

Befektetési Kitekintő 2026 Q4

Multi-Asset Elemzés
2026.09.29.

Összefoglaló: ellenálló gazdaságok, erős vállalati profitnövekedés

Makrókép: Az USA gazdasága ellenálló maradt az energia sokkokra, a GDP növekedés 2% körül stabilizálódott. Az államadósság magas, a költségvetés laza, a kamatteher emelkedik cél feletti inflációval. Európában a lakossági fogyasztás maradhat a hajtóerő, amennyiben az energiaárak normalizálódnak, a GDP növekedés javulhat 2027-ben. Az energiaár vezérelt infláció év végére érhet csúcsra, másodkörös hatások egyelőre nem látszanak. A Fed szeptemberi kamatemelését követően a piac még egy emelést árazott be idénre, és az EKB-tól is várnak még emelést. Az eurozónában a rövid kamatok 2-2,5%, az USA-ban 3-3,5% körül ingadozhatnak hosszabb távon, ami az amerikai tízéves kötvényhozamra 4,5-4,7%-os középértéket ad. A magyar GDP növekedés 2027-ben 2,5%-ra gyorsulhat 2,6%-os infláció mellett. További kamatcsökkentésekhez a magyar kockázati felér mérséklődésére lesz szükség, ehhez a legfontosabb katalizátor a 2027-es költségvetés és a középtávú fiskális tervek lehetnek. Érdemi forint gyengülés nem valószínű, habár az erősödési potenciál is limitált.

Részvények: A jelentős meglepetések és profitdinamika hatására az elmúlt hónapokban stagnáló részvénypiac kezd egyre vonzóbb árazási szintekhez érni. Felülsúlyozott pozíciók kialakításával egyelőre kívárnánk, hiszen a kiszámíthatatlan hormuzi helyzet, a kötvényhozamok további emelkedése, az időközi amerikai választások, újabb technológiai IPO-k a következő hetekben még lefele mutató kockázatok. Érdemes továbbra is szelektívnek maradni, és a korrekciós szakaszokat kihasználni vásárlásokra. Az USA-ban a félvezető szektor árazása csökkent, a szektor kilátásait vonzónak tartjuk, ahogy a kibervédelem, vagy az egészségügy esetén is. Európa számos strukturális kihívással küzd, ráadásul a gázár is magas szinteken maradhat, a profitmarzsok alacsonyok, a relatív profitdinamika gyenge, és az értékeltségi diszkont is szűkül, ami összességében ellenszél a következő hónapokra. A feltörekvő piacot favorizáljuk, a kimagasló profitnövekedés és vonzó árazási szintek miatt, melyen belül az AI irányú kitettségként Dél-Koreát kedveljük. A KKE régió idén relatíve jól viselte az energiaárak emelkedését, a profitnövekedési és árazási kép – Latin-Amerika mellett – az egyik legvonzóbb, AI-tól független trendek által hajtott régióvá teszi.

Kötvények: Fundamentális tekintetben indokolhatóak az új lokális csúcsra emelkedő fejlett piaci hosszú kötvényhozamok, igaz a jelentős államadósságszintek mellett a mostaninál magasabb szintek gazdasági és politikai értelemben véve sem kívánatosak. A gazdaságpolitikának megvan az eszköztára, hogy átmenetileg a hozamemelkedést kordában tartsa, de a tartós sikerhez költségvetési kiigazításra is szükség lenne, aminek az esélye egyelőre alacsony. A vállalati kötvényspreadek eközben meglepően stabilak és szűkek.

Nyersanyagok: Tartjuk semleges álláspontunkat, hiszen továbbra is a közel-keleti konfliktus alakulása a meghatározó tényező, de ennek kimenetelét nehéz megítélni. Legrosszabb esetben tovább emelkedhetnek az energiaárak, de vonzó lehetőségeket más szegmensekben látunk: a mezőgazdasági árucikkek és az uránt is favorizáljuk hosszabb távon.

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

Kedvelt befektetési sztorik:



Kibervédelem



Megújuló/E. tárolás



Egészségügy



Urán



Mezőgazdaság



Latin-Amerika



Dél-Korea

6-12-hónapos időtávra megfogalmazott kilátások, negyedéves felülvizsgálattal

Makro kitekintő

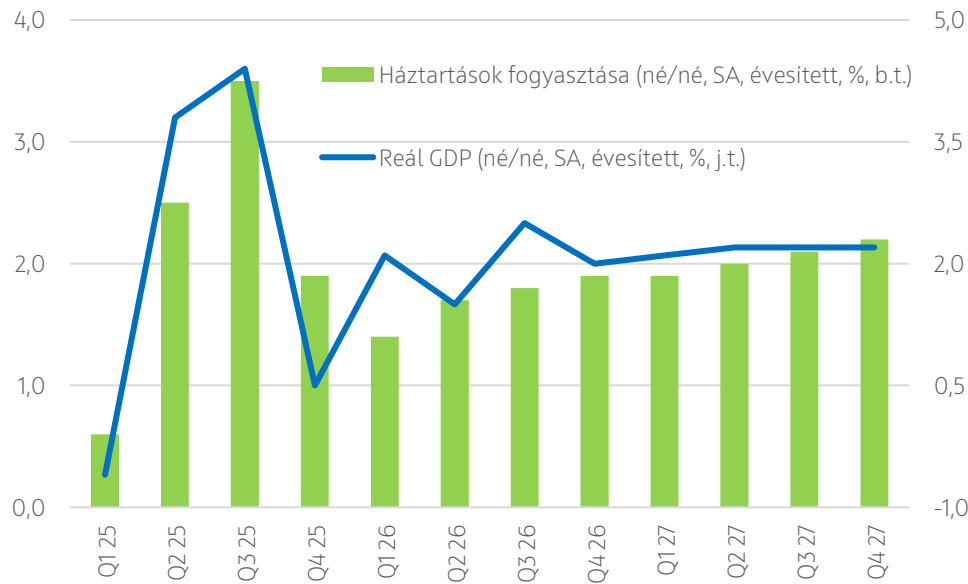
<u>USA gazdasági kilátások</u>	4.
<u>Eurozóna gazdasági kilátások</u>	7.
<u>Infláció és jegybanki politika</u>	9.
<u>Magyar gazdasági kitekintő</u>	10.

Piaci kitekintő

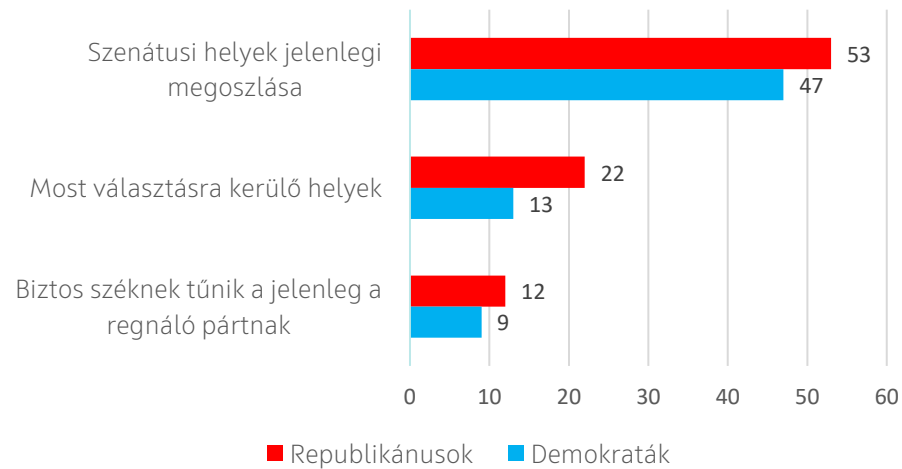
<u>Intézményi kérdőív</u>	15.
<u>Kötvények</u>	18.
<u>Nyersanyagok</u>	19.
<u>Részvények</u>	17.
<u>Régiók</u>	20.
<u>Kedvelt befektetési sztorik</u>	25.

USA: A növekedés üteme 2026-ban is 2% körül lehet

GDP növekedés, év/év, tény és előrejelzés



2026 Szenátusi választás



2025: stabil 2,1%-os GDP növekedés; 2026 H1: a vártnál gyengébb, de stabil növekedés

- 2025: A vámháború ellenére az amerikai gazdaság növekedése 2% körül maradt, amit elsősorban a fogyasztás és a beruházások támogattak
- 2026 Q1: A fellendülés a vártnál gyengébb volt (+2,1% né/né, évesített), miután 2025 Q4-ben a soha nem látott hosszúságú kormányzati leállás miatt rendkívül alacsony bázisról (+0,5% né/né, évesített)
- 2026 Q2: A növekedés üteme lassult (+1,5% né/né, évesítve), ahogy az AI- infrastruktúra fejlesztésekhez szükséges beszerzések rontották a nettó exportot. Ugyanakkor a háztartások fogyasztása bővült, ami kedvező az év hátralévő részét tekintve egy olyan gazdaságban, amelynek legerősebb bástyája hagyományosan a lakossági fogyasztás

2026/27: a növekedési kilátások 2% körül stabilizálódtak; az amerikai gazdaság ellenállónak tűnik a közel-keleti konfliktus okozta bizonytalanságnak

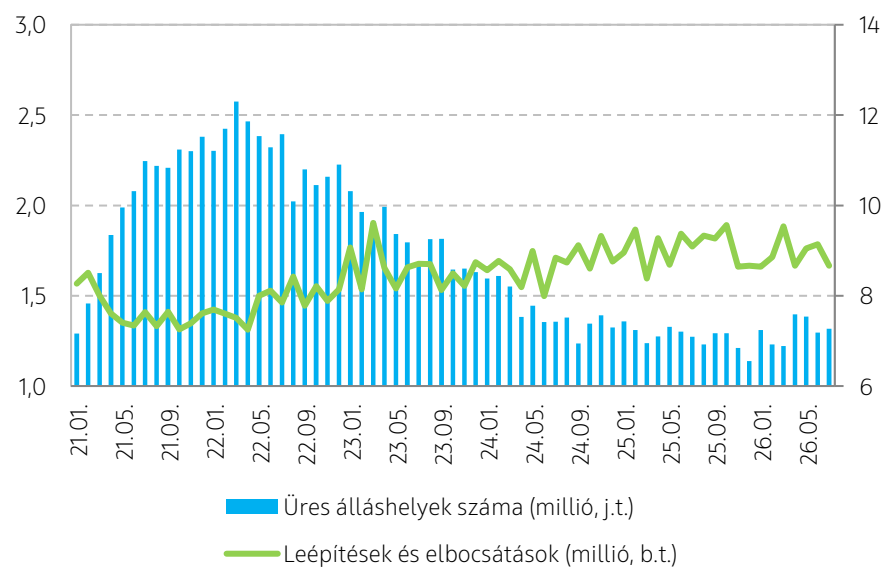
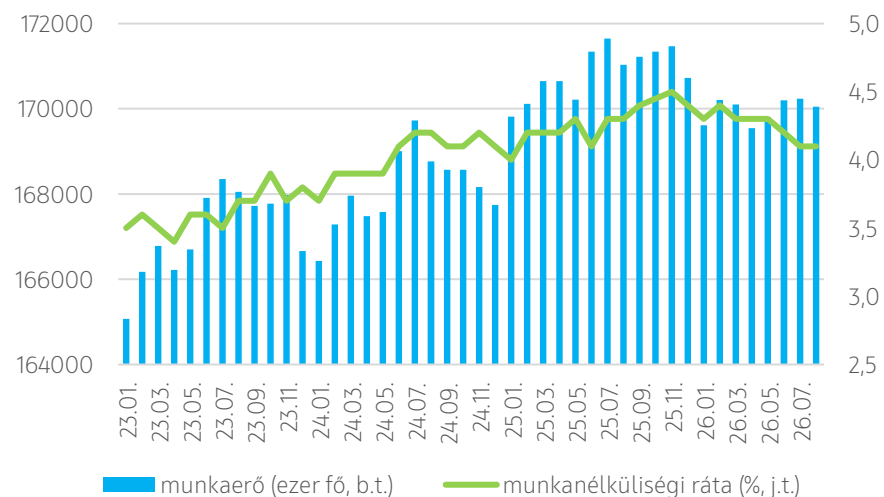
- A növekedési várakozások a bizonytalanság ellenére 2026 és 2027-re 2% körül stabilizálódtak A növekedés motorját az amerikai gazdaság motorjának számító lakossági fogyasztás és a mesterségesintelligencia-beruházások jelenthetik
- Az elhúzódozó geopolitikai konfliktus miatti energiaár-sokk, az emiatt erősödő inflációs kockázatok, így tartósan magasan ragadó kamatok visszafoghatják a gazdasági növekedést
- Relatív energiafüggetlenségének köszönhetően az Egyesült Államok kevésbé van kitéve a globális energiaár-sokknak, mint Európa vagy Ázsia. Ugyanakkor a globális kőolajpiacon jelentkező kínálati szűkösségek, az ellátási láncok zavarai és a nem energetikai importköltségek emelkedése rontják az amerikai növekedési és inflációs kilátásokat is

2026 félidős választás

- Donald Trump támogatottsága alig haladja meg a 30%-ot, ami 2. elnöki ciklusának és egyben politikai pályafutásának legrosszabb értékelése; az alacsony támogatottság fiskális lazításhoz vezethet, mint például az az ígéret, hogy a republikánusok kongresszusi többségének megőrzése esetén minden felnőtt amerikai állampolgár 5000 USD értékű „Trump-osztalékot” kap
- A félidős választások hagyományosan nem kedveznek a hivatalban lévő elnök pártjának, ami jellemzően mandátumokat veszít a Képviselőházban
- A Szenátusban most 53-47 arányú többsége van a republikánusoknak, ahol idén novemberben 35 mandátumról szavaznak; ezek közül jelenleg 13 demokrata, 22 pedig republikánus

USA: a munkaerőpiac stabilizálódni látszik

Munkaerő-piaci adatok

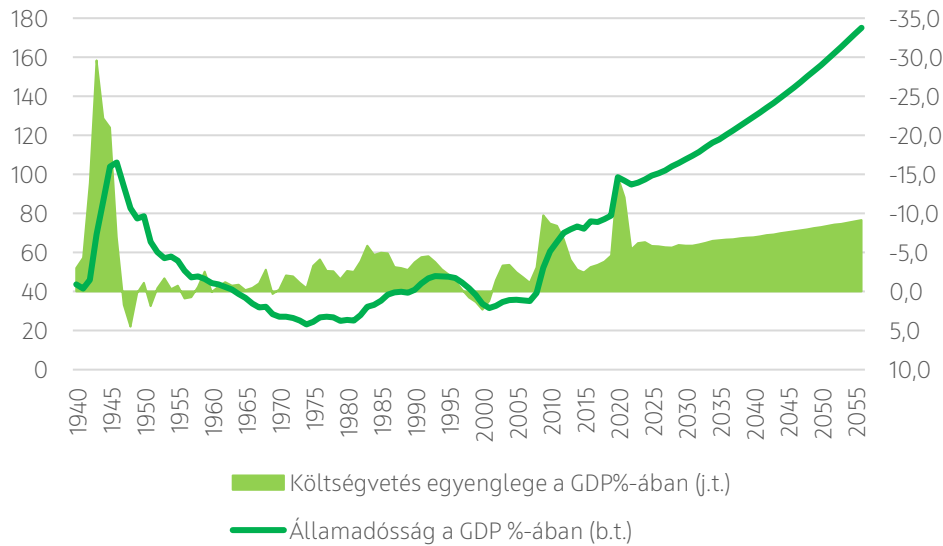


Az amerikai munkaerőpiac 2026-ban stabilizálódott a 2025-ös gyors lazulást követően

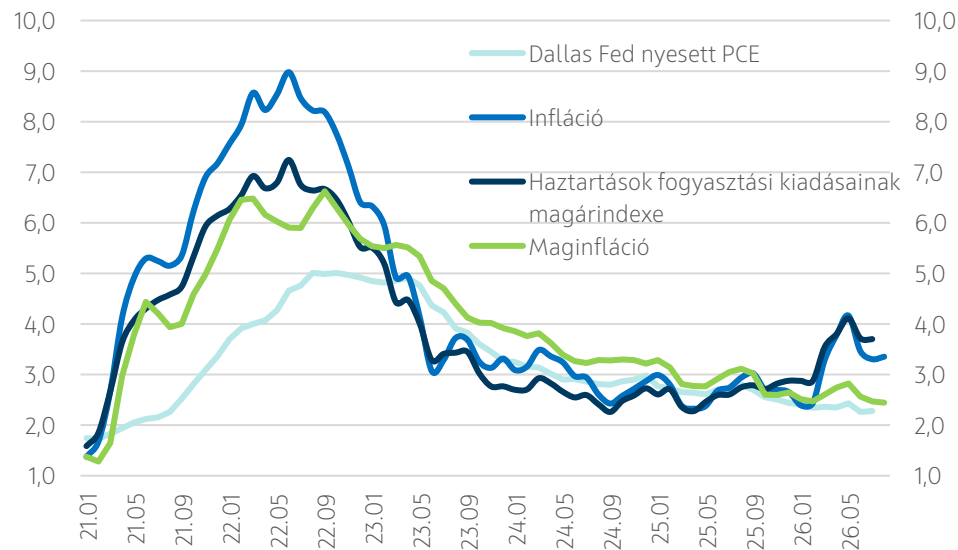
- A Trump-adminisztráció bevándorlásellenes intézkedései jelentősen csökkentették a munkaerőkinálatot
- A munkanélküliségi ráta 4% körül stabilizálódott
- A munkanélküliségi ráta viszonylag alacsonyan tartásához szükséges havi bővülés a nem mezőgazdasági foglalkoztatásban az elmúlt évek 150-200 ezres szintjéről idén 50-100 ezer főre mérséklődött
- Az elbocsátások és az új munkanélküli-segély kérelmek száma továbbra is viszonylag alacsony szinten maradt
- Az amerikai munkaerőpiac jelenleg stabil, amikor mind a munkaerő-felvétel, mind az elbocsátások történelmi összevetésben alacsony szinten mozognak
- bérdinamika mérséklődött: az éves bérdinamika a tavalyi 4% feletti szintről 3% közelébe lassult
- A Fed szeptemberi előrejelzésében a 2026-os munkanélküliségi rátára vonatkozó prognózist 4,3%-ról 4,1%-ra csökkentette, és ugyanígy lefelé módosította a következő évre vonatkozó várakozását is és stabilnak értékelte az amerikai munkaerőpiacot
- Összességében a foglalkoztatás bővülése összhangban van a munkaerő-állomány változásával, miközben a munkanélküliségi ráta alig változott
- A munkaerőpiacot fenyegető legfontosabb kockázatok közé tartozik a közel-keleti konfliktus nyomán kialakult globális bizonytalanság, valamint a tömeges elbocsátások azokban a munkakörökben, amelyekben a munkavállalókat a mesterséges intelligencia részben vagy teljesen helyettesítheti

USA: magas költségvetési hiány és államadósság; cél feletti infláció

Költségvetési hiány és államadósság (tény és előrejelzés)



Inflációs mutatók (év/év, %)



Fenntarthatatlan államadósság pálya; laza fiskális politika

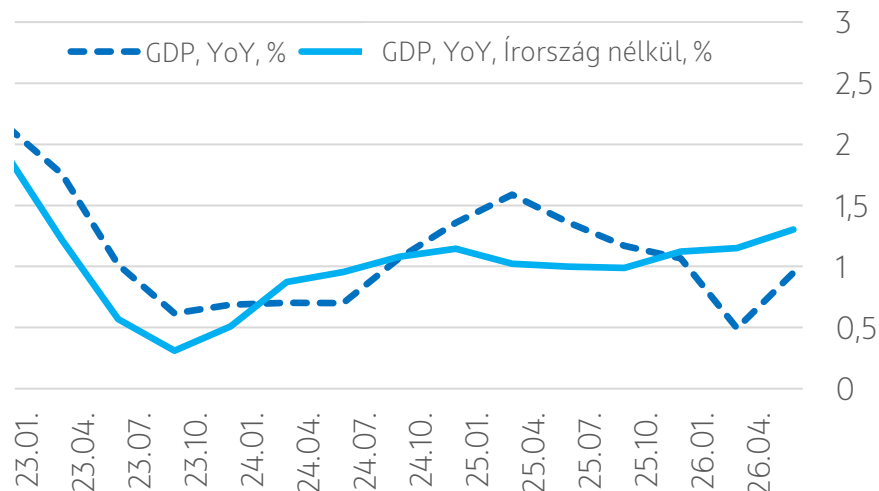
- A 2025-ös költségvetési év 5,9%-os GDP-arányos hiánya után 2026-ban is 6% körül lehet a deficit, jelentősen meghaladva az elmúlt 50 év 3,8%-os átlagát.
- A Legfelsőbb Bíróság a tavaly bevezetett vámok többségét hatályon kívül helyezte, és megkezdődtek a visszatérítések. A Trump-adminisztráció új vámok kivetésével próbálja pótolni a kieső költségvetési bevételeket.
- A költségvetés kamatkiadásai meredeken emelkednek; 2036-ra várhatóan megduplázódnak, és meghaladják a 2000 milliárd dollárt.
- Az amerikai pénzügyminisztérium a költségvetés kamatterheinek mérséklésére a hosszabb lejáratú adósság rövidebb lejáratúra cserélésével próbálkozik, mivel utóbbinak alacsonyabb a kamatterhe. Ugyanakkor a Fed épp szeptemberben indította el új kamatemelési ciklusát.
- Az állampapírpiazi hozamok emelkedése szeptemberben kritikus szintet ért el: a 10 éves amerikai hozam elérte az 5%-ot, amelyet legutóbb rövid időre 2023-ban, azelőtt pedig 2007-ben láthattunk

