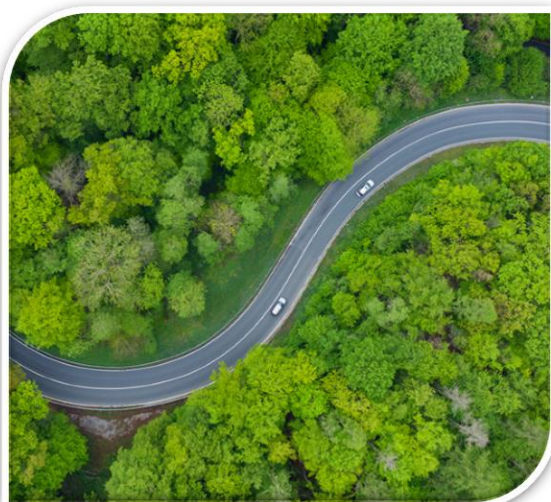


MBH PIACI PULZUS

2025 Q2 – Negyedéves Kitekintő

Sérülékeny az amerikai részvénytőke, lehetőségek Közép-Kelet-Európában

Az elmúlt két évben rendkívüli eredményeket produkáltak az amerikai óriás vállalatok, de az aktuális várakozások (amik például az értékeltségben tetten érhetők) még mindig jelentős növekedést feltételeznek: ez pedig sérülékennyé teszi a piacot. Mindeközben az európai részvénytőke idén jobban teljesített, és a kilátások is javultak. Az optimizmus mögött a német fiskális csomag és az orosz-ukrán háború lezárására vonatkozó várakozások állnak.



AKCIÓTERV

Fenntartjuk defenzív allokációnkat az amerikai részvénytőkeon belül, háttérbe szorítva a legnagyobb vállalatokat. Úgy gondoljuk, hogy a márciusban tapasztalt korrekció még nem elégséges a részvénytőke emeléséhez. Érdekesebb lehetőségeket keresünk a közép-európai régióban, miközben a portfóliók abszolút hozamos kitétségét is megemeljük, felkészülve a volatilitásra.

Tartalom

2025 Q2 – Él a Trump-féle bizonytalanság, nem dőlhetnek hátra a befektetők	1
Befektetési sztorik a következő negyedévhez	3
MBH Advisory Mintaportfóliók	5
Globális perspektíva: A Trump-kormány felkavarta az állóvizet Európában is	8
Eszközosztály-preferenciák: Közép-Európa és infláció kapcsolt kötvények	11
Pénzpiac és kötvények: az MNB a forint miatt, a FED Trump miatt aggódhat	12
Részvények: Magas hozamok ellenére a növekedési papírok szóltak nagyot	20
Alternatív befektetések: jók lesznek az abszolút hozamú alapok	25
Fókuszban lévő befektetési alapok	27
Publikációs információk	32

2025 Q2 – Él a Trump-féle bizonytalanság, nem dőlhetnek hátra a befektetők

Április első hetében az S&P 500 látványosan esett, a piacok úgy reagálnak, mintha minden korábbi kapaszkodó – a FED kamatcsökkentési reményei és a soft-landing narratíva, az AI-sztori – egyszerre vált volna kérdésessé. Trump politikai kockázata, az USA–Kína vámháború kiéleződése, a geopolitikai helyzet feszültséget okoz. Ezek olyan komplex, szinkronban érkező sokkokat jelentenek, amire a piacok egyre nehezebben reagálnak. Az S&P dominóhatást váltott ki - gyakorlatilag minden részvénytőzsde pirosban zárta a március 31-i hetet, az eladási hullám széleskörű. Jelenleg nincs egyértelmű kiút – legalábbis amíg ekkora globális váomokról beszélünk – és minél tovább húzódik ez az állapot, annál nagyobb a tényleges negatív gazdasági hatások esélye, és így akár tovább romolhat a tőzsdei hangulat. Ebben a helyzetben a defenzív pozicionálás és az óvatos kockázatkezelés kulcsfontosságú lesz.

