

Befektetési stratégia 2025

Multi-Asset Elemzés
2024.12.19.

Összefoglaló: 2025-re kiegyensúlyozott kitettségeket érdemes tartani

Makrókép: Az USA növekedése még mindig erős, lassulás egyelőre nincs a láthatáron, de a Trump-elnökség változtathat ezen, ha teljesíti a vámokra és az illegális bevándorlás leszorítására vonatkozó ígéreteit. Ezek a döntések emelhetik az inflációt és lelassíthatják a gazdaságot. Az euróövezet növekedésére lefelé mutató kockázatok mutatkoznak, mert az európai exportra kivetni tervezett amerikai vámok és a Kínával szembeni kereskedelmi háború súlyos exporthátránnyá válhat. Az infláció 2025-ben vélhetően eléri a célszintet, az ezzel kapcsolatos kockázatok inkább az USA-ban tűnnek magasabbaknak. A piac arra számít, hogy az EKB további 100 bázisponttal csökkenti az irányadó kamatlábakat, de véleményünk szerint a gyengébb növekedés miatt az inflációs nyomás enyhülhet, ami nagyobb vágást is lehetővé tehet az EKB számára. A Fed várhatóan jövőre 50 bázisponttal csökkenti az alapkamatot, de amennyiben a választási ígérek teljesülnének, még ez a két csökkentés is túl soknak bizonyulhat.

Részvények: Az új Trump-elnökséggel kapcsolatos optimizmus, valamint a magas értékeltség rövid távú korrekciót hozhat a piacokon. Mivel azonban a recessziós kockázatok alacsonyak, a kamatlábak várhatóan csökkennek és a vállalati profitok emelkednek, a hosszú távú emelkedő trend fennmaradhat. Az USA még mindig a legdrágább, de okkal, amely továbbra is a technológiai innovációk és Trump növekedéspárti politikájának elsődleges haszonélvezője. Európa az egyik legolcsóbb fejlett régió, de hiányzik a katalizátor, hogy ez megváltozzon. A KKE-régió továbbra is növekedési előnyt mutathat Európával szemben, és emellett alulértékelt is. A dollár erőssége ellenszelet jelent az EM számára.

Kötvények: Az amerikai gazdaságpolitika egyelőre kiszámíthatatlan, ezért semleges kötvénykitettséget tartanánk. A hosszú lejáratú euróövezeti államkötvényeket előnyben részesítjük az amerikaiakkal szemben. A vállalati kötvények felárai nagyon szűkek, és nem fedezik a potenciális kockázatokat, ezért kerülnénk őket.

Nyersanyagok: Sok a bizonytalanság az olajpiacon és az ipari fémek esetében, de egyes alszektorok a sajátos kereslet-kínálati jellemzőik miatt jobban teljesíthetnek. Emiatt optimisták vagyunk 2025-re a réz, az urán és a nemesfémek tekintetében, itt a bányászati kitettség fenntartását javasoljuk.

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

Kedvelt befektetési sztorik:


Technológia


Közművek


Egészségügy


Ingatlan


Bányák (réz/urán)


Arany


USA Közepesek


Japán


Latin-Amerika


Lengyelország

Makro kitekintő

Gazdasági kilátások

4.

Infláció és jegybanki politika

5.

Magyar gazdasági kitekintő

7.

Piaci kitekintő

Kötvények

13.

Nyersanyagok

14.

Részvények

12.

Régiók

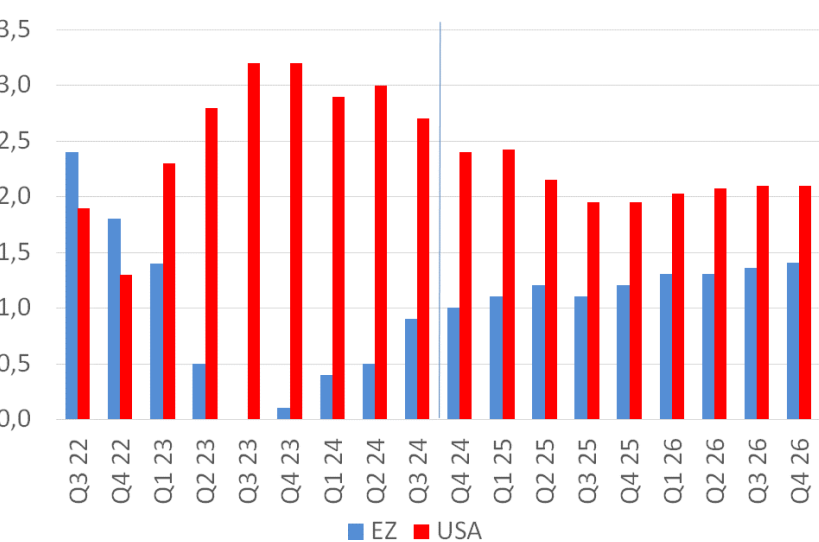
15.

Kedvelt befektetési sztorik

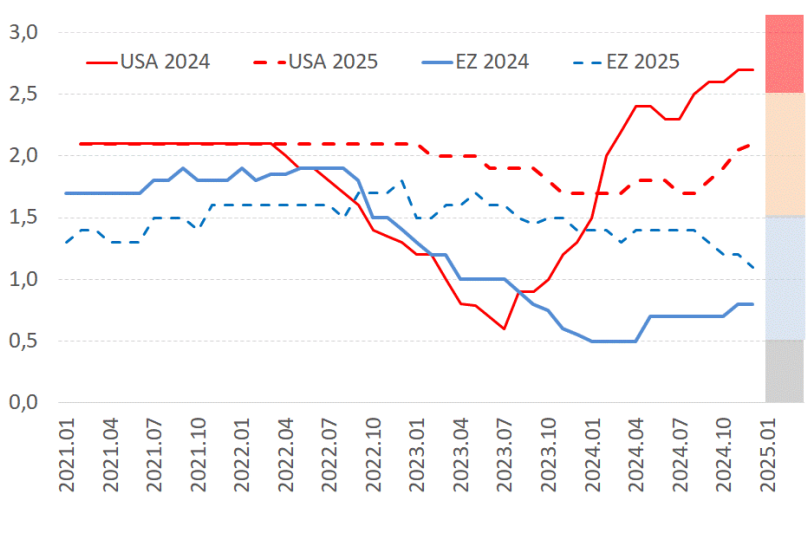
21.

USA: az erőteljes növekedés várhatóan folytatódik

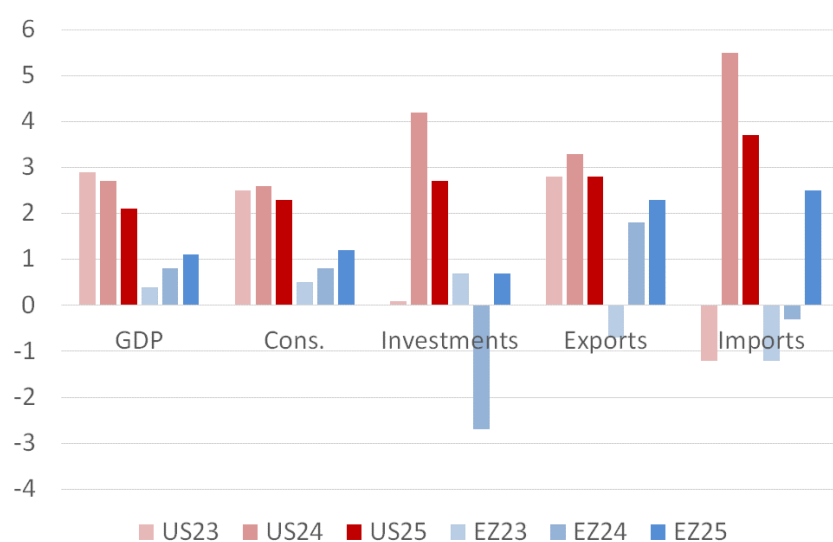
Negyedéves GDP-növekedés, év/év, tény és előrej. (%)



Éves GDP-növekedési előrejelzés 2024-25-re (%)



A GDP-növekedés összetevői 2023-2025 (%)



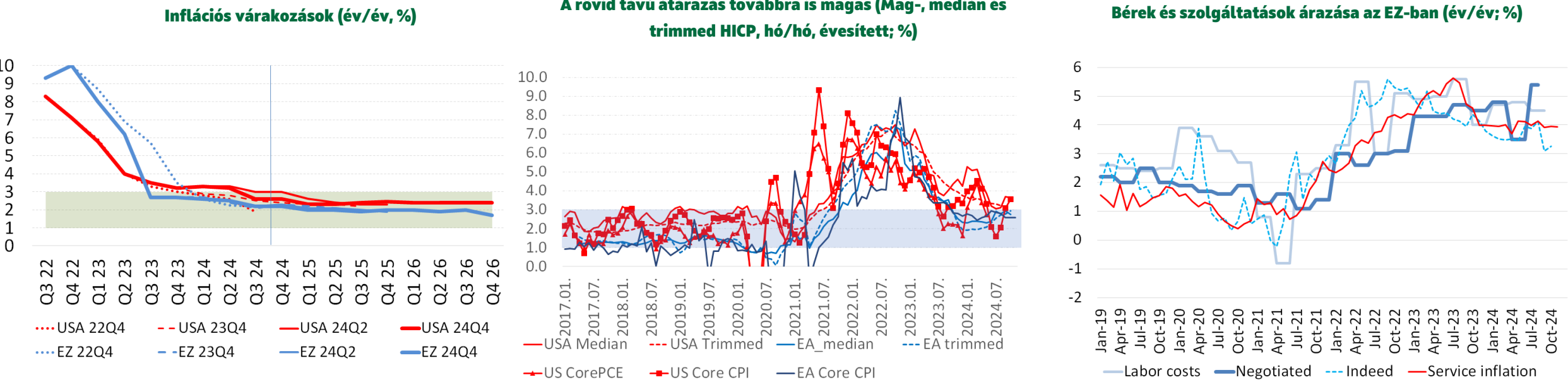
USA: továbbra is robusztus növekedés, nem látható lassulás

- o 2023-2024: Mindkét év jócskán felülmúlta a várakozásokat: az előrejelzett 0,5%-os növekedésre való lassulás helyett meglódult a gazdaság. A közel 3%-os bővülést a fogyasztás támogatta, de jól teljesített az export is, továbbá fellendültek a magánberuházások. Termelési oldalról az iparnak és az építőiparnak nem megy jól, de a szolgáltatások dinamikusán nőttek.
- o 2025: az utóbbi időben javultak a kilátások: a piaci konszenzus továbbra is erős, 2,3%-os, kiegyensúlyozott növekedést vár a felhasználási és a termelési oldalon is.
- o Trump politikája azonban fordulatot hozhat. Ha ígéretéhez híven bevezeti az új vámokat és a kitoloncolásokat, az az infláció emelkedéséhez és a gazdaság lassulásához vezethet.

Eurózá: a gazdaság a várakozásnak megfelelően fellendülésnek indult, de a növekedés lassulni látszik

- o Az éves GDP-növekedés eddig nulláról 1% körüli gyorsult, a fogyasztásnak, a kormányzati kiadásoknak és a szolgáltatásexportnak köszönhetően. A bővülésben a mediterrán országok, illetve a szolgáltatások és a turizmus jár az élen, míg az ipar és az északi tömb lemaradt
- o Alapesetben 2025-ben az északi blokkban is felgyorsulhat a növekedés.
- o Továbbra is úgy gondoljuk, hogy a 2025-ös növekedési kockázatok lefelé mutatnak – leginkább azért, mert az európai exportot sújtó új amerikai vámok réme, valamint a Kínával kibontakozó kereskedelmi háború nagymértékben hátráltathatja a kivitelt. Úgy tűnik, hogy ezek az aggodalmak az üzleti bizalomban is megmutatkoznak: a mutatók 2024 4. negyedévében a recessziós tartományba süllyedtek.

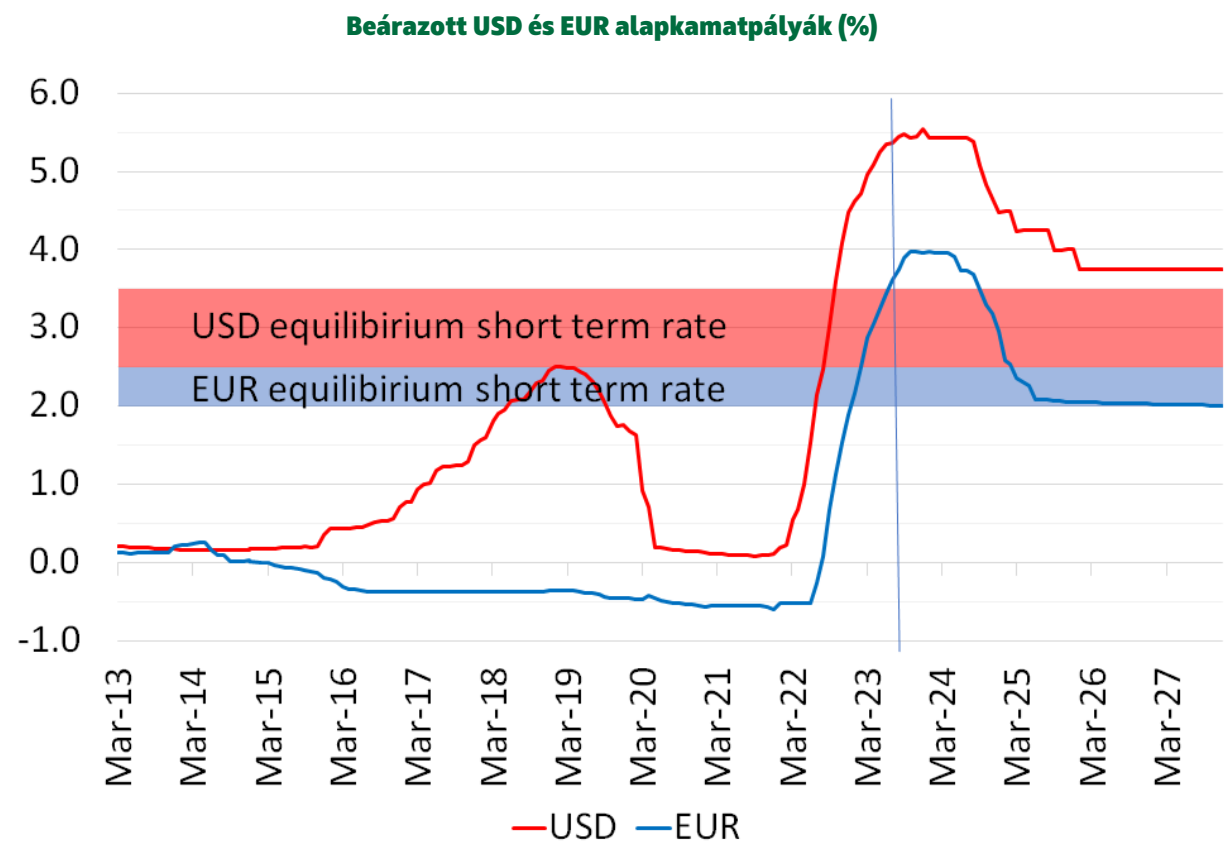
Infláció: a fő mutató a cél közelébe esett vissza, a maginfláció magas maradt



Inflációs folyamatok és kilátások: a dezinfláció kisebb kilengésekkel folytatódott, de a 4. negyedévben némileg megtorpant, mivel a mögöttes infláció évesítve 3% körül stabilizálódott

- Miután a magországokban 2022 végére az infláció 4 évtizedes csúcsra, 10%-ra ért, 2024 3. negyedévében az élelmiszer- és energia-dezinflációnak köszönhetően a cél körüli értékre esett vissza.
- A fő inflációs mutató Q3-ban elérte a mélypontot, majd ismét nőtt, mivel az energia- és élelmiszer-dezinfláció kifulladt, miközben a mögöttes infláció továbbra is magas, 3% körüli – az USA-ban kissé magasabb, Európában kicsit alacsonyabb – szinten ragadt.
- Az erőteljes bérnövekedés (4-5% é/é, SAAR: 4%) és szolgáltatásinfláció továbbra is gondot jelent az USA-ban és Európában
- 2025-ben az infláció valószínűleg fenntartható módon eléri a célt. Európában a kockázatok a gyengébb kereslet miatt alacsonyabbnak tűnnek, míg az Egyesült Államokban a vámok és a robusztus fogyasztás miatt a kockázatok felfelé mutatnak.
- A geopolitika és a feszes munkapiacok felfele mutató kockázatot jelentenek

A hozamkörnyezet normalizálódása folytatódott



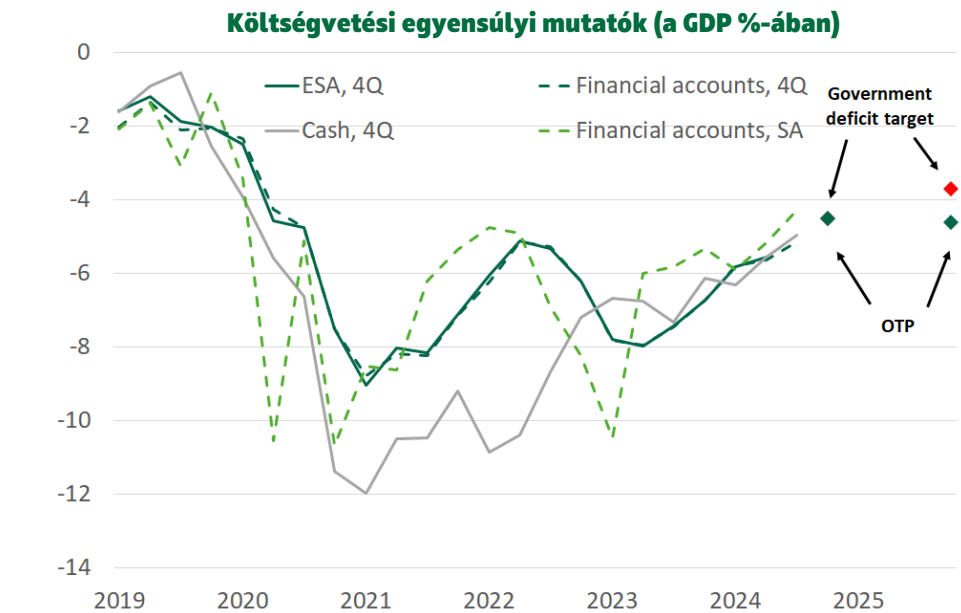
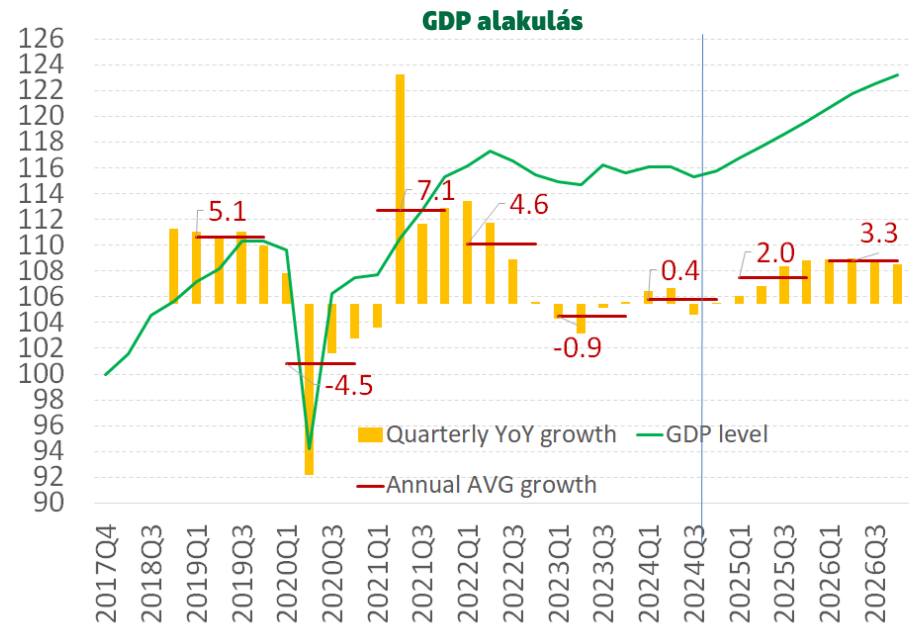
A semleges kamatszint lényegesen magasabb, mint a 2009-2020 közötti időszakban

- A pénzügyi válság és a világjárvány között az alacsony kapacitáskihasználtság és a magas munkanélküliség miatt enyhe volt az inflációs nyomás
- Az inflációt felfelé kellett tolni a cél felé, így a reálkamatok a negatív tartományba, a semleges nominális kamatok pedig az inflációs célok alá – nullára vagy még lejjebb – csökkentek. A hosszú hozamok lejáratí prémiumait – a mennyiségi lazítás és a biztonságos eszközök iránti magas kereslet révén – nulla közelében tartották.
- A globalizáció végével, a magasabb és volatilisabb inflációs környezetben a jegybankoknak azért kell küzdeniük, hogy az inflációt a célok közelébe leszorítsák, így a reálkamatoknak legalább nulla, de inkább pozitív szinten kell lenniük. A rövid távú nominális semleges kamatszintnek el kell érnie vagy meg kell haladnia az inflációs célt; az eurózónában 2-2,5%, az USA-ban pedig 2,5-3,5% körül lehetnek az egyensúlyi szintek.
- Normál alakú hozamgörbére számítunk, pozitív lejáratí prémiummal (0,5-1,5%), így a semleges hosszú hozamok az EZ-ban 3,25%, az USA-ban 4-4,5% körül alakulhatnak.