Az Egyesült Államoknak inflációs problémája van; core PCE mutató 2021 óta a cél felett van

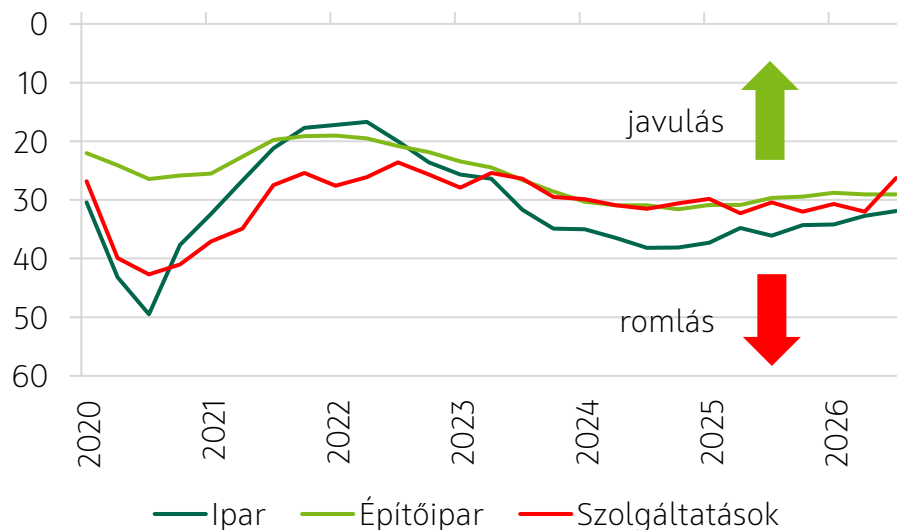
- Valamennyi fontos inflációs mutató a cél felett van. A Fed által szorosan figyelt inflációs mutató, a core PCE továbbra is 3% felett van, és immár több mint öt éve meghaladja a célt.
- A Covid idején jelentkező árupiaci-sokkot követően az infláció fő mozgatórugójává a szolgáltatások drágulása, a lakhatási költségek emelkedése és az erőteljes bérnövekedés vált. Az inflációs nyomást előbb a vámháború, majd a közel-keleti konfliktus erősítette tovább.
- A tavaly bevezetett vámok inflációs hatása a nyár folyamán fokozatosan kifutott, de Donald Trump újabb vámjai ismét erősítik az inflációs kockázatokat
- A közel-keleti konfliktus hatása egyelőre elsősorban az energiaárakban jelenik csak meg, ugyanakkor a termelői árindexben már tetten érhető a magasabb energiaárak átgyűrűzése más termékekre és szolgáltatásokra
- A Trump-adminisztráció és az új Fed-elnök igyekszik mérsékelni a AI-boom inflációs hatásaival kapcsolatos aggodalmakat, arra hivatkozva, hogy a termelékenység növekedése ellensúlyozni fogja az inflációs hatást. Eddig azonban azt látjuk, hogy az adatközpontok energiaigénye 4% felett tartja a villamosenergia-árak éves növekedési ütemét és emelkedik az elektronikai cikkek ára.
- Szeptemberben a Fed 25 bázisponttal, 3,75-4,00%-ra emelte az irányadó kamatsávot. A piaci árazások további 75 bázispontnyi szigorítást valószínűsítene, ebből 25 bázispontot még idén, további 50 bázispontot pedig jövőre.

Eurózá: a növekedés helyreáll, ha az energiaárak normalizálódnak

GDP-növekedés az eurózában Írországgal és nélkül (YoY; %)



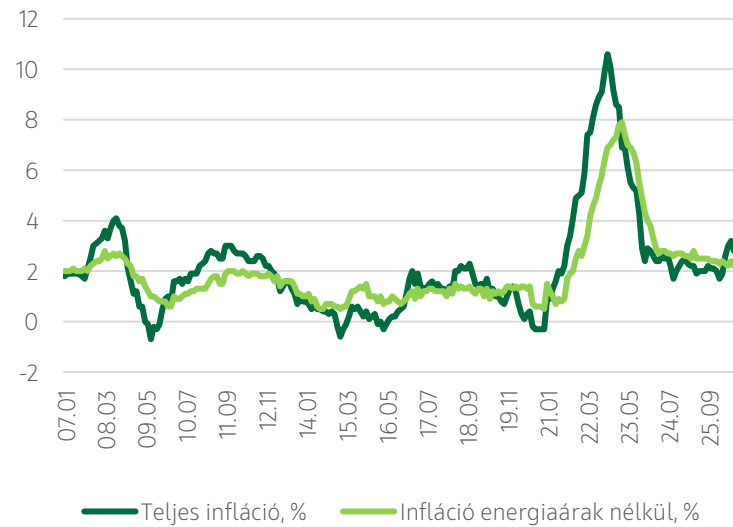
Az ESI gazdasági hangulatindex alindexei



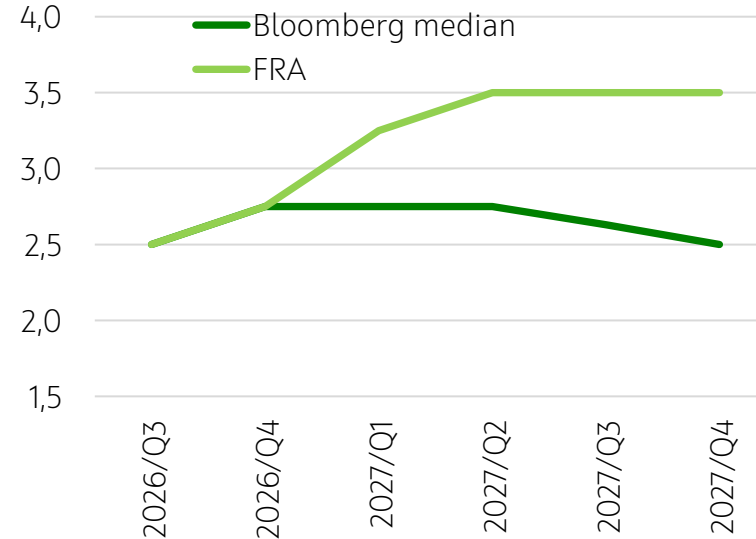
- **2026:** A GDP-növekedés 1,2%-os volt 2026 Q2-ben (az erősen ingadozó ír GDP nélkül számolva). Bár az EKB a növekedés 0,9%-ra való lelassulásával számol az év végére, szeptemberben a jegybankárok valójában kissé felfelé módosították előrejelzéseiket. Ennek alapjául az a narratíva szolgál, amely szerint az euróövezet váratlanul ellenállónak bizonyult a magas energiaárakkal és a geopolitikai feszültségekkel szemben. Az üzleti hangulatindexek valóban óvatosan optimista gazdasági kilátásokat tükröznek, még ha a legutóbbi ipari termelési és exportadatok lassuló növekedést is mutattak.
- Emellett, bár szeptemberben magasak voltak az energiaárak – különösen a dízel és a kerozin esetében, – úgy tűnik, hogy az ellátási zavarok nem fenyegetik az európai gazdaságot: az iráni-izraeli konfliktus februári eszkalációja óta csökkent az európai gázolaj-fogyasztás és a termelés közötti hiány, részben a mérséklődő fogyasztás, részben a fokozott finomítói tevékenység következtében. A júniusi készletszintek (a stratégiai és a kereskedelmi tartalékok összességében tekintve) magasak, és években mérhető időszakokra fedezik az esetlegesen kieső importot.
- **2027:** Az EKB arra számít, hogy az euróövezet GDP-növekedése jövőre felgyorsul, amit elsősorban az energiaárak normalizálódásának lesz köszönhető: ez növeli majd a háztartások rendelkezésre álló jövedelmét, és ezáltal élénkíti a belső fogyasztást. A növekedés helyreállításához a beruházások is hozzájárulnak majd, mivel a várakozások szerint több pénz áramlik a mesterséges intelligenciával, a védelemmel és az infrastruktúrával kapcsolatos projektekbe.
- Az EKB fokozódó költségvetési szigorral nem számol, így kormányzati kiadás-csökkentésekből nem várható negatív növekedési hatás. A nettó export továbbra is az európai gazdaság gyenge pontja marad, hiszen a versenyképességi problémák továbbra is napirenden vannak. Emellett az euró 2024 óta tartó felértékelődése sem segíti az európai növekedés helyreállítását. Összességében várhatóan továbbra is a belső fogyasztás marad Európa fő növekedési motorja – ahogyan az elmúlt 2-3 évben is.

Eurózá: az infláció 2027-ben várhatóan 3,6%-on tetőzik

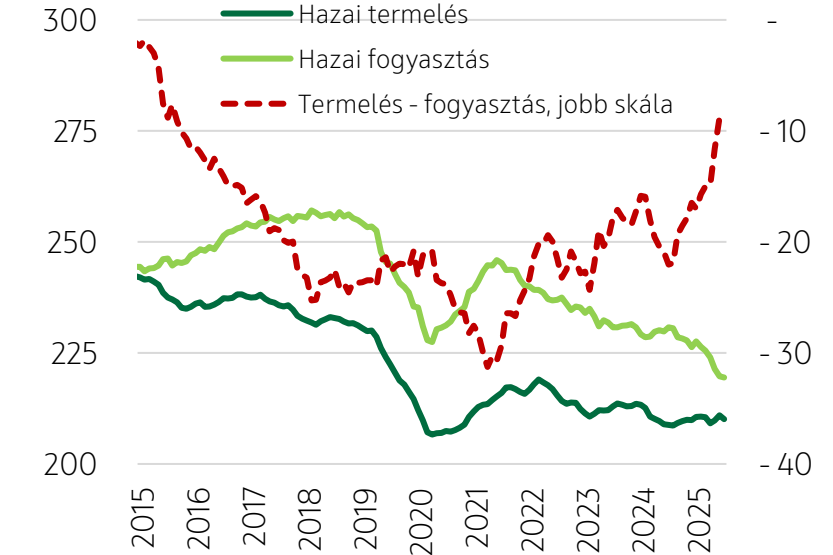
Inflációs mutatók az eurózában (YoY; %)



EKB alapkamat várakozások (%)



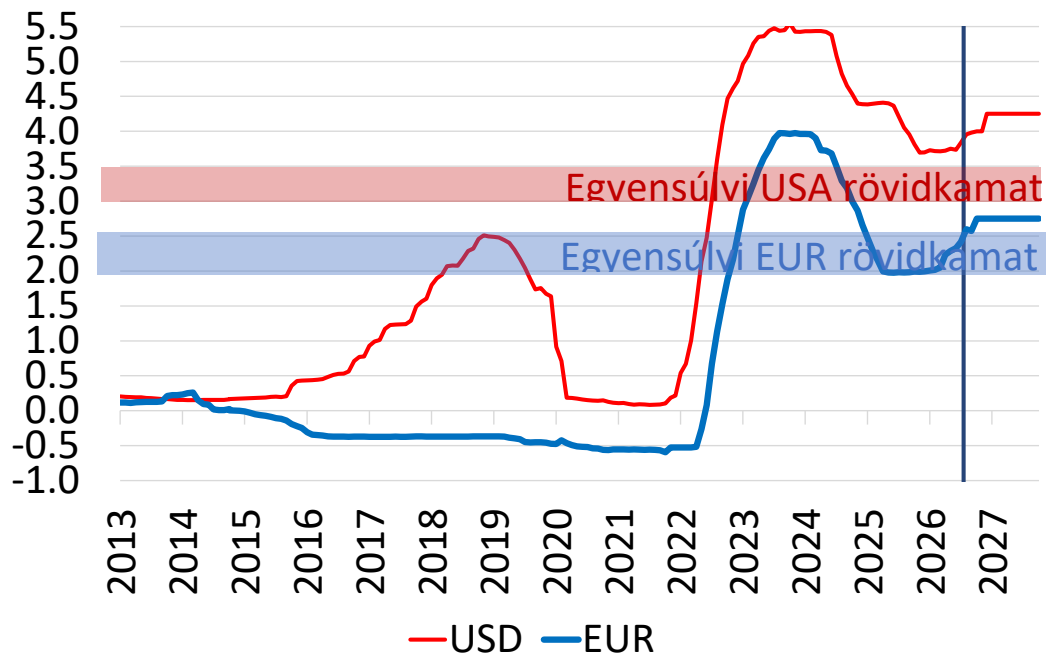
Az EU hazai dízeltermelése és fogyasztása



- **Infláció:** Az EKB előrejelzése szerint az általános fogyasztói árindex (CPI) augusztusban elérte a 3,3%-ot, és az év végére várhatóan tovább emelkedik egészen 3,6%-ra. Ezzel szemben az energiaárak hatásától megtisztított infláció augusztusban csak 2,2%-on állt – ami jóval közelebb van az EKB 2,0%-os célkitűzéséhez. Mindez arra utal, hogy a másodkörös hatások egyelőre mérsékeltek maradnak. Ugyanakkor a korábbi energiaár-sokkok azt mutatták, hogy a maginfláció gyakran késleltetve reagál az energiaárak emelkedésére. Mindenesetre a legutóbbi ársokk mértéke még így is jóval mérsékeltebb, mint a 2022–2023-as, az ukrajnai háború eszkalációját követő sokké.
- **Kamatpolitika:** Az EKB új kamatemelési ciklust indított, amelynek keretében június óta két lépésben, 2,0%-ról 2,5%-ra emelte a betéti kamatlábakat. A piaci várakozások szerint az idei évben legalább két további, egyenként 25 bázispontos emelés várható. Az EKB hangsúlyozza, hogy az európai gazdaság erős ellenállóképességről tesz tanúbizonyságot az energiaár-sokkokkal és a geopolitikai feszültségekkel szemben: a növekedés várhatóan fennmarad, a munkanélküliség pedig a közelmúltban elért, évtizedek óta nem látott alacsony szinten (kb. 6%-on) stabilizálódik. Ez további mozgásteret biztosít az EKB számára a monetáris szigorításhoz, így a kamatemelések akár 2027-ben is folytatódhatnak. A helyzet azonban továbbra is igen bizonytalan marad, mivel nagymértékben függ a geopolitikai feszültségek és az energiaárak alakulásától.

A hosszú hozamok sokéves csúcsra emelkedtek

Várható EUR és USD kamatpályák (%)



Értékelésünk a kötvénypiac középtávú kilátásairól

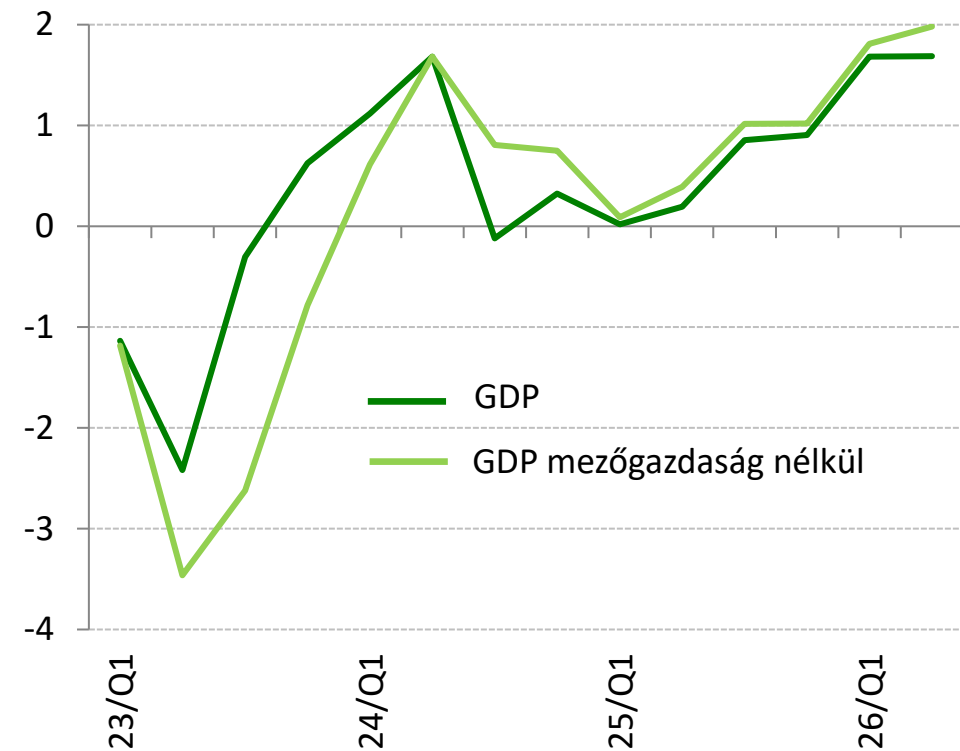
- A vámokkal, magas költségvetési hiánnyal és a célértéket meghaladó fogyasztói árindexszel jellemezhető, szétagolt világban pozitív reálkamatokra van szükség ahhoz, hogy az infláció visszatérjen a kívánatos szintekre. Hosszabb távon arra számítunk, hogy a rövid lejáratú kamatok az euróövezetben 2-2,5%, az Egyesült Államokban pedig 3-3,5% körül fognak ingadozni. A magas finanszírozási igények miatt a hosszú oldalon is pozitív lejárat-prémiumra van szükség; várakozásaink szerint a 10 éves lejárat-prémium eléri majd a 100-150 bázispontot.
- Csekély a hajlandóság a költségvetési politika fenntarthatóvá tételére, miközben erős a kísértés a jegybankok alacsony infláció melletti elkötelezettségének korlátozására és a pénzügyi represszió alkalmazására.

Rövid távú kilátások: az EKB és a Fed részéről még egy kamatemelés várható

- Miután Kevin Warsh, a Federal Reserve elnöke Jackson Hole-i beszédében elismerte, hogy az Egyesült Államoknak nem növekedési, hanem inflációs problémával kell szembenéznie, jelentősen felerősödtek a további kamatemelésekre vonatkozó várakozások. A szeptemberben közzétett inflációs adatok még inkább megerősítették ezeket a várakozásokat. Ennek hatására a Fed szeptemberben kamatot emelt, a piacok pedig egyértelműen beárznak még egy kamatemelést az év vége előtt. Eközben az amerikai 10 éves államkötvény hozama áttörte a korábban erős, 4,7%-os ellenállási szintet, és jelenleg 5% felett mozog. Ez a folyamat egyaránt tükrözi a közeljövőbeli monetáris szigorítással kapcsolatos várakozások erősödését és az amerikai költségvetési pálya fenntarthatóságával kapcsolatos növekvő aggodalmakat. Ugyanakkor, ha 3,0-3,5% körüli egyensúlyi rövid távú kamatlábbal és 100-150 bázispontos lejárat-prémiummal számolunk, az amerikai hosszú távú hozamok 4,5-4,7%-os tartománya tekinthető az új rendszerben irányadónak.
- Az FRA-árazás már 3,5% körüli irányadó kamatlábat vetít előre az euróövezetben a jövő szeptemberi időszakra. Ezeket a várakozásokat elsősorban az emelkedő energiaárak hajtják, miközben az elemzői konszenzus szerint a kamatszint a jövő év végére a 2,5-2,75%-os tartományba kerülhet. Ezzel párhuzamosan – a német tartományi választások eredményeinek, valamint az euróövezeti kamatemelésekkel kapcsolatos várakozások erősödésének hatására – a német tízéves államkötvény hozama is áttörte a 3,2% körüli korábbi ellenállási szintet.

3,5 év stagnálást követően 2026 első felében élénkült a gazdasági növekedés

GDP növekedés (év/év, %)



A gazdaság növekedése 2026 első felében 1,7%-ra gyorsult. A gyenge mezőgazdasági szezon, a Paksi Atomerőmű kiesése és az iráni konfliktus negatív hatásai ellenére az éves GDP-növekedés továbbra is eléri az 1,7%-ot az év egészében.