Kamatvárakozások kontra valóság

A tavalyi évre vonatkozó vad kamatcsökkentési várakozások miatt többször is csalódás érte a piacot: a jegybank jóval óvatosabb volt, mint azt a szereplők remélték. 2025 második negyedévére fordulva a befektetők ismét a FED-re is figyelnek. Az infláció makacsul ragaszkodik a 3% körüli szinthez, és bár az amerikai gazdaság bizonyos jelek szerint lassul, ez még nem elégséges ahhoz, hogy a jegybank komolyabb lazításba kezdjen. A helyzet feszültséget kelt a részvénytőzsdéken, és az S&P 500 már most komoly korrekción esett át az első negyedév végén. Az index a februári csúcsponthoz képest 10%-kal került lejjebb.

FED: lassabb lesz kamatcsökkentés, mint amit a piac vár?

Jerome Powell és a FED döntéshozói 2024-ben még három kamatcsökkentést vetítettek előre 2025-re, ám decemberben a frissített előrejelzéseikben jelezték, hogy kevesebb kamatcsökkentés várható idén. A munkanélküliség továbbra is 4% környékén mozog, és bár az infláció csökkenő pályán van, a szolgáltatászektor áremelkedése továbbra is kitart. Az elmúlt hónapokban a jegybankárok rendre hangsúlyozták, hogy a kamatcsökkentésekkel nem sietnek, és amennyiben az infláció nem lassul kellő mértékben, akár csak egy vagy két vágásra kerülhet sor az év hátralévő részében. Jelenleg a piac nem ezt árazza, két kamatcsökkentésben biztosak, és egy továbbiak 50% esélyt adnak, szóval itt nincs meg a közös nevező.

Ez jelentős kihívást jelent a befektetők számára, mivel a részvénytőzsdék eddig arra építettek, hogy a FED gyors és határozott kamatvágásokat hajt végre. Ha ez nem történik meg, az S&P 500 további korrekció elé nézhet, különösen a technológiai részvények és a növekedési szektor papírjai lehetnek érintettek. Ez azért is lenne fájdalmas, mert a részvényárak az amerikai háztartások vagyonára is komoly kihatással vannak, ami a fogyasztás csökkenésén keresztül a GDP-re is negatív hatással lehet.

Trump és a gazdaságpolitikai bizonytalanság

Donald Trump visszatérése az amerikai elnökválasztási kampány középpontjába újabb volatilitási faktort jelent a piacok számára. A befektetők egyelőre nem tudják, mennyire kell számolniuk egy újabb kereskedelmi háborúval, protekcionista intézkedésekkel vagy adócsökkentésekkel. Trump retorikájában ismét megjelentek a váomok Kínával szemben, valamint az amerikai ipar védelmére irányuló intézkedések. Amennyiben a piacok ezt komolyan beárazzák, az további nyomást helyezhet az inflációra, és még nehezebbé teheti a FED számára a kamatcsökkentések időzítését.

Ezzel párhuzamosan, ha Trump adócsökkentési ígéretei realizálódnak, az államadósság és a költségvetési hiány ismét emelkedésnek indulhat, ami a kötvényhozamokat felfelé tolhatja. A magasabb hozamok szintén kihívást jelentenek a részvénytőzsdék számára, hiszen a tőke költség emelkedése a növekedési szektorban működő cégeket súlyosan érintheti.

Részvénypiacok: Meddig tarthat a korrekció?

Az első negyedév végére az S&P 500 teljesítménye elvált az európai piacokétól és folyamatos korrekciót láthattunk az indexben, ahonnan sok elemző szerint a második negyedévben sem lesz egyszerű a visszapattanás. A kamatvárakozások és a gazdasági adatok közötti ellentmondás továbbra is bizonytalanságot teremt, ami óvatosabb befektetői magatartást eredményezhet.