A jegybankok a jelenlegi restriktív szintekről a semlegesség felé csökkentik a rövid kamatokat

- A piac arra számít, hogy az EKB további 100 bázisponttal csökkenti az irányadó kamatot, így a betéti kamatok 2025 őszére elérhetik a 2%-ot. A gyengébb növekedés miatt az inflációs nyomás enyhülhet, így az EKB többet vághat. Az eurózónán belül a kereslet a német kötvények felé tolódhat el; a francia kamatprémium az eladósodottsághoz és a költségvetési feszültségekhez képest szerénynek tűnik.
- A Fed jövőre várhatóan 50 bázisponttal csökkenti az alapkamatot. A választási ígérek teljesülése esetén nem is lesz lehetőség 2 lépésnél többre.
- Összességében semleges pozíciót ajánlunk az amerikai kötvények esetében, míg az európai, különösen a német kötvénykitettségek súlya meghaladhatja a semlegest.

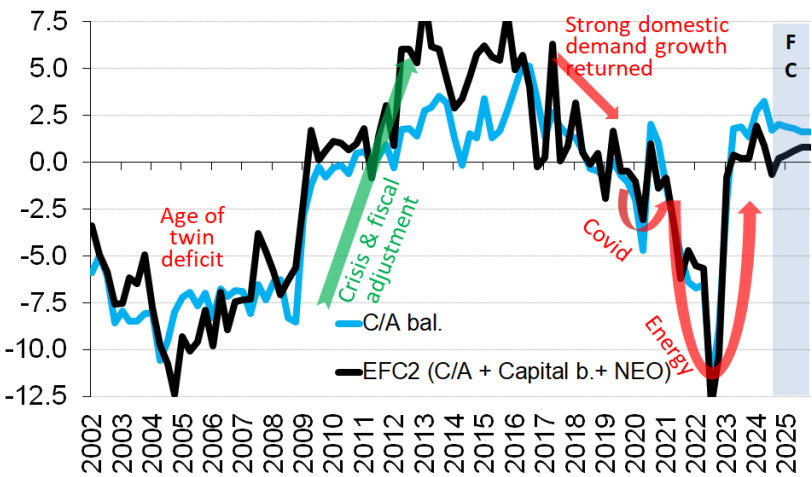
Magyarország: 2025-ben 2% körülre gyorsulhat a GDP-növekedés



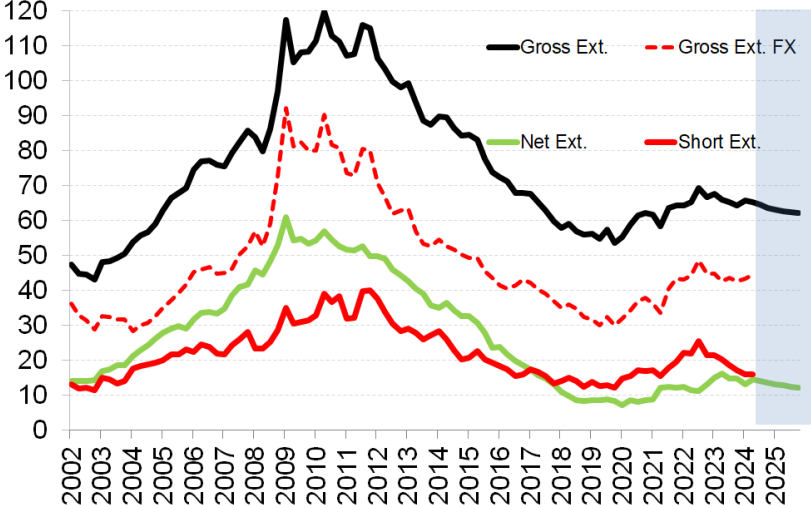
- A növekedés 2024-ben 0,4% körül lehet, jóval elmaradva a várakozásoktól és a többi KKE-orosztól, elsősorban a beruházások jelentős, és a régióban egyedülálló visszaesése miatt.
- A biztató Q1-es adatokat (+1,1% év/év) követően Q2-ben (-0,5% év/év) és Q3-ban (+0,8% év/év) is lassult a GDP-növekedés. A 4% körüli fogyasztásnövekedés ellenére a beruházások mélyrepülése (-15%, közvetlen növekedési hozzájárulás -3,5%) miatt ismét technikai recesszióba került a gazdaság. A befektetések zuhanása azonban lassul, így hamarosan túljuthatunk a mélyponton. Az export teljesítménye továbbra is gyenge, de a negyedéves adatok szerint megindult a lassú kilábalás. Termelési oldalon a szolgáltatás és a kiskereskedelem bővül, míg az ipar, az építőipar és a mezőgazdaság zsugorodik.
- 2025-ben 4%-kal nőhet a fogyasztás, akárcsak 2024-ben. A választások előtti évben emelkednek az állami beruházások, és a nagyberuházások is segítenek, így a tőkefelhalmozás várhatóan visszapattan. Az európai fellendüléssel összhangban az export teljesítménye is javulni fog, még akkor is, ha az autóiparra rossz idők járnak.
- Összességében 2%-os GDP-növekedést várunk, ami elmarad a korábbi 2,5%-os előrejelzésünktől. Az amerikai vámok, a munkaerőpiac gyengülése és a beruházások esetleges további visszaesése miatt a kockázatok lefelé mutatnak. A választások előtti esetleges intézkedések főként 2026-ban fejtik ki hatásukat.
- 2023-ban a hiány a GDP 6,5-7%-a volt. Miután a 2020-2023-as időszakban a költségvetési hiány elérte a 6-7%-ot, 2024-ben jelentősen mérséklődhetett, és a 4,5%-os hiánycél valószínűleg teljesülhet.
- A költségvetési szigor az állami beruházások csökkentésében, valamint az ágazati különadókból és a tranzakciós illetékből származó magasabb adóbevételekben jelentkezett. Az elsődleges egyenleg idén elérheti a nullát.
- Változatlan politika mellett jövőre a GDP 4,5%-5%-a körüli hiányra számítunk (a már bejelentett intézkedésekkel, beleértve néhány különadót is). A GDP 3,7%-ának megfelelő hiánycél eléréséhez tehát további kiigazításra lenne szükség, ami a választások előtti évben nem igazán valószínű.

Magyarország: A folyó fizetési mérleg többlete eléri a GDP 2-3%-át

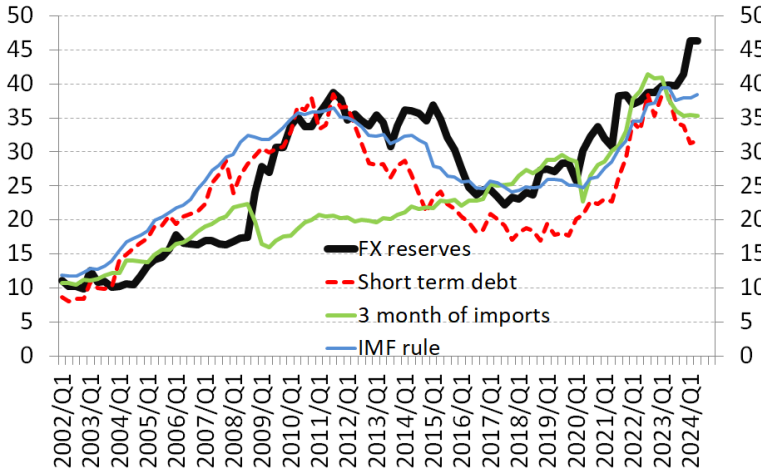
Külső egyensúlyi mutatók (a GDP %-ában)



Külső adósság (a GDP %-ában)



Devizatartalék- és tartalékmegfelelési szabályok (mrd EUR)

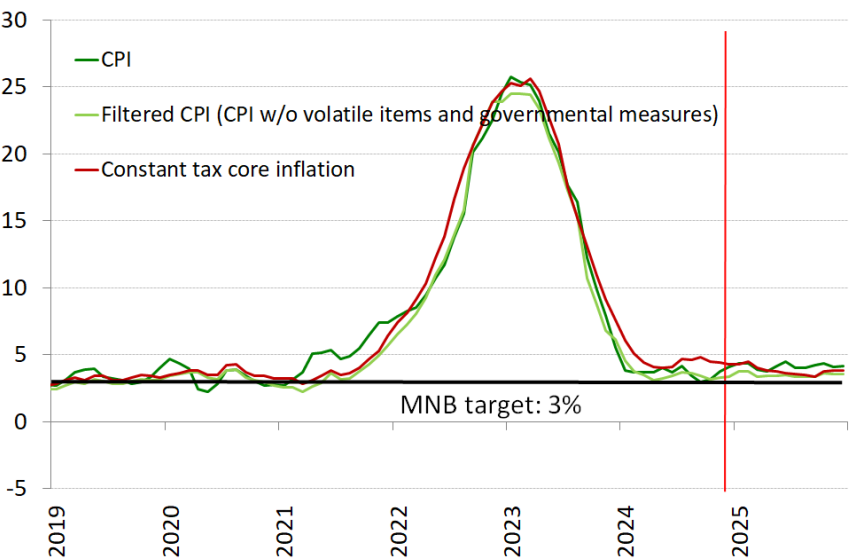


További gyors javulás a folyó fizetési mérlegben

- 2023-ra a külső egyensúly a 2017-2020-as enyhe többlet (a GDP 1%-a) szintjére tért vissza, az energiaválság és a 2022-es választási költekezés következtében fellépő rövid, de drasztikus romlást követően (a GDP -8/-9%-a).
- 2024-ben a külső pozíció a GDP mintegy 2-3%-ára javult, az első félévben 3%, a másodikban (amikor a nettó export csökkent) pedig 2% körüli értékkel. 2025-ben 1,8% körüli többletre számítunk.
- A nettó finanszírozási képesség enyhén pozitív, bár a tőkemérleg többlete egyre csökken (visszatartott EU-s pénzek) és a NEO erősen negatív (a GDP -2/-2,5%-a, nagy valószínűséggel a radar alatti tőkekiáramlás miatt).
- A nettó működőtőke-beáramlás enyhén pozitív, a GDP 1,5-2%-a körül alakul, így a nemzetgazdaság törleszti adósságát.
- A külső eladósodottság meredek emelkedése véget ért; fokozatosan a GDP 60%-a közelébe csökkenő trendet várunk
- Nőtték a devizatartalékok, javult a tartalékmegfelelés; így kissé javult az MNB mozgástere, hogy beavatkozzon, ha kell. Ez a többletszint arra utal, hogy a forint valós értéke 370 körül lehet, tehát jelentősen alulértékelt.

Magyarország: 2025-ben 4% körüli inflációra számítunk

Az OTP inflációs előrejelzései

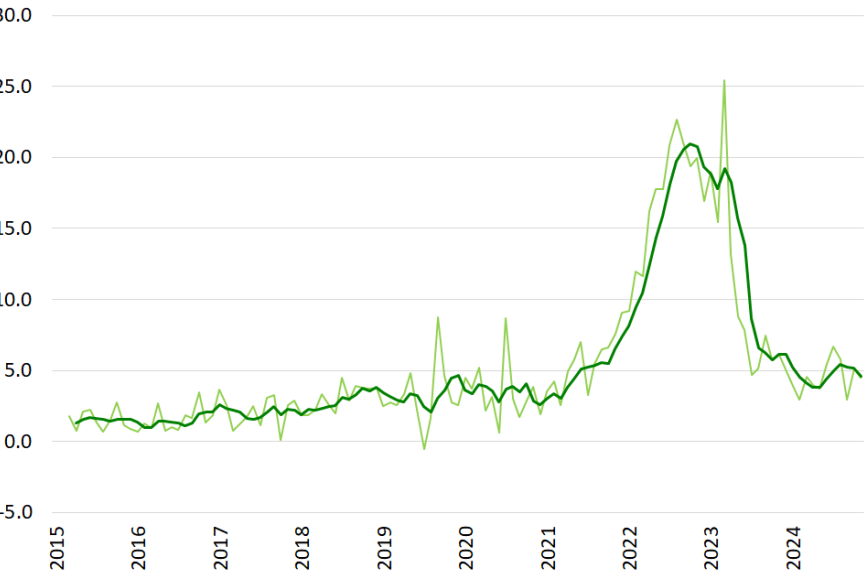


- 2024. 1. félév: Az első félévében folytatódott a 2023-as gyors dezinfláció, az élelmiszerek, az energia, az áruk és a hatósági árak vezetésével. A teljes infláció a cél alá esett, a mögöttes infláció azonban továbbra is magas szinten, 4,5-5% körül maradt
- 2024. 2. félév: Mivel a szolgáltatásinfláció és a bérnövekedés jóval meghaladta azt a szintet, amely az inflációs céllal összhangban lenne, valamint az élelmiszerárak ismételt emelkedése következtében emelkedő tendencia indult az inflációban, bár a vártnál kisebb mértékben.

Kilátások: Az infláció várhatóan 4% körül, a toleranciasáv felső szélén marad

- Az alacsonyabb átlagos infláció 2024-ben (3,7%) enyhébb áremelkedést fog eredményezni a visszatekintő árazású szolgáltatásokban
- A jövedékiadó-emelések, a növekvő fogyasztás, a 10% alatti bérnövekedés és a gyengébb forint miatt azonban jövőre 4% körül lehet az infláció

A trendinfláció évesített hó/hó alakulása*, %

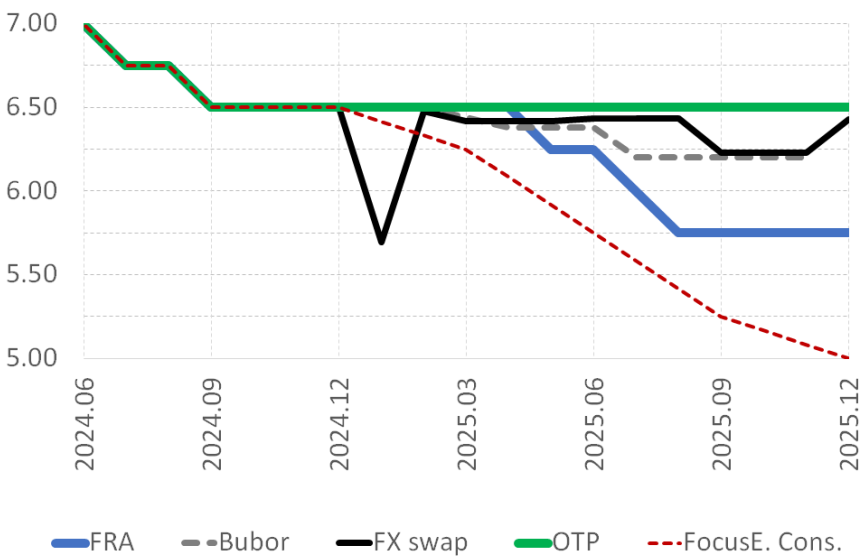


Főbb kockázatok:

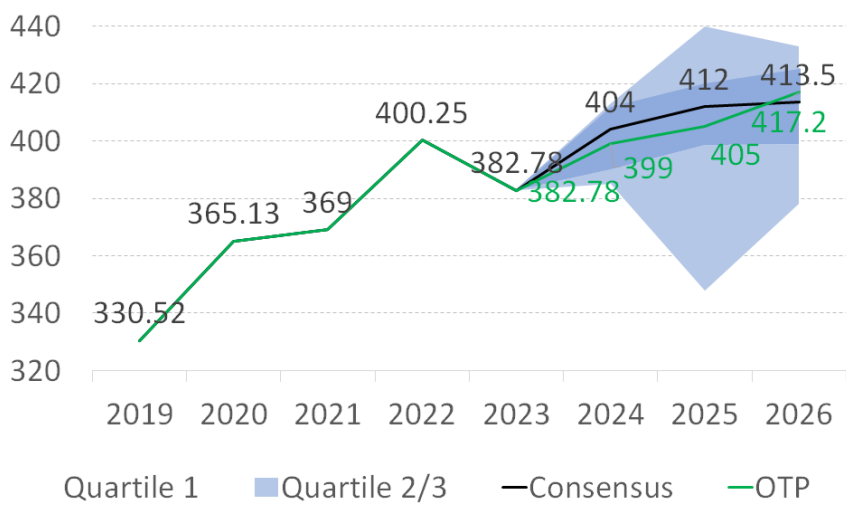
- Geopolitikai kockázatok (pl. kereskedelmi sokkok)
- „Magasnyomású gazdaság”, választások előtti kiadások
- Új MNB-elnök

Magyarország: az MNB 2025 végéig 6,5%-on tarthatja az alapkamatot

Az effektív kamat alakulása: OTP-előrejelzés és árazás



EURHUF várakozások (időszak végére)



2025-ben nem számítunk kamatcsökkentésre, mivel véleményünk szerint az MNB más célokat (infláció, a stabilabb forint és a hozamgörbe hosszú vége) preferál.

- Idén szeptemberre az alapkamat a 18%-os csúcsról 6,5%-ra csökkent. Ez közel van más országok szintjéhez és a magyar maginflációhoz. A vissza- és előretekintő reálkamatok 2,5% körül mozognak, ami nemzetközi összehasonlításban is magas szint. A forint továbbra is gyenge. Ez azt jelenti, hogy jelentősen szűkült a mozgástér a további vágásokhoz.
- A leendő új jegybankelnök, Varga Mihály már kifejtette, hogy stabilabb árfolyamot szeretne. Az inflációs kilátások is kihívást jelentenek, valamint a lejáró 6 milliárd eurós fedezett hitelek is (legalább részben) tovább kell görgetni. Ezért úgy gondoljuk, hogy a célok elérése és a hitelesség növelése érdekében 2025-ben az új elnök inkább a jelenlegi szinten tartja az alapkamatot.

- 2024-ben a forint jelentősen, 7%-kal gyengült 2023 végéhez képest. A 410-es szinten a forint erősen (kb. 10%-kal) alulértékelt; szerintünk a forint euróval szembeni valós értéke 370 körül lehet. Bár úgy gondoljuk, hogy középtávon a forint kontrollált leértékelődési pályán marad, a gazdaságpolitika jövőre inkább az árfolyamstabilitást tartja szem előtt, ezért 2025 végére 405-ös árfolyamszintre számítunk.

- Ugyanakkor 2025-ben kockázatok is vannak. Ha a monetáris politika megpróbálja ösztönözni a gazdaságot, az visszaüthet. Emellett az inflációkövető lakossági forintkötvények lejáró hozamai és az esetleges tőke kivonás is nyomást gyakorolhat az árfolyamra. Emiatt úgy véljük, hogy érdemes diverszifikálni a devizák között.

A hozamgörbe hosszú végét illetően alulsúlyozást javaslunk:

- Az elmúlt 3 hónapban a hozamgörbe hosszú vége az új bankadó-szabályok miatt csökkent, emiatt a régiós országokhoz és az euróhoz képest kisebb lett a spread.
- A beárazottnál kevesebb kamatcsökkentés és a szűkülő spreadek miatt a rövidebb lejáratokat javasoljuk.

Eszközosztályok



Részvény

Rövid távon egy korrekció jöhet, de a hosszú távú emelkedő trend érintetlen maradhat. Emiatt 2025-ben érdemes jól diverszifikált portfóliókkal és semleges részvénykitettséggel indulni.



Kötvény

Trump tényleges lépésein sok múlhat, ezért egyelőre semleges hosszú állampapír kitettséget tartanánk az USA-ban, és enyhén felülsúlyoznánk az eurózónát.



