyengébb európai részvényt piac ezúttal sem tud majd profitfronton bizonyítani, miután már a tavalyi évben is tartósan lemaradó profitdinamika, és a profitvárakozások folyamatos lefele rontása volt jellemző rá.
- o Bár a részvényt piac alulárzott az USA-hoz képest, a jelenlegi helyzetből fakadó kockázatokért ez még így sem kompenzál kellőképp. Az európai részvényt piac árazási szintje ugyanis abszolút és relatív értelemben is emelkedett az utóbbi hónapokban, amivel a tízéves átlagos szintek közelébe került vissza (a korábbi nagyobb diszkontokból). Mivel a magas energiaárak emelik az inflációs kockázatot, és az európai hosszú kötvényhozamokra is erősebb felfele nyomást fejtenek ki, mindez a továbbra is nyomott profitdinamikával együtt erős gátat szab a piaci átárzódás folytatódásának, egészen addig, amíg az energiaárak magas szinteken tartózkodnak (és ez a jelenlegi állás szerint akár hónapokig elhúzódhat). A piac mellett szóló érv – ami az alulteljesítést némiképp tompíthatja – a szektorösszetételből adódik, hiszen a magasabb kötvényhozamok a value szegmensek felülreprezentáltsága miatt relatív támaszt is adhat.
- o Bár árazásukat tekintve a kisméretű európai cégek továbbra is vonzó lehetőséget jelentenek, a tartósabban magas energiaárak számukra kedvezőtlen külső környezetet teremtenek, ami (ahogy 2022-ben is) alulteljesítő mozgást implikálhat a főindexhez képest. Mindezek miatt egyelőre levesszük őket kedvelt befektetési sztorijainkat tartalmazó listánkról.



Feltörekvők: Ázsia is kárvallotta a háborúnak

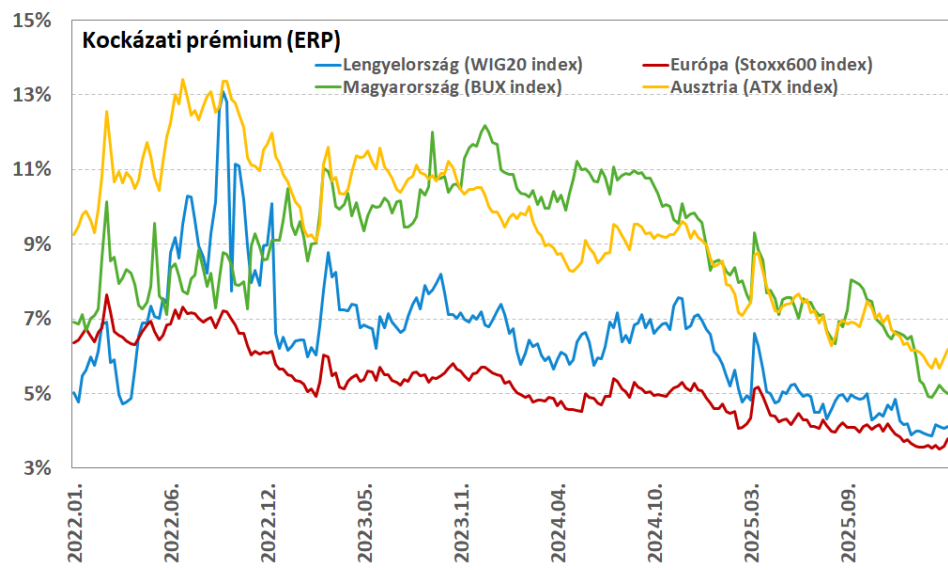
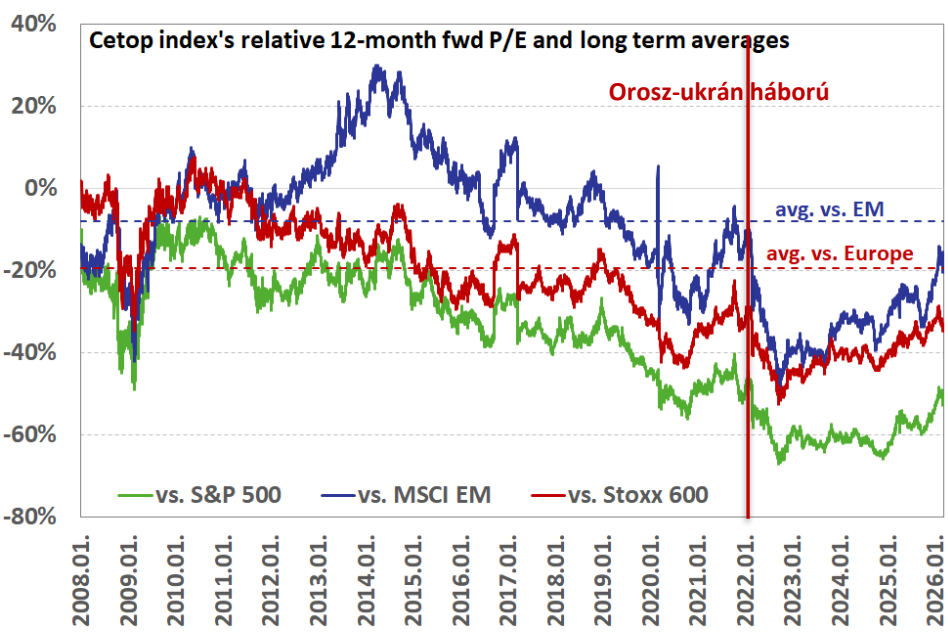
A Hormuzi-szoroson átmenő teljes import százalékos aránya



- A Hormuzi-szoros lezárása és az energia infrastruktúrát ért támadások leginkább az ázsiai feltörekvő országok számára jelentenek kihívást és ellátásbiztonsági kockázatot egyben, hiszen a Perzsa-öböl olaj és gázexportjának jelentős része ebbe a régióba irányul. Ide sorolhatóak a nagyobb gazdasági súllyal bíró Dél-Korea, India és Tajvan, de Thaiföld, Szingapúr és Malajzia is érintettek. Egyrészt az olaj és LNG árak emelkedése esetükben a gazdasági növekedést visszafogják, inflációs kockázatot teremtenek, a kereskedelmi mérleg romlása pedig a devizák leértékelődési kockázatát erősítik. Közülük jellemzően a szigetországok érdemi stratégiai készletekkel sem bírnak, vagyis esetükben ellátásbiztonsági kockázatok is jelentkezhetnek, amennyiben a konfliktus időben elhúzódik. A helyettesítő útvonalak jöhetnek még szóba, ez azonban érdemben drágább megoldást jelent számukra, amit jól mutat, hogy míg a Brent olajár jegyzés 100-110 dollárnál jár, addig számos ázsiai olajár jegyzés 150 dolláros, vagy afeletti magasságba emelkedett.
- A feltörekvő piacokat mindenesetre a földrajzi és gazdasági széttagoltságnak is köszönhetően jelen helyzetben nehéz egy egészként kezelni. A közel-keleti energiabehozatalra szoruló piacok a magas energiaárak vesztesei az előttünk álló hónapokban, miközben a jelentős nyersanyag és ezen belül olajexporttal bíró Brazília számára a helyzet összességében inkább kedvező. Kína ilyen tekintetben semleges/enyhén negatív hatásokkal szembesülhet, hiszen bár az olajimportjának harmada megy keresztül a szoroson, az ország az elmúlt évek készletezésének köszönhetően több hónapra elég nyersanyagforrásokkal rendelkezik, amivel képes lehet ellensúlyozni a kínálati kiesés negatív hatásait. A jelenlegi helyzetben a tavaszra várható újabb magas szintű amerikai-kínai tárgyalásokon is mérsékeltnek tűnik az esélye a felek közötti kereskedelmi viták eszkalálódásának, ami piaci szempontból is pozitív üzenet lenne.
- A dollár erősödése, a Fed kamatsökkentések kiárazódása és az emelkedő energiaárak kockázatai összességében véget vethetnek a feltörekvő piacok elmúlt időszak felülteljesítésének. A profitdinamika azonban nagyon erős a világ többi részéhez képest, aminek köszönhetően a relatív árazás még úgy is az elmúlt ötéves sáv alá csúszott (30% feletti diszkont vs. ACWI), hogy közben az index új csúcsra emelkedett. Emiatt az árazási oldali puffer miatt fenntartjuk a semleges pozícionáltságra vonatkozó javaslatunkat. A legnagyobb kockázat a profitnövekedési dinamika oldaláról érkezik, hiszen a kimagasló lendülethez a (kiemelkedően energiaintenzív) chipgyártás által dominált tajvani és koreai piacok sokat segítettek, márpedig számukra az iráni helyzet ellátásbiztonsági kockázatként is jelentkezik, az LNG beszerzések mellett a gyártás során elengedhetetlen hélium jelentős része is az öbölből érkezik.