Az S&P index visszaesés különösen azért szembetűnő, mert Donald Trump kommunikációjában gyakran saját gazdasági sikerének mérőszámaként használja az amerikai piaci emelkedést, ezzel szemben a német DAX index kifejezetten erős teljesítményt mutat. Sőt egész Európa felülteljesít Amerikával szemben, amire azért felkapták a fejüket a befektetők.

„Lazítani, próbálj meg lazítani!”

A német választások már lezárultak, az új kormánykoalíció egyik legfontosabb kihívása a német adósságfék felfüggesztése, amely évek óta korlátozza az állami beruházásokat és a gazdaságélénkítő intézkedéseket. A választási kampány során a legtöbb párt programjában felmerült, hogy a kormány a fiskális szabályok lazításával próbálna nagyobb költségvetési mozgásteret biztosítani, ami különösen fontos lehet a recesszióból való kilábalás és a

versenyképesség helyreállítása szempontjából. A német adósságfék elengedése lehetőséget teremthet nagyobb infrastrukturális és ipari beruházásokra, ami pozitívan hathat az európai beszállítói láncokra, különösen a kelet-közép-európai (KKE) országokra, amelyek gazdaságai szorosan kapcsolódnak a német iparhoz. A régió exportorientált gazdaságai – köztük Magyarország, Csehország és Szlovákia – jelentős előnyöket élvezhetnek, de Lengyelország és Románia számára is lehet pozitív hatása, ha a német kormány fokozza a beruházásokat az autó- és energiaipar terén.

Béke lehetősége és piaci reakciók

A kelet-közép-európai részvénypiacok már most is árazzák a béke lehetőségét. A háborús bizonytalanság csökkenése és a német gazdasági stimulus együttesen pozitív lökést adhat a régió részvényindexeinek, mivel a növekvő beruházások és a stabilizálódó külkereskedelmi kapcsolatok kedvező hatással lehetnek a vállalati profitokra.

A német választások lezárultával a fiskális politika lazítása és az adósságfék elengedése lehetőséget teremthet nagyobb állami beruházásokra, ami közvetve a kelet-közép-európai régió számára is gazdasági növekedési impulzust jelenthet. Ha mindehhez az ukrán háború enyhülése is társul, az új európai gazdasági ciklus nyertesei között lehetnek a régió ipari és pénzügyi vállalatai.

Befektetési sztorik a következő negyedévhez

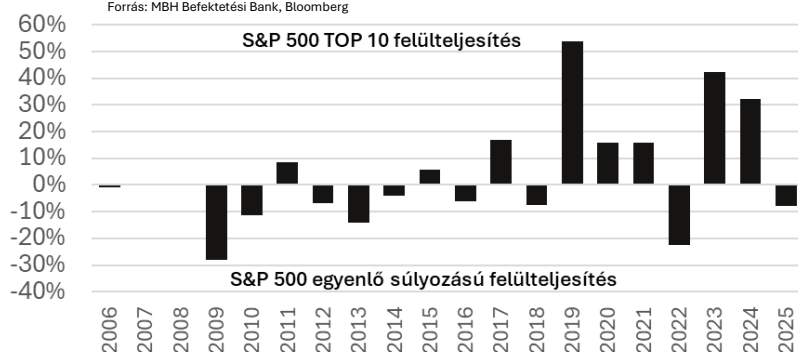
Sérülékenység az óriáscégek körében, egyáltalán nem biztos, hogy vége a korrekciónak

Március 24-ig 1,72%-ot esett az S&P 500, 3,79%-ot a Nasdaq és 5,5%-ot a Russell 2000. Látszólag lefelé tartottak az amerikai tőzsdék az első negyedévben, de van kivétel: +0,72%-os pluszban zártak azok a befektetők, akik az egyenlő súlyozású S&P 500 indexet választották. Sőt, a manapság kevésbé népszerű Dow Jones ipari átlag (+0,45%) és a New York kompozit index (+3,19%) is zöld tartományban járt. Érdekes összkép bontakozik ki: estek az óriás („mega-cap”) cégek és a kicsik, de tartották magukat az „átlagos” nagyvállalatok.