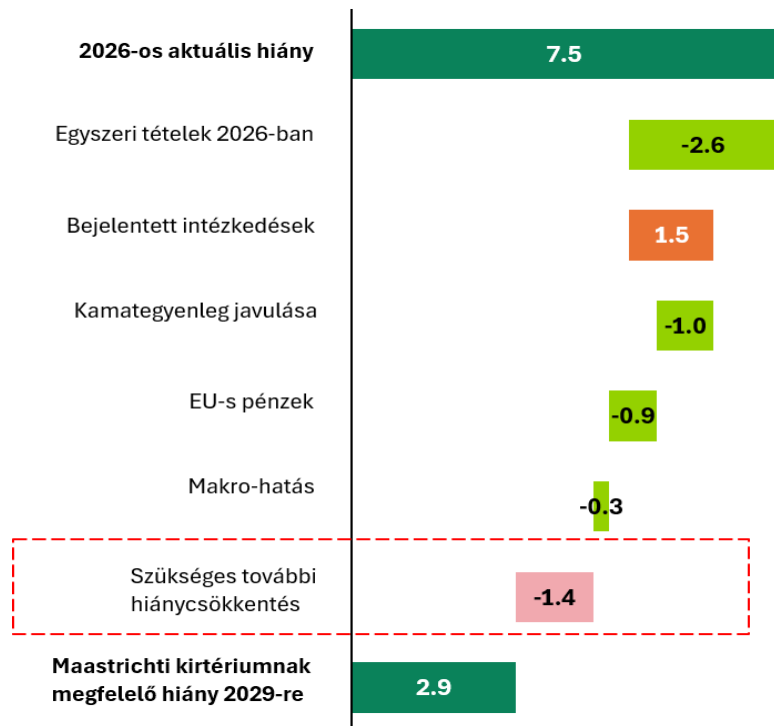
- A mezőgazdaság teljesítményétől eltekintve a GDP az első és a második negyedévben egyaránt 2,5%-os évesített negyedéves alapú bővülést mutatott. Ugyanakkor a mezőgazdasági kibocsátás visszaesése miatt a teljes gazdaság növekedési üteme 3,2%-ról 1,6%-ra lassult évesített negyedéves alapon.
- A növekedés fő hajtóereje idén ismét a háztartások fogyasztása lehet, amely várhatóan mintegy 4,5%-kal bővül. Az export két évnyi egymást követő visszaesés után ismét növekedési pályára állhat. A beruházási aktivitás ugyanakkor továbbra is gyenge, elsősorban a vártnál alacsonyabb állami beruházások miatt, miközben a vállalati szektorban már megjelentek az élénkülés első jelei.

A gazdasági növekedés várhatóan 2,5% közelébe gyorsul 2027-ben, ugyanakkor a kilátásokat továbbra is jelentős bizonytalanság övezi, különösen a tervezett költségvetési kiigazítás összetételét illetően.

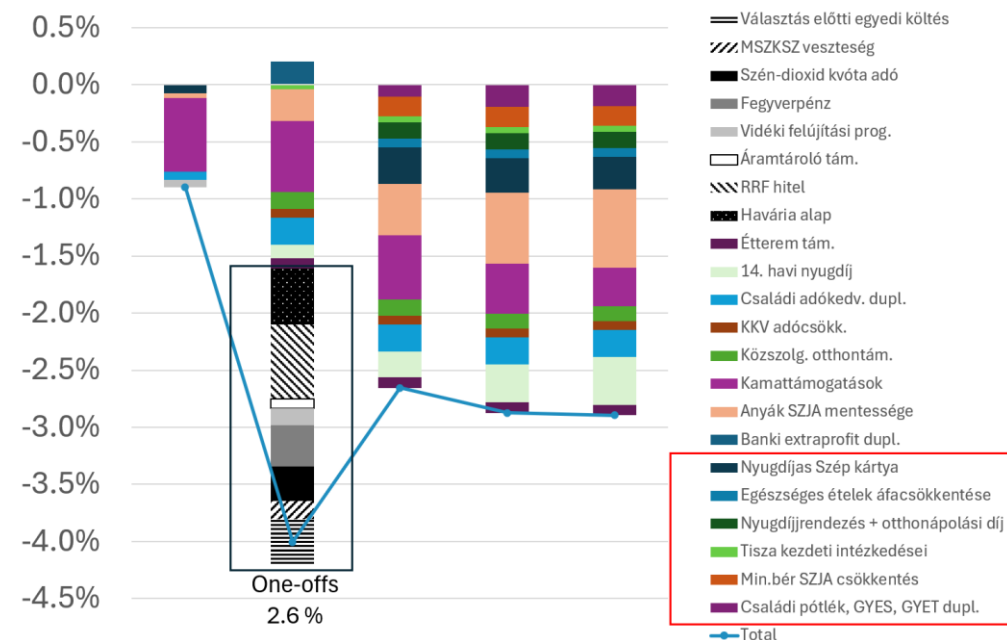
- Az állami beruházások érdemben élénkülhetnek az uniós források beáramlásának köszönhetően.
- Az export növekedését az elmúlt években kiépített új kapacitások támogatják.
- A háztartási fogyasztás bővülése ugyanakkor a reálbér-növekedés és a hiteldinamika lassulásával mérséklődhet.
- A növekedést támogatja, hogy a 2026-ban tapasztalt energiapiaci zavarok, köztük a Paksi Atomerőmű kiesése, várhatóan nem ismétlődnek meg. Egy kedvezőbb mezőgazdasági szezon szintén érdemben javíthatja a gazdasági teljesítményt.
- A kormánynak már 2027-ben hozzá kell látnia a költségvetési konszolidációhoz, ugyanakkor annak konkrét intézkedései és összetétele egyelőre alig ismertek.

A költségvetési hiány 2026-ban elérheti a GDP 7,5%-át

Hiánycsökkentési igény a 2029-es 3% alatti hiány eléréséhez (GDP %-ában)



Kormányzati intézkedések középtávú költségvetési hatása (GDP %-ában)



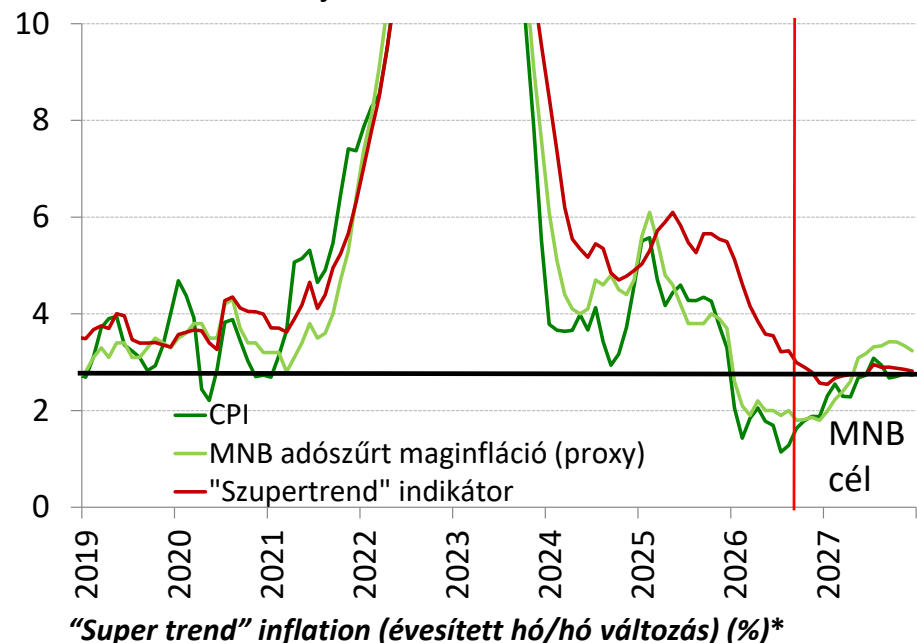
- o 2020-2023: Magas, 6-8%-os GDP arányos hiány, amelyet a Covid-hoz kapcsolódó intézkedések és a választásokhoz kötődő költségek hajtott
- o 2024: A hiány a GDP 5%-ára csökkent, elsősorban adóemlésekre és az állami beruházások visszafogásának köszönhetően.
- o 2025: A hiány a GDP 4,7%-át tette ki, az év eleji költségvetési szigorításokat az év vége felé növekvő kiadások ellensúlyozták. Utóbbiak nélkül a hiány csak kis mértékben haladta volna meg a GDP 4%-át.
- o 2026: Az előző kormány adócsökkentései, kamattámogatási programjai, nyugdíjmelései, több egyszeri juttatása, valamint a választások előtti költségek következtében a hiány idén akár a GDP 7,5%-át is megközelítheti.
- o A jelenleg ismert intézkedések mellett a GDP 1,4%-ának megfelelő kiigazításra lesz szükség a 3%-os maastrichti hiánykritérium 2029-es teljesüléséhez.
- o Az új kormány várhatóan október második felében teszi közzé a következő évekre vonatkozó költségvetési keretrendszerét.

16,4 milliárd euró EU-s forrás szabadulhat fel

	Összeg (EUR bn)	Előretekintő hatás (2027-től)
Összesen	16.4	
ebből: RRF grant	6.5	
RRF hitel	3.5	
Kohéziós forrás	6.4	Hiány csökkentés és/vagy növekedést serkentő
RRF grant	6.5	
ebből:		
meglévő projektek utófinanszírozás	3.9	Adósságcsökkentő, előre tekintve nincs hatás
elektromos hálózat fejlesztés	1.5	Hiány csökkentés és/vagy növekedést serkentő
MFB tőkeemelés	1.1	Hiány csökkentés és/vagy növekedést serkentő
RRF hitel	3.5	
ebből:		
ROSCO (vasúti gördülő állomány megújítása)	1.8	Hiánynövelő, növekedést serkentő
MFB tőkeemelés	0.7	Hiánysemleges, növekedést serkentő
IRIS2 (EU műholdas rendszer)	0.5	Hiánysemleges, növekedést serkentő
AI Giga	0.5	Hiánysemleges, növekedést serkentő
RRF-ből eddig beérkezett (előző kormány alatt)	0.8	
2026 végéig még bejövő*	9.2	

Az infláció idén 1,7%-ra csökkenhet

OTP inflációs előrejelzés



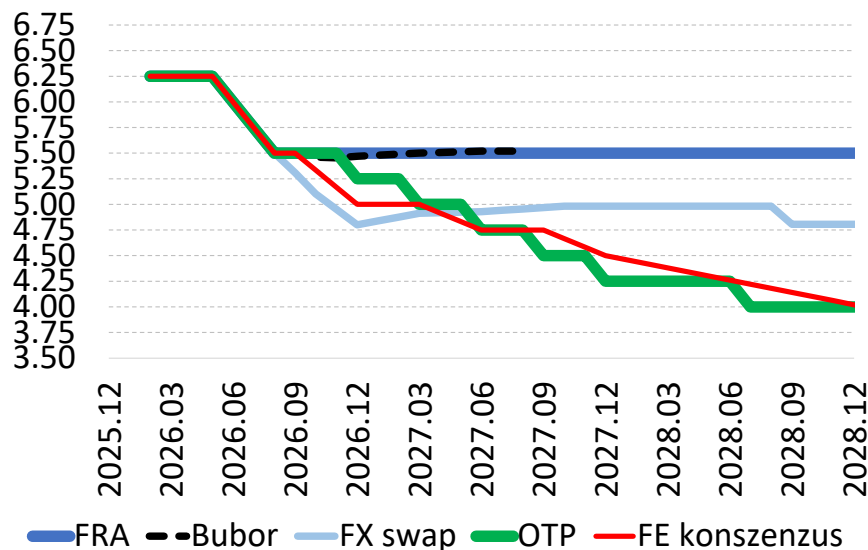
- **2026:** Az infláció 2026 első nyolc hónapjában az esetek többségében 2% alatt maradt, a legfrissebb, augusztusi fogyasztóiár-index 1,3%, míg a maginfláció 2% volt. Mindkét mutató jóval a jegybank jelenlegi 3%-os inflációs célja, valamint az euróövezet 3,2%-os inflációs rátája (maginfláció: 2,6%) alatt maradt. Az élelmiszerárak csökkenése mellett a kedvező inflációs folyamatokat elsősorban az erős árfolyam támogatta, amely mérsékelte az importált termékek árát. Ugyanakkor a szolgáltatások inflációja augusztusban továbbra is magas maradt, még a banki és távközlési szektor júniusban lejárt önkéntes árstopjainak megszűnését követő áremelések kiszűrését követően is.
- **Az iráni háború hatásai:** A szabályozott lakossági energiaárak és a hatósági korlátozás alá nem tartozó üzemanyagárak esetében is korlátozott volt az Iránnal folytatott háború közvetlen inflációs hatása. Bár az energiaárak a korábban vártnál hosszabb ideig maradtak magas szinten, és a dízelárak emelkedése már megjelent a közlekedési szolgáltatások költségeiben is, a termelési láncokon keresztül érvényesülő szélesebb körű másodkörös hatások továbbra is korlátozottak maradtak. Emellett az inflációs várakozások is horgonyozottak maradtak.

Előretekintve az infláció 2026-ban 1,7%-ra, 2027-ben pedig 2,6%-ra emelkedhet. A tartósan magas energiaárak, a mezőgazdaságot sújtó aszály és a műtrágyahiány felfelé mutató kockázatot jelent

- A kedvező inflációs adatok ellenére az alapfolyamatok továbbra is erős árnyomásra utalnak, különösen a bérérzékeny szolgáltatások esetében. Emellett az új kormány nem vezette ki a korábbi fogyasztásélénkítő intézkedéseket, sőt további kereslettámogató lépéseket is tett. Ugyanakkor a jegybank elkötelezettnek tűnik a forint jelenlegi, erősebb szintjeinek fenntartása mellett.
- Szeptemberben felfüggesztette a kamatcsökkentési ciklust, és bejelentette, hogy 2028-tól az inflációs célt 3,0%-ról 2,5%-ra mérsékli. A szigorúbb monetáris politika és az eurókonvergencia melletti elkötelezettség hozzájárulhat az inflációs várakozások stabil lehorgonyzásához. Előretekintve az árréskorlátozások esetleges kivezetésének inflációs hatása várhatóan mérsékelt marad, és érdemben nem változtatja meg a dezinflációs folyamatok összképét.
- **Kockázatok:** Az energiaárak tartósan magas szintje, különösen a földgáz- és dízelárak emelkedése, felfelé mutató inflációs kockázatot jelent. Emellett az aszály és a műtrágyaellátási problémák következtében a jelenlegi kedvező élelmiszerár-dinamika 2027-ben megfordulhat.

A kamatcsökkentési ciklus az év végén folytatódhat

Jegybanksi alapkamat (OTP előrejelzés és piaci árazás)



A piaci árazások alapján idén már nem várható további kamatcsökkentés, elsősorban az emelkedő nemzetközi hozamkörnyezet és a növekvő energiaárak miatt. Az elemzői konszenzus ugyanakkor legalább egy további kamatvágással számol.

Az iráni háború előtt:

A forint folyamatos erősödése és az alacsony inflációs környezet mellett, a 17 hónapon át változatlanul tartott 6,5%-os irányadó kamatot 2026 februárjában 25 bázisponttal 6,25%-ra csökkentették. A kamatcsökkentési várakozások ezt követően tovább erősödtek: a piac az irányadó kamat 5,5%-ig történő csökkenését árazta.

A háború következményei:

- A forint gyors leértékelődése nyomán elhalványultak a kamatcsökkentési várakozások, a piac kamatemeléseket kezdett árazni.
- Az MNB február után nem folytatta a kamatcsökkentési ciklust.
- A december és február között kibontakozó állampapírpiazi rali megfordult: a hozamok meredeken emelkedtek, 8% körül tetőztek, ami mintegy 150 bázisponttal haladta meg a februári mélypontot.

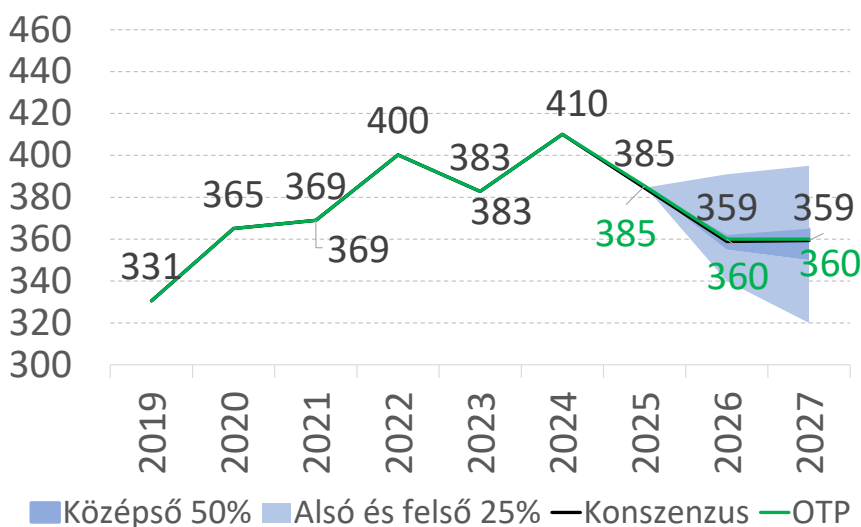
Jelenlegi helyzet és kilátások:

- A nyár folyamán az MNB három alkalommal csökkentette, összesen 75 bázisponttal az alapkamatot. A jegybank szeptemberben szüneteltette a rövid kamatcsökkentési ciklust, mivel a nemzetközi hozamkörnyezet és az emelkedő energiaárak aszimmetrikus kockázatokat jelentenek. Szeptemberben az MNB azt is bejelentette, hogy az euróbevezetésre való felkészülés részeként 2028. január 1-jétől 2,5%-ra csökkenti inflációs célját.
- További kamatcsökkentésekre csak abban az esetben nyílna lehetőség, ha a magyar kockázati felárak tovább mérséklődnek, miközben a fejlett piacokon a következő hónapokban várhatóan további monetáris szigorítás valósul meg. A kockázati felárak csökkenésének legfontosabb katalizátora a 2027. évi költségvetés, valamint a középtávú fiskális és makrogazdasági pálya lehet, mivel a befektetők elsősorban arra kíváncsiak, hogy teljesülhetnek-e az euró bevezetéséhez szükséges makrogazdasági feltételek.

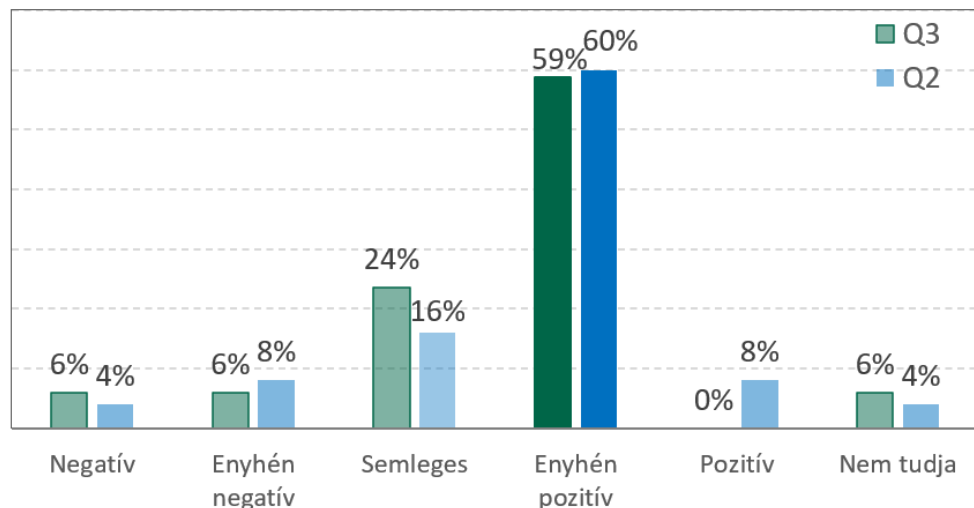
EUR/HUF: nem számítunk a forint árfolyamának számottevő leértékelődésére

- Az előretekintve jelentősen szűkülő EUR/HUF kamatkülönbség ellenére az EURHUF stabilan a 360-as szint körül alakult. Mivel az euró bevezetéséhez szükséges inflációs kritérium teljesítése erős és stabil árfolyamot feltételez, nem számítunk érdemi forintgyengülésre
- Ugyanakkor a forint felértékelődési potenciálja is korlátozott, mivel a jegybank korábbi intézkedéseivel már egyértelműen jelezte, hogy mely árfolyamszinteket tekinti nem kívánatosnak a erősödés irányában.

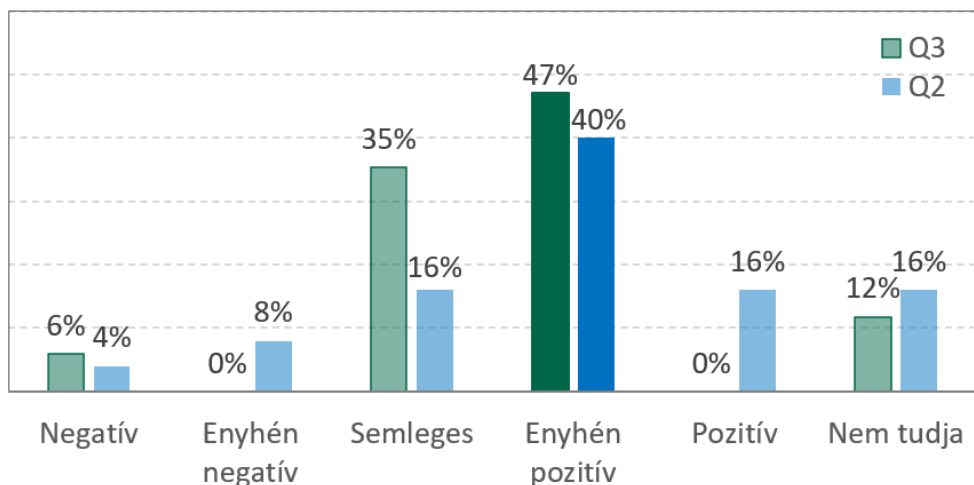
EUR/HUF árfolyam várakozások (év vége)



Mi a BUX Indexre vonatkozó várakozásod a következő 3 hónapra?



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



- Intézményi befektetői felmérésünkben lehetőséget biztosítunk intézményi ügyfeleinknek, hogy megosszák és megismerjék a piaci várakozásokat és hangulatot. A magyar eszközökre fókuszálunk a regionális és globális trendek kontextusában. A felmérés szeptember 18-án zárult le, amiből néhány fontosabb megállapítást emelünk ki, [a teljes riport itt olvasható](#).
- A magyar részvények iránti befektetői hangulat továbbra is pozitív, bár a júniusi felméréshez képest visszafogottabb az optimizmus. A kifejezetten pozitív válaszok aránya 8%-ról nullára esett vissza, míg a semleges vélemények aránya 16%-ról 24%-ra emelkedett. Az eredmények arra utalnak, hogy a befektetők továbbra is jó teljesítményt várnak a BUX-tól az elkövetkező három hónapban, de a piac idei emelkedése után kevésbé tartanak valószínűnek egy jelentősebb felfelé kört.
- A CETOP Index-nél az enyhén pozitív válaszok aránya 40%-ról 47%-ra emelkedett. A közép-kelet-európai régió eddig ebben az évben viszonylag stabilan tudta átvészelni az emelkedő energiaárakból fakadó kockázatokat, elsősorban a belföldi fogyasztás és az uniós forrásokból is támogatott beruházásoknak köszönhetően. A közép-kelet-európai részvényt piac a kedvezőbb profitkilátások ellenére is jelentősen olcsóbb maradt, mint Európa. A vállalati profitok várhatóan 30%-kal nőnek ebben az évben, ami nagyjából kétszerese az európai rátának, miközben a marginok rekordmagasságok közelében vannak. Ezek alapján a CEE részvényt piac továbbra is az egyik legvonzóbb alternatíva arra az esetre, ha valaki AI kitettség nélkül szeretne relatíve olcsó, és növekedéssel is bíró régióba fektetni.
- A befektetők forinttal kapcsolatos várakozásai a júniusi felmérés óta óvatosabbá váltak. A válaszadók legnagyobb része, 65%, most arra számít, hogy az EUR/HUF árfolyam a következő három hónapban 360 és 370 között mozog majd, szemben az előző felmérésben mért 24%-kal. A befektetők továbbra is stabil forint árfolyamot várnak, de a jelenlegi szinthez képest kisebb esélyt adnak további számottevő erősödésre. A regionális devizákat nézve továbbra is a forintot várják relatív jól teljesítőnek. A forint magas carry-hozama és Magyarország javuló kockázati megítélése továbbra is támogathatja ezt a relatív teljesítményt.

Eszközosztályok



Részvény

Az AI által segített profitboom hatására a részvénypiaci árazás jelentősen mérséklődött, de számos kockázat maradt, ami miatt érdemes szelektívnek maradni, és a korrekciós szakaszokat kihasználni vásárlásokra.



Felülsúlyozás



Kötvény

Fundamentálisan indokolhatóak az új lokális fejlett piaci kötvényhozam csúcsok, a jelentős államadósságok miatt azonban a mostaninál magasabb szintek gazdaságilag és politikailag sem kívánatosak.



Semleges



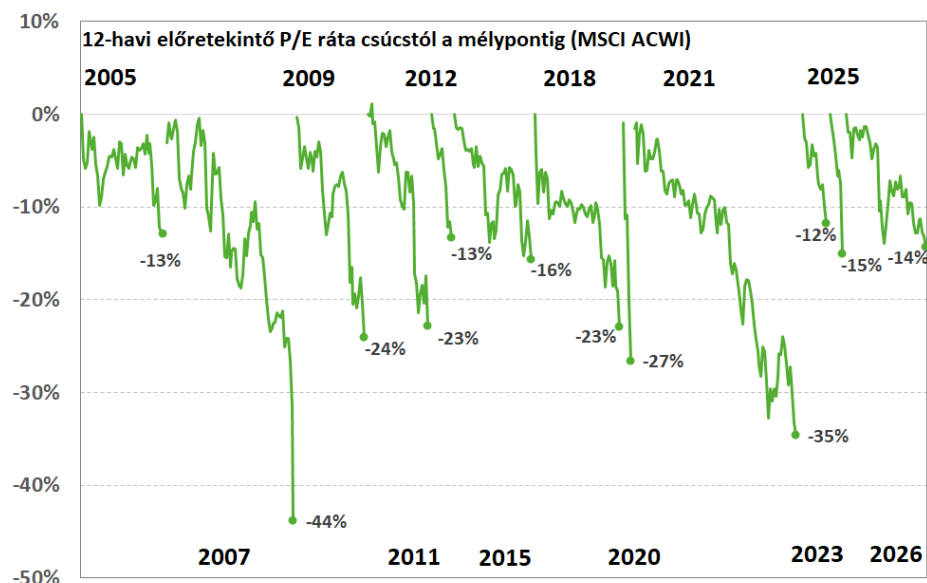
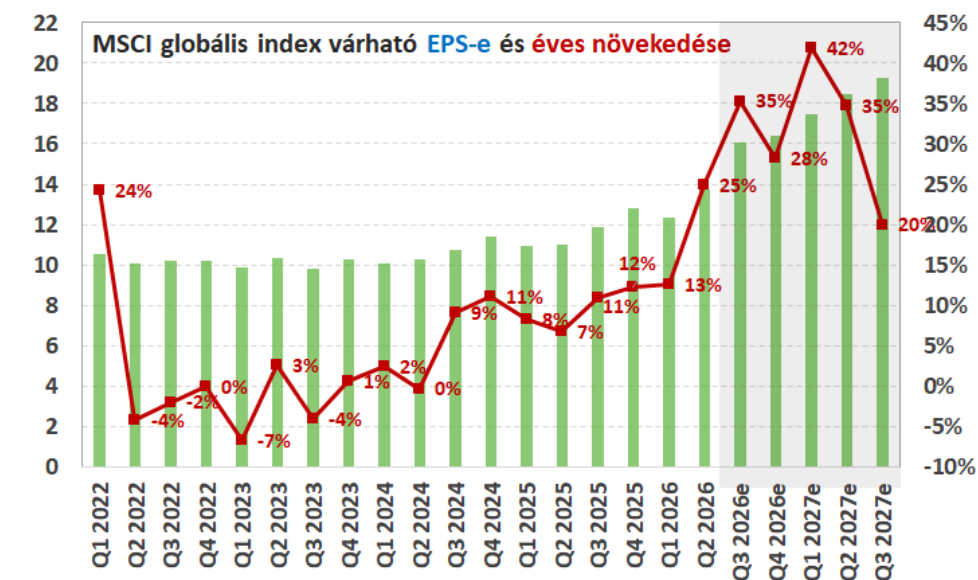
Nyersanyag

Összességében tartjuk semleges nyersanyagpiaci álláspontunkat, mivel a közel-keleti helyzet alakulása a meghatározó, de ennek kimenetelét nehéz megítélni. A mezőgazdasági szektort és az uránt kedveljük.



Alulsúlyozás

Részvény: sokkal olcsóbbak lettek a részvények

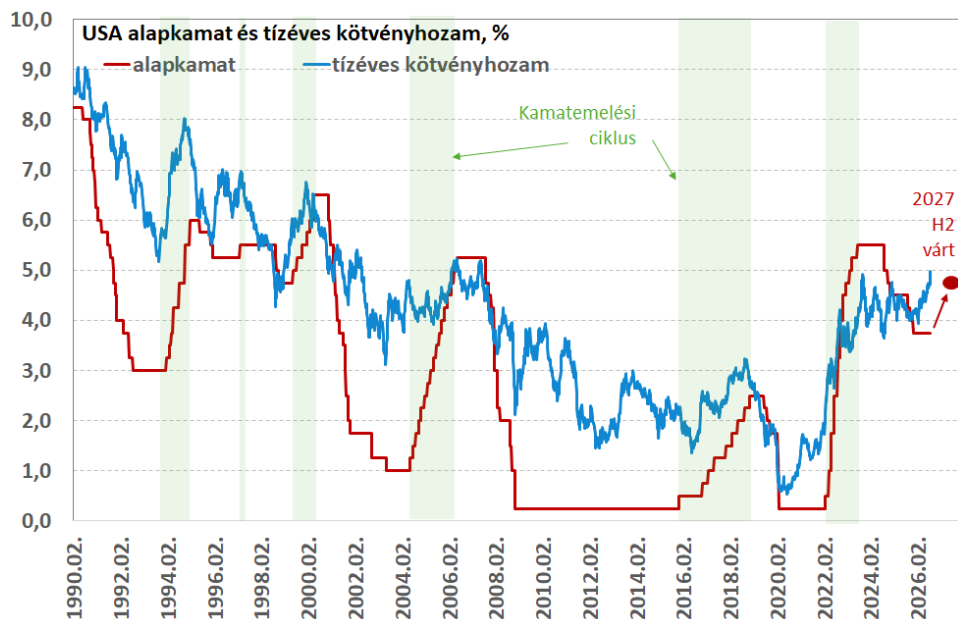
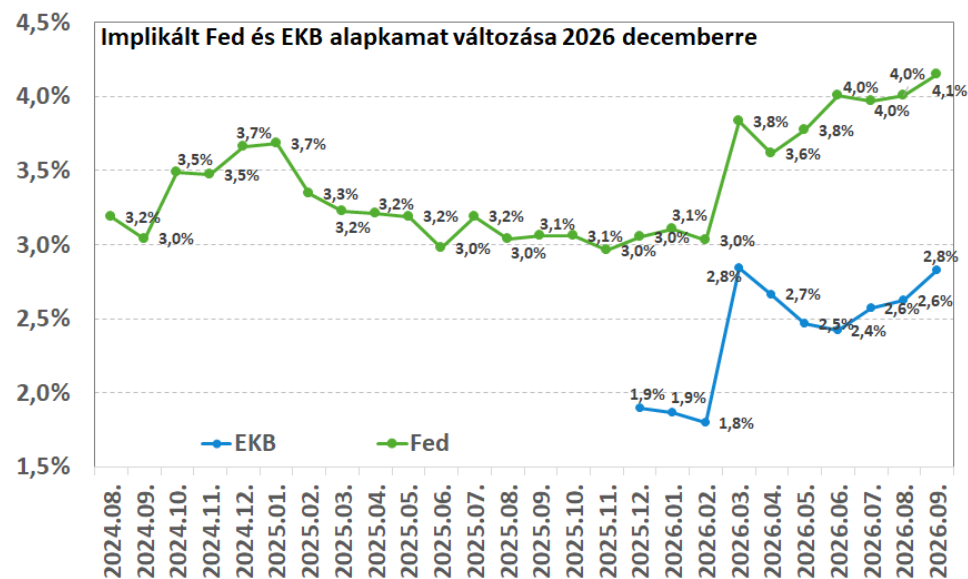


- Bár az amerikai-iráni helyzet ismételt eskalálódása jelentősen emelte az energiaárakat, a világ meghatározó gazdaságainak növekedése reziliens maradt. Előretekintve a momentum elkezdhet apadni, a magas energiaárak a lakossági fogyasztást negatívan befolyásolhatják, a vállalati szektor – elsősorban AI beruházásokhoz kötődő – profitbővülése azonban komoly támasza maradhat a részvényt piacoknak.
- A profitbővülés példátlanul erős, 30% körüli, és a várakozások szerint ez a következő negyedévekben is fennmaradhat. Bár az AI beruházási tervek fenntarthatóságával kapcsolatban vannak kockázatok, alapesetben a felhőszolgáltatók előre lekötött rendelésállományai, a továbbra is erősen keresletes félvezetőpiac, és az országok közötti technológiai versenyfutás is a beruházási ciklus fennmaradását segítik.
- Egyelőre a profitvárakozások is kiugró mértékben emelkednek, év eleje óta 13-15%-kal, ráadásul a pozitív meglepetéseket okozó cégek köre széles, nemcsak AI körül koncentrálódik. Még ha idővel a profitdinamika természetes módon el is kezd lassulni (2027 H2-től), a részvényt piacok számára kockázatot jelentő profitrecessziótól egyéves időtávon egyelőre nem kell tartani.
- Mivel május vége óta a részvényindex oldalaz, így mostanra jelentős átárazódás is megtörtént (az egy évvel ezelőtti 20-as előretekintő P/E 17 alá mérséklődött), elkezdtünk a hosszú távú átlaghoz közelíteni. Ezt elsősorban a fejlett piaci hosszú kötvényhozamok (március óta 100bp körüli) emelkedése hajtotta, amit a profitboomnak köszönhetően tudott stagnálással átvészelni a részvényt piac.
- A kötvényhozamok jelenlegi szintekről való további gyors emelkedése azonban már egyre nagyobb kockázatot jelent, hiszen 1, a szükséges átárazódásnak az árfolyamok esésén keresztül kellene megvalósulnia, 2, a hozamemelkedés az egyre jelentősebb részben külső finanszírozásra szoruló AI beruházási aktivitást is negatívan befolyásolhatja, ami viszont a profitnövekedési kilátásokat kérdőjelezné meg. Pont emiatt viszont az amerikai vezetés láthatóan tesz azért, hogy a hozamok emelkedését fékezze, amit átmenetileg vélhetően képes is lesz elérni (Usa-Irán deeszkaláció, kötvénypiaci vásárlások, kötvénykínálat rövidebbre tolás)



A jelentős meglepetések és profitdinamika hatására a részvényt piac kezd egyre vonzóbb árazási szintekhez érni. Felülsúlyozott pozíciók kialakításával egyelőre kívánnánk, hiszen a kiszámíthatatlan hormuzi helyzet, a kötvényhozamok további emelkedése, az időközi amerikai választások, újabb technológiai IPO-k a következő hetekben még lefele mutató kockázatok. Érdemes továbbra is szelektívnek maradni, és a korrekciós szakaszokat kihasználni vásárlásokra.

Kötvény: a tüneti kezelés nem oldja meg a probléma gyökerét

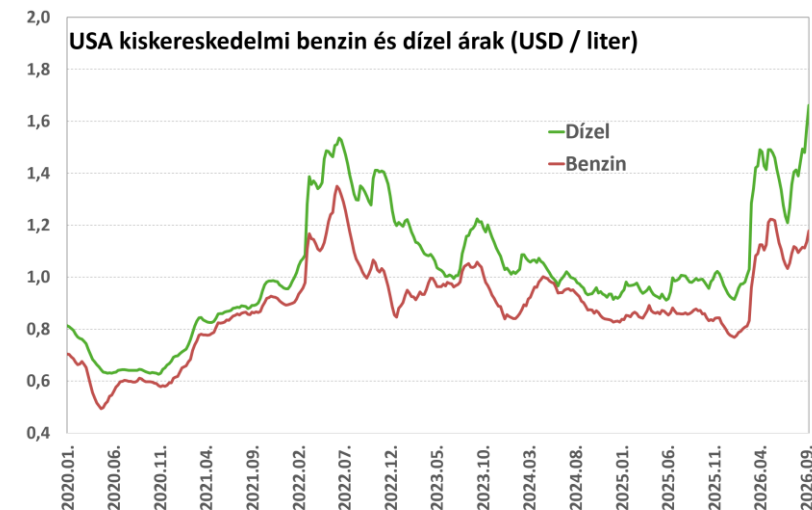
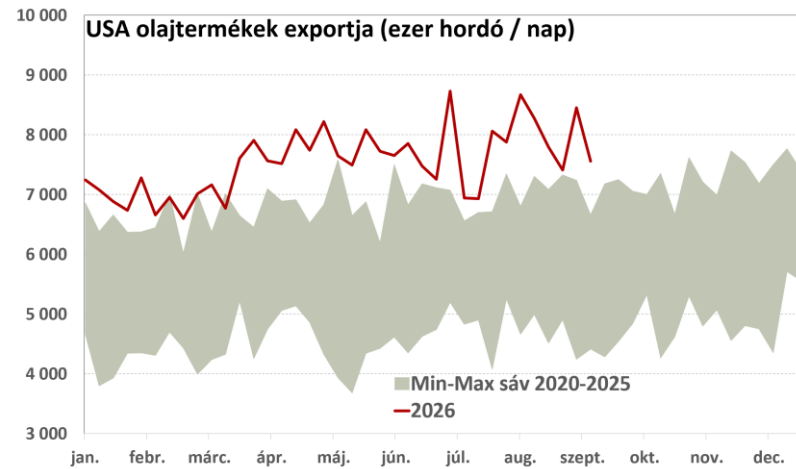


- Több tényező együttes hatása is szerepet játszott abban, hogy a hosszú hozamok több fejlett országban is új lokális csúcsra emelkedtek: 1, erős gazdasági növekedés, pozitív meglepetést okozó makroadatok, javuló USA munkaerőpiaci helyzet, 2, az energiaárak ismét közelítik korábbi csúcsaikat, ami átmenetileg emeli az inflációt, 3, az AI beruházások növekvő külső finanszírozási igénye tőkeelszívó hatásként érvényesül, 4, magas költségvetési hiányok és eladósodottság érdemi konszolidáció nélkül, 5, az új Fed vezetés változó hozzáállásával járó bizonytalanság. A 10 éves amerikai reálhozam (TIPS) közel 20 éves csúcsra, 2,6%-ra, a term premium 100 bp-ra, 2016-os magasságba emelkedett.
- Fundamentális tekintetben indokolhatónak tűnhet akár a most látható 5% körüli amerikai és 3,5% körüli német tízéves kötvényhozamszint. A jelentős államadósságszintek és az így növekvő kamatterhek miatt azonban a mostaninál magasabb szintek gazdasági és politikai értelemben véve sem kívánatosak.
- Az amerikai pénzügyminisztérium ezért megemelte a visszavásárlandó hosszú kötvény volument, ami egyelőre jelzésértékét, semmint nagyságát tekintve volt fontos lépés, növeli a hozamemelkedést hűteni képes beavatkozások esélyét. Ez jelenthet de-eszkalációs lépéseket az iráni háborúban, vagy akár a jelzettnél nagyobb kötvényvásárlásokat, esetleg a kötvénykibocsátások rövidebb lejárat felé való eltolását. A gazdaságpolitikának megvannak az eszközei, hogy átmenetileg a hozamokat kordában tartsa, tartós megoldást azonban a költségvetési konszolidáció jelenthetne, ennek esélye azonban igen alacsony.
- A kitáguló rövid reálhozam különbség egyelőre a dollárt erősítő tényező, a legnagyobb kockázat a dollárra nézve az lehetne, ha a Fed függetlensége megkérdőjeleződne az új vezetés alatt.
- A vállalati kötvénypiacokon a jelentős AI beruházásokhoz kötődő kötvénykibocsátási volumen (IG-ben idén új csúcs lehet) és a megugró államkötvényhozamok ellenére is meglepően stabilak és historikusan szűkek maradtak a marzsok, vélhetően az egészséges vállalati fundamentumoknak és erős mérlegeknek köszönhetően. A kockázatokért azonban ezek a szintek nem kompenzálnak kellőképp.

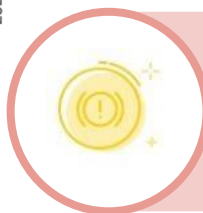


Fundamentális tekintetben indokolhatóak az új lokális csúcsra emelkedő fejlett piaci hosszú kötvényhozamok, igaz a jelentős államadósságszintek mellett a mostaninál magasabb szintek gazdasági és politikai értelemben véve sem kívánatosak. A gazdaságpolitikának megvan az eszköztára, hogy átmenetileg a hozamemelkedést kordában tartsa, de a tartós sikerhez költségvetési kiigazításra is szükség lenne, aminek az esélye egyelőre alacsony.

Nyersanyag: továbbra is fókuszban az iráni háború



- A júniusban aláírt USA-Irán keretegyezmény relative gyors szétesésének és a közel-keleti konfliktus eszkalációjának köszönhetően az energiaárak ismét jelentősen megugrottak az elmúlt időszakban. Az orosz finomítók elleni támadások pedig szintén nem segítik az energiapiaci helyzetet. Mindennek köszönhetően a dízel ára több helyen új történelmi csúcsra emelkedett, de a benzin és egyéb olajtermékek (pl. fűtőolaj, motorolaj stb.) illetve az európai és ázsiai földgáz jegyzése is szignifikánsan nőtt.
- Ez azért különösen aggasztó fejlemény, mivel az energiaárak emelkedése jellemzően sok áttételes hatással járhat, és a gazdaság számos szegmensét hozhatja nehezebb helyzetbe, ha az áremelkedés nagy és tartós. A magasabb dízelár például többek között megemeli a mezőgazdasági termelés, a logisztika és szállítmányozás, illetve az építő- és feldolgozóipar költségeit. A megemelkedett költségek pedig negatívan befolyásolhatják az érintett szegmensek profittermelési képességét, illetve áthárítás esetén a fogyasztói kiadásokat terheli.
- A rossz hír, hogy az iráni háború kapcsán egyelőre nem látszik, hogy közeledne a felek álláspontja, sőt, a jemeni húsz lázadók bekapcsolódásával a geopolitikai helyzet még romlott is. Egyrészt a Báb el-Mandeb-szoros „lezárása” akadályozza a nemzetközi hajóforgalmat, illetve a szaúdi olajinfrastruktúra elleni támadások (Kelet-Nyugat kőolajvezeték, finomítók) az olaj kínálatát csökkentik. Mindeközben a nemzetközi olajkészletek egyre jobban fogynak, bár nehéz megítélni, hogy ezek mennyi ideig adhatnak még támaszt a piacnak, hiszen ez részben attól is függ, hogy mekkora a Hormuzi-szoroson áthaladó nem hivatalos hajóforgalom, illetve a keresleti oldali alkalmazkodást sem érdemes lebecsülni (bár utóbbinak nyilván vannak gazdasági következményei). Egy további nehezítő tényező, hogy a magas energiaárakra a kormányzatok reagálhatnak támogatásokkal, különadókkal vagy exportkorlátozásokkal is, amelyek a keresleti és kínálati oldalt is érdemben befolyásolhatják.
- Összességében a helyzet nem tűnik kedvezőnek, egyelőre maradhatnak a magasabb energiaárak, de érdemes jelentős volatilitással számolni. A szektoron belül hosszabb távon továbbra is kedveljük a fizikai mezőgazdasági termékeket és uránt is, míg az ipari és nemesfémek kapcsán egyelőre óvatosabb álláspontra helyezkednénk.



Tartjuk semleges nyersanyagpiaci álláspontunkat, hiszen itt továbbra is a közel-keleti konfliktus alakulása a meghatározó tényező, de ennek kimenetelét nehéz megítélni. Legrosszabb esetben tovább emelkedhetnek az energiaárak. A szektoron belül favorizáljuk a mezőgazdasági árucikkeket és az uránt is hosszabb távon.

Részvények - Régiók



USA

Erős profitnövekedés, csökkenő értékeltség, a kötvényhozamok további emelkedése azonban kockázat. A félvezetők túlvettsége enyhült, a kilátásokat továbbra is erősnek tartjuk, ahogy a kibervédelmi vagy egészségügyi szektorokban.



Európa

Gyenge vállalati marzsok, lemaradó profitnövekedési dinamika, a relatív értékeltségi diszkont szűkül. Számos strukturális kihívással néz szembe, és a gázár is tartósabban magasan ragadhat, ami ellenszél lehet a következő hónapokban.



Feltörekvők

Példátlanul nagy a profitbővülés, miközben igen vonzó értékeltségi szintek alakultak ki az utóbbi hónapokban, ami puffert ad a kockázatokkal szemben. A memóriachip piaci trendek még jó ideig kedvezőek maradhatnak, ez hátszél Dél-Koreának.



Kelet-Közép-Európa

Az energiaár emelkedést idén relatíve stabilan átvészelték, miközben a profitdinamikát, árazást és a pénzügyi szektor felé való nagyobb koncentrálttságot tekintve is az egyik legvonzóbb AI kitettség nélküli alternatíva. A BUX felülteljesítése folytatódhat.



Felülsúlyozás



Semleges

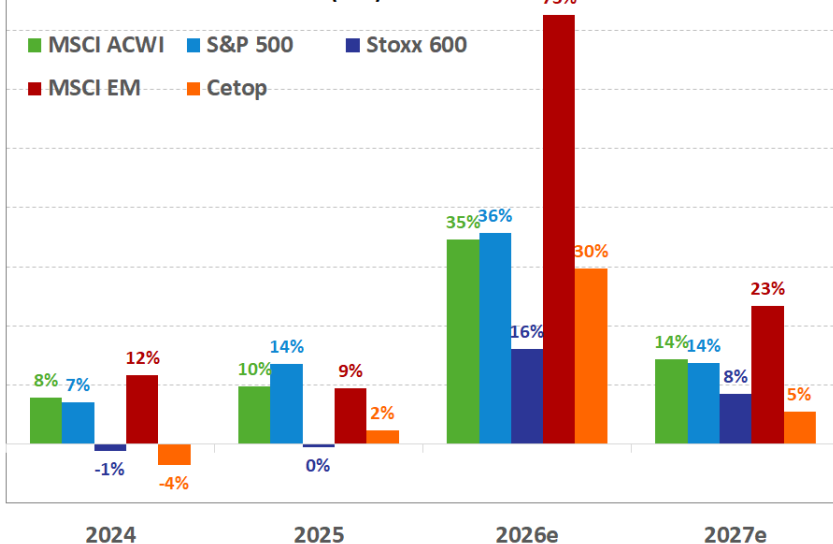


Alulsúlyozás

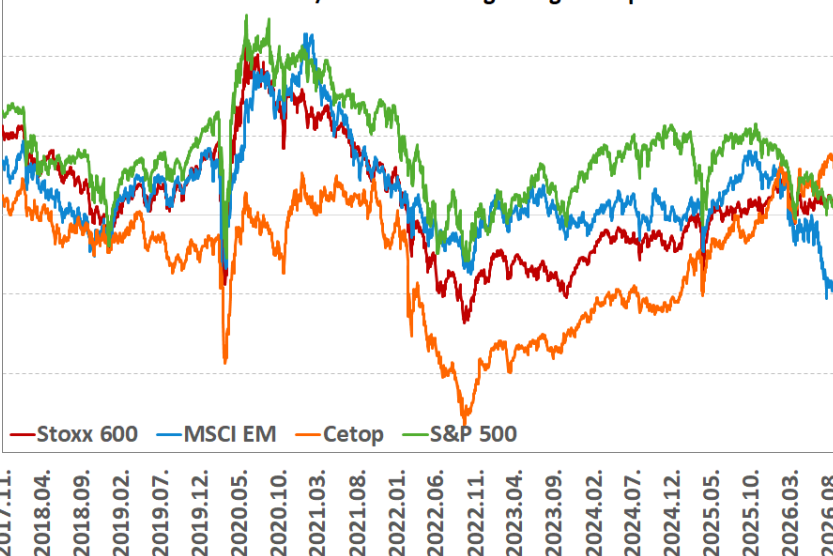


USA: a profitnövekedés viszi a hátán a piacot

Profitnövekedési várakozások (EPS)



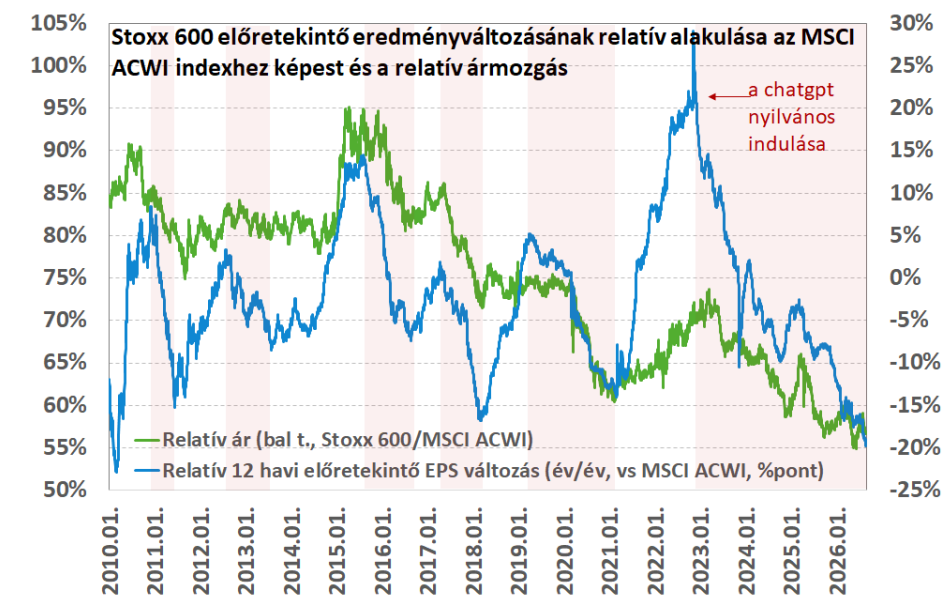
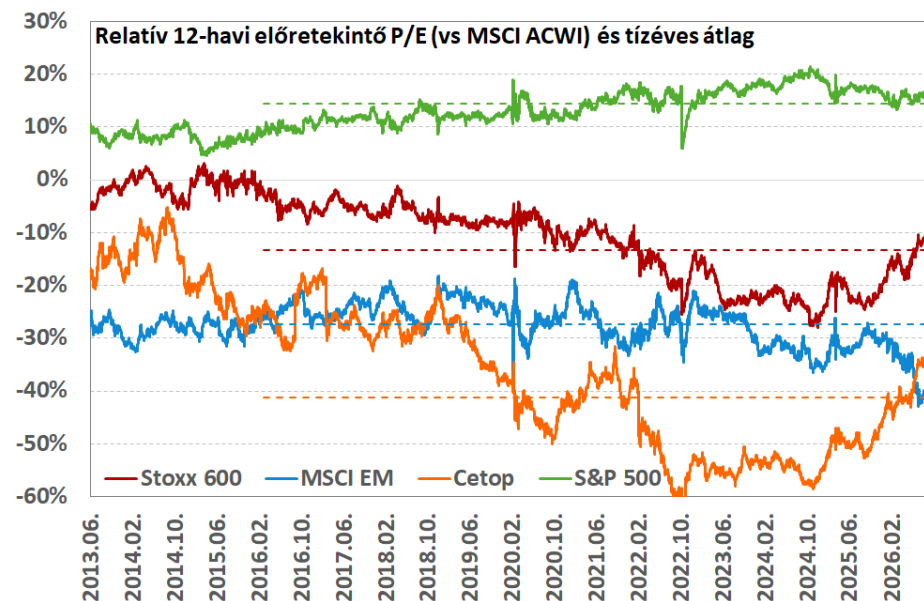
Relatív 12-havi előretekintő P/E a tízéves mozgóátlaghoz képest



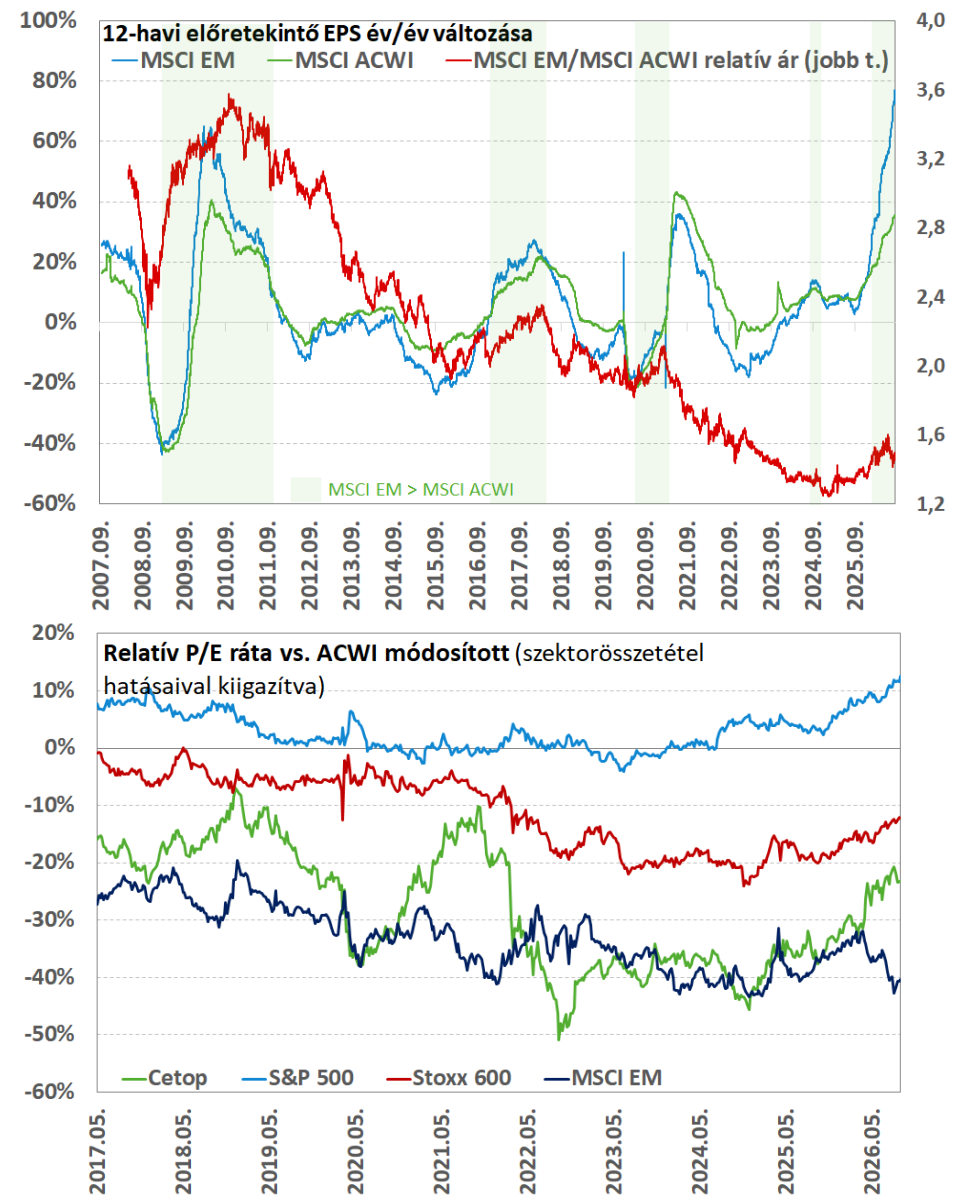
- A nyár közepére meglehetősen túlpozicionáltá vált félvezetőszektorban megindult a várt korrekció (~20%), így az amerikai részvénytőzsde egésze stagnált az utóbbi hónapokban. Eközben a Magnificent 7 vállalatok éves alapon közel 120%-os profitrobbanást értek el, és az egyszeri átértékelési hatások nélkül is jelentős, 43%-ost. Az S&P 500 többi vállalata is igen erős, 32%-os profitnövekedést ért el, vagyis hasonló szinteket, mint amit utoljára a covid utáni újraindításkor. Mivel a vállalatok 86%-a tudott pozitív profitmeglepetéssel szolgálni, ez egy kellőképp szélesnek mondható expanzióra utal, aminek hatására az S&P 500 indexre vonatkozó profitvárakozások év eleje óta 15%-kal emelkedtek. Idén meglehet a 35% körüli profitbővülés.
- Ez a növekedés tette azt lehetővé, hogy a korábban 23 körüli előretekintő P/E árazottság 19-re csökkenjen, ami már a tízéves átlagnak megfelelő érték. Vagyis, a profitnövekedés egyelőre puffert jelentett a hosszú kötvényhozamok emelkedése ellen. Ez előretekintve már kevésbé lehet így, további gyors hozamemelkedés az index szintjén is korrekciót hozhat (ami a kisebb kapitalizációjú vállalatok számára nagyobb kockázat), ahogy az időközi választás, új technológiai IPO-k elszívó hatása, vagy a Fed kamatemelései is.
- Idővel azonban ezeket magunk mögött hagyhatjuk, és mivel a recessziós valószínűség alacsony és az AI-sztoriban is látjuk még egy újabb felívelési ciklus lehetőségét (a profitmarzsok új csúcsra emelkedtek, ez segíthet enyhíteni a megtérülési félelmeket), ez a részvénytőzsde is erős támaszt ad.
- A vállalati AI adaptáció dinamikusan nő, a nagy felhőszolgáltatók jelentős állományon ülnek, aminek jelenleg kínálati szűkösség az oka. Ez várhatóan 2027-ben is fennmarad, ráadásul ennek feloldásához továbbra is masszív, sőt akár a jelenleg jelzettnél is nagyobb beruházásokra lesz szükség. Amennyiben ez igazolódik, úgy az a félvezetők profitvárakozásainak további emelkedése felé hathat, így akár a következő 1-1,5 évben fenntarthatóak is lehetnek a 100% körüli éves profitdinamikák. Ezekhez képest a 18-19-es 12 havi előretekintő P/E szorzó attraktívnak tűnik még az egyébként erősödő kockázatok mellett is (mint a jelentős külső finanszírozási igény, emelkedő hozamszintek, szabályozói oldal, lakossági elégedetlenség, sztrájkok).
- A semleges kitettség fenntartása mellett továbbra is szelektívek maradnánk az amerikai részvénytőzsiaccon. A félvezetőszektor kilátásait erősnek ítéljük, és mivel a korábbi túlvettség is apadt az elmúlt hónapok korrekciójával, ezért itt ismét látunk lehetőségeket. Hasonlóan igaz ez a kibervédelmi szegmensre, ami az AI biztonsági kockázataival kapcsolatos félelmekre adhat választ. Az egészségügyi szektort defenzív jellege miatt favorizáljuk, és továbbra is az AI felhasználásának egyik potenciális haszonélvezőjét látjuk bennük, amire érkezett is visszaigazolás az elmúlt hónapokban.



Európa: elhúz mellette a többi régió



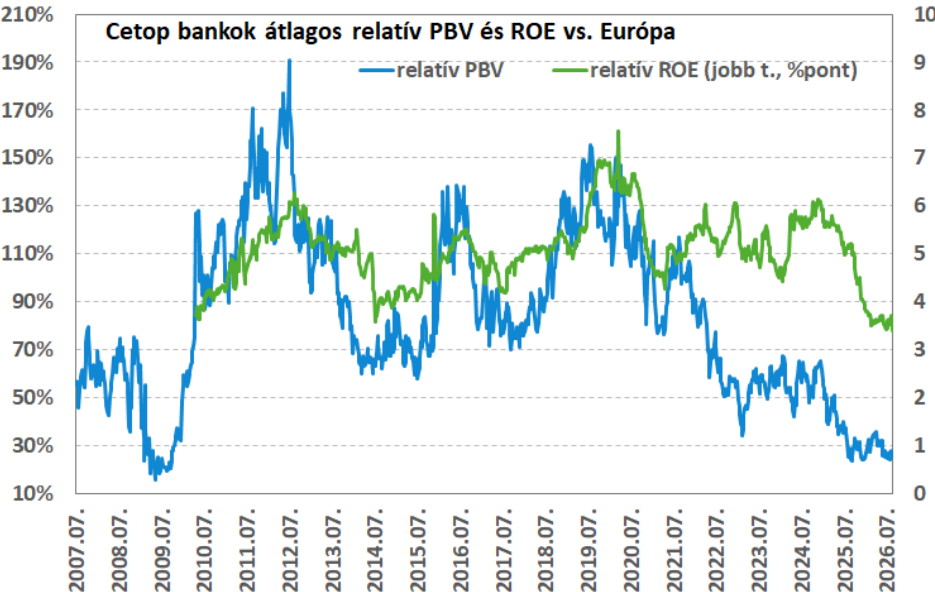
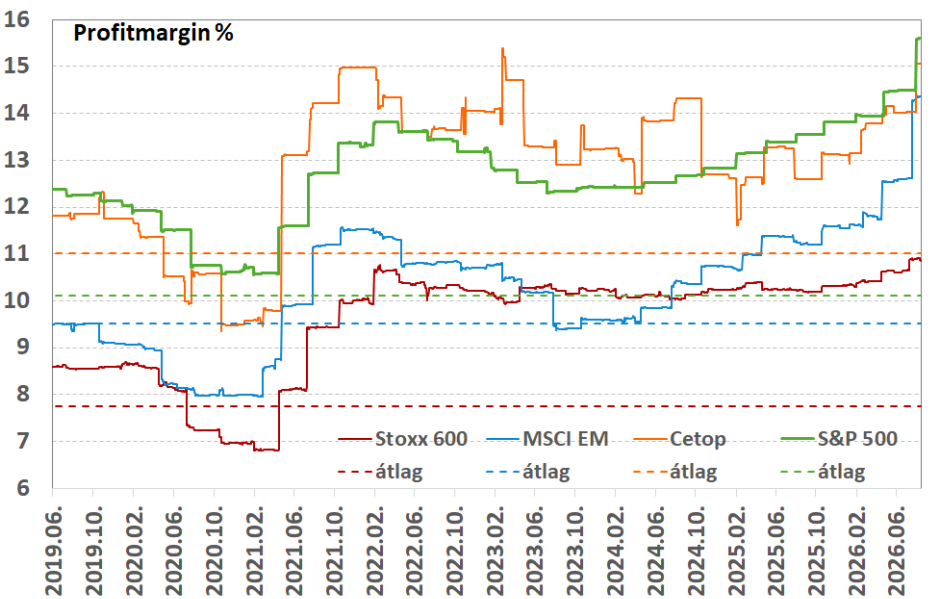
- Bár az európai részvénytőkepiac teljesítménye érdemben nem maradt el az amerikaiakétól az utóbbi hónapokban, az ismét kiújult amerikai-iráni feszültségek, és az ennek nyomán korábbi csúcsokig visszaemelkedő energiaárak ismét relatív alulteljesítést eredményezhetnek. Bár az európai gazdaságok az energiaár sokkot meglepően jól tűrték, és a gazdaság több részében is látszanak a javulás jelei, a gáztárolók szezonálisan alacsony töltöttségi szintje és az LNG forrásokért zajló verseny miatt a gázár akár tartósabban is a jelenlegi magas szinteken maradhat, ami a növekedésre nézve lefele, inflációra felfele mutató kockázatot jelent.
- A kínai verseny kulcsiparágakat továbbra is nyomasztó erősödése, illetve a technológiai fronton elszenvedett lemaradás az USA-hoz képest, az érdemben magasabb energiaárakkal együtt rontja az európai vállalatok relatív profitnövekedési lehetőségeit. Miközben globálisan a profitok 35%-kal nőhetnek idén, és az elemzők év eleje óta már 15%-kal emelték várakozásaikat, addig Európában 16%-os profitnövekedés várható, mindössze 5% körüli év eleje óta látható konszenzus emelkedés mellett. Miközben a többi régióban a vállalatok már 14-15%-os profitmarzsokat tudnak szállítani, Európában még mindig „csak” 11%-nál járunk, ami magához képest nem rossz, de a többiekhez képest gyenge. Olyan mértékű alulteljesítésben van az előretekintő profitdinamika a globálishoz képest, mint utoljára a 2010-es években
- Ebben fordulatot leginkább attól lehetne remélni belátható időn belül, hogyha az AI beruházások hajtotta technológiai szektorban hirtelen lefordulás történik. Bár vannak kockázatok, az alappálya szerint azonban még legalább 1-1,5 évig velünk maradhat a kimagasló növekedési dinamika, ami ilyen esetben tartósan ronthatná a technológiai szektort kisebb súllyal tartó európai indexek profitnövekedési képét.
- Európa jellemzően a visszatekintő árazási szorzók alapján továbbra is a legolcsóbb régió, a Shiller P/E egyedül itt nem haladta még meg a 2021-es csúcsot a vizsgált régiók közül. Az előretekintő mutatók alapján azonban a korábbi nagy alulárazottság sokat apadt, a relatív P/E diszkont a globálishoz képest 10% körüli, ami a tízéves átlag, és a szektoriális hatásoktól szűrt diszkont is folyamatosan mérséklődik.
- Összességében látva az Európát már jó ideje meghatározó kockázatok (demográfia, szabályozás, magas energiaárak, szélsőséges pártok előretörése), az értékeltségi szintek egyre kevésbé tűnnek attraktívnak, relatív értelemben véve kedvezőbb választási lehetőségeket látunk a világ többi részében. A helyi részvénytőkepiacra eddig vezetőnek számító pénzügyi szektor bár már korántsem olyan olcsó mint korábban, értékeltség és növekedési szempontból továbbra is attraktívnak mondható.



- A korábbi jelentős felülteljesítést követően az utóbbi hónapok korrekcióval teltek a feltörekvő piacokon, amit elsősorban a június végére túlvett és túlpozicionált félvezetőgyártó szegmens és ezzel együtt a felé jelentős kitettséggel bíró tajvani és dél-koreai piacok korrekciója magyarázott. Közben a profittermelés azonban kimagasló módon emelkedett, ráadásul a profitmarzsok tekintetében is sikerült utolérni az USA-t. Idén példátlanul mondható, 70% feletti profitbővülés is összejöhet, miközben év eleje óta már 30%-kal kerültek feljebb a profitvárakozások. Ezt nagyrészt a feltörekvő piaci index közel felét adó Dél-Korea és Tajvan adja (hiszen India és Kína ilyen szempontból gyengén fest).
- Mivel a következő 1,5 évben a kereslet-kínálati viszonyok még támogatóak maradhatnak a memóriachip piacon, ez – a Samsung és SK Hynix indexben betöltött nagy súlya miatt – segíthet a feltörekvők egészének abban, hogy átlagot felülmúló profitnövekedést érjen el. A relatív profitnövekedésben mutatkozó előny az index felülteljesítésében is testet ölthet, hiszen ráadásként az mostanra igen vonzó árazási alapon.
- Az MSCI EM index 10 alatti P/E rátán forog, mostanra tehát olcsóbb már, mint a kelet-közép-európai régió. A mostaninál érdemben alacsonyabb árazási szorzókra korábban nem igazán volt példa, a tízéves átlaghoz képest 20%-os az árazási diszkont, a globális indexhez képest pedig már 40%-os, amire korábban soha nem volt még példa. A szektorszűrt relatív diszkont is hasonló, ami az elmúlt öt év sávjának az aljához van közel.
- Mivel azt gondoljuk, hogy a félvezetők korábbi ciklikusságát az AI jellegű kereslet sokkal inkább strukturálissá tette, a jelenlegi nyomott árazási szinteket sem tartjuk indokoltnak esetükben. Még úgy sem, hogy a feltörekvő részvénypiacokkal kapcsolatban számos kockázat felmerül, mint 1, az AI beruházásokra leselkedő, korábban már említett veszélyek, 2, a Fed kamatemelései, 3, a hosszú hozamok emelkedése, 4, a dollár erősödése, 5, a jelentős energiaimport függés miatt a Hormuzi-szoros forgalmának akadályozása és az energiaárak elszállása. Azt gondoljuk mindenesetre, hogy az alappálya szerint erős profitnövekedés és a kiugró árazási diszkont ezekért kárpótol a jelenlegi szinteken.
- A régióon belül az eddigi indiai kitettséget a mostanra szintén kirívóan olcsóvá vált dél-koreai piacra cseréljük, hiszen bár Indiában a hosszú távú potenciál továbbra is adott, a jelentős gazdasági növekedés egyelőre nem tudott érdemben jelentkezni a vállalati profitdinamikákban, miközben az AI is kihívást jelent a szoftverszektor felé való kitettség miatt. Az elmúlt hónapokban ráadásul az energiaárak esésére és a szoftverszektor feltámadására sem tudott érdemi emelkedést felmutatni. A latin-amerikai térségre továbbra is optimisták vagyunk, a továbbra is olcsó brazil részvénypiac számára kedvez a nyersanyag és agrárárak emelkedése, és az októberi választások is potenciált jelenthetnek.



KKE: jó növekedés és árazás AI kitettség nélkül



- Ahogy Európa egészére, úgy a kelet-közép-európai térségre is igaz, hogy relatíve stabilan képes volt átvészelni az energiaárak emelkedése jelentette kockázatokat. Ezt elsősorban a belső fogyasztás és az EU források által is segített beruházások támogatták. Az eurozónában ráadásul javuló növekedési adatok érkeztek a harmadik negyedévben, ami alapvetően pozitív, enyhén javuló növekedési képet vetít előre, ehhez azonban szükség lesz az energiaár emelkedés megtorpanására. A politikai válság miatt egyedi román recessziós helyzetet leszámítva a régió országai átlagosan ~2,5%-os reál GDP növekedést hoznak.
- Ezt részben a jelentős költségvetési hiányok is fűtik pár országban (elsősorban lengyel, magyar és román), összességében mérsékelt pozitív irányú elmozdulások látszanak a 2027-es évre vonatkozóan. Lengyelország esetében a leginkább aggasztó a kép, hiszen költségvetési konszolidáció a 2027 őszi választás előtt nem várható, így továbbra is 7%-os GDP arányos szintek várhatóak, amire idővel a hitelminősítőknek is reagálniuk kell. Az inflációs kockázatok elsősorban az energiaárak miatt ismét felfele mutatnak, emiatt a jegybanki kamatcsökkentések egyre inkább lekerültek mostanra a napirendről.
- Összességében az európai növekedési, inflációs és kamatkörnyezet továbbra is kedvez a pénzügyi szektor számára, ami annak jelentős súlya miatt a Cetop indexnek is hátszelet ad. Bár a korábbi évek értékeltségi diszkontja mostanra érdemben szűkült (34%-ra a globális P/E-hez képest vs. a tízéves 41%-os átlag), és a P/E ráta a 11-es értékével szintén elérte a hosszú távú átlagot, Európával szemben továbbra is inkább ezt a térséget választanánk, ami egy kedvező feltörekvő piaci tőkebeáramlásból is profitálhatna.
- Egyrészt a 2020 előtti években az értékeltségi diszkont 20-30%-os volt, ez most is elérhető lehet. Európához képest továbbra is olcsóbb a CEE piac, amennyiben a jobb növekedési kilátásait is figyelembe vesszük. Idén a vállalati profitok várhatóan 30%-kal fognak nőni, kétszer olyan gyorsan, mint Európában, miközben az elemzői profitvárakozások is tempósabban tudtak eddig emelkedni. A vállalati profitmarzsok csúcsközelben, közel akkora szinteket hoznak, mint az amerikai vagy feltörekvő piaci, amitől Európa érdemben elmarad. Vagyis ezek alapján a CEE részvénytőkepiac továbbra is az egyik legvonzóbb alternatíva arra az esetre, ha valaki AI kitettség nélkül szeretne relatíve olcsó, és növekedéssel is bíró régióba fektetni.
- Bár az áprilisi választások óta már felülteljesítés látszik (BUX: +21% vs többiek +4-18%), a régióon belül továbbra is a relatíve legolcsóbb magyar részvénytőkepiacot favorizáljuk. Az októberi középtávú költségvetési terv hitelessége az EU-s pénzekhez való hozzáférése és az euróövezethez való csatlakozáson nyugvó befektetési sztori szempontjából kulcsfontosságú lesz. Amennyiben ez eloszlatja a kételyeket, úgy a konvergenciasztori folytatódhat, további 10-15%-os relatív felértékelődési potenciállal a BUX indexben.



Kibervédelem

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



Közmű/Megújulók

A növekvő áramkereslet strukturális hátszelet jelent a megújulóknak, energia tárolásnak. A közműcégek kevésbé attraktívak már.



Egészségügy

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



Urán

Hosszú távú keresleti tényezők támogatják, különösen a kínai bővítések, míg a kínálati oldal gyengének tűnik.



Mezőgazdaság

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



Latin-Amerika

A régiót AI-tól független trendek támogatják, egy jobboldali fordulat rövid távú katalizátor lehet az olcsó brazil piacnak.



Dél-Korea

Korrigálta a túlvettséget, a memória chip piaci kilátások kedvezőek, az értékeltség pedig kedvező, puffert adhat a kockázatok esetére.



India

A jelentős gazdasági növekedés nem hozott érdemi profitfordulatot, az AI fokozódó kockázat, az értékeltség így magas.



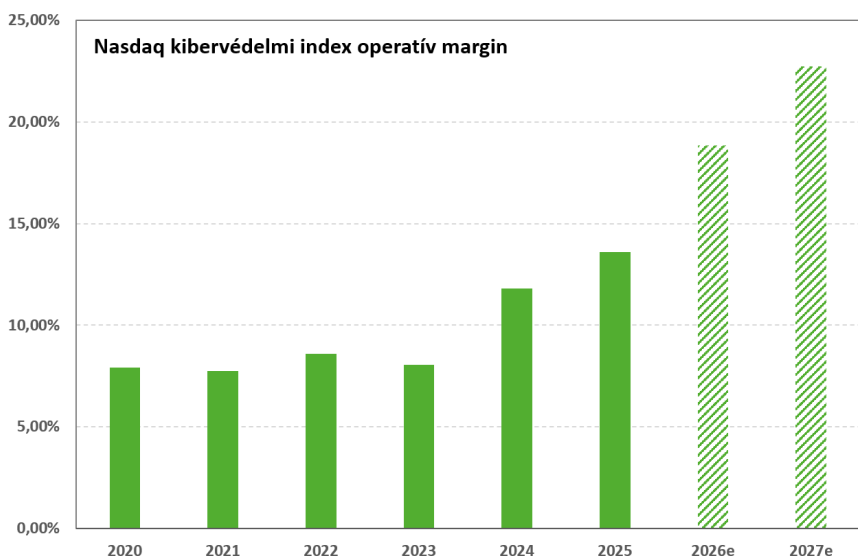
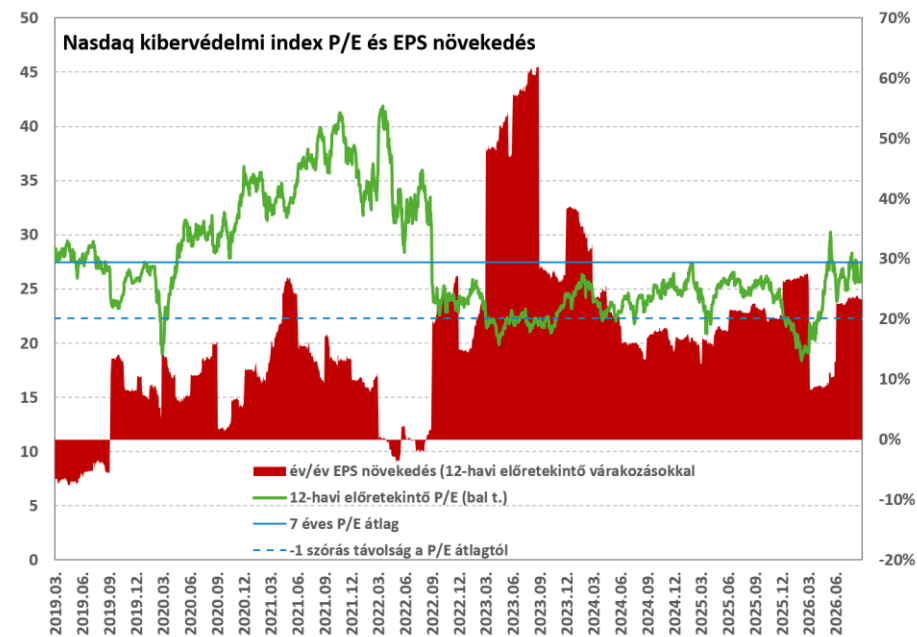
Listáról lekerülő elem



Újjonnan a listára kerülő elem



Kibervédelem: az AI jelentette fenyegetés gyorsíthatja a növekedést

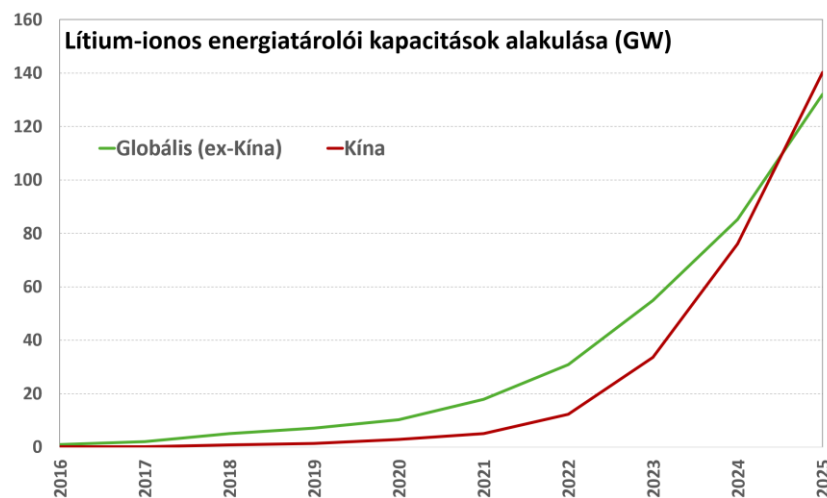
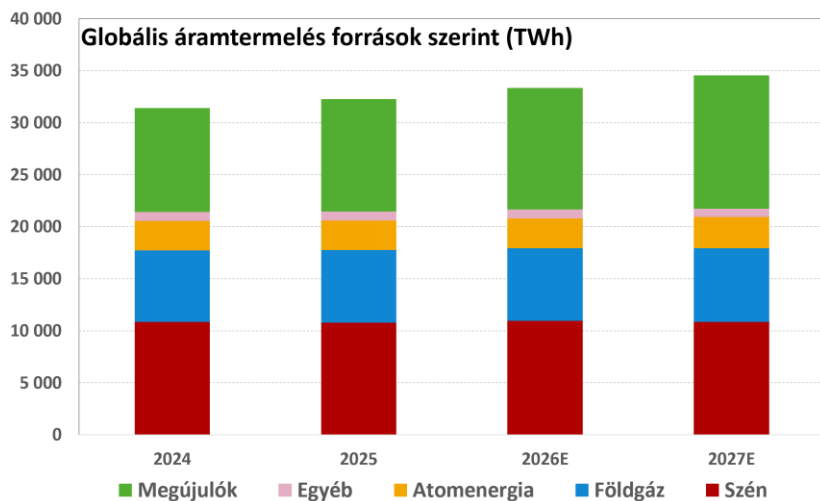


- A kibervédelmi szektor az első negyedéves visszaesést követően elszakadt a tágabb szoftverpiaci trendektől, és az elmúlt hónapokban érdemi relatív felülteljesítést mutatott. Az AI-modellek által jelentett diszruptív kockázatok helyett a befektetői fókusz az utóbbi negyedévekben a mesterséges intelligenciára, mint keresletélénkítő katalizátorra helyeződött át. A szegmens fundamentálisan továbbra is védettebbnek tekinthető az IT-infrastruktúrába való mély integráció következtében.
- 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 AI-modellek fejlett sebezhetőség-feltáró képességei további ösztönzést adhatnak a biztonsági kiadások növelésére.
- Újabb erős gyorsjelentési szezonon van túl az iparág: a szereplők túlnyomó többsége a várakozásokat meghaladó növekedésről számolt be, és megemelte éves előrejelzéseit, elsősorban az AI-vezérelt keresletnek köszönhetően. Ez rövid távon támogatta a befektetői narratíva átalakulását, amelynek során a szektor AI-vesztesből AI-nyertessé vált. Hosszabb távon a mesterséges intelligencia által jelentett biztonsági kockázatok, például az autonóm modellek feletti kontroll elvesztésének lehetősége, növelhetik a valós idejű monitorozást és a független ellenőrzést biztosító megoldások iránti keresletet. Emellett a hibrid hadviselés felértékelődése és az állami költségek növekedése is további hátszelet jelenthet.
- Bár az iparág az elmúlt fél év során jelentős átértékelődésen ment keresztül, amelyet nagyrészt az értékeltségi szorzók tágulása hajtott, ugyanakkor az előretekintő értékeltség (~27x P/E) továbbra sem tekinthető extrémnek, nagyjából megfelel a historikus átlagnak. Az erős gyorsjelentési szezont követően azonban látunk még teret az elemzői várakozások emelésére a következő időszakban, a pozitív EPS-reviziók 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-diszrupció egyik relatív nyertesének bizonyulhat, mivel a mesterséges intelligencia várhatóan inkább keresletélénkítő, mint helyettesítő hatással bír. Az AI-hoz kapcsolódó biztonsági kockázatok támogathatják a bevételi várakozások további emelését, miközben az iparági konszolidáció javíthatja a marzsokat és hozzájárulhat az értékeltségi szorzók további emelkedéséhez.