KKE: a háború nem akkora kockázat, mint 2022-ben



- Az energiaárak megugrása a régióra is negatív hatással van, tartósabban elhúzódó helyzetben ugyanis ronthatja az üzleti és fogyasztói bizalmat, és a beruházási aktivitást, ami Európához hasonlóan a növekedésre lefelé, inflációra felfelé kockázatot jelent. A negatív hatások azonban tompítottabbak maradhatnak, mint 2022-ben, amikor az orosz energiahordozókról való leválás megindulása nagyobb kihívások és költségek elé állította az országokat. Mivel mostanra a régiós részvénypiacok alulárzotttsága már sokat apadt, és a növekedési képben is látszanak kockázatok, a korábbi felülsúlyozott kitétségeket semlegesre csökkentenénk az elmúlt évek jelentős árfolyam emelkedését követően.
- A régiós országok közül többen is (Lengyelország, Csehország, Ausztria) az orosz energiahordozókról való leváláson dolgoztak az utóbbi években, ami a földgáz ellátás esetén nem ment máshogy, minthogy a gázimport egy részét LNG beszerzéseken keresztül oldották meg, elsősorban az USA-ból, de kisebb részben a mostani háborúban érintett Katarból is. Ilyen tekintetben van közvetlen kitétsége a régiónak a közelkeleti helyzethez, ami azonban menedzselhetőnek tűnik, igaz a korábbi évekhez képest ismét magasabb, de a 2022-es szinteknél alacsonyabb gázárak mellett. Románia nagyjából önellátó, Szlovákia és Magyarország pedig a vezetőkes orosz gázt használja. Az olaj esetében utóbbi országok továbbra is az orosz típust vásárolják, míg sokan a régióban azeri, kazah, norvég, amerikai és kisebb részben szaúdi irányba diverzifikáltak.
- Érezhető kínálati oldali kiesést tehát nem szenvednek a régiós országok, de az európai gáz és olajár jegyzések emelkedése a kereskedelmi mérlegeken keresztül így is negatívan hat. Attól függően persze, hogy mennyire marad tartós az energiaársokk, a növekedési kép a lassulás irányába billen, de a recesszió egyelőre elkerülhető. Ez azonban a vállalati profitnövekedéseket negatívan befolyásolhatja, ráadásul az energiaárak emelkedése növeli a kockázatait az ársapkák, vállalati különadók bevezetésének. Mindez egy olyan helyzetben éri a régiót, amikor a relatív profitdinamika már amúgy is romlani kezdett, és az árazási diszkont is sokat szűkült már a világ többi részéhez képest.
- A régiós index értékeltsége a hosszú távú átlaghoz tért vissza az elmúlt évek jelentős árfolyam emelkedését követően, a relatív diszkont (40% feletti vs ACWI) is a tízéves átlag körülre szűkült. Mivel az iráni háború az orosz energiahordozókra kivetett szankciók részleges és időleges feloldásához vezet, ez egyelőre csökkenti az esélyét az orosz-ukrán békekötésnek, ami a piac további átárzódását segíthette volna. Szektorösszetétel hatásoktól tisztítva Európához képest mindenestre a régió vonzóbb képet fest értékeltségi és profitnövekedési szempontokat is figyelembe véve.

Forrás: Bloomberg, OTP Multi-Asset Elemzés



Félvezetők

Az AI mint megatrend strukturális növekedési hátszelet ad. Drágák, de egyelőre erősen keresleti maradhat a piac 2026-ban.



Kibervédelem

A negatív szentiment az árazást vonzó szintre tolta, miközben a szektor védettebb az AI kihívásokra, mint sok más szoftvercég.



Közmű/Megújulók

A növekvő áramkereslet strukturális hátszelet jelent. A megújulók terjedése folytatódhat.



Bányák

Bizonytalan keresleti oldal az iráni háború globális hatásai miatt, miközben a magas energiaárak megemelik a költségeket.



India

Jelentős a külső energia függés és a közel-keleti kitettség, ami miatt bár az értékeltség vonzóbb, a háború rövid távú vesztese.



Latin-Amerika

Mexikó és Brazília relatív nyertesei a magas energiaáraknak, miközben mérsékelt közel-keleti kitettséggel bírnak.



Európai kispapírok

Vonzó értékeltségen forognak, de a tartósan magas energiaár kedvezőtlen környezetet teremt (mint 2022-ben).



Arany

Rövid távú ellenszél az iráni háború miatt, de a hosszú távú sztori változatlan (magas és növekvő adósságok).



Egészségügy

Strukturális hosszútávú hajtóerők vannak, a szektor defenzivitása pedig menedéket jelent volatilis környezetben.



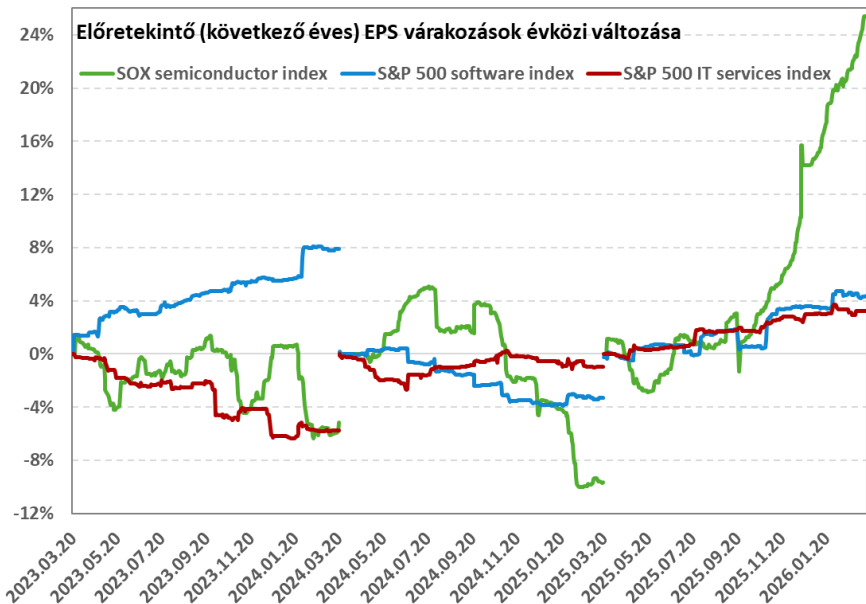
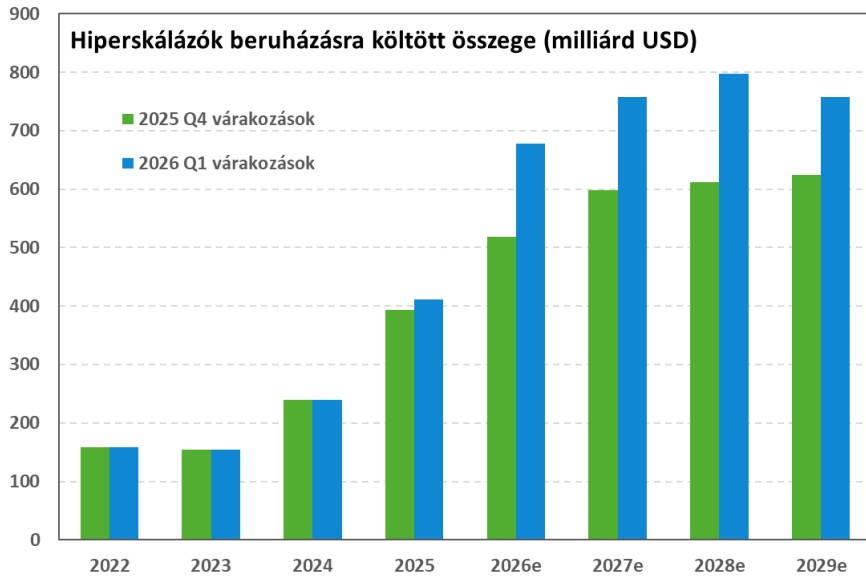
Listáról lekerülő elem