Az S&P 500 TOP 10 relatív teljesítménye

2019 óta szinte megállíthatatlan, de ez nem állandó

Forrás: MBH Befektetési Bank, Bloomberg



Könnyen lehet, hogy egy rezsimváltás első fázisának szemtanúi vagyunk: a kétezres évek elejétől egészen 2019-ig hasonló, sőt, még akár jobb teljesítményt is tudtak produkálni az S&P 500 kisebb tagjai. Ehhez képest a Covid-válság óta egyértelmű sztárokká váltak az amerikai óriások. A bőséges pénznyomtatás, a távmunka és digitalizáció újabb hulláma, majd a mesterséges intelligencia berobbanása hozta a mega-cap vállalatok profitbővülését.

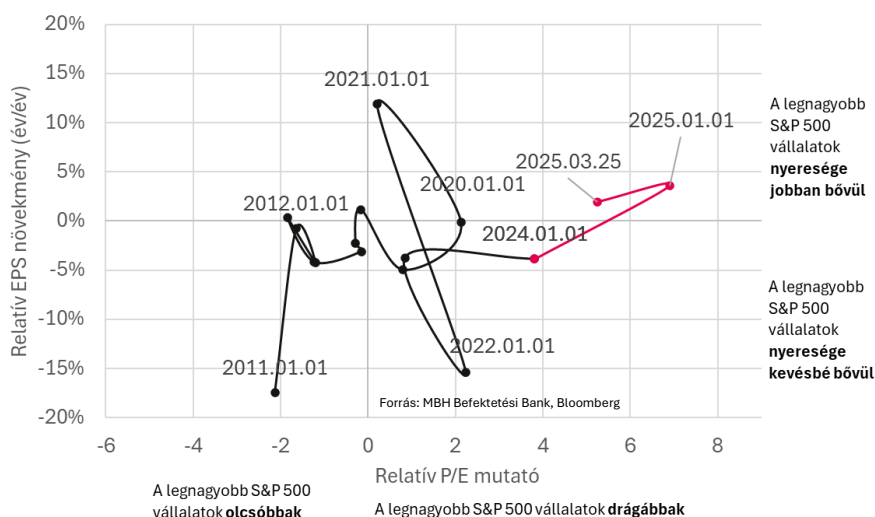
Az elmúlt 5 év eredménye elvitathatatlan, de az aktuális várakozások (amik például az értékeltségben tetten érhetők) még mindig jelentős bővülést feltételeznek. Márciusban leginkább a technológiai szektor befektetői tapasztalhatták meg ezt a sérülékenységet, ami továbbra is fennáll, bár a valós okok most nincsenek reflektorfényben.

A befektetők még úgy gondolják, hogy Trump a legnagyobb kockázat; ő és Musk jelentős zajt keltenek, hektikusan viselkednek. De a valós veszély sokkal inkább középtávú lehet, és a vállalatok beruházásaiból fakadhat, hiszen 2024-ben óriási összegeket költöttek többek közt AI-kapcsolt fejlesztésekre.

Ha megkérdőjeleződik ezek megtérülése, az leginkább a technológiai óriások árfolyamát bélyegezheti meg. Fenntartjuk defenzív allokációnkat az amerikai részvénypiacon belül, háttérbe sorolva a mega-capeket. Úgy gondoljuk, hogy a márciusban tapasztalt korrekció még nem elégséges a részvénysúly emeléséhez.