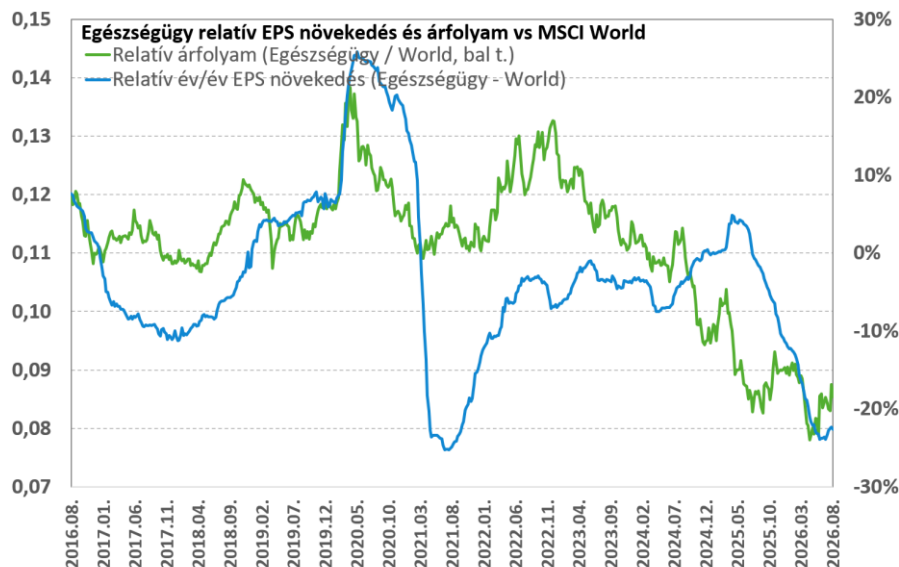


Megújulók és energiatárolás: a hosszú távú fundamentumok erősek

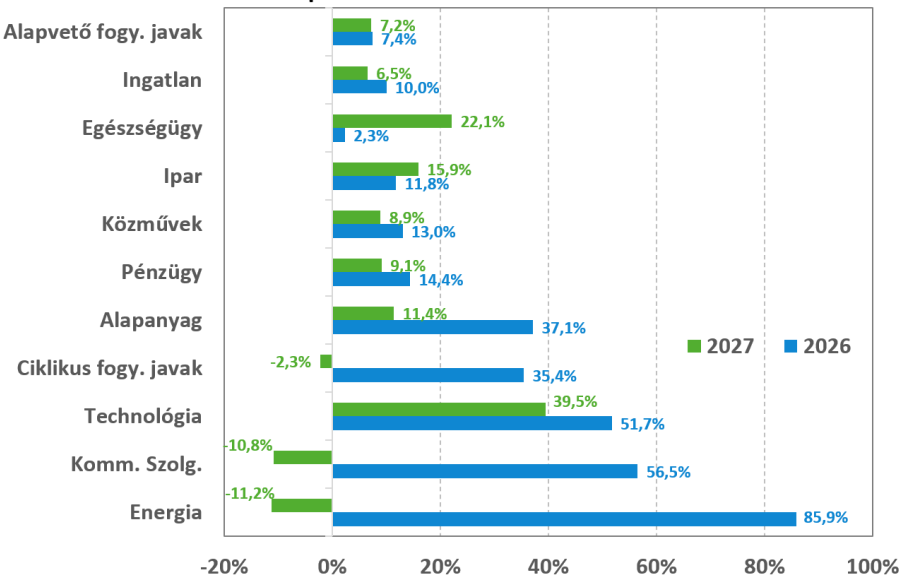


- Felemásan alakul eddig az idei évben a megújuló energiás szektor teljesítménye, mivel májusig alapvetően erősen teljesítettek az ide tartozó vállalatok, ám azt követően jelentősebb korrekció következett. Az elmúlt hónapok gyengébb teljesítménye részben az iráni háborúnak köszönhető. A megugró energiaárak miatt ugyanis számos jegybank döntött a kamatemelések és szigorúbb monetáris politika alkalmazása mellett (pl. EKB, Fed, BoJ), illetve a hosszú hozamok is sokat emelkedtek az elmúlt hónapokban. Ez a folyamat azért kedvezőtlen a megújuló energiás szektornak, mivel hozzájárul a finanszírozási költségek emelkedéséhez, miközben egy relatíve tőkeigényes iparágról van szó, ahol jellemzően a projektek megtérülési mutatója sem túl magas. Vállalati szinten ez lecsapódhat többek között értékvesztési leírásokban, rendelésállomány, érdeklődés, illetve a profitabilitás csökkenésében. Rövidebb távon ez tehát erős ellenszemet jelent.
- A hosszabb távú megújuló energiás trend azonban véleményünk szerint változatlanul kedvező fundamentumokkal rendelkezik. Az iráni háború és a megugró energiaárak ugyanis arra ösztönzik a legtöbb országot, hogy tovább diversifikálja energiamixét hosszabb távon, ami hátszelet jelent az elektrifikációs folyamatnak. A Nemzetközi Energiaügynökség (IEA) szerint a globális áramkereslet növekedése idén és jövőre is magasabb lehet a 2025-ös évhez képest (bár nyilván rövid távon a magasabb energiaárak itt is ellenszemet jelentenek). Az áramtermelési mixben pedig a megújulók aránya elérheti 2027-re a 37%-ot a 2025-ös 33%-ról.
- Itt érdemes külön is kiemelni az idén bemutatott 15. kínai ötéves tervet (2026-2030), mivel az ország a világ legnagyobb megújuló energiatermelője. Az ország 2030-ra az áramtermelésen belül 50%-os nem fosszilis arányt célzott meg (2025-ben kb. 42%), amin belül a nap- és szélenergia szerepe kiemelkedően fontos marad, de jelentősen bővülnek az atomenergia kapacitások is. Emellett nagy hangsúlyt kap majd a következő években az energiatárolás is, beleértve a szivattyús és akkumulátoros megoldásokat is (pl. LFP, nátrium, vanádium stb.).
- Az időjárásfüggő megújuló energiatermelés rohamos kapacitásbővülése miatt ugyanis egyre nagyobb szükség lesz az energiatárolói kapacitások növelésére is, amelyek segíthetik a villamosenergia-hálózat stabilitásának megőrzését. Itt befektetői szempontból érdekesek lehetnek egyes akkumulátorgyártók, illetve az ezekhez és kapcsolódó infrastruktúrához nyersanyagot szolgáltató társaságok is (pl. lítium- és rézbányászok).

Továbbra is pozitívan ítéljük meg a megújuló energia szektor hosszabb távú kilátásait, és ezen belül erős bővülést várunk energiatárolási területen. Rövidebb távon azonban a jegybanki kamatemelések és az iráni háború negatívum.



S&P 500 szektorok szerinti profitnövekedési várakozás

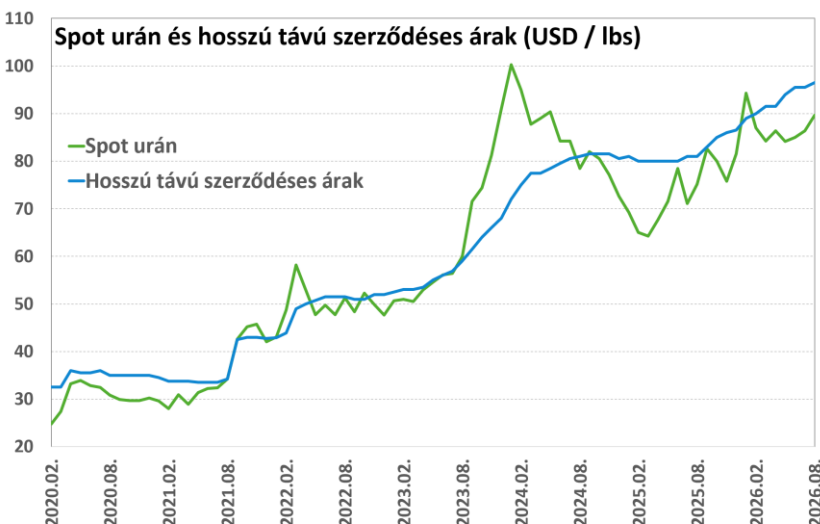


- Az egészségügy 2026 hátralévő részében is az általunk preferált szektorok közé tartozik. A demográfiai folyamatok, az egészségügyi kiadások emelkedése és az innováció hosszú távon is támogatólag hatnak, miközben a szektor defenzív karakterisztikája érdemi diverzifikációt kínálhat a piaci volatilitás erősödése esetén. A mesterséges intelligencia szerepe egyre jelentősebb a gyógyszerkutatásban, a klinikai fejlesztésekben és az adminisztratív folyamatokban, az ágazat egészében kimutatható termelékenységi hatások azonban egyelőre még korlátozottak.
- Az értékeltség továbbra is támogató, de kevésbé vonzó, mint júniusban volt. A szektor 18,2-es 12 havi előretekintő P/E rátán forog, szemben az S&P500 19,1-es 12 havi előretekintő P/E mutatójával. A vegyes második negyedéves gyorsjelentési szezon után a befektetési sztori egyre inkább az egyes vállalatok eredménytermelő képességén és a gyógyszerfejlesztési portfólió sikerén múlik, nem pedig a teljes szektort érintő átértékelődésen. A FactSet adatai szerint a szektor 2026-ra várt éves eredménynövekedési üteme csak 2,3 százalék lehet, viszont 2027-ben ez 22,1%-ra gyorsulhat.
- A GLP-1-alapú testsúlycsökkentő gyógyszerek iránti kereslet változatlanul erős, a készítmények alkalmazása 2026-ban mintegy 25 százalékkal emelkedhet. A bevételnövekedés ugyanakkor ennél mérsékeltebb lehet az árak csökkenése és a biztosítói támogatási listákra való bekerülésért folytatott verseny erősödése miatt. A piac bővülése, az orális készítmények megjelenése, valamint az elhízáson és a cukorbetegségen túlmutató lehetséges indikációk révén a globális inkretin-piac értéke 2030-ra megközelítheti a 200 milliárd dollárt.
- A szabályozói kockázatok kiszámíthatóbb keretek közé kerültek, de továbbra sem szűntek meg. Augusztus végéig az amerikai kormányzat 26 gyógyszergyártóval jelentett be megállapodást, amelyek együttesen a márkázott gyógyszerek piacának 89%-át fedik le. A vállalatfelvásárlások és összeolvadások továbbra is fontos szerepet tölthetnek be a szabadalmi lejáratokból fakadó bevételkiesés ellensúlyozásában. A felvásárlók ugyanakkor egyre szelektívebbek, és elsősorban a klinikai fejlesztési szakaszban lévő eszközöket és a már igazolt biológiai hatásmechanizmusokat részesítik előnyben.

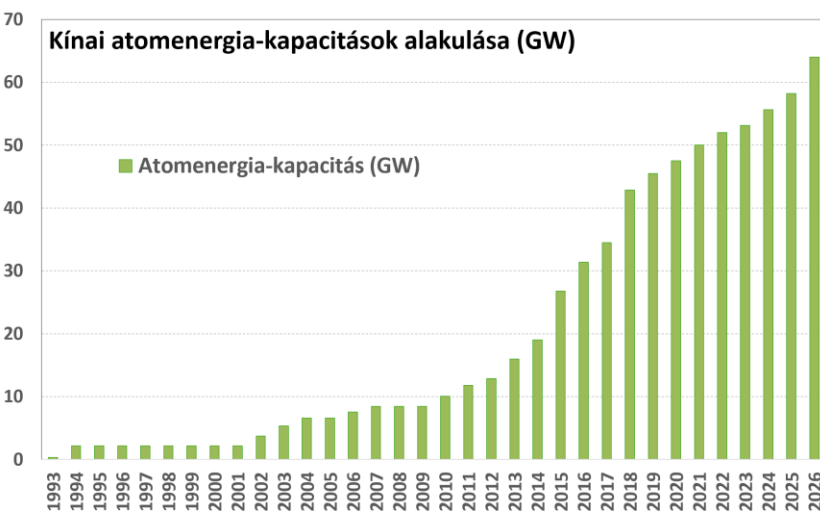
Az egészségügy továbbra is kedvelt szektorunk marad, amit a strukturális növekedés, az innováció és a ésszerű értékeltség támogat. Emellett a szektor alapvetően defenzív jellege magas piaci volatilitás mellett menedéket nyújthat.



Spot urán és hosszú távú szerződéses árak (USD / lbs)



Kínai atomenergia-kapacitások alakulása (GW)

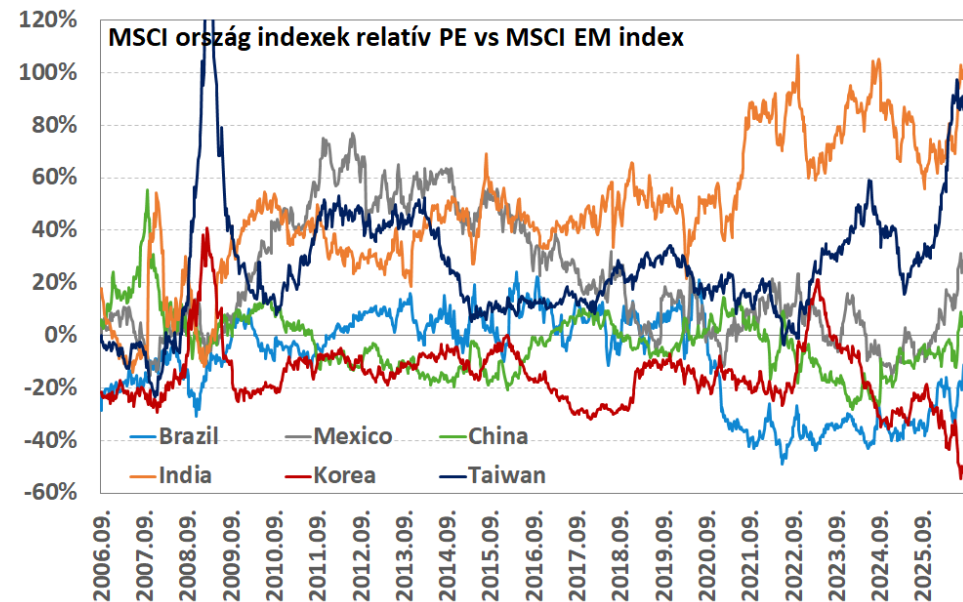


- Az uránpiacon meglehetősen érdekes kép bontakozik ki az idei évben, mivel az uránbányászok árfolyama alapvetően lefelé tendál év eleje óta, miközben a fizikai urán hosszú távú szerződéses átlagára új nominális rekordszintre emelkedett augusztusban, meghaladva a korábbi 2007-es csúcsokat. A bányászok és a mögöttes nyersanyag teljesítménye között látható diszkrépancia elsősorban az iráni háborúnak, értékeltségi okoknak, illetve vállalatspecifikus tényezőknek tudható be.
- Az uránbányászok jellemzően nagy bétával rendelkező papírok, így a szektor hajlamos a tágabb piacnál nagyobb kilengéseket produkálni, és a relatíve magas értékeltségek sem segítették a helyzetet. Ez azért fontos, mivel az egyre jobban elhúzódó közel-keleti konfliktus alapvetően nem kedvez a tágabb bányaszektornak. Ez elsősorban a megugró energia- (pl. dízel, áram) és alapanyagáraknak (pl. kénsav, robbanószerkezetek) köszönhető, amelyek megemelik a kitermelési költségeket. Az uránbányászok azonban abból a szempontból szerencsésebb helyzetben vannak, hogy itt a keresleti oldal kvázi rugalmatlannak tekinthető, hiszen az atomerőművek akkor sem fognak kevesebb uránt vásárolni, ha a gazdaság recesszióba kerülne. Ráadásul az atomenergia kapcsán a fundamentális kép inkább erősödhet a következő években, főleg a tempós kínai építéseknek köszönhetően.
- A nyugati médiában az atomenergia főként a kis moduláris reaktorok (SMR) körüli érdeklődés, az adatközpontok energiaigénye, illetve a zöld átmenet miatt szokott leginkább témaként szerepelni. Ezek mind fontos narratív elemek az urán sztoriban, de ezekhez képest relatíve kevesebb szó esik a kínai atomenergia-kapacitás megdöbbentő mértékű felfutásáról, holott talán ez a legfontosabb keresleti oldali tényező. Viszonyításképpen, a 2000-es évek elején az ország minimális nukleáris kapacitással rendelkezett, míg jelenleg már Franciaországot megelőzve a világ második legnagyobb atomhatalma. Ráadásul a Nukleáris Világszövetség (WNA) adatai alapján további 38 reaktor áll kivitelezés alatt, amely kb. 40GW kapacitást jelent. Ennek köszönhetően néhány éven belül már az Egyesült Államokat is megelőzheti Kína az atomenergia terén.
- Ez vélhetően az urán keresletét is megdobhatja a következő években, miközben a kínálati oldal továbbra sem tűnik túl acélosnak. Az urán árfolyama ugyan sokat emelkedett az elmúlt években, és a termelés is nőtt, de még így is lehet tér a további áremelkedés előtt. A hosszú távú fundamentumok tehát erősek, de rövidebb, néhány hónapos távon a bányászok még sérülékenyek lehetnek a költséginfláció miatt.

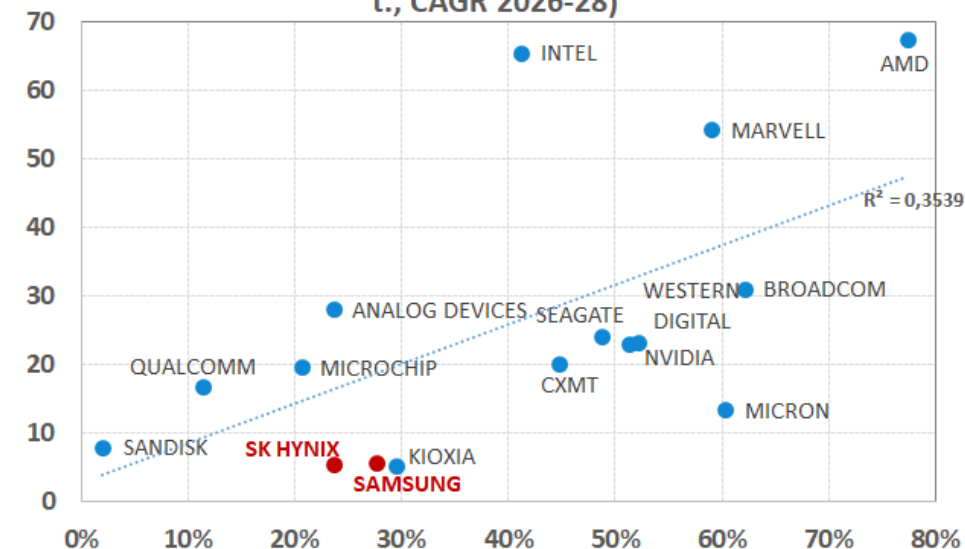
Hosszabb távon optimisták vagyunk az uránpiaci kilátásokat illetően, de rövidebb távon biztonságosabb lehet egyelőre fizikai urán alap tartása. A bányászok is egyre vonzóbbak a jelentős korrekció miatt, de itt némi óvatosság még indokoltnak tűnik az iráni háború miatt.



Dél-Korea: korrigálta a túlfűtöttséget, a chip-sztori még hajthatja



Félvezetőgyártók 2026-os PE and EPS növekedés (x t., CAGR 2026-28)

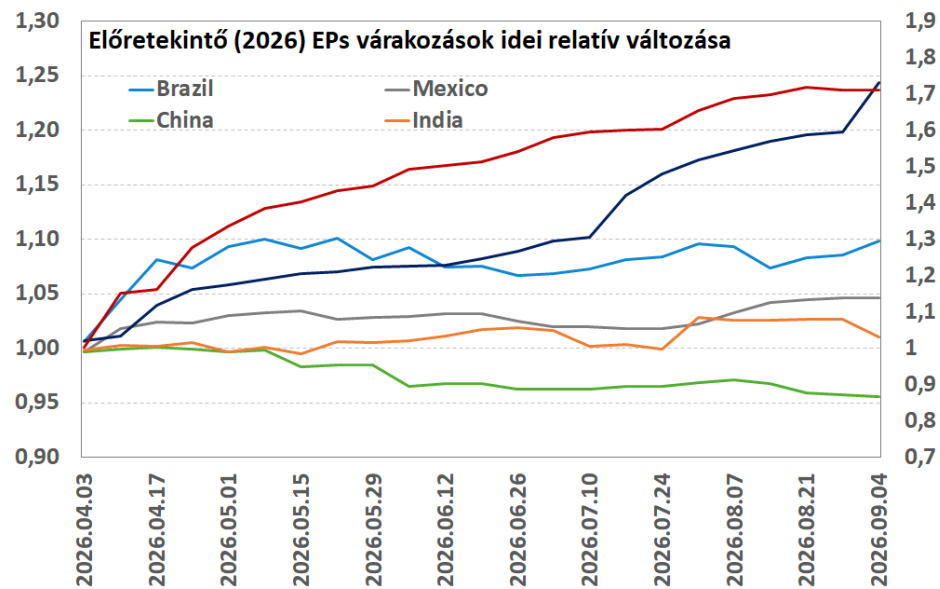


- Júniusra valóságos mánia alakult már ki a dél-korai részvényt piacon. A jelentős külföldi tőkebeáramlás a lakosság tőkeáttételes termékeken keresztüli egyre fokozottabb részvételével párosult, ami fél év alatt a helyi indexek duplázódását okozták. A sztorit a memóriachip gyártók, mint a Samsung, vagy az SK Hynix profitrobbanása adta, hiszen ez a két papír a legtöbb meghatározó helyi indexben 50% körüli súlyt tesz ki. A túlfűtötté vált részvények és a koreai részvényt piac egésze is korrekcióba kezdett a nyáron, így 30-40%-os esésekkel a piac mostanra már sokat tisztult. Mivel közben a vállalatok profitbővülése folytatódott, a helyi piac kellőképp olcsóvá vált, hogy az AI beruházások körüli kockázatokért is kompenzálhasson.
- Alapesetben arra számítunk, hogy az AI modellek méretének és komplexitásának növekedésével és az AI felhasználás terjedésének köszönhetően a memóriachipek iránti igény is tovább fog nőni, a leszerződött állományok alapján a növekedés a következő 1-1,5 évben is kimagasló maradhat. 2028 lehet az az év, amikor a kínálati oldal is elkezdhet felzárkózni, és a memóriahiány elkezd enyhülni. Ezzel a marzsok csökkenhetnek ugyan, de jóval kisebb visszaesést várunk, mint a korábbi időszakokban, amikor a félvezetőciklus lefordult. Történelmi AI beruházásokkal a piac összességében még így is keresletes maradhat, miközben a szereplők ötéves szerződésekkel tompítják a korábbi extrém ciklikusságot.
- Ehhez képest az iparág szereplőit – a múltbeli tapasztalatok miatt – és ezáltal a koreai részvényt piac egészét is jelentős diszkonttal árazzák a ciklikusságtól való félelem miatt. Az SK Hynix és a Samsung is érdemben olcsóbb, mint a félvezető szektortársak, hasonló módon a dél-koreai részvényt piac is extrém diszkonton forog a feltörekvőkön belül, az előretekintő P/E-je 5 alatti, amivel a világ legolcsóbb piaca a növekedési kilátásokat is figyelembe véve.
- Még ha a nagy profitrobbanás nem is tart örökké (márpedig biztosan nem fog), az jelentős puffert adhat a következő pár évre, hogy a Samsung és az SK Hynix is komoly részvényesi visszajuttatási programokat jelentettek be, a készpénztermelésüknek legalább felét kifizetnék osztalék vagy saját részvény vásárlások formájában. Ez a két és fél éve indított Value Up program pozitív hozadéka is, ami központi szabályozásokon keresztül hivatott ösztönözni a tőke részvényesi szempontból értéket teremtő felhasználását, hogy ezáltal is sikerüljön a koreai részvényt piac értékeltségi diszkontját csökkenteni.

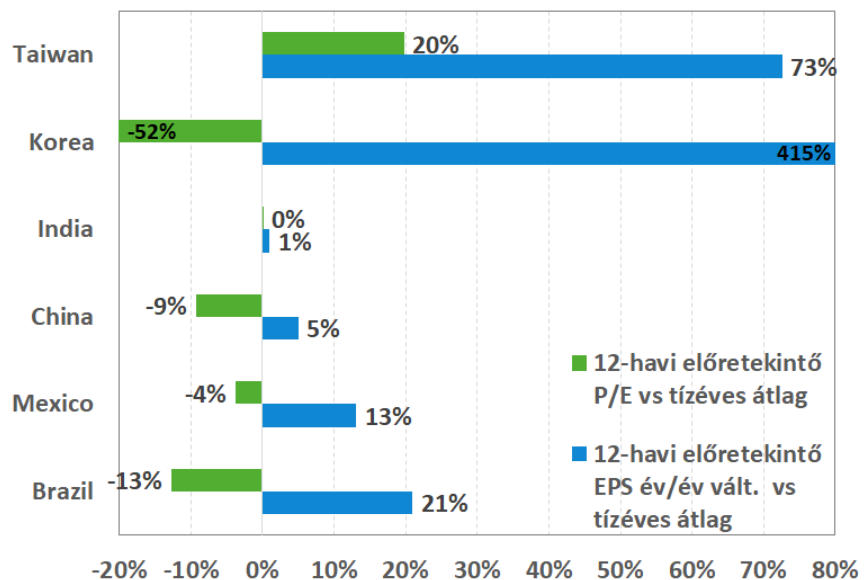
A júniusra kialakult túlfűtöttséget korrigálta a piac, miközben a nagy súllyal bíró memóriachip gyártók, mint a Samsung vagy az SK Hynix továbbra is kimagasló profitbővülést érnek el. Egyelőre a kilátások is pozitívak, és bár már a kockázatok is nagyobbak, ezekért a meglehetősen vonzó értékeltségi szintek kárpótolhatnak.



LatAm: a nearshoring és alacsony értékeltség támogatja



MSCI ország indexek relatív P/E és EPS növekedés



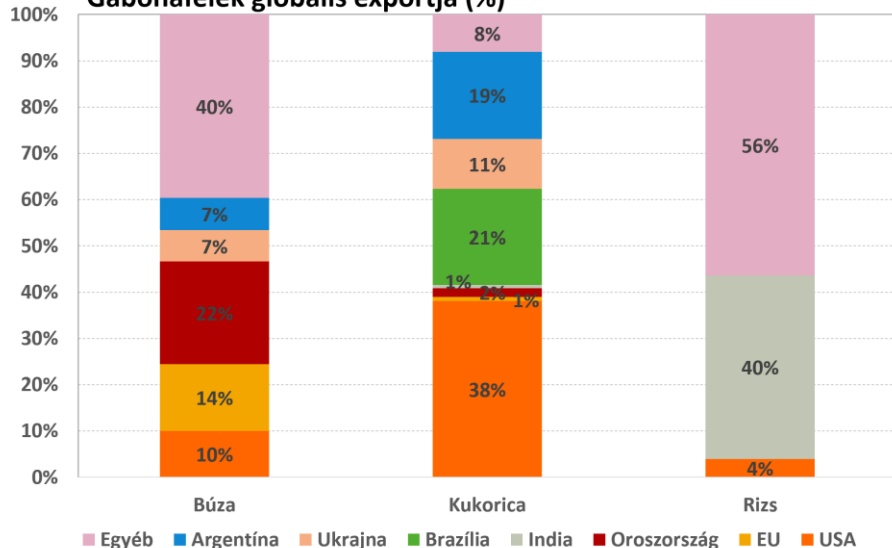
- Az októberi brazil választások egyfajta kockázatként nehezednek egyelőre a helyi részvényt piacra. A verseny szoros a két elnökjelölt, a jelenlegi vezető baloldali Lula és a jobboldali Flavio Bolsonaro között. Lula korábbi előnye mostanra a legtöbb felmérés szerint elapadt (67%-ról 44-46%-ra csökkent), sőt már vannak közvéleménykutatások, amik Bolsonaro enyhe előnyét mutatják. Mivel a szavazók ötöde általában az utolsó héten dönt, a választás kimenetele még meglehetősen nyitott. Egy jobboldali fordulatot a részvényt piac kedvezőbben fogadna, hiszen a nagyobb fiskális fegyelemre, hitelesebb adósságkezelésre és olajozottabb amerikai kereskedelmi kapcsolatokra vonatkozó várakozásokat erősíthetné. Az optimizmus azonban rövid távú maradhat, amennyiben nem sikerül belátható időn belül hiteles terveket bemutatni.
- Egy ilyen út a gyorsabb jegybanki kamatcsökkentések előtt nyithatna utat, amire lenne tér, hiszen Brazília továbbra is globálisan nézve kimagasló reálkamatot tart fenn. Mivel a gazdaság az év eleji, választási lazításoknak köszönhető erősödésből elkezdett mostanra lassulni, és az infláció is enyhül, így a jegybank negyedik alkalommal már így is tudta 14%-ra mérsékelni az irányadó rátát, de ennél azért gyorsabb ütem is elképzelhető lenne költségvetési konszolidáció mellett. A részvényt piac relatíve továbbra is olcsónak mondható, igaz a diszkontja apadt a feltörekvőkhöz képest. Erre azonban AI kitettség nélkül képes a brazil piac, miközben a nyersanyag és agrártermékekárak emelkedése alapvetően hátszelet jelent.
- A mexikói gazdaság növekedése közben fellendülőben van, négyéves csúcsra gyorsult, bár a 2,1%-os éves ütem nem mondható egyelőre erősnek. A magas energiaárak miatti kormányzati támogató intézkedések mellett az amerikai adatközpont építések miatt erősödő technológiai hardver export egyaránt hozzájárult a növekedéshez, ami továbbra is kitarthat. A technológiai eszköz export ellensúlyozta az autóiipari export gyengeségeit, és az idei növekedéshez akkora mértékben tehetett hozzá (0,6-0,7%pont), mint a tavalyi egész éves bővülés. Bár rövid távon az amerikai kereskedelmi tárgyalások kimenetele még hozhat bizonytalanságot, azért hosszabb távon az ország amerikai ellátási láncba való mély integrációja nem kérdőjeleződött meg. Ez a beruházásokat segítheti, igazán nagy potenciál azonban akkor tudna felszabadulni, ha szabályozás, versenyhelyzet, jogbiztonság tekintetében is sikerülne előrelépni.

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. Egy esetleges brazil kormányváltás rövid távon ráadásul a befektetői bizalmat is erősíthetné, annak tartósságát azonban a költségvetési téren mutakozó elszántság fogja majd eldönteni.

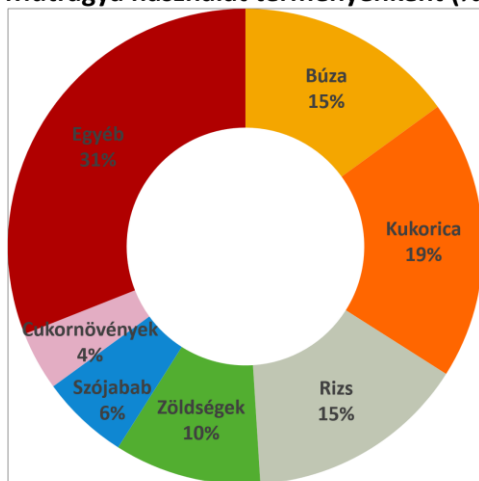


Mezőgazdaság: nyomás alatt a szektor a háborúk és az időjárás miatt

Gabonafélék globális exportja (%)



Műtrágya használat terményenként (%)



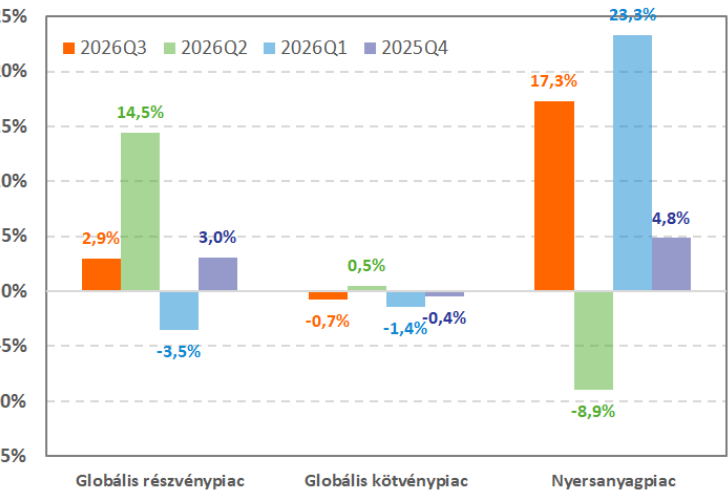
- Az elmúlt hónapokban remek teljesítményt nyújtottak a fizikai agrártermékek, így többek között jelentős áremelkedés volt látható a gabonafélék (búza, kukorica, rizs), a cukor, illetve más termények piacán (pl. szójabab, pamut, kakaó stb.). Az általános drágulás mögött azonban vannak közös és egyéni tényezők is.
- Az áremelkedés mögött meghúzódó legfontosabb közös tényezőnek az iráni háború tekinthető, hiszen ennek köszönhetően megugrottak az energia- és műtrágyaárak (pl. dízel, nitrogén és foszfátos termékek), amelyek a termelési költségek általános emelkedéséhez járulnak hozzá. Természetesen a drágulás nem azonos mértékben érinti az egyes terményeket, mivel jelentős eltérések vannak a termés hozamok, műtrágyaintenzitás és egyéb tényezők tekintetében. Az Egyesült Államok Mezőgazdasági Minisztériumának (USDA) adatai alapján például a műtrágya költségek aránya a működési költségeken belül az USA-ban a búzánál 40%-os, a kukoricánál 39%-os, míg a rizsnél 24%-os lehet 2026-ban. Ez azt jelenti, hogy a műtrágya ára a búza és kukorica termelési költségeire arányaiban nagyobb hatással van.
- Az orosz-ukrán háború mezőgazdasági piacra gyakorolt hatása ugyanakkor már közvetlenebbnek mondható, hiszen Oroszország és Ukrajna együtt a globális búzaexport 29%-át adja, illetve a kukoricaexport 13%-át. A Fekete- és Azovi-tengeren zajló kölcsönös támadások pedig jelentősen akadályozzák ezen gabonafélék globális piacokra történő kivitelét. Emellett az orosz finomítók elleni támadások szintén korlátozzák egyes üzemanyagtermékek kínálatát, így árfelhajtó erővel bírnak. A dízel esetében például Oroszország október végéig meghosszabbította az eredetileg szeptember végén lejáró exporttilalmat.
- A két háború tehát alapos nyomást gyakorol a mezőgazdasági termények árazására és termelési költségeire, és kérdéses, hogy ezek hogyan fognak rendeződni. Az orosz-ukrán háború már évek óta folyik, bár Törökország közvetítőként próbál tető alá hozni egy új gabonaszállítási egyezményt (sikeres megállapodás esetén mérséklődhetnek a gabonaárak). Az iráni háború kapcsán szintén nem látszik, hogy közeledne a felek álláspontja, ami magasan tarthatja a földgáz, üzemanyagok és egyes műtrágyák árát.
- A helyzetet tovább nehezíti az idei év szélsőséges időjárása (pl. aszály, csapadékhiány), és további problémákat okozhat a következő hónapokban várhatóan felerősödő El Nino időjárási jelenség is. Itt a leginkább sérülékeny termények közé a rizs, kávé, kakaó és cukornád tartozik.

Továbbra is optimisták vagyunk a mezőgazdasági szektor kilátásaival kapcsolatban. Az elmúlt hónapok jelentős áremelkedése miatt rövidebb távon jöhet egy megálló, de a hosszabb kép egyelőre nem változott.

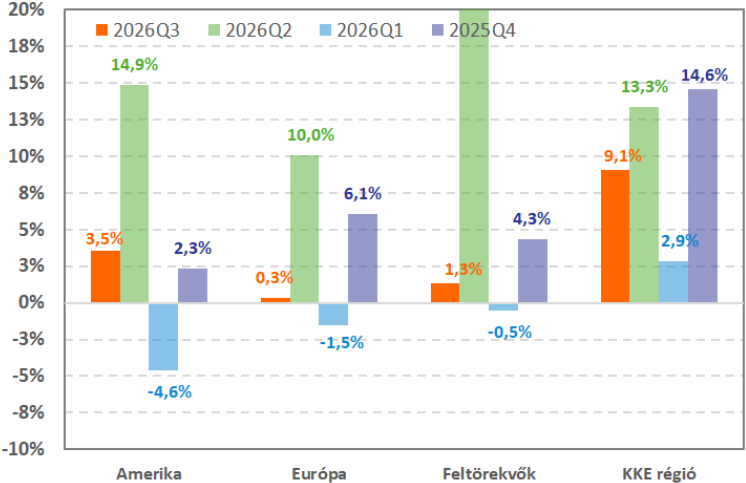
2026 eddigi teljesítmény



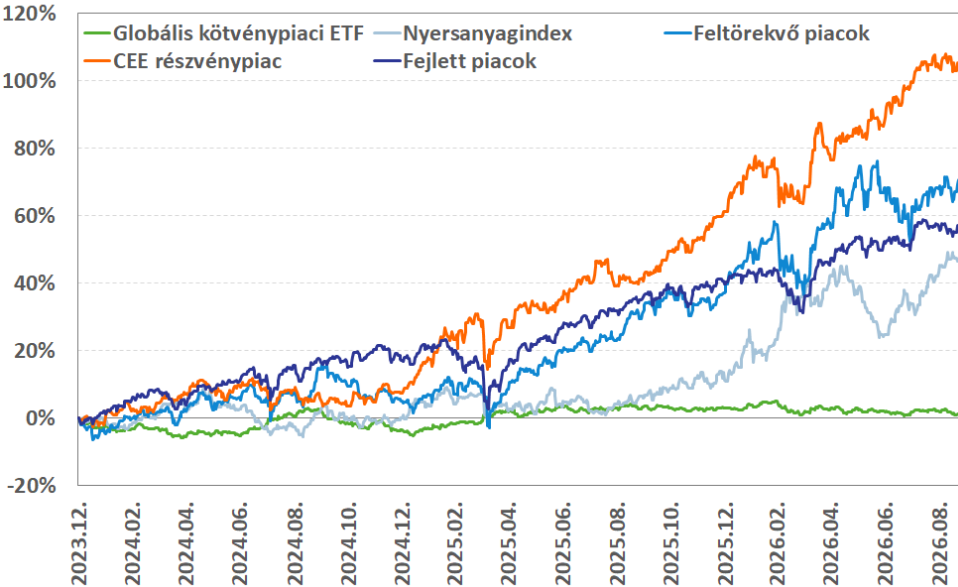
Eszközstály teljesítmény



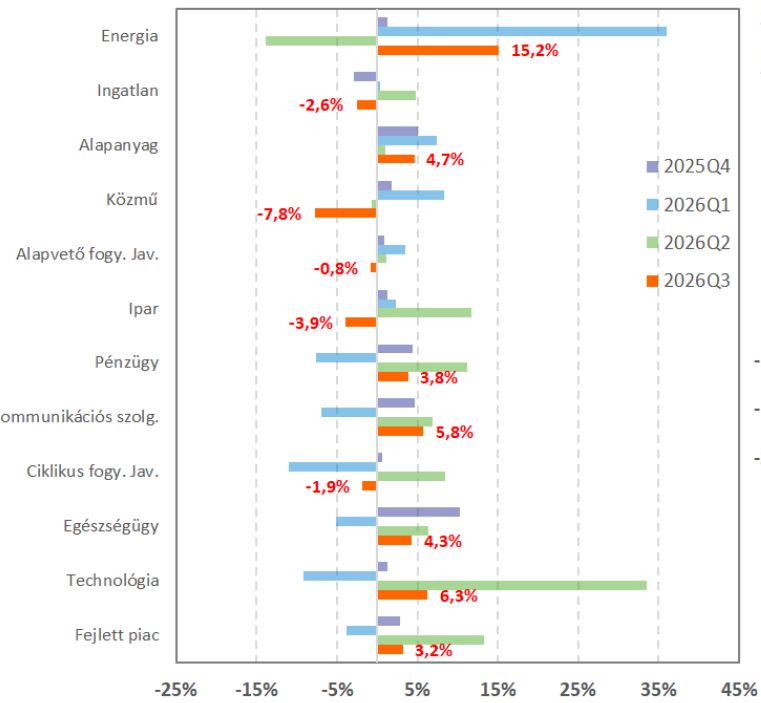
Részvénytő régiók teljesítmény



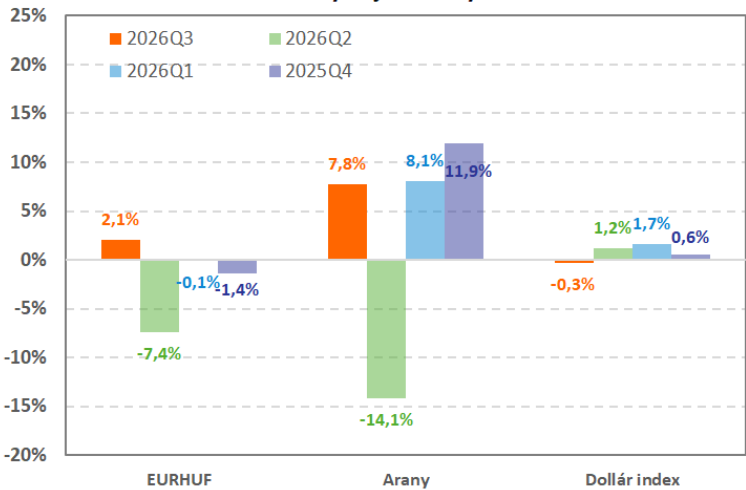
Egyes eszközök relatív teljesítménye



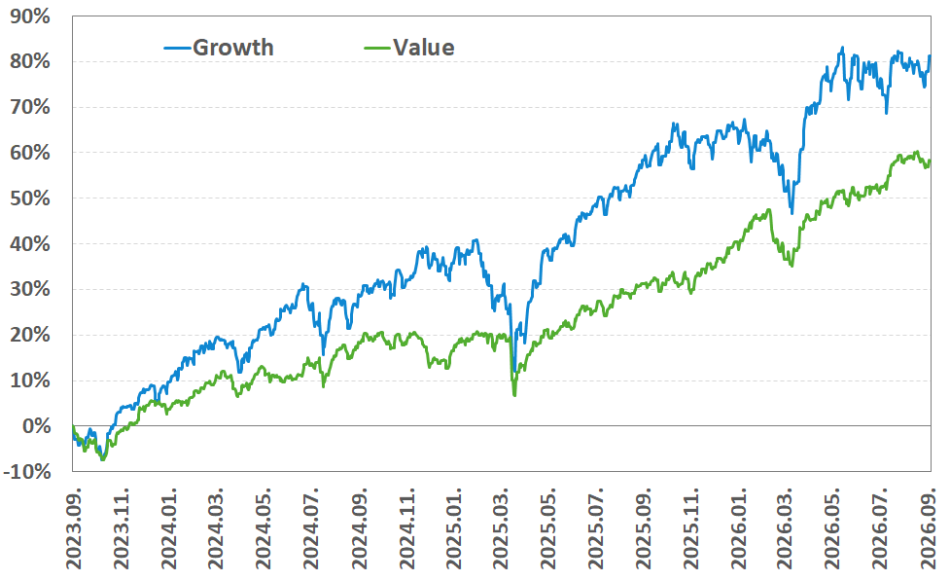
Részvénytő régiók teljesítmény



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: 2026.09.23.