Nyersanyag

Sok a bizonytalanság az olaj és az ipari fémek esetében, de néhány alágazat a sajátos kereslet-kínálati jellemzőik miatt jobban teljesíthet. A rezet, az uránt és az aranyat részesítjük előnyben.



Felülsúlyozás

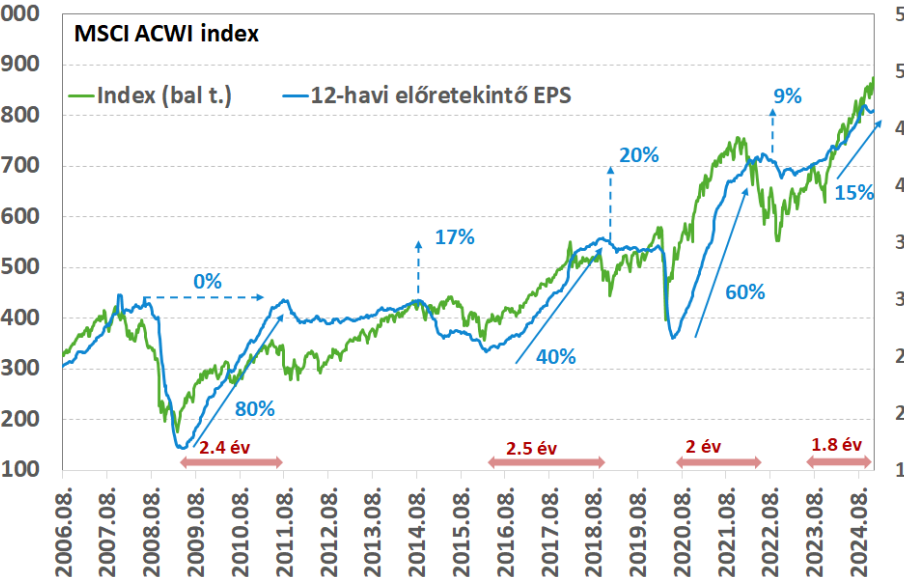
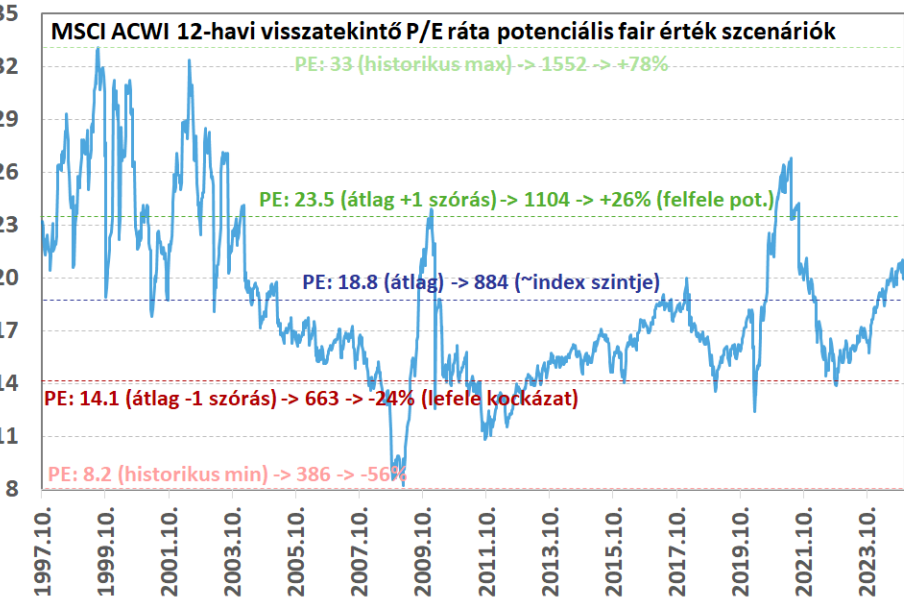


Semleges



Alulsúlyozás

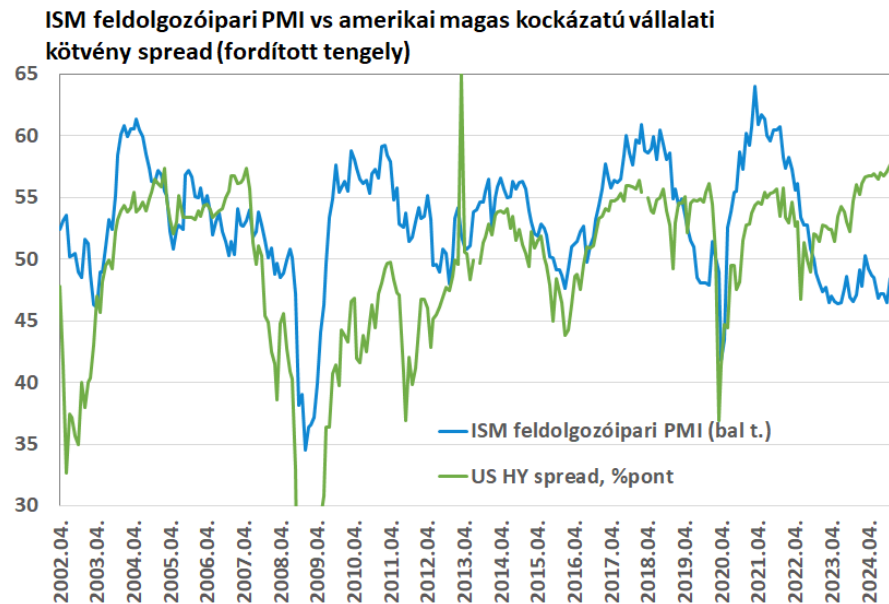
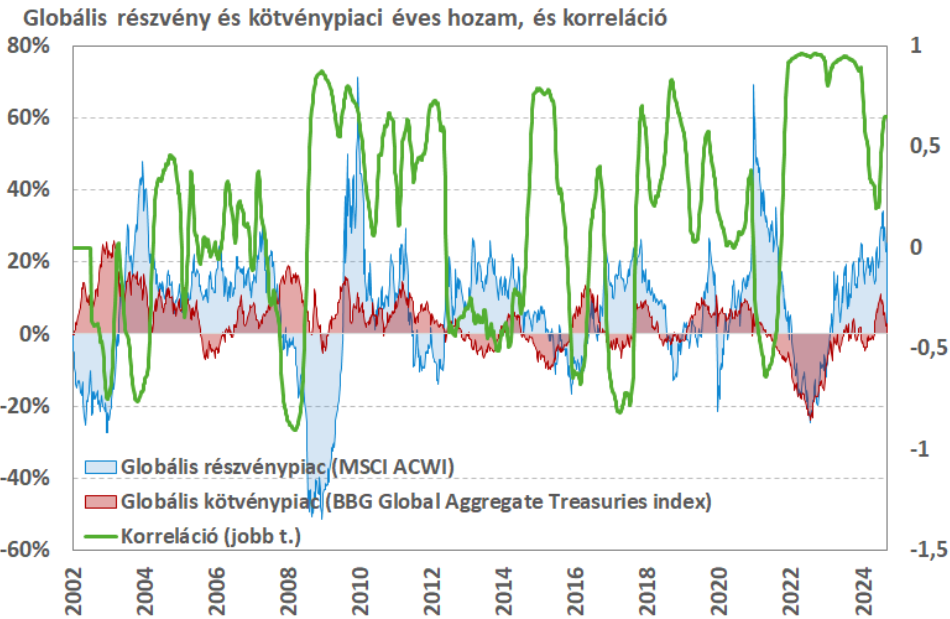
Részvény: sértetlenek az emelkedő trendek, de egy korrekció elképzelhető



- A részvénytőke piac összességében továbbra is inkább drága a jelenlegi szinteken, a mostaninál magasabb értékeltségek kialakulására jellemzően tőzsdéi lufik idején volt példa. A ciklikusan igazított Shiller P/E ráta a 2021 végi piaci csúcsoknál látott 30-as szintre emelkedett, mely magasságok negatív részvénytőke hozamot eredményeztek 3-5 éves időtávon. Az egyéves visszatekintő P/E alapú értékeltség 20 feletti, tartósan ennél magasabb utoljára az 1995-2003 közötti időszakban volt.
- Mivel az értékeltségi szintek további tágulása előtt szűkül a tér, előretekintve a részvénytőke mozgást leginkább az eredménybővülési dinamika alakulása fogja befolyásolni. 2025-re 12%-os profitbővülést vár a konszenzus, vagyis alapesetben mérsékelt hozampotenciál várható, mint 2024-ben. Időben nézve bár a profitciklus közepén már túl lehetünk, a dinamika korábban látott mértékéből (40-80% emelkedés a mélypontról vs. 15% jelenleg, +0-20% a korábbi csúcsokról vs. 9% jelenleg) kiindulva még lehet felfele tér.
- A profitnövekedésre nézve a legnagyobb veszélyt egy recessziós kimenetel jelentené az amerikai gazdaságban, ennek azonban jelenleg kisebb az esélye. Bár a növekedés lassul, az továbbra is a vártnál erősebb, a globális dezinflációnak köszönhetően egyre több helyen beszélhetünk a fogyasztást segítő reálbővülésről, miközben a kamatszintek normalizációja is elindult. A következő elnöki ciklus ráadásul Donald Trumpgal várhatóan növekedéspárti lesz, csökkenő adókulcsokkal, lazuló szabályozással, és fennmaradó fiskális oldali támogatással.
- Ezeket a potenciális trumpi hajtóerőket azonban a tavalyi második félév 10%-os emelkedésével a részvénytőke már nagyrészt beárzhatta, miközben a befektetői pozícionáltság és hangulat is számos mutató alapján extrém optimizmusra utal. Ehhez képest nagyon sok a kérdőjel, hogy az eddigi kampányígéretekből végül mi és milyen formában valósul majd meg ténylegesen (például mely országok, milyen mértékű vámokra számíthatnak, Elon Musk vajon tényleg lafaragja a központi kiadásokat), ami piaci szempontból is igen eltérő kimenetelt hozhat a nagyobb eszközosztályok, de egyes régiók vagy szektorok kilátásait illetően. Mindez nagyobb volatilitást hozhat 2025-ben, amibe emiatt jól diversifikált portfóliókkal lesz érdemes belevágni.

Az új trumpi ciklussal kapcsolatos felfokozott várakozások és extrém optimista pozícionáltság, valamint magas értékeltségek miatt tartunk tőle, hogy korrekcióval indul a 2025-ös év. Mivel azonban a recessziós kockázatok alacsonyok, a kamatok csökkennek, a vállalati profitok emelkednek, a hosszú távú emelkedő trendek továbbra is sértetlenek. Így a várhatóan nagyobb volatilitást hozó 2025-ös évet kiegyensúlyozott portfóliók tartásával, semleges részvénykitettséggel érdemes indítani.

Kötvény: segíthet fedezni a kockázatokat

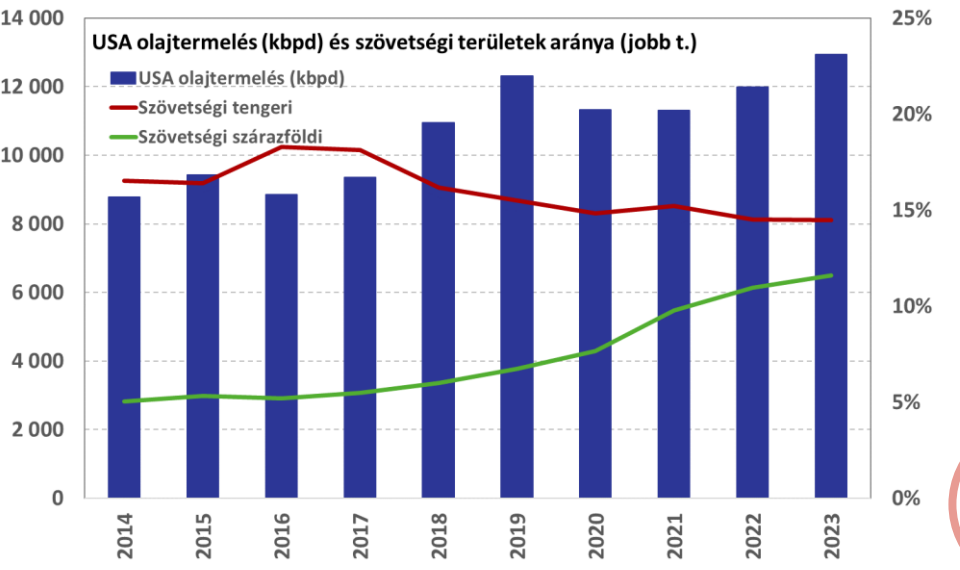
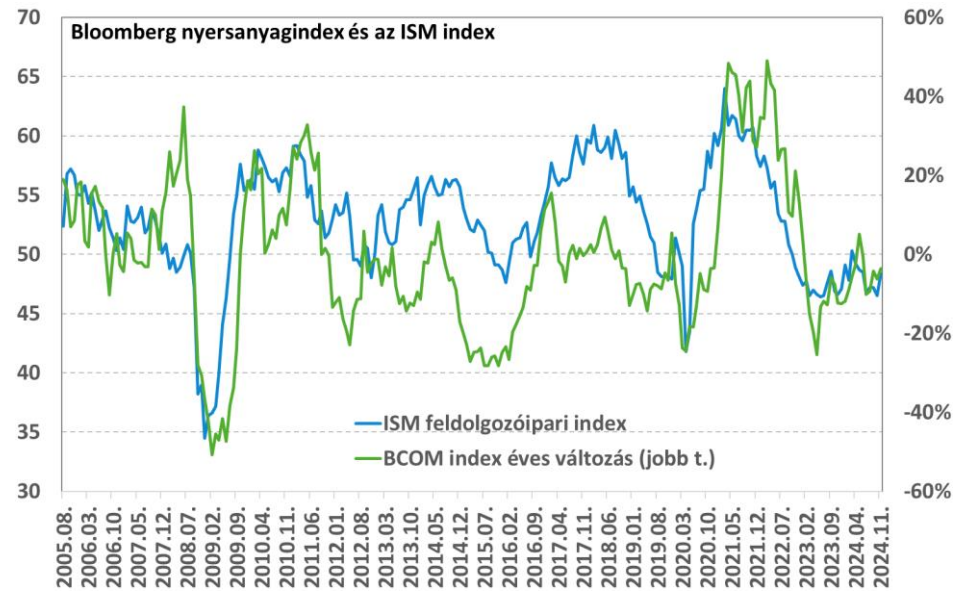


- Amerikában a gazdaság bár erős, de lassul, és a munkaerőpiac is a hűlés jeleit mutatja, miközben a dezinfláció jól halad, a jegybank várhatóan folytatja a kamatsökkentéseket. Miközben a részvénytőke teljes egészében gazdasági puha landolás forgatókönyvet áraz és mostanra már meglehetősen drága is, portfóliószinten fontos egy esetlegesen negatív gazdasági forgatókönyv, illetve rövid távon kockázatot jelentő részvénytőke korrekció esetére defenzívebb kitettséget is tartani, az új trumpi ciklus ugyanis tartogathat nem várt fordulatokat. A vámemelések, a fiskális költségek és a migráció visszaszorítása azonban hordoznak inflációs és ezáltal a jegybanki kamatszintekre és hozamokra nézve felfelé mutató kockázatokat is, amit jelenleg a piacok szintén kevésbé áraznak.
- Mivel felfelé és lefele is hasonló valószínűségek mellett látszanak kockázatok, összességében semleges kitettséget tartanánk a hosszú amerikai kötvényekből, hozzájuk képest az eurózónás hosszú papírokat favorizáljuk a gyengébb növekedési kilátások miatt. Mivel a piac már jelenleg is több kamatvágást áraz az EKB-tól, a hosszú hozamok csökkenése előtti potenciál is limitált lehet. Az USA növekedési és kamatelőnye, a geopolitikai kockázatok magas szintje, a trumpi vámpolitika és az eurózónában látható politikai kockázatok (francia és német kormányválság) is a dollár erősödése mellett szólnak rövid távon, ez nagyrészt eliminálhatja majd egy eurós kötvénykitettség devizában kifejezett teljesítmény előnyét. Hosszabb időtávon viszont a dollár jelentős felülértékeltsége miatt ez a hatás kevésbé lehet markáns.
- A vállalati kötvénykitettségeket továbbra is alacsony szinten tartanánk, az állampapírokhoz képest kínált hozamfelár ugyanis historikus mélységekbe süllyedt, vagyis megítélésünk szerint nem kompenzál megfelelően az esetleges kockázatokért: USA magas hozamú (HY) spread 1,57%, miközben az elmúlt 25 év minimuma 1,65% volt, de a befektetésre ajánlott kötvények (IG) esetén is (jelenleg: 0,97%) elhagytuk a korábbi minimumnak számító 1,07%-ot. Érdemes szelektívnek lenni, és előnyben részesíteni a befektetésre ajánlott kategóriát. A kelet-közép-európai régióban továbbra is találni olyan állam és vállalati kötvényeket euróban és dollárban, ami továbbra is kínál (bár a korábbiaknál már kisebb) hozamprémiumot vállalható kockázati szintek mellett.



A trumpi gazdaságpolitika hordoz magában kiszámíthatatlanságot, ami miatt kiegyensúlyozott portfóliókat tartanánk, semleges kötvény súllyal, az amerikai hosszú kötvényekkel szemben az eurózónásokat favorizáljuk. A vállalati kötvényspreadek nagyon szűkek, nem fedezik a potenciális kockázatokat, érdemes a súlyukat alacsonyan tartani, szelektívnek lenni és a befektetésre ajánlott papírokat tartani, hozzájuk képest a KKE régiós eurós és dolláros kötvények továbbra is vonzóak.

Nyersanyag: semleges összkép, de vannak kedvező szegmensek



- A nyersanyagpiaci kép összességében egyelőre semlegesnek tűnik, elsősorban az olaj és az ipari fémek (pl. vasérc) kapcsán merülnek fel bizonytalanságok Kína és a globális gazdasági kilátások kapcsán. Az elmúlt hónapokban sokat erősödött a dollár, amely hagyományosan kedvezőtlen a nyersanyagok számára. Kedvező ugyanakkor, hogy a jegybanki kamatcsökkentések folytatódnak, bár ezek üteme lassulhat, ha az inflációs adatok nem javulnak eleget. Tovább bonyolítja a helyzetet, hogy az új Trump-kormányzat vámokat vethet ki, de ennek hatása attól függ majd, hogy mely országokat, termékeket és milyen mértékben érintik az esetleges intézkedések.
- Az egyik legfontosabb nyersanyag, az olaj kapcsán semlegesnek tűnnek a 2025-ös kilátások, de vannak felfelé mutató kockázatok is, amiket érdemes megemlíteni. Az egyik ilyen tényező Irán lehet, ahol az új Trump-kormányzat a meglévő szankciók erősebb betartatását szorgalmazhatja majd. Az iráni export döntő többsége ma Kínában landol (kb. 1,5 millió hordó / nap), így a kérdés, hogy az új amerikai kormány képes lesz-e Kínát rávenni az együttműködésre ebben a tekintetben (pl. vámokkal való fenyegetéssel). Szintén konszenzusnak tűnik, hogy 2025-ben túlkínálatos lehet az olajpiac, ám ezeket az előrejelzéseket érdemes óvatosan kezelni. A jelenlegi árazás nem mondható kifejezetten magasnak, így nem jelent erős ösztönzőt a termelésnövelésre. Emellett a kereslet is relatíve egészségesnek tűnik a feldolgozóiparban erősen használt dízel kivételével. A másik oldalon ugyanakkor az OPEC tartalékkapacitás elég magas, ami semlegesítheti az esetleges pozitívumokat. Végül érdemes megemlíteni, hogy az új Trump-kormányzat erősen támogatja a belföldi olaj- és gáztermelést, de ennek gyakorlati hatása limitált lehet, mivel a termelés kisebb része zajlik szövetségi területen.
- Az ipari fémek kapcsán szintén sok a bizonytalanság, illetve ezek esetében kiemelt jelentőséggel bír a kínai gazdaság helyzete, amely alapvetően továbbra is gyengének tűnik, de a politikai vezetés elkötelezettnek tűnik a növekedés és fogyasztás fellendítése kapcsán. Emellett vannak olyan alszektorok, amelyek esetében sajátos kereslet-kínálati helyzetük miatt jobbak a kilátások, ilyen például a rézpiac. Hasonló megfontolások miatt optimisták vagyunk az urán, illetve a nemesfémek (arany, ezüst) kapcsán.