Újjonnan a listára kerülő elem



Félvezetők: a hiperskálázók beruházási tervei támogatják a növekedést

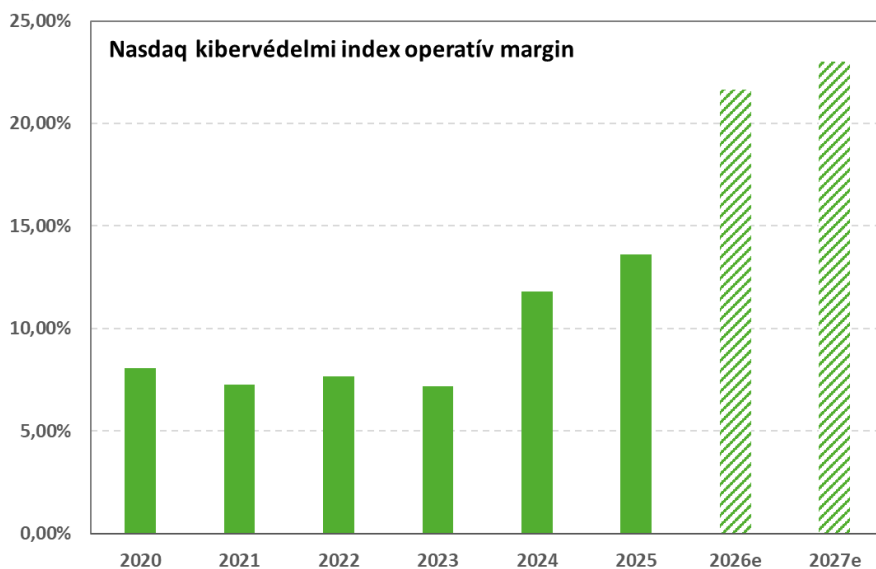
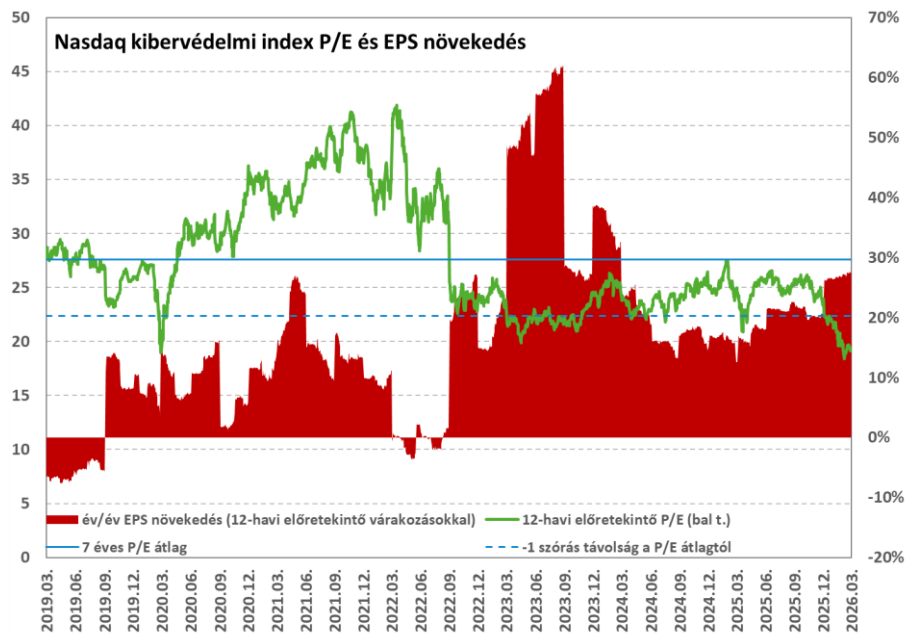


- A momentum továbbra is erős az AI-infrastruktúra és a felhőszolgáltatások területén. A hiperskálázók (Google, Meta, Amazon, Microsoft, Oracle) beruházásai 2026-ban ~680 milliárd dollárra emelkedhetnek (+66% év/év), míg 2030-ig összesen mintegy 3500 milliárd dollárnyi további capex várható – több mint négyszerese a 2023–2025 közötti összegnek. Ez alapján a jelenlegi számítási kapacitások csupán ~20%-át fedik le a tervezett infrastruktúrának, ami kedvező növekedési pályát jelez a félvezetőgyártók számára. Bár a beruházási költségek ciklus elején/közepén szokásos bővülést jeleznek, az iparági vállalatok részvényei inkább ciklus végi teljesítményt tükröznek, ami felértékelődési lehetőségeket tartogathat magában.
- Az AI-vezérelt kereslet továbbra is robusztus. Az Nvidia friss, 2025–27-re szóló, legalább 1000 milliárd dolláros bevételi előrejelzése – a korábbi, 2026-ig tartó 500 milliárd dolláros prognózissal szemben – tovább erősítheti a kereslet tartósságába vetett bizalmat. A nagy technológiai szereplők emelkedő AI-capexe által támogatott, évekre előre lekötött ASIC-projektek kivételes bevételi láthatóságot biztosítanak az egyedi AI-chipek piacán, amit a Broadcom és a Marvell Q4-es kommentárjai is megerősítettek. A memóriachip-piacon tartós kínálati szűkösség várható, mivel a kapacitásokat évekre előre lekötik, míg új gyártósorok legkorábban 2027 második felétől kapcsolódhatnak be a termelésbe – és ezek sem biztos, hogy helyreállítják a kereslet-kínálati egyensúlyt. Mindezek erősíthetik az iparág árazási erejét: a bruttó marzs elérheti az ~57%-ot, a nettó nyereséghányad pedig 30% fölé emelkedhet idén, ez mindkét mutató esetében új történelmi csúcst jelentene. Kockázati tényezőt jelent ugyanakkor, hogy az iráni háború fennakadásokat okozhat az ázsiai országok héliumellátásában; a hélium kritikus inputanyag a félvezetőgyártásban, így egy elhúzódó ellátási zavar az iparág teljes értékláncát érintheti.
- Az AI-vezérelt adatközpont-építési hullám és a kapcsolódó chipkereslet marad a szektor elsődleges növekedési motorja, miközben a hagyományos végpiacokon (PC, okostelefon) a memóriaár-emelkedés fékezheti a helyreállást. Az iparági bevételnövekedés 2026-ban 24% fölé gyorsulhat a 2025-ös ~10% után, míg a túgoló árréseknek köszönhetően a profitdinamika 46%-ra emelkedhet (3 hónappal ezelőtt várt 30%-os növekedéshez képest). Az utóbbi félévben 22%-kal módosították felfelé az eredményvárakozást 2026-ra az elemzők, ami támogatta az értékeltség mérséklődését tavaly év vége óta, bár továbbra is inkább magas ~23-as előretekintő P/E szorzón forog iparág, azonban ehhez kiemelkedő marzsok és növekedés társul.

Érdeemes kitettséget tartani a technológia szektor hardveres oldalán, miután a mesterséges intelligencia strukturális növekedési lehetőséget és kedvező kereslet-kínálati viszonyokat teremt a félvezetőknél, ami 2026-ban is velünk maradhat. Bár az értékeltségi szintek magasak, és a piaci várakozások kevés hibalehetőséget engednek, úgy véljük, hogy az AI, mint támogató megatrend indokolja a kitettséget az iparágban.

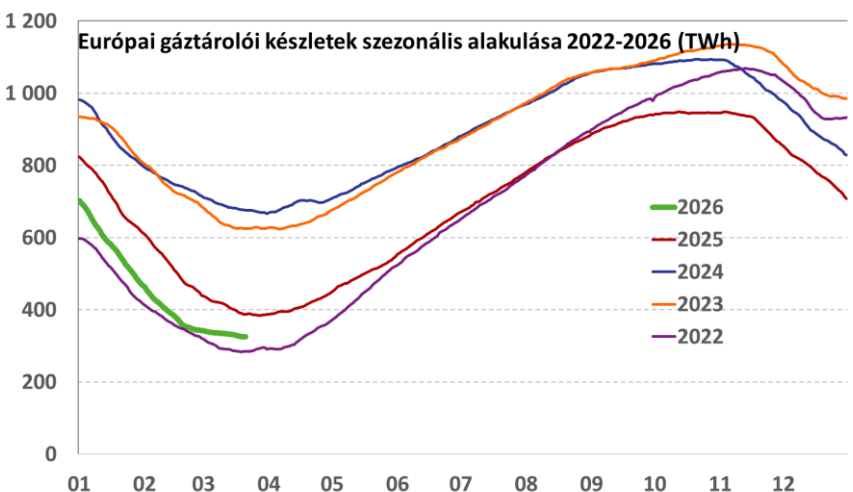
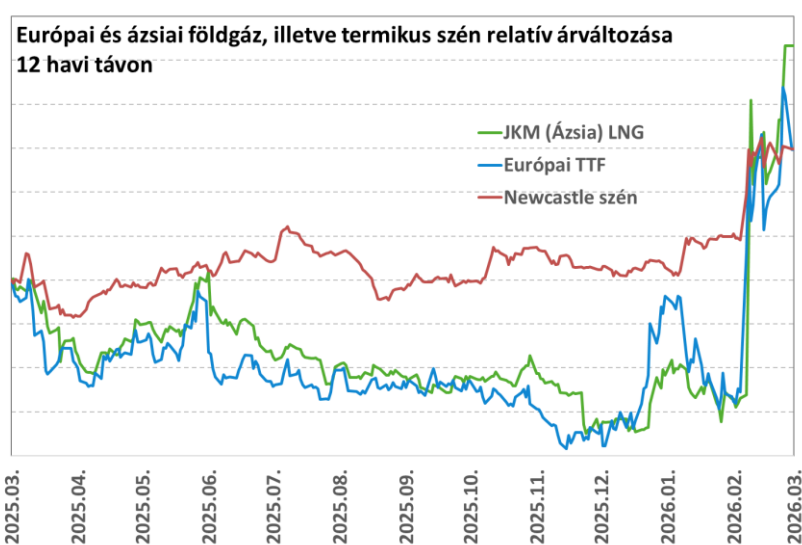