Historikusan kisebb a prémium a TOP cégekben

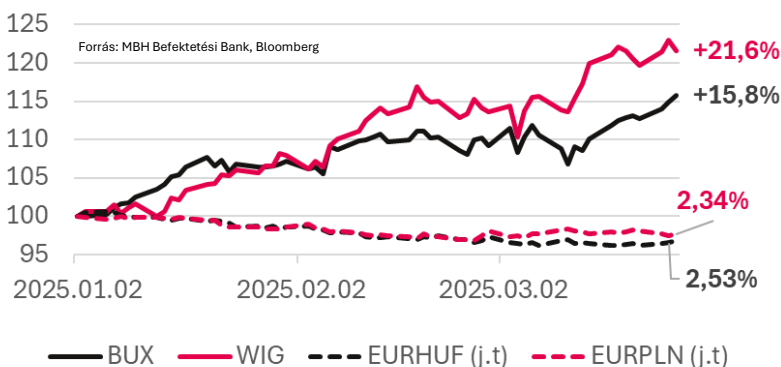
Jobban növelték eredményüket az elmúlt 2 évben, ezt (is) meg kell fizetni



Maradt még fantázia a közép-európai piacon, fókuszban a hazai és lengyel részvények

Emelkedett a lengyel és magyar tőzsde

Erősödtek a régiós devizák is



Kétségtelenül Közép-Kelet-Európa lett az első negyedév sztárja – legalábbis befektetői szempontokból. A forint 7,1%-ot erősödött a dollárral szemben március 24-ig bezárólag, és a mozgás hátterében csak részben állt a tengerentúli valuta relatív gyengesége, hiszen az euróval szemben 2,5%-kal erősebben, 400 alá futott be a forint. A régióban egyedül a lengyel zlotyi tartotta a lépést. A devizák erősödtek, és annak rendje és módja szerint a kockázatkeresés is megindult: a magyar BUX index 15,8%-ot, a lengyel WIG 21,6%-ot emelkedett.

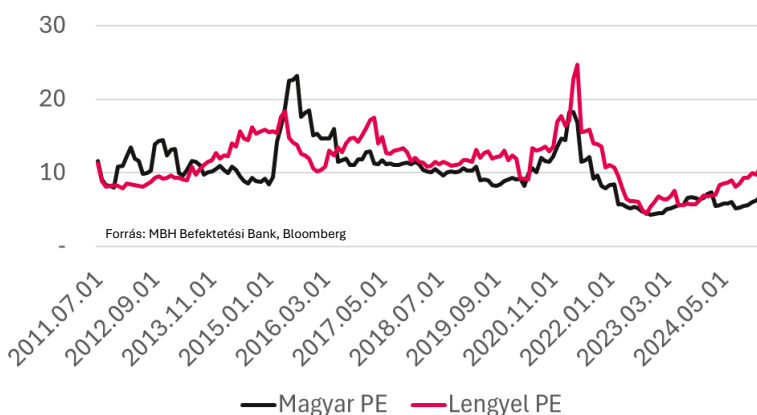
Az ideai pozitív teljesítmény hátterében részben az ukrán-orosz konfliktus lezárásának lehetősége rejlik, ahogy a befektetők a javuló várakozások miatt bátrabban nyúlnak a háborúhoz leginkább közeli országok devizáihoz, részvényeihez is. A reálgazdaság erősödésére utaló jelek is megjelentek, idén Magyarország kilábal a technikai recesszióból. Nem utolsó sorban pedig Németországban oldódhat a fiskális szigor, élénkülhetnek az állami kiadások, ami egész Európa számára kedvező.

Nagyon erősen kezdte az évet ez a régió, és a befektetők adott esetben azt gondolhatják, hogy lemaradtak az európai felzárkózó térséget érintő felpattanásról, de a tőzsdék értékeltsége mást mutat. A magyar BUX index még mindig historikusan alulértékelt, a legnagyobb jelentőségű lengyel WIG index pedig historikus átlaga környékén mozog.

Természetesen ügyelni kell a kockázatokra: Trump vámpolitikája a kisebb európai gazdaságokat leginkább Németországon keresztül, áttételesen érinti. Az élelmiszerárak esetében újfent ragadósan tűnik az infláció, valamint az orosz-ukrán konfliktus lezárása kapcsán inkább optimistává váltak a befektetők, amik megágyazhatnak egy kiábrándulásnak. Ugyanakkor úgy gondoljuk, hogy a pozitív tényezők, mint egy tényleges tűzszünet, a német fiskális élénkítés hatásai, és a kedvezőnek mondható értékeltség hatásai révén jó befektetésnek fognak bizonyulni ezek a piacok.

A régiós tőzsdék még mindig nem drágák

A lengyel és magyar piac előtt van még felértékelődési tér



MBH Advisory Mintaportfóliók

Az Advisory Portfóliók a 2025 első negyedévében tapasztalt piaci korrekciót defenzív kitettségeinek köszönhetően kedvező teljesítménnyel zárták. Mivel márciusban ismét emelkedtek az irányadó tőzsdék, jelentősen nem változott a stratégiai öszkép: a magas értékeltségből és a lassuló növekedésből származó lefelé mutató kockázatok meghaladják a hozampotenciált. Emiatt fenntartjuk óvatos allokációnkat. Az abszolút hozamú kategória kitettségét magas volatilitásra számítva növeltük, a rövid hazai kötvények kárára. Az egydevizás (HUF, EUR és USD) portfóliókat lásd a 28. oldalon.

Konzervatív Portfólió

Óvatosabb befektetők számára lehet megfelelő, akiknek elsődleges céljuk vagyonuk reálértékének megőrzése, közepes kockázatvállalással



Eszközosztály	Aleszközosztály	Alap	Deviza	Súly
Pénzpiaci	HUF	MBH Bonitas Alap	HUF	20,0%
Kötvény IG	Hazai állampapír	MBH Bázis Hazai Rövid Kötvény Alap	HUF	10,0%
	Hazai állampapír	MBH Hazai Hosszú Kötvény Alap	HUF	7,5%
	Észak-Amerika	Franklin U.S. Government Fund N (acc) USD	USD	2,5%
	Globál infl-kapcs.	Fidelity Funds – Global Inflation-linked Bond Fund A-ACC-Euro (Hdg)	EUR	5,0%
Részvény	Globál	Fidelity Funds - Global Dividend Fund A-ACC-HUF (Hedged)	HUF	10,0%
		MBH Fejlett Piaci Részvény Alap	USD	5,0%
	Észak-Amerika	Fidelity Funds - America Fund A-ACC-USD	USD	5,0%
	Fejlődő piacok	Allianz GEM Equity High Dividend CT (EUR)	EUR	2,5%
Alternatív	Arany	MBH Arany Alapok Alapja A sorozat	HUF	10,0%
	Abszolút hozamú	Accorde Eklektika Alapok Alapja A sorozat	HUF	7,5%
	Ingatlan	Magyar Posta Takarékos Ingatlan	HUF	15,0%

Kiegyensúlyozott Portfólió

Közepesen kockázattaló befektetők számára lehet megfelelő, akiknek elsődleges céljuk vagyonuk reálértékének megőrzése, de a mérsékelt növekedés érdekében hajlandók többletkockázatot vállalni



Eszközosztály	Aleszközosztály	Alap	Deviza	Súly
Pénzpiaci	HUF	MBH Bonitas Alap	HUF	10,0%
Kötvény IG	Hazai állampapír	MBH Bázis Hazai Rövid Kötvény Alap	HUF	5,0%
	Hazai állampapír	MBH Hazai Hosszú Kötvény Alap	HUF	10,0%
	Észak-Amerika	Franklin U.S. Government Fund N (acc) USD	USD	5,0%
	Globál infl-kapcs.	Fidelity Funds – Global Inflation-linked Bond Fund A-ACC-Euro (Hedged)	EUR	7,5%
Részvény	Globál	Fidelity Funds - Global Dividend Fund A-ACC-HUF (Hedged)	HUF	12,5%
		MBH Fejlett Piaci Részvény Alap	USD	10,0%
	Észak-Amerika	Fidelity Funds - America Fund A-ACC-USD	USD	7,5%
	Közép-Európa	MBH Közép-Európai Részvény Alap	EUR	2,5%
	Fejlődő piacok	Allianz GEM Equity High Dividