

Befektetési Kitekintő 2026 Q3

Multi-Asset Elemzés
2026.06.29.

Összefoglaló: a legrosszabbat sikerült elkerülni, de a volatilitás nőhet

Makrókép: A Hormuzi-szoros újranyitásával a legrosszabb gazdasági forgatókönyvet sikerült elkerülni. A növekedési várakozások Amerikára vonatkozóan a 2%-os szint körül stabilizálódtak 2026-ra és 2027-re, 0,7% és 1%-nál az eurozónában. Az USA-ban az infláció tartósan magasan ragadt és a gyorsulás bázisa is szélesedik. Az eurozónában 3% körül ingadozhat, az energiaár emelkedés nem érte el a kritikus szintet, hogy másodkörös inflációs hatások kialakuljanak. A piac idénre már két kamatemelést beárzott a Fed-től , és még ha erre nem is kerül végül sor, a szigorú kommunikáció még hónapokig fennmaradhat. Az EKB egyszer már kamatot emelt, és a másik piac által beárzott lépésre már vélhetően nem is lesz szükség. A magyar hozamgörbébe 4 további kamatvágás árazódott be idénre, miközben az árfolyam már a 350-es szintet ostromolja. A forint rövid idő alatt a gazdasági fundamentumok által nem indokolt mértékben erősödött, így az árfolyam kockázati eloszlása már a gyengülés irányába tolódott. Jelentősebb leértékelődésre azonban nem számítunk.

Részvények: Az erős profitnövekedés támogató tényező marad, emiatt az eddigi piaci emelkedésben résztvevők köre szélesedhet a technológiai szektoron túlra. Számos olyan kockázati tényező azonosítható azonban (mint a szigorú Fed kommunikáció, USA időközi választás, törékeny USA-Irán béke, nagy tech IPO-k, AI megtérülési félelmek), ami miatt a piaci volatilitás nőhet. A félvezetőgyártók hosszú távú fundamentumai erősek, de rövid távon túlfűtöttség látszik, a várakozások már igen magasak, az árazási szint pedig nem ad lehetőséget hibázásra. Emiatt a jelentős emelkedést követően a félvezetőket levesszük kedvelt befektetési sztorijaink közül, az AI-ból profitálni képes egyéb szegmensek felé fordulunk, mint a közművek/megújulók az áramellátási igény emelkedése miatt, vagy az egészségügyi szektor a potenciális költségoldali megtakarítások miatt. Mivel a félvezető rali átmenetileg kifulladásra, ezért az általuk dominált amerikai és feltörekvő részvénytőzcsapok eddigi felülteljesítésében is megálló jöhet. Az energiaárak normalizálódása viszont segíthet, hogy a tőke az eddig lemaradó régiókat is megtalálja, amire India, vagy Latin-Amerika egyes részei is jól pozícionáltak. Ez a továbbra is vonzón értékelt és jó növekedésű KKE régióknak is kedvezhet.

Kötvények: Az energiaárak gyors normalizációja segít enyhíteni az inflációs kockázatokat, ami miatt a hosszú kötvényeket a korábbi alulsúlyozás helyett érdemes semlegesre emelni. Az USA-ban és az eurozónában is a reálisnak tartott sávban járnak jelenleg a hozamszintek, egyelőre nem látszik olyan tényező, ami kimozdíthatná őket ebből a helyzetből.

Nyersanyagok: Összességében tartjuk semleges nyersanyagpiaci álláspontunkat, mivel a hónapok óta húzódó közel-keleti konfliktus tartós megoldására továbbra sem került sor. Kedvezőnek látjuk a mezőgazdasági szektor hosszabb távú kilátásait, mivel az iráni háború miatt egy időre magasabban ragadhatnak az energia- és műtrágyaárak, illetve az idei évre várt erősebb El Niño jelenség is hátszelet jelenthet. Az aranyat az erősebb dollár, szigorúbb Fed kommunikáció és a jegybankok mérséklődő vételei is visszafoghatják.

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

Kedvelt befektetési sztorik:



Kibervédelem



Közmű/Megújulók



Egészségügy



India



Latin-Amerika



Mezőgazdaság

Makro kitekintő

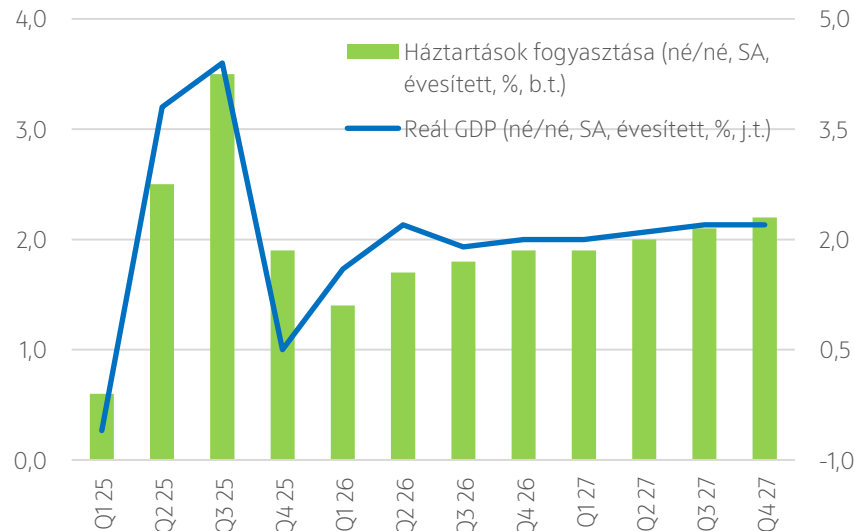
<u>USA gazdasági kilátások</u>	4.
<u>Eurozóna gazdasági kilátások</u>	7.
<u>Infláció és jegybanki politika</u>	9.
<u>Magyar gazdasági kitekintő</u>	10.

Piaci kitekintő

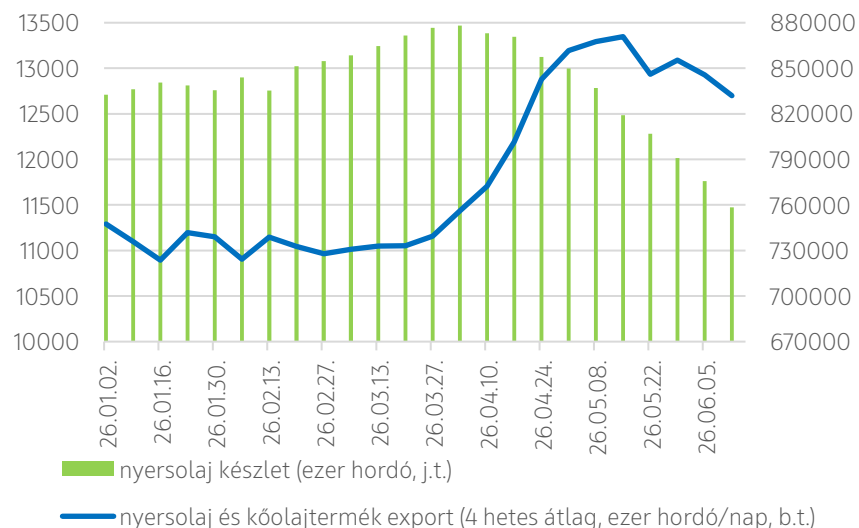
<u>Intézményi kérdőív</u>	16.
<u>Kötvények</u>	19.
<u>Nyersanyagok</u>	20.
<u>Részvények</u>	18.
<u>Régiók</u>	21.
<u>Kedvelt befektetési sztorik</u>	26.

USA: idén is 2% körül a lehet a növekedés üteme, a kilátások bizonytalanok

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



Az USA nyersolaj exportja és készlete



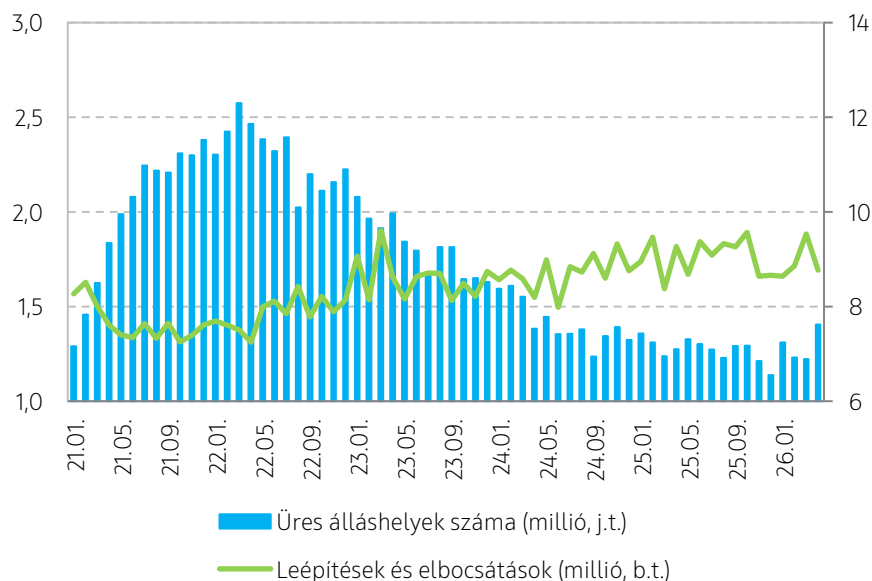
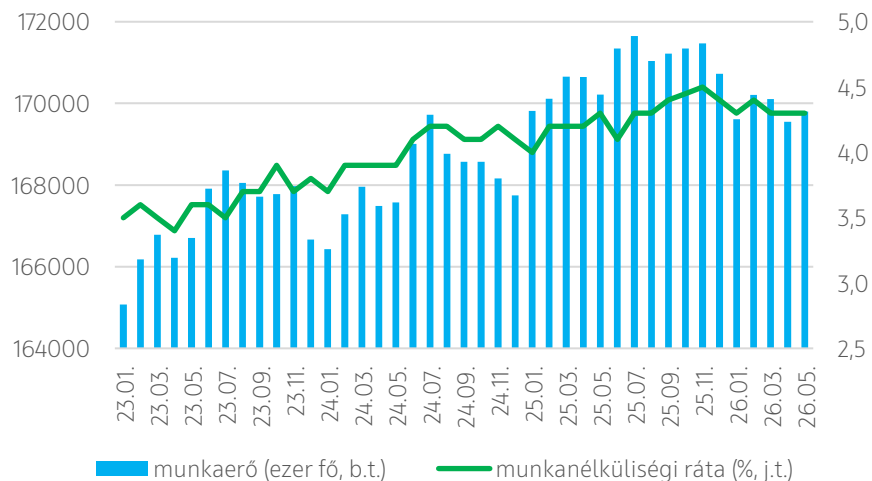
2025: szilárd, 2,1% GDP-növekedés; 2026 Q1: a vártnál gyengébb, de stabil növekedés

- 2025: A vámháború ellenére 2% körül maradt az amerikai GDP növekedés, amit főként a fogyasztás és a beruházások húztak.
- 2026 Q1: A vártnál gyengébb volt a felpattanás (+1,6%, né/né, évesített), a 2025 Q4-es gyenge (+0,5% né/né, évesített) bázis után, amit a rekord hosszúságú kormányzati leállás okozott:
 - Vállalati beruházások: Jelentősen megugrottak; a gépberuházások 17,2%-kal, a szellemi tulajdonba irányuló befektetések 11,6%-kal ugrottak, ami nagyrészt az AI-boom hatása.
 - Lakossági kiadások: lassult és visszafogottan alakult 25/Q4-hez képest; a súlypont az áruk felől egyértelműen a szolgáltatások felé tolódott.
 - Állami kiadások: jelentősebb emelkedés (+4,4%, né/né, évesített) a 2025 végi kormányzati leállás lezárását követően.
 - Nettó export: az import (+21,0%) sokkal erőteljesebben emelkedett az exportnál (+13,1%), amiben a nagy importigényű beruházások megugrása mellett a közel-keleti konfliktus okozta hiányt és áremelkedést elkerülendő előremenekülésnek is szerepe lehetett.

2026/27: GDP-növekedési kilátások 2% körül stabilizálódtak

- A növekedési előrejelzések a bizonytalanság ellenére 2% körül stabilizálódtak 2026-ra és 2027-re.
- A hagyományosan az amerikai gazdaság motorjának számító lakossági fogyasztás mögé szorosan felzárkózott az AI és az ahhoz kapcsolódó beruházások.
- Az inflációs kockázatok miatt tartósan magasan ragadó kamatok, valamint az elhúzódó, rendezetlen geopolitika konfliktus és energiaár-sokk fékezhetik a növekedést.
- Az Egyesült Államok relatív energiafüggetlensége miatt nem olyan kiszolgáltatott, mint Európa és Ázsia, de a globális kínálati szűkösség, az ellátási lánc zavarok és a nem energiainport jellegű költségnyomás így is rontja a növekedési és inflációs kilátásokat.
- Az elhúzódó közel-keleti konfliktusban felpörgött az olajkitermelés és export. Az USA olajexportja napi 2-2,5 millió tonnával növekedett, ami jelentősen hozzájárult az olajpiac stabilizálásához.

Munkaerő-piaci adatok

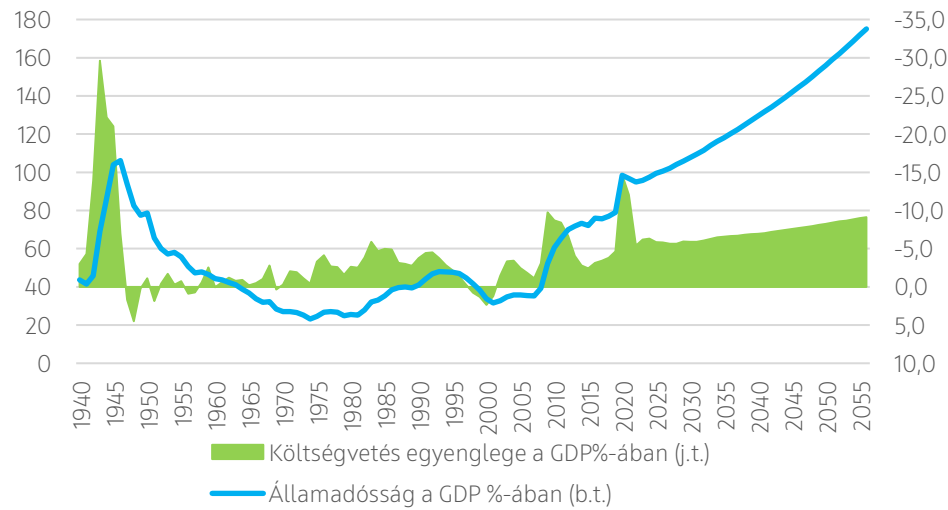


A munkaerő-piaci adatokat számos tényező torzítja; a 2025-ös stagnálás után idén újraindulni látszik a foglalkoztatás bővülés

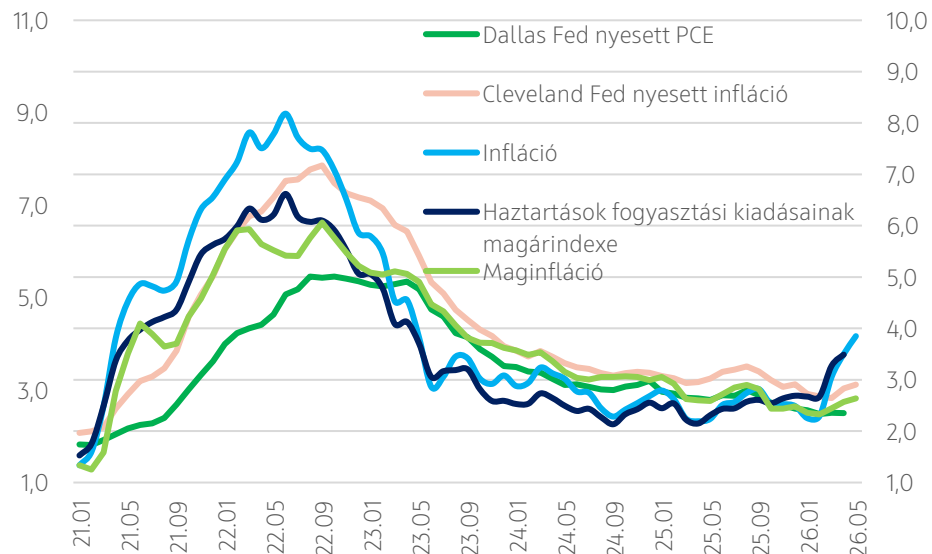
- Az elmúlt évben, de elsősorban annak második felében látott gyors romlás után a munkaerőpiac 2026 első felében stabilizálódni látszik.
- A foglalkoztatás bővülése gyorsul, de semmi nem utal túlfűtöttségre, a kockázatok továbbra is inkább lefelé mutatnak.
- A munkaerő-piaci folyamatok értékelése továbbra is nehéz, mivel azt módszertani változások és rendkívüli események – például sztrájkok és a kormányzati leállások, valamint a bevándorlási politika – is torzítják.
- Idén mind a munkaerő kereslet, mind a kínálat bővülése lendületet vett, jelenleg a kereslet tűnik törékenyebbnek.
- Az leépítések és elbocsátások, valamint a segélykérelmek számának alakulása historikusan nem kiugró.
- A nem mezőgazdasági foglalkoztatás bővülése a megelőző 6 hónapban átlagosan 92 ezer, 3 hónapban pedig 188 ezer fő volt, ami meghaladja a munkanélküliségi ráta stabilizálásához szükséges szintet.
- A munkanélküliségi ráta 2026 februárjában 4,4%-on stabilizálódott és szintje történelmi összehasonlításban továbbra is alacsony.
- A bérdinamika lassult ugyan, de továbbra is erősnek tekinthető (3,4% volt májusban év/év).
- A termelékenység növekedése az elmúlt években meghaladta a 2%-ot, amiben 2026 Q1 jelentős lassulást hozott, de az AI térnyerésével közép-távon gyorsulás várható.

USA: magas hiány és adósság, cél feletti infláció

Hiány és adósság (tény és előrejelzés)



Inflációs mutatók (év/év %)



Hiány és adósság

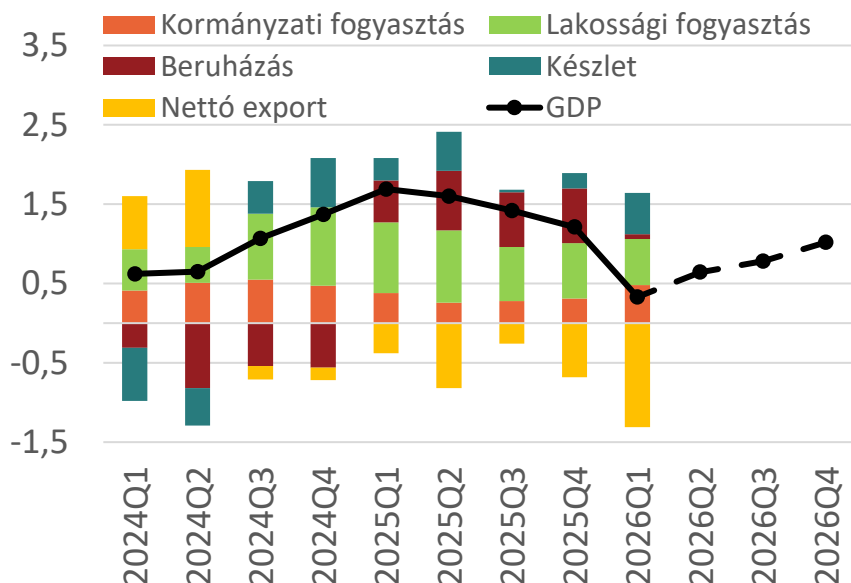
- A költségvetési hiány az vámbevételek a GDP 5%-a körül stagnál. A vámbevételek egy részét, több mint 175 mrd. Dollárt a GDP 0,5-0,6%-át a Legfelsőbb Bíróság határozata alapján vissza kell téríteni, Trump alacsony népszerűségi mutatója és a közelgő félidős választások pedig további fiskális költsékezéshez vezethetnek.
- Az államadósság továbbra is folyamatosan emelkedik; a kamatkidadások a folyamatosan átárazódás miatt a következő években jelentősen emelkednek majd