Kibervédelem: az AI inkább lehetőség, mint fenyegetés



- A kibervédelmi szektor az első negyedévben a teljes szoftverpiaccal együtt alulteljesített, miután az Anthropic új biztonsági funkciója széles körű eladói nyomást váltott ki. Ugyanakkor számos kiberbiztonsági megoldás valós idejű rendszerlogokra (naplóadatok) és telemetriai adatokra épít, amelyek a nagy nyelvi modellek számára betanításkor nem feltétlen elérhetőek, így nehezebben válthatók ki generatív AI-eszközökkel. Az IT-infrastruktúrába való mély beágyazottság és a szigorú szabályozói környezet szintén csökkenti az AI okozta diszrupció kockázatát.
- Az AI-ügynökök elterjedése véleményünk szerint inkább növeli, mintsem csökkenti a keresletet, mivel új támadási felületeket hoz létre. Míg a felhőszolgáltatások bővülése tovább erősíti a felhő- és a felhőalapú munkafolyamat-védelmi igényeket. A kibertámadások száma ötéves távon közel megháromszorozódott, miközben a generatív AI által támogatott, egyre komplexebb incidensek aránya jövőre 17%-ra nőhet (Gartner). Ezek a trendek érdemben támogathatják a szektor bevételeinek emelkedését.
- Továbbá a geopolitikai feszültségek rövid és hosszú távon egyaránt keresletélénkítő hatásúak. Az iráni háború fellendítheti az eladásokat a többfelhős biztonsági megoldásokat kínáló szereplők szolgáltatásai iránt, mivel a vállalatok diverzifikálhatják munkaterheléseiket felhőszolgáltatók között, miután több adatközpontot is támadás ért a Közel-Keleten. A potenciálisan érintett vállalatok közül a CrowdStrike, Zscaler vagy a Palo Alto által felvásárolt CyberArk is konszenzusos bevételi előrejelzéseinek növekedését tapasztalta az orosz-ukrán háború kezdetét követően. A FedRamp-minősítéssel és kormányzati kapcsolatokkal rendelkező szereplők potenciálisan profitálhatnak az amerikai kibervédelmi kiadások bővüléséből, a hibridhadviselés felértékelődésével. Az USA jelenleg a GDP mintegy ~0,1%-át fordítja kiberbiztonságra, a tavaly elfogadott NATO-javaslat 2035-re 1,5%-os infrastruktúrális és kibervédelmi ráfordítást irányoz elő, ami jelentős keresletélénkítő hatással bírhat hosszabb távon.
- Az iparág fundamentumai stabilak: az idei évben 2-4%-kal felfelé módosították a bevételi és profitvárakozásokat, miközben a negatív szentiment miatt az értékeltség jelentősen csökkent. Az árazási szorzók saját historikus átlagaikhoz képest ~30% körüli diszkonton forognak, továbbá a szélesebb körű piactól is elmaradnak. Miközben a fragmentálnak számító iparágban zajló konszolidációs folyamatok továbbra is segíthetik a marzsok tágulását és az iparág felértékelődését.

A szoftverszektoron belül a kibervédelem az AI-diszrupcióval szemben védettebb terület lehet, miközben a mesterséges intelligencia inkább növekedési katalizátorként működhet. A közelmúlt negatív szentimentje kedvező értékeltséget teremtett, miközben az iparági konszolidáció várhatóan tovább javíthatja a marzsokat és támogathatja az árazási szorzók emelkedését.

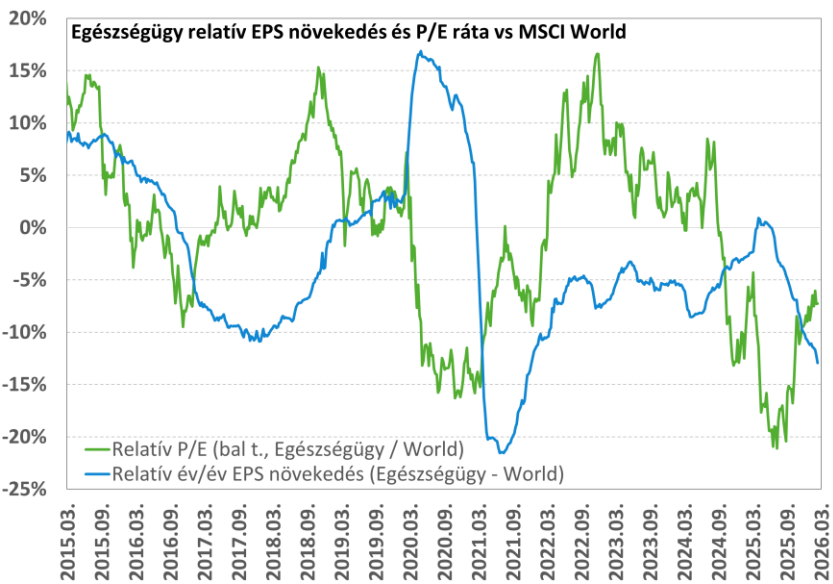


- A hagyományosan defenzívebbnek tekintett közműszektor jó teljesítményt nyújtott az idei évben, mind az amerikai, mind pedig az európai cégeket tömörítő indexek felülteljesítették a nagyobb részvénypiaci indexeket (pl. S&P500, DAX stb.). Az iráni háború kitörésétől számított teljesítmények azonban már vegyesebb képet mutatnak, hiszen a tágabb piacokkal együtt estek a közműcégek is.
- Ez részben annak lehet köszönhető, hogy egy esetleges stagflációs jellegű környezet ennek a szektornak sem feltétlenül kedvező. A gyorsan megugró és volatilis gázárak kedvezőtlenül hathatnak a gáztüzelésű erőműveket üzemeltető társaságokra (magasabb fedezeti követelmények, likviditási kockázatok, költségek áthárítása). Másrészt az iráni háború következtében a kamatvágások is lekerültek az asztalról egyelőre, sőt, van ahol kamatemelések lehetősége is szóba került már. A jellemzően magasabb adóssággal rendelkező közműszektor számára ez nem jó hír, hiszen ez megemelheti a finanszírozási költségeket. Természetesen a helyzet meglehetősen képlékeny, hiszen jelentősen függ az iráni háború időbeli lefutásától.
- Mindezek fényében érdemes lehet szelektíven választani a megújuló és közműszektoron belül a jelenlegi helyzetben. Az Egyesült Államokat kevésbé érinti az energiaárak megugrása, hiszen jelentős olaj- és földgáztermeléssel rendelkezik az ország. Ennek megfelelően például az amerikai földgáz ára egyelőre alig mozdult, míg Európában és Ázsiában nagyot ugrottak az árazások. A gázfüggőség aránya persze Európán (és Ázsián) belül is jelentősen eltérő az egyes országok között: Olaszország vagy az Egyesült Királyság kitétsége nagyobb, míg a jelentős atomenergiával rendelkező Franciaország jobb helyzetben van (ezzel párhuzamosan az áramárak is nagyobbat ugrottak előzőek esetében, de messze vannak még a 2022-es csúcsoktól). A magas gázárak hasonlóan felfelé húzhatják a szén árát is, amely olcsóbb alternatíva és szintén rugalmas termelést biztosít.
- Ennek megfelelően a jelenlegi turbulens piaci környezetben biztonságosabbak lehetnek az amerikai közműcégek (ha az értékeltség nem túl magas) és / vagy olyan társaságok, ahol az áramtermelés elsősorban atomenergiával vagy megújulókkal történik, hiszen itt az input költségek nem ugrottak meg. Végül érdemes olyan társaságot választani, ahol az eladósodottság mértéke sem túl magas és kedvező annak lejáratí és kamatszerkezete is. Európa esetében további nehezítő tényező, hogy a gáztárolói töltöttség is relatíve alacsony 2026-ban a hidegebb tél miatt.