Semleges a nyersanyagpiaci összkép, az olaj és ipari fémek esetében sok a bizonytalanság, de vannak olyan alszektorok, amelyek sajátos kereslet-kínálati helyzetük miatt felülteljesítők lehetnek. Emiatt optimisták vagyunk 2025-re a réz, az urán, illetve a nemesfémek kapcsán is, itt bányászati kitettség tartása javasolt.

Részvények - Régiók



USA

A legdrágább, de minőségileg is kimagasló piac, mely az elsődleges haszonélvezője marad a technológiai innovációs megatrendnek és a trumpi növekedéspárti politikának. Rövid távon nagyon túlvett, a korrekciók azonban jó lehetőséget hozhatnak.



Európa

Az egyik legolcsóbb fejlett részvénytőzsdé, de hiányzik az átárazódásához szükséges katalizátor. Gyengébb növekedés, vámkockázat, versenyképességi problémák, költséges zöld átállás, politikai zűrzavar. Változás hiányában az alulteljesítés maradhat.



Feltörekvők

Az erősödő dollár ellenszél, de a kockázatok közül sokat már beáraztak, az árazások vonzóak. Kína rövid távon figyelendő, strukturálisan viszont kerülendő, India ezzel szemben jó hosszú távú lehetőség, rövid távú kockázatokkal.



Kelet-Közép-Európa

Bár a gyenge európai konjunktúra kockázatot jelent, a növekedési előny fennmaradhat. A vállalati profitvárakozások pesszimistának tűnnek, miközben már a piac már így is extrém alulértékelt. Egy orosz-ukrán tűzszünet felfele katalizátor lenne.



Felülsúlyozás

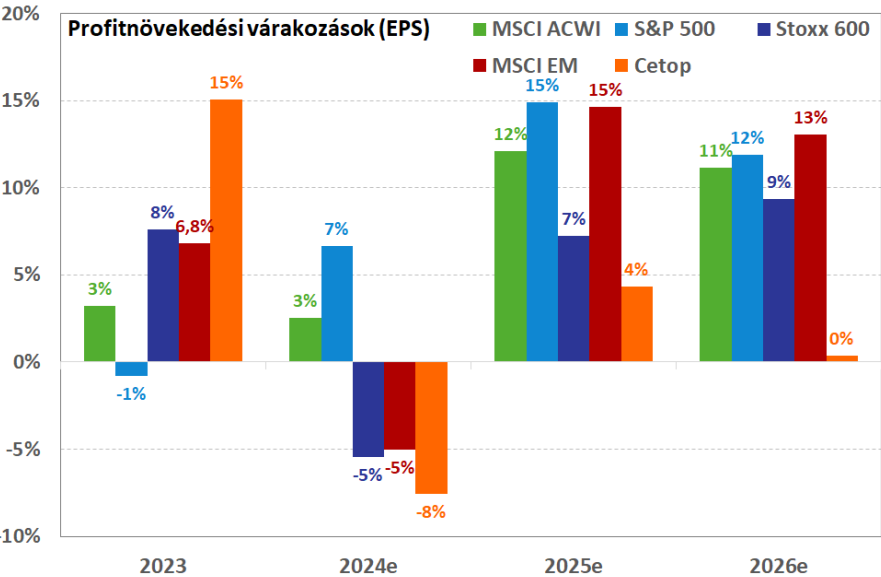
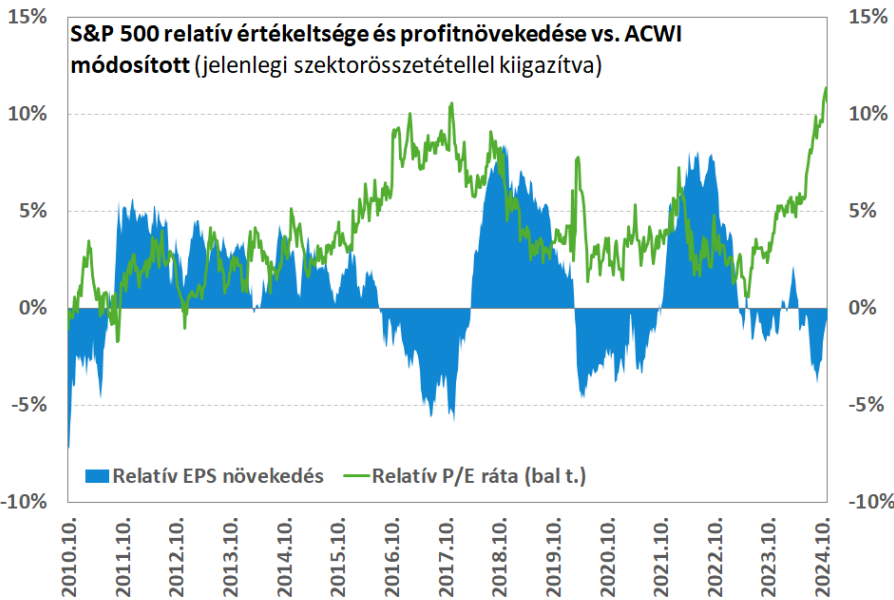


Semleges



Alulsúlyozás

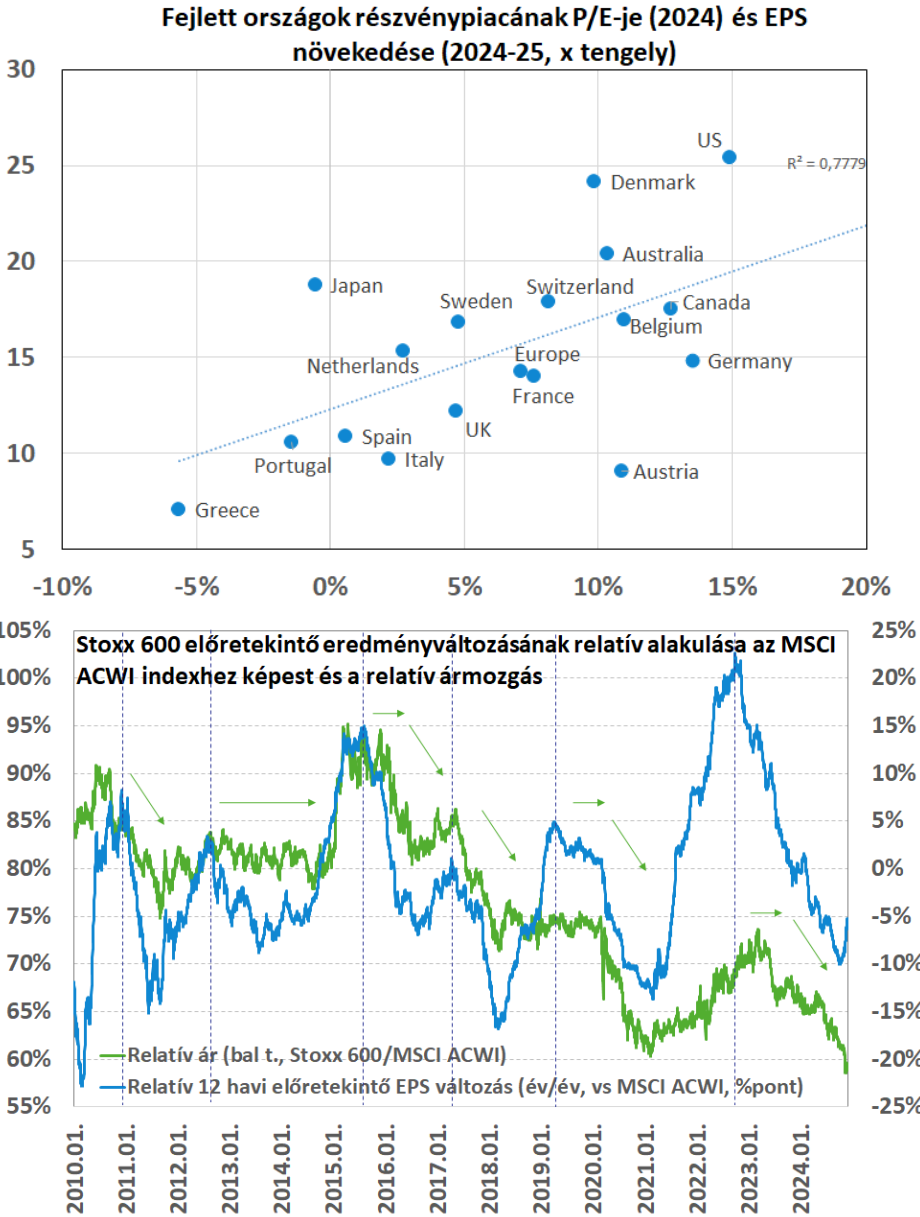
USA: a felülteljesítés egyelőre töretlen



- Az amerikai részvénytőzsdén továbbra is globális szinten az egyik legdrágább, a P/E ráta elérte a 2020-21-es lokális csúcspontot, az elmúlt hónapokban ráadásul az értékeltségi különbség csak tovább nőtt, így már a szektorhatásoktól tisztítva is a korábbi 2017-es csúcspont felett járunk (10%-nál nagyobb prémium). A vállalati eredményhozam elérte a hosszú kötvényhozamok szintjét, miközben hosszú távon átlagosan közel 70 bp-os kockázati prémiumot lehet megfigyelni. A hosszú kötvényhozamok csökkenése némiképp segíthet oldani az árazási oldali feszültséget, de a részvénytőzsdén még így is meglehetősen drága értékeltségeken forog.
- Nem véletlen azonban, hogy az amerikai piac a legdrágább, ez a magasabb minőségnek, és az abban nagy súllyal szereplő technológiai vállalatok dominanciájának, nagyobb növekedési potenciáljának köszönhető. Azt gondoljuk, hogy a következő években a technológiai innováció és a mesterséges intelligencia területe további jelentős piacbővülés és növekedés előtt áll, ez lehet az egyik legfontosabb növekedési húzóerő a vállalati szegmensben, melyet megítélésünk szerint továbbra is a legnagyobb technológiai vállalatok tudnak majd kihasználni és profittermelésre lefordítani az elmúlt időszak jelentős beruházásainak köszönhetően. Mindez az amerikai részvénytőzsdén átlagot meghaladó profitbővülésével járhat majd együtt a következő években.
- Mivel drága az amerikai részvénytőzsdén, a további emelkedést elsősorban a vállalati profitdinamika határozhatja majd meg, ami előretekintve moderáltabb emelkedési potenciált jelenthet, mint 2024-ben. Amennyiben a recessziós forgatókönyv sikerül elkerülni, az akár 7000 pont körüli S&P 500 indexértéket is hozhat. Bár az amerikai részvénytőzsdén már jó ideje felülteljesíti a világ többi részét, és vannak óvatosságra intő jelek, egyelőre – kisebb megállókól eltekintve – nem látszanak a tartós alülteljesítés irányába mutató jelek.
- A novemberi választást követően tovább erősödő Trump rali hatására mostanra meglehetősen túlpozicionálttá vált az amerikai részvénytőzsdén, egy rövid távú korrekció esélye megnőtt. A recessziós kockázatok azonban moderáltak, ez egy tartós lejtmenet esélyét csökkenti, a nagyobb korrekciókat vételi lehetőségként kezelnénk. Az új elnöki ciklus protekcionista, befele forduló irányba mutat, emelkedő vámokkal, lazuló szabályozással, adócsökkentésekkel, melyek a belső piacra termelő kisebb méretű vállalatok számára kedvezhetnek.

Makroszcenário	Jellemzők	S&P 500
Puha landolás/ goldilocks	Átlagos profitnövekedés, átlag feletti árazási szint	6295– 7114 (+4-18%)
Kemény landolás	Vállalati profitrecesszió, szűkülő árazási szintek	4023 – 4401 (-27-33%)

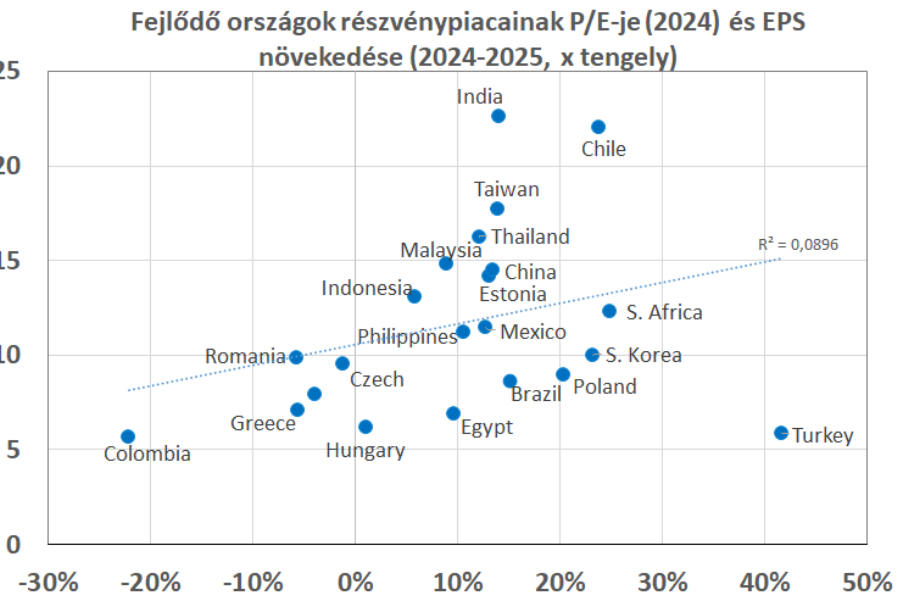
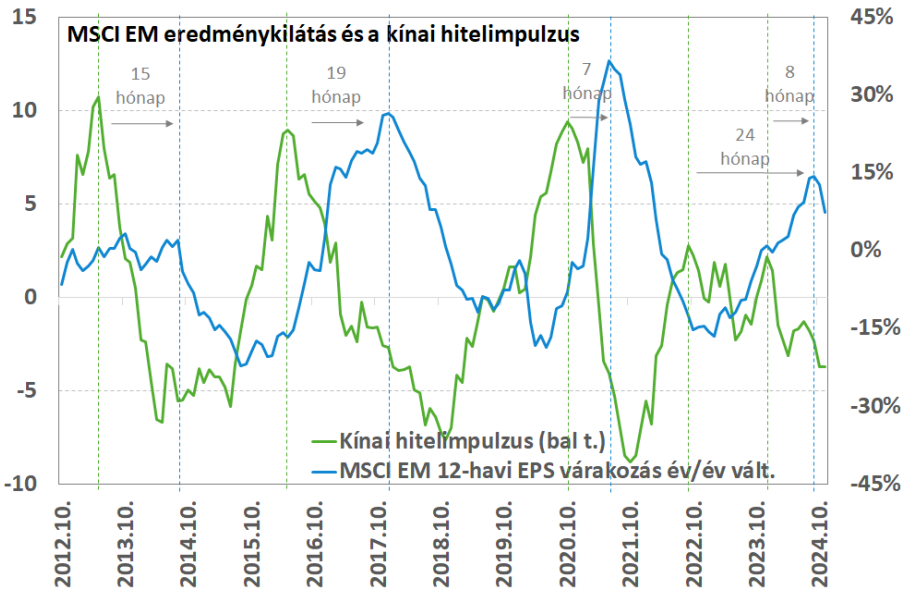
Európa: változások nélkül akár sokáig is olcsó maradhat



- A fejlett részvénytőzsdék közül az európaiak továbbra is a legolcsóbbak közé tartoznak, sőt az elmúlt hónapokban tovább nőtt az árazási diszkontjuk. Az előretekintő P/E ráta a hosszú távú átlag szerinti, a piac többi részéhez képest azonban már 28%-os a diszkont, ami közel kétszerese az átlagosnak, és új historikus mélypontnak felel meg. A diszkont szektorhatásoktól tisztítva is jelentős, a 2008-09-es mélypontok körüli.
- Pusztán értékeltség alapon az európai részvénytőzsdé vonzó, de mindez hosszú időtávon bír meghatározó erővel. Az előttünk álló időszakra tekintve, még ha rövid távú fellélegzéseket elképzelhetők tartunk, továbbra is hiányoznak azok a katalizátorok, amik az európai részvénytőzsdé alulteljesítését trendszerűen képesek lennének megváltoztatni.
- Az eurozóna növekedési kilátásai gyengébbek, mint az USA-ban, a trumpi vámok kockázatként lebegnek bizonyos szektorok és régiók felett (ami elbizonytalaníthatja a helyi vállalatokat a beruházások terén), rövid távon a zöld átállás költséges, a katonai kiadások emelkednek, egyes termékek piacán a kínai verseny erősödik, a Draghi jelentés pedig rámutatott azokra a strukturális (versenyképességi, szabályozási, töredezettségből fakadó, innovációs és termelékenység, energetika, digitalizációs területen látszó) problémákra, melyekkel tisztában vannak Európa vezetői, mégsem indultak még el ebbe az irányba mélyreható változások, és egyelőre az akarat sem látszik. Így viszont az USA-hoz képest talán leglátványosabb módon technológiai területen látszó lemaradás csak tovább erősödik, ami alapvetően befolyásolhatja a következő évek növekedési lehetőségeit gazdasági, vállalati profitnövekedési és ezáltal részvénytőzsdéi tekintetben is.
- Mindezt politikai kockázatok tetézik az eurozóna erőközpontjaiban (német és francia kormányválság és előrehozott választások). Ezek rövid távon negatívan hatnak, de hordozhatják a változás lehetőségét is magukban. A német választásokon a CDU elsőprő győzelme lehetne ilyen, látva a növekedéspárti, deregulációs irányultságú vezetőjét a pártnak, aki nagyobb fiskális költségekhez is hajlandó lenne (amire a németeknek lehetne tere). Mindez azonban egyelőre csak egy kimenetel a sok közül, ezért a jelenlegi ponton egyelőre a hiszem, ha látom hozzáállást követnének az európai részvénytőzsdével kapcsolatban, katalizátor hiányában ugyanis az alulteljesítés fennmaradhat.