Infláció

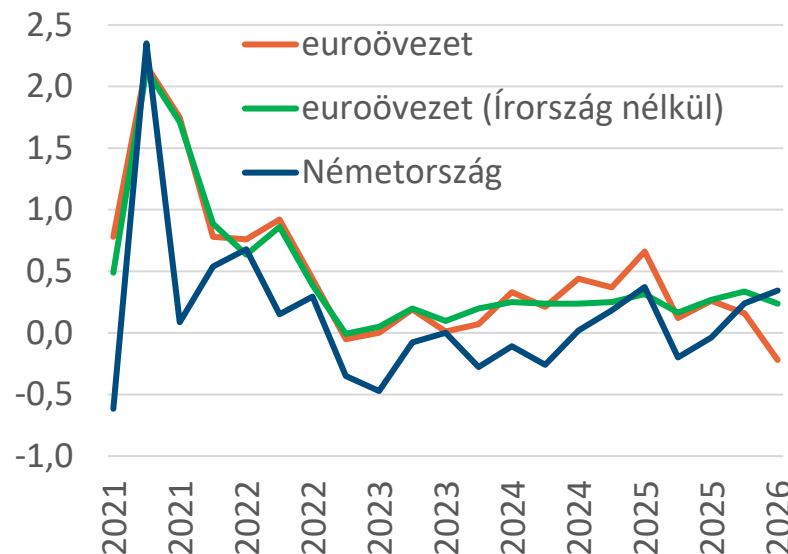
- Több mint 5 éve minden hónapban a 2%-os cél fölött van a core PCE (2026 ápr.: 3,3% év/év).
- Az alapfolyamatok szintjén tartósan magasan ragadt az infláció és a gyorsulás bázisa inkább szélesedik, minthogy szűkülne.
- Áprilisban az infláció 3,8%-ra gyorsult, ezzel 3 év után először meghaladta a bérdinamikát. Ezt követően májusban 4,2%-ra gyorsult a mutató, és az eurózónával ellentétben itt nem csak a Hormuzi-szoros helyzete miatt emelkedő energiaárak okozzák az infláció gyorsulását.
- Rövid-távon a termelői magárindex gyorsulása az infláció további gyorsulását vetíti előre, ráadásul Idén nyárra újabb vámtarifákat ígér a Trump-adminisztráció.
- Kevin Warsh, a Fed új elnöke már az első általa elnökölt ülésen bejelentette a monetáris politikai keretrendszer átalakítását megalapozó munkacsoportok létrehozását. Alapvetően lazább monetáris kondíciókat tart kívánatosnak, de elismert, hogy az Egyesült Államoknak jelenleg inflációs problémája van.
- A Hormuzi-szoros helyzetének oldódása és a legutóbbi Fed ülést követően enyhültek a kamatemelési várakozások; jelenleg 2026-ra két 25 bázispontos kamatemelés van beárazva, 2027-ben viszont szinten maradhat az alapkamat

Eurózána: az olajpiaci feszültségek enyhülése esetén gyorsulhat a növekedés

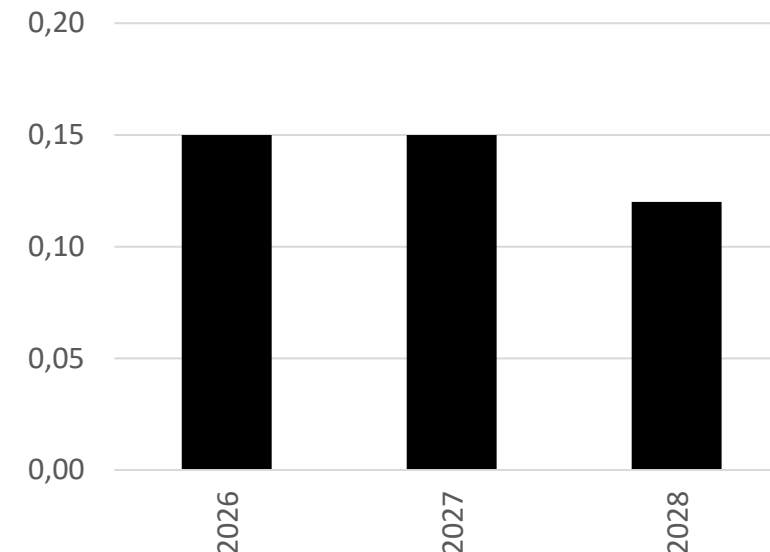
Az év/év GDP növekedés tényezői, %



Negyedév/negyedév GDP növekedés, %



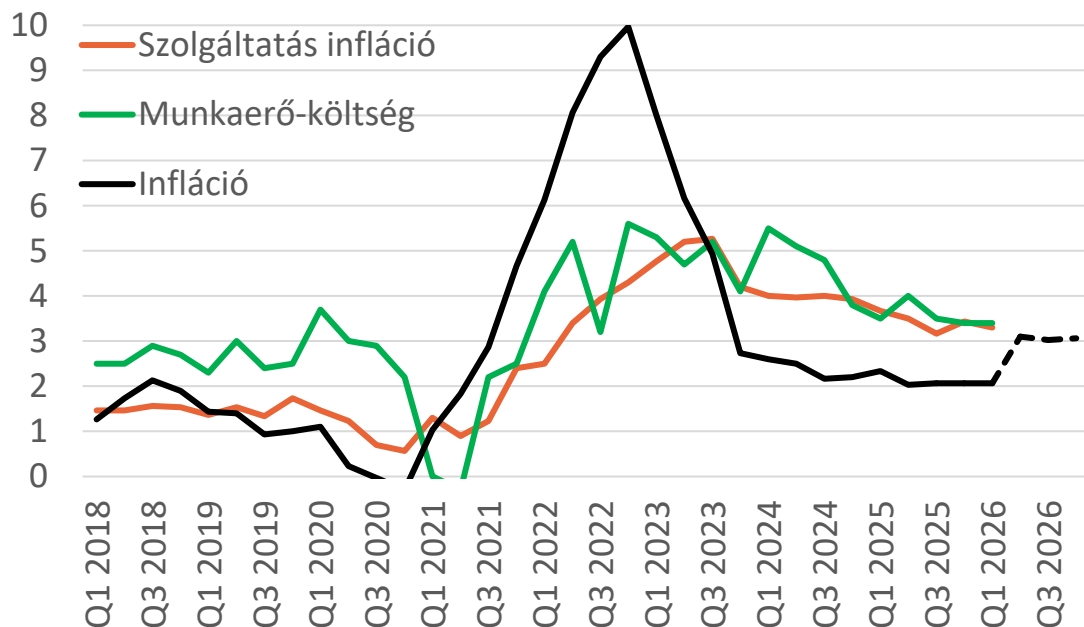
A bejelentett védelmi és infrastrukturális kiadások GDP-növekedésre gyakorolt hatása



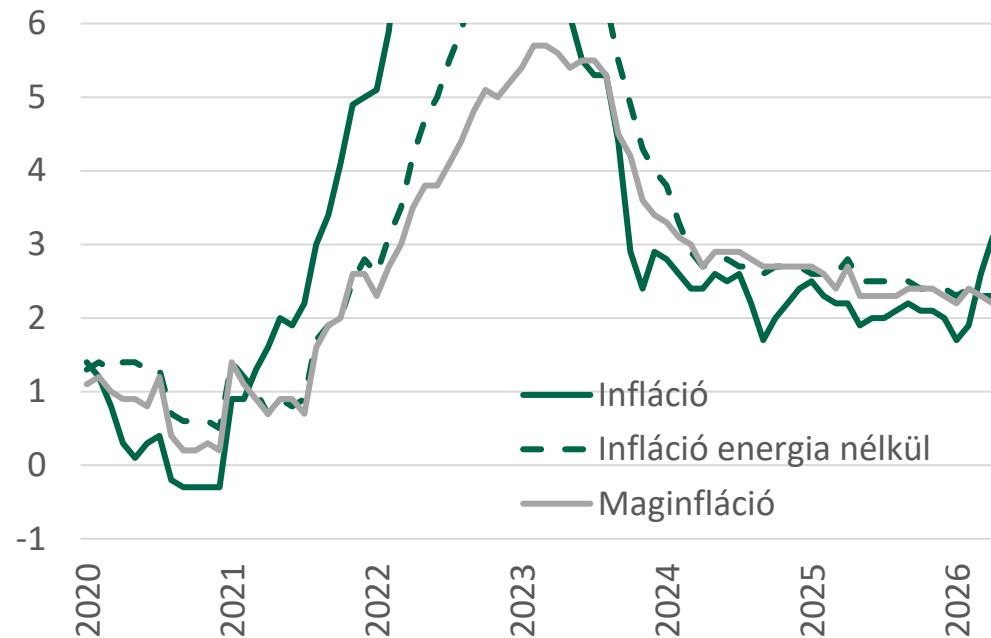
- **2025:** A GDP-növekedés 1,5% volt, a rendkívül volatilis alakuló ír GDP nélkül pedig 1%. A Q4-es növekedés évesítve 0,8% volt, az év egészében pedig 1% körül ingadozott. A lassú fellendülés széles körű volt; a fogyasztás mellett a beruházások is láthatóan hozzájárulnak a növekedéshez, a hitelezés pedig felível. A munkaerőpiac továbbra is feszes, a reálbérek növekedése történelmi összehasonlításban is erős maradt. A mediterrán térség lendülete tavaly is fennmaradt, az iparvezérelt országok lemaradnak, bár a német növekedés lendületet vett Q4-ben.
- **2026/27:** Az Iránnal kapcsolatos bizonytalanság és az amerikai külpolitika kiszámíthatatlansága továbbra is érdemi kockázatot jelent az eurózána gazdasága számára. Ugyanakkor egyre inkább kirajzolódik, hogy az energiapiac ellenállóbbnak bizonyult a kínálati sokkokkal szemben, mint azt az elemzők a konfliktus kezdetén feltételezték. A 2022-es energiaválsághoz viszonyítva Európa helyzete számottevően kedvezőbb: az időközben kiépített LNG-kapacitásoknak köszönhetően a földgáz ára meg sem közelítette a korábbi csúcsszinteket. Emellett az olajár jelenleg már kevesebb mint 10 dollárral haladja meg a háború kitörése előtti szintet, és a negatív hírekre adott piaci reakciók is egyre visszafogottabbak. Amennyiben elmarad az olajárak újabb, jelentős emelkedése, reálisnak tartjuk, hogy az eurózána gazdasága idén a piaci konszenzusnak megfelelően mintegy 0,7%-kal bővüljön – ami közel áll az EKB 0,8%-os előrejelzéséhez –, és a növekedés jövőre ismét 1% fölé gyorsuljon. Fontos változás az Eurózána növekedésében, hogy a korábban húzóerőt jelentős déli államok el kezdtek lassulni, viszont Németországban az elmúlt negyedévekben az egyértelmű gyorsulás jelei mutatkoztak.

Eurózána: az infláció a következő hónapokban 3% körül lehet, de középtávon nem erősödik az inflációs nyomás

Infláció és bérek (év/év; %)



Inflációs mutatók az euroövezetben (év/év; %)

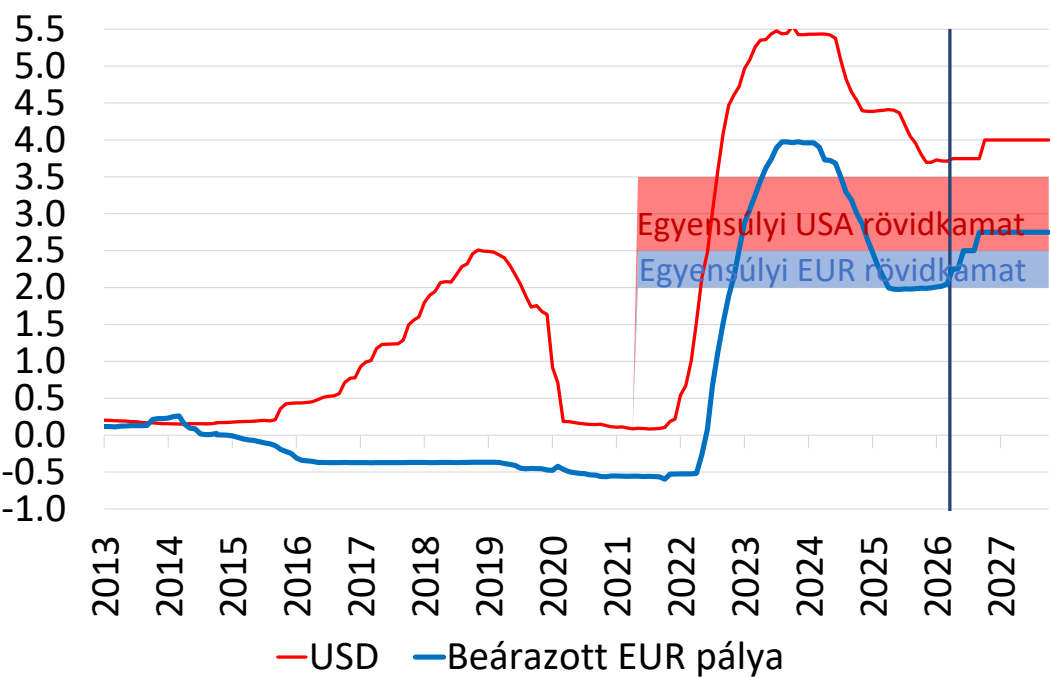


- Az infláció 2024 közepe óta a 2%-os cél körül mozog, a maginfláció azonban némileg 2% felett maradt. A headline infláció utolsó három havi megugrását a magasabb üzemanyagárak okozták, mivel az energiaárak nélküli infláció ugyanazon a szinten volt, mint 2025 végén.. A másodkörös hatások egyelőre visszafogottak maradtak, amit a lassuló, bár – történelmi összehasonlításban – még mindig magas (3-4%) bérnövekedés is jelez.
- Az energiaárak közelmúltbeli csökkenése alapján a következő hónapokban várhatóan mérséklődni fog az üzemanyagok inflációja. Igaz, hogy a korábbi földgázár-emelkedés rövid távon még felfelé hajthatja az áram- és gázárakat, összességében azonban nem valószínű, hogy az energia-infláció érdemben tovább erősödne. Jelen állás szerint az energiaár emelkedés időtartama és mértéke sem érte el azt a kritikus szintet, ami miatt jelentős másodkörös hatásokra számíthatnánk. Ugyanakkor az EKB-nak figyelembe kell venni, hogy a szolgáltatás infláció csökkenése az elmúlt időszakban 3% körül elakadt, aminél alacsonyabbra lenne szükség a 2%-os cél tartós fenntartása érdekében.

Az inflációs kockázatok enyhülésével és a több éves csúcsra emelkedő hosszú hozamszintek mellett vonzóbbá váltak a fejlett kötvények



Beárazott USD és EUR alapkamatpályák (%)



Értékelésünk a középtávú kötvénypiaci kilátásokról

- A vámokkal, magas hiánnyal és cél feletti inflációval 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.

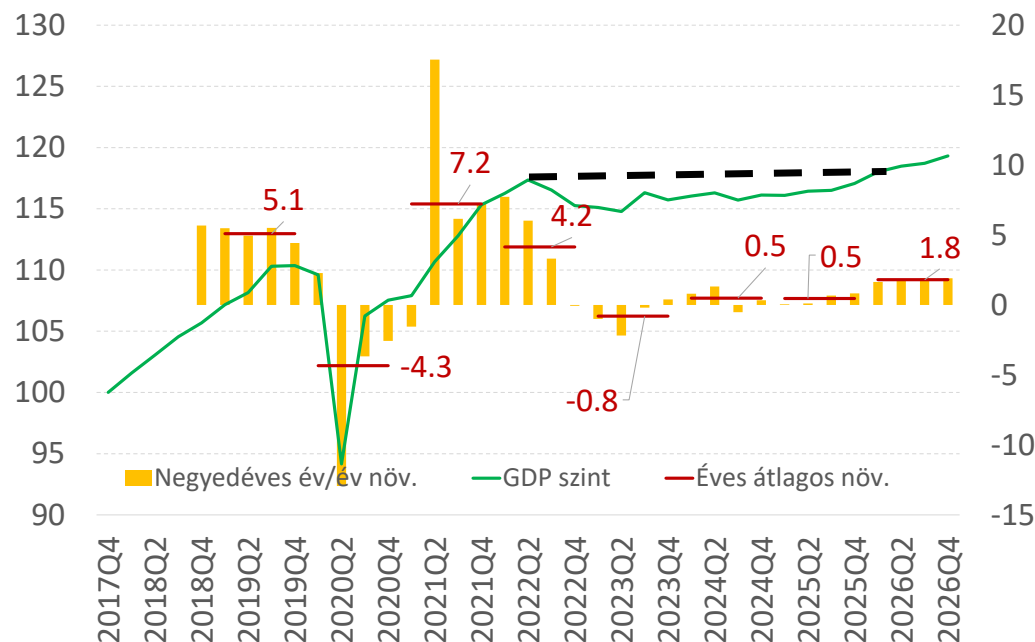
Rövid távú kilátások: A Fed részéről 2, az EKB részéről a júniusi emelést követően még 1 emelés jöhet 2026-ban

A Fed Kormányzótanácsa 2025. 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. Az iráni háború hatására a kamatcsökkentési várakozások előbb kiárazódtak, majd kamatemelést kezdett árazni a piac, mivel az amerikai infláció 4,2%-ra gyorsult és az inflációs folyamatokra előrejelző erővel bíró termelői magárindex mutató pedig már az 5%-os közelíti. Jelenleg idénre 2 emelést áraz a piac, jövőre pedig a kamatok szinten tartása a valószínű.

- Noha az Eurózónában az iráni háború előtt már bő fél éve célon volt az infláció, és a növekedési kilátások is gyengébbek, a piac hamar kamatemeléseket kezdett beárazni az EKB részéről. Ennek első lépése már megtörtént júniusban, és a piaci várakozás szerint idén és jövőre is további 1-1 kamatemelés következhet. Az időközben megszületett iráni békemegállapodás miatt lehet azonban, hogy erre nem kerül sor, mivel az energiaárak nélküli eurózána inflációban nem történt emelkedés 2025 vége óta.
- A német hozam a 2023 őszén látott csúcsa fölé is emelkedett, az amerikai hosszú hozamszint pedig a 2024 tavaszán látott szintekről fordult meg. Jelenleg mind az euró, mind az USA hosszú lejáratú kötvények lejáratú prémiuma 80-100 bázispont körül alakul, ami a jelenlegi makrogazdasági környezetben normálisnak mondható.

3,5 év stagnálás után Q1-ben lendületet vett a magyar gazdaság; idén a 1,5-2%-os növekedési sáv elérhető

GDP-pálya



A beruházások és az export fékeztek a növekedést 2025-ben

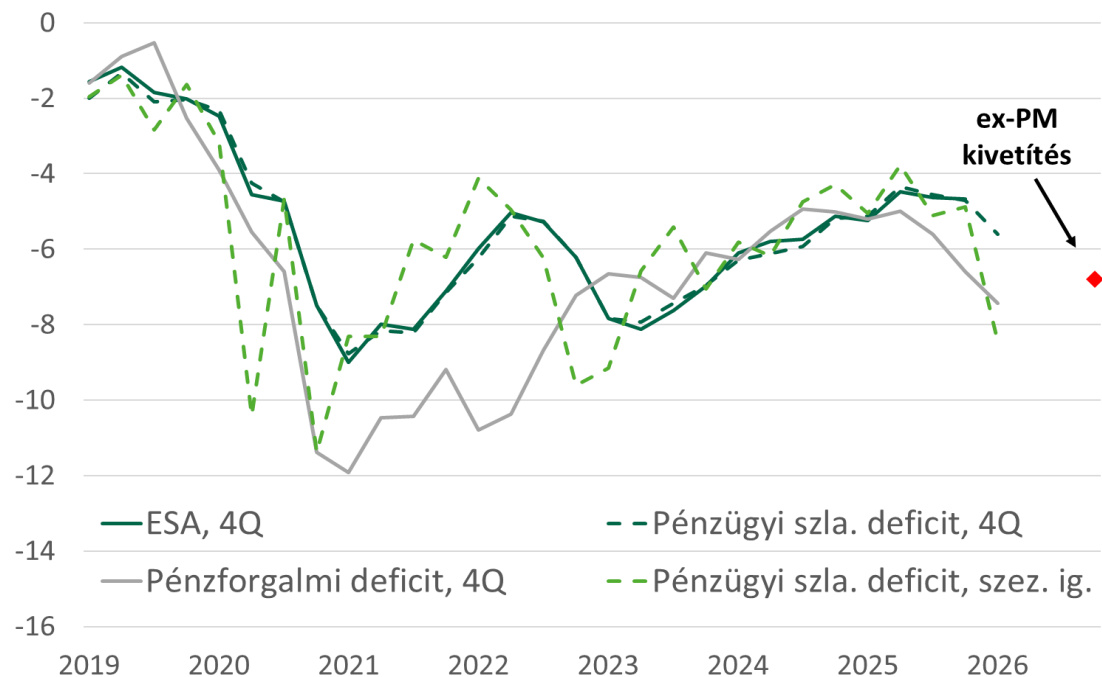
- 2024 után 2025-ben is a fogyasztás volt a bővülés egyetlen motorja, de növekedési üteme 6%-ról 2,9%-ra lassult, összhangban a csökkenő foglalkoztatottsággal és a lassuló reálbér-növekedéssel.
- A beruházások 4. éve egyfolytában csökkennek, mivel a költségvetési szigorítás és az uniós források befagyasztása 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 kezhetnek.
- A gyenge európai növekedés, az ipari termékek és autók iránti törékeny kereslet, valamint az erős kínai verseny miatt csökkent az export.

