

Befektetési stratégia 2025 Q2

Multi-Asset Elemzés
2025.03.31.

Összefoglaló: jól diverzifikált portfólió a jó választás a kódós helyzetben

Makrókép: Az USA-ban idén az új adminisztráció a vámemelések és a kiadáscsökkentés irányába mozdult el, ami lassítja a gazdaságot. Ezzel a vezetés is tisztában van, változtatni addig nem fognak vélhetően, amíg mélyebb recesszióra utaló jelek nem érkeznek. Az eurozóna növekedése 0% körülről egészen 1%-ra gyorsult a fogyasztás, kiadásnövelés és szolgáltatás export hatására, a hadiipari és infrastrukturális kiadások növelése pozitívan hat a GDP növekedési pályára. A 4. negyedéves megállót követően a dezinfláció a 2. negyedévben visszatérhet, de a jegybanki célok elérése továbbra is kérdéses a fejlett régióban. A lassuló gazdasági növekedés agresszívebb kamatcsökkentésekre ösztönözheti a Fed-et, az eurozónában azonban a fiskális költekezés felfele ható kockázat. Magyarországon idén 2%-os GDP-növekedést várunk, a kockázatok azonban lefelé mutatnak. A 2. negyedévben a közelgő választások miatti jelentős középtávú kockázatok ellenére a forintot támogató erők továbbra is meghatározók maradnak.

Részvények: Elkezdődött a korábban várt részvénytapi korrekció, egyelőre azonban nem értük el azt a fájdalomküszöböt, ahol az amerikai gazdaságpolitika elkezd támogató irányba változni. Amíg erre nem kerül sor, a semleges részvénytapi kitétségeket érdemes tartani, hiszen a részvények drágák, amit egyelőre ellensúlyoz a kedvező profitdinamika. A Trump-bizonytalanságok és a romló növekedési kép miatt megtört az USA piac különleges szerepe, miközben az európai kilátások érdemben változtak a történelmi német kiadásnövelés hatására. A gyengülő dollár hátszél a feltörekvőknek, de a leginkább kedvelt régió továbbra is a legolcsóbb KKE.

Kötvények: A Trump gazdaságpolitikája miatti fokozott bizonytalanság elsősorban a növekedési kockázatokat erősíti, emiatt a hosszú kötvények megfelelő fedezetet nyújthatnak a fokozódó részvénytapi volatilitás idejére. Az amerikai hosszú kötvények favorizálandók az eurozónával szemben, a vállalati kötvény szegmens kerülendő.

Nyersanyagok: A dollár gyengülés hátszelet ad, ahogy a kínai stimulusok is, de az amerikai vámok növekedési kockázata magasabb volatilitáshoz vezethet. A szegmenst alkotó nyersanyagok esetén jelentős strukturális különbségek azonosíthatók, az olajpiacot semlegesnek látjuk, a rezet és nemesfémeket viszont továbbra is a favorizáljuk.

	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

5.

Infláció és jegybanki politika

6.

Magyar gazdasági kitekintő

8.

Piaci kitekintő

Kötvények

14.

Nyersanyagok

15.

Részvények

13.

Régiók

16.

Kedvelt befektetési sztorik

22.

Az USA főbb gondjai

- A népesség és a gazdaság tekintetében Kína valódi kihívást jelent
- Oroszország tandemben Kínával
- Az USA-ban a védelem számára fontos iparágakban tapasztalható szűk kapacitás
- Magas egyensúlytalanság és refinanszírozási költség:
 - Magas költségvetési hiány; eleve magas, és egyre növekvő adósság
 - Nagy kereskedelmi hiány; a dollár visszaszorul a globális pénzügyi rendszerben
 - Magas hozamok

Mesterterv: A fókuszban Kína?

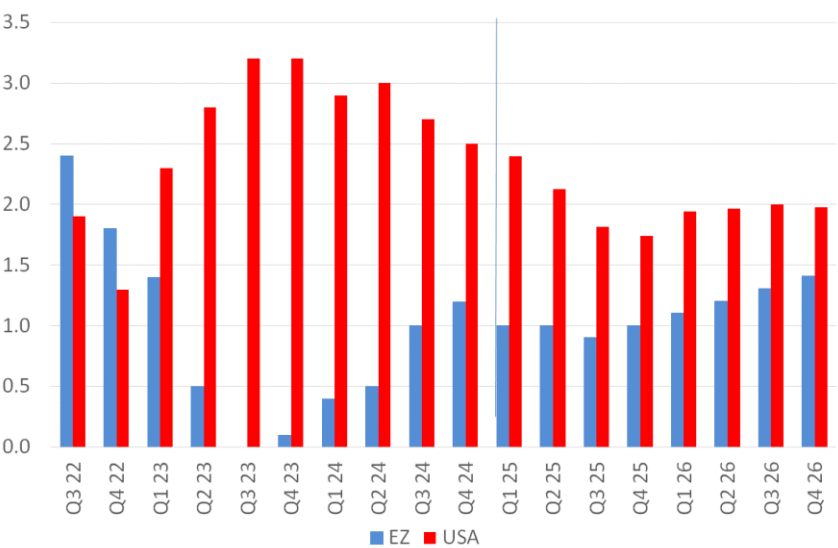
- Az USA-nak egy pennyt sem kellene Európára pazarolnia
- Oroszországot le kellene választani, Ukrajnában tűzszünet
- A védelem számára alapvető iparok „hazahozása”
- Fenntarthatóbb költségvetési keretrendszerre lenne szükség
- Fenntarthatóbb külső egyensúlyra lenne szükség

Következmények

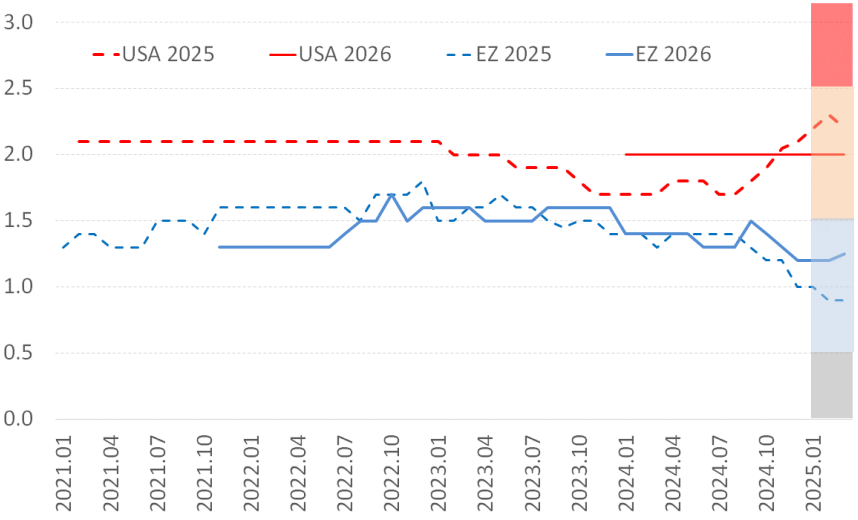
- A fókusz nem az S&P500-on, hanem a 10 éves kötvény hozamán van
- Unortodox módszerekre készülhetünk
- Kisebb recesszió sem zárható ki
- A szövetségesek fenyegetése vámokkal: meghívás a Fehér Házba

USA: a vámháború már lerombolta a bizalmat

Negyedéves GDP-bővülés, év/év (%)



Éves GDP-növekedési előrejelzés (%)



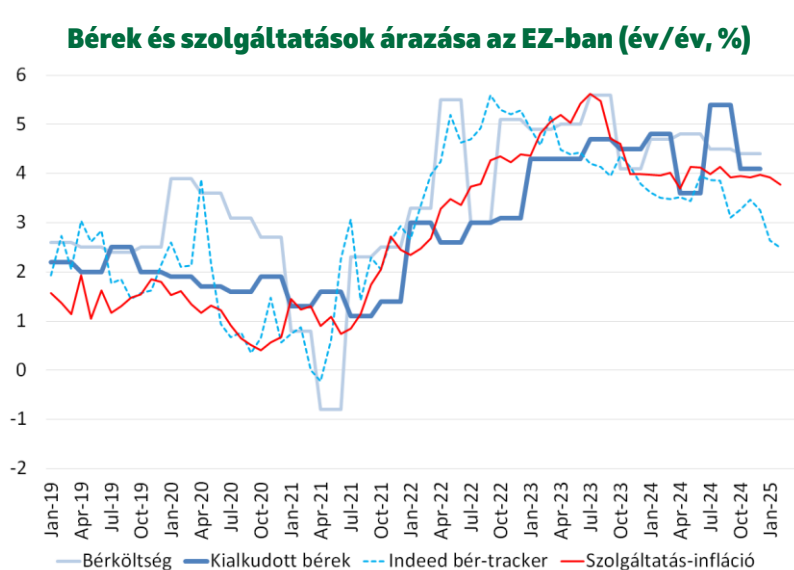
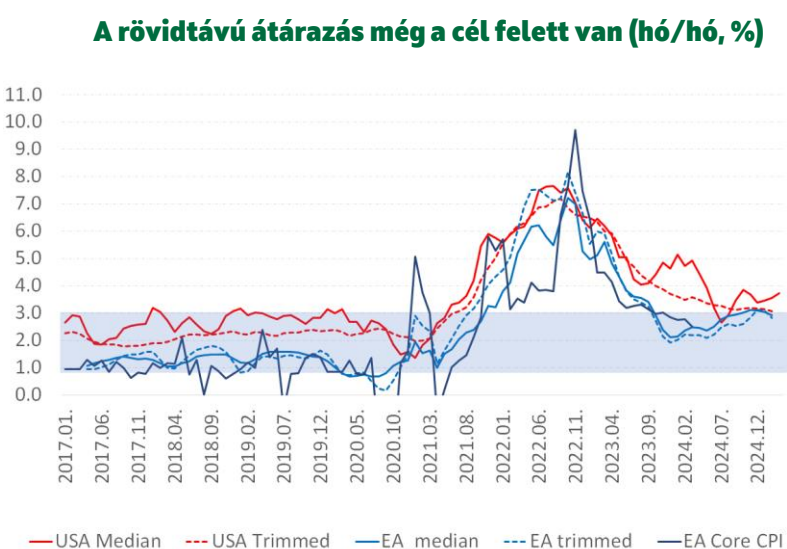
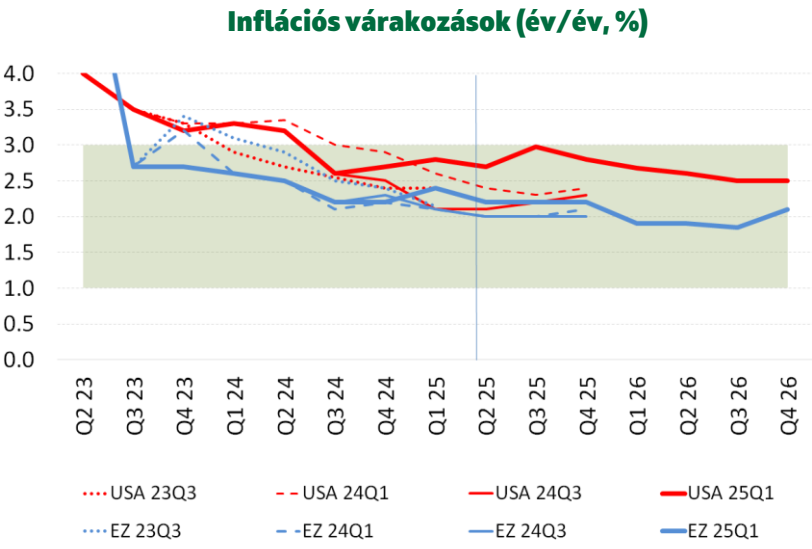
USA: a megváltozott politika következtében jelentős lassulás várható

- A GDP-növekedés gyors volt: 2023-24-ben is mintegy 3%-kal bővült, főként a fogyasztásnak köszönhetően.
- Idén az új adminisztráció a vámok és a kiadáscsökkentés irányába mozdult el, ami valószínűleg lassítja a gazdaságot. Ennek első jelei már most is láthatók: a fogyasztói bizalom és a fogyasztási kiadások estek, míg az üzleti hangulatindexek vegyes képet mutatnak.
- A legközelebbi partnerekkel folytatott kereskedelmet terhelő adók miatt növekvő bizonytalanság hátrányosan érinti a beruházásokat. Lehet, hogy az előrehozott import miatt a jelenlegi modellek túlreagálják a kérdést, de véleményünk szerint a lassulás aligha kerülhető el. Másfelől a makrogazdasági kutatások valószínűleg alábecsülik a hatást, mivel sok makroelemző későn reagál.
- Az új kormányzat tisztában van azzal, hogy az új irányvonal átmeneti lassulással vagy enyhe recesszióval járhat, de csak mély recesszió esetén hátrál majd meg.

Eurózá: a gazdasági fellendülés a várakozásnak megfelelően elindult, de a növekedés lassulni látszik

- A volatilis ír adatok kiszűrése után az éves GDP-növekedés nulláról mintegy 1%-ra gyorsult, a fogyasztásnak, a kormányzati kiadásoknak és a szolgáltatásexportnak köszönhetően. Az összkép nem változott: a mediterrán térség, a szolgáltatások és a turizmus az élen jár, míg az északi blokk és az ipar mind a növekedésben, mind a munkaerőpiacon lemarad. A fogyasztói és üzleti bizalom javul, és az eurózá 2025-ös növekedésével kapcsolatos 0,9%-os konszenzus pesszimistának tűnik.
- A fiskális szabályok lazítása politikai és gazdaságpolitikai szempontból is evidensnek tűnik. Ezáltal az eurózá néhány éven át a GDP mintegy 1%-ának megfelelő összeget költene pluszban védelemre és infrastruktúrára, Németország pedig még ennél is többet. Ez közvetlenül a 2026-os GDP-növekedést is fokozhatja, közvetve pedig a bizalmat növelheti, ami már 2025-ben is hatással lesz a bővülésre. Az új amerikai vámok, még ha el is érik a 25%-ot, a gazdasági növekedést csak lassítani tudják; a recesszió nagyon valószínűtlen.

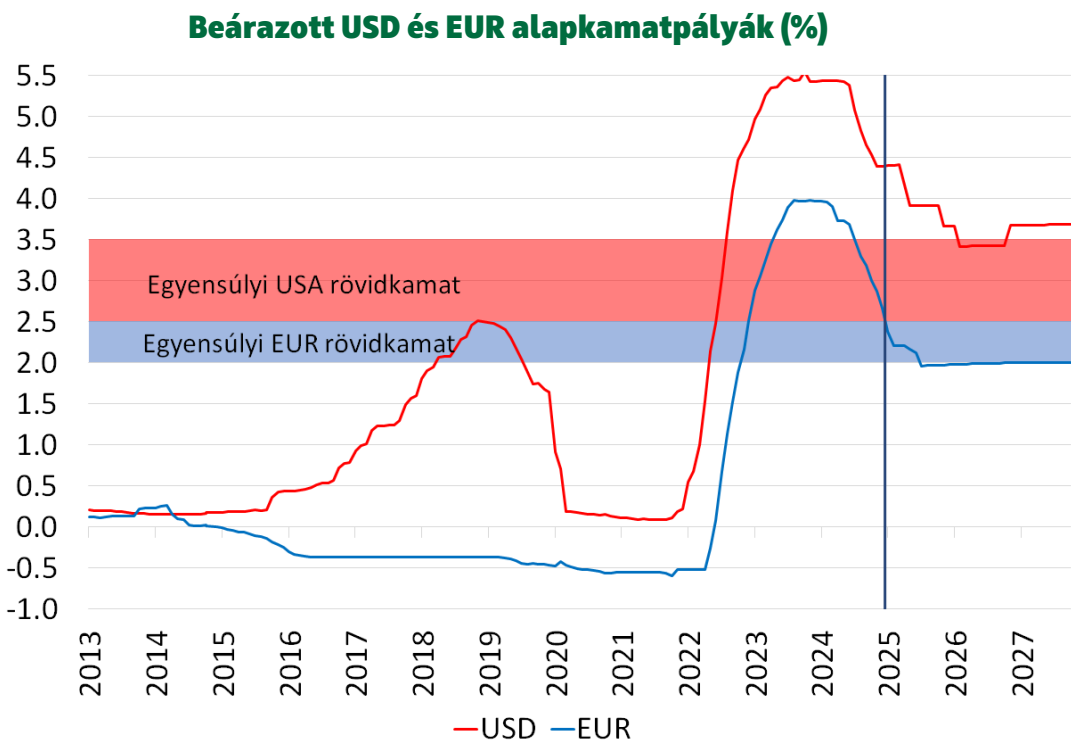
Infláció: A fő mutató a cél közelébe tért vissza, a maginfláció magas maradt



Inflációs kilátások: a IV. negyedévi megtorpanás után a II. negyedévben visszatérhet a dezinfláció, de a feszes munkaerőpiac, a gyors bérnövekedés és a vámok miatt továbbra is bizonytalan a cél elérése

- A globalizáció vége fokozott védelmi kiadást, kereskedelmi háborúkat és a globális ellátási lánc átalakulását jelenti; mindez felerősíti az inflációs nyomást. Előretekintve a jegybankoknak már nem arra kell összpontosítaniuk, hogy elérjék a 2%-os inflációs célt, hanem hogy arra csökkentsék. Miután a magországokban 2022 végére 4 évtizedes csúcsra, 10%-ra ért az infláció, 2024 III. negyedévében az élelmiszer- és energia-dezinflációnak köszönhetően a cél közeli szintre esett vissza.
- A magas bérinfláció azonban a cél feletti szinten tartja a szolgáltatás- és maginflációt. A mögöttes infláció az Egyesült Államokban 3-3,5%, Európában 2,5-3% körül maradt, miközben a bérnövekedés elérte a 4%-ot. Mivel 2024 III. negyedévében véget ért az energia- és élelmiszer-dezinfláció, a fő mutató visszatért a maginfláció szintjére. Rövid távon a szolgáltatások inflációja hozzájárulhat a II. negyedéves dezinflációhoz, mivel 2024-ben az átlagos infláció alacsonyabb volt, mint 2023-ban.
- A középtávú kilátások azonban az Atlanti-óceán mindkét partján bizonytalanok; a bérinfláció kulcsfontosságú tényező a szolgáltatások, a bérleti díjak és az ingatlanárak alakulásában. Az USA-ban a bérnövekedés egyelőre nem mutatja a lassulás jelét. Az eurózónában felemásan alakultak a bérnövekedési mutatók; az Indeed éves bérmutatója már 2,5%-ra esett, de az éves és negyedéves évesített bérnövekedés továbbra is 4%. Az Egyesült Államokban a vámok fokozni fogják az inflációs nyomást.
- Az eurózónában a cél elérése 2026 elejére tolódott ki. Az USA-ban az infláció (mind a PCE, mind a CPI) várhatóan valamivel a cél felett marad, míg a Fed arra számít, hogy a PCE 2027-re éri el a célt. Véleményünk szerint a kockázatok a geopolitika és a feszes munkapiac miatt felfelé mutatnak.