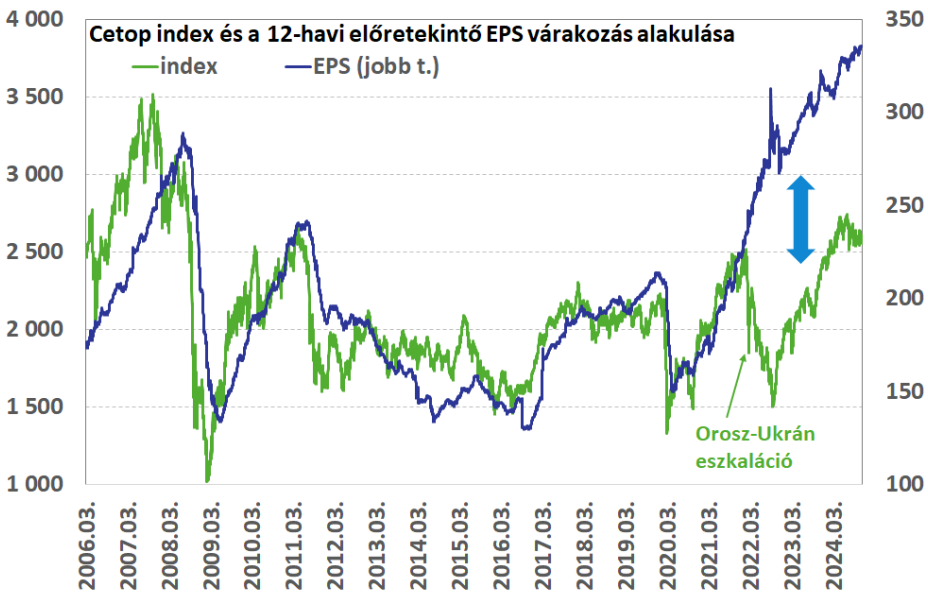
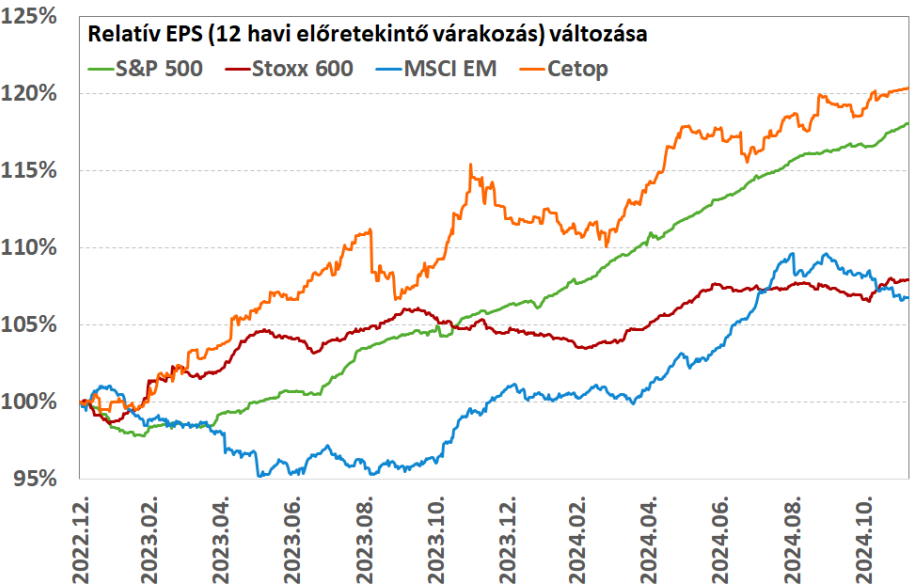
Makroszcenário	Jellemző	Stoxx 600
Puha landolás/goldilocks	Átlagos profitnövekedés, átlag feletti árazási szintek	534 – 574 (+3-10%)
Kemény landolás	Vállalati profitrecesszió, szűkülő árazási szintek	408 – 436 (-16-22%)

Feltörekvők: a dollár erő szembeszél, de olcsó és van növekedés



- A feltörekvő piacok egészét alkotó nagyobb régiók igen eltérő strukturális és ciklikus helyzetben vannak, ez nehezíti egy egységes vélemény megfogalmazását velük kapcsolatban. Átfogóan a feltörekvő piacok egészére a dollár mozgása bír nagyobb jelentőséggel, márpedig 2025-től a trumpi elnöki ciklus az eddigi várakozásaink szerint számos olyan intézkedést hozhat (vámok, protekcionizmus, America First), ami a dollárt tovább erősítheti más devizákkal szemben. Ez a feltörekvő piacok számára ellenszélként jelentkezhethet.
- A feltörekvőkre jellemző kockázatok közül azonban már sokat áraz a piac: az értékeltségi szintek vonzóak, az előretekintő P/E ráta a hosszú távú átlag szerinti (12-es), a diszkont 35% a világpiachoz képest, ami a covid mélypontot is meghaladja. A feltörekvőkön belül domináló ázsiai régió ráadásul a globális növekedés egyik motorja, ami a helyi vállalatok átlagot felülmúló profitnövekedési kilátásaiban is megmutatkozik. A konszenzus szerint a feltörekvő piacok 2025-26-ban az amerikaihoz mérhető profitnövekedést érhetnek el.
- A két legjelentősebb ország esetén azonban egészen eltérő hatások érvényesülnek: India hosszú távon favorizálandó, rövid távon viszont kevésbé, a kínai piac viszont rövid távon kínál lehetőséget, strukturálisan azonban kerülendő. **India** demográfiai helyzete, hosszú távú növekedési kilátásai jobbak (infrastrukturális beruházások, növekvő középosztály), az amerikai vámháborútól és politikai viharoktól elszigeteltebb, mostanra a világ 4. legnagyobb részvénytőzsdája, jó strukturális kilátásokkal bír, hosszú távra favorizálható portfólióelem. Ciklikusan nézve azonban számos ellenszél azonosítható: a monetáris és fiskális politika is relatíve szigorú, ez várhatóan valamelyest lassítja a gazdasági növekedést 2025-ben, és a vállalati profitdinamikára is negatívan hathat, miközben a piac értékeltsége kimagaslónak tekinthető. Ehhez képest **Kínát** romló demográfia, az ingatlan és hitelpiaci lufi és magas eladósodottsági szintek miatt gyenge hosszú távú növekedési kilátások jellemzik, miközben az ország az amerikai külpolitika célkeresztjében van, a kereskedelmi háború várhatóan legnagyobb elszenvedője lesz. Rövidebb távra nézve viszont vannak potenciális katalizátorok, hiszen a kínai vezetés elkezdte stimulálni a gazdaságot, aminek stabilizáló hatása lehet rövid távon, ráadásul egyre többet kommunikálnak további stimulusok bevezetéséről. A jön/nem jön érdemi stimulus kérdése a kínai részvénytőzsdai kilátásokat is binárisra teszik, mivel azonban a piac nagyon alulpozicionált, ez a lefele mutató kockázatokat limitálhatja. A felfele potenciál kibontakozása viszont pont emiatt várhatóan gyors és heves lesz (ahogy a legutóbbi bejelentéseknél szeptember végén láthattuk).

Makroszenárió	Jellemző	MSCI EM
Puha landolás/ goldilocks	Átlagos profitnövekedés, átlag feletti árazási szintek	1172 – 1241 (+6-12%)
Kemény landolás	Vállalati profitrecesszió, szűkülő árazási szintek	752 – 798 (-28-32%)



- A következő évekre a legalacsonyabb profitnövekedést várják az elemzők a KKE régiótól (vs. USA, Európa vagy feltörekvők). Ez inkább pesszimistának tűnik, látunk teret arra, hogy a konszenzus folyamatos emelkedését látjuk az előttünk álló időszakban, ahogy 2024 második félévében is: egyedül a Cetop index esetében emelkedett a 2025-ös EPS várakozás, az összes többi vizsgált régió esetén 2-3%-kal csökkent. Az elmúlt két évben a Cetop index esetén az előretekintő profitvárakozás relatív értelemben kimagasló, 20%-os növekedést mutatott, ezzel egyedülként tudott lépést tartani a növekedési szempontból kimagasló USA-val.
- Bár az európai növekedési problémák és a trumpi vámok kockázata a KKE régióra nézve is negatívan hat, de közvetett módon. A GDP növekedési előnyt még ezzel együtt is sikerülhet megtartani, 2%pontos felülteljesítés várható az IMF előrejelzése alapján a következő években. A szűkös munkaerőpiac és magas bérnövekedési ütem mindenesetre okozhat fejtörést, az infláció láthatóan elérte a mélypontokat, a jegybanksi célok felett alakulhat, ami miatt a további jegybanksi kamatcsökkentések előtt szűkül a tér. Ez hozhat növekedési áldozatokat, azonban a Cetop index profitkilátásait nem kell, hogy érdemben rontsa, hiszen abban a pénzügyi szektor súlya jelentős, mely a magasabb kamatszintekből a kamatbevételeken keresztül profitál.
- Donald Trump bár a vámpolitikán keresztül közvetett módon negatívan hathat, a külpolitikai lépéseket tekintve az orosz-ukrán konfliktus lezárásával képes lenne értéket felszabadítani. Egy lehetséges béke nem elsősorban a profitkilátások oldaláról hathatna kedvezően (hiszen a szankciók vélhetően érvényben maradnának), hanem a régió megítélésén keresztül. A Cetop index ugyanis továbbra is mélyen alulértékelt a világ többi részéhez képest, a 2008-09-es időszakban látott árazási diszkontok figyelhetők meg. A vizsgált nagyobb régiókhoz képest az átlagosnál 20-30%-ponttal nagyobb most az árazási diszkont.
- A KKE régió belül a Cetop indexben legnagyobb súlyt kitevő lengyel részvénytőzsszel kapcsolatban vagyunk a leginkább optimisták, mely az EU-barát kormánynak köszönhetően profitálhat az EU-s forrásokhoz való hozzáféréstől. A magyar részvénytőzsze értékeltségi alapon továbbra is a leginkább vonzó, a 2026-os választások előtt azonban a költségvetés lazulhat, emelve a vállalati különadók jelentette kockázatokat. A román részvénytőzsze továbbra is drága, belpolitikai válság képe rajzolódik ki, az elnökválasztáson populista, szélsőjobboldali jelölt került ki győztesen, aki az EU forrásokhoz való hozzáférést is veszélyeztetheti.

Macro scenarios	Jellemzők	Cetop
Puha landolás/ goldilocks	Átlagos profitnövekedés, átlag feletti árazási szintek	3023 – 3275 (+13-23%)
Kemény landolás	Vállalati profitrecesszió, szűkülő árazási szintek	1759 – 1919 (-28-34%)

Demográfia



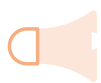
Több évtizedes folyamat a népesség előregedése, illetve az élettartam emelkedése, valamint globálisan a népesség még mindig tartó bővülése. Ezek hatása nagyon széleskörű, hiszen a feltörekvő országok többségében még növekszik a lakosság, ami általában gazdasági növekedéssel és az életszínvonal emelkedésével is párosul. Az élettartam növekedése és a társadalom öregedése a fejlett világban sok új piacot teremt, amit a vállalatoknak ki kell szolgálni. A legközvetlenebb haszonélvezője ennek az egészségügyi szektor.

Mesterséges intelligencia



A technológiai fejlődés nem új dolog, folyamatos a hatékonyságjavulás a gazdaságban. A 90-es évektől kezdve az internet, a számítógép, az okostelefon okozta a produktivitás növekedés döntő részét. Most pedig egy új tényező, a mesterséges intelligencia (AI) lökhet nagyot a termelékenységen. Ennek mértéke jelenleg nehezen becsülhető, de az biztos, hogy a gazdaság, munkaerőpiac minden területén jelentős változást, hatékonyságnövelést hoz már rövid távon is. A generatív AI nagy mennyiségű adatfeldolgozási teljesítményt igényel, jelentős memóriára van szüksége, ami óriási keresletet támaszt a speciális chippek iránt. Emiatt az AI alkalmazásához szükséges infrastruktúra kiépítői (pl. Nvidia, ASML, Broadcom stb.) jelenleg a legnagyobb haszonélvezői az új trendnek. A megrendelői oldalon leginkább a tőkeerős nagy technológiai vállalatok és adatcenterek állnak, ezek kisebb mértékben ugyan, de szintén az AI-t leginkább hasznukra fordítani képes cégek. Az AI mellett és ahhoz kapcsolódóan a robotizáció és az automatizáció is új lendületet vehet. A 2025-ös év a tőkepiacokon még mindig inkább az infrastruktúra kiépítők és a nagy technológiai cégekről szólhat, egy jelentősebb technológiai áttörés hozhat új nyerteseket a küzdőtérre.

Energiaátmenet



Szintén hosszú évek óta tartó folyamat a fosszilis energiaforrásokról való leválás, és a megújuló, tiszta energiára való átállás. Habár ebben a folyamatban is vannak bukkánók (pl. az orosz-ukrán háború miatt ideiglenesen bizonyos szénbányák újranyitása Európában) a dekarbonizációs törekvés a globális felmelegedés lassítása érdekében még évtizedekig velünk marad. Az energiaátmenetnek sok pozitív következménye van, hiszen szennyező tevékenységek válnak „tisztává”, ugyanakkor ennek van kevésbé előnyös hatása is, mint például a magasabb infláció, hiszen adott esetben drágábban kell megtermelni az energiát, vagy jelentős beruházás és fejlesztés kell egyes területeken.

Deglobalizáció



Az USA-Kína szembenállás sok iparágra hatással van. A termelési láncok rövidítése már elkezdődött, akár közvetlenül az Egyesült Államokba, akár „baráti” országokba telepítve a gyártást. Emellett a folyamatos háborús konfliktusok is visszavetik a szabadkereskedelmet, ami a globális növekedésre negatív hatással van. Persze lehetnek nyertesei is ennek a folyamatnak, például az amerikai vagy európai és egyéb baráti országok ipara. Kérdés, hogy a Kínával való nézeteltérés milyen hatással lesz az ázsiai országban jelentős kitétséggel rendelkező nyugati cégek eredményességére, elég csak a német autógyártókra gondolni.

Kedvelt befektetési sztorik



Technológia

Az AI jelentős forrása maradhat a növekedésnek, amiből leginkább a nagy techcégek profitálhatnak.



Közművek

Strukturális hátszelet jelent az energiaigény erősödése a szektor defenzivitása mellett.



Egészségügy

Hosszú távú megatrend (öregedő társadalmak) támogatja, RFK átmeneti nehézséget okozhat.



Ingatlan

Alulpozicionált szektor, miközben kedvez egy puhán landoló gazdaság csökkenő kamatokkal.



Bányák (réz/urán)

Az elektrifikáció, a kínai stimulusok, gyenge kínálat pozitív a réznek, az uránpiac strukturális deficitben



Arany

A fiskális fegyelem hiánya és a jegybanki vásárlások strukturálisan segítik, a dollár rövid távon ellenszél.



USA Közepesek

Olcsóbb és jobb minőségű „Trump trade”, mint a kiscégek, segítik a csökkenő kamatok.



Japán

A deflációs spirál véget érhetett, a vállalati reformok pedig további tőkét vonzhatnak.



Latin-Amerika

Brazília globálisan az egyik legolcsóbb, Mexikót pedig strukturális hátszél (reshoring) segítheti.

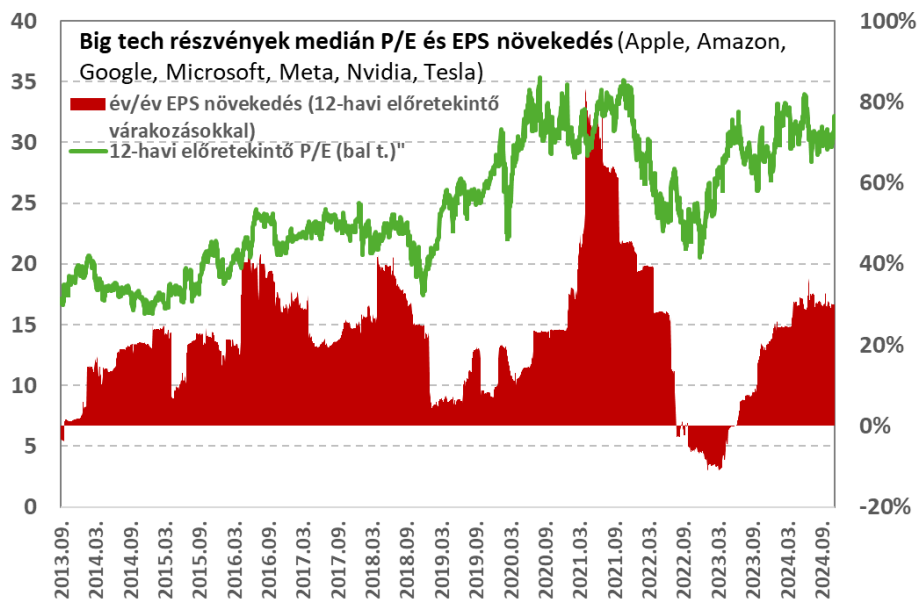


Lengyelország

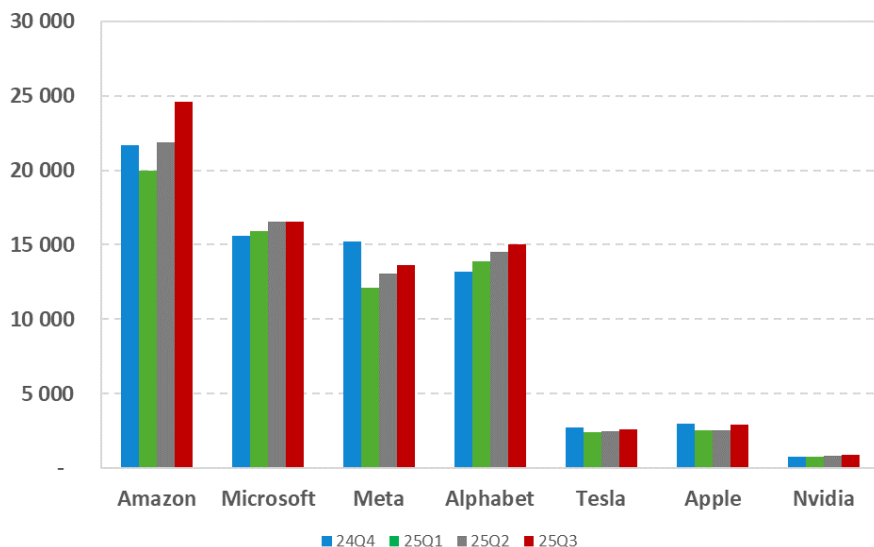
Nyomott értékeltségi szint, miközben a növekedési előny fennmaradhat Európával szemben.



Technológia: nem érdemes kimaradni



Nagy technológiai cégek várható tőkebefektetései (millió USD)

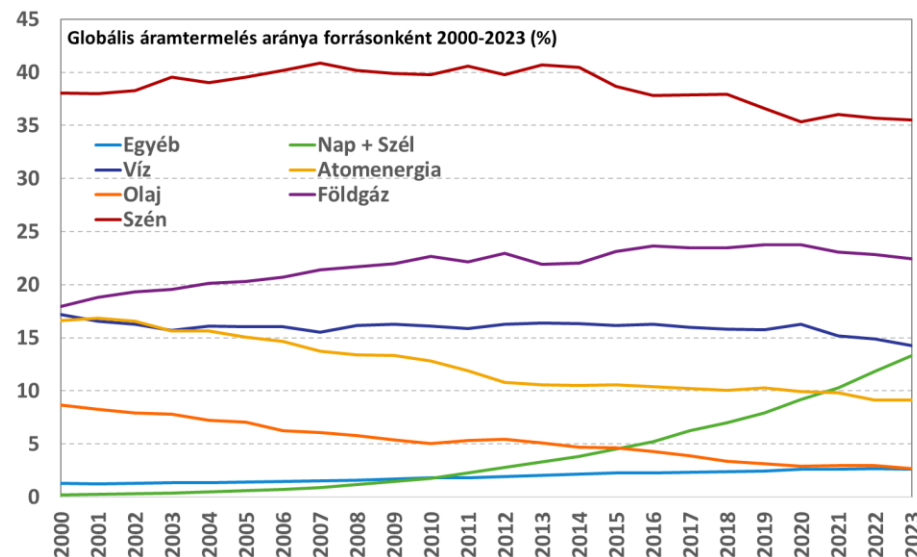
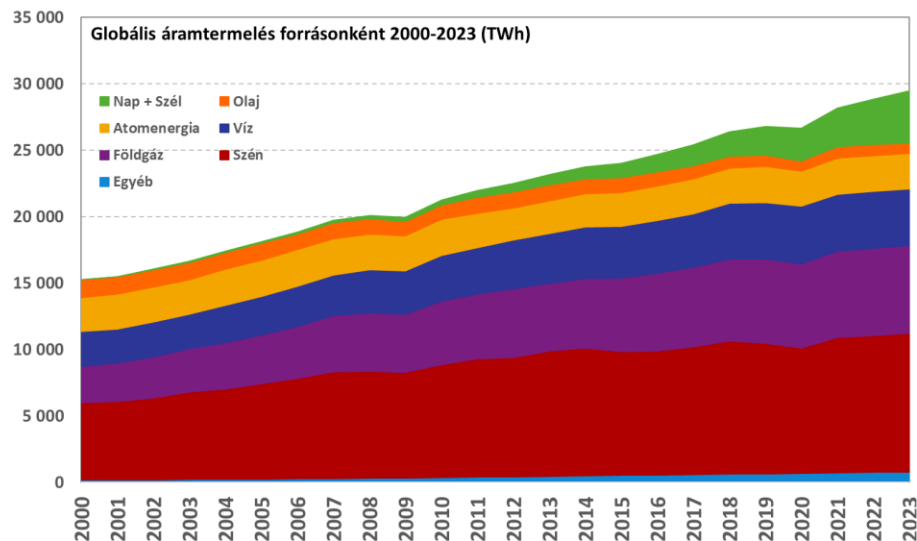


- A 2024-es év első fele a nagy technológiai cégek felülteljesítéséről szólt, köszönhetően a mesterséges intelligencia (AI) sztorinak, és az ezzel együtt jelentkező profitnövekedésnek. Ez a második félévben már nem volt igaz, szélesedett a jól teljesítő vállalatok köre.
- Azonban a profitnövekedés még mindig a legnagyobb techcégeknél erős. A 2025-ös évre a 150 Mrd USD feletti piaci kapitalizációval rendelkező vállalatok esetében 47%-os EPS bővülést várnak az elemzők, ami lényegében megegyezik az S&P500 IT szektortól várt 46%-os profitnövekedéssel. A bevétel a nagy techcégek esetében közel 15, míg a teljes szektorban kb. 12 százalékkal nőhet.
- A mesterséges intelligencia beruházások nem fognak lassulni a következő időszakban, a félvezetők iránti kereslet továbbra is annyira magas, hogy a jövő évben még inkább kínálati szűkösség lehet, ami magasan tarthatja az árakat, ez pedig a szektor számára továbbra is pozitív. Az IDC előrejelzése szerint az AI-hoz kapcsolódó költség (ebben benne van az infrastruktúra, a kapcsolódó IT és egyéb üzleti szolgáltatások, applikációk) 2028-ra több mint 600 milliárd dollárra emelkedhet, ami több mint duplája a jelenlegi értéknek. Ezekben a tőkebefektetésekben a nagy technológiai cégek járnak az élen, hiszen például a generatív AI modellek felépítése, tanítása és működtetése több tízmilliárd dolláros összeget emészt fel.
- A félvezetőkön túlmenően a nagy felhő, és egyéb szoftverszolgáltatók is jól teljesíthetnek, mivel a szektorba való belépési korlátok magasak, főleg technológiai és finanszírozási oldalról, ez pedig hosszabb távon is magasan tarthatja a marginokat. Ezen szolgáltatások iránti kereslet tartósan magas maradhat hiszen ezek olyan, gazdasági ciklusoktól független alap infrastruktúrákká váltak, amelyek nélkül nem lehet elképzelni a vállalati működést vagy a modern lakossági életvitelt. Az AI fejlődésével, a következő hullámban eljőhet az applikációk kora, amikor szélesedhet a nyertesek köre, de erre még vélhetően várni kell.

Úgy gondoljuk, hogy a 2025-ös év még ezekről az innovatív, AI-kapcsolt vállalatokról szólhat elsősorban, így érdemes a technológiai szektor felé kitettséget tartani, még akkor is ha a magas értékeltségi számok nem feltétlenül támogatóak, és kevés a hibázási lehetőség profit oldalon a felfokozott várakozások miatt.



Közműcégek: jól járhatnak azok, akik több vasat tartanak a tűzben

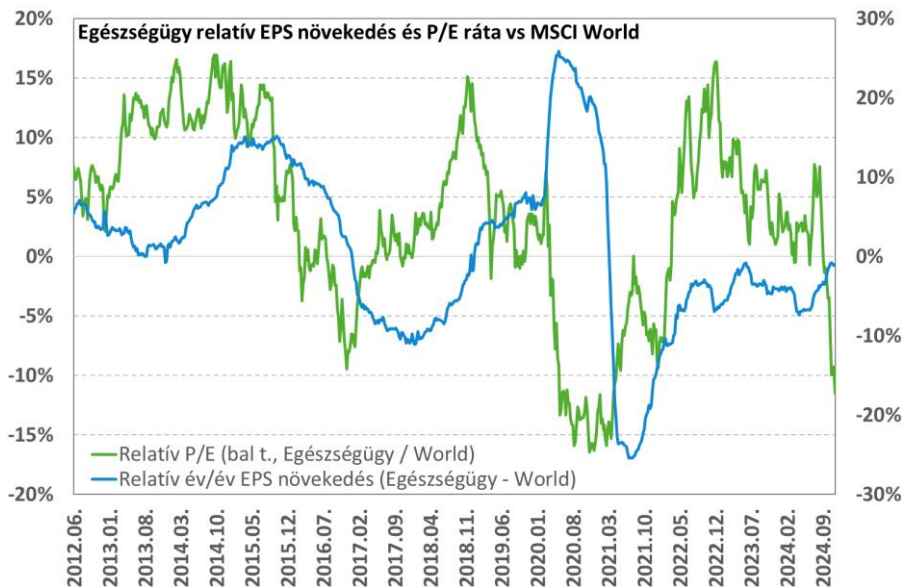


- Az olaj kapcsán már említettük, hogy a Trump-kormányzat alatt jóval kedvezőbb megítélés alá eshetnek majd a fosszilis energiahordozók, mint az olaj és a földgáz. Emellett előnyben részesülhet még az atomenergia is, míg a nap- és szélenergia, illetve az elektromos autók támogatása csökkenhet. Érdekes azonban megjegyezni, hogy a nap- és szélenergia egy jelentős része olyan államokban található, amelyek alapvetően republikánus kötődésűek (pl. Texas, Florida), így az ottani politikai vezetők nem feltétlenül érdekeltek a támogatások csökkentésében vagy visszavonásában, ami bonyolítja a helyzetet.
- Az új energiapolitikai irányvonal azonban egyértelműen kedvező lehet olyan közműcégek számára, akik gáztüzelésű erőművekkel rendelkeznek, de megengedőbb lehet a széntüzeléssel szemben is, míg az atomenergia már korábban is kétpárti támogatást élvezett. A hangsúly valószínűleg a klímavédelemről az energiaellátás biztonságára és stabilitására tevődik majd át a következő években.
- Némileg tágabb értelemben nézve az látszik, hogy a globális energiafogyasztás folyamatosan emelkedik, 2000 óta több mint 50%-kal nőtt. A megújuló energiatermelés aránya ugyan jelentősen nőtt az energiamixben, de a teljes fogyasztás növekedése miatt abszolút értelemben az olaj-, szén- és gázfogyasztás is tempósan emelkedett.
- A közműcégek szempontjából fontos áramtermelési szektorban is hasonló tendencia figyelhető meg. Ettől és az új amerikai energiapolitikától függetlenül persze tovább folytatódhat a megújulók felfutása, a következő években is komoly kapacitásbővülés várható (főleg a napenergia szektorban), amelynek 60%-át Kína adhatja 2030-ig. A megújuló energiatermelés időjárásfüggősége miatt azonban így még inkább felértékelődhet majd a stabil és rugalmas energiatermelés szerepe (víz, atomenergia, földgáz és szén). Emellett fontosabb szerepe lehet majd az áramhálózat fejlesztésének is, illetve az energiatárolás is nagyobb hangsúlyt kaphat.

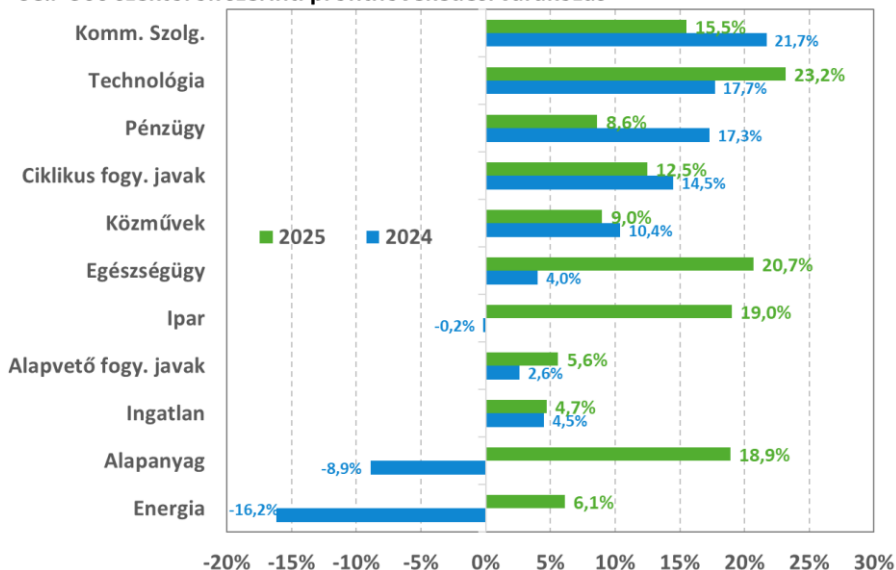
Az energia- és áramfogyasztás növekedése a következő években strukturális hátszelet jelenthet a közműcégeknek. A megújuló energiatermelés felfutása ugyan folytatódhat, de felértékelődhet a földgáz, az atom- és vízenergia, illetve akár a szén szerepe is. Azok a közműcégek, akik több vasat tartanak a tűzben így jobb helyzetben lehetnek, de ez a politikai és szabályozói környezettől is függ. Összességében a szektor felülteljesítését várjuk 2025-ben, közműcégek tartása így ajánlott.



Egészségügy: a folyamatos innováció útján



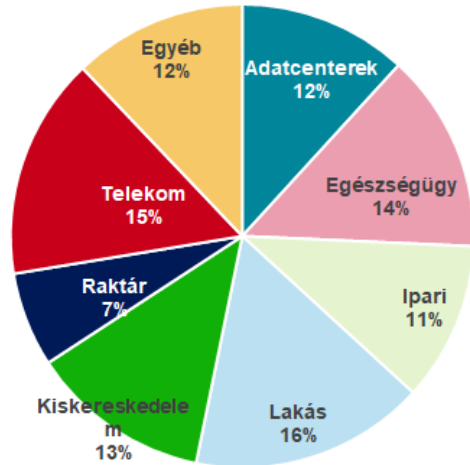
S&P 500 szektorok szerinti profitnövekedési várakozás



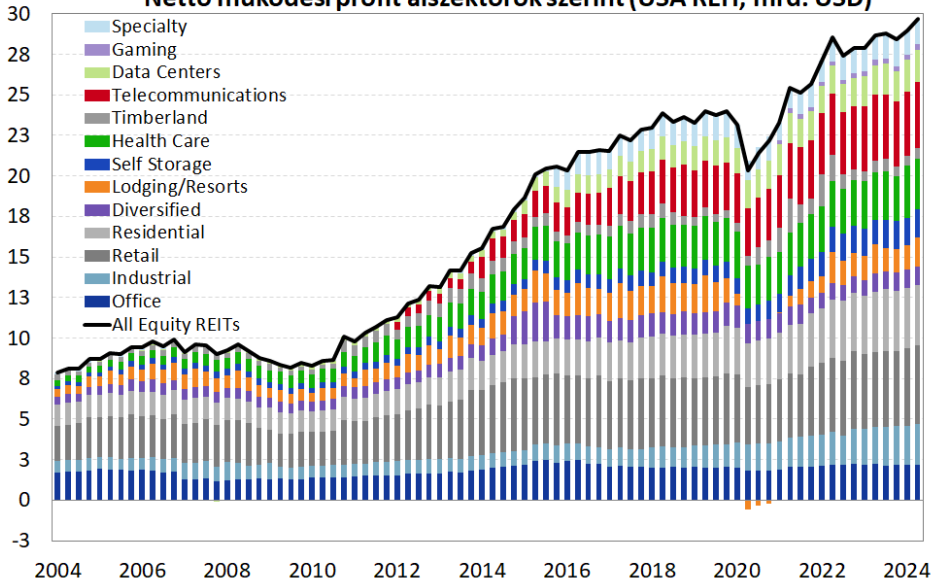
- A hosszú távú trendek változatlanul támogatóak (öregedő népesség, megnövekedett élettartam, emelkedő egészségügyi kiadások). Ráadásul a meglévő problémák (gyógyszeres) kezeléséről egyre inkább áttevődik a hangsúly a megelőzésre, így a hagyományos gyógyszercégek mellett más, innovatív vállalatok is profitálhatnak ebből (pl. Medical Technology).
- A mesterséges intelligencia hatékonyság növelő értéke az egészségügyben gyorsan realizálódhat. Új gyógyszerek kifejlesztése időigényes folyamat, amit AI alkalmazásával le lehet rövidíteni, és a költségeket is érdemben lehet csökkenteni. Emellett a sikeres fejlesztések aránya is javulhat (több és hatásosabb készítmény kerülhet piacra), és egyre szélesebb körben elterjedhet a személyre szabott gyógyászat, pontosabbá válhat a diagnosztika. Olyan iparágakra lehet a legnagyobb hatása az AI-nak, ahol magas a munkaerőköltség aránya, és az egészségügy ilyen. Elemzések szerint az egészségügyben, technológiai területen dolgozók feladatainak több mint 50%-át hosszú távon kiválthatja a mesterséges intelligencia, ami összességében csökkenő költségeket jelent.
- A súlycsökkentő gyógyszerek (GLP-1) rövid időn belül óriási sikereket értek el, a kereslet pedig nem valószínű, hogy érdemben alább hagyna, becslések szerint 2030-ra akár 100 milliárd dolláros is lehet ez a piac. Jelenleg két gyártó profitál ebből, de valószínűsíthető, hogy hamarosan más cégek is bekapcsolódnak, ami szektor szinten hátszelet jelenthet a profittermelésre nézve.
- Az elmúlt években az egészségügyi szektor jelentősen alulteljesítette a technológiai szektort, a kedvező hosszú távú strukturális változások egyelőre nem tükröződnek az értékeltségben. Az idei évben 4 százalék körüli profitnövekedést érhet el az iparág, míg 2025-re 20 százalék körüli növekedést várnak az elemzők, ami a technológiai szektor mögött a második legmagasabb érték. Az egészségügyi szektor gyengén teljesített az amerikai választásokat követően, miután Trump bejelentette, hogy Robert F. Kennedy Jr.-t szándékozik jelölni az egészségügyi tárca élére. Ez növelte a bizonytalanságot a szektor jövőjével kapcsolatban, mivel Kennedy kritikusan viszonyul a nagy gyógyszercégekhez, így a szabályozói környezet kedvezőtlenül változhat az új adminisztráció alatt. Egyelőre csak feltételezések vannak az új kormányzat egészségügyi politikáját tekintve, ezért eltúloztunk gondoljuk a piaci reakciót, és arra számítunk, hogy a szabályozási-politikai környezet hosszú távon nem írja felül a támogató strukturális trendet.

Felülsúlyozásra ajánljuk az egészségügyi szektort, mert a hosszú távú strukturális támogató trendekben nem látunk változást, egy esetleges negatív amerikai politikai környezet csak átmeneti szembe szelet okozhat.

Egyes szektorok súlya az aktívan kezelt alapokban



Nettó működési profit alszektorok szerint (USA REIT, mrd. USD)

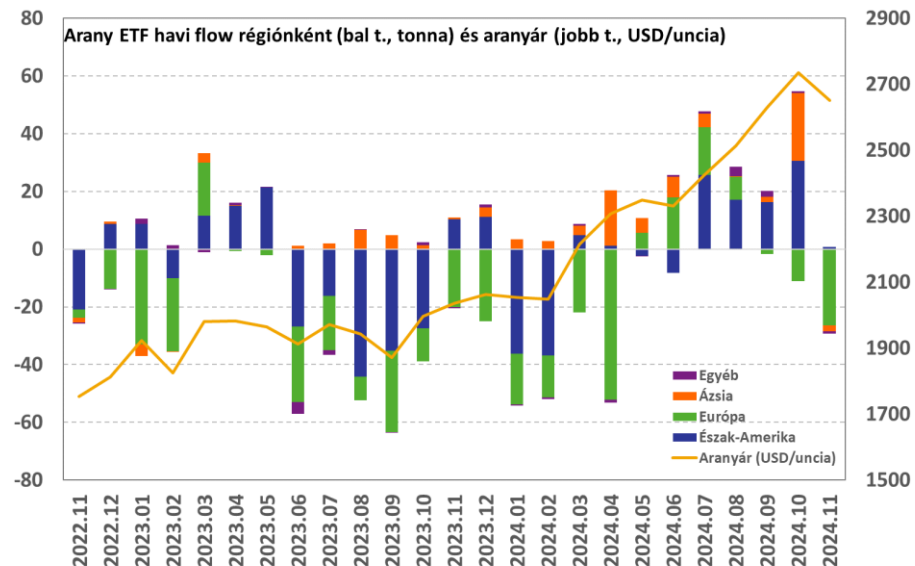
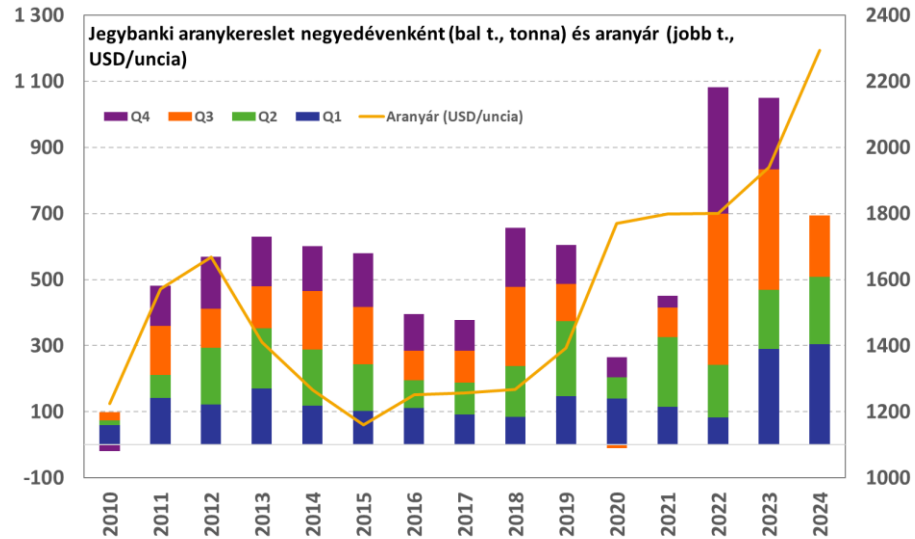


- A tőzsdén kereskedett ingatlanszektor (REIT) számára kedvező környezet várható 2025-ben. A gazdasági növekedés a fejlett világban lassul, de a recessziót sikerülhet elkerülni, miközben a dezinflációnak köszönhetően a nagy jegybankok folytatják kamatcsökkentéseiket. Mindez várhatóan a tranzakciós piac élénkülését hozza, amit az is segíthet, hogy a REIT-ek és a nem tőzsdei ingatlanok árazása között korábban kinyílt olló is záródik. A globális REIT szektor közel öt éves gyenge teljesítménye a változás jeleit mutatja.
- A kereskedelmi (retail) és iroda szegmensek azok, ahol nagyon erős strukturális ellenszelet jelent az e-kereskedelem terjedése és a home office megjelenése. Fontos azonban látni, hogy a globális indexekben ezek súlya érdemben csökkent 2010 óta: iroda 14%-ról 6%-ra, de a retail is csökkent 22%-ról 14%-ra, miközben a strukturálisan kedvező trendnek örvendő adatcenterek (felhőszolgáltatások terjedése) súlya nulláról 6%-ra, a telekomé 10%-ra, az ipar (ami pont az e-kereskedelem terjedéséből profitál) 3%-ról 15%-ra nőtt. Ennek is köszönhetően összességében a REIT-ek működési profittermelése folyamatosan emelkedik és új csúcsokon jár. A kihasználtsági ráták (a kiskereskedelmet leszámítva) inkább csökkenő pályán mozogtak, ebben azonban új kínálat piacra érkezése is szerepet játszott. Előretekintve ez a hatás már kevésbé lesz hangsúlyos, sőt a kínálati oldalon a covidot követő időszak mérsékeltebb fejlesztési aktivitása elkezdhet majd megjelenni. Bár az iroda szegmensben a kihasználtság 20 éves mélységben jár, a szektor egészét nézve 94%-os értéket látni, ami kellően magas.
- Az eladósodottsági problémát a piac egyelőre úgy tűnik, túlfélte. A magasabb kamatkörnyezet és a lassuló növekedés egyes vállalatok refinanszírozási igényeit nehezítheti, de szektorszinten nem kell, hogy problémákat okozzon. Az USA-ban és Európában is a 2008-09-es időszakinál érdemben alacsonyabb, menedzselhetőnek tűnő adósságrátákat lehet látni. Az implikált ingatlanpiaci hozamok az elmúlt két évben már több mint 100bp-tal emelkedtek, így az elmúlt 15 év átlaga szerinti szinteken járnak. A tízéves kötvényhozamhoz mért hozamspread a magas kockázatmentes hozamok miatt mindenesetre továbbra is relative szűknek mondható, a csökkenő hosszú átlampapírhozam mindenesetre lefele húzhatja a hozamokat, emelve az ingatlanok valós érték becslését.

Az ingatlanos cégek (REIT) továbbra is egy meglehetősen alulsúlyozott szektor az aktívan menedzselte portfóliókban, miközben egy kamatvágásokkal érkező gazdasági puha landolás scenárió kedvező környezetet teremthet. Egy lassú kilábalási folyamat elindulására számítunk az elmúlt évek lemaradásából.

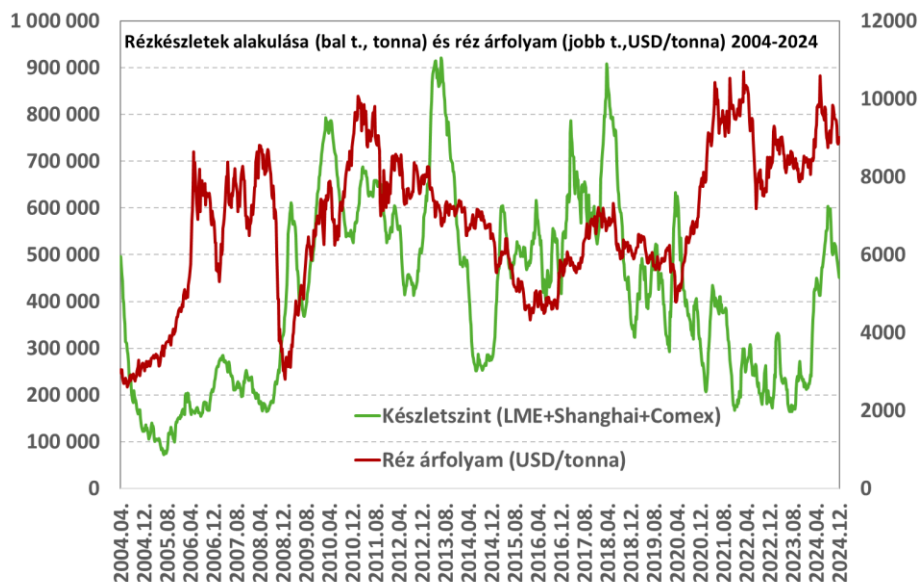
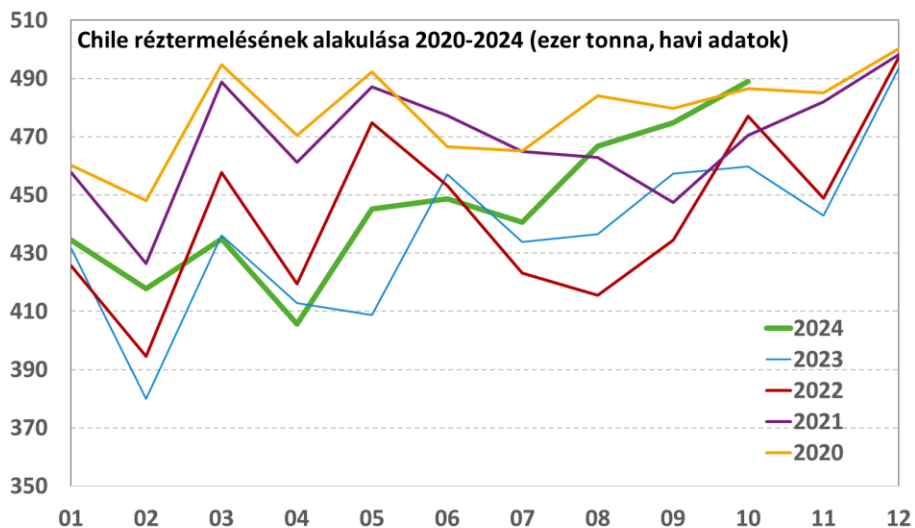


Arany: élénk jegybanki kereslet, kedvező hosszú távú kép



- Az október végi történelmi csúcs óta korrekció figyelhető meg az arany esetében, ami elképzelhető, hogy rövidebb távon még folytatódik, de a hosszabb távú kilátások továbbra is kedvezőnek tűnnek, 2025-ben is jó lehet a teljesítmény.
- A harmadik negyedévben ugyan lassult a jegybanki aranyvásárlások üteme (-49% év/év), de az év egészét tekintve még így erősnek mondható a kereslet. Ráadásul az októberi hónap az idei év eddigi legerősebbje volt köszönhetően India, Törökország és Lengyelország vételeinek. Emellett Kína 6 hónapos kihagyást követően novemberben újra megjelent a vevői oldalon. Természetesen a jegybankoknak nincs vásárlási kötelezettségük, de pozitívum, hogy a mostani magasabb aranyárak mellett is élénk az érdeklődés, amely támaszt adhat a sárga nemesfémnek vagy feljebb is hajthatja.
- Az arany ETF-ek iránti kereslet május és október között minden hónapban pozitív volt, ám novemberben már újra kiáramlás volt látható. A befektetők elsősorban európai alapokból vontak ki pénzt, amely lehet, hogy profitrealizáláshoz köthető. További kiáramlás persze elképzelhető, ám megjegyezzük, hogy az ETF-ek arany állománya historikus értelemben nem mondható magasnak, közel 20%-kal alacsonyabb jelenleg a mindenkori csúcsokhoz képest.
- A dollár október óta jelentősen erősödött, ami hagyományosan kedvezőtlen a nyersanyagok, így az arany számára is. Kedvező ugyanakkor, hogy a jegybanki kamatvágások folytatódnak, bár ennek üteme lassulhat, ha az inflációs adatok nem javulnak (ragadós maginfláció). További kérdés, hogy a Trump-kormányzat kivet-e majd vámokat, illetve ha igen, akkor kikre és milyen mértékűt, ami szintén befolyásolhatja a dollár teljesítményét, de akár az inflációt is.
- Az arany mellett jól teljesíthet akár az ezüst is, de itt bonyolultabb a helyzet, mivel jelentős az ipari jellegű felhasználás és nagyobb a volatilitása, jóval spekulatívabb eszköz.

Az arany kilátása rövid távon tehát kissé bizonytalan a dollár erő, a várható kamatpálya és az infláció alakulása miatt. Ettől függetlenül a hosszabb kép kedvező, a jegybanki kereslet élénk, a fiskális fegyelemben nem látszik javulás. Részünkről elsősorban aranybánya kitettséget javasunk, míg ezüstöt csak azoknak, akik spekulatívabb eszközt keresnek.



- A 2024-es évet kifejezetten jól kezdte a **réz** és májusban új történelmi csúcsra emelkedett az árfolyam, ám ezt követően lefelé vette az irányt. Ennek ellenére több tényező miatt mégis érdekes lehet a réz 2025-ben:
- A következő években az áramkereslet relatíve erősebb növekedése várható. Egyrészt az adatközpontok / AI miatt adódik egy technológiai jellegű kereslet. Másrészt az energiaátmenet is jelentős áramigényeket támaszt. Ez kedvező a réznek is, mivel itt számos területen alkalmazható, beleértve az elektromos autókat, napelemeket, kábelezést és berendezéseket (pl. hűtés).
- A kínai gazdaság már évek óta gyengélkedik, ám az elmúlt hónapokban egyre több fiskális és monetáris stimulussal kapcsolatos bejelentés érkezik, a politikai vezetés elkötelezettnek tűnik a növekedés kapcsán. A meglévő bányák esetében az ércminőség fokozatos romlása figyelhető meg és az új készletek is egyre mélyebben találhatók. Több esetben merülnek fel környezetvédelmi, politikai és egyéb kockázatok. Vannak nagyobb zöldmezős projektek, de ezek még évekre vannak a termeléstől. A jelenlegi kínálat sem túl erős, a világ legnagyobb termelője, Chile évek óta problémákkal küzd.

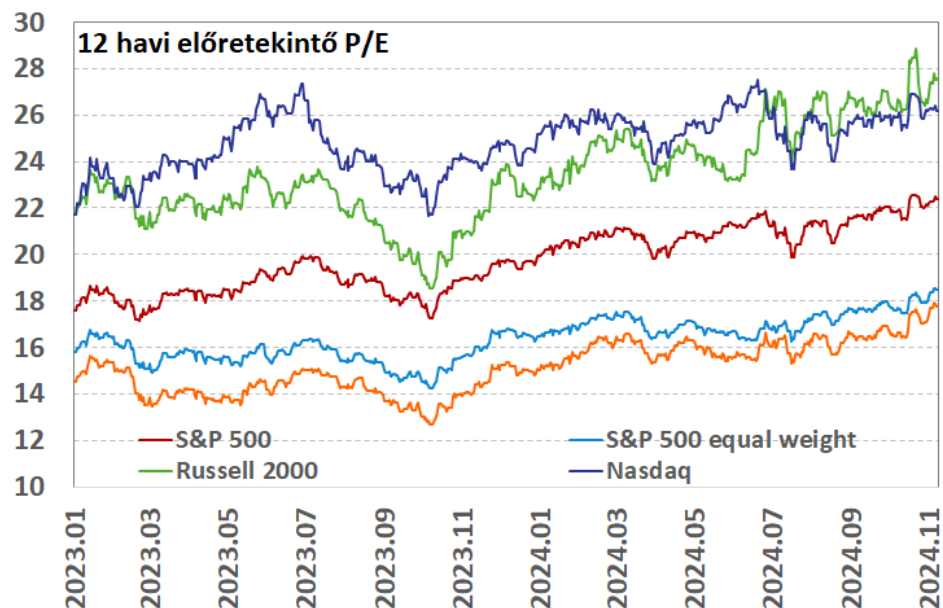
Ipari fémként a réz érzékeny a gazdasági környezet változásaira, de a gyenge kínálati oldal, a várható kínai stimulusok és az elektrifikációs trend miatt kedvezőek a rézpiaci kilátások, bányakitettség fokozatos kiépítése ajánlott.

- Ahogy korábban is, úgy továbbra is optimisták vagyunk az **uránpiac** kilátásaival kapcsolatban, amely 2025-ben is jól teljesíthet. A világ legnagyobb termelője, a kazah Kazatomprom még augusztusban jelentősen csökkentette a 2025-ös termelési célszámait. Sokan attól tartottak korábban, hogy a magasabb uránárak mellett a jelentős piaci részesedéssel és a világ legolcsóbb termelési költségeivel rendelkező kazahok majd annyira felpörgetik a termelésüket, hogy azzal gyorsan leszorítják az árazást.
- A gyakorlatban ugyan a kazah termelés nő, de a várthoz képest lassabban. Emellett számos zöldmezős beruházás és korábbi bányák újraindítása kapcsán merültek fel nehézségek, ami szintén arra utal, hogy a strukturális deficit a vártnál hosszabb ideig tarthat. Az oroszok által az USA-ra kivetett szankciók (dúsított urán exportjának tilalma) további átrendeződést hozhat, ami hosszabb távon a nyugati konverziós és dúsítási kapacitások bővítésével járhat, jól járhatnak a nyugati urántermelők is. Az atomenergia iránti kereslet élénk.

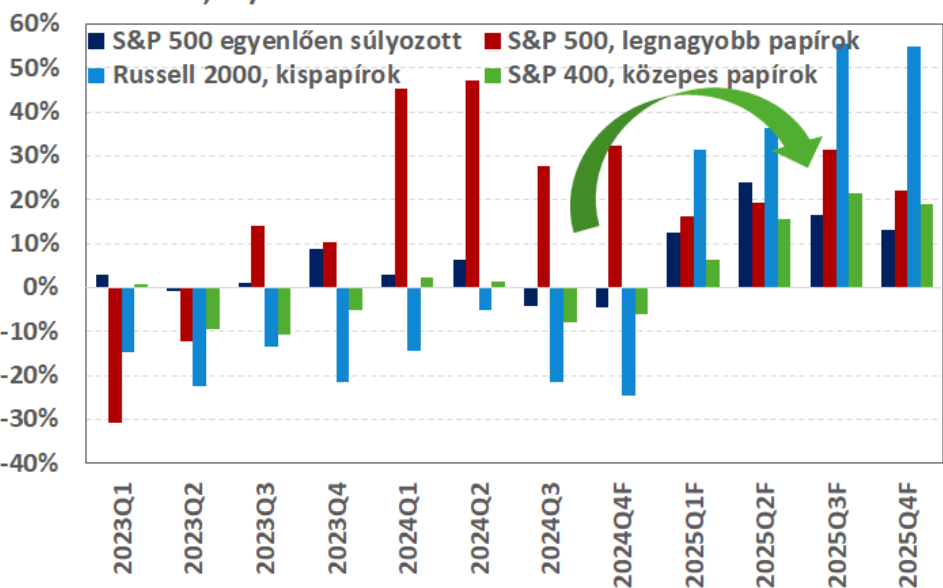
Az urán piacán a vártnál hosszabb ideig maradhat a strukturális deficit, a kínálati oldal gyenge és lassú a felfutása, miközben az atomenergia iránti kereslet élénk maradt. Uránbánya kitettség tartása továbbra is javasolt.



USA Közepesek: ha Trump mindent úgy alakít, ahogy tőle várni lehet



EPS növekedés, év/év



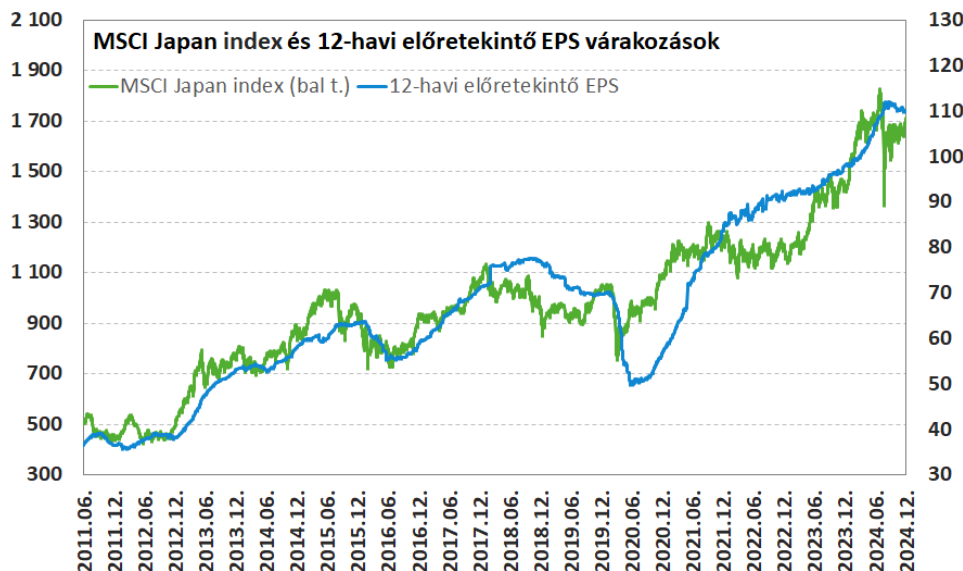
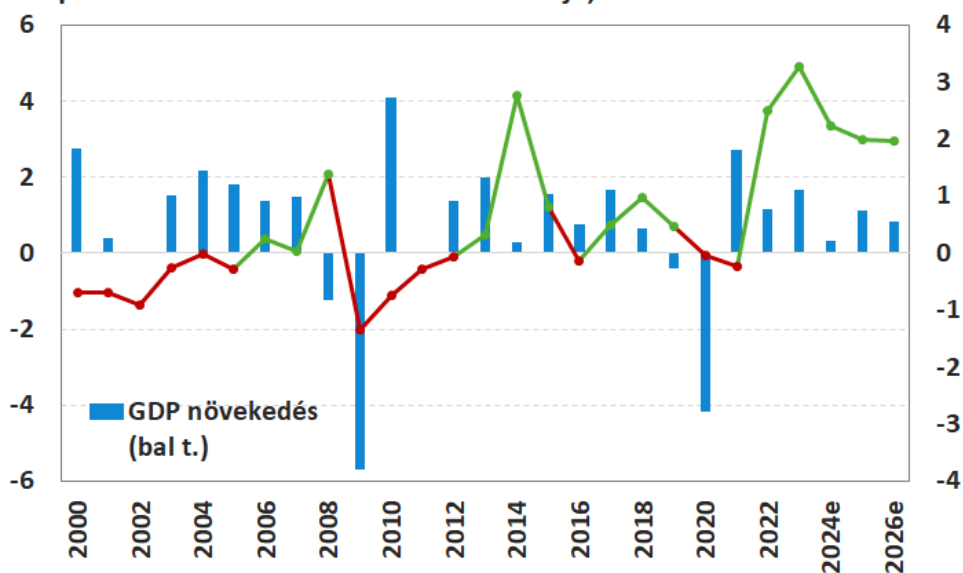
- A következő amerikai elnöki ciklus várhatóan növekedéspárti lesz, protekcionista lépésekkel, adócsökkentéssel, fiskális költekezéssel, deregulációval. Ezt a piac már jelenleg is nagyrészt árazza, miközben azzal kapcsolatban továbbra sem látunk tisztán, hogy a kampányígéret, vagy a korábbi trumpi elnöki ciklus tanulságaiból ténylegesen mi, hogyan és milyen időzítéssel valósul majd meg gazdaságpolitikai tekintetben. Sok esetben egymásnak ellentmondó jelzések is érkeztek, és nem világos, hogy bizonyos fenyegetéseket Trump egy jobb tárgyalási pozíció kialakításához használ, vagy tényleges kimenetelként kezel.
- Így viszont a lehetséges kimenetek igen széles skálán mozognak, nagyrészt ezért is javasoljuk a vegyes, jól diverszifikált portfóliók kialakítását. Azt gondoljuk, hogy ebben a szemléletben a kis-közepes részvényszegmenst érdemes lehet tartani, hiszen ha Trump tartja magát a tőle leginkább várható ígéreteihez, az alapvetően kedvezően hathat a szegmens teljesítményére.
- A kis-közepes szegmens mellett szól, hogy az előttünk álló negyedekben a nagyobb kapitalizációjú vállalatok, elsősorban a technológiai cégek a magas bázisokról már nem tudnak az elmúlt években látotthoz hasonló profitnövekedési dinamikát felmutatni, míg a piac többi része, melyet a vámok kevésbé érintenek, és a trumpi gazdaságpolitika is támogatja őket, elkezdhetnek hozzájuk felzárkózni. Ez az alapeset szerint forgatókönyv, de még egyszerű, sok múlik az egyes kimenetekeken, hiszen például ha a trumpi kereskedelmi vámok nagyobbak lesznek, vagy ha a költségvetésben komolyabb megszorításokat kezdenének, ezek akár recessziós kockázatokat is jelenthetnek, ami a kis-közepes szegmens profittermelésére nézve komoly lefele mutató kockázatot hordozhat.
- A közepes méretű amerikai vállalatokat favorizáljuk a kicsikkel szemben, hiszen ezek vonzóbb értékkel forognak mint a legkisebb méretű vállalatok, eladósodottsági szempontból komfortosabbak, és jobb minőséget képviselnek (magasabb marzsok, jobb megtérülések). Historikusan a közepes szegmens profitnövekedése nagyobb, mint a kisebb papíroké, ráadásul a Fed kamatcsökkentési ciklusok elindulását követő időszakban is felülteljesítők voltak a piac többi részéhez képest.

Amennyiben Donald Trump beváltja a hozzá fűzött várakozásokat, úgy egy protekcionista, növekedéspárti időszak áll előttünk, fiskális oldali költekezéssel, adócsökkentéssel és deregulációval. Ez a környezet megítélésünk szerint kedvezni fog az amerikai közepes méretű vállalati szegmensnek.



Japán: változások indultak, de sokan vannak még a partvonalon

Japán éves GDP növekedése és inflációja, %



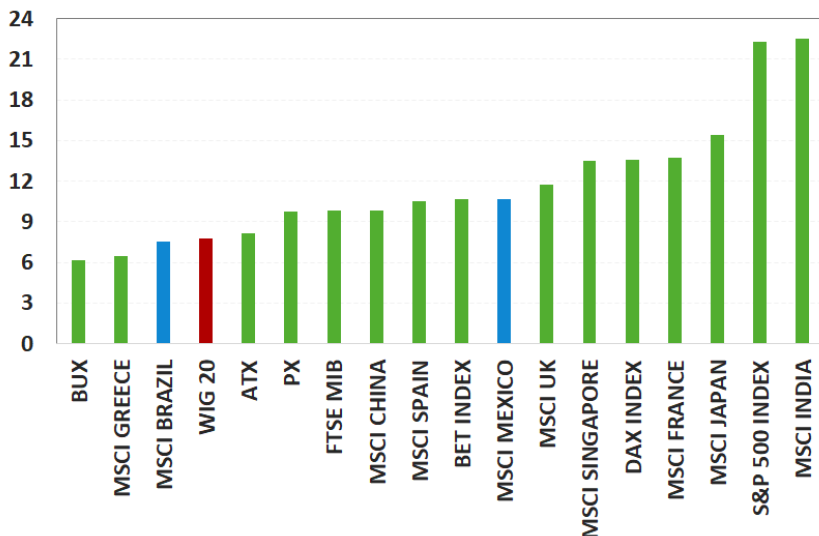
- A japán részvénytőzsdét két fontos strukturális tényező segítheti: 30 év után úgy tűnik, hogy a deflációt végül maga mögött hagyhatja az ország, másrészt az eddigi vállalatirányítási gyakorlatokban befektetői szempontból kedvező irányú reformok indultak. Ezek a tényezők már nem számítanak újdonságnak, a kezdeti japán piaccal kapcsolatos eufória azonban mostanra lecsengett, miközben látszanak ismét kedvező irányba mutató jelek. A japán GDP növekedés az ideiglenes 0% körüli szintről jövőre 1,1%-ra erősödhet, a munkaerőpiac szűkös, így bérnövekedés továbbra is van, aminek köszönhetően várhatóan a belső kereslet továbbra is erős marad. Amennyiben a vámháborúban nem a legrosszabb forgatókönyv áll elő, úgy annak hatása limitált maradhat a gazdaság teljesítményére, mindezek miatt az infláció a következő években is 2% körüli szinteken maradhat, ami megágyaz a további vállalati profitbővülésnek. A jegybank folytathatja az óvatos kamatemeléseket, amik mostanra már jobban előkészítettek, ebben az új miniszterelnök is partner lehet, akitől a gazdaságpolitikai folytonosság várható (ami mérsékli az őszi politikai bizonytalanságok piacra tett negatív hatásait).
- Mivel a japán részvénytőzsdén továbbra is nagy súllyal vannak jelen az exportra termelő vállalatok, a jen mozgása fontos befolyással bír majd a helyi befektetésekre. Mivel a Trump kormányzattal az USA kamatelőnye megmaradhat, ez a jen érdemi erősödését fékezheti, másrészt a jegybank inflációs szempontok miatt a jen gyors leértékelődését sem fogja engedni. Amennyiben egy lassú leértékelődési pályán marad a deviza, az összességében kedvezne a részvénytőzsdének, és a devizás befektetőknek is, egy kockázatkerülő időszakban viszont, ami a részvénytőzsdék csökkenését hozhatná, a jen kitettsége (és annak ilyen időszakban várható erősödése) ezen ellensúlyozható.
- A vállalatirányítási reformok a helyi részvénytőzsdén transzparenciájának növelése felé hatnak, részvényesi szempontból kedvező módon emelkednek az országallokációk és a saját részvény visszavásárlások, aminek hatására a külföldi befektetők már elkezdtek az országba allokálni. Ez a folyamat még nem ért véget, hiszen korábban nagyon alulpozicionált volt a részvénytőzsdé, amit segíthet a helyi lakosság étvágyának javulása is (ezt kedvezőbb adózási lehetőséget nyújtó szabályozással segítik), melynek köszönhetően a részvény és befektetési alap kitettsége két év alatt már nőtt, de még így is jelentősen elmarad az USA-ban vagy Európában látható szintektől.

Japán maga mögött hagyhatta a 30 éve a gazdaságot nyomasztó deflációs időszakot, mellyel párhuzamosan olyan vállalati reformok zajlanak, melyek csak tovább növelhetik a japán piac vonzalmát a külföldi befektetők, és a továbbra is mélyen alulpozicionált hazai lakosság számára.



LatAm: sok kockázatot beárazhattak már, a hosszú kép kedvezőbb

Előretekintő (2025) P/E ráta

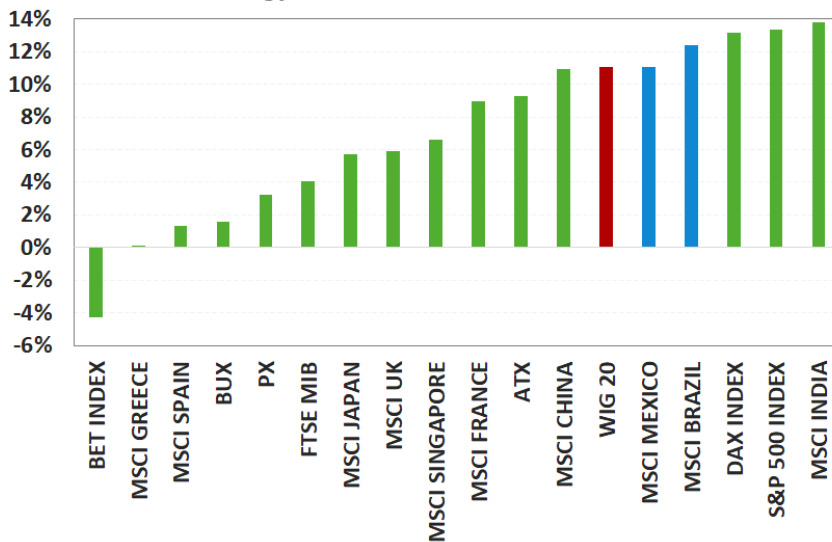


- A trumpi vámok jelentette kockázatok és a belső politikai bizonytalanságok miatt romló megítélés egyaránt hozzájárult ahhoz, hogy a latin-amerikai régió két meghatározó országának, a brazilnak és a mexikóinak is alulteljesítő volt a részvénytőkepiaca. Bár rövid távon továbbra is maradtak még kérdőjelek (a braziloknál a populista, növekedési fókuszú, a korábban ígért fiskális fegyelemtől elforduló gazdaságpolitika, Mexikóban pedig a vámok és a szigorúbb költségvetési politika növekedési kockázata), amik nyomás alatt tarthatják a helyi befektetéseket.
- Ezekből azonban mostanra sokat beárazhattak a befektetők. A brazil globálisan az egyik legolcsóbb piac, amit a profitnövekedési kilátások nem tesznek indokolttá, ráadásul ha Kína újabb stimulusokat vezet be, az áttételesen a brazil piac számára is egy felfele mutató opció lehet. Miközben a vámok negatív hatásait már részben a mexikói piac is árazza, el tudjuk képzelni, hogy végül a bevándorláspolitikai kérdésekben mutatott együttműködés hatására a vámok végül lekerülnek majd a napirendről, miközben az ország hosszú távú kilátásai továbbra is vonzóknak tűnnek: a reshoring folyamat haszonélvezője, a működőtőke beáramlása termelékenységjavulást okozhat, miközben a demográfiai helyzet kedvező, az adósságszintek kifejezetten alacsonyak.



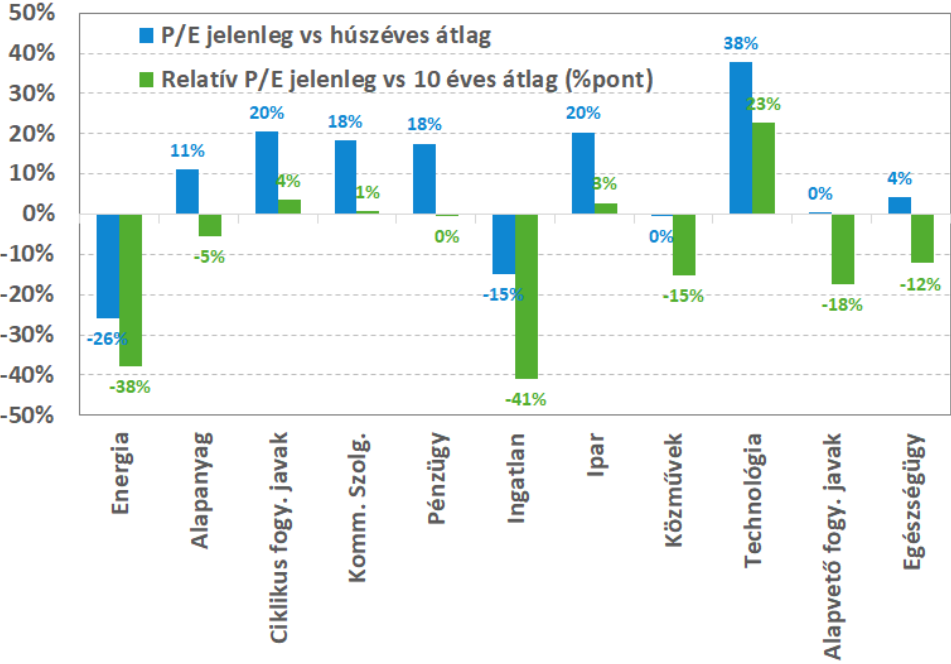
Lengyelország: lefelé húzza Európa, de vannak még rejtett belső tartalékok

Várt EPS növekedés egyes indexekre, 2025-26 CAGR



- A tavalyi kormányváltás az EU pénzekhez való hozzáférést és nagyobb potenciális GDP növekedést tesz lehetővé a következő években. Bár az eurózóna gyenge növekedése és a kereskedelmi vámok kockázata közvetett módon lefele ható erők, de a lengyel gazdaságnak vannak olyan belső erőforrásai, aminek köszönhetően ~2%pontos GDP növekedési előnyt élvezhet a következő két évben. 2025-ben az EU-s pénzek felszabadulásának köszönhetően a beruházási aktivitás emelheti a GDP növekedést az ideiglenes 2,9 %-ról 3,5%-ra. A villamosenergiaárak befagyasztását ugyan meghosszabbították, az infláció jövőre így is várhatóan a jegybanki cél felett marad, ami a kamatsökkentési kilátásokat gyengíti. Mivel mindehhez azonban növekedés is társul, a banki túlsúlyos lengyel piac számára (a pénzügy súlya közel 50% az MSCI Poland indexben) ez inkább kedvező környezetet jelenthet.
- A lengyel piac mostanra ismét 7 körüli P/E rátája meglehetősen nyomott (két szórásnyival az átlag alatt), 8%-hoz közelítő kockázati prémiummal, amihez képest erős, 10% feletti átlagos éves profitnövekedés társulhat. 2025-ben elnökválasztást tartanak, a kormányzó párt győzelme esetén – elnöki vétó hiányában – az intézményi reformok legsúlyosabb akadályai is elhárulhatnak, és az eddigi politikai huzavona piacokra gyakorolt negatív hatása is oldódhatna. Ez, és az orosz-ukrán háború lezárása szintén felértékelődési tartalék a lengyel piac számára.

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



Szektor	Faktor modell	Makro környezet	EPS növekedés	Profitmarzs	Értékeltség	Technikai kép
Energia	+	-	-	-	+	0
Alapanyag	0	-	-	-	0	-
Ipar	0	+	0	+	-	0
Pénzügy	0	-	+	0	0	+
Ciklikus fogy. javak	-	+	-	-	-	+
Alapvető fogy. Javak	+	-	-	+	+	-
Egészségügy	-	+	+	+	+	-
Technológia	-	+	+	-	-	0
Komm. Szolgáltatások	+	0	+	0	-	+
Ingatlan	-	0	0	+	+	0
Közmű	+	-	0	0	+	0

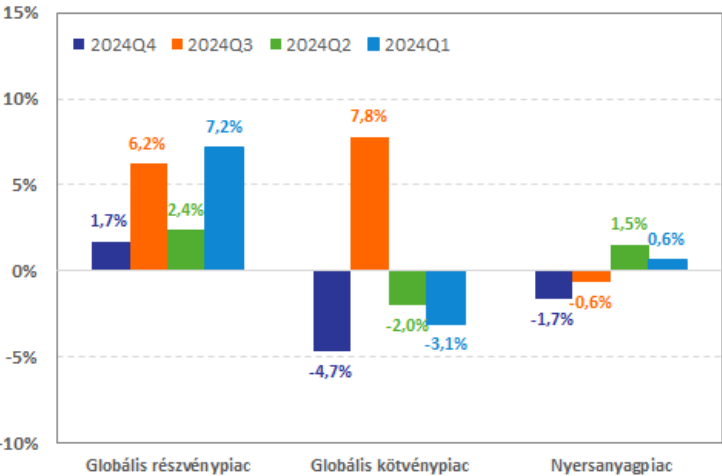
Sorrend bizonyos faktorok alapján, 1 legjobb, 11 legrosszabb

S&P 500	Értékeltség	Méret	Béta	Momentum	Profitabilitás	Minőség	Összesen
Energia	1	5	3	11	3	7	1
Alapanyag	5	3	6	8	7	3	6
Ipar	9	4	8	4	5	2	7
Pénzügy	4	8	5	2	9	9	5
Ciklikus fogy. javak	10	9	10	5	6	6	10
Alapvető fogy. Javak	7	7	1	7	1	1	2
Egészségügy	6	6	4	10	8	5	8
Technológia	11	10	11	3	4	4	11
Komm. Szolgáltatások	3	11	9	1	2	8	4
Ingatlan	8	1	7	9	11	11	9
Közmű	2	2	2	6	10	10	3

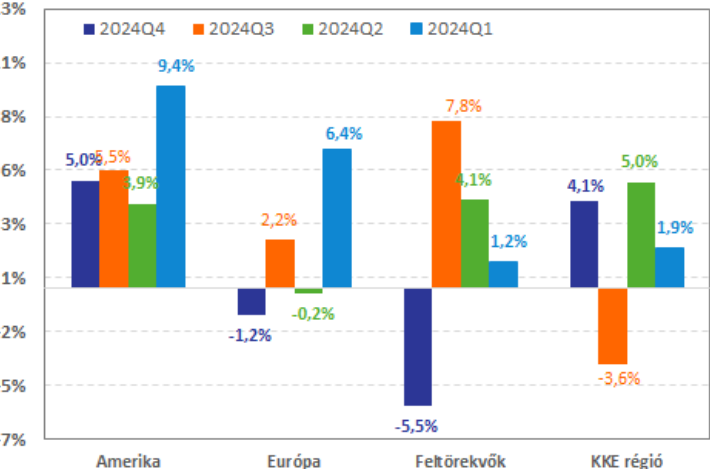
Stoxx 600	Értékeltség	Méret	Béta	Momentum	Profitabilitás	Minőség	Összesen
Energia	1	11	4	11	2	7	1
Alapanyag	6	3	9	7	9	6	7
Ipar	9	6	7	2	4	4	5
Pénzügy	3	7	8	1	10	11	9
Ciklikus fogy. javak	8	8	11	8	1	5	11
Alapvető fogy. Javak	5	5	2	10	6	1	4
Egészségügy	10	10	5	5	3	3	8
Technológia	11	9	10	4	5	2	10
Komm. Szolgáltatások	4	4	1	3	7	8	2
Ingatlan	7	1	6	6	11	10	6
Közmű	2	2	3	9	8	9	3

2024-es teljesítmény

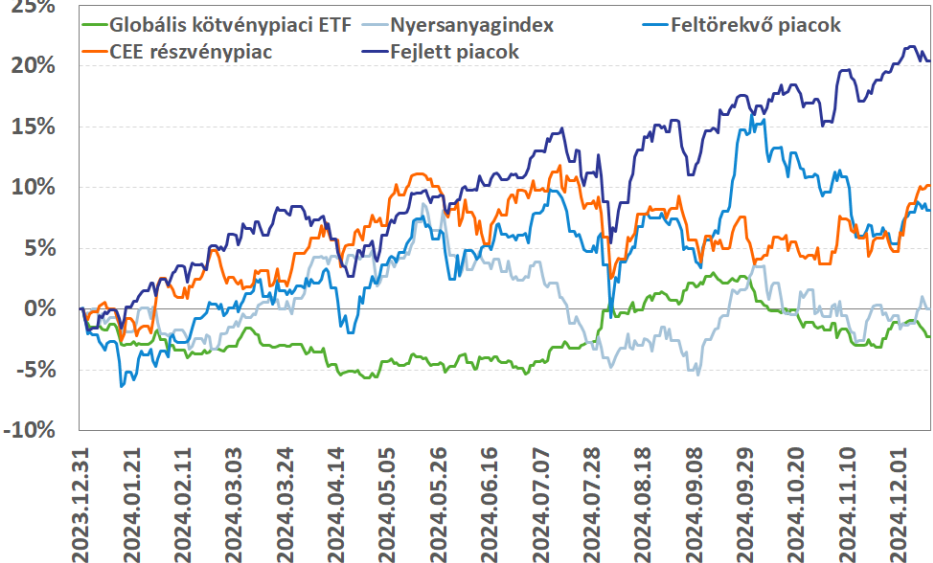
Eszközstálya teljesítmény



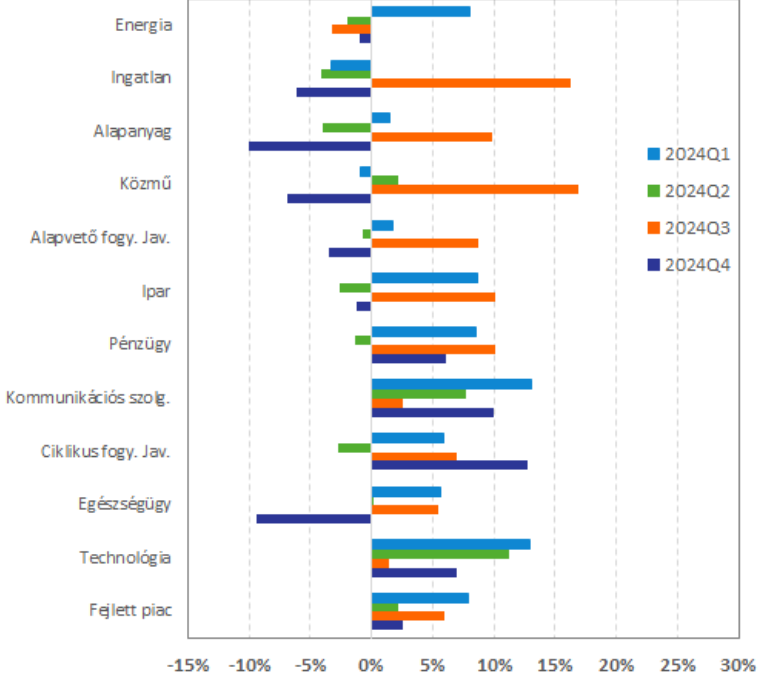
Részvénytőke régiók teljesítmény



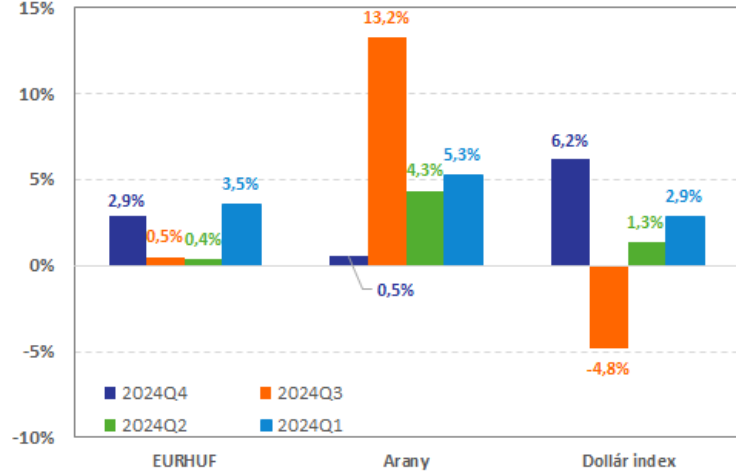
Egyes eszközök relatív teljesítménye



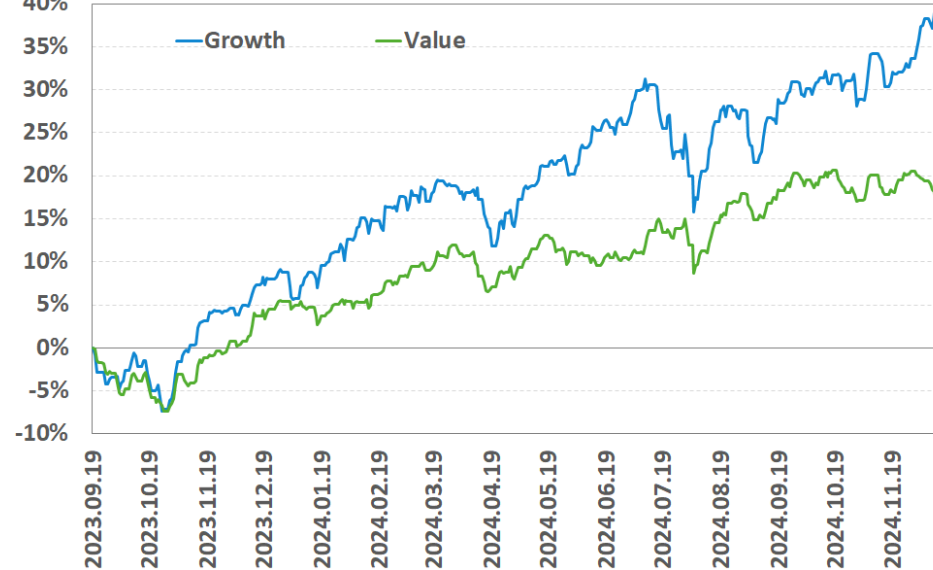
Részvénytőke régiók teljesítmény



Deviza és arany teljesítmény



MSCI ACWI growth és value relatív teljesítmény



Készítették:

Tardos Gergely
Elemzési igazgató

Sándor Dávid
Vezető befektetési stratégia

Szemán Ákos
Elemző

Puzsár József
Szenior elemző

Horváth Zoltán
Elemző

Jelen dokumentum elválaszthatatlan részét képezi az elemzéshez tartozó jogi nyilatkozat, amely 'Az OTP Global Markets elemzési anyagainak jogi tájékoztatója' elnevezéssel az alábbi linken keresztül érhető el:

https://www.otpbank.hu/static/portal/sw/file/GM_Elemzesi_anyag_jogi_tajekoztato.pdf

Elemzés lezárásának dátuma: 2024.12.16.