Összességében továbbra is kedveljük a szektor hosszabb távú kilátásait az áramkereslet várható növekedése miatt, ami erős strukturális hátszelet jelent. A jelenlegi turbulens környezetben azonban érdemes szelektívnek lenni (pl. USA cégek, megújuló és atomenergia, kedvező adósságszerkezet stb.).

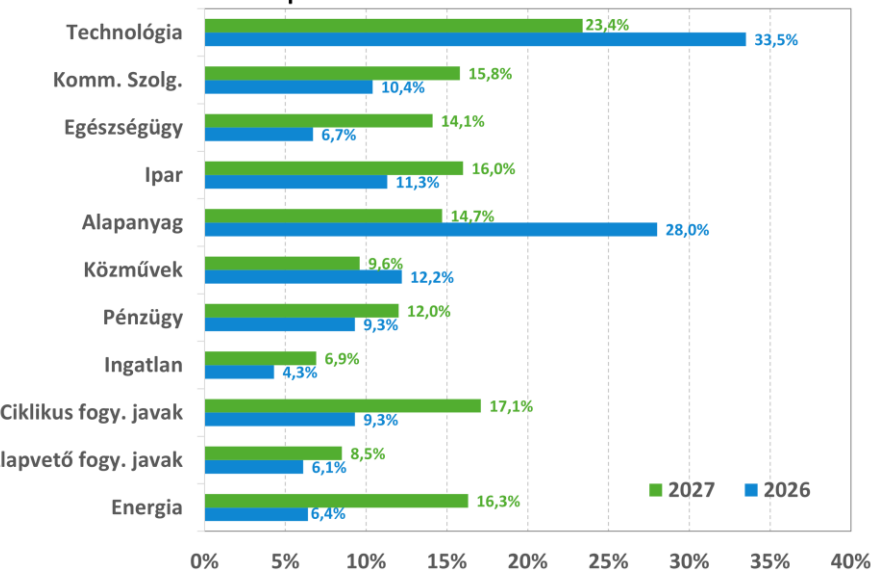


Egészségügy: strukturális növekedés defenzív karakterisztikával



- Az egészségügyi szektor hosszú távú kilátásai kedvezőek, amit olyan strukturális tényezők támogatnak, mint a globális népesség öregedése, a várható élettartam növekedése és az egészségügyi kiadások folyamatos emelkedése. Ezen túlmenően az ágazat stratégiai átalakuláson is keresztül megy: a fennálló betegségek kezelésétől a korai beavatkozás és a megelőzés felé fordul, ami a hagyományos gyógyszeripari szereplők mellett az innovatív orvostechológiai és diagnosztikai vállalatok számára is további növekedési lehetőségeket teremt.
- Az AI az egészségügyi szektorban jelentősen javíthatja a hatékonyságot azáltal, hogy lerövidíti a gyógyszerfejlesztési folyamatokat, csökkenti a működési költségeket és növeli a K+F termelékenységét. Az AI növelheti a korai kutatási szakaszban elért sikerarányt, pontosabb diagnosztikát tehet lehetővé, valamint felgyorsíthatja a személyre szabott orvoslás elterjedését. Ez különösen fontos az olyan munkaerő-igényes ágazatban, mint az egészségügy. Hosszú távon várhatóan az egészségügyi dolgozók által jelenleg végzett rutin feladatok jelentős része automatizálásra kerül, ami költségmegtakarítást eredményez, és több időt teremt a magasabb hozzáadott értékű munkák számára.
- A globális elhízás elleni gyógyszerpiac gyorsuló növekedési fázisba lép, amit elsősorban a GLP-1-terápiák széles körű elterjedése és az orális készítmények megjelenése katalizál. Az előrejelzések szerint az elhízás elleni gyógyszerek szegmense 2030-ra megközelítőleg 100 milliárd dollárra nőhet, míg a tágabb értelemben vett globális inkretin-piac (elhízás + diabétesz) akár 200 milliárd dollárra is bővíthet. A szektorban jelentős tranzakciós aktivitás tapasztalható: 2025-ben 20 milliárd dollár értékű K+F partnerséget kötöttek az elhízás és a cukorbetegség területén, ami a stratégiai érdeklődés fokozódását jelzi. A felvásárlások továbbra is strukturális hátszelet jelentenek a gyógyszeripar számára, mivel a cégek az elmúlt évtized egyik legjelentősebb szabadalmi jog lejáratú ciklusával néznek szembe.
- A tavalyi év során az egészségügyi szektort több szabályozói és politikai bizonytalanság terhelte, ami miatt a tőkepiaci teljesítménye is gyenge volt. Tavaly ősszel viszont ez a bizonytalanság enyhült, miután az amerikai adminisztrációval elindult egy tárgyalási folyamat, és sikerült megállapodásokat kötni az árképzéssel kapcsolatban. Habár a kockázatok nem tűntek el teljesen, de már menedzselhetőnek tűnnek. Az értékeltség vonzónak tűnik, az MSCI World indexhez képest magas egyszámjegyű a diszkont, míg a gyengébb profitdinamika elsősorban technikai jellegű: A Merck Cidara-tranzakciójával kapcsolatos egyszeri költségek miatt a szektor 2026Q1-es eredményváltozása éves szinten 9%-os csökkenést mutathat, míg a Merck nélküli növekedés +4%-os lenne. A 2026-os EPS-növekedést még negatívan érinti ez, de a 2027-es bővülés már magas lehet (+14,1%).

S&P 500 szektorok szerinti profít növekedési várakozás

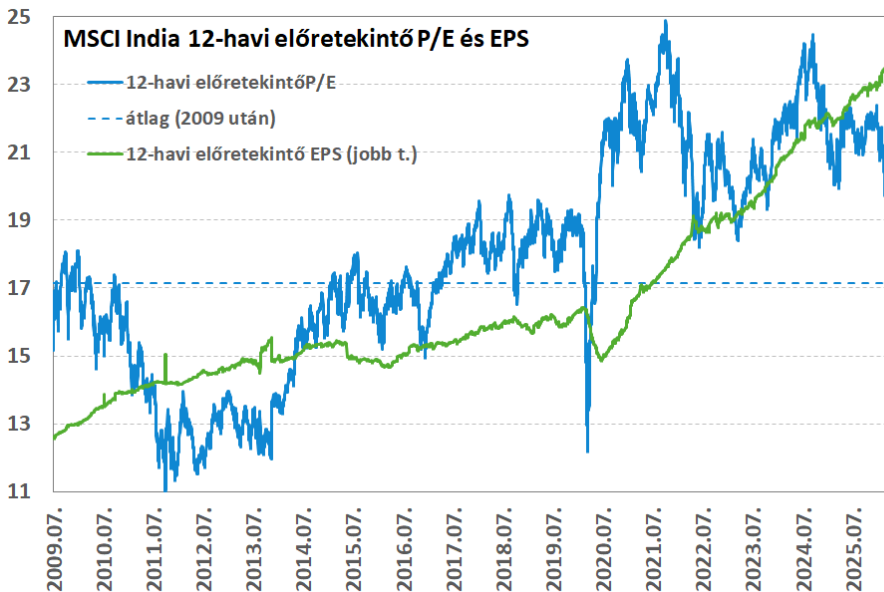


Hosszú távú strukturális trendek támogatják a szektort, mint a globális demográfiai változások és az AI gyorsuló terjedése. Emellett a szektor alapvetően defenzív jellege magas piaci volatilitás mellett menedéket nyújthat.

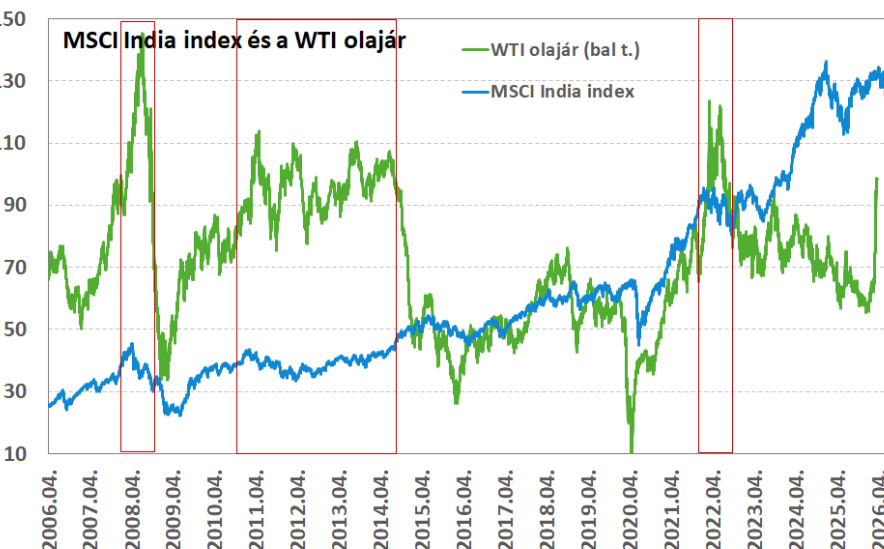
Forrás: Bloomberg, FactSet, OTP Multi-Asset Elemzés



India: kezdtek jól alakulni a dolgok, de a háború közbeszólt



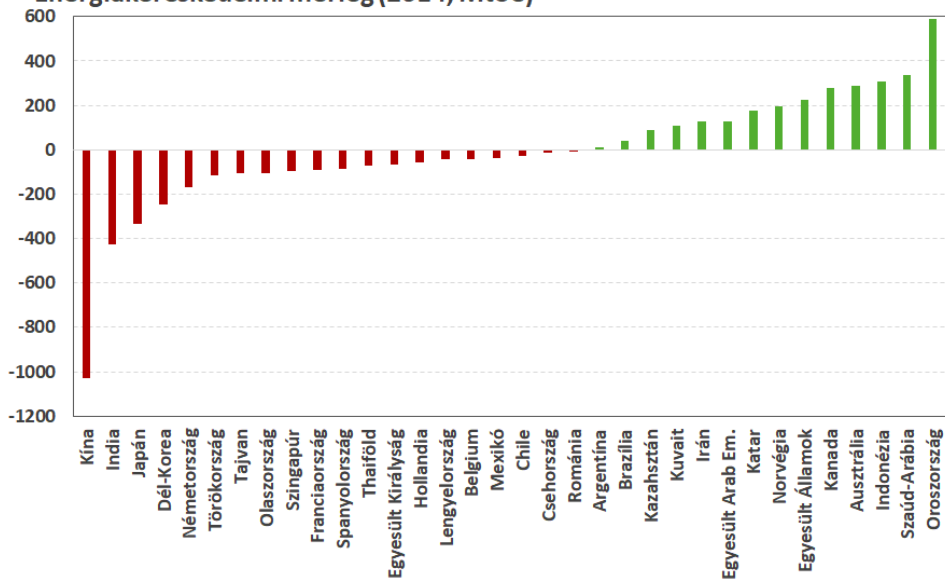
- Nem indult rosszul az idei év India számára: az Európai Unióval megkötött szabadkereskedelmi megállapodás mellett az USA csökkentette az Indiára korábban kivetett vámokat és úgy tűnt, hogy a két ország közötti kereskedelmi megállapodás is megszülethet. Ez pozitív volt a növekedési kilátásokra nézve, azonban az iráni háború nem sokkal később közbeszólt.
- A közel-keleti konfliktust megelőzően ugyanis India az olajfogyasztásának ~88%-át és a földgáz fogyasztásának mintegy felét importból fedezte. Ráadásul az olajimport fele, az LPG import több mint fele, az LNG beszerzéseknek pedig csaknem egésze a Hormuzi-szoroson keresztül haladt át. Nem véletlenül sorolják Indiát a legsérülékenyebb országok közé a jelenlegi helyzetben, hiszen a kereskedelmi mérlegére, államháztartása és növekedési kilátásaira is negatív hatással jár az energiahordozók árának emelkedése. Átmenetileg a kínálati kiesést a helyi készletek felszabadításából, a beszerzési források diverzifikálásával (a szoroson kívüli nyersolaj beszerzése a teljes import 70%-ára nőtt március közepére, valamint elmozdultak észak-amerikai LPG és LNG behozatal irányába) tudja az ország helyettesíteni. India számára előnyt jelent, hogy az iráni hajlandóságot mutatnak a hajóik szoroson való átengedésére, az USA pedig egy hónapra engedélyezte, hogy orosz olajat vásároljanak.
- Nem kétség, hogy minél tovább van lezárva a szoros, az annál nagyobb veszteségeket jelent India számára, elsősorban a jelentősen megemelkedett energiaköltségeken keresztül. A GDP növekedés a becslések szerint még ezzel együtt is a 7% körüli szintekről 6%-ra mérséklődhet (a jegybank szerint az olajár 10 dolláros emelkedése 0,15%ponttal csökkenti a növekedést), ami globális tekintetben így is kimagaslónak mondható. Az elmúlt hónapok esésével az indiai részvény piac értékeltsége egyre vonzóbb szintekre esik már vissza (P/E: 19, ami ötéves lokális mélypont körüli), és a hosszú távú strukturális tényezők még az AI jelentette kihívásokkal együtt is inkább pozitívak. Rövid távon viszont a tartósabban magas energiaárak aláássák a vállalati profitciklus idei fordulatának és a dinamika erősödésének esélyeit. Ennek hiányában a részvény piac egésze sem fog tudni egyelőre tartós felülteljesítésbe kezdeni.



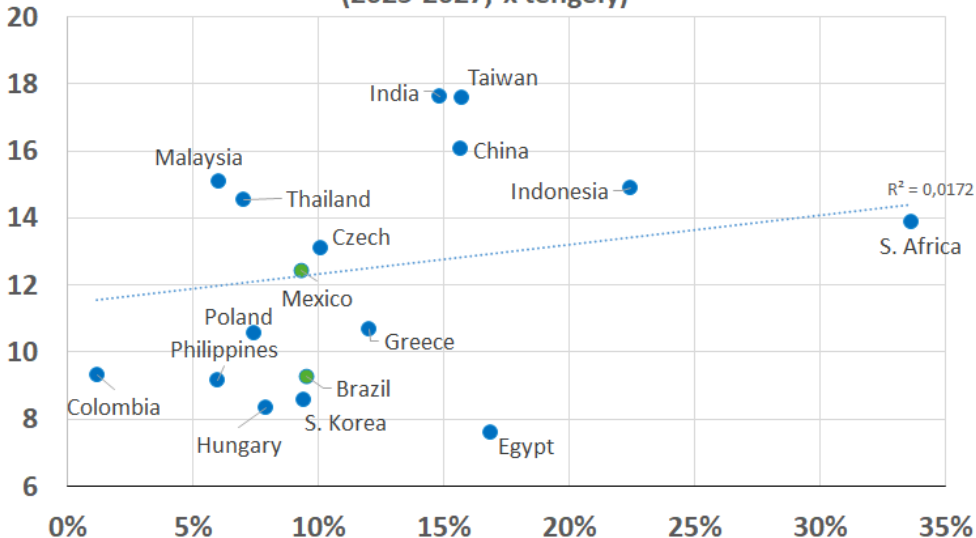
India a közel-keleti helyzet és a magas energiaárak egyik legnagyobb vesztese, hiszen jelentős mértékben importból fedezi energiaszükségletét. A tartósan magas árak rontják a növekedési kilátásokat, a vállalati profitciklus fordulata későbbre tolódhat, ami miatt a részvény piac rövid távon alulteljesítő maradhat. A hosszabb távú kilátások azonban továbbra is kedvezőek, a GDP növekedési dinamika még a mostani helyzetben is kimagasló, miközben a részvény piac egyre olcsóbb. Portfóliószinten érdemes lehet olyan kitétség tartása is, ami az iráni helyzet javulása esetén jól teljesítene, erre India jól pozicionált.

LatAm: a magas energiaárak relatív nyertesei

Energiakereskedelmi mérleg (2014, Mtoe)



Fejlődő országok P/E (2026) és EPS növekedés (2025-2027, x tengely)

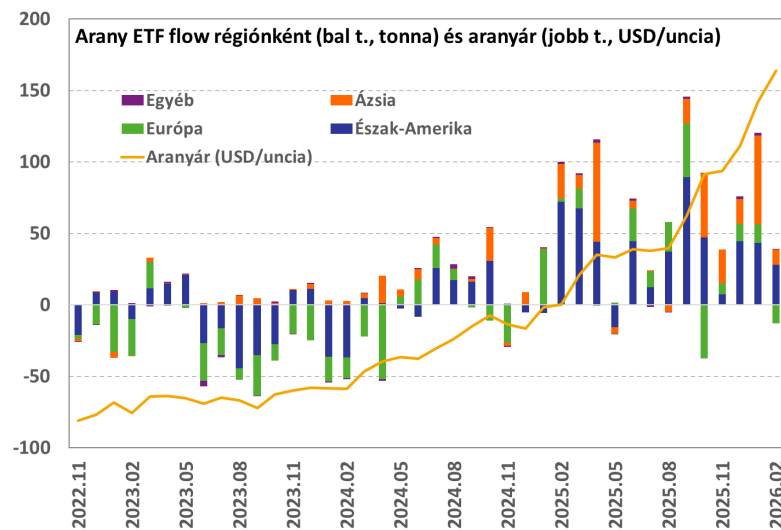
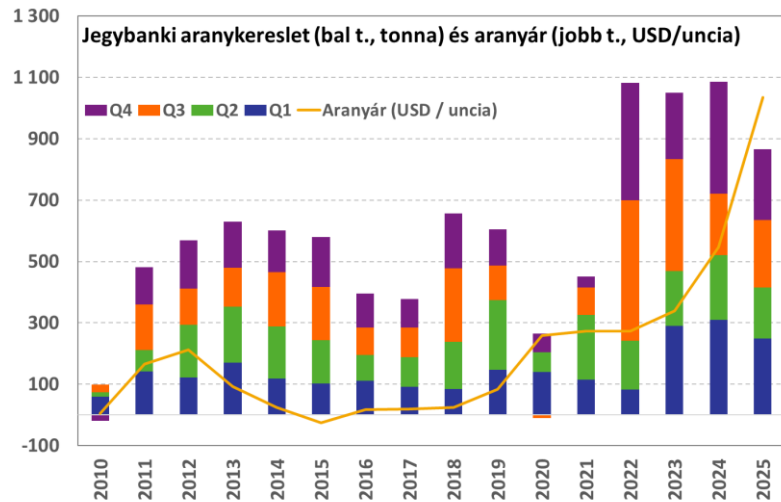


- Brazília és Mexikó egyaránt relatíve kedvezőbb pozícióban van az iráni háború okozta energiaársokk miatt. Ez elsősorban azzal magyarázható, hogy egyik esetben sem merül fel a régióból való közvetlen energiainport kockázata, és mindkét ország jelentős olajexporttal bír. Az emelkedő olajár Mexikó számára csak enyhén negatív GDP növekedési hatást jelent (ugyanis az olajtermékeket importálja), sokkal kisebbet mint más feltörekvő országok esetén, Brazília pedig – a világ 7. legnagyobb olajkitermelőjeként – pozitív GDP növekedési hozzájárulást is élvezhet.
- Mivel a brazil részvénypiacon kellően nagy súllyal képviseltek az energia és pénzügyi szektor, ez a makrokörnyezet szektorösszetételénél fogva is kedvezően érintheti a helyi részvénypiacot. Mexikóban ezzel szemben már vegyesebb, de enyhén szintén inkább kedvező a kép, hiszen a defenzív alapvető javak, kommunikáció és a pénzügyi szektorok nagyobb súllyal szerepelnek. Az iráni háború kitörése óta mindenesetre a brazil és mexikói részvénypiac sem tudta érdemben felülteljesíteni a feltörekvő piacok egészét. Ennek oka, hogy év eleje óta az USA felőli tőkeáramlás kedvelt célpontjai voltak, némiképp túlpozicionálttá váltak, és mivel nagy bétás kitettségek, egyelőre a kockázatkerülés hasonlóan érintette őket, mint a többieket.
- Ebben szerepe lehet annak is, hogy bár összességében a magasabb energiaár környezet relatíve kedvez, vannak ellentétes irányba ható tényezők is. Brazília esetében például: a Perzsa-öböl térségi országok exportcélpont a mezőgazdasági áruknak, másrészt Brazília a szoroson keresztül műtrágyát importál, illetve az üzemanyagárak emelkedése miatti inflációs kockázatok erősödése a kamatcsökkentési várakozásokat hűtheti, amire a befektetők már egy ideje várnak. Mindezek ellenére is a jelenlegi helyzetben az egyik relatív felülteljesítő régióval állhatunk szemben. A profitdinamika várhatóan kedvezőbben alakul majd mint az energiaáraknak jobban kitett ázsiai vagy európai régiók, miközben továbbra is az egyik legkomfortosabb értékkel bíró piac a brazil.
- Kockázatként az októberi brazil választásokat érdemes megjelölni, ahol bár a jelenlegi elnök előnye szűkül, továbbra is vezet, így várhatóan érdemi költségvetési lazításra nem lesz szükség. Mexikó esetén az USA-val való kereskedelmi megállapodás (USMCA) felülvizsgálata júliusban várható, addig a tárgyalások zajosak lehetnek, ijesztő fordulatokkal, de a megállapodás fennmaradására van nagyobb esély.

A feltörekvő piacokon belül a brazil és mexikói gazdaságra és piacokra egyaránt relatíve nézve kedvező hatással van az energiaárak tartósabb megemelkedése, elsősorban az olajexport megugrásán és a mérsékelt közel-keleti kereskedelmi kitettségeik miatt.



Arany: rövid távon ellenzél, de a hosszú távú sztori változatlan

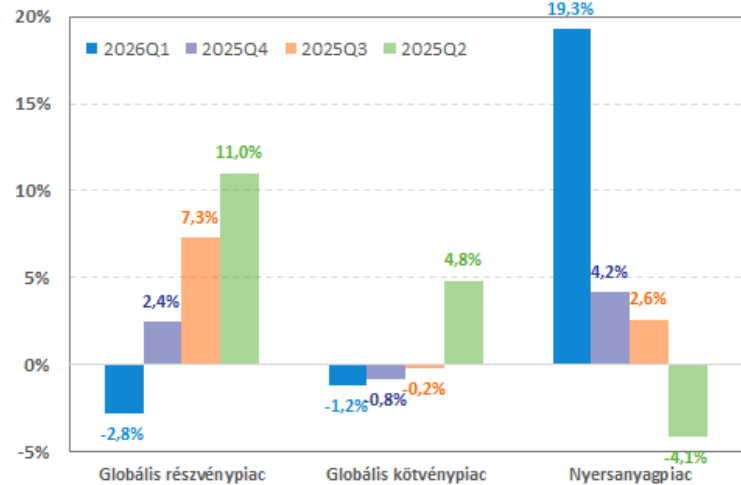


- Az arany árfolyama január végén új történelmi csúcsra emelkedett, és majdnem elérte az 5600 dollárt is, amit egy rövid konszolidációs időszak követett. A február végén kitört iráni háború azonban a hagyományosan menedékeszköznek tekintett nemesfém jegyzését sem kímélte, míg az aranybányászok részvényei még nagyobbat estek.
- A jegybankok kereslete a magasabb árak mellett láthatóan csökkent tavaly (-20% éves szinten). Ez a historikus átlagnál továbbra is jelentősen magasabb, de 2021 óta ez volt az első év, amikor nem haladta meg a nettó vásárlások mértéke az ezer tonnát. Az arany alapok iránti kereslet nagyon erős volt 2025-ben, dollár értékben kifejezve mindenkori rekordot döntött, míg tonnában nézve egyedül 2020-ban volt nagyobb az érdeklődés (892t vs. 800t). A tőke beáramlása az idei év első két hónapjában is folytatódott, bár március első két hetében már kiáramlás látható. Megemlítjük azt is, hogy az alapok által tartott arany mennyisége február végén már bőven meghaladta a korábbi csúcspontokat dollárban és tonnában mérve is.
- A bemutatott adatok alapján is látszik, hogy az arany piacát egy relatív eufórikus állapotban érte el a február végén kirobbanó iráni háború (magas ETF kereslet és állomány, történelmi csúcspontok közelében lévő árfolyam és parabolikus emelkedés stb.), miközben a jegybanki kereslet már mérsékelten visszaesett. Könnyen elképzelhető így, hogy a háború miatti bizonytalanságok közepette több szereplő is jelentősebb profitrealizálást hajtott végre. Ezzel párhuzamosan a dollár is erősödött, illetve a kamatvágások is parkoló pályára kerültek, ami hagyományosan kedvezőtlen a nyersanyagok számára. Az aranybányászok esetében még kedvezőtlenebb a kép, hiszen az arany árfolyamának csökkenése mellett itt a költségek is emelkednek a magasabb energiaárak, logisztikai és alapanyag kiadások miatt, ami így a marzsok szűkülését eredményezi.
- Rövid távon tehát jelentős ellenzélben mozog az arany, ám a hosszabb távú strukturális támogató tényezők nem tűntek el. Az adósságpályák és költségvetési deficitek magasak, sőt, az iráni háború okán ezek várhatóan még tovább romlanak majd a hadiipari kiadások és magas energiaárak mellett (ezek hatása ráadásul annál súlyosabb minél tovább húzódik a konfliktus).

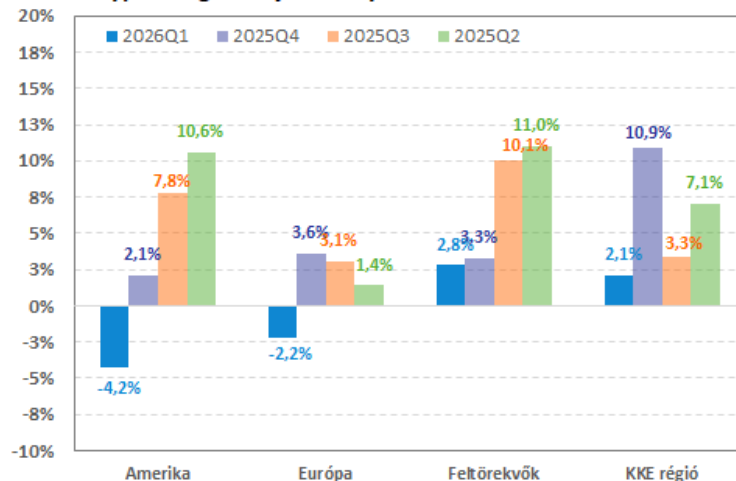
A jelenlegi turbulens piaci környezetben az arany irányába való direktebb kitétségek jóval reziliensebbek lehetnek az aranybányászokhoz képest, de rövid távon itt is jöhet még további korrekció, így érdemes óvatossággal maradni. Hosszabb távon azonban továbbra is azonosíthatóak olyan hajtóerők, amelyek támaszt adhatnak az arany árának.

2026 eddigi teljesítmény

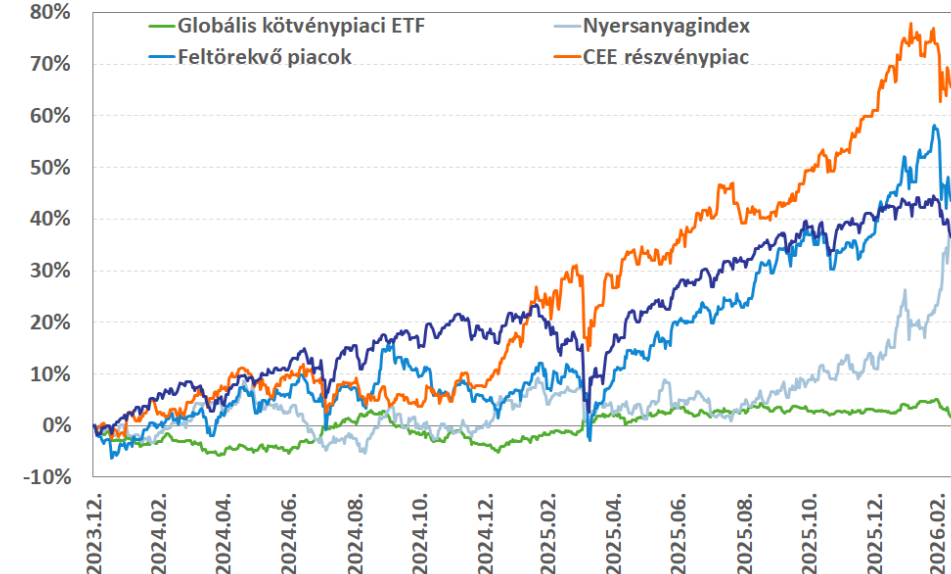
Eszköztály teljesítmény



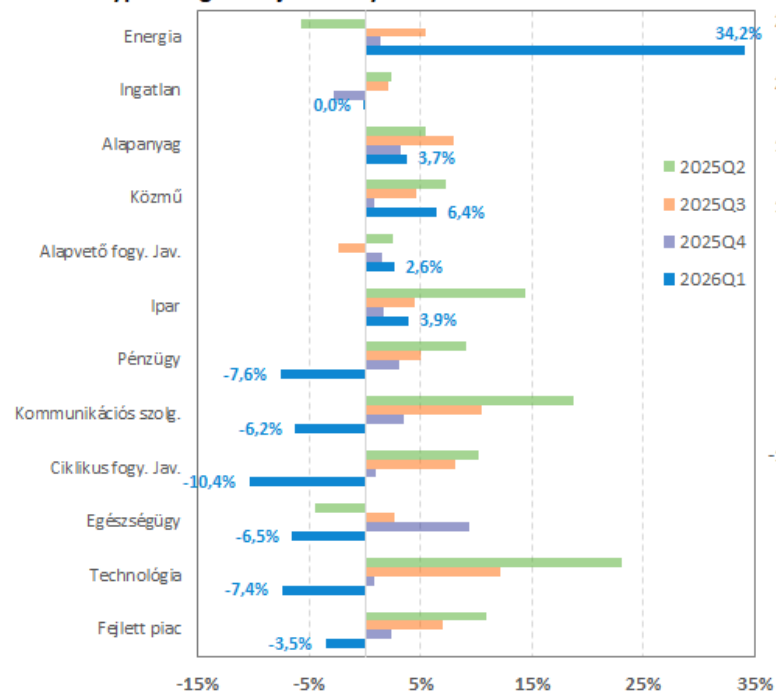
Részvénypiaci régiók teljesítmény



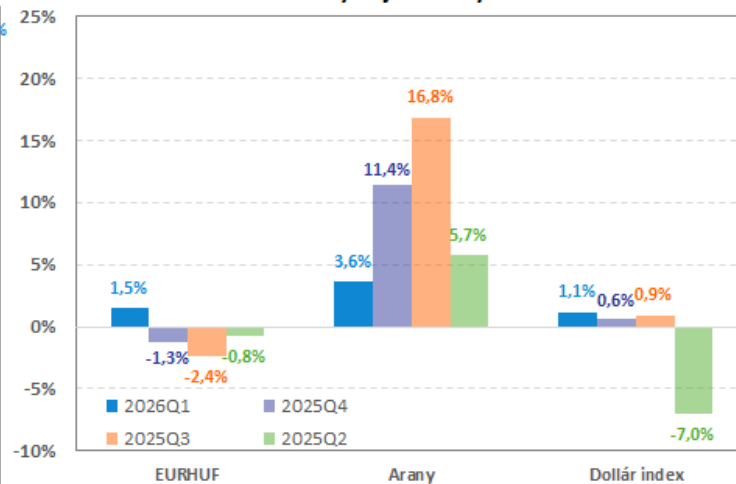
Egyes eszközök relatív teljesítménye



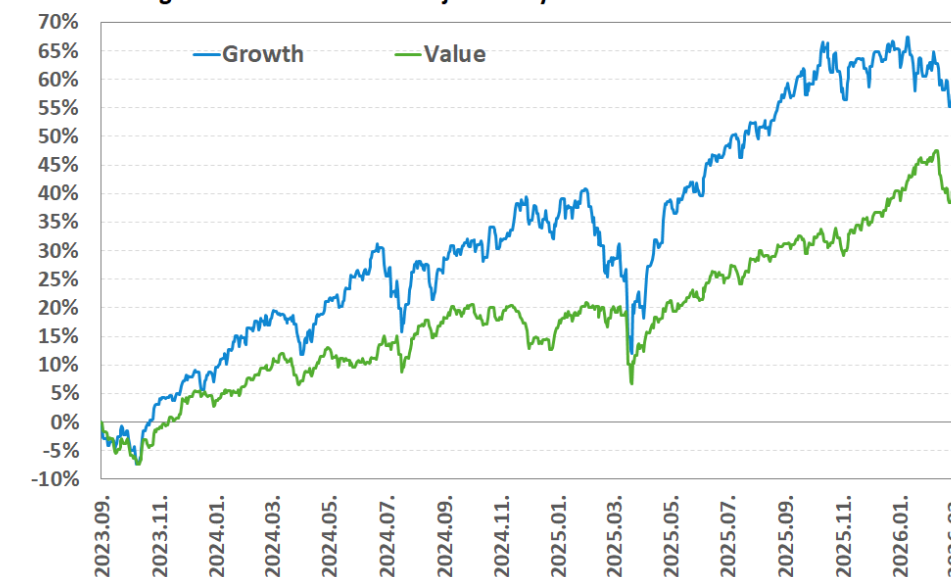
Részvénypiaci régiók teljesítmény



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
Junior 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: 2026.03.25.