A Fed visszalépett a kamatcsökkentéstől, de az EKB folytatja



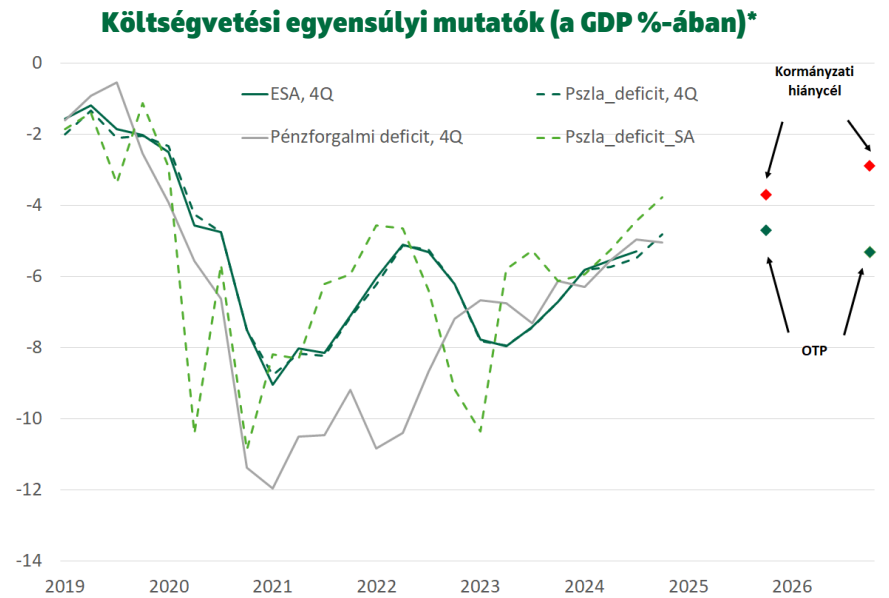
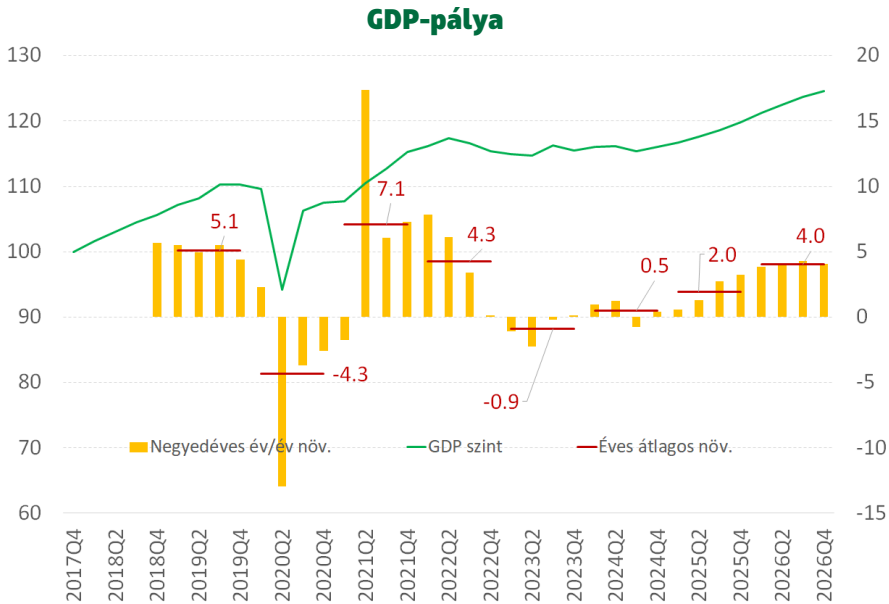
Összkép: Cél feletti semleges rövid távú kamatok és pozitív lejáratú prémium

- Az infláció célértékre való csökkentéséhez pozitív reálkamatokra van szükség, míg a járvány előtt negatív reálkamatok révén emelték az inflációt 2%-ra. A magasabb védelmi kiadások és a kínálatot növelő hiány miatt a hosszú hozamok lejáratú prémiumai is pozitívak maradnak, míg a QE-intézkedéseket felváltó „mennyiségi szigorítás” következtében a kötvénypiacot a vevők uralják.
- Várakozásaink szerint a rövid lejáratú kamatok 2-2,5% körül ingadoznak majd az eurózónában és 3% körül az USA-ban. A 10 éves lejáratú prémium elérheti a 100-150 bázispontot.

A lassulás agresszívabb kamatcsökkentésre készítheti a Fed-et. Európában a költségvetési kiadások miatt tovább emelkedhetnek a hozamok

- A piac arra számít, hogy az EKB idén további 50 bázisponttal csökkenti az irányadó kamatot, így a betéti kamatok öszre elérhetik a 2%-ot. Úgy gondoljuk, hogy a kilábalás, a fiskális ösztönzés és a továbbra is erőteljes bérnövekedés mérséklí a lefelé mutató kamatkockázatokat.
- A Fed év végére várhatóan 50-75 bázisponttal, és 2026-ban összesen 100 bázisponttal csökkenti az alapkamatot.
- Tekintettel az európai költségvetési kiadások iránti megújult étvágyra, a védelmi kapacitások kiépítésének szükségességére, a folytatódó fellendülésre és a még mindig alacsony lejáratú prémiumra, az európai kötvényeket enyhe alulsúlyozásra ajánljuk.
- Ezzel szemben, mivel az USA új kormányzata folytatja programját, amely a növekedés rövid távú hirtelen lelassulását eredményezheti, és esetleg további kamatcsökkentésekhez vezethetnek, az amerikai kötvények vonzóbbnak tűnnek. A semlegesnél magasabb kitettséget javasolunk az amerikai kötvények tekintetében.

Magyarország: 2025-ben 2%-os GDP-növekedés lehet



*Nagy Márton: a 2026-os költségvetést 2,9 százalék helyett 3,5 százalékos hiánnyal tervezik.

A beruházások okozták a 2024-es gyenge teljesítményt

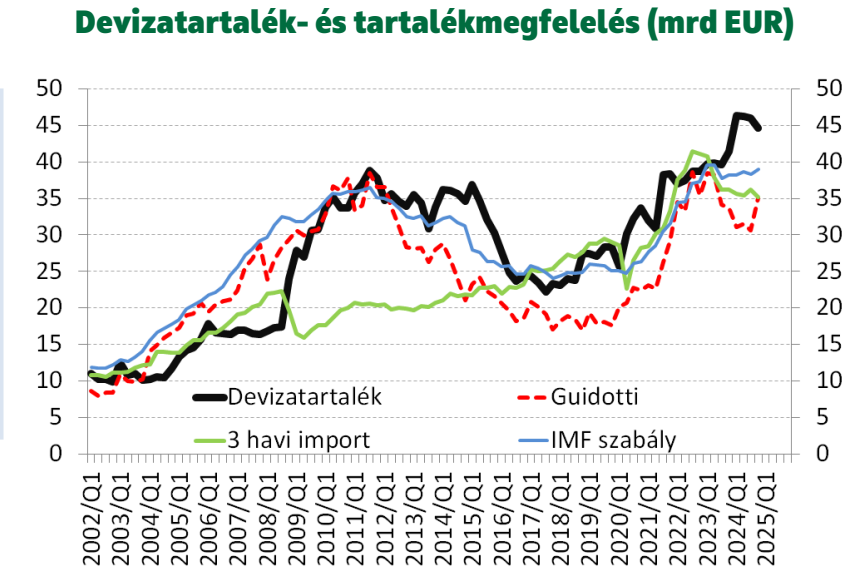
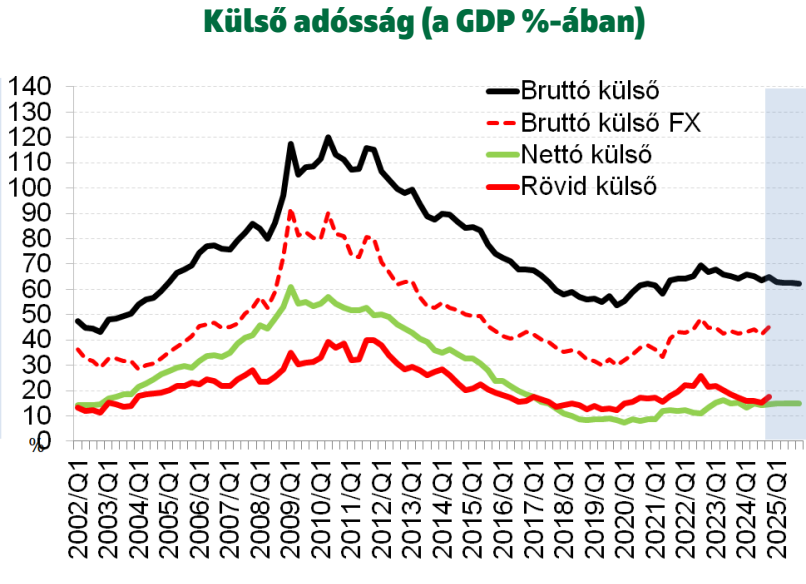
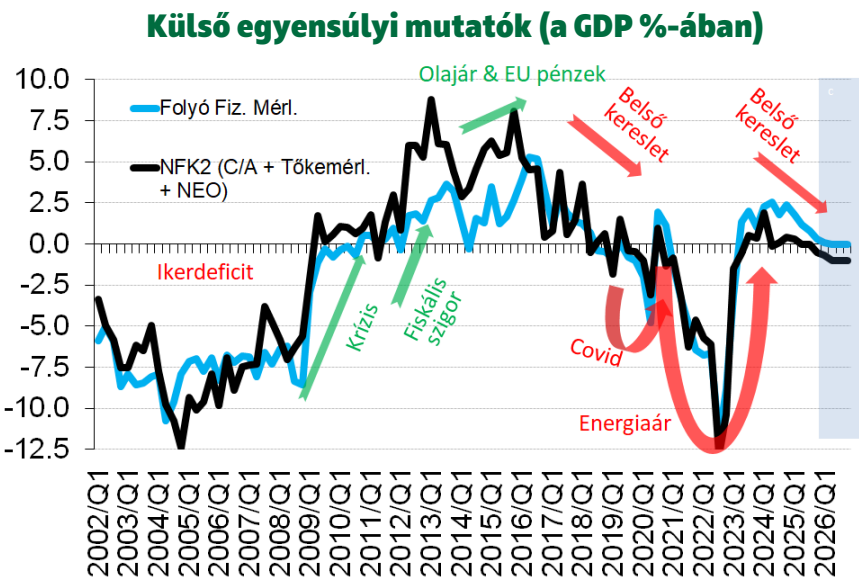
- Bár a fogyasztás 5%-kal bővült, a beruházások (több mint 11%-os) zuhanása következtében a 2024-es növekedés 0,5%-ra lassult, jóval elmaradva a várakozásoktól és a többi KKE-ország bővülésétől.
- A 2024-es húzóerők közül a költségvetési szigorítás megszűnik, és a lazább politika mellett idén mintegy 5%-kal nőhet a lakossági fogyasztás. Az üzleti kilátások javulásával, különösen a német gazdaságban várható fiskális élénkítés, valamint az állami beruházások várható növekedése miatt 2025-ben javulhat a beruházási aktivitás, azonban nehéz lesz teljes mértékben ledolgozni a 2024-es nagymértékű visszaesést. Ugyanakkor a belső kereslet élénkülése miatt a javuló exportteljesítmény ellenére csökkenhet a nettó export hozzájárulása a növekedéshez.
- Összességében idén 2%-os GDP-növekedést várunk. Az amerikai vámfenyegetés, a stagnáló/enyhén csökkenő foglalkoztatottság és a lassuló reálbérnövekedés miatt a kockázatok lefelé mutatnak. A választások előtti esetleges intézkedések és az Európában erősödő költségvetési expanzió főként 2026-ban fejt ki hatását.

A 2025. februárjában bejelentett intézkedések költségvetési hatása (a GDP %-ában)

	Szja-mentesség a 2 és 3 gyermekes anyáknak	Áfavisszatérítés a nyugdíjasoknak	6 havi fegyverpénz a rendvédelmi dolgozóknak és katonáknak	Összesen
2025	+0,04%	+0,09%		+0,13%
2026	+0,25%	+0,18%	+0,26%	+0,69%
2027	+0,41%	+0,17%		+0,59%
2028	+0,57%	+0,17%		+0,74%

- 2020-2023: Covid, választások: 6-8% hiány; 2024-2025: a kiigazítást követően 5% alatti hiány
- 2026: változatlan politika mellett a hiány 5% fölé emelkedik
- Nincs előrelépés az uniós források terén; Jövőre választási év lesz
- A közeljövőben a kitűzött célok (2025: 3.7%, 2026: 2.9% 3.5%) nem tűnnek elérhetőnek kiigazítás nélkül
- A tartósan magas hiány költségvetési kockázatot jelent

A folyó fizetési mérleg idén is többletben lesz



További gyors javulás a folyó fizetési mérlegben:

- Az energiaválság és a 2022-es választási költekezés miatt fellépő rövid, de drasztikus romlást (a GDP -8/-9%-a) követően 2023-ra a külső egyensúly visszatért a 2017-2020-as enyhe többlet (a GDP 1%-a) szintjére.
- 2024-ben a külső pozíció tovább – a GDP mintegy 2-3%-ára – javult, a beruházásokhoz kapcsolódó import erőteljes visszaesése miatt.
- 2025-ben a többlet mérsékelten – 2025-ben a GDP 1%-ára, 2026-ban pedig nulla körüli értékre – csökken, mivel a fogyasztás növekedése továbbra is erőteljes marad, a beruházások esése megáll, az export növekedése pedig lassú marad.
- 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.

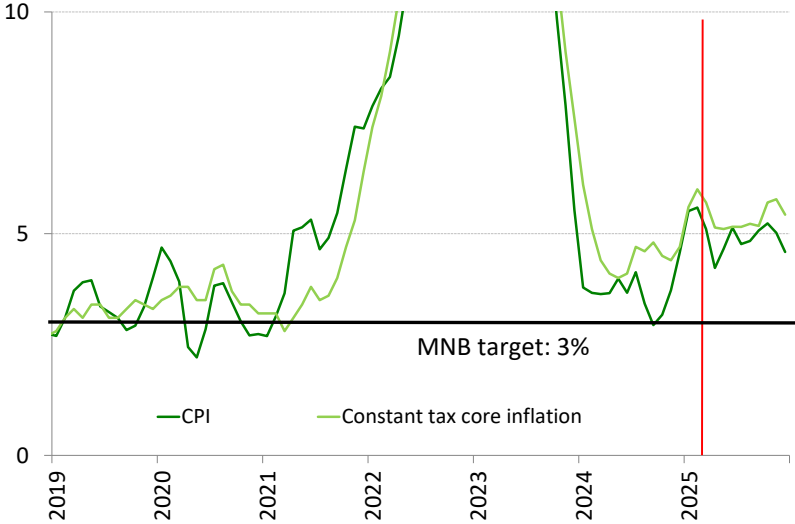
A külső eladósodottság meredek emelkedése véget ért; arra számítunk, hogy fokozatosan a GDP 60%-a közelébe csökken.

Emelkedtek a devizatartalékok, javult a tartalékmegfelelőség, ami kissé növelte az MNB mozgásterét, hogy szükség esetén beavatkozzon.

Ez a többletszint arra utal, hogy a forint valós értéke 370 körül lehet, tehát jelentősen alulértékelt.

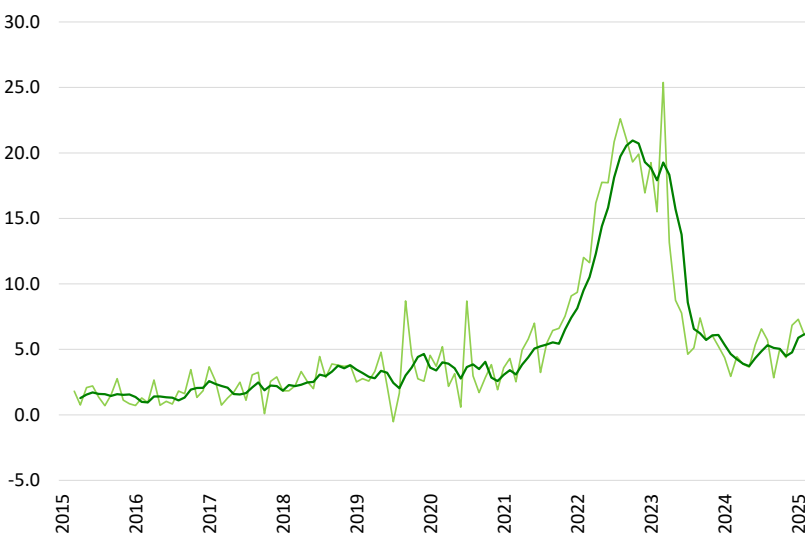
2025-ben 5% körüli inflációra számítunk

Az OTP inflációs előrejelzései (%)



- 2024. 2. félév: A dezinfláció egyértelműen megállt; a havi infláció decemberben volt a legmagasabb; a korábbi dezinflációs erők kimerültek
- 2025 eleje: Erős átárazási tevékenység a következők miatt:
 - erős kereslet (2024-ben 5%-os volt a fogyasztás növekedése),
 - 2024 végén gyenge volt a forint
 - az agrártermékek és a földgáz ára emelkedik
 - az ágazati illetékeket áthárítják; a jövedéki adók és az illetékek nőnek

A trendinfláció évesített hó/hó alakulása* (%)



Kilátások: 2025-ben 5% körül lehet az infláció, és valószínűleg még 2026-ban sem éri el a célt

- Az árrésstop rövid távon csökkenti az inflációt, de később visszaüt
- Egyre több fiskális ösztönző intézkedés
- Már bejelentették a 2026-as 13%-os minimálbér-emelést

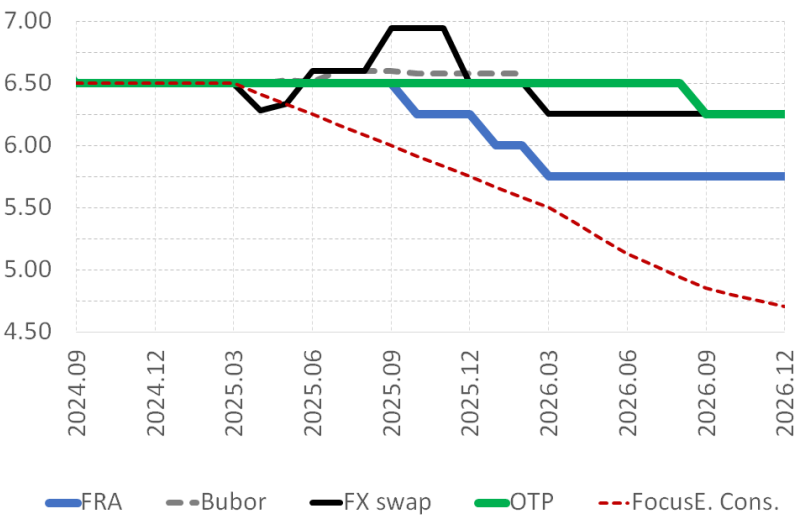
Főbb kockázatok

- Vármháború
- Az árrésstop hosszú távú hatásai

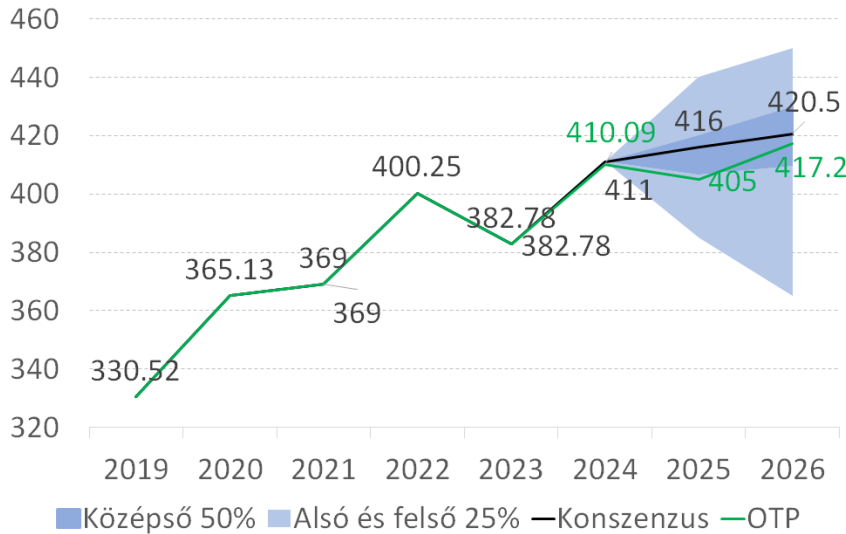
*Áruk és piaci szolgáltatások visszatekintő árazási tételek nélkül
Forrás: Bloomberg, OTP Elemzési Központ

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

Az effektív kamat alakulása (OTP-előrejelzés és árazás)



EURHUF várakozások (időszak végére)



Továbbra is fenntartjuk, hogy 2025-ben nem számítunk kamatcsökkentésre, mivel a prudens monetáris politika és a politikai racionalitás egyaránt stabil forintot és alacsonyabb hosszú hozamokat tesz szükségessé a kamatcsökkentések helyett.

- o Miután 2024 szeptemberére 18%-ról 6,5%-ra csökkent, nem változott az alapkamat. Sem a kelet-közép-európai rövid kamatok, sem az inflációs nyomás nem teszi lehetővé az alapkamat jelentős vágását.
- o Az 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 az új elnök idén inkább a jelenlegi szinten tartja az alapkamatot.
- o 2024-ben a forint 7%-ot gyengült, amit az I. negyedévben 3%-os korrekció követett a dollár gyengülése, a tűzszüneti remények és a kamatcsökkentések kiárazódása miatt. A felértékelődés ellenére a forint továbbra is – véleményünk szerint több mint 5%-kal – alulértékelt. A lakossági államkötvény tartása körüli kockázatok nem realizálódtak.
- o Arra számítunk, hogy a II. negyedévben a közelgő választások miatti jelentős középtávú kockázatok ellenére a forintot támogató erők továbbra is erősek maradnak. Rövid távon a forint kamatok magasak maradnak, a fegyverszüneti tárgyalások folytatódnak, és a forint alulértékelt marad. Úgy gondoljuk, hogy a középtávú kockázatok indokoltá teszik a devizák közötti diverzifikációt, de a jobb időzítés még várthat magára.

A hozamgörbe hosszú végét illetően semleges megközelítést javasolunk.

Az elmúlt 3 hónapban a várakozásainkkal összhangban gyengültek a kamatcsökkentési várakozások, és a hosszú hozamok meredeken (a közelmúltbeli kereskedési sáv felső szélére) emelkedtek, emiatt vonzóbbá váltak.

Eszközosztályok



Részvény

A várt korrekció megkezdődött, idén egy újabb lokális alj még kialakulhat, de egy mély és globális recessziónak kicsi az esélye. Emiatt a semleges kitettségeket érdemes tartani.



Felülsúlyozás



Kötvény

Trump gazdaságpolitikája miatti bizonytalanságok a növekedési félelmekre erősítenek rá, így a részvénypiaci volatilitás növekedésére a hosszú kötvények jó diverzifikációs eszközként szolgálhatnak.



Semleges



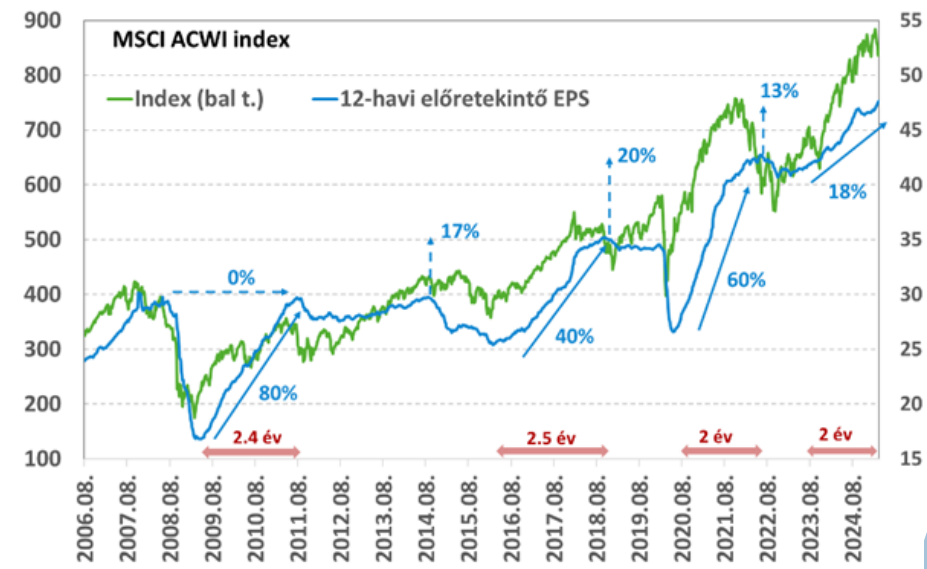
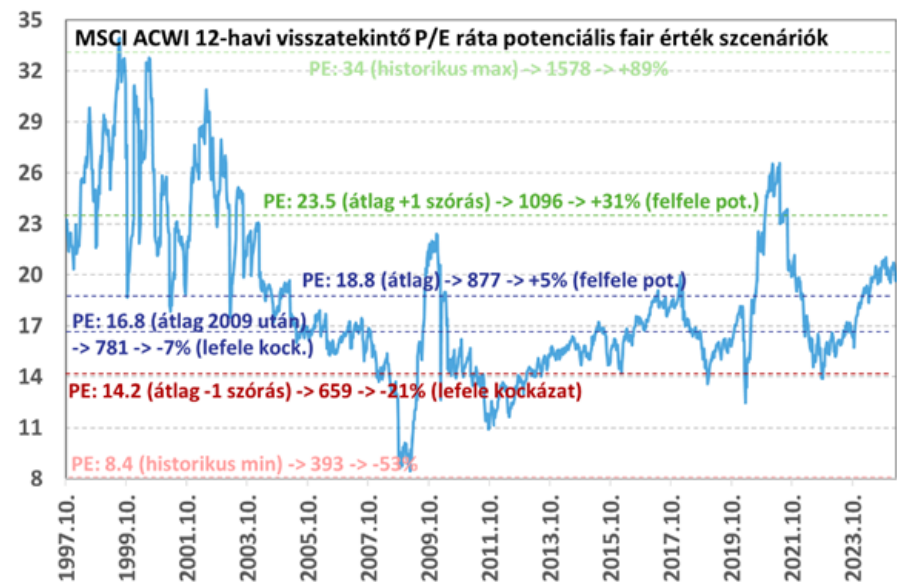
Nyersanyag

A dollár gyengülés hátszelet jelent, ahogy a kínai stimulusok is, az amerikai vámok azonban a kockázatokat erősítik. Szegmensen belül igen eltérő a kép, továbbra is a rezet és a nemesfémeket preferáljuk.



Alulsúlyozás

Részvény: megérkezett a várt korrekció, volatilis időszak jöhet

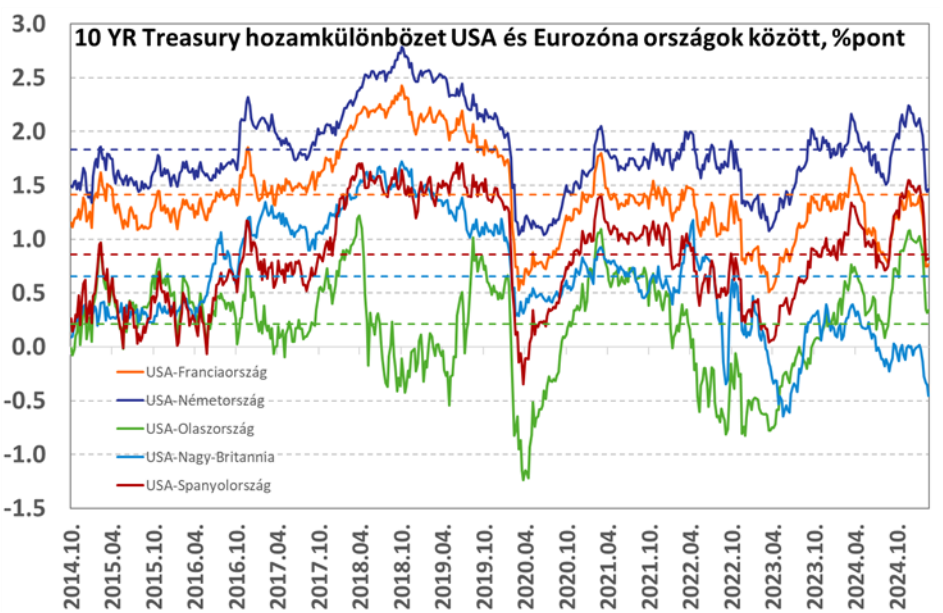
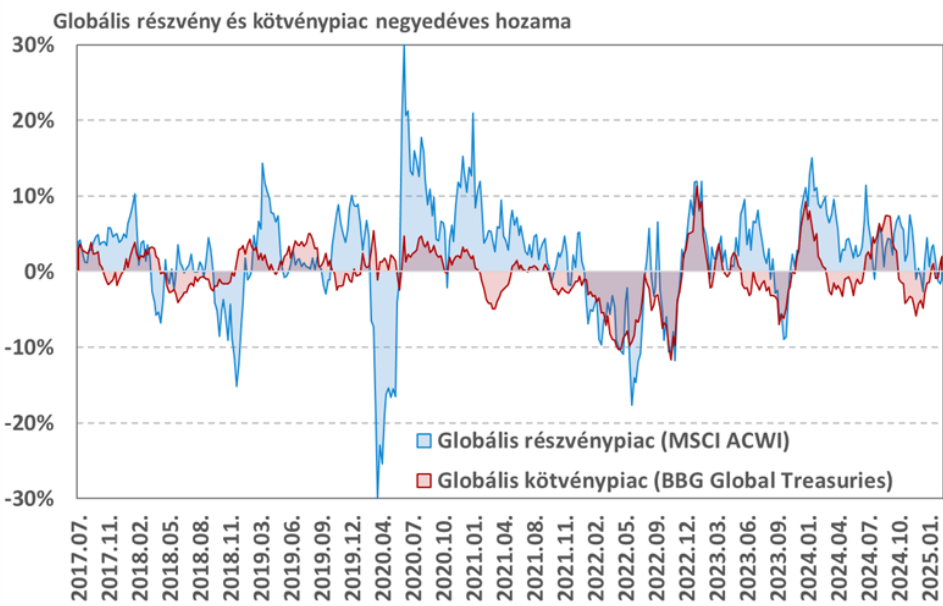


- A globális részvénypiaci index összességében stagnált az elmúlt hónapokban, így az árazási szintekben megfigyelhető enyhe csökkenést – várakozásainkkal összhangban – teljes egészében a vállalati profittermelés javulása magyarázza. Bár a ciklikusan igazított Shiller P/E ráta a decemberi 29,5-ös lokális csúcsról 27-re, a visszatérítő P/E pedig 21-ről 19,5-re csökkent, ezek az értékek összességében továbbra is átlag feletti. A mostaninál magasabb árazási szintekre 2021-ben, a covidot követő, fiskális és monetáris oldalról globálisan is laza környezetben volt példa, de akkor is mindössze rövid ideig, illetve hosszabban elnyúlóan a technológiai buboréknál (1995-2003), amikor a hosszú kötvényhozamok jelentős, trendszerű csökkenésben voltak.
- A jelenlegi makrokörnyezet ezekhez képest eltérő képet mutat, így az árazási szintek tartós, jelentős túlgúszása előtti teret továbbra is limitálnak tartjuk. Előretekintve a részvénypiaci mozgások nagyobb részét a vállalati profitdinamika alakulása határozhatja majd meg, ami az idei évben 9%-os lehet a konszenzusos várakozás szerint. Bár a profitdinamika egyelőre támogatja a részvénypiacokat, látunk már ezen a téren is kockázatokat: a felívelő profitciklusok az elmúlt 20 évben jellemzően 2-2,5 évig tartottak, míg a jelenlegi elérte a 2. évet, és bár jelenleg a mélypontról mindössze 18%-kal vagyunk feljebb, szemben a 40%-os átlaggal, ezúttal a megelőző 2022-es profitrecesszió is jóval sekélyebb volt. Így viszont a korábbi lokális csúcshoz képest mért 13%-os emelkedés a profittermelés szintjében már megegyezik a korábbi időszakok átlagával.
- Az elmúlt hónapokban az amerikai recessziós kockázatok emelkedtek ugyan, és a trumpi bizonytalanság is negatívan hat, egy jelentősebb mértékű, globális kiterjedésű recessziós forgatókönyvnek alacsony a valószínűsége. A gyorsan változó amerikai gazdaságpolitika hatásainak előrejelezhetősége továbbra is nehézkes, az új elnöki ciklussal kapcsolatos felfokozott várakozások azonban leépültek, a részvénypiaci szentiment és pozícionáltság is pesszimistábbá vált. Ez azonban egyelőre nem öltött még olyan méreteket, hogy érdemes legyen megemlíteni a semleges részvénypiaci kitettségeket, hiszen nem értük el azt a fájdalomküszöböt, ahol már az amerikai gazdaságpolitika is elkezdhet támogató irányba változni. Minél hosszabban marad fenn a Trump miatti kiszámíthatatlanság, az egyre inkább féltő, hogy a vállalati profitdinamikát is negatívan befolyásolja, az ezzel kapcsolatos félelmek könnyen lejjebb húzhatják az árazási szinteket. Így nézve még az elmúlt 15 év átlagának megfelelő értékeltséggel is 7%-os a lefelé mutató kockázat.



A korábban várt részvénypiaci korrekció elkezdődött, a felfokozott várakozások és pozícionáltság elkezdett leépülni, de még nem értük el azt a fájdalomküszöböt, ahol már az amerikai gazdaságpolitika is elkezdhet támogató irányba változni. Egészen addig fenntartanánk a semleges részvénypiaci kitettségeket, hiszen a piac bár drága, de a profitnövekedési dinamika támogató.

Kötvény: az USA hosszú kötvény vonzóbb, mint az eurozóna kötvények

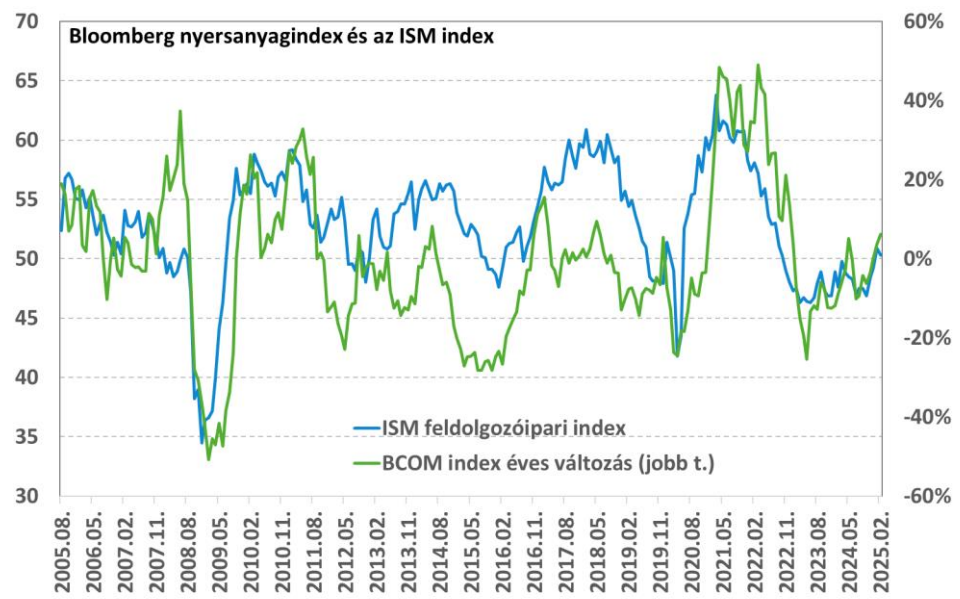


- Az amerikai gazdaság lassul, amire Trump intézkedései (vámok, DOGE) rásegítenek, ráadásul a politikai bizonytalanság magas szintje és tartóssá válása a fogyasztási és beruházási kiadásokra is negatívan hathat vissza. A recessziós kockázatok emelkedtek, de még ezzel együtt is elkerülhető egy globális szintű, mélyebb recesszió kibontakozása. A munkaerőpiac a gazdasággal együtt a hűlés jeleit mutatja, ami agresszívebb Fed kamatvágáshoz vezethet, így az amerikai hosszú kötvényhozam is tovább csökkenhet. Mivel a részvénytőke kilátásokra nézve a növekedési félelmek erősödése jelenti továbbra is a nagyobb kockázatot, a hosszú kötvények jó diverzifikációs eszközök lehetnek egy részvénytőke lejtmenet során. Mindezek miatt az amerikai hosszú kötvények esetén felülsúlyozott kitettségeket tartanánk.
- Az elmúlt hónapokban a szövetségeseivel kritikus hangot megütő trumpi politika hatására az európai makrokilátásokban gyökeres változások álltak be. A védelmi kiadások növelésére vonatkozóan születtek tervek az EU-ban, és történelmi jelentőségű változásként az adósságfékszabályt enyhítve Németország is döntött a védelmi és infrastrukturális kiadásai fokozásáról. A lépések javítják a következő évek GDP növekedési képét, miközben a bizalmi adatokban már most javulás látszik, de növelik a költségvetési hiányt és az eladósodottságok szintjét is. Mindezek miatt az eurozóna hosszú kötvények veszítették vonzalmukból, a bejelentéseket azonban pár nap alatt gyorsan be is árazta a piac. A nagyobb országok tízéves kötvényeinek hozamkülönbsége az amerikaihoz képest mostanra már jellemzően alacsonyabb, mint amit az elmúlt 5 év átlagában megfigyelhettünk, de a lokális mélypontokig az olasz (120bp), spanyol (100bp) és német (40bp) esetben is még van tér szűkülésre, a brit és francia már közel elérte azokat. Összességében az eurozóna kötvényeknél érdemes visszavágni a felülsúlyozott kitettségeket.
- A vállalati kötvényhozam spreadek a historikus mélypontokról elkezdtek emelkedni (az USA high yield 35 bp-tal, a befektetésre ajánlott és európai high yield 15 bp-tal), de továbbra is nyomott értékeket látunk, ami miatt a vállalati kötvénykitettségeket érdemes alacsonyan tartani. A hosszú távú átlagoknál alacsonyabbak jelenleg a hozamkülönbségek, leginkább a befektetésre ajánlott szegmens van közel ahhoz (-90bp), amit a növekedési kockázatok erősödése miatt is favorizálunk a high yielddel szemben.

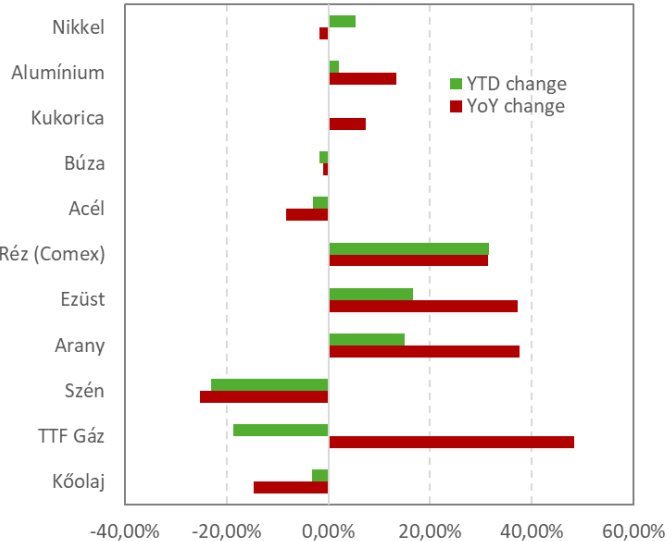


Az amerikai gazdaság lassul, a hosszú kötvényhozamok csökkenhetnek, érdemes felülsúlyozott kitettséget tartani a szegmensben. Az EU-ban történelmi jelentőségű költségek sor, ami a makropályát is jelentősen befolyásolja, így az eurozóna kötvények felülsúlyozottságát érdemes visszavágni. A vállalati kötvénykitettségeket továbbra is alacsonyan tartanánk.

Nyersanyag: némi javulás, de továbbra is semleges kilátás



Egyes nyersanyagok teljesítménye YTD & YoY (%)



- Alapvetően némi javulás látható a nyersanyagpiacok esetében, a Bloomberg Commodity Index az év eleje óta felfelé tendál. Ezen belül azonban meglehetősen vegyes a kép az egyes nyersanyagpiaci termékeket illetően. Kifejezetten jól teljesített eddig idén az általunk is a favoritok közé sorolt arany és réz, illetve az ezüst is. Ezzel szemben az olaj és sok agrárpiaci termék is gyengébben teljesített egyelőre 2025-ben. Az elmúlt hetekben sokat gyengült a dollár is, ami szintén hagyományosan kedvező szokott lenni a nyersanyagok számára. Hasonlóan pozitív, hogy Kínából az év első két hónapjában biztató adatok jöttek, nőtt az ipari termelés és az ingatlanszektorban is voltak javulásra utaló adatok. Érintőlegesen megemlítjük, hogy az európai hadiipari kiadások növelése is kedvező lehet egyes kapcsolódó nyersanyagok számára.
- A másik oldalon azonban a Trump-kormányzat vámokkal kapcsolatos intézkedései továbbra is bizonytalanságot okoznak a piacon, ami nagyobb volatilitást és gyorsabb irányváltásokat hozhat magával, illetve az USA esetében is megfigyelhető egy lassulás, nőtt egy enyhe recesszió esélye.
- Az egyik legfontosabb nyersanyag, az olaj kapcsán továbbra is semlegesek a kilátások. A piaci szentiment negatívnak mondható, amin nem segített az olajkartell márciusi döntése sem. A tagországok abban állapodtak meg, hogy a korábbi termelésvisszavágások egy részét fokozatosan visszaeresztik a piacra áprilistól havi emelések formájában. A vámokkal kapcsolatos bizonytalanság pedig szintén nem segít. A keresleti oldal ugyanakkor továbbra is relative egészségesnek tűnik.



Összességében továbbra is semleges a nyersanyagpiaci összkép, de ezen belül jelentős szerkezeti eltérések figyelhetők meg. A dollár gyengülés hátszelet jelent, ahogy a kínai stimulusok is, az amerikai vámok azonban a kockázatokat erősítik. Az egyik legfontosabb nyersanyag, az olaj kapcsán továbbra is semlegesek a kilátások, a rezes és a nemesfémeket favorizáljuk.

Részvények - Régiók



USA

A kiszámíthatatlanság és a növekedési kép romlása miatt megtört az eddigi felülteljesítés. Új lokális mélypont is jöhet, de egy erős medvepiaci trendnek egyelőre alacsony a valószínűsége. Drága, de a profitbővülés támogató, semleges mozgás várható.



Európa

Nagyot változott a kép, miután Németország jelentős kiadásnövelést hajtott végre. Ezzel megjött az átárazódáshoz szükséges katalizátor, ami lezárhatja a tartós alulteljesítés időszakát. Rövid idő alatt azonban a piac nagyon előreszaladt.



Feltörekvők

A bizonytalanság hatására gyengülő dollár kedvez az egyébként olcsó feltörekvő régióknak, további felülteljesítéshez azonban erősebb profitdinamikára lenne szükség. Kínával szemben fennmaradhat a kemény amerikai politika.



Kelet-Közép-Európa

A vizsgált régiók közül továbbra is a legolcsóbb, a profitvárakozások javulnak, ráadásul további emelkedési potenciált jelenthet az orosz-ukrán háború lezárása, illetve áttételesen az eurozóna növekedési kilátásainak a javulása.



Felülsúlyozás

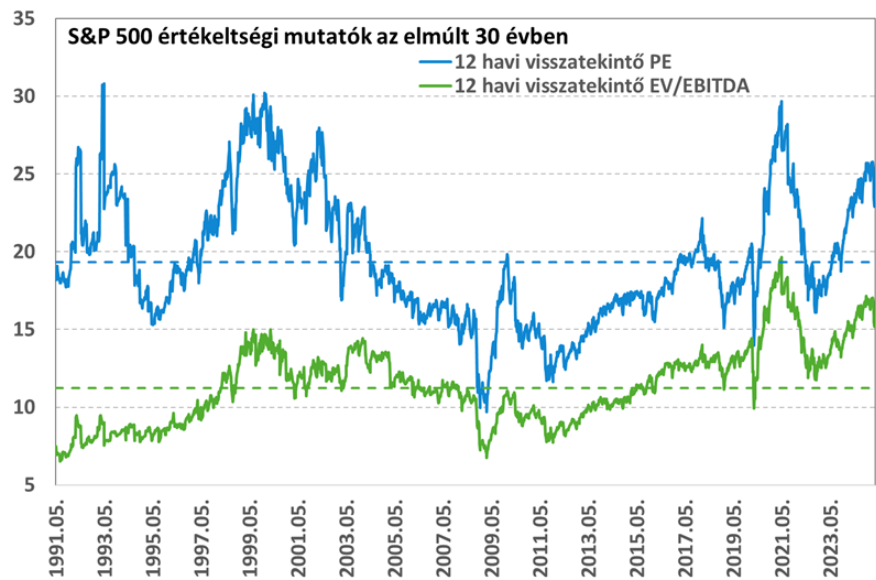


Semleges



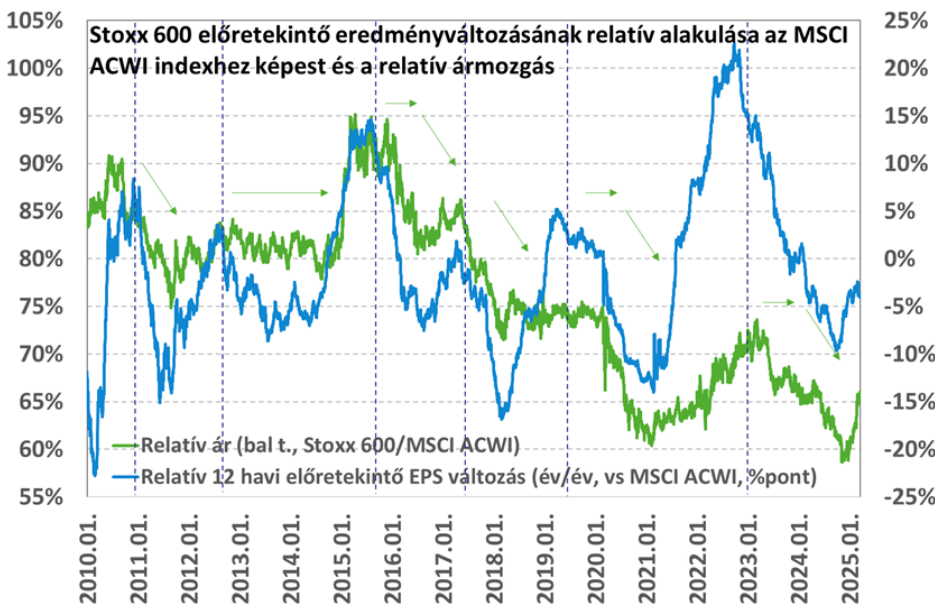
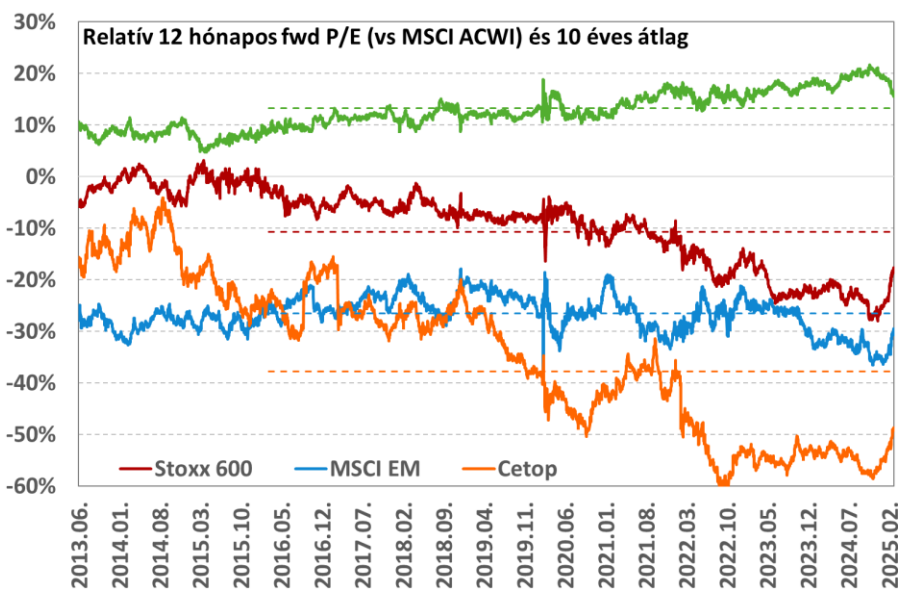
Alulsúlyozás

USA: megtört a kivételes szerep?



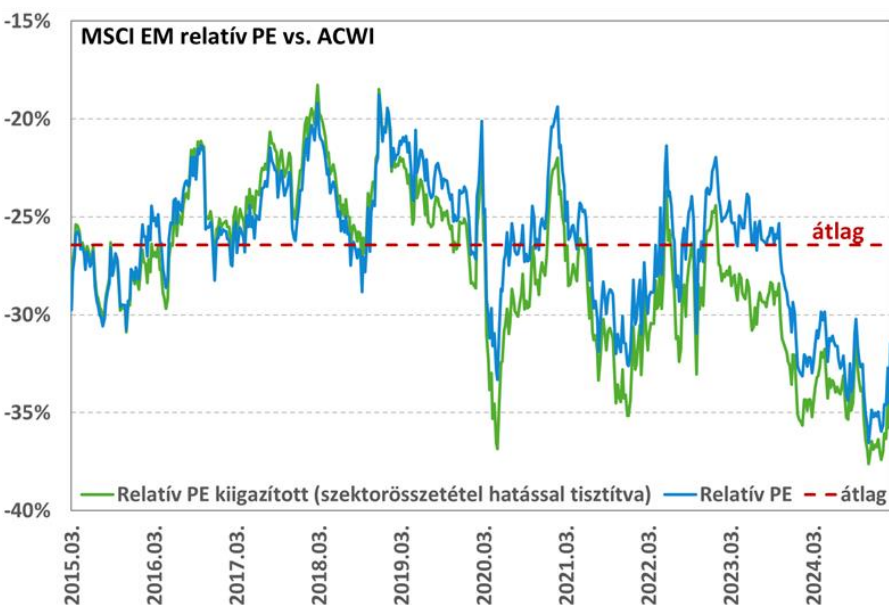
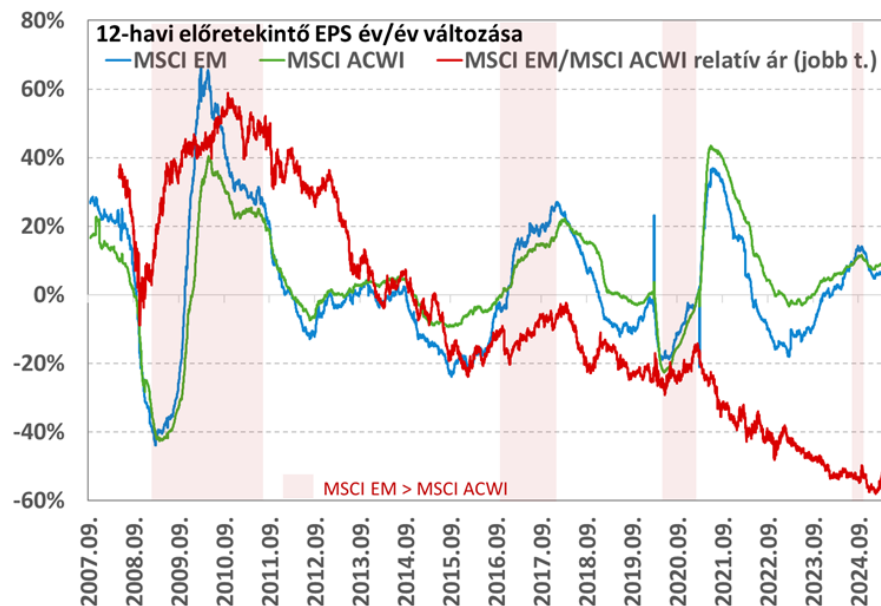
- A februári csúcsról 10%-ot esett az amerikai részvénytőkepiac rövid idő alatt, amit leginkább a túlfűtött pozícionáltság magyarázott, illetve a trumpi bizonytalanságok és a növekedési kilátások romlása miatti tőkekiáramlás a világ többi részvénytőkepiacára felé. Mindez nem jelent meglepetést, egy korrekciós szakaszt vártunk az év első felében, de a Trump-adminisztráció a beiktatást követően hozott nem várt fordulatot is.
- A legmarkánsabb ezek közül, hogy a korábbiakkal ellentétben a részvénytőkepiaci mozgások politikai szempontból egyelőre nem mérvadók, az új vezetés látványosan azokat az intézkedéseket időzíti a ciklus elejére, amik piaci szempontból kockázatokat jelentenek (például kemény vámintézkedések, jelentős költségvetési megszorítások ígérete, DOGE), ráadásul a vezetők kommunikációs szinten is „lefele” beszélnek a részvénytőkepiacot (a Main Street, vagyis reálgazdaság fontosabb, mint a Wall Street, vagyis a tőzsde). Az esés mértéke egyelőre nem érte el a döntéshozók ingerküszöbét, de ez nem azt jelenti, hogy nincs is egy ilyen szint/helyzet. Egy nagy részvénytőkepiaci esés ugyanis a vagyonhatáson keresztül a reálgazdaságra is visszahat, a munkanélküliség növekedése Trump egyelőre magas népszerűségének romlásával járhatna együtt. Ilyen logika mentén a két év múlva esedékes időközi választások miatt a 2026-os évnek már a növekedésről kell szólnia, vagyis a következő időszakban a márciusi mélyponthoz képest 5-10%-os lefele mutató kockázat még látszik, ahol viszont a Trump-put (a gazdaságpolitika támogató irányba történő változása) megérkezhet. Nem szabad ugyanis elfelejteni, hogy a kampányban volt szó adócsökkentésről és deregulációról is, amikről vélhetően nem lettek, csak időben eltoltak, hogy egy későbbi szakaszban pozitívan tudjon hozzájárulni majd a gazdasági és ezzel együtt részvénytőkepiaci folyamatokhoz.
- A fentebb említett további 5-10%-os csökkenéssel a P/E alapú értékeltség a hosszú távú átlag irányába csökkenne (19). A relatív P/E-t vizsgálva ennél kisebb mértékű, a globális piachoz képest mindössze 5%-os alulteljesítés is a tízéves 13,3%-os átlaghoz vinné le a relatív P/E rátát a mostani 15,5%-os magasságból, az S&P 500 index 15%-os relatív alulteljesítésével pedig az elmúlt tíz évben mélypontot jelentő szinteket érnénk el. A növekedés lassul, a költségvetési megszorítások miatt egy enyhe amerikai recesszió esélye nőtt, de egy globális hatásokkal járó, erősebb gazdasági visszaesés továbbra is alacsony valószínűségű. Ilyen kilátások mellett az idei évre várt 13%-os vállalati profitbővülés továbbra is erős támaszt adhat azonban a részvénytőkepiacnak, a 6400 pontos indexérték elérését egy pozitív scenárióban továbbra sem lehet kizárni.
- Egy negyedévvvel ezelőtt az amerikai részvénytőkepiac felülteljesítése megkérdőjelezhetetlennek tűnt, ebben a növekedési kép romlása és a kiszámíthatatlanság érezhető változást hozott. Bár rövid távon jöhet egy visszarendeződés, némi amerikai felülteljesítéssel, ezt azonban arra használnánk ki, hogy a felülsúlyozott kitétségeket semleges szintekre csökkentjük.

Európa: megérkezett a katalizátor, de sokat be is áraztak már belőle



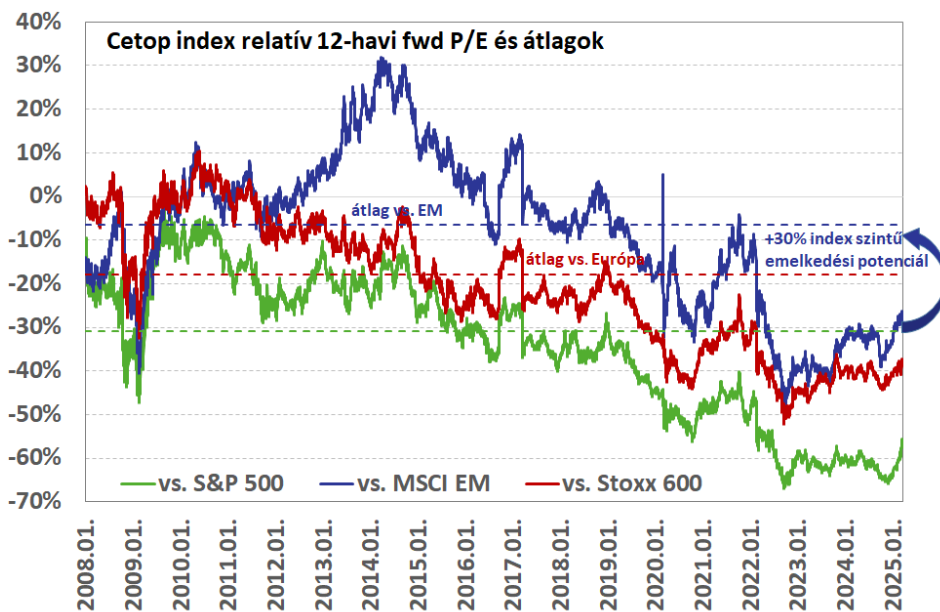
- Nagyot változott a kép az európai gazdasági és részvénytőzsi kilátásokkal kapcsolatban: legutóbb azt írtuk, hogy a német választásokon a CDU és Merz győzelme potenciális változást hozhat, de a korábban rendre elhaló kísérletek miatt a hiszem ha látom taktikát követtük. Ahhoz, hogy az elmúlt hónapokban, meglepő gyorsasággal, tabut döntve Németország a védelmi kiadások fokozása miatt az adóssághatár szabálya is lazítva komoly költségvetési költségekkel döntött (500 mrd eurós infrastrukturális és klíma alap létrehozásával), az amerikai, szövetségesekkel szemben ellenségesebb külpolitika nagyban hozzájárult.
- A Bundestagban is elfogadott intézkedések hatására az elemzőházak 0,5%-ponttal emelik jellemzően a 2026-27-es német GDP növekedési előrejelzéseiket a 1,5% körüli tartományba, miközben a bejelentések pozitív hatása a fogyasztói és üzleti bizalom javulásán keresztül már rövid távon is elkezd megjelenni. Mindez az eurozóna egészére is hatással van, a GDP növekedési várakozásokat szerényebben, 10-20 bp-tal emeli. Az EU-s szinten tervezett 800 milliárd eurós védelmi kiadási terv további felfele potenciál növekedési szempontból, míg a lefele kockázatot egy eldurvuló kereskedelmi háború jelentené az USA-val.
- A korábban olcsó európai részvénytőzsi számára tehát megérkezett egy makro és növekedési szempontból fontos katalizátor, ami várhatóan segít neki, hogy szakítson a tartós alulteljesítésével. Ezt egyelőre az eltérő irányú költségvetési politikák és növekedési kép hajtja (az USA-ban szigorítanak <-> Európában lazítanak), miközben számos olyan tényezőben nem látszanak még érdemi változások, amik szintén hozzájárulhattak az európai lemaradáshoz (versenyképesség, szabályozás, bürokrácia, innováció). Mivel az elmúlt hónapokban igen erőteljes felülteljesítéssel már részben le is reagálta a bejelentéseket az európai részvénytőzsi, a korábbi közel 30%-ról egészen 16%-ra csökkent a P/E alapú diszkont, ami az ötéves átlagnak felel meg. A tízéves átlagos árazási diszkont 10%-os, vagyis idáig még lehet tér az olló záródásának, tartósan ennél kedvezőbb helyzet kialakulására azonban egyelőre nem számítanánk. Egyrészt ugyanis az amerikai részvénytőzsi minőségi szempontból továbbra is érdemben vonzóbb az európainál, ami indokoltá teszi az árazási prémiumot, és egyelőre a növekedési kilátások is erősebbek (13%-os S&P 500 EPS növekedés (CAGR2025-26) vs. 7% Stoxx 600).
- A relatív profitnövekedési kép elmúlt hónapokban látott javulása (amit a vámok miatti előrendelések által hajtott feldolgozóipari aktivitás javulás is segíthetett), megítélésünk szerint elkezdhet kifulladásra, így viszont nem tud majd olyan tartós támogatást adni az európai részvénytőzsi felülteljesítéséhez, mint amit 2014-15-ben vagy 2021-22-ben láthattunk. Ezen a ponton emiatt már azt várnánk, hogy az amerikai piaccal szembeni felülteljesítő mozgás egyelőre megáll, de mivel a tartós alulteljesítés időszakának is vége a tabut döntő lépéseknek köszönhetően, a rövid távú korrekciókban érdemes lehet növelni az európai kitettségeket.

Feltörekvők: a tartós felülteljesítéshez ennél több fog kelleni



- A Trump elnökségi ciklussal kapcsolatos konszenzusos várakozások közül a dollár erősödésével kapcsolatos előrejelzések egyelőre hibásnak bizonyultak. A politikai döntések kiszámíthatatlansága, illetve a kereskedelmi háború lehetséges negatív hatásai, valamint az amerikai gazdaság lassulása mellett az európai és kínai gazdaságpolitikák támogatóbb irányba való elmozdulása egyaránt hozzájárultak ahhoz, hogy a tőke mozgás a drágább és túlpozicionált amerikai részvénytől a világ többi része irányába fordult. A dollár komoly gyengüléssel reagált, ami támogatóan hat a feltörekvő piacokra.
- A P/E alapú árazási diszkont az elmúlt 5 év mélypontjának számító (38%-os) szintről fordult vissza, a tízéves átlagok eléréséhez (26%-os diszkont) is van még tér, 10%-os relatív index szintű felülteljesítéssel érnék azt el.
- Ennél nagyobb feltörekvő piaci relatív felülteljesítés azonban egyelőre nehezen képzelhető el anélkül, hogy a profitnövekedési dinamika tartósan a globális szintek fölé kerüljön. Korábban ugyanis jellemzően azokban a periódusokban tudott tartós feltörekvő piaci felülteljesítés kialakulni, amikor mindez a profitdinamikában is visszatükröződött, ellenkező esetekben a rövid ideig fennálló relatív felülteljesítések rendre elhaltak. Ennek most is vannak kockázatai, hiszen bár a 2026-os profitnövekedési várakozás meghaladja a globális átlagot, a feltörekvő piacokkal kapcsolatos előrejelzések rendre túl optimistának bizonyultak a múltban (az elmúlt hónapokban is), ami a konszenzusos profitvárakozások csökkenését vonta maga után. Vagyis amennyiben a lefele revíziók ezúttal is fennmaradnak, az alááshatja ismét a profitoldali felülteljesítés lehetőségét.
- Ilyen tekintetben kockázatként az amerikai kereskedelmi politikát mindenképp érdemes továbbra is számon tartani. Bár arra látunk lehetőséget, hogy olyan közeli országokkal, mint például Mexikó, végül a jelenleg alkalmazni tervezettnél alacsonyabb vámterhelés alakuljon ki, az egyik legnagyobb feltörekvő piac Kínával szemben vélhetően fennmaradnak a terhelések, sőt azok akár tovább erősödhetnek is. Ahogy korábban is jeleztük, rövid távon, taktikailag a kínai eszközök jól teljesíthetnek (ami az év eddigi részében működött is), és ez egyelőre még kitarthat a stimulusoknak is köszönhető gazdaságélénkítés hatására, hosszabb, stratégiai időhorizonton azonban érdemes óvatosságot fenntartani. Egyrészt az emelkedést követően a kínai részvénytőke már egyáltalán nem olyan olcsó mint korábban, a kínai technológiai szektor árazása például utolérte az amerikaiét, miközben a továbbra is meglevő tajvani újraegyesítési szándék, és az amerikai szembenállás, vagy az ingatlan és hitelpiaci lufi, a demográfiai kihívások egyaránt kockázatokat jelentenek.
- Stratégiai időhorizonton az indiai piac továbbra is vonzóbb lehetőségeket kínál (kedvezőbb demográfiai és növekedési kilátások), és kereskedelmi szempontból sem áll célkeresztben, ez azonban be is van árazva, az egyik leginkább drágának mondható piac. Mivel egyelőre profitoldalon is lassulás látható, ez rövid távon továbbra is inkább egy kivárási álláspontot tehet indokolttá.

KKE: nagy lemaradást hozott már be, de lehet még benne szufla



- Miközben a vizsgált nagyobb régiókban a 2025-ös profitvárakozások enyhén csökkenő pályán mozogtak az elmúlt hónapokban, addig a Cetop index esetén közel 4%-kal került feljebb a konszenzus. Korábban jeleztük, hogy az elemzői várakozások túl pesszimistának tűnnek, ami végül igazolódni látszik, a frissített előrejelzésekkel ugyanis már a globális átlag feletti, 15%-os profitbővülésre számít a konszenzus. 2026-ra mindössze 2%-os további emelkedést tartanak elképzelhetőnek, amivel kapcsolatban szintén felfele mutató potenciált lehet azonosítani.
- A gazdasági növekedés a régiós országokban ugyanis idén már elkezd erősödni, és az elmúlt hónapokban is történtek olyan változások, amik ehhez képest további lendületet adhatnak a régiónak. Egyrészt az orosz-ukrán békekötéshez közelebb kerültünk, ez a bizalom helyreállásán keresztül hathat enyhén pozitívan, és idővel az ukrán helyreállítási potenciál beépülésén keresztül is, amiben várhatóan a kelet-közép-európai vállalatok is szerephez jutnak. Ezek azonban egyelőre távoli lehetőségek, nehezen becsülhető időzítéssel és hatásokkal, melyhez képest az európai védelmi és infrastrukturális kiadások érdemi emelkedése közvetett módon már 2026-tól elkezdhet kedvező hatást gyakorolni a növekedési számokra. A növekedési adatokban már jelenleg is javulás látszik, ezzel együtt azonban az infláció is ragadósabb lehet, ami a jegybanki kamatcsökkentések elé gördíthet akadályt. A pénzügyi szektor Cetop indexen belüli nagy súlya miatt azonban a magasabban ragadó kamatszintek piaci hatását összességében nem tartjuk negatívnak.
- Az elmúlt hónapokban azonban a Cetop index jelentősen felülteljesített, az elmúlt években a profitdinamika és az index mozgása közötti rés (ami a háborút követően alakult ki) elkezdett szűkülni. Tér azonban még így is van, a Cetop index a 17 évvel ezelőtti történelmi csúcsát is beállíthatná érdemi túlhúzás nélkül 3500 pontnál (+10%), a profitkilátások korábban jelzettek szerinti javulása pedig ehhez képest is tartogathat még emelkedési potenciált.
- A régió árazása ráadásul még az elmúlt időszak rálát követően is meglehetősen nyomott maradt, 30-40%-os a P/E alapú diszkont a feltörekvő és európai részvénytípusokhoz képest. Vagyis minden mást állandónak feltételezve, az index 30%-os relatív felülteljesítésével is mindössze a historikus átlag szerinti árazási diszkontokhoz zárkoznánk fel. Az orosz-ukrán háború lezárása elsősorban ilyen szempontból lenne fontos, hiszen annak köszönhetően folytatódhatna tovább az átárazódási folyamat, míg annak elakadása már kockázatot is jelentene, hiszen azt az utóbbi hónapokban elkezdte részben beárazni a piac. A régió belül a favorit továbbra is a lengyel részvénytípus, a román részvényeket drágának tartjuk, ráadásul a politikai káosz is többletkockázatot jelent. A magyar részvénytípus bár továbbra is az egyik legolcsóbb, a választásokhoz közeledve a kockázati érzékelés erősödése akadályokat görgethet az ártértékelődési folyamat elé.

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 mesterséges intelligencia (AI) megjelenése a technológiai fejlődést jelentős mértékben katalizálta, és ez a tendencia várhatóan a jövőben is folytatódni fog. Az AI a gazdaság és a munkaerőpiac minden területén jelentős változást, hatékonyságnövelést hoz már rövid távon is. A kínai DeepSeek AI modellje turbulenciát hozott a tőkepiacokra, megkérdőjelezve a nagy amerikai technológiai cégek jelentős beruházási terveit. Ugyanakkor eddig semmi nem utal arra, hogy ezeket a beruházásokat csökkentenék, sőt a vezető amerikai vállalatok megerősítették elkötelezettségüket ez irányba. Ha elfogadjuk a Jevons paradoxont, akkor még optimistábbak lehetünk. Ez alapján a technológiai fejlődés okozta hatékonyságnövekedés bár alacsonyabb költségek melletti erőforrás felhasználást tesz lehetővé, ez az összkeresletet növeli, aminek köszönhetően az aggregált erőforrás felhasználás is magasabb lesz. Az AI mellett és ahhoz kapcsolódóan a robotizáció és az automatizáció is új lendületet vehet. Jelenleg nagy a volatilitás a piacokon és sok a zaj, de ennek kiszűrésével és ha elhisszük, hogy a vállalati innováció töretlen lesz, akkor a technológiai szektor hosszú távon továbbra is vonzó lehet, egy jelentős technológiai áttörés pedig új lehetőségeket is teremthet.

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, Trump-kormányzat megújulókat kevésbé támogató politikája) 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



A deglobalizációs trendet az elmúlt években olyan események erősítették, mint a covid és az ellátási lánc problémák, majd a háborúk miatti near shoring (közelre telepítése a gyártásnak). Erre Donald Trump megválasztása és az „Amerika az első” politika visszatérése csak ráerősít. Az új elnök vámfenyegetései, a beruházások és a gyártási kapacitások USA-ba orientálása, valamint a Kínával való, elnöki ciklusokon átívelő konfrontáció mind ebbe az irányba mutatnak. Miközben a vámok továbbra is valós és fennmaradó fenyegetések lehetnek Kínával szemben, a szövetséges országokkal szemben végül megengedőbb politika jöhet.

Kedvelt befektetési sztorik



Technológia

A korrekció ellenére az erős fundamentumok és a támogató megatrend vonzóvá teszi hosszú távon.



Közművek

Strukturális hátszelet jelent az energiaigény erősödése a szektor defenzivitása mellett.



Egészségügy

Rövid távon meggyőző profitkilátás, hosszú távon kedvező strukturális trend (öregedés) támogatja.



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 urániac strukturális deficitben



Arany

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



USA Közepesek

Nem túlfűtött, vonzó az értékeltség, a „Trump trade” késleltetve van, nem törölve.



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.

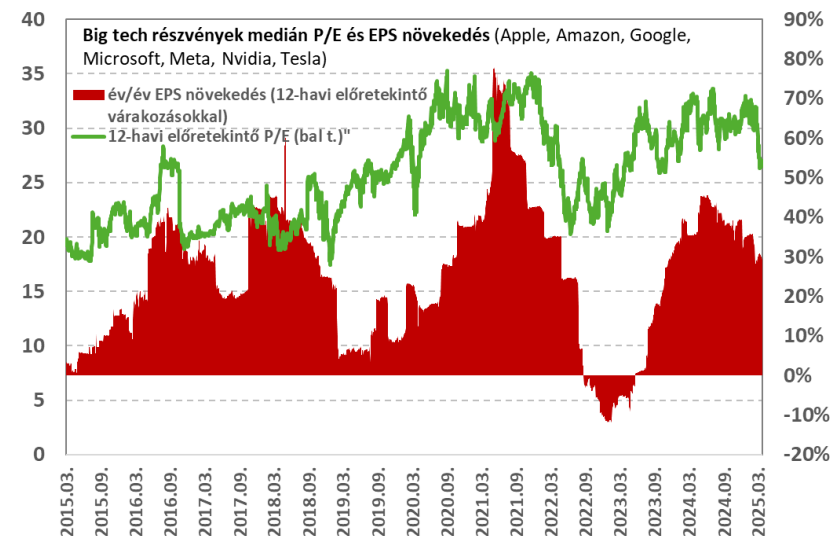


Lengyelország

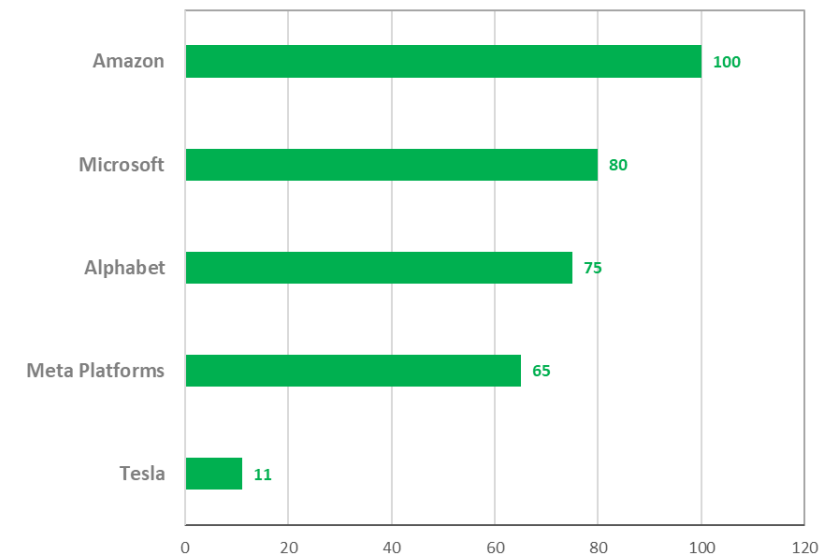
Nyomott értékeltség, növekedési előny Európával szemben, az ukrán béke átértékelődési potenciál.



Technológia: a fundamentumok továbbra is erősek



A Mag7 cégek várt tőkebefektetései 2025-ben (Mrd USD)*



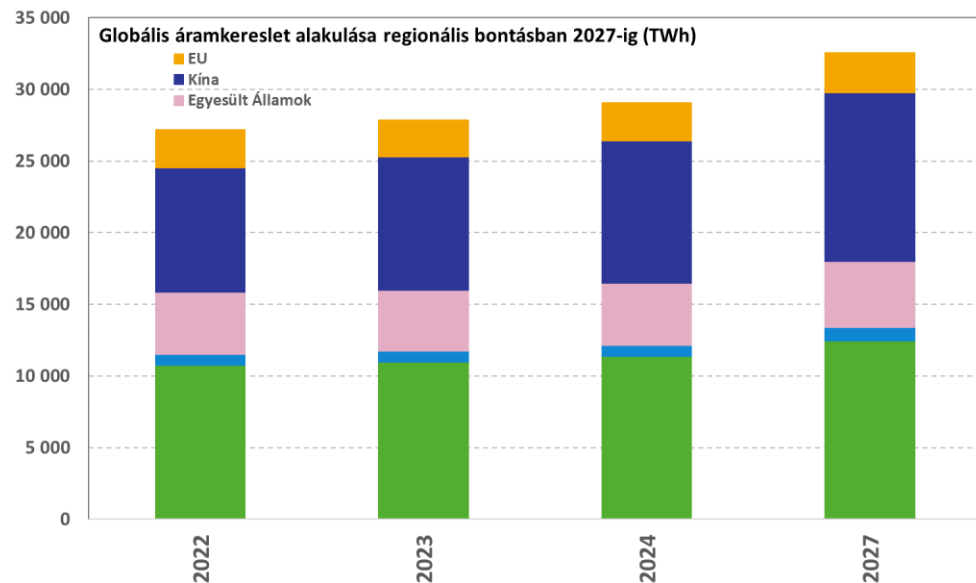
- Az elmúlt két év jelentős emelkedését követően az idei első negyedévben a technológiai szektor alulteljesített. A kínai AI modellek felől érkező hírek megrengették a piacokat és nyomás alá helyezték az amerikai tech cégeket, kikezdve a korábban megkérdőjelezhetetlennek tűnő dominanciájukat az AI területén. Ez azonban a tartós esést nem hozta el, a szektor február közepén történelmi csúcsra emelkedett, ahonnan több mint 10%-os korrekciót láthattunk.
- Az élesedő verseny visszavetheti egyes techcégek várható növekedését, de az olcsóbb AI-megoldások a jövőben nem kevesebb, hanem több aggregált keresletet jelenthetnek pl. a chippek iránt. Ennek oka a Jevons-paradoxon, amely szerint a technológiai fejlődésből eredő hatékonyságnövekedés lehetővé teszi az erőforrások alacsonyabb költséggel történő felhasználását, növelve az összkeresletet, ami így magasabb aggregált erőforrás-felhasználáshoz vezet.
- A szektor fundamentumai egyelőre változatlanul erősek. A várakozások szerint 2025 Q1-ben 14,7%-os (a szektorok közül a 2. legmagasabb), a 2025-ös teljes évben pedig 19,6%-os (a szektorok közül a legmagasabb) profitnövekedést érhet el a szektor. Egyelőre semmi jel nem utal arra, hogy az AI-ba történő beruházások a közeljövőben lassulni fognak. A legnagyobb cégek kitartanak a beruházások mellett, és a várakozások szerint 2025-ben összesen több mint 300 milliárd dollárt költenek majd AI infrastruktúrára.
- Az IT szektor legutóbb 2022-ben teljesítette alul a szélesebb piacot, ami több tényezőnek volt köszönhető. A Fed kamatemelései és a 10 éves hozam gyors emelkedése gyakorolta a legnagyobb hatást, de korábbi problémák is ekkor teljesedtek ki, mint például a COVID alatt történt túlzott expanzió következményei, vagy az ellátási láncok zavarai. Az infláció 2022 júniusában tetőzött az USA-ban, ami kettős nyomást gyakorolt a vállalatokra. A költségoldalon a chiphiány és az ellátási lánc problémák emelték a termelési költségeket, miközben a munkaerőköltségek is megugrottak. A keresletet pedig az infláció következtében csökkenő vásárlóerő fogta vissza. A pandémia alatt megváltozó fogyasztói szokásokra a cégek gyorsan reagáltak, de a tartós keresletet túlbecsülték, amire készletleépítéssel és elbocsátásokkal válaszoltak. Emellett 2022-ben a dollár is erősödött, nyomást gyakorolva a cégek külföldi bevételeire és nyereségére.
- Összehasonlítva az idei évet 2022-vel, több különbséget is láthatunk. Jelenleg kis eséllyel számíthatunk kamatemelésre, vagy tartós hozamemelkedésre, miközben úgy tűnik, hogy az inflációs nyomás is hiányzik. Sok fog múlni a közelgő jelentési szezonon, mert az itt adott vállalati iránymutatások érdemben befolyásolhatják a profitvárakozásokat és tőkeberuházási célokat. Ez hordozza most a legnagyobb kockázatot.

Összességében nem gondoljuk, hogy fel kéne adnunk a technológia iránti kitettségünket, mivel az erős fundamentumok és a támogató hosszú távú megatrend még továbbra is vonzóvá teszi a szektort.

*Az Nvidia nem említett beruházási célt a jelentésekor, ahogy az Apple sem, de az iPhone-gyártó 500 milliárd dolláros beruházással számol a következő 4 évben.



Közműcégek: kiárazódott az AI lelkesedés

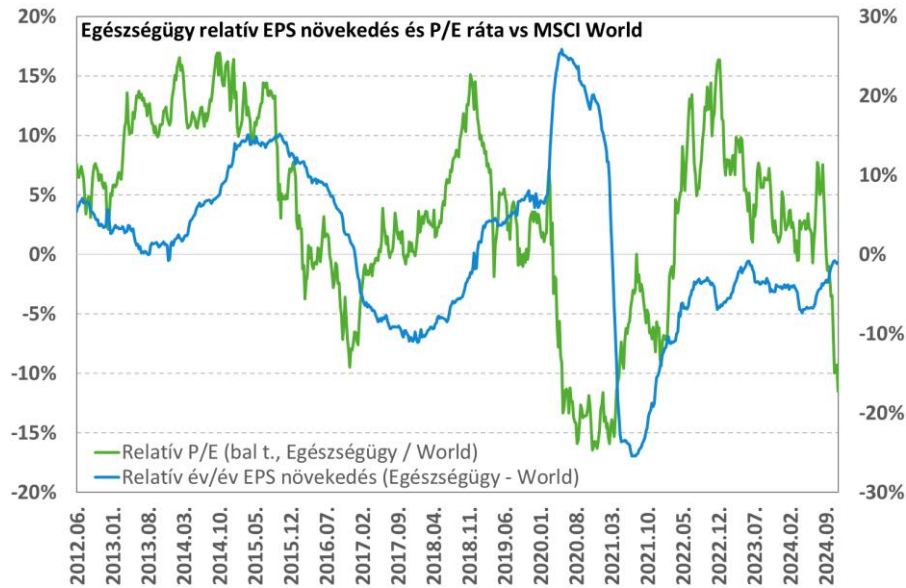


- A Nemzetközi Energiaügynökség egy friss elemzése szerint a globális áramfogyasztás növekedése 2025-2027 között évek óta az egyik legmagasabb lehet. Ebben többek között szerepet játszik a növekvő ipari termelés, a légkondicionálók terjedése, az elektrifikációs trendek és az adatközpontok bővülése is. A növekedés nagy részét a fejlődő országok adhatják majd, de a fejlett országok esetében is pozitív változások látszanak. Ez különösen azért fontos fejlemény, mert az elmúlt 15 évben a fejlett országokban alapvetően stagnált az áramfogyasztás.
- Az Egyesült Államokban például, amely Kína után a világ második legnagyobb áramfogyasztója évente 2%-kal nőhet a kereslet 2027-ig. Ebben az esetben a kereslet növekedése a háztartások igényéhez, adatközpontokhoz, elektromos autókhoz és az ipari szektorhoz kapcsolódik. Az EU-ban az áramfogyasztási kilátások ugyanakkor némileg bizonytalanabbak.
- Egyes amerikai közműcégek esetében jelentős árfolyamesést okozott az olcsóbb kínai DeepSeek AI megjelenése, mivel a befektetők valószínűleg attól tartottak, hogy ez esetleg az adatközpontokkal kapcsolatos áramfogyasztási igényeket csökkentheti a jövőben. Ez azonban kérdéses, hiszen az olcsóbb AI modellek akár szélesebb körű elterjedést is hozhatnak, ami szintén növelheti az ezzel kapcsolatos energiaigényeket.
- További érdekes fejlemény az Egyesült Államok kapcsán, hogy Donald Trump nem régen azt nyilatkozta, hogy felhatalmazza kormányát a széntermelés növelésére és korábban Chris Wright energetikai miniszter is jelezte, hogy megfékezne a meglévő szénterőművek bezárását. Ez ugyan nem mondható újdonságnak a korábbi politikai nyilatkozatok alapján, de megerősíti azt a feltételezést, hogy a gáz- és széntüzelésű kapacitásokkal rendelkező közművek számára kényelmesebb maradhat a terep a következő években.

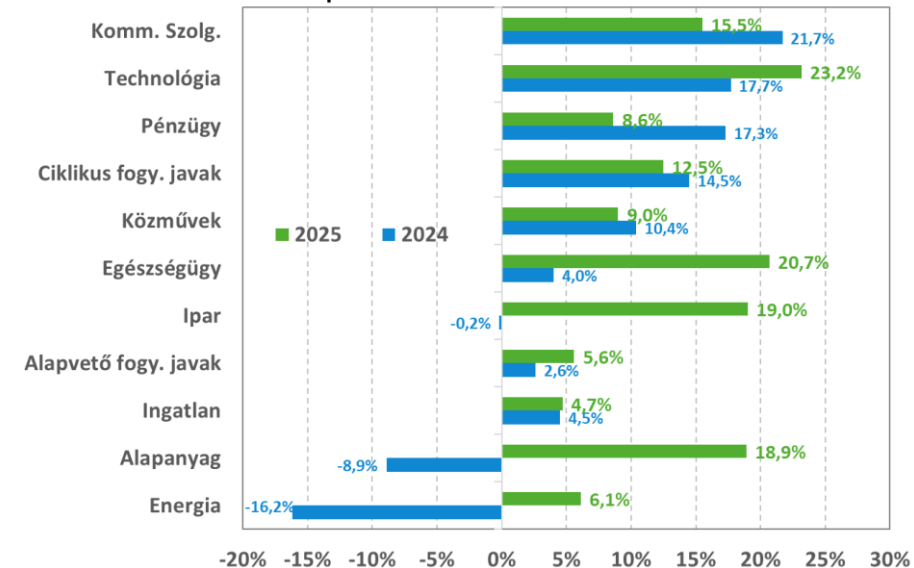
Azok a közműcégek, akik több vasat tartanak a tűzben (földgáz, szén, atomenergia, vízenergia, megújulók stb.) így jobb helyzetben lehetnek, de ez a politikai és szabályozói környezettől is függ. Összességében a szektor felülteljesítését várjuk 2025-ben, közműcégek tartása így ajánlott.



Egészségügy: meggyőző profitkilátások



S&P 500 szektorok szerinti profitnövekedési várakozás



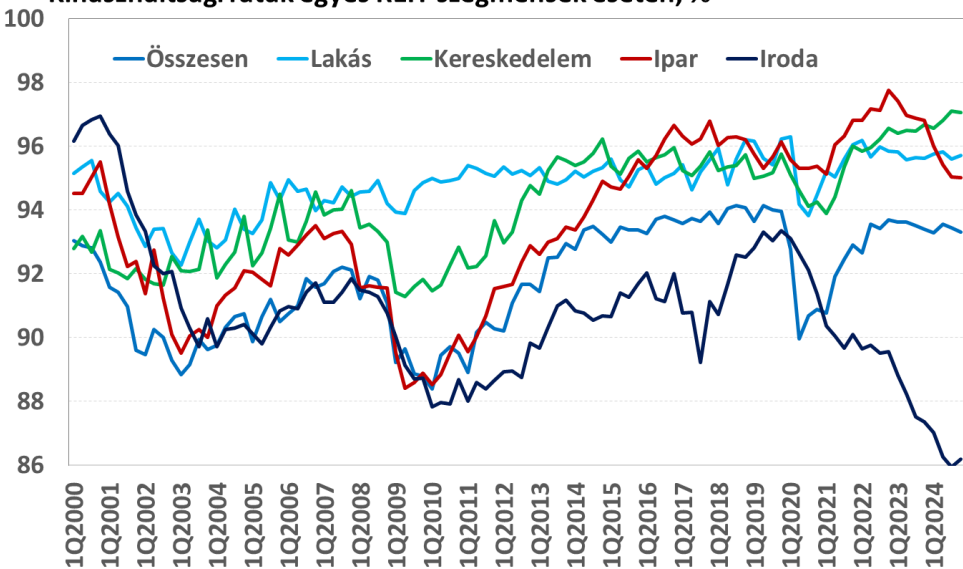
- Az egészségügyi szektor 2025 elején relatív erőt mutatott az S&P500-hoz képest, lezárva ezzel egy hároméves alulteljesítési időszakot. A szektor nyomás alatt volt, amikor Trump bejelentette, hogy Robert F. Kennedy Jr.-t jelöli az egészségügyi miniszter posztra. A narratíva az volt, hogy Kennedy fel fog lépni a nagy gyógyszergyártókkal szemben, és az új kormányzat alatt a szabályozási környezet negatívan fog változni.
- Úgy néz ki azonban, hogy RFK keze meg lesz kötve, és nehezen elképzelhető, hogy intézkedéseivel hátráltatni tudja az innovációt és új gyógyszerek bevezetését. Például Martin Makary-t jelölik az FDA új vezetőjének, aki egy nagy tekintélyű orvos, és akinek kinevezését a piac széleskörűen üdvözölte. Ráadásul szenátusi meghallgatása során Kennedy megragadta az alkalmat, hogy elhatárolódjon az oltásellenes mozgalomtól, és szorgalmazta a HIV-vírus kezelés támogatását, ami szintén pozitív fejlemény volt. Emellett vélhetően korlátozott lesz majd a befolyása a gyógyszer-árképzési mechanizmusok megváltoztatása felett is.
- Az egészségügyi szektor értékeltsége vonzó, emellé pedig komoly profitbővülés várható. A 2025 Q1-es időszakra az összes szektor közül a legmagasabb eredménynövekedést érheti el a szektor (+35,5%), de a teljes 2025-ös évre is a második legmagasabb érték várható (18,3%). A hosszú távú kilátások továbbra is kedvezőek, amit olyan tényezők támogatnak, mint a népesség előregedése, a megnövekedett élettartam és az egészségügyi kiadások emelkedése. Ráadásul a meglévő problémák (gyógyszeres) kezeléséről egyre inkább áttevődik a hangsúly a megelőzésre, így a hagyományos gyógyszercegek mellett más, innovatív vállalatok is profitálhatnak ebből (pl. Medical Technology).
- Az AI 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, és egyre szélesebb körben elterjedhet a személyre szabott gyógyászat, pontosabbá válhat a diagnosztika. Az egészségügyben magas a munkaerőköltség aránya, és elemzések szerint a szektorban technológiai területen dolgozók feladatainak több mint 50%-át hosszú távon kiválthatja az AI, ami összességében csökkenő költségeket jelenthet.

Fenntartjuk felülsúlyozási ajánlásunkat az egészségügyi szektorra, a hosszú távú strukturális támogató trendekben nem látunk változást, a profitkilátások pedig már rövid távon is kedvezőek.

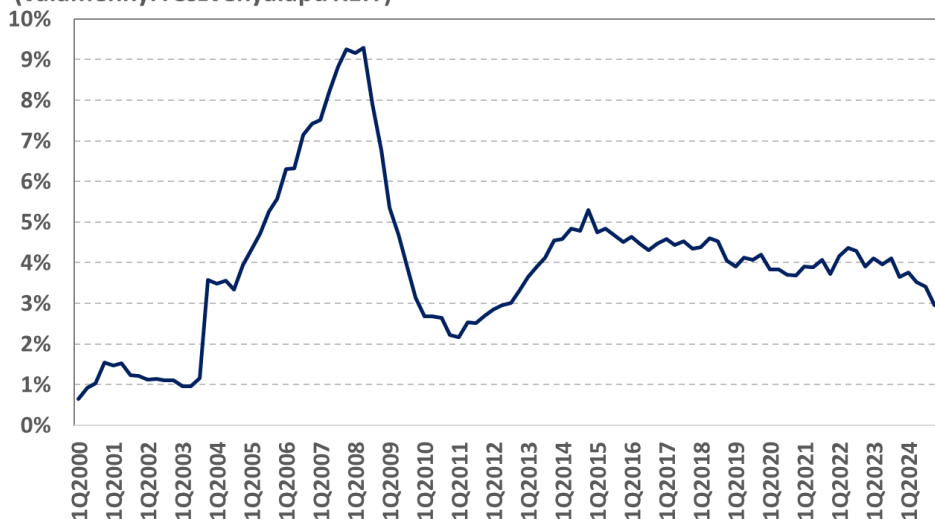


Ingatlan: egy puha landolásra való kitettség a portfóliókban

Kihasználtsági ráták egyes REIT szegmensek esetén, %



Ingatlanfejlesztés / teljes ingatlanállomány
(valamennyi részvényalapú REIT)

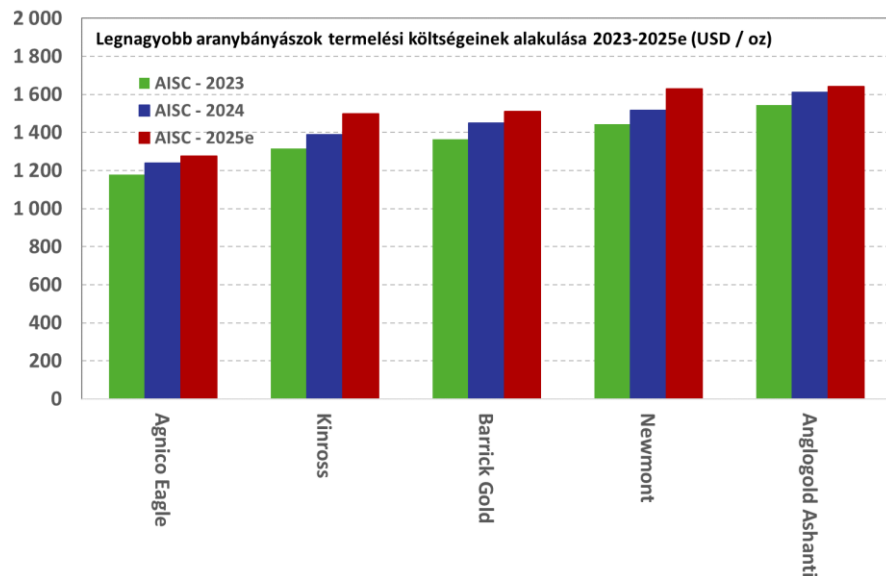
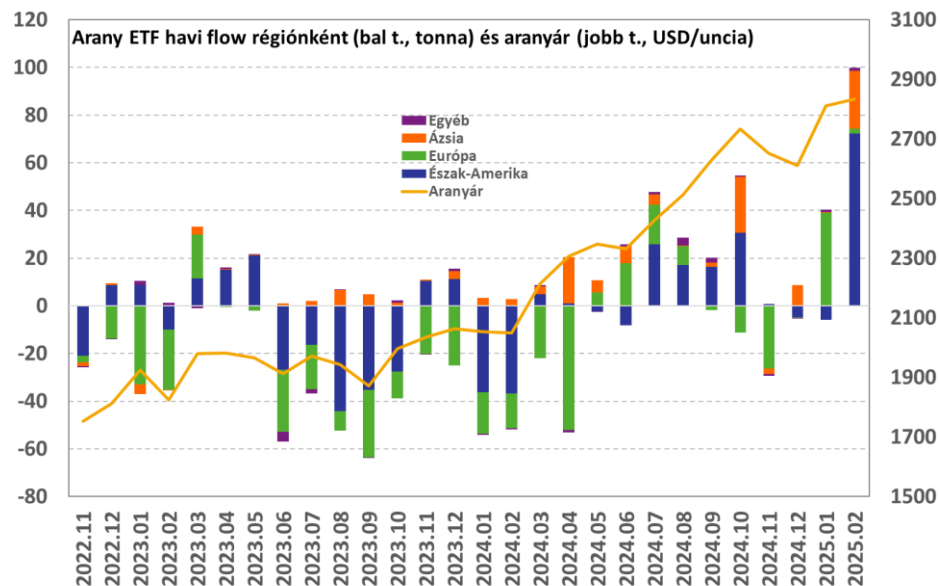


- A REIT szegmens továbbra is olyan környezetben tud leginkább eredményes portfólió diverzifikációs elemként működni, amelyben a gazdasági növekedés pozitív, de nem túl erős, így a kamatok csökkenő pályán mozoghatnak. A növekedési kilátások romlásával az USA-ban közelebb kerültünk ehhez a helyzethez, makrooldalról látunk esélyt arra, hogy a tízéves kötvényhozam tovább csökkenjen. Európában azonban a védelmi és infrastrukturális kiadások várható növekedése a hozamcsökkenési pályát illetően kockázatokat jelent.
- Amennyiben az erős recessziós kimenetelt sikerül elkerülni, úgy az amerikai REIT-ek fundamentális szempontból erősnek tűnnek, a működési eredménytermelés új csúcsra emelkedett, ráadásul a kihasználtsági ráták 93%-os szintje is magasnak mondható. A részszegek közül az iroda kihasználtságának csökkenő trendje megállt, és kisebb fordulat is következhet, látva hogy egyre több vállalat hívja vissza személyes jelenlétre a munkavállalókat. Az ipari ingatlanoknál a nagyobb számú átadásnak köszönhető többletkínálat okozta az üresedés emelkedését az utóbbi években, de ezt előretekintve az egészséges keresletnek köszönhetően elkezdheti felszívni a piac. Összességében a fejlesztés alatt álló projektek összes eszközhoz mért aránya új, több mint tízéves mélypontra csökkent, vagyis a magasabb kamat és fejlesztési költségek miatt gyengülő fejlesztési aktivitás a kínálati oldalon is hamarosan elkezdheti éreztetni hatásait, hátszelet adva a bérleti díjaknak és kihasználtsági szinteknek.
- A szektor mostanra igen nyomott árazáson forog relatíve a piac többi részéhez képest, vagyis ha a tízéves kötvényhozamok a mostani szintről tovább tudnának csökkenni, az elhozhatná a szektor relatív felülteljesítését a piac többi részéhez képest. A magas és stabil osztalékfizetés (4% feletti hozam az USA-ban) is elsősorban akkor tud a szektor mellett erős szempontként szolgálni, ha a stabil készpénztermelés mellett (ami adottnak és egyelőre fenntarthatónak tűnik jelenleg), a kockázatmentes hozamok is csökkennek. Annyi mindenesetre a REIT-ek mellett szólhat a tőkepiacon kívüli ingatlanbefektetésekhez képest, hogy előbbiek esetén már megtörtént a magasabb kötvényhozamok miatti átárazódási folyamat, utóbbiaknál még látszanak ezzel kapcsolatban kockázatok.

A REIT-ek továbbra is egy relatíve alulpozicionált és olcsónak mondható piaci szegmens, ami elsősorban egy amerikai gazdasági puha landolásból és a kamatkörnyezet csökkenéséből tudna profitálni.



Arany: erős befektetői érdeklődés, továbbra is kedvező kilátások

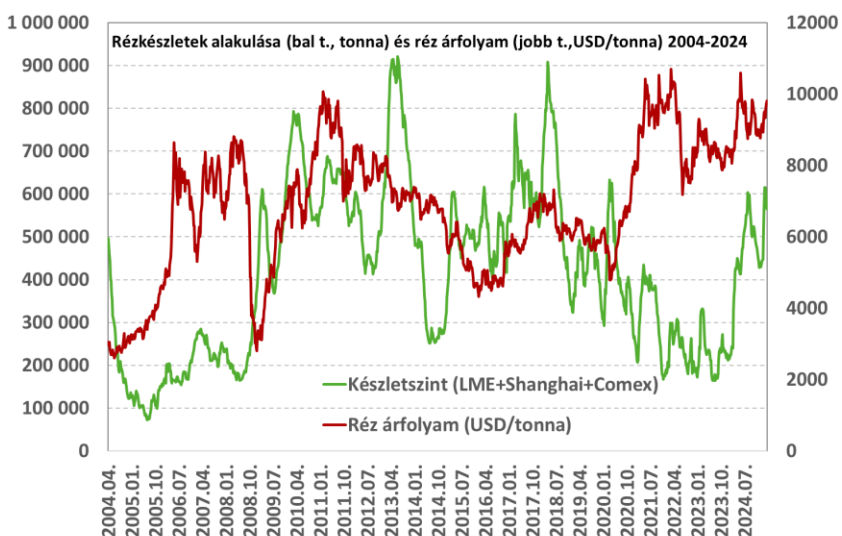


- A tavalyi emelkedést követően idén is jól szerepel az arany, amely év eleje óta mintegy 15%-kal került feljebb, év/év alapon pedig 40%-kal és ezzel új rekordszintet ért el 3000 dollár felett. A hosszabb távú kilátások továbbra is kedvezőnek tűnnek.
- A tavalyi év ismét erősen sikeredett a jegybanki aranyvásárlások tekintetében, amely végül 1045 tonna volt és gyakorlatilag megegyezik a 2023-as kereslettel. A legnagyobb vásárló 2024-ben a lengyel jegybank volt (+90 tonna), de Törökország (+75t), India (+73t) és Kína (+44t) is meglehetősen aktív volt. A közép-kelet-európai régióban egyébként Csehország és Magyarország is nagyobb tételben vett még aranyat. A jegybanki aktivitás januárban is folytatódott.
- A tavaly novemberi kiáramlást követően az elmúlt hónapokban ismét beáramlás figyelhető meg, a februári kereslet ráadásul 2022. márciusa óta a legnagyobb volt. Regionális eloszlást tekintve elsősorban az észak-amerikai befektetők voltak aktívak, de jelentős az európai és ázsiai kereslet is. Természetesen elképzelhető, hogy a nagyobb beáramlások után jön majd esetleg egy szünet, de az ETF-ek arany állománya historikus értelemben még mindig mintegy 14%-kal alacsonyabb a mindenkori csúcsokhoz képest.
- A dollár január óta alapvetően lefelé tendált, ami hagyományosan kedvező a nyersanyagok, így az arany számára is. Emellett a Trump-kormányzat vámpolitikája is növelte a bizonytalanságot az elmúlt időszakban.
- Érdemes kitérni az aranybányákra is, ahol az elmúlt időszakban tovább emelkedtek a kitermelési költségek. Az Arany Világtanács adatai alapján a tavalyi harmadik negyedév végére az átlagos kitermelési költség (AISC) 9%-kal 1456 dollár / unciára emelkedett éves alapon. Ettől függetlenül például az aranybányákat tömörítő VanEck Gold Miners ETF (GDX) mintegy 30%-kal került feljebb év eleje óta, bár nyilván jelentős a fluktuáció az egyes vállalatok teljesítményét illetően.

Az arany kilátása rövid távon kissé bizonytalan az idei emelkedés után, némi profitrealizálás vagy lassuló tőkeáramlás elképzelhető. Ettől függetlenül a hosszabb kép kedvező, a jegybanki kereslet élénk és szignifikáns a befektetői érdeklődés. Részünkről elsősorban aranybánya kitettséget javasunk, míg ezüstöt csak azoknak, akik spekulatívabb eszközt keresnek.

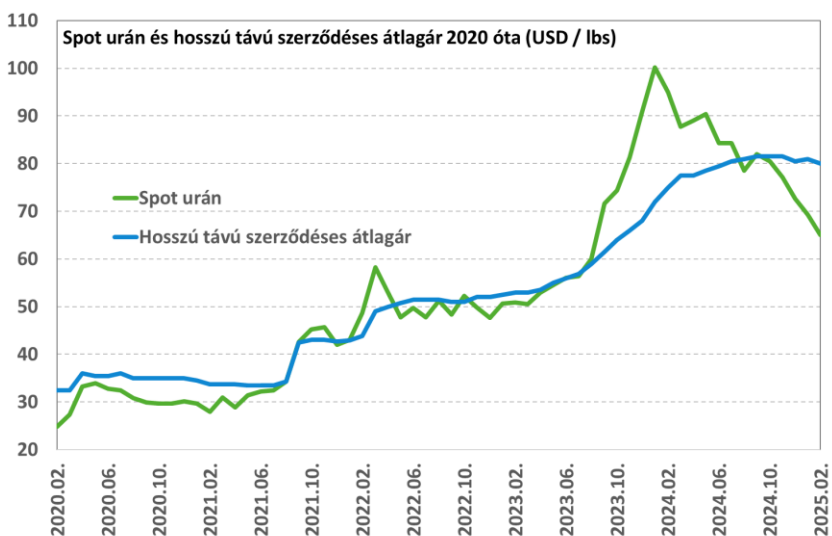


Bányák: kiváló éve van a réznek, az uránnak viszont nem igazán



- Egyelőre az egyik legjobban teljesítő nyersanyag a **réz** az idei évben, év eleje óta közel 30%-kal került feljebb az árfolyam és a mindenkori csúcsok közelében van. Itt azonban fontos megjegyezni, hogy ez az amerikai árutőzsdén (Comex) jegyzett árazásra vonatkozik, amelyre hatással voltak a Trump-kormányzat vámokkal kapcsolatos bejelentései. Ennek köszönhetően az amerikai árazás több mint 10%-os prémiummal forog például a londonihoz képest. Az Egyesült Államok a globális réztermelés 5%-át adja, de a felhasználás szempontjából nem mondható önellátónak, a hazai fogyasztás felét importálja, a legnagyobb mennyiségben Chiléből. Egy rézre kivetett vám (vizsgálat alatt) célja a belföldi termelés felfuttatása lenne, ám ebben jelentős változást rövid távon nehéz elképzelni.
- A kínai statisztikai hivatal adatai szerint az év első két hónapjában emelkedett az ipari termelés (+5,9% év/év), elsősorban a berendezések és magas technológiájú eszközök gyártása volt erős. Emellett növekedés volt a szolgáltató szektorban és a kiskereskedelemben is. Az ingatlanszektor továbbra is gyenge, de itt is vannak javulásra utaló adatok. Ezek az adatok mindenképpen pozitívak a réz számára, hiszen Kína a legnagyobb fogyasztó. Érdekes kontraszt első ránézésre, hogy az emelkedő rézárak ellenére a rézbányászok árfolyama mondhatni lentebb ragadt. Ez részben annak köszönhető, hogy az amerikai rézárak ugrottak meg a vámok miatt, míg máshol mérsékeltebb volt az emelkedés.

Ipari fémként a réz érzékeny a gazdasági környezet változásaira, ugyanakkor a gyenge ellátási lánc és a javuló kínai gazdasági adatok hatására emelkedett a réz árfolyama az elmúlt időszakban. Továbbra is kedveljük a szektort, érdemes lehet rézbánya kitettséget is tartani.

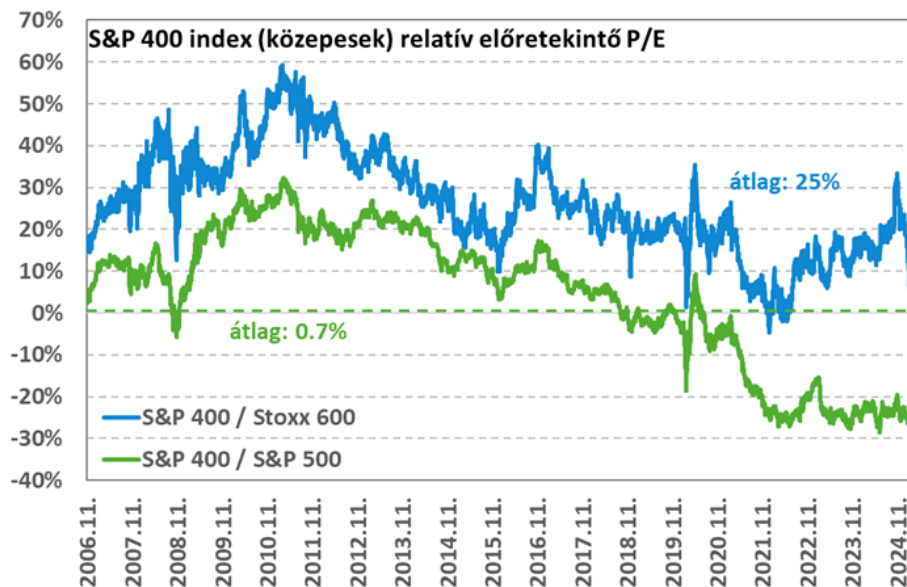


- Jelentős áresésen van túl az **urán**, amely tavaly januárban még 100 dollár felett is járt, ám jelenleg 65 dollár körül mozog. Ez azonban csak a spot piacra vonatkozik, mivel a hosszú távú szerződések piacán nem történt ilyen drámai változás, ott továbbra is több éves csúcsok közelében tartózkodik az árfolyam. Ez azért fontos, mivel az uránpiaci forgalom több mint 70%-a a hosszú távú piacon zajlott 2024-ben. Azt ugyanakkor meg kell jegyezni, hogy éves szinten a teljes forgalom (spot + hosszú) 24%-kal csökkent, ám itt is erős a fluktuáció a reaktorok igényei és spekulatív kereslettől függően.
- A hosszú távú fundamentumok továbbra is erősek, a keresleti oldal stabil, és hosszú távon várhatóan további növekedés jön (új reaktoroknak és meglevők újraindításának köszönhetően), miközben a kínálat egyelőre nem javul ehhez megfelelő mértékben. Jelentős mennyiségű zöldmezős beruházás került jelentősebb csúszásba.

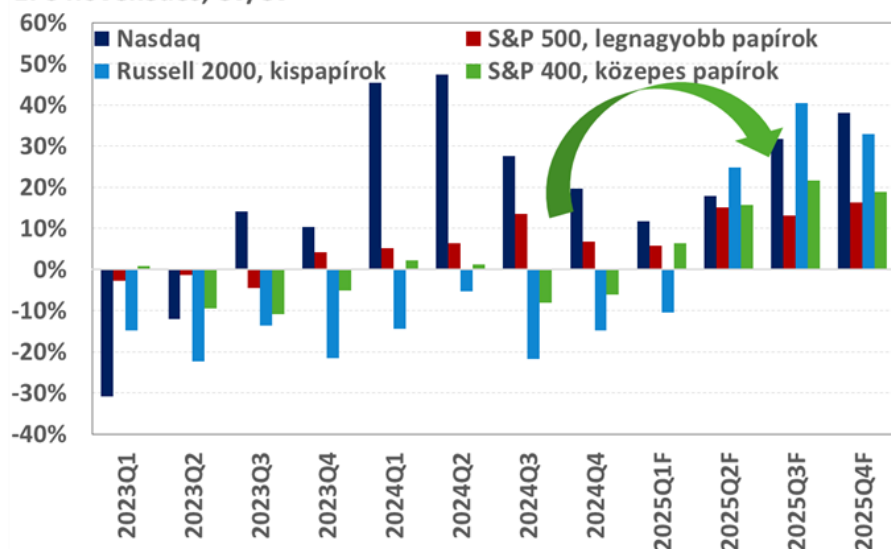
Az urán piacán továbbra is a vártnál hosszabb ideig maradhat a strukturális deficit, a kínálati oldal gyenge, számos zöldmezős beruházás jelentős csúszásban van és a hosszú távú szerződéses árak több éves csúcsok közelében maradtak a spot árak esése ellenére. Hosszabb távra továbbra is javasunk uránbánya kitettséget.



USA Közepesek: a „Trump trade” elhalasztva, de nem törölve



EPS növekedés, év/év

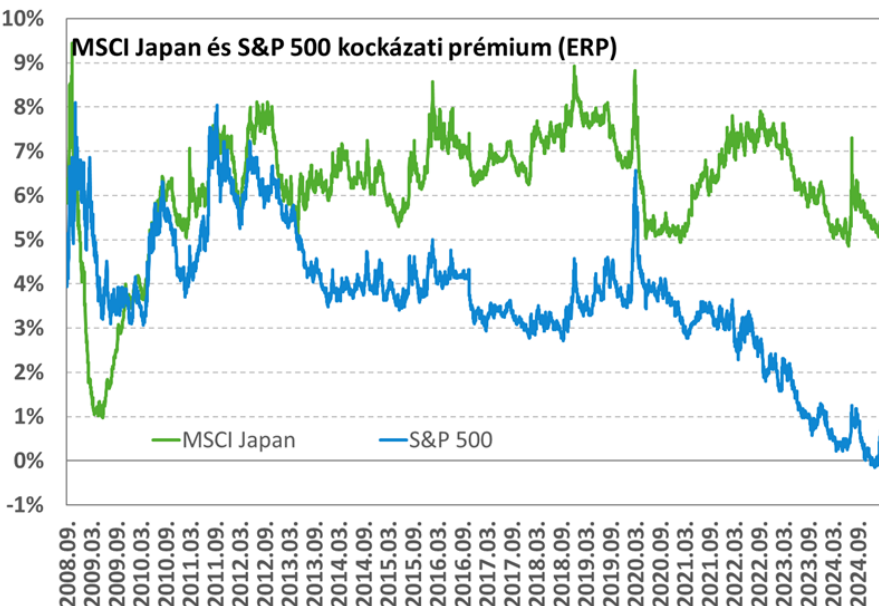


- Az elmúlt hónapok amerikai korrekciója a közepes részvénytőrségi szegmensben (S&P 400 index) is csökkenő mozgást hozott. Rövid távon a Trump kormányzat ciklus elejére időzített, részvénytőrségi szempontból negatív lépései és az amerikai gazdaság lassulása, a recessziós valószínűség emelkedése egyaránt lefele mutató kockázatot jelentenek, a következő pár negyedévben várható volatilibb időszakon túl, hosszabb távon azonban továbbra is látunk lehetőséget a közepes méretű szegmensben.
- A Trump-politikával kapcsolatosan korábban is kérdőjelek övezték, hogy vajon a kampányban ígért lépéseket milyen időzítéssel valósítja meg. Vagyis azt gondoljuk, hogy a közepes részvénytőrségi szegmens számára kedvező adócsökkentések, valamint deregulációs intézkedések nem lekerültek a napirendről, csak időben várhatóan később érkeznek. Bár a vámháborús kockázatok erősödtek, a közepes méretű vállalatok sokkal inkább belső piacra termelnek, emiatt a kitétséjük/kockázatuk ilyen szempontból kisebb, mint az S&P 500 vállalatok esetén. Az eddigi nyilatkozatok alapján az új vezetés számára fontos, hogy a hosszú kötvénytőrségi hozamokat lefele nyomja, ennek megvalósulása kedvezően hatna a szegmensre, persze ha ezt recessziós gazdasági kimenetel által érjük el, az a kedvező hatást kioltja.
- Miközben az amerikai részvénytőrségi piac egésze továbbra is drága, a közepes szegmens 15 alatti P/E ráta mellett forog, ez egyrészt 10%-kal alulmúlja a saját historikus átlagot, az S&P 500 indexhez képest pedig 26%-os diszkontot jelent, ami az elmúlt években látott mélypont közeli, érdemben elmaradva a hosszú távú átlagtól, ami a főindex-szel azonos árazási szintet jelent. Összességében tehát egyáltalán nem látszik az az árazási oldali túlhevülés, amit a piac egésze vagy más részei esetében megfigyelhetünk. Sőt, mostanra a közepes amerikai részszegmens már hasonló árazás mellett forog, mint az elmúlt hónapokban nagyot emelkedő európai részvénytőrségi piac, legutóbb 2022-ben lehetett hasonlóat megfigyelni (átlagosan ugyanis 20% körüli szokott lenni az árazási prémium Európával szemben).
- A közepes méretű vállalatok eladósodottsága továbbra is komfortos szinteken mozog, látható megtérülési számok mellett, ráadásul a profitnövekedési oldal is egészséges és javuló képet fest. Miközben az elmúlt évben a profitokban 3% körüli éves visszaesést lehetett látni, ez a várakozások szerint 15%-os növekedésre javulhat az idei évben, vagyis míg eddig a szegmens profitdinamikája alulteljesítette az S&P 500-at, előretekinthetően elkezdhet felülteljesítővé válni, érdemben meghaladva az európai profitdinamikát is.

Egyáltalán nem látszik árazási oldali túlhevülés, már az európai piachoz képest is vonzó értékeltségeken forog a közepes részvénytőrségi szegmens, miközben a profitnövekedési kép idén várhatóan sokat javul. Rövid távon a Trump-kockázatok még nyomás alatt tarthatják, hosszú távon azonban látunk benne értéket.



Japán: a vállalati reformoknak meglesznek a gyümölcsei

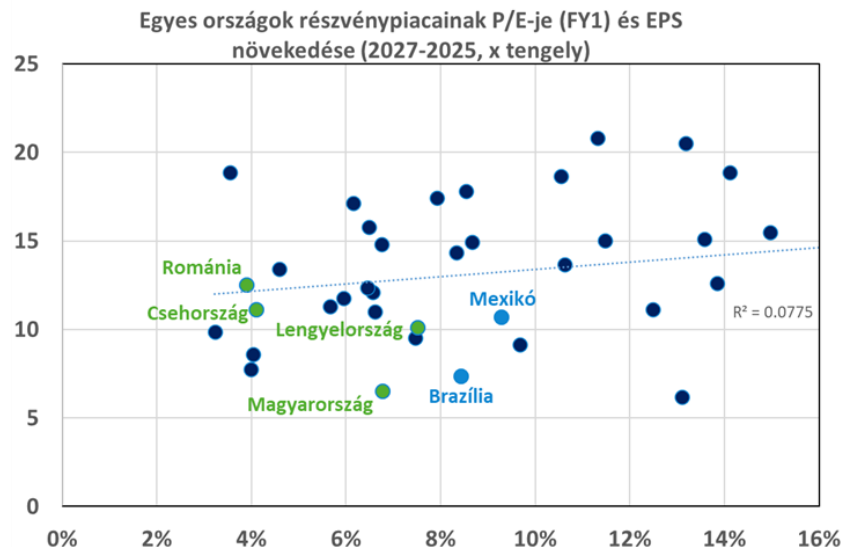


- A japán befektetési sztori röviden a következő: az ország szakított a 30 éven át tartó deflációs helyzettel, a bérek emelkednek, a gazdaság növekszik, miközben vállalati reformokat hajtanak végre, ami növeli a részvényesi értéket. Más fejlett régiókhöz képest a helyi részvénytőzsdén vonzó értékeltségen forog, a külföldi befektetők (a Berkshire idén tovább növelte japán befektetéseit) mellett a lakosság is növeli kitettségét (vannak kamatok és növekedés, az adókedvezményekkel ellátott befektetési számla is népszerű).
- Haladnak a vállalati reformok is, ami 2024-ben a saját részvény vásárlások jelentős növekedéséhez vezetett. Számos cég továbbra is jelentős készpénzt halmoz a mérlegeiben, számukra továbbra is ösztönzőleg hathat, hogy a minőség javítása érdekében tavaly 94 vállalatot töröltek a tőzsdéről, ami 2013 óta a legmagasabb szám. A részvényesi visszajuttatások növelése egy könnyen befutható, részvényesi értéket növelő lépés volt az elmúlt években, amivel sokan éltek már, így előre tekintve ilyen tekintetben már szűkülhet a piaci hajtóerő. Egyre több esetben látni viszont, hogy itt nem állnak meg a nagyvállalatok, elindultak olyan átszervezési folyamatok (igazgatóságok átalakítása, költségek csökkentése, bonyolult struktúrák egyszerűsítése, üzletágak leválasztása, kereszttulajdonlások megszüntetése), amik hosszabb távon is értékkeremtő potenciált jelenthetnek, hiszen a japán vállalatok megtérülési mutatói még mindig elmaradnak az amerikai vagy európai társakhoz képest.
- Az előretekintő P/E ráta (14,5) a hosszú távú átlagos szintekre jött vissza, az USA piachoz képest így 30%-os az árazási diszkont, ez historikusan jelentős. Bár a japán tízéves hozam 45bp-tal emelkedett idén, a részvénytőzsdén kockázati prémium még így is 5,1%-os, ami érdemben meghaladja az amerikai (0,7%), vagy európai (3,8%) szintet. A profitdinamika kedvező, az egy éves előretekintő profitvárakozás új csúcsra emelkedett, ez hátszél a részvénytőzsde számára, ezzel a japán piac hozza az amerikai szintet. A piacon ráadásul hasonlóan felülreprezentáltak a hosszútávú növekedés motorjaként emlegetett, technológiai szektorban és robotikában/automatizálásban érdekelt ipari vállalatok.
- A júliusi választások nem jelentenek érdemi kockázatot, gazdasági tekintetben egyik nagy pártnak sincs nagyon eltérő álláspontja. Leginkább az amerikai vámok és a ciklusokra való érzékenység jelent kockázatot, de a jen túlzott erősödése is, amit a fedezetlen kitettségek vállalása némiképp ellensúlyozhat.

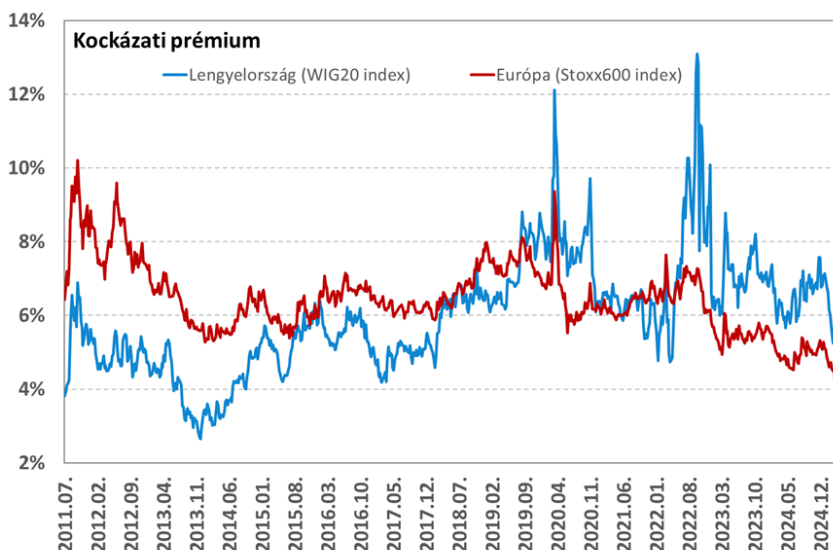
Japán maga mögött hagyhatta a 30 éves a gazdaságot nyomasztó deflációs időszakot, mellyel párhuzamosan olyan vállalati reformok zajlanak, melyek csak tovább növelhetik a fejlett országokon belül kedvező értékeltséggel bíró japán piac vonzalmát a külföldi befektetők, és a hazai lakosság számára.



LatAm: sok rossz be van árazva, a katalizátorok egyelőre hiányoznak



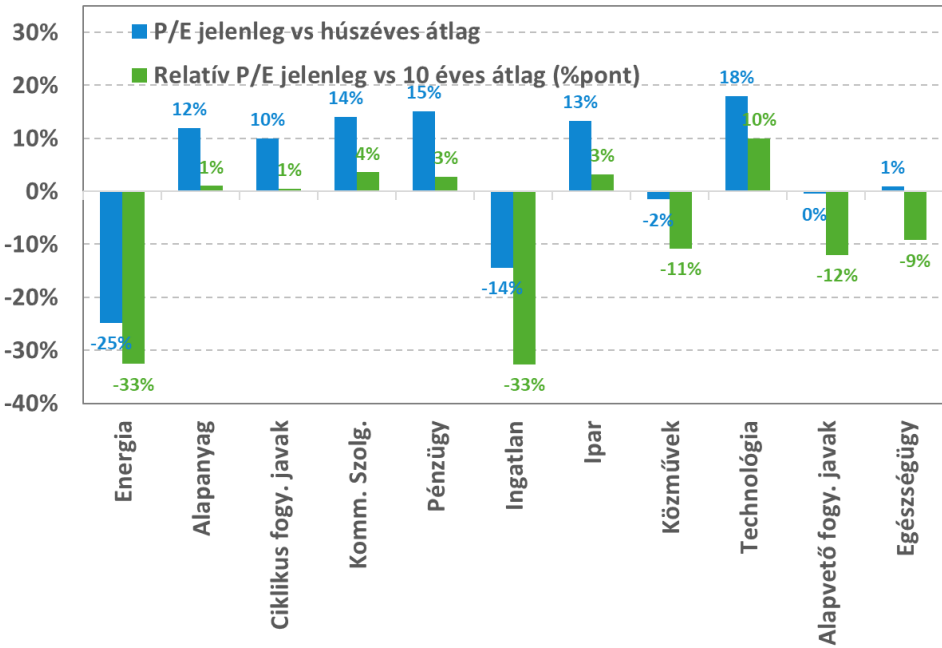
Lengyelország: sokat emelkedett idén, de még így is vonzó



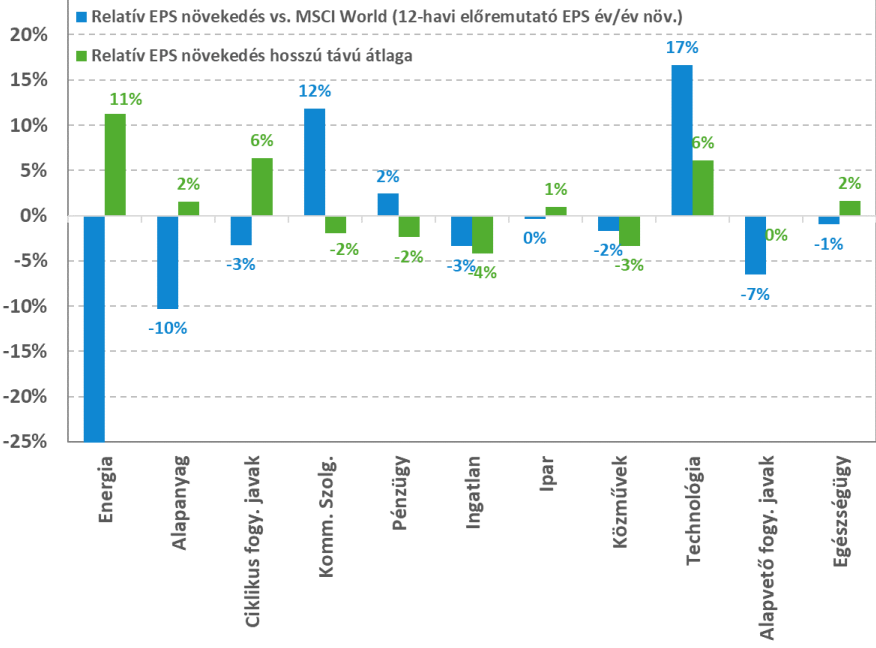
- A választások miatti költségvetési költségek által hajtott 2024-es évet követően idén várhatóan lassulni fog a mexikói gazdaság. A legnagyobb kockázatot az amerikai vámfenygetések jelentik, ez az ország exportjának kétharmadát érintheti, ami a GDP harmadára rúgó mennyiség. Amennyiben az USA fenntartja – az április 2-ig felfüggesztett – 25%-os vámokat, az jelentős piacvesztést hozhatna, amit Mexikó teljes egészében nehezen tudna máshonnan pótolni. Ez komoly recessziós kockázat, ahogy rövid távon a kiszámíthatatlanság is negatívan hat a beruházásokon keresztül. Ezt részben viszont már árazzák a helyi tőkepiacok, miközben látunk arra esélyt, hogy a mexikói termékekre nem alkalmaznak majd tartósan magas vámokat.
- A 2026-os választások előtt a brazil elnök Lula népszerűségvesztése miatti egyre populistább irányba tolódó kormányzati intézkedések, az emiatt lazuló fiskális fegyelem, a gyengülő reál és vártnál magasabb infláció hatására ismét 14% fölé emelt alapkamat érdemben lassítani kezdi a gazdaságot az idei évben. A globálisan is kiemelkedőnek számító reálkamatok ellenére is elkerülhetőnek tűnik azonban idén a recesszió, miközben a brazil globálisan továbbra is az egyik legolcsóbb részvénytőzsi. Sok rossz be van árazva, igaz egyelőre erős katalizátorok is hiányoznak, a kínai stimulusok áttételesen pozitív hatásai tölthetnek be egyelőre ilyen szerepet, a magas kamatok dezinflációs hatásai és a választások miatti költségek múlása várhatóan később, 2026-ban segíthetne.

- A lengyel befektetési sztori dióhéjban: A lengyel gazdaság az európaiat meghaladó ütemben bővül, amit az EU-s forrásokhoz való hozzáférés is segít, a GDP tavalyi 2,9%-os növekedésével felülmúlta a CEE régió országait is, idén ennél is gyorsabb ütemben bővíthet. A katonai kiadások a GDP arányában már eddig is kiemelkedőek voltak európai szinten, az orosz-ukrán békekötés lehetősége további felértékelődési potenciált jelenthetne a továbbra is diszkonton forgó piacnak, ráadásul a lengyel vállalatok egy esetleges későbbi ukrán újjáépítési folyamatban is közreműködők lehetnek, a piac egészére a befektetők egy újjáépítési sztoriként is tekintenének.
- A lengyel részvénytőzsi idén kiemelkedő teljesítményt mutatott, az orosz-ukrán békekötés látótávolságba kerülésével az előretekinő P/E (MSCI Poland) 9-es szintre emelkedett, de ez még így is egy szórásnyival alulmúlja a hosszú távú átlagot. A kockázati prémium szűkült, de továbbra is az európaiat felülmúló 5%-os szinteken áll. Az európai és a feltörekvő piacok mindegyikéhez képest továbbra is 40%-os az árazási diszkont, szemben az átlagosnak számító 12-15%-kal. Ezt továbbra is indokolatlanul alacsony árazásnak tartjuk úgy, hogy közben a lengyel piac profitnövekedése 10-15%-ponttal magasabb. Fontos katalizátort jelenthet az orosz-ukrán háború lezárásán túl a májusi lengyel elnökválasztás, ahol a kormányzó erőket jelöltje tűnik esélyesnek, ami (a vétőzások elmaradásával) a kormányprogram előrevitelében is meghatározó lenne.

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



Relatív EPS növekedés vs a hosszú távú átlag



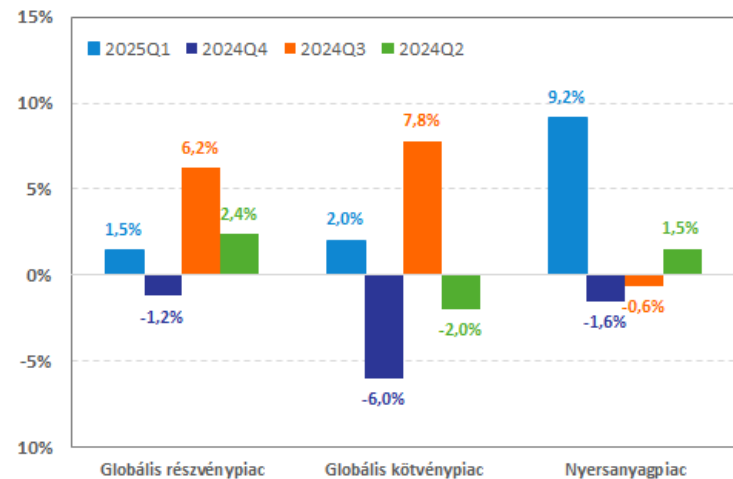
Sorrend bizonyos faktorok alapján, 1 legjobb, 11 legrosszabb

S&P 500	Értékelt ség	Méret	Béta	Momen tum	Profitab ilitás	Minőség	Összese n
Energia	1	5	4	10	9	7	4
Alapanyag	5	3	5	9	7	4	8
Ipar	9	4	8	7	6	3	7
Pénzügy	4	7	6	2	8	9	5
Ciklikus fogy. javak	10	9	10	3	4	1	10
Alapvető fogy. Javak	8	8	1	6	3	2	1
Egészségügy	6	6	3	11	5	6	6
Technológia	11	10	11	5	1	5	9
Komm. Szolgáltatások	3	11	9	1	2	8	3
Ingatlan	7	1	7	8	11	10	11
Közmű	2	2	2	4	10	11	2

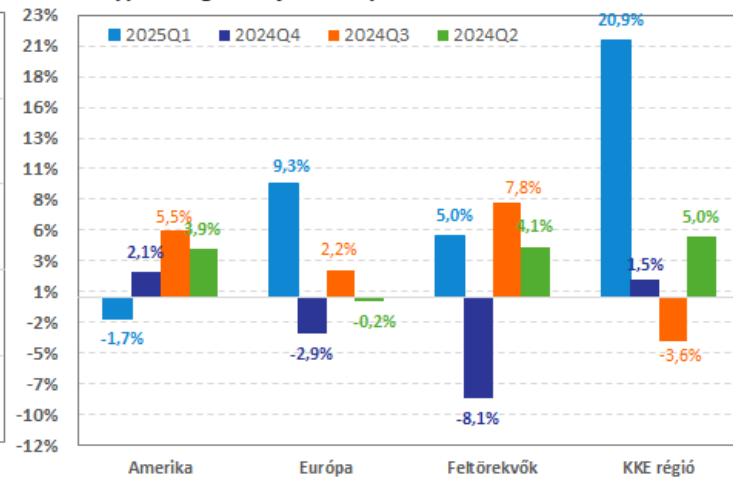
Stoxx 600	Értékelt ség	Méret	Béta	Momen tum	Profitab ilitás	Minőség	Összese n
Energia	1	9	2	9	7	2	1
Alapanyag	7	4	9	10	8	4	7
Ipar	8	6	8	3	4	6	6
Pénzügy	3	7	7	1	10	11	9
Ciklikus fogy. javak	9	8	11	7	5	5	10
Alapvető fogy. Javak	6	5	3	11	2	1	4
Egészségügy	10	11	6	6	1	3	8
Technológia	11	10	10	4	3	7	11
Komm. Szolgáltatások	4	3	1	2	6	9	2
Ingatlan	5	1	5	8	11	10	5
Közmű	2	2	4	5	9	8	3

2025 Q1-es teljesítmény

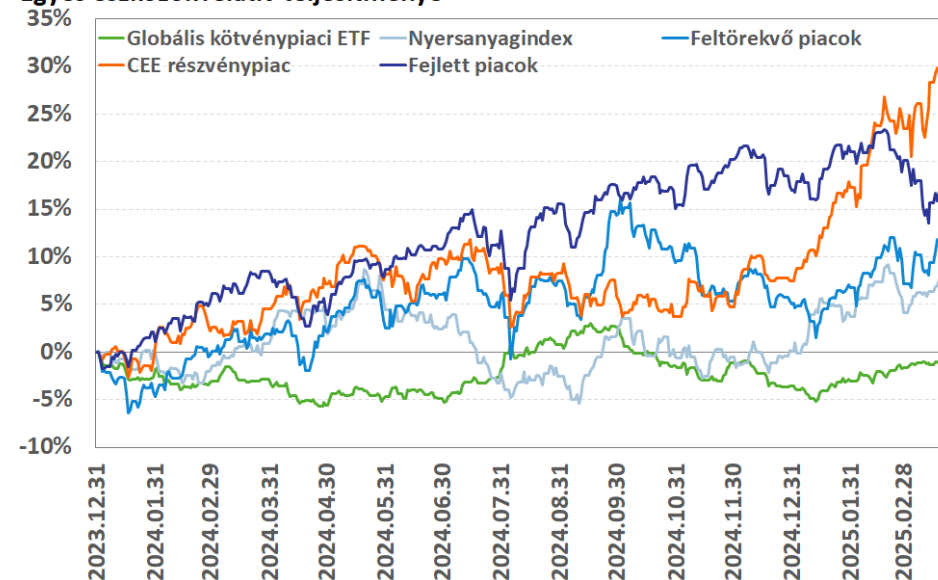
Eszközstálya teljesítmény



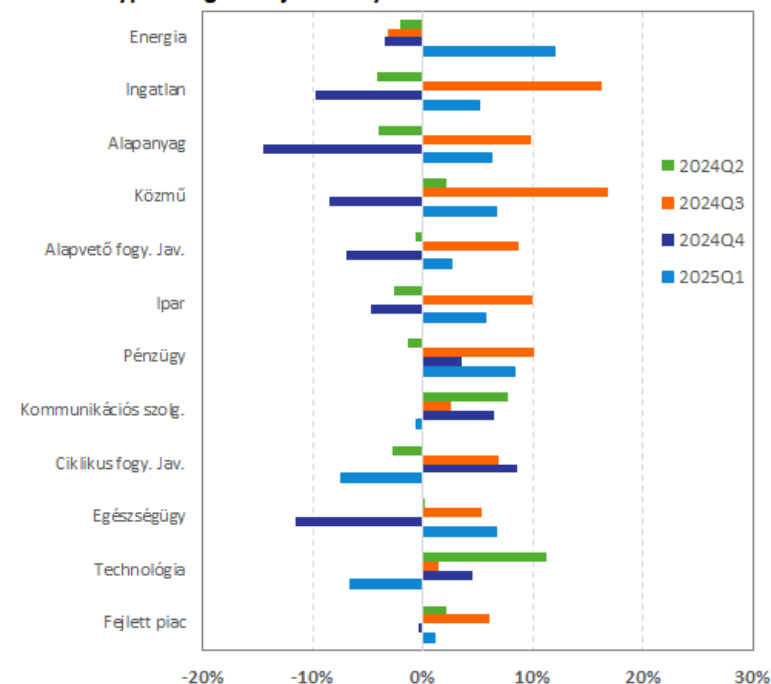
Részvénytőke régiók teljesítmény



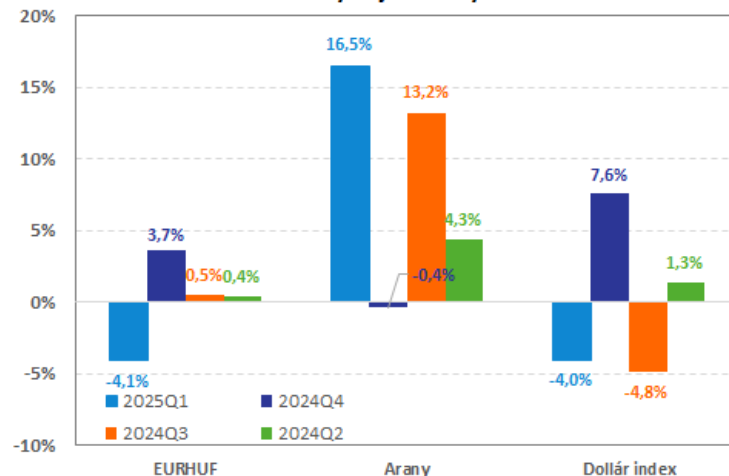
Egyes eszközök relatív teljesítménye



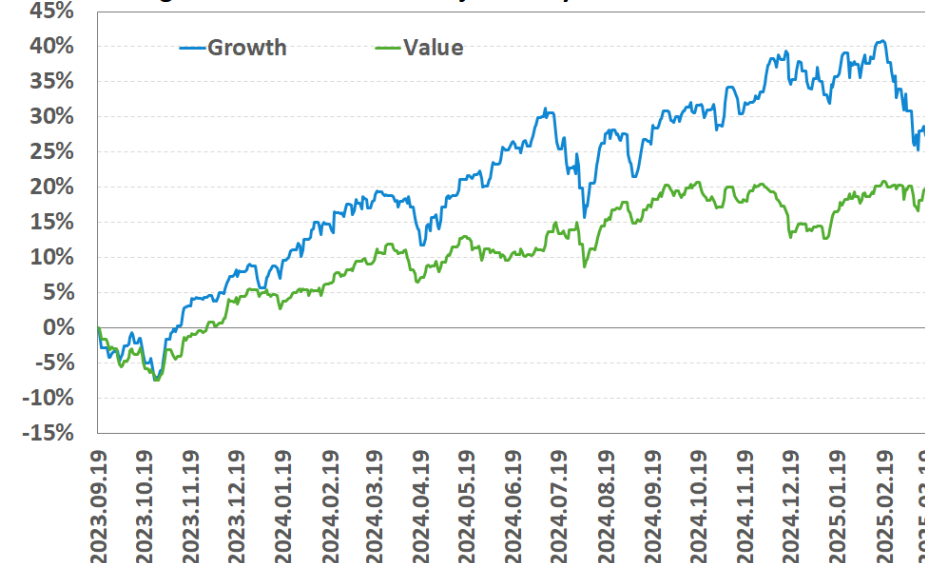
Részvénytőke régiók teljesítmény



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: 2025.03.26.