2026: az első negyedévben gyorsult a növekedés részben egyszeri hatásoknak köszönhetően; a 1,5-2% közötti növekedés továbbra is elérhető idénre; az EU-s pénzek hatása inkább csak 2027-től lesz érezhető

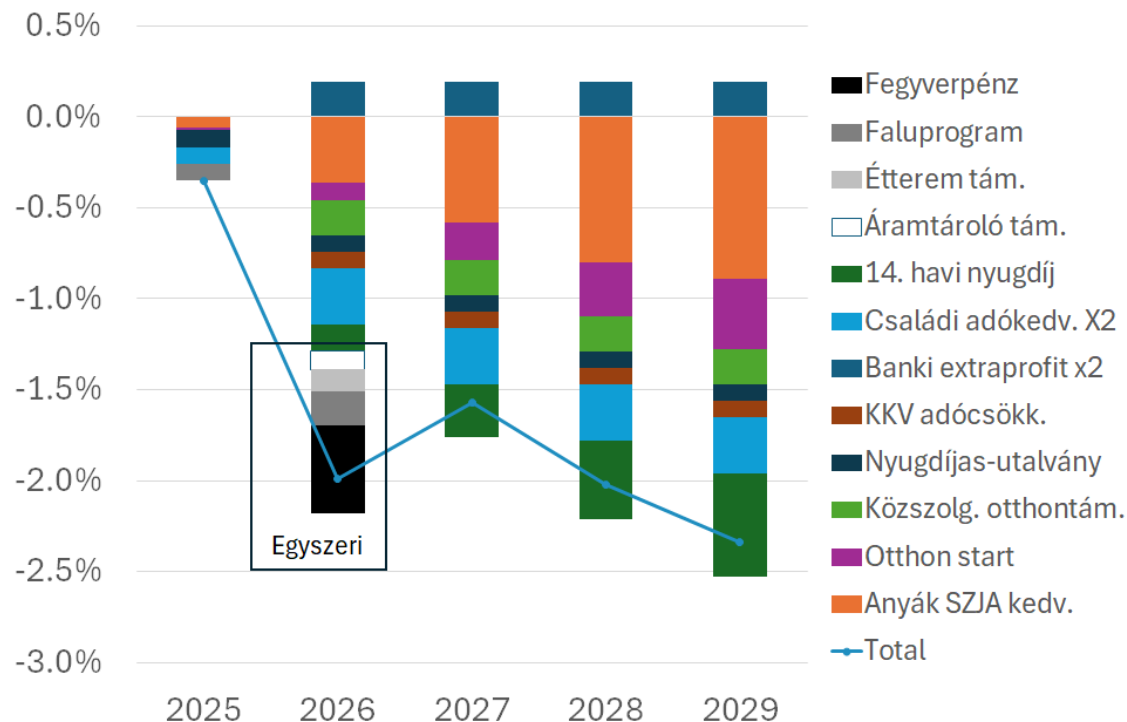
- Q1-ben 1,8%-ra gyorsult az év/év és 0,8%-ra a né/né növekedés. A várakozásoknál erősebb növekedés mögött azonban több átmenetinek tűnő, részben a választások előtti óriási költekezéssel összefüggésbe hozható tétel is meghúzódott
- Az iráni háború összességében mérsékelt hatást gyakorolhat az idei növekedésre
- A növekedés fő hajtóereje a fogyasztás maradhat, amit a háztartások jelenlegi magas megtakarítási rátája is támogat. Kockázatot jelent azonban a csökkenő foglalkoztatás.
- A beruházások né/né alapon továbbra is stagnáltak Q1-ben, és úgy tűnik, hogy a választásokhoz köthetően várt állami beruházás élénkülés csak mérsékelt volt. Az idei évben azonban a vállalati beruházások, és tavaly 10 éves mélypontra eső lakásépítésekben is növekedést várunk. Az elérhetővé vált 6000 milliárd forintnyi uniós forrás hatása inkább csak 2027-ben növelheti a beruházásokat, azonban közvetett módon – a vállalati bizalom erősítésén keresztül – idén is lehet már pozitív hatása.
- 2027-ben a felpörgő uniós pénzek, a várhatóan újabb termelésbe álló exportkapacitások, illetve a költségvetés kiadási szerkezetében remélhetőleg meginduló pozitív átrendeződés és csökkenő kamatok miatt 2% fölé gyorsulhat a növekedés.

A költségvetési hiány megközelítheti a 7%-ot 2026-ban

A költségvetési egyensúly mutatói (GDP %-a)



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



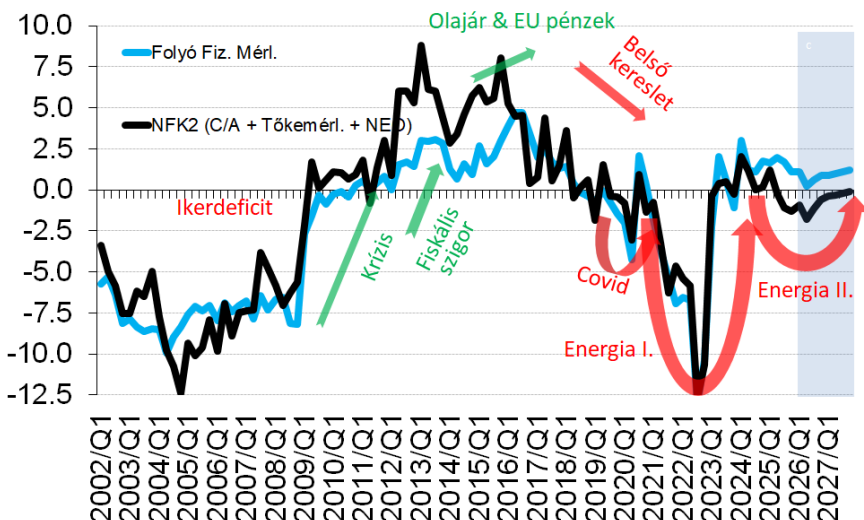
- 2020-2023: a GDP 6-8%-át kitevő magas hiány, amit a covid és a választási intézkedések okoznak
- 2024: a hiány a GDP 5%-ára csökkent, az adóemelésen és az állami beruházások csökkentésén alapuló kiigazításnak köszönhetően
- 2025: a GDP 4,7%-a, az év elején szigorítással, az év végén pedig költekezéssel. Utóbbi nélkül a hiány alig haladná meg a 4%-ot
- 2026: az előző kormány adócsökkentési, kamattámogatási, nyugdíjmelési intézkedései, és több 2026-os egyszeri transzfer, valamint a választások előtti kiköltekezés miatt az idei hiány a 7%-ot is megközelítheti.
- Változatlan politika mellett a hiány nem növekedne 2026 és 2029 között, mivel a kiadásnövelő intézkedéseket ellensúlyozza az egyszeri tételek kifutása és a kamatkidadások csökkenése.
- Az új kormány ősszel fogadhatja el az idei pótköltségvetést és a következő évekre vonatkozó költségvetési kereteket is

16,4 mrd euró EU-s forrás felszabadítása elindult

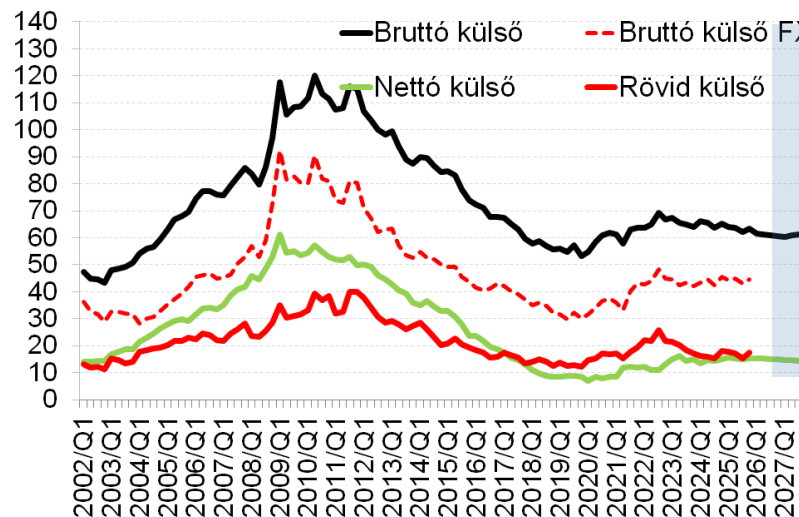
Státusz		Név	MRD EUR	Feltételek/Komment	Határidő
Végleg elvesztett		European Structural and Investment Fund (ESIF), 2021-2027/Kohéziós alapok	3.0	Elvesztett összeg az EU menekültügyi jogszabályaival és a jogállamiság követelményeinek be nem tartásával kapcsolatos pénzügyi díj miatt.	-
Elérhető és megkapott	Már kifizetett	ESIF/Kohéziós Alapok, 2021-2027	4.2	Igazságügyi reform (jóváhagyva az EU által 2023.december 13-án.)	2029
		Mezőgazdasági támogatások, 2021-2027	6.1	-	2029
		Összesen	10.3		
	Elérhető	ESIF/Kohéziós Alapok, 2021-2027	5.1	Igazságügyi reform (jóváhagyva az EU által 2023.december 13-án.)	2029
		Mezőgazdasági támogatások, 2021-2027	6.1	-	2029
		Összesen	11.2		
Elérhető a május 30-i politikai megállapodás alapján, de feltételekhez kötött	Támogatás	Helyreállítási Alap (RRF) támogatás	5.8	27 szupermércöldkő és egyéb mércöldkövek	2026.08.31
		Repower EU	0.7		2026.08.31
		ESIF/Kohéziós Alapok, 2021-2027, conditionality mechanism or rule of law ¹	4.2		2029
		ESIF/Kohéziós Alapok	2.2	Az egyetemi autonómiával összefüggő trvénykezés (EU Fundamental Rights Charter)	2029
	Hitel	RRF hitel	3.5	27 szupermércöldkő és egyéb mércöldkövek	2026.08.31
	Összesen	16.4			
Még EU jóváhagyaásra vár	Támogatás	ESIF/Kohéziós Alapok, 2021-2027	3.0		
	Hitelek	RRFhitel	0.4	27 szupermércöldkő	2028.08.31
		Security Action for Europe (SAFE) hitel	16.2	27 szupermércöldkő + egyéb még nem imsert	Nincs fix határidő
	Összesen	19.6			

A kisebb romlás ellenére a külső pozíció fenntartható

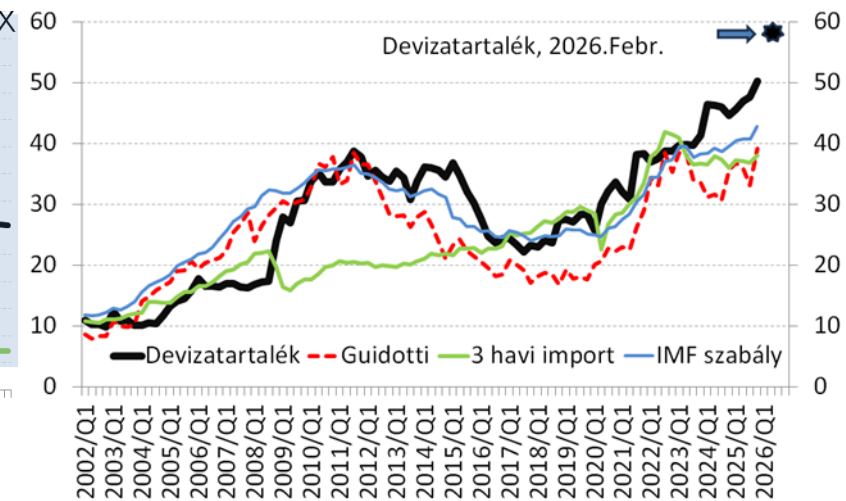
Külső egyensúlyi mutatók (a GDP %-ában)



Külső adósság (a GDP %-ában)



Devizatart. és tartalékmegfel. szabályok (mrd EUR)

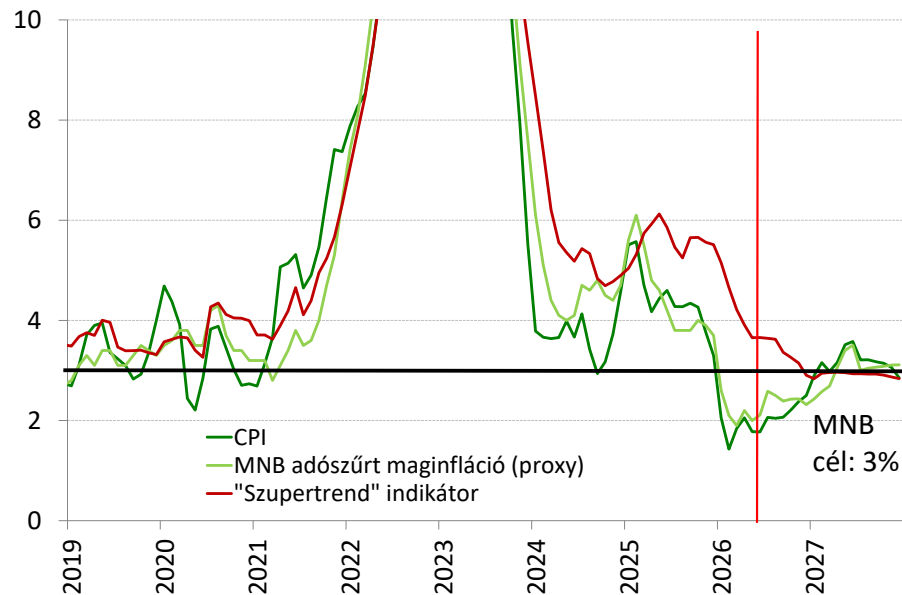


A külső pozíció 2025 2. felében kissé romlott, mivel a folyó fizetési mérleg többlete olvadt, idén a GDP 2%-áról 1%-ra eshet. Ugyanakkor az energiaárak kiegyensúlyozott pozícióhoz vagy enyhe hiányhoz vezethetnek, az ársook mértékétől és időtartamától függően. A devizatartalékok elég magasak ahhoz, hogy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

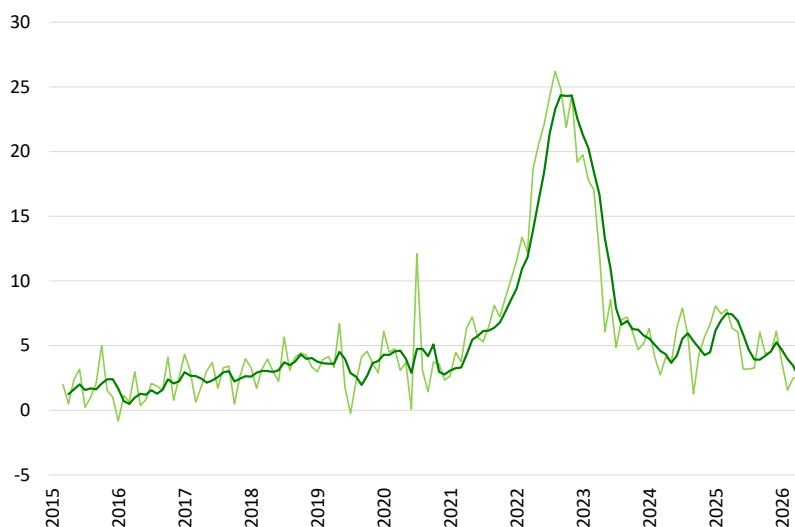
- A folyó fizetési mérleg többlete a GDP körülbelül 2%-áról 2025-ben 1,6%-ra, Q4-ben pedig 1,1%-ra mérséklődött, mivel az export továbbra is nyomás alatt állt, és a gépipport nőtt. Mivel az EU-források beáramlása szerény volt (a GDP 0,5%-a), és a NEO továbbra is mínuszos (-2,5%), a nettó finanszírozási 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 május végén meghaladták a 61 milliárd EUR-t, ami 15-20 milliárd euróval magasabb a tartalékszabályok által megfelelőnek tekintett szintnél. Ez kellő mozgásteret ad az MNB-nek, hogy enyhítse a külső sokkok árfolyamra gyakorolt hatását.
- A magasabb energiaárak a 2. negyedévtől ismét kedvezőtlenül hatnak majd a külső pozícióra de az április külkereskedelmi adatok alapján az import volumen növekedése is meghaladja az exportét, vagyis továbbra sem csak a negatív cserearány hatás rontja a külső egyensúlyt. Mivel a legújabb fejlemények alapján az energiaárak normalizálódása már Q3 kezdete előtt megindult ezért ez megerősíti a a fizetési mérleg alakulására vonatkozó nulla feletti (a GDP ~0,5%-a) alappálya előrejelzésünket, de a kockázatok lefelé mutatnak.

Az erős árfolyam és kedvező élelmiszer áralakulás miatt idén 2-2,5% között lehet az infláció

Az OTP inflációs előrejelzései



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



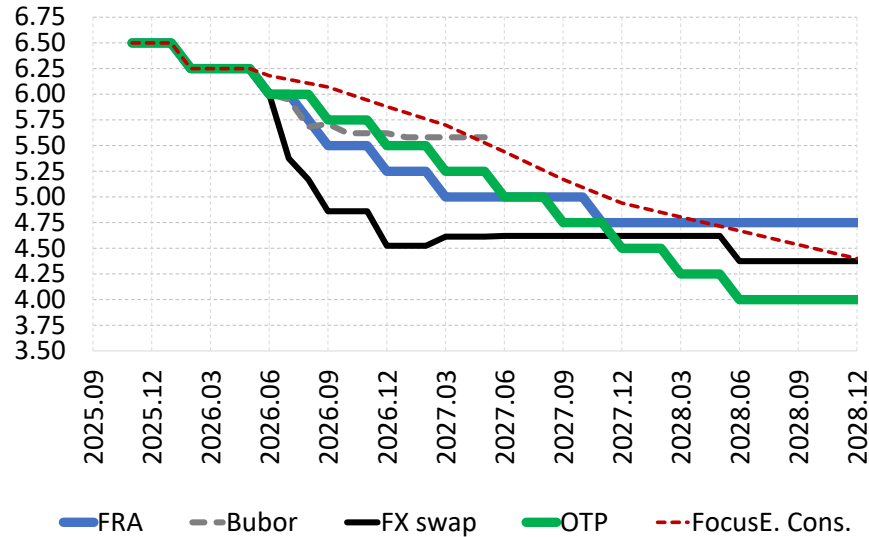
- **2026 eleje:** Februárban az infláció 1,4%-ra esett vissza, és jelentős javulást tapasztaltunk az ún. "szuper" trendmutatónkban is, amelyet a hosszú távú inflációs trendek legjobb mérőszámának tekintünk. Azóta ugyan az infláció gyorsult, májusban 1,8% volt, de erre korábban is számítani lehetett, és az infláció továbbra is mélyen a jegybank 3%-os célja, illetve az eurózona jelenlegi 3,2%-os mutatója alatt alakul. A 2026 eleji kedvező infláció utal, hogy a 11%-os minimálbér-emeléshez és a folyamatban lévő fogyasztást célzó fiskális intézkedésekhez kapcsolódó kockázatok nem materializálódtak az év eleji árképzésben, és az erős árfolyam hatékonyan csökkentette az inflációs várakozásokat.
- **Iráni háború hatásai:** mivel Magyarországon a lakossági energiaárak hatóságilag szabályozottak, illetve a védett benzinárak miatt az iráni háború elsődleges inflációs hatásai elhanyagolhatóak voltak. Mivel az energiaárak emelkedése a jelenlegi állás szerint csak átmeneti és nem nagyon nagy mértékű volt, ezért a másodkörös, termelési láncokon keresztül érvényesülő hatások is korlátozottak lehetnek.

Kilátások: 2026-ban 2,3%, 2027-ben pedig 3% lehet az infláció. Az iráni megállapodás okozta energiaár csökkenés és a tartósan erős árfolyam miatt a kockázatok lefelé mutatnak

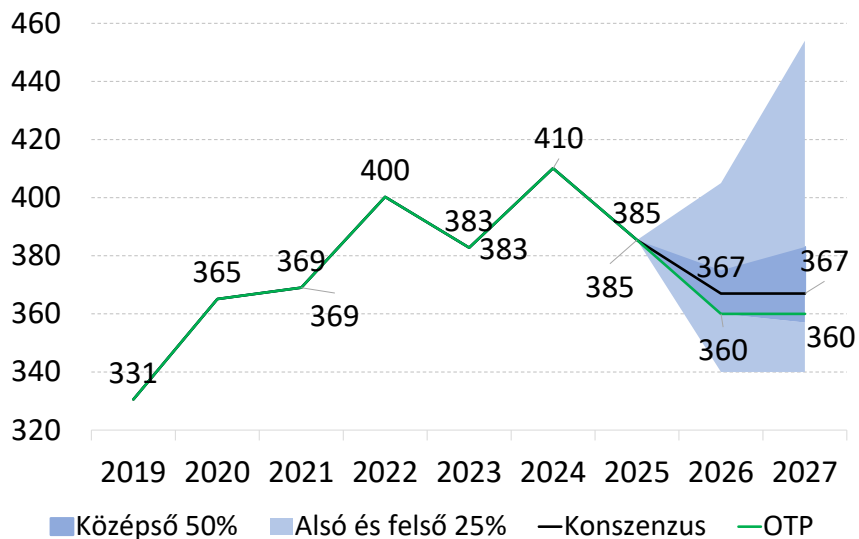
- A kedvező alapfolyamatok mellett a dezinflációt segíti a kedvező élelmiszerár alakulás is. A jelenlegi olajárak és árfolyamszintek lehetővé tették a védett benzinár kivezetését. Arra számítunk, hogy a közeljövőben az árrés stop-ok kivezetésének is megteremtődnek a feltételei, ennek inflációs hatása azonban korlátozott lehet.
- **Kockázatok:** Az inflációra vonatkozó legfontosabb rövid-távú kockázat az iráni békemegállapodással egyelőre rendeződött, és az árrés stop-ok kivezetése sem jelent érdemi inflációs kockázatot. Ezzel szemben az alacsonyabb infláció irányába mutató kockázatok erősödtek. A jelenlegi erős árfolyam jelentősen hozzájárulhat az inflációs várakozások horgonyzásához, a Hormuzi-szoros megnyílásával pedig 1-2 éves időtávon visszatérhet az energiapiacra a strukturális túlkínálat, ami az energiaárakon keresztül hozzájárulhat az alacsonyabb inflációhoz.

2026 második felében felpöröghet a kamatcsökkentési ciklus

Az effektív kamat (OTP-előrejelzés és árazás)



EUR/HUF várakozás (időszak vége)



Az idénre 4 vágást áraz a piac, a csökkenő országhozzáadási felárak és kedvező inflációs pályának köszönhetően

Az iráni háború 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 ellillantak, és a piac elkezdte beárzni a kamatemelést. Az MNB februárban megállt a kamatcsökkentéssel.
- o A december-februári időszak kötvénypiaci ralija megfordult: a hozamok kilóttak, 8% közelében tetőztek, mintegy 150 bázisponttal a februári mélypont felett.

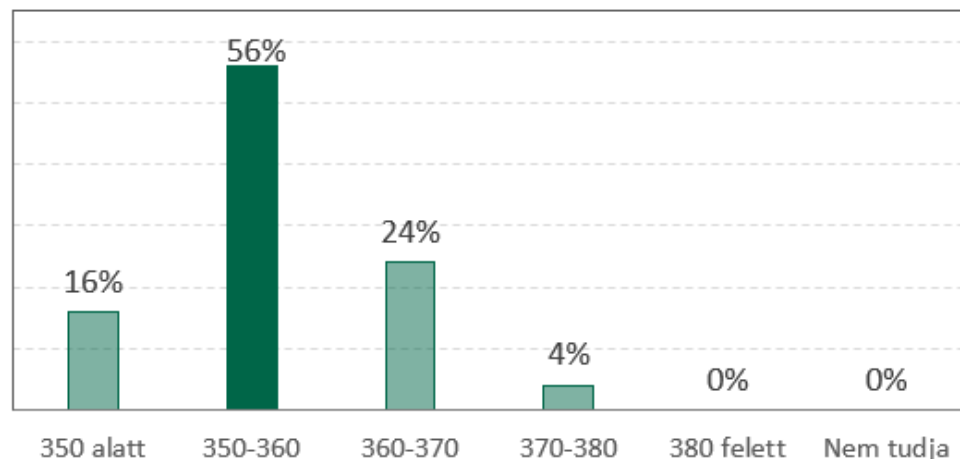
Pénz- és kötvénypiaci kilátások

- o A háború energiaárakra, és ezen keresztül a reálgazdaságra és inflációra gyakorolt hatása az előzetes félelmekhez képest (eddig) jóval mérsékeltebb volt. Az inflációs folyamatok továbbra is kedvezően alakulnak, a Tisza párt 2/3-os győzelme és euró bevezetési szándéka pedig gyökeres fordulatot hozott a magyar kockázati megítélésben. Miközben az EKB és Fed részéről is kamatemeléseket vár a piac, addig a forint hozamgörbébe idénre még 4 vágás árazódott be, miközben az árfolyam már a 350-es szintet ostromolja. Fontos lesz figyelni az októberben bemutatásra kerülő közép-távú költségvetési és makrogazdasági kitekintést, valamint az MNB kommunikációját az inflációs cél revíziójával kapcsolatban.

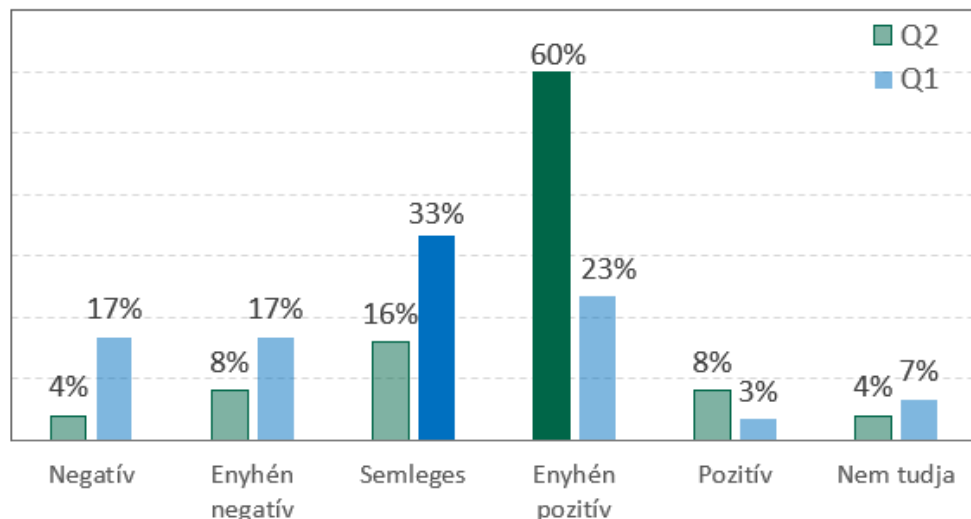
EUR/HUF: nem várható jelentős forintgyengülés

- o A jelentősen lecsökkent előretekintő EUR-HUF kamatspread ellenére erősödött a forint, ami már elérte a jegybank fájdalomküszöbét. Emiatt a májusi FX swap aukción már csökkentette az eszköz kamatát 50 bp-al.
- o A forint rövid idő alatt jelentős mértékben, a gazdasági fundamentumok által nem indokolt mértékben erősödött. A reálárfolyam 1 éves felértékelődése historikusan is jelentős, és a múltban a mostaninál nagyobb reálértékelődések mögött – a mostani helyzettel ellentétben – a megugró hazai infláció állt.
- o Úgy gondoljuk, hogy a mostani szinteken az árfolyam kockázati eloszlása egyértelműen a gyengülés irányába tolódott el. Jelentősebb leértékelődésre azonban nem számítunk.

Mi az EURHUF árfolyamra vonatkozó várakozásod a következő 3 hónapra?



Mi a BUX Indexre vonatkozó várakozásod a következő 3 hónapra?



- Több mint 25, 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 magyar eszközök megítélése jelentősen javult a választási kockázat eltűnésével. A befektetői hangulat az áprilisi választást követően határozottan konstruktívabbá vált: a válaszadók 72%-a már 360 alatti EUR/HUF árfolyamot vár a következő három hónapban. A fordulat arra utal, hogy a befektetők egyre inkább alacsonyabb magyar kockázati prémiumot áraznak, amit a kiszámíthatóbb makrogazdasági politika, az eurózóna-konvergencia iránti elkötelezettség és a javuló dezinflációs kilátások is támogatnak.
- A magyar részvénytőzsiacsal kapcsolatos befektetői hangulat szintén érdemben javult a márciusi felméréshez képest. A válaszadók 60%-a jelenleg enyhén optimista a BUX index kilátásaival kapcsolatban, szemben az első negyedévi 23%-kal, miközben a pesszimista és enyhén pesszimista válaszok együttes aránya 34%-ról 12%-ra csökkent. A magyar piac a választás előtt – bár már szűkülő mértékben – továbbra is érdemi diszkonttal forgott a régióhoz képest, amit főként a hazai gazdaságpolitika kedvezőtlen megítélése magyarázott. A kormányváltás ezt a percepciót megváltoztathatja, ami elősegítheti a magyar részvénytőzsiacsi kockázati prémium további csökkenését, illetve a lengyel piachoz való konvergenciát, amellyel a magyar piac 2022 előtt éveken keresztül szorosan együtt mozgott.
- A CETOP kilátásai szintén javultak, de kevésbé látványosan. A CEE részvénytőzsiacot reprezentáló CETOP index esetében idén mintegy 25%-os profitnövekedés várható, ami nagyjából megfelel az amerikai piac profitnövekedési ütemének, ugyanakkor a régió ezt érdemi AI- vagy technológiai szektorkitetés nélkül érheti el. Ez vonzóvá teheti a régiót egy olyan környezetben, amelyben a globális részvénytőzsiacsi emelkedés vezető szerepe fokozatosan kiszélesedik, és kevésbé kötődik a nagy technológiai vállalatokhoz, különösen a félvezetőkhez.

Eszközosztályok



Részvény

A szoros megnyitásával a világgazdaság mérsékelt károkkal megúszhatja a háborút. Az erős profitnövekedés támogató marad, azonban számos olyan kockázati tényező azonosítható, ami miatt a piaci volatilitás nőhet.



Felülsúlyozás



Kötvény

Az energiaárak gyors normalizációja segít az inflációs nyomás enyhítésében, és javítja a hosszú kötvények megítélését. Az amerikai és eurozónás hosszú hozamok is a reálisnak tartott sávban vannak.



Semleges



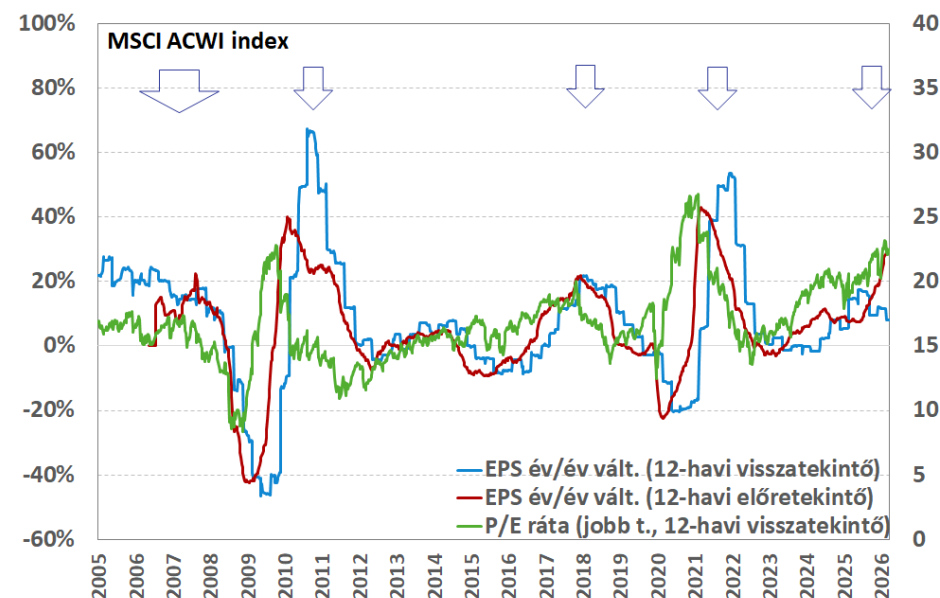
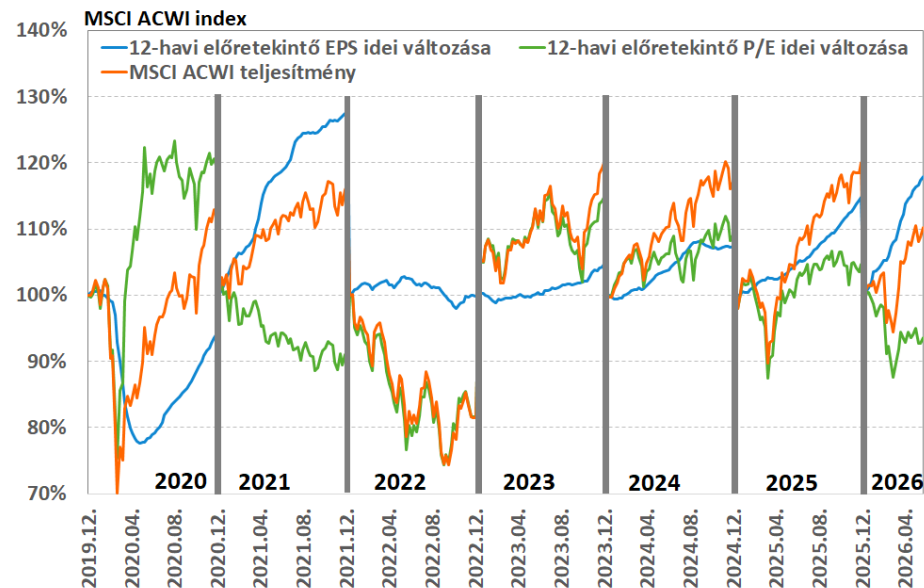
Nyersanyag

Összességében tartjuk semleges nyersanyagpiaci álláspontunkat, mivel a közel-keleti helyzet még nem megoldott, legrosszabb esetben az energiaárak újra emelkedhetnek. Hosszabb távra a mezőgazdasági termékeket favorizáljuk.



Alulsúlyozás

Részvény: a legrosszabbat sikerült elkerülni, erős a profithátszél

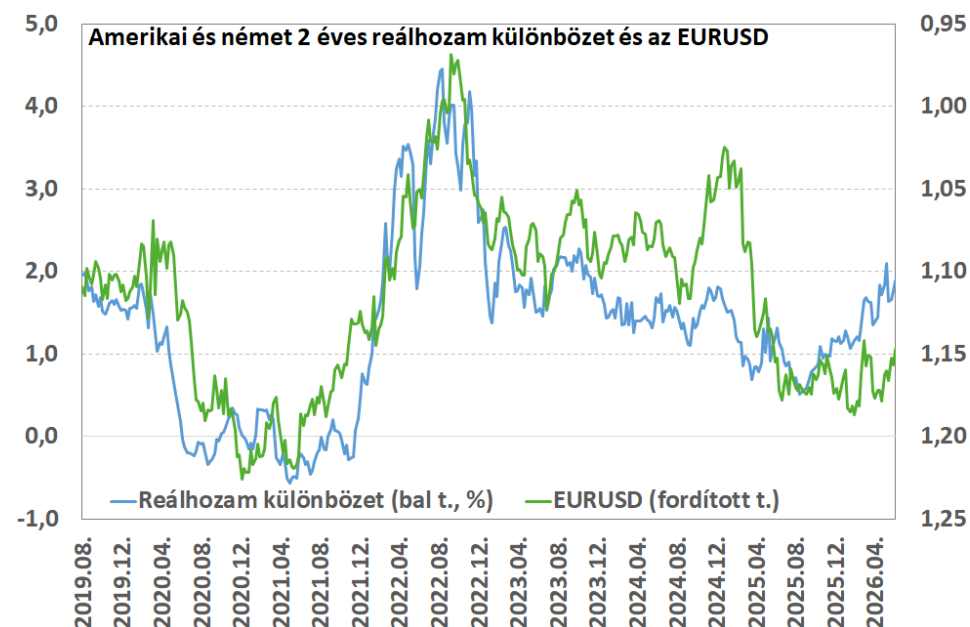
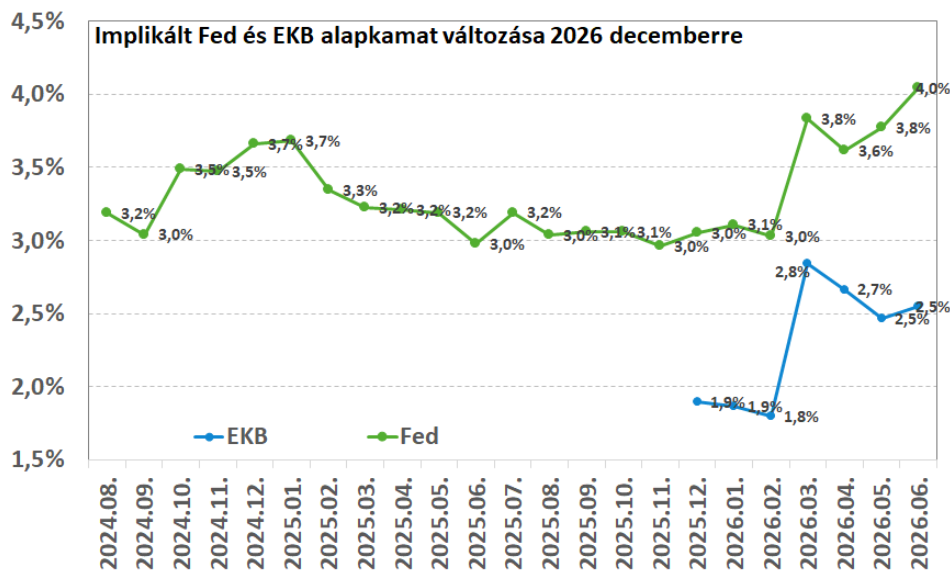


- A Hormuzi-szoros megnyitásával sikerülhetett a legrosszabb gazdasági scenáriót elkerülni. Mivel az olaj és gázár sem maradt tartósan magas szinteken, a világ gazdaság mindössze mérsékelt növekedési és átmeneti inflációs áldozatokkal szembesül, ami miatt vélhetően a jegybankoknak sem kell majd újabb kamatemelési ciklusba kezdeni. Ez összességében egy továbbra is támogató, bár a korábbiakhoz képest kockázatokkal jobban terhelt külső környezetet jelenthet a részvényt piacok számára.
- A Hormuzi kockázaton a második negyedévben a részvényt piacok már teljes egészében átnéztek, amihez jelentős mértékben járultak hozzá a várakozásoknál sokkal erősebb első negyedéves vállalati gyorsjelentések. Ezt részben az AI infrastruktúra kiépítése miatti nagyberuházások, és a félvezető szektor erős teljesítménye is hajtották, de ezt, és az AI megoldásokat kínáló és egyelőre leginkább kihasználó nagy technológiai óriások profitrobbanását és egyszeri tételeiket leszámítva, a piac többi részének is dinamikus a profitbővülése. Ennek köszönhetően az idei globális profitvárakozások is 9%-kal kerültek feljebb év eleje óta, ami ilyen időtávon historikusan kirívónak számít, hasonlóra legutóbb a covid újranyitás után volt példa. Az eredménynövekedés így éves szinten már 25%-os szinteknél jár, ami a korábbi ciklus csúcsoknál volt jellemző.
- Előretekintve a dinamika valamelyest lassulhat az év második felében, de mivel a recessziós valószínűség alacsony, ez egyelőre a historikusan magas árazási szinteket validálja. Az előretekintő árazás ráadásul idén csökkent, vagyis a részvényt piaci emelkedést a profitnövekedés hajtja, ami egészséges állapotot tükröz.
- A profitoldal támasztó hatását időlegesen ellensúlyozhatják kockázatok: az amerikai-iráni megállapodás egy 60 napos átmeneti, sok szempontból törékeny periódust hozhat, az olajkészletek jelentősen kimerültek, elfogyott a puffer újabb kínálati sokkok esetére, miközben az új Fed elnök jelentős, az elmúlt évek hagyományaival szakító változásokat kezdeményez. A szigorúbb hangot megütő Kevin Warsh a nyári hónapokban várhatóan még magasan maradó inflációs adatok mellett fenntarthatja a kamatemelési várakozásokat, ami nagyobb piaci volatilitáshoz vezet. Az őszi amerikai időközi választások, és számos technológiai részvénykibocsátás is óvatosságra adnak okot.



A Hormuzi-szoros megnyitásával sikerülhetett a legrosszabb gazdasági scenáriót elkerülni, a károk mérsékeltek maradhatnak. Az erős profitnövekedés támogató tényező marad, emiatt az eddigi piaci emelkedésben résztvevők köre szélesedhet (a technológiai szektoron túlra). Számos olyan kockázati tényező azonosítható azonban, ami miatt a piaci volatilitás nőhet.

Kötvény: javult a kép a szoros megnyitásával

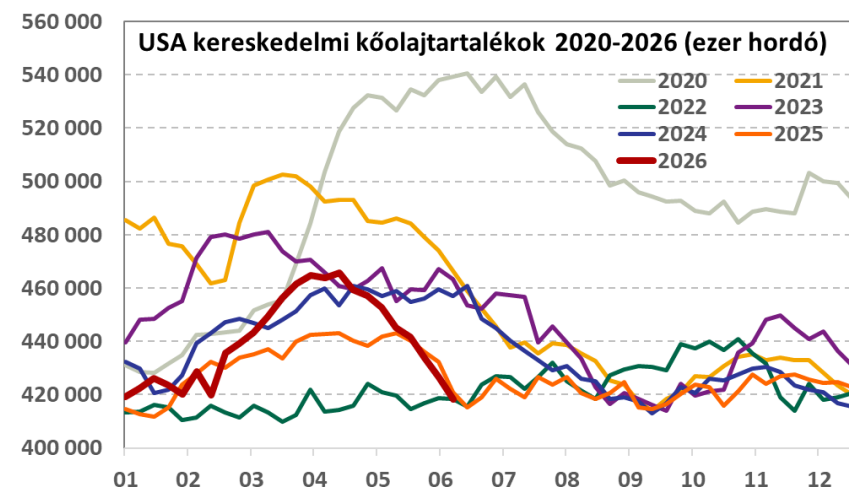
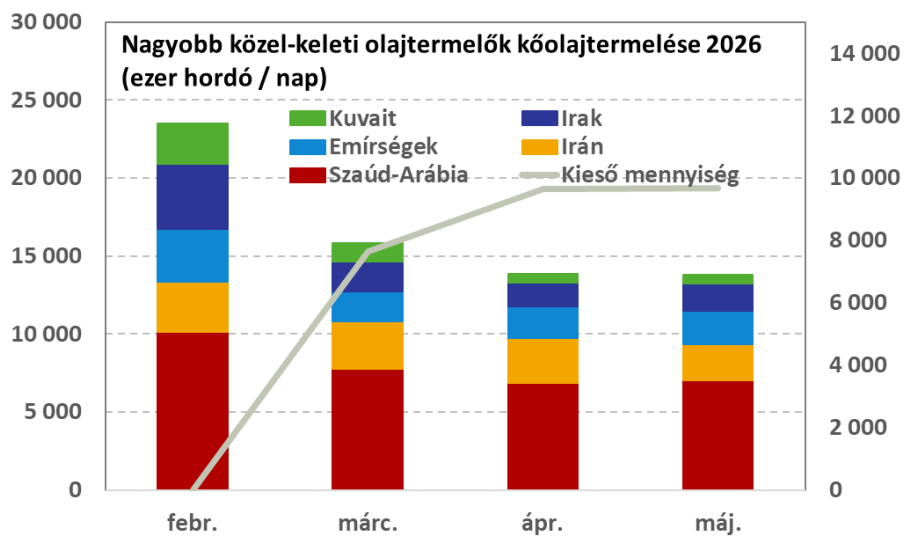


- Miután az olajár az iráni háborút megelőző árszinteket már mindössze 10%-os mértékben múlja csak felül (szemben az előző negyedév végi 50%-kal), ez a gyors normalizálódás érdemben segít enyhíteni az inflációs kockázatokat, ami a hosszú kötvényeket is vonzóbbá teszi a negyedév végi állapothoz képest.
- Abban a tekintetben azonban nem látunk változást, hogy az USA-ban már több mint 5 éve a jegybanki cél felett van az infláció (PCE), a nyári hónapokban ráadásul gyorsulás várható. Ennek hatására a piac már kamatemelést is beárzott idénre a Fed-től (decemberre 4%, ami két éve a legmagasabb várakozás), és még ha ezt végül nem is lépi meg a jegybank, a nyári hónapokban maradhat a szigorú hangvétel. A foglalkoztatás bővülése gyorsul, a munkaerőpiac stabil, miközben a költségvetési hiány és az adósság magas, és további költekezés sem zárható ki az időközi választás előtt, ami összességében tartósabban is magasan tarthatja a hosszú kötvényhozamokat (a 4-4,5%-os szintek tűnnek reálisnak).
- Az eurozóna infláció már a jegybanki cél körül mozgott a háború előtt, amit átmenetileg az energiaárak emelkedése felfele mozdít. Másodkörös hatások viszont nem várhatóak, így az energiaárak normalizálódásával a középtávú inflációs nyomás sem erősödik. Az EKB egy kamatemelést már végrehajtott, és bár van még idénre árazva egy további, ezt könnyen lehet, hogy nem kell majd a jegybanknak megvárnia. A 3-4% közötti tízéves kötvényhozamok tűnnek reális árazásnak ilyen környezetben, vagyis összességében itt is semlegesnek mondhatóak a jelenlegi szintek.
- Az USA előretekintő növekedési előnye egyre nagyobb, miközben a rövid és hosszú reálhozam különbözet is távol az eurozónához képest. Ez a dollár számára hátszelet ad, ráadásul a pozícionáltság semleges, vagyis bőven van puffer, hogy a dollár longok nyitása akár további erősödést hozzon.
- A márciusi megugrást követően a befektetési és high yield vállalati körvényhozam különbözete is visszatért a historikus mélységek közelébe, ahogy a növekedési félelmek enyhültek, és a kockázattávallási kedv erősödött. Az AI infrastruktúra beruházások azonban előretekintve egyre nagyobb kötvénykínálatot okozhatnak, ami a spreadek tágulását okozhatja.



Az energiaárak gyors normalizációja érdemben segít enyhíteni az inflációs kockázatokat, ami miatt a hosszú kötvényeket a korábbi alulsúlyozás helyett érdemes semlegesre emelni. Az USA-ban és az eurozónában is a reálisnak tartott zónában járnak jelenleg a hozamszintek, egyelőre nem látszik olyan tényező, ami kimozdíthatná őket ebből a helyzetből.

Nyersanyag: igazi hullámvasút eddig az idei év



- Az év elején még az ipari és nemesfémek domináltak a tágabb nyersanyagpiacon belül, amiben a február végén kitörő iráni háború hozott jelentős változást, hiszen az energetikai termékek árazása hirtelen alaposan megugrott, míg az arany és az ezüst lefelé vette az irányt az elmúlt évek kiemelkedő teljesítménye után. Az olaj- és gázárak szárnyalása sem tartott ugyanakkor sokáig, mivel az Egyesült Államok és Irán közötti feszültségek enyhültek az elmúlt hetekben, a megegyezést keresik a felek, bár továbbra is jelentős bizonytalanság jellemzi a helyzetet. Ennek megfelelően az energetikai termékek jegyzései lejjebb jöttek, de továbbra is a konfliktus kitörése előtti szintek felett maradtak. Ezzel párhuzamosan egyes mezőgazdasági árucikkek (pl. búza, rizs, pamut) több év lefelé csorgás után szintén életjeleket adtak.
- Annak ellenére, hogy az olajárak visszaestek, a globális olajtermelés jelentős károkat szenvedett a közel-keleti háború és a Hormuzi-szoros lezárása miatt. A Nemzetközi Energiaügynökség (IEA) már május közepén arról számolt be, hogy a kumulatív termelés kiesés meghaladta az 1 milliárd hordót. Ennek köszönhetően számos ország elkezdte felhasználni a meglévő stratégiai olajtartalékokat, illetve igyekezett alternatív beszerzési forrásokat találni, így például jelentősen megugrott az Egyesült Államok olajexportja is az elmúlt hónapokban. A globális krízis elkerülését szintén nagyban segítette, hogy Kína is alaposan csökkentette az olajimportját.
- A következő időszak legfontosabb kérdése így az lesz, hogy valóban megnyílik-e a Hormuzi-szoros (a június 17-én aláírt USA-Irán keretegyezményben is szereplő pont), és ha igen, akkor milyen gyorsan normalizálódik a hajóforgalom. Ez ráadásul továbbra is kifejezetten sürgős lenne, hiszen az olajtartalékok több éves mélypontra zuhantak, és hamarosan kritikus szinteket érhetnek el. Véleményünk szerint azonban a konfliktus tartós lezárása esetén is relatíve magasabb szinten maradhatnak az energiaárak, mivel az eddigi károk helyreállítása jelentős időt vehet igénybe. Ha azonban nem indul újra a hajóforgalom, akkor továbbra is benne van a pakliban az olajárak ismételt megugrása.
- Ezzel párhuzamosan továbbra is úgy gondoljuk, hogy hosszabb távon a helyzet kedvező lehet többek között a mezőgazdasági termékek árazására, míg a fémek szempontjából vegyes a kép, hiszen a konfliktus miatt több ellátási lánc is sérült, de a kereslet esetleges lassulása itt negatívum.



Összességében tartjuk semleges nyersanyagpiaci álláspontunkat, mivel a hónapok óta húzódnó közel-keleti konfliktus tartós megoldására továbbra sem került sor, és legrosszabb esetben ismét megugorhatnak az energiaárak. Ezzel párhuzamosan favorizáljuk a mezőgazdasági árucikkeket hosszabb távon a tágabb szektoron belül.

Részvények - Régiók



USA

A nettó energia exportőri szerep és az AI vezérelt profitrobbanás egyaránt segíti a felülteljesítést, a szigorúbb hangot megütő új jegybanki vezetés és a félvezető szektorban kialakult túlpozícionáltság erősíti a rövid távú kockázatokat.



Európa

A normalizálódó energiaárak és a félvezető rali kifulladás miatt a tőke a lemaradók irányába rotálhat. Ez az olcsó európai piacnak kedvezhet, ahol a folyamatos negatív gazdasági meglepetések után a profitdinamika relatív romlása megállhat.



Feltörekvők

Kedvező az értékeltség, és profitnövekedésben is a világ élvonala, de ezt AI kapcsolt részvények szűk köre adja. A félvezető szektorban jelentős már a spekulatív pozícionáltság, ezért célzottan azokat a piacokat favorizáljuk, ahol ezek súlya alacsony.



Kelet-Közép-Európa

A profitnövekedés úgy éri el az amerikai, hogy nincs érdemi technológiai kitettség, vagyis ha az AI sztori rövid távon sérül, ez a régió pozícióját erősítheti. Az átmenetileg emelkedő infláció a pénzügyi kitettség és vonzó értékeltség miatt relatíve kedvező.



Felülsúlyozás



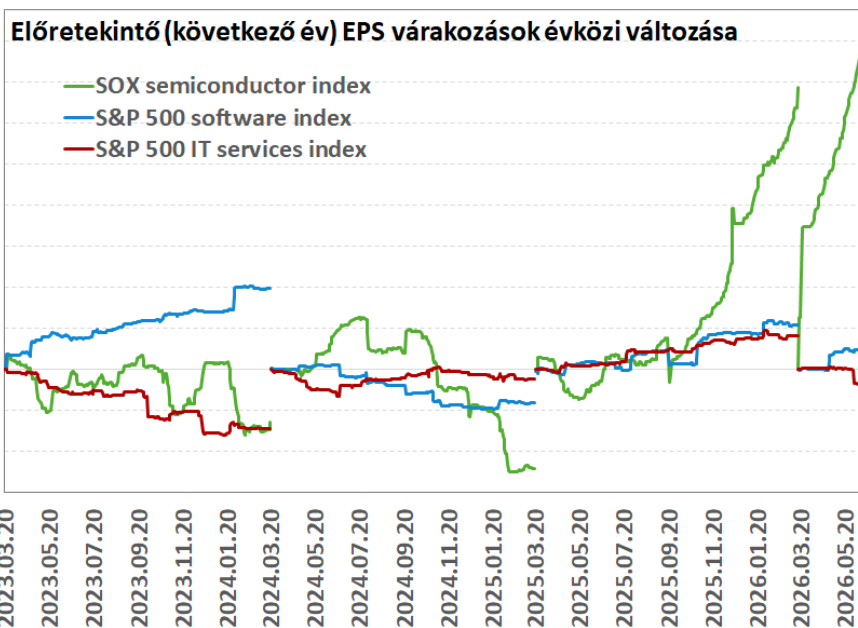
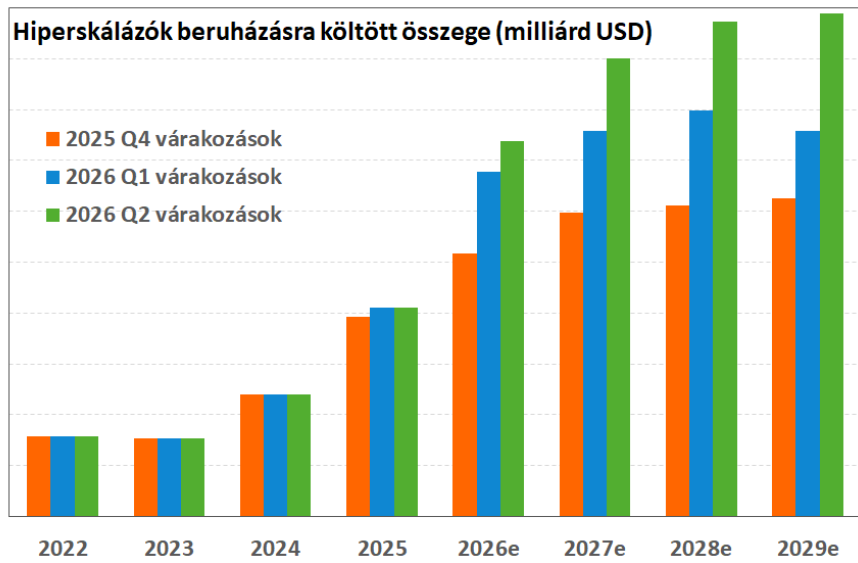
Semleges



Alulsúlyozás



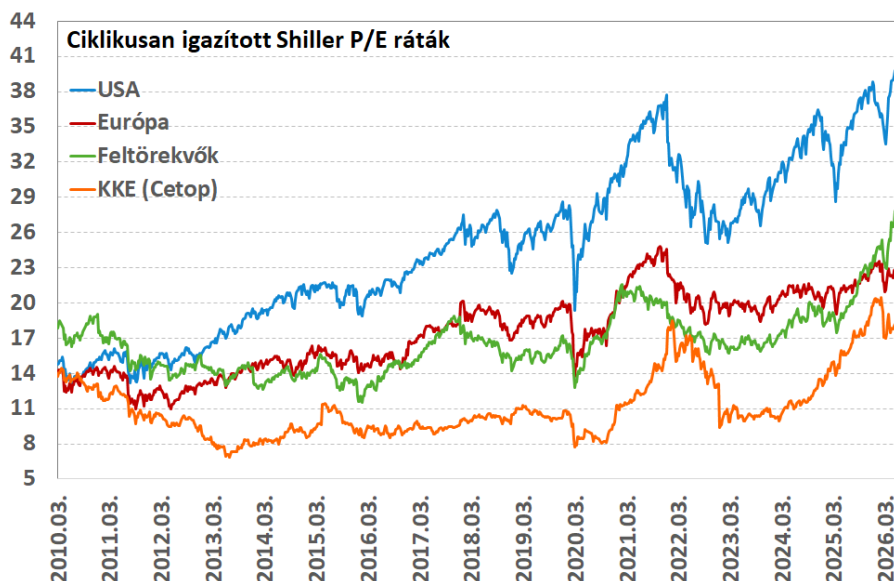
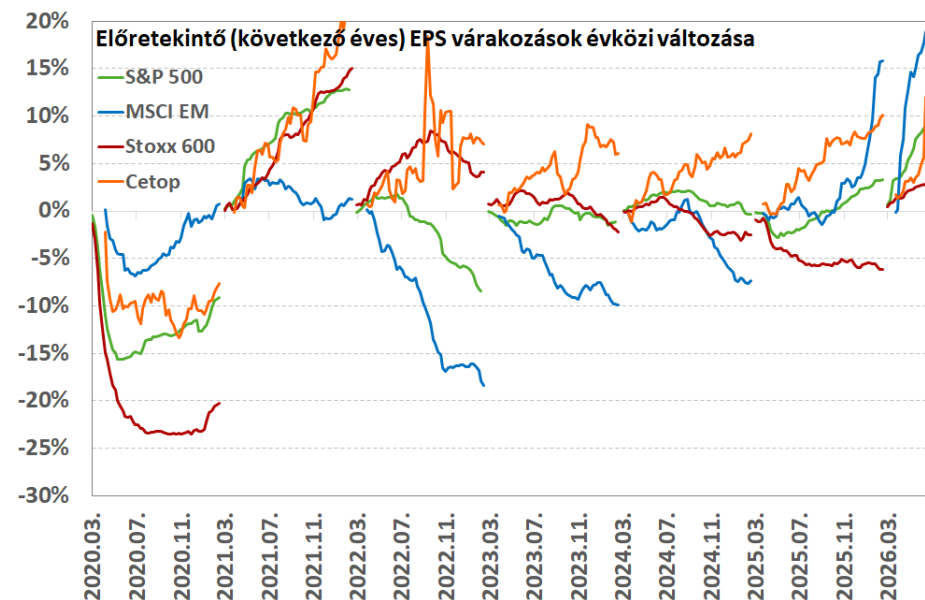
USA: AI-kapcsolt profitrobbanás után rotáció jöhet



- Az amerikai részvénytőzsdén elmúlt negyedéves felülteljesítését segítette, hogy nettó energia exportőrként a Hormuzi-szoros blokádja ellátási oldalról nem veszélyeztette, így a kockázatokon átnéző befektetők elkezdtek ide visszaallokálni. A vállalati jelentési szezon is nagyon jól sikerült, 30%-os éves profitdinamika mellett, aminek hatására a profitkilátások is tempósan javulni kezdtek, régiós szinten az egyik legnagyobb mértékben. Ehhez a hajtóerőt az AI kapcsolt részvények nagyobb súlya adta.
- Az AI-vezérelt kereslet továbbra is robusztus a félvezető szektorban (az elemzők 43%-kal emelték a 2026-os eredményvárakozásokat), ami a következő 12-18 hónapban is fennmaradhat, mivel a kapacitásokat évekre előre lekötik, míg új gyártósorok legkorábban 2027 második felétől kapcsolódhatnak be a termelésbe. Az adatközpontok várhatóan erős kereslete, a magas profitdinamika és marzsok továbbra is támogatják az iparágat fundamentális oldalról, rövid távon azonban a további pozitív revíziók tere szűkül, ami – a historikus átlagnál magasabb árazás mellett – mérséklődő hozampotenciált vetít előre. A hyperskálázók jelentős beruházási költségei miatt eltűnő szabad készpénz termelés, és a chip árak elmúlt időszakos emelkedése miatt egyre kisebb a tér, hogy a beruházási tervek olyan ütemben emelkedjenek, mint eddig. A jelentősen kifizetett pozícionáltság mellett rövid távon már érzékenyebb lehet a megtérülésekkel kapcsolatos félelmek erősödésére a szektor, amit az AI egységnyi használata utáni kiadások elmúlt hetekben kibontakozó csökkenése is erősíthet. A szigorúbb hangot megütő új jegybanki vezetés és erősödő kamatemelési várakozások kockázatosá teszik a kamatérzékeny szektorok túlpozícionáltságát.
- A technológiai IPO-knak/tőkeemeléseknek (OpenAI, Anthropic) ráadásul elszívó hatásuk is lehet átmenetileg, nem beszélve arról, hogy azok besülése kiemelt kockázatot jelentene a szektorban kialakult keresztfinanszírozási struktúrák miatt. A hosszú távú sztorit ezek azonban nem feltétlenül törlik meg, az amerikai állam ugyanis kifejezetten törekszik arra, hogy tulajdonosként is megjelenjen a vezető AI vállalatokban, vagyis egyfajta utolsó mentsvárként kezelné a finanszírozási oldali kockázatokat.
- Mindezek miatt azt gondoljuk, hogy az év eleje óta a félvezető szektorral elért 80-100%-os hozamokat érdemes lehet a rövid távon romló hozam-kockázat kép miatt realizálni, de több AI-hoz szorosabban vagy tágabban kapcsolódó kitettséget ezentúl is tartanánk. Ilyen a kibervédelem a szoftveroldalon, de mivel a következő szűk keresztmetszetet az adatközpontok energiaellátása jelentheti, ezért a közmű/megújuló energia szektorokra továbbra is optimisták maradunk, ahogy az egészségüggyel kapcsolatban is, mely szektor haszonélvezője lehet az egyre javuló AI megoldásoknak. Utóbbiak esetén a defenzív karakter is előny a következő időszakra várt nagyobb volatilitás idejére.



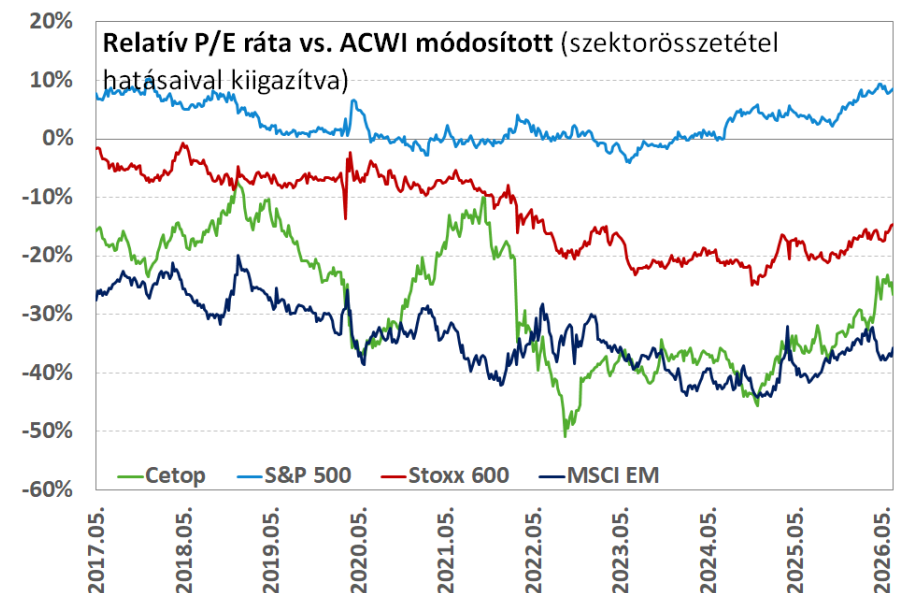
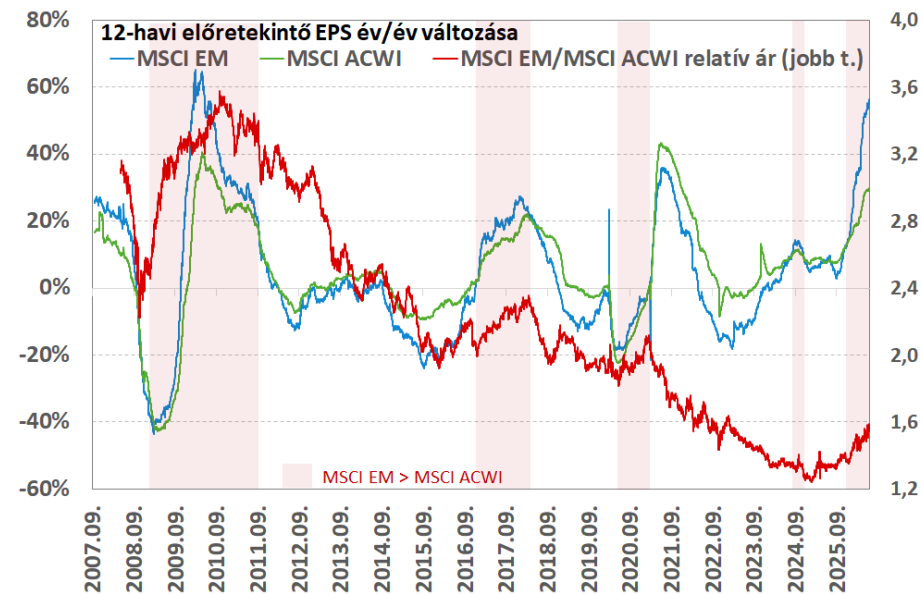
Európa: normalizálódó energiaárakkal a profitromlás megállhat



- Az európai részvénytőkepiac a negyedév során alulteljesített, ebben a Hormuzi-szoros blokádja miatt hátrányt jelentő nettó energia importőri státusz, a vártnál gyengébb makrogazdasági kép, a többi régiót alulmúló vállalati profitdinamika, illetve az inflációs kockázatokat látva kamatot emelő EKB is szerepet játszottak.
- Mivel az energiaárak elkezdtek normalizálódni, ez átmenetileg kedvezhet Európa számára. Egyrészt az EKB-nak vélhetően nem lesz szüksége több kamatemelésre, és akár 1% körüli gazdasági növekedésre is sor kerülhet a német fiskális élénkítés hatására. A nagy mélységben levő gazdasági meglepetésindex javulni kezdhet, és ez a vállalati profitkilátásokat tekintve is segíthet. A technológiai szektor profitdinamikájának második féléves gyengülésével az amerikai és feltörekvő piaci relatív profitelőny szűkülni kezdhet, így az európai relatív pozíció romlása a tízéves mélységek közelében ismét megállhat. Amennyiben ehhez társulna egy nagyobb technológiai szektorból történő elotlás (amit a szoros megnyitásával tisztuló makrókép, a túlzott pozicionáltság, és a korábban már említett kockázatok katalizálnának), az szintén kedvezően érinthetné az európai piacot. A mellette szóló legfontosabb érv, hogy globálisan nézve relatíve olcsó, a ciklikusan igazított Shiller P/E alulmúlja a feltörekvő piaci szintet, bár így is húszéves csúcson van.
- Átmeneti felülteljesítéseket tehát már elképzelhetőnek tartunk, a tartós változashoz azonban ennél többre lenne szükség. Európa számos problémával küzd, és bár ezeket a vezetés felismerte, a változások irányába nagyon lassan haladunk, egyelőre igazán előremutató, kézzelfogható eredmények nélkül (pozitív példaként a számos országgal megkötött szabadkereskedelmi egyezményeket lehetne megemlíteni). Közben az innovatív növekedési lehetőségekben jelentős a lemaradás, rossz a demográfiai helyzet, a bürokrácia lassúvá teszi, nagy a túlszabályozottság, és politikai oldalon is megosztottság, a szélsőségek miatt kockázatok látszanak. Bár az elmúlt években sikerült az energiaellátás tekintetében diverzifikálni, az európai gázár még a szoros megnyitását követő árcsökkenéssel sem fog visszamenni a 2022 előtti szintekhez, ami tartós versenyképességi hátrányt jelent. Az orosz gázhoz való hozzáférés ezen enyhíthetne, ez viszont egyelőre politikai szinten nem tűnik kivitelezhetőnek (bár a tárgyalások elkezdését egyre inkább szorgalmazzák már a nagyobb európai országok).
- Az eddigi vezető európai szektor, a pénzügy továbbra is vonzónak mondható a legtöbb vizsgált árazási és növekedési kritérium alapján, a szoros újraindításával az utazási szegmens tűnik még érdekesnek. Utóbbi esetében azonban érdemes figyelni, hiszen a béke törékenynek tűnik, vagyis esetleges fellángolások nagyobb volatilitást okozhatnak. A közmű szektorban szintén relatíve kedvező eredményrevíziókat látni, ráadásul az elektrifikáció és adatközpont beruházások Európában is hátszelet jelenthetnek neki.



Feltörekvők: szűk kör húzza, ami nem tarthat örökké

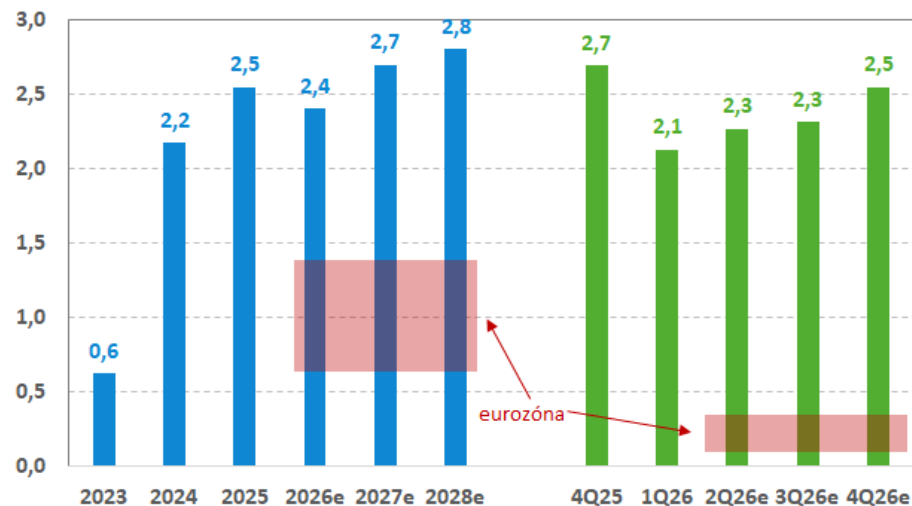


- Bár a Hormuzi-szoros blokádjának a jelentős helyi import függőség miatt az ázsiai régió volt leginkább kitett, a részvénytőkepiac a kezdeti megingást hamar ledolgozta, segítve a feltörekvő piacok egészének utóbbi időszaki felülteljesítését. Ebben elsősorban a tajvani és dél-koreai piacok játszottak főszerepet, azokon belül is a félvezetőgyártók, mint a Samsung, SK Hynix vagy a Taiwan Semi profit, és ezzel együtt árfolyamrobbanása. Ez a három részvény adja a feltörekvő piaci (MSCI Emerging) index 30%-át, a tágabb értelemben vett technológiai szektor pedig összesen 44%-ot.
- Mivel a feltörekvő piaci index meglehetősen koncentrált (hasonlóan több másikkal), az idei éves kimagasló, 30%-os felfele történő profit revízió, és az idei évre várt 50% feletti éves profitrobbanás is nagyrészt az említett részvények felé való kitettségnak köszönhető. Ezeket leszámítva a feltörekvő piacok profitnövekedése idén és jövőre (~25% és ~10%) is belesimulna a globális átlagba.
- A hirtelen profitugrás miatt az előretekintő árazási mutatók alapján a feltörekvők az egyik legvonzóbb régió: a P/E ráta 11 körüli, ami az elmúlt években a lokális mélypontot jelentette, a relatív diszkont pedig 35%-os, ami messze nagyobb az elmúlt évek 26%-os átlagánál. A technológiai koncentrálttság miatt persze érdemes a szektorhatásokról szűrni az árazási képet, azonban még ebben az esetben is elmondható, hogy a feltörekvők relatív értelemben véve a legolcsóbb régió. A ciklikus hatásoktól kiszűrve, visszatekintő Shiller P/E ráta viszont már 29-es, ami a 2007-es piaci csúcsnál látott szintet érte el.
- Vagyis a nagy kérdés, hogy vajon az elmúlt időszakban látott profitnövekedési ütemet képes lesz-e tartani a régió, vagyis azon belül az említett részvények. A félvezetői ciklust tekintve erre még lehet tér az előttünk álló évben, de a hozam-kockázat arány már sokat romlott, jelentek meg óvatosságra okot adó jelzések (erről korábban írtunk). A tajvani és dél-koreai piacra már komoly mennyiségű forrás érkezett, a kifizetettségi jelek látszanak, vagyis amennyiben a félvezető szektorban sor kerülne a várakozásaink szerinti megállóra, konszolidálódásra, az ebben a régióban és a jelentős súlyuknál fogva a feltörekvő piaci indexben is az emelkedő trend törését hozhatnák.
- Emiatt a régió egészével kapcsolatban maradnánk a semleges kitettség mellett, és célzottan olyan kitettségek irányába fordulnánk, mint India, vagy akár a latin-amerikai régió. A kínai részvénytőkepiac elmúlt időszaki alulteljesítésével ismét vonzó árazási szintekhez érkezett, miközben számos helyi technológiai vállalat kínál az amerikaiakhoz hasonló minőségű, viszont sokkal olcsóbb AI megoldást. Ez, és a legutóbbi Xi-Trump találkozó áttörés nélküli lecsengése azonban nem ad kellő vonzerőt, hogy a külföldi befektetők jelentősebben allokáljanak egyelőre a régióba.

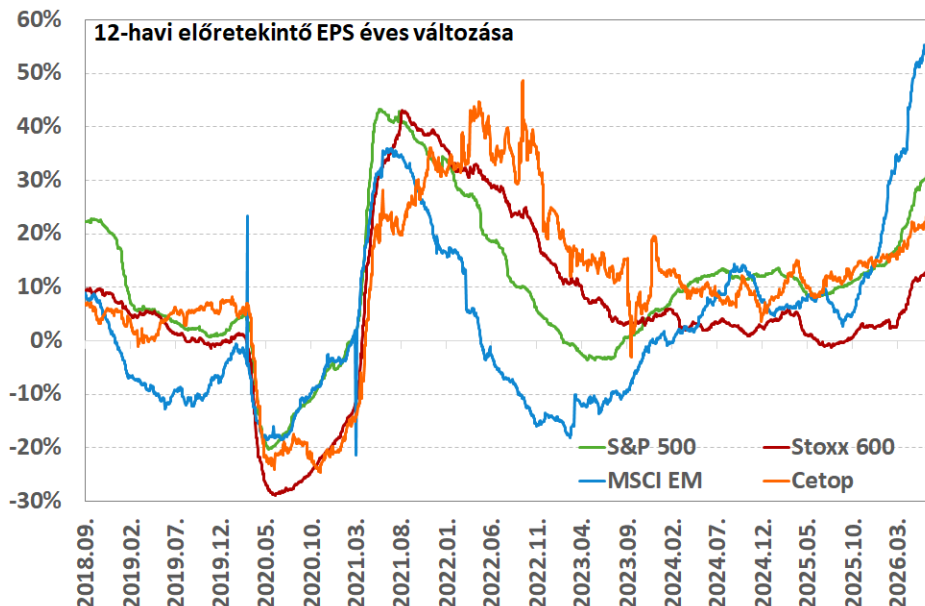


KKE: erős növekedés AI nélkül is

Cetop országok* reál GDP növekedési várakozás, %



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



- Az iráni konfliktus rendeződése és az energiaárak gyors normalizálódása miatt mérsékelt maradhat a növekedési és inflációs oldali kockázat. Bár az év elejéhez képest a növekedési várakozások eltérő mértékben ugyan, de romlottak a régiós országokban, 2026-ban így is 2,4%-os GDP növekedés várható (régiós országok Cetop indexben levő súlyával átlagolva), és innen a következő évek 2,8%-ra gyorsulást hozhatnak. Elsősorban a lakossági fogyasztás járulhat ehhez hozzá, de az EU forrásoknak köszönhetően a beruházások is nőhetnek, áttételesen a német fiskális stimulusnak is kedvezőek a hatásai. A régió összességében továbbra is gyorsabb növekedésre lehet képes, mint az eurozóna 0,6-1,4%-os üteme
- A költségvetési hiány továbbra is magas a régióban (idén 5,6%-os GDP arányosan), amiből csak mérsékelt lefaragás várható a következő években (2027-re 5,2% a várt). Lengyelországban a 2027-es választás csökkenti a fiskális konszolidáció esélyét, de egyelőre leminősítéssel ez nem fenyeget, ahogy az EU forrásokhoz való hozzáférésnek köszönhetően Magyarország esetében sem. Ez alól a régióban Románia kivétel lehet, hiszen a politikai felfordulás miatt nőttek a költségvetési pálya körüli kockázatok.
- A továbbra is magas költségvetési hiányok és az energiaárak tavaszi emelkedése miatti hatások a felfele kockázatokat erősítik inflációs tekintetben. Év elejéhez képest a várakozások felfele mozdultak, emiatt a legtöbb régiós jegybank kivárá álláspontra helyezkedhet a kamatok tekintetében (ami alól a magyar és román jegybank kivétel lehet). Ez a banki kamatmarzsokra is jótékonyan hat, és mivel a volumenekben is fennmaradhat a növekedő pálya, továbbra is jónak mondható portfólióminőség mellett, mindez kedvező környezetet teremt a régiós indexben legnagyobb súllyal bíró pénzügyi szektor számára.
- A régiós részvénytőzsi várhatóan úgy tud az amerikaihoz hasonló szintű, 25%-os profitnövekedést felmutatni idén, hogy nincs AI és technológiai kitettség. Mivel a félvezetőgyártó raliban várakozásaink szerint megálló jöhet, a régió jól pozicionált, hogy a tőke átallokálásának egyik célpontja legyen. Ehhez továbbra is kellően vonzó értékeltségi szintek társulnak, a 10,5-ös P/E ráta a húszéves átlag körüli, miközben a többi régió már felette van, és Európához képest is látszik 30% körüli diszkont, ami indokolatlanul nagy az átlaghoz képest is. A Shiller P/E 19-es értéke szintén a legalacsonyabb a többi vizsgált régióhoz képest.
- A CEE régió belül a kormányváltást és a vártnál nagyobb mértékű EU forrás felszabadítást követően a magyar részvénytőzsi kínálja a legvonzóbb lehetőséget. Az euróbevezetési cél hozamkonvergenciát indított, amiben van még további tér, és ezzel együtt a részvénytőzsi kockázati prémium szűkülését várjuk, ami relatív felértékelődést hozhat a következő időszakban. A középtávú költségvetési pályával kapcsolatos őszi tervek hitelessége kulcsfontosságú lesz, hogy ez a felértékelődési pálya tartható legyen.



Félvezetők

A hosszabb távú
fundamentumok továbbra
is erősek, de a szektor
túlpozicionált rövid távon, a
jó híreket beárazhatták már.



Kibervédelem

Az AI a növekedés egyik
katalizátora lehet, mintsem
veszélyforrás, az erős
jelentések után a várakozások
még erősödhetnek.



Közmű/Megújulók

A növekvő áramkereslet
(ami a potenciális következő
szűkösség az AI-sztoriban)
strukturális hátszél, amiből
a megújulók is profitálnak.



Egészségügy

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



India

A gazdaság mérsékelt
károkkal megúszhatja az
energiakrízist, ami segítheti
a vállalati profitdinamika
fokozatos visszatérését.



Latin-Amerika

Amennyiben az AI-sztoriban
rövid távú megálló jön, a
nearshoring és alacsony
értékeltség kedvezhet
Brazíliainak és Mexikónak.



Mezőgazdaság

A relatíve magas energia és
műtrágyaárak itt is áremelő
hatásként érvényesülnek,
miközben az erősebb idei El
Nino jelenség is hátszelet ad.



Arany

Enyhül a jegybanki
vásárlások intenzitása,
miközben a Fed elnök héja
retorikája és erősödő dollár
ellenszelet jelentenek.



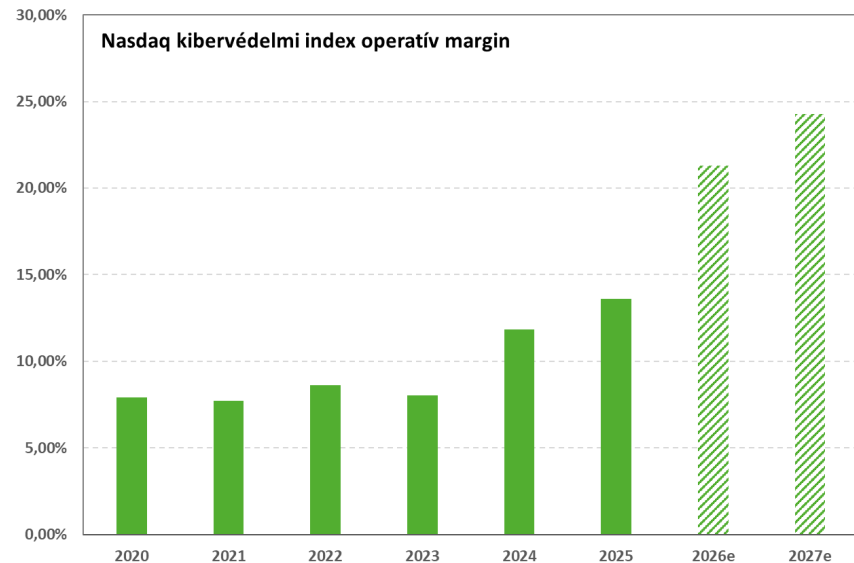
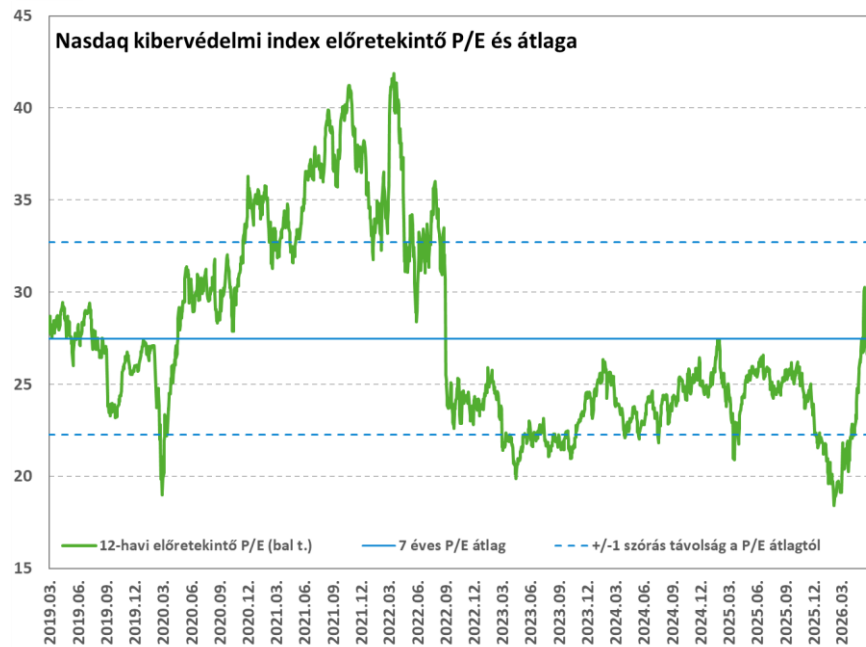
Listáról lekerülő elem



Újjonnan a listára kerülő elem



Kibervédelem: korai AI-nyertes a szoftveres oldalon

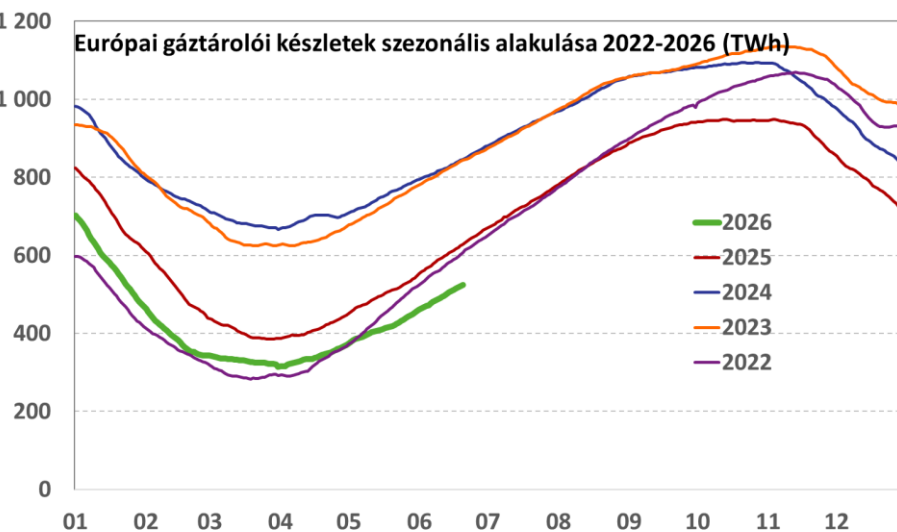
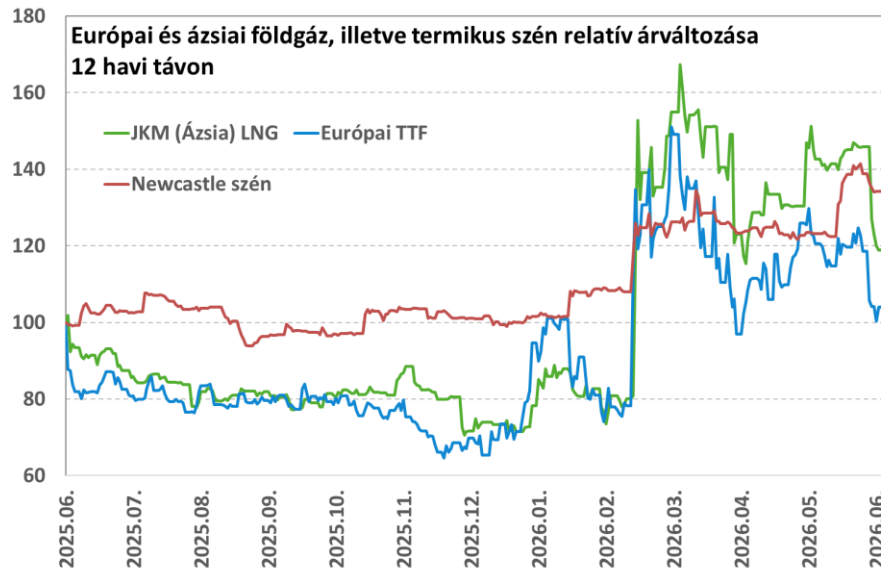


- A kibervédelmi szektor az első negyedéves visszaesést követően elszakadt a tágabb szoftverpiaci trendektől, és az elmúlt hónapokban érdemi relatív felülteljesítést mutatott. Az Anthropic AI-modellek jelentette diszruptív kockázat helyett a befektetői fókusz a mesterséges intelligenciára, mint potenciális keresletélénkítő katalizátorra helyeződött át. A szegmens fundamentálisan továbbra is védettebbnek tekinthető az IT-infrastruktúrába való mély integráció, a szabályozói környezet, valamint a nagy nyelvi modellek (LLM) számára nehezen hozzáférhető, valós idejű rendszerlog adatok miatt, amelyek hiánya jelentős belépési korlátot jelent az LLM-alapú alternatívák számára.
- Véleményünk szerint az AI-agentek terjedése keresletélénkítő hatású a kiberbiztonsági piacon az új támadási felületek bővülésén keresztül, miközben a növekvő felhő-penetráció tovább erősíti a felhő- és felhőalapú munkafolyamat-védelmi megoldások iránti igényt. A támadási aktivitás érdemben erősödik: a kibertámadások száma öt év alatt közel megháromszorozódott, a generatív AI-alapú incidensek aránya pedig 2027-re elérheti a 17%-ot (Gartner). Az Anthropic Mythos modelljének fejlett sebezhetőség-feltárási képességei további ösztönzést adhatnak a biztonsági kiadások növelésére.
- Az első negyedéves gyorsjelentési szezon erősen alakult az ágazatban: a szereplők túlnyomó többsége várakozásokat meghaladó, gyakran gyorsuló növekedésről számolt be, elsősorban az AI-vezérelt keresletnek köszönhetően. Ez rövid távon támogatta a befektetői narratíva váltását, amelynek során a szektor AI-vesztesből AI-nyertessé vált. Hosszabb távon a hibrid hadviselés felértékelődése és az állami költségek növekedése jelenthet további felhajtóerőt. Az USA jelenleg a GDP ~0,1%-át fordítja kiberbiztonságra, míg a NATO által javasolt, 2035-re kitűzött ~1,5%-os infrastruktúrális és kiberbiztonsági ráfordításokra szánt cél érdemi keresletélénkítő potenciált hordoz.
- Az iparág értékeltsége már nem olyan vonzó mint három hónappal ezelőtt a jelentős részvényár emelkedéseknek köszönhetően, azonban még mindig csak a historikus átlag környékén jár (~27-es előretekintő P/E). Az erős gyorsjelentési szezont követően látunk még teret az elemzői várakozások emelésére a következő időszakban, a pozitív earnings revisionok további hátszelet jelenthetnek a szegmens számára. Miközben a fragmentáltnak 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. Az erős gyorsjelentési szezon után lehet még tér a várakozások emelésére, miközben az iparági konszolidáció várhatóan tovább javíthatja a marzsokat és támogathatja az árazási szorzók emelkedését.



Megújulók és közműcégek: a magasabb energiaárak hátszelet adnak

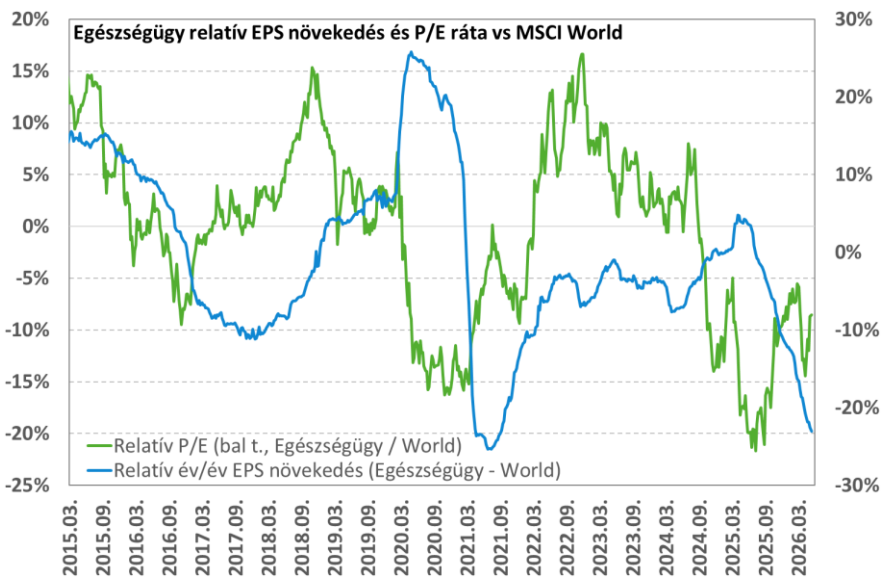


- A közműszektor alapvetően jól teljesít az idei évben, de azért összességében vegyes a kép: az európai cégeket tömörítő index felülteljesítette a nagyobb részvénypiaci indexek egy részét (pl. S&P500, DAX, Stoxx Europe 600), míg az amerikai közműcégeket tömörítő index ugyan pluszban áll, de szerényebben szerepelt eddig.
- Továbbra is elmondható, hogy az iráni háború miatt megugró energiaárak kedvezőek lehetnek egyes közműcégek számára. Az elmúlt hetekben látott árcsökkenések ellenére a szén és az európai földgáz (TTF) ára is határozottan magasabb a konfliktus előtti szintekhez képest. Ráadásul szezonális hatások miatt a nyári (hűtési igények) és az év végi időszak (világítás, fűtés stb.) szokott jellemzően magasabb áramkeresletet hozni magával. Ennek következtében elképzelhető, hogy az áramárak némileg emelkedő pályán maradnak a következő hónapokban.
- Természetesen jelentős regionális eltérések is vannak, mivel egyes európai (pl. Olaszország, Egyesült Királyság) és ázsiai országok gázfüggősége magasabb, így itt az áramárakat is nagyobb volatilitás jellemezheti. Érdekes lehet így olyan közműcégeket választani, amelyek diverzifikált termeléssel rendelkeznek (pl. megújulók és atomenergia is nagyobb arányban van). Az amerikai társaságok esetében pedig továbbra is erős hátszelet jelent az adatközpontok növekvő energiaigénye hosszabb távon, illetve itt a fosszilis termelést is támogatja a kormányzat.
- Ezzel párhuzamosan a megújuló energiatermelés és az energiatárolás számára alapvetően pozitív egyelőre a jelenlegi helyzet, mivel hosszabb távon a bizonytalan olaj- és gázellátás erősítheti az energiaátmenet iránti igényeket. Az idei évben az energetikai beruházások 5%-kal 3,4 ezer milliárd dollárra emelkedhetnek, melynek közel 20%-a lehet megújuló energiatermeléssel kapcsolatos (nap, szél és víz) az IEA előrejelzése alapján.
- Potenciális negatívum lehet azonban a megújulók és a közműcégek számára is, hogy az iráni háború következtében több ország is a kamatemelések irányába mozdulhat el, ami magasabb finanszírozási költségekkel járhat (egyelőre ez még nem drasztikus, de érdemes figyelemmel követni).

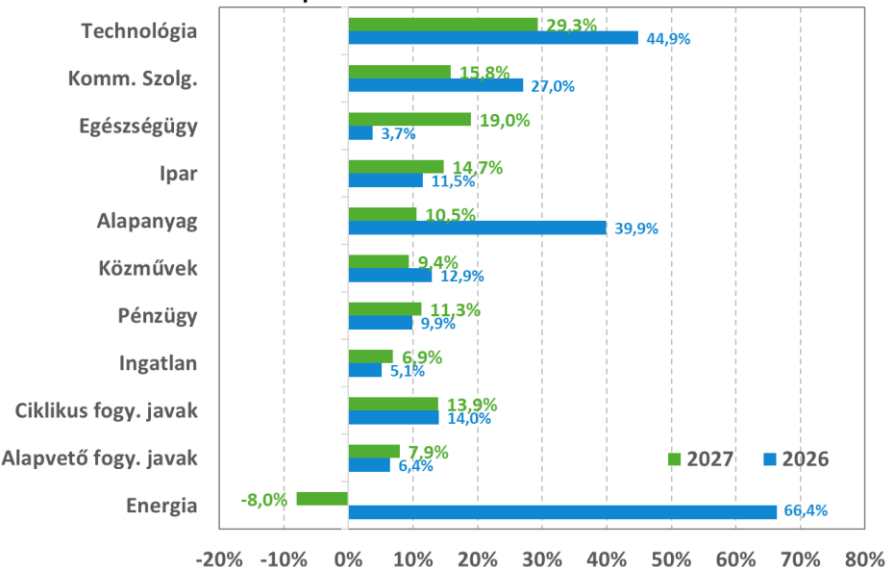
Összességében továbbra is pozitívnak ítéljük meg a megújuló energiás és a közműszektor hosszú távú kilátásait az áramkereslet várható növekedése és az iráni háború miatt relatíve magasabb energiaárak miatt. Az esetlegesen magasabb kamatkörnyezet azonban negatív kockázatot jelent.



Egészségügy: strukturális növekedés defenzív karakterisztikával



S&P 500 szektorok szerinti profitnövekedési várakozás

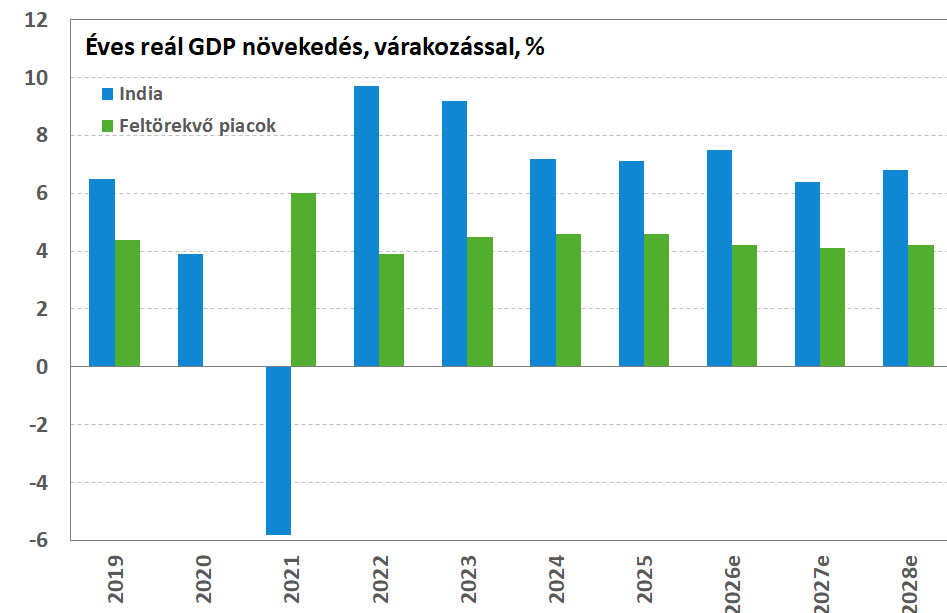
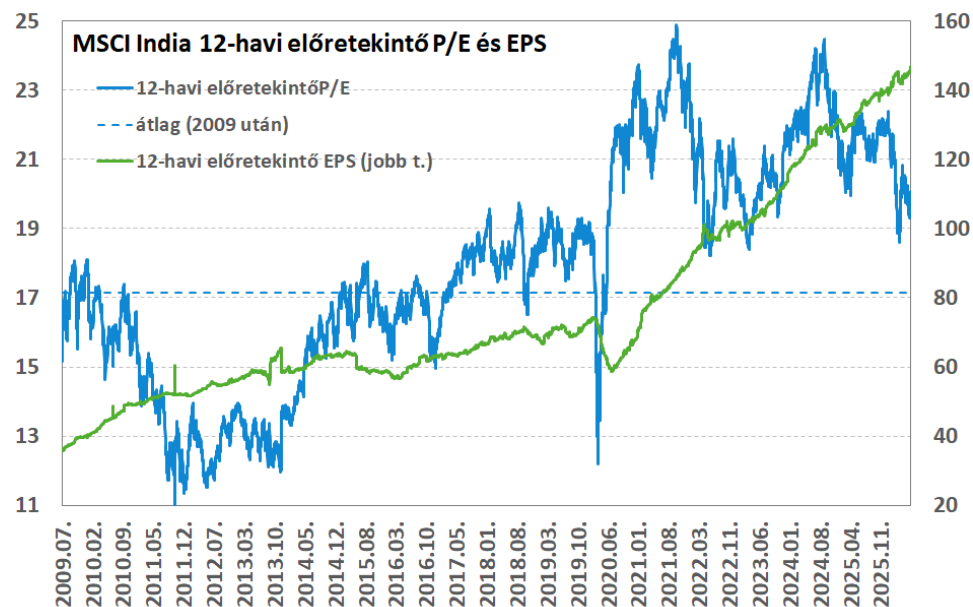


- Az egészségügyi szektor továbbra is az egyik kedvelt szektorunk marad 2026 második felére, mivel a támogató strukturális tényezők (a globális népesség öregedése, várható élettartam növekedése, egészségügyi kiadások folyamatos emelkedése) változatlanok. Emellett a hosszú távú eredménynövekedési potenciál is vonzó, mivel a mesterséges intelligencia hozzájárulhat a működési költségek csökkentéséhez, a gyógyszerfejlesztési folyamatok lerövidítéséhez és a termelékenység javításához, miközben a szektor defenzív karakterisztikákkal is rendelkezik.
- Az egészségügyi szektor relatív értékeltsége továbbra is vonzó. A szektor 17,7-es 12 havi előretekintő P/E rátán forog, szemben az S&P500 20,1-es 12 havi előretekintő P/E mutatójával. Ugyanakkor a headline eredményszámok továbbra is nyomottak, 2026 egészére mindössze 3,7%-os eredménynövekedés várható, 2026 Q2-re pedig 8,1%-os visszaesés. Ez elsősorban a Gilead három akvizíciójához kapcsolódó egyszeri tételeknek tudható be, nem pedig a cég alapműködésében bekövetkező romlásnak. A Gilead hatását kiszűrve a szektor 7,1%-os EPS-növekedést érne el a második negyedévben.
- A globális elhízás elleni gyógyszerpiac gyorsuló növekedési fázisba lép, amit elsősorban a GLP-1-terápiák széles körű elterjedése és az orális készítmények megjelenése katalizál. Ugyanakkor a betegszám növekedése együtt jár az árak csökkenésével és ezáltal a potenciális margin szűküléssel. Mindenesetre az előrejelzések szerint a tágabb értelemben vett globális inkretin-piac (elhízás + diabétesz) akár 200 milliárd dollárra is bővíülhet 2030-ra. A felvásárlások továbbra is strukturális hátszelet jelentenek a gyógyszeripar egésze számára, mivel a cégek az elmúlt évtized egyik legjelentősebb szabadalmi jog lejáratú ciklusával néznek szembe.
- A szabályozási kockázatok továbbra is jelen vannak, ugyanakkor ma már jobban körülhatárolhatóak, ezért kezelhetőbbek is. Az amerikai adminisztráció több nagy gyógyszergyártóval is megállapodást kötött, amelyek az alacsonyabb amerikai gyógyszerárakat vámkönnyítésekkel, közvetlen lakossági értékesítési csatornákkal és amerikai beruházási vállalatokkal kapcsolják össze. Ez rövid távon nyomást gyakorolhat az árképzésre, ugyanakkor csökkenti a kedvezőtlenebb, diszruptív forgatókönyvek valószínűségét, mivel a vállalatok tárgyalásokon keresztül alkalmazkodnak, nem pedig egyoldalú politikai sokkokkal szembesülnek.

Az egészségügy továbbra is kedvelt szektorunk 2026 második felére, amit a strukturális növekedés, az innováció és a vonzó relatív értékeltség támogat. Emellett a szektor alapvetően defenzív jellege magas piaci volatilitás mellett menedéket nyújthat.



India: az AI-sztorikból való kirotálás egyik nyertese lehet

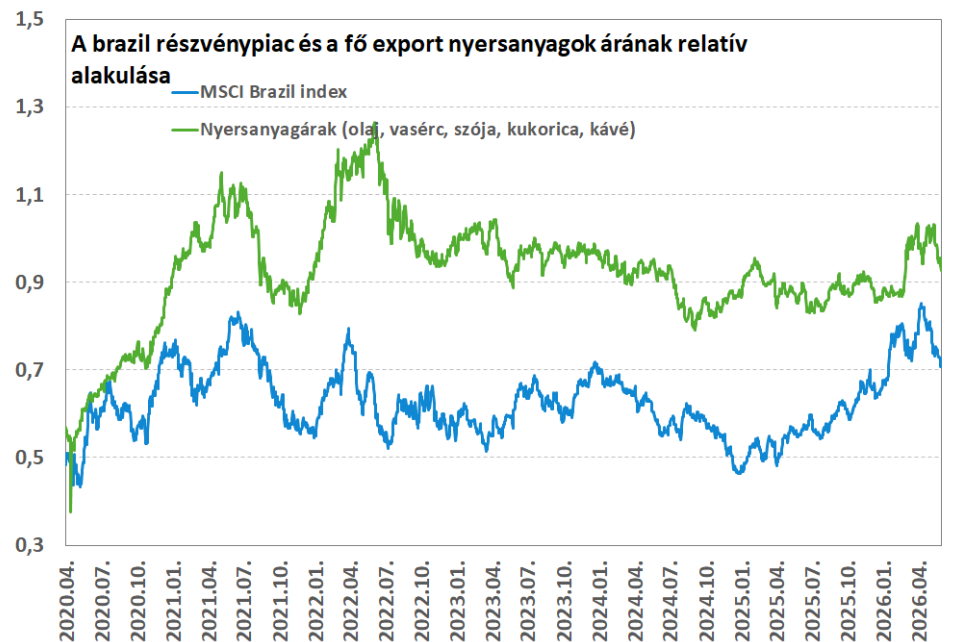


- Jól indult az év az indiai gazdaság számára, az első negyedév közel 8%-os GDP növekedést hozott, a Hormuzi-szoros blokádja azonban ezt a lendületet megtörte. India ugyanis a világ harmadik legnagyobb olajimportőre, a felhasználás közel 90%-át fedezi behozatalból, de az LPG és LNG felhasználásának is a felét ilyen módon szerzi be, jelentős földrajzi kitettséggel a Perzsa-öböl felé. Az iráni háború nyomán a műtrágya-ellátási zavarok mellett az El Nino hatásaival is meg kell majd küzdenie a gazdaságnak, hiszen utóbbi szárazabb időjárást és gyengébb mezőgazdasági terméshozamokat jelenthet.
- A szoros lehetséges megnyitása az érintettség miatt jó hír, és bár annak negatív hatásait nem tudja már teljesen elkerülni a gazdaság, de mérsékelt károkkal megúsztatja. Köszönhetően részben az árak negatív hatásainak ellensúlyozására bevezetett intézkedéseknek. A jegybank az idei GDP növekedési várakozását 6,6%-ra vágta vissza, az inflációs prognózist viszont 5,1%-ra emelte. A jegybank az irányadó rátát egyelőre szinten tartotta (5,25%-on), és a folyó fizetési mérleg romlása miatt a rúpiára helyeződő nyomást is több intézkedés bevezetésével próbálták ellensúlyozni. A rúpia gyengülése az energiaárak normalizálódásának is köszönhetően megállhat, az infláció második félévben várható emelkedése miatt azonban a jegybanknak vélhetően kamatot kell majd emelnie.
- Egy átmeneti lassulástól eltekintve az indiai gazdaság továbbra is erős képet fest, egy ekkora méretű országtól kifejezetten egyedi, hogy várhatóan a következő évtizedekben tovább tud majd nőni a munkaképes korú népesség, ami a feltörekvő piaci átlag feletti GDP növekedési dinamikát adhat. Ez, és az energia krízis normalizálódása segíthet abban, hogy az elmúlt időszakban lelassult vállalati profitdinamika ismét erősödjön. A 15-20%-os ütem ismét a világ élvonalába kerülhetne, ami befektetői szempontból egy kedvező eldiverzifikálási lehetőséget jelenthetne a feltörekvőkön belül a növekedésüket nagyrészt az AI kitettségnek köszönhető Dél-Korea vagy Tajvan felől. Amennyiben a félvezető szektor felfutásában sor kerül egy általunk várt konszolidálódó periódusra a jelentős túlpozícionáltság miatt, úgy egy rotációs folyamatnak az indiai részvénytőke nyertese lehetne, hiszen az elmúlt időszakban már az árazási mutató is sokat normalizálódott, átlagosnak mondható szintekhez.

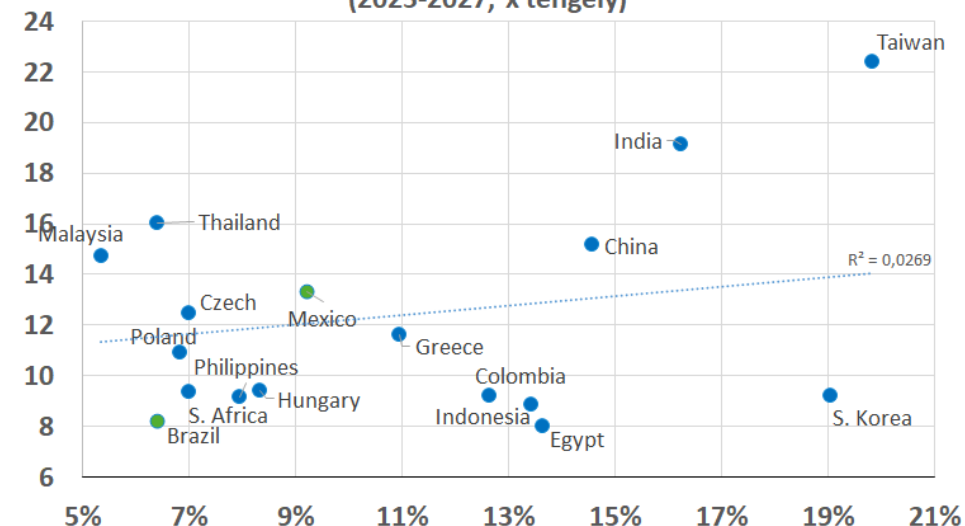
A szoros megnyitásának köszönhetően az indiai gazdaság mérsékelt károkkal megúsztatja az energiaárak emelkedését, ami segítheti a vállalati profitdinamika fokozatos visszatérését. 2027-re ismét a világ élvonalába tartozhatnak az indiai vállalatok, ami az AI kitettségeken túlra is diverzifikáló befektetők figyelmét felkeltheti. Hosszabb távon a kedvező demográfiai folyamatok jelentenek strukturális hajtóerőt.



LatAm: a nearshoring és alacsony értékeltség támogatja



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

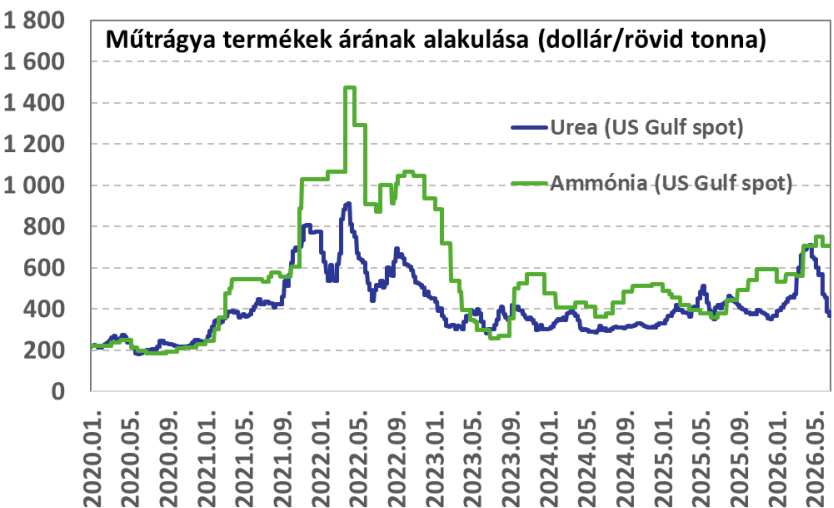
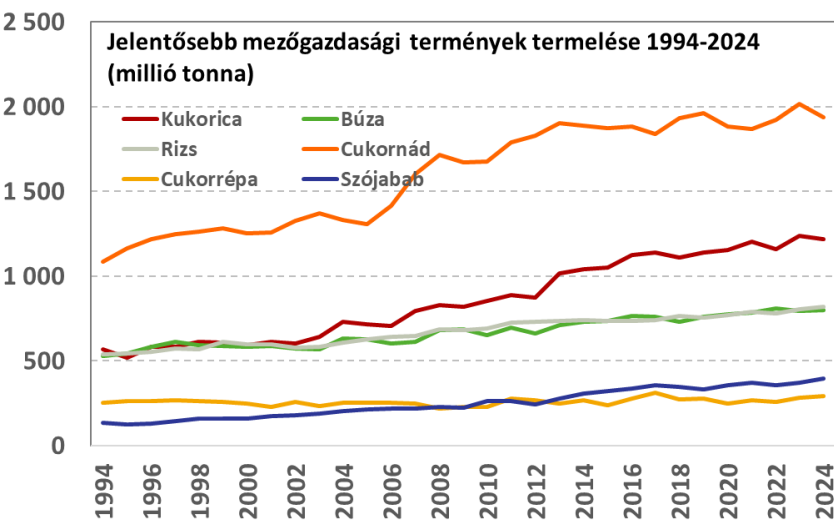


- Az év eleji jelentős emelkedést követően az elmúlt hónapok profitrealizálásról szóltak a brazil részvénytőzsiacn. Ennek oka, hogy az energiaárak emelkedése miatt az inflációs várakozások az idei évre vonatkozóan 5% fölé emelkedtek. Emiatt a megindult kamatsökkentési ciklussal kapcsolatban is óvatosabb lett a piac, bár idén még 2 vágásra is sor kerülhet, ez jóval kevesebb annál, amit március végén prognosztizáltak. Ez persze nem kell, hogy a részvénytőzsiacot tartósan nyomás alá helyezze, hiszen még ezzel együtt is igen jelentős a reálkamat mértéke, ami fokozatosan csökkenhet a következő években.
- A megemelkedő infláció Lula elnök újraválasztási esélyeit ronthatja az októberi választásokon, de a közvéleménykutatások alapján egyelőre tartja előnyét, sőt júniusban növelte is. Az energiaárak hatásait szociális kiadásokkal ellensúlyozták, a kihívó Flavio Bolsonaro korrupciós botrányba keveredett, ráadásul a már az év elején is számos fogyasztást ösztönző intézkedést vezettek be. A legnagyobb makrogazdasági sérülékenység a magas költségvetési hiányból és az államadósság emelkedéséből fakad, amennyiben ezeket az új vezetés kezeli, az teret engedhetne akár jelentősebb kamatsökkentéseknek. A megemelkedett nyersanyagárak a brazil részvénytőzsiac megítélését javítják, a választások miatt azonban a befektetők kockázatterzékelése nőhet. A részvénytőzsiac azonban továbbra is kellően vonzón értékelt.
- Mexikóban a nyomott gazdasági növekedést a vámok és kereskedelmi bizonytalanságok és a magas költségvetési hiány miatti kiigazítások mellett az elmúlt hónapok energiaáremelkedése is rontotta, részben ennek köszönhetően azonban az infláció továbbra is a jegybanki toleranciasávjában tartózkodik. A tavalyi év elején elfogadott „Plan Mexico” hosszú távú gazdasági és iparfejlesztési program fellendítése érdekében elfogadtak több olyan, külföldi beruházások bevonását célzó intézkedést (új hivatal felállítása, adóeljárások egyszerűsítése, bürokrácia felszámolása, projektek jóváhagyási folyamatának csökkentése), amik a növekedést idővel serkenthetik, bár ehhez szükség lesz arra is, hogy az amerikai kereskedelmi megállapodás (USMCA) körüli bizonytalanság enyhüljön. A USMCA 16 évre meghosszabbítása helyett jelenleg annak van nagyobb esélye, hogy a megállapodás egy éves felülvizsgálati ciklusba kerül át.
- A hosszú távú befektetési sztori változatlan, melyet az Egyesült Államokkal való szoros gazdasági integrációja, versenyképes gyártási bázisa, vagyis a nearshoring trendből való profitálás jelenti.

Amennyiben az AI-sztoriban rövid távú törést látunk, és elindul a technológiai szektor felőli elrotálás, az felerősíthetne olyan egyéb faktorokat is, mint amit a nearshoring vagy az alacsony értékeltség jelent, amire a brazil és mexikói részvénytőzsiac is jól pozicionált.



Mezőgazdaság: fordulóponthoz érkezhettek a piac

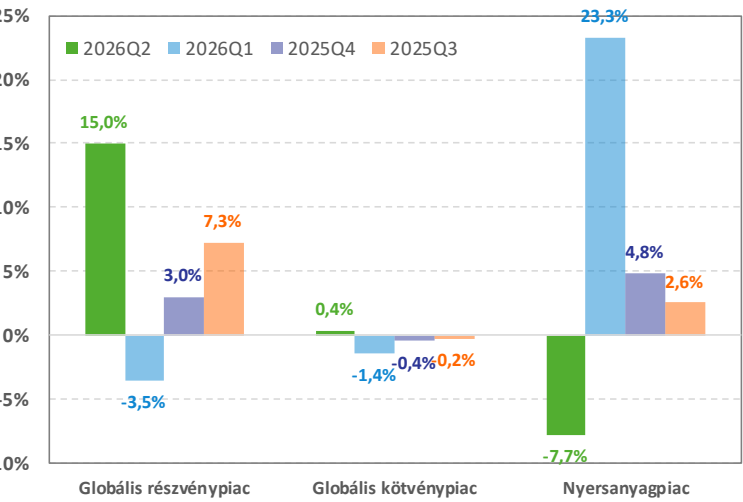


- A hónapok óta húzódó iráni háború nem csak az olaj- és gázakra van jelentős hatással, hiszen számos más nyersanyag piacát befolyásolja különböző tovaryűrő hatásoknak köszönhetően, így többek között a mezőgazdasági termékeket sem hagyta érintetlenül. Egyrészt a Hormuzi-szoros lezárása miatt megugrottak az energiaárak, amelyek felfelé hajtották az üzemanyag- és áramárakat is, ami megemeli az agrártermékek termelési költségeit. Megjegyezzük, hogy az elmúlt hetek árcsökkenései ellenére is a háború előtti szintek felett vannak a jegyzések. Véleményünk szerint az iráni konfliktus tartós rendezése esetén is relatíve magasabban ragadhatnak az energiaárak egy időre: a globális olajtartalékok bezuhantak, amiket fel kell tölteni a következő időszakban, illetve a hajóforgalom normalizálódása és a közel-keleti olajtermelés helyreállítása is eltarthat egy darabig. Ez tartósabban megemelheti a bioüzemanyagok keresletét is.
- Ezzel párhuzamosan a Perzsa-öböl menti arab országok jelentős műtrágya-exportőrök is (nemzetközi kereskedelem kb. 30%-a), így számos ehhez kapcsolódó termék ára is hirtelen megemelkedett, beleértve többek között a karbamidot (urea), ammóniát, ként, illetve ammónium-foszfátokat (MAP, DAP). Az áremelkedés mértéke ugyanakkor egyelőre bőven elmarad az orosz-ukrán háború kitörése utáni jegyzésektől, illetve az iráni háború kitörését követő kezdeti megugrást követően is volt egy nagyobb korrekció, amely azonban részben szezonális hatás. Hasonlóan az energiaárakhoz, itt is az a várakozásunk, hogy békekötés esetén is a konfliktus előtti szintekhez képest relatíve magasabb árazások alakulhatnak ki egy időre, ami további költségoldali nyomást jelentene.
- Egy másik kulcsfontosságú eleme a mezőgazdasági befektetési sztorinak, hogy számos termék ára az orosz-ukrán háború 2022-es kitörését követő megugrás óta többnyire lefelé csordogált az elmúlt években, és több éves mélypontokról fordultak enyhén felfele az elmúlt hetekben. A nyomott értékesítési árak és az emelkedő költségek pedig nem jelentenek jó hírt a termelők számára, mivel az árrés szűkülését okozzák, idővel csökkenhet egyes termékek kínálata. Bónuszként ráadásul még ott van az idei évre várt „szuper El Niño” jelenség is, amely szélsőséges időjárási jelenségeket hozhat magával egyes térségekben.
- Ezek mentén olyan agrártermékek lehetnek érdekesek befektetési szempontból, amelyek műtrágya igénye magas, használhatóak bioüzemanyagként, illetve kitettek lehetnek az idei évre várható szélsőséges időjárásnak (pl. búza, kukorica, rizs, cukor, kakaó, kávé stb.).

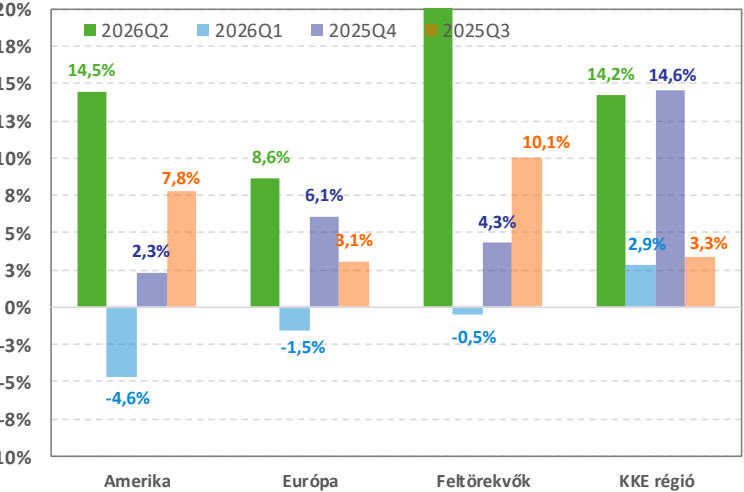
Kedvezően ítéljük meg a mezőgazdasági szektor hosszabb távú kilátásait, mivel az iráni háború miatt egy időre magasabban ragadhatnak az energia- és műtrágyaárak, illetve az idei évre várt erősebb El Niño jelenség is hátszelet jelenthet.

2026 eddigi teljesítmény

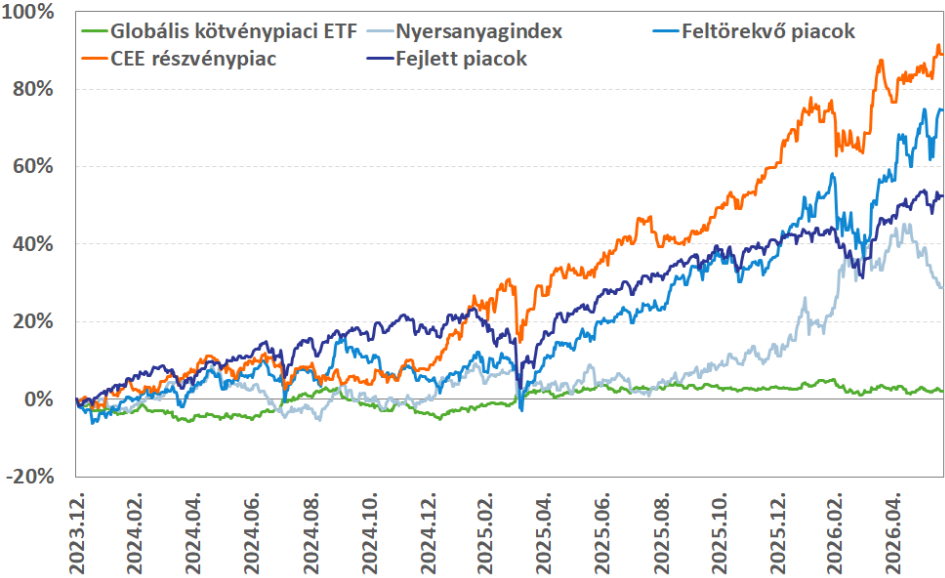
Eszközosztály teljesítmény



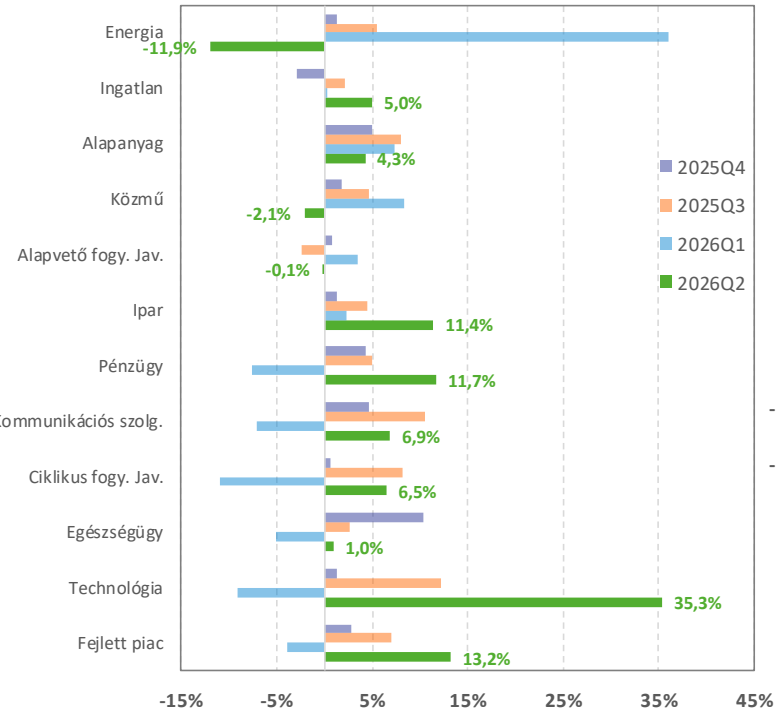
Részvénytőke régiók teljesítmény



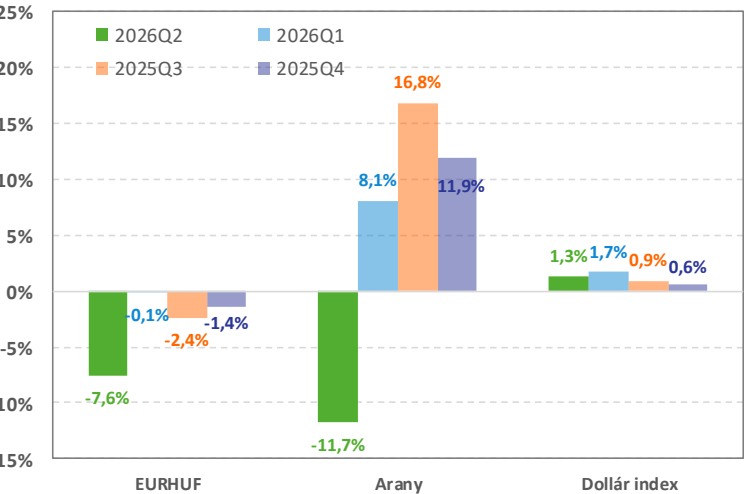
Egyes eszközök relatív teljesítménye



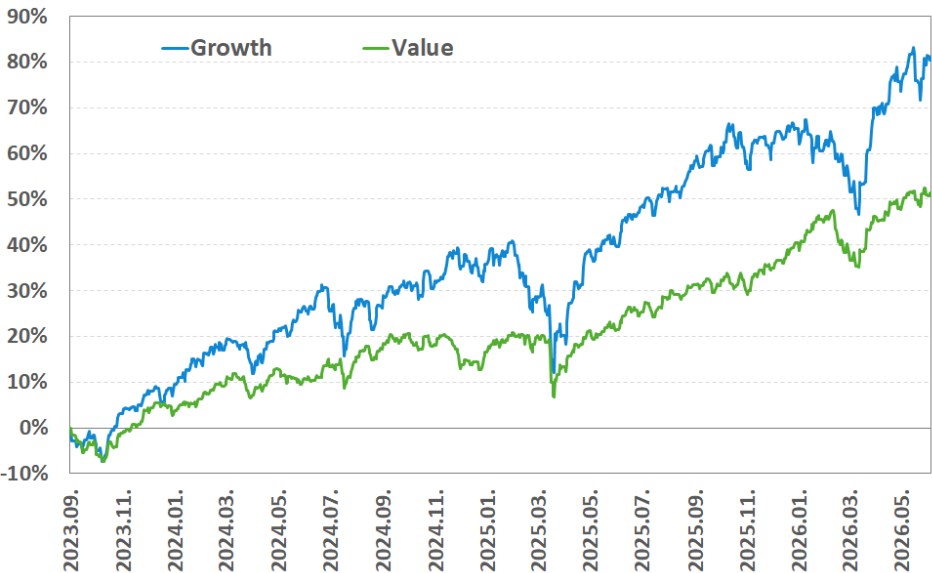
Részvénytőke régiók teljesítmény



Deviza és arany teljesítmény



MSCI ACWI growth és value relatív teljesítmény



Forrás: Bloomberg, OTP Multi-Asset Elemzés

Készítették:

Eppich Győző
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: 2026.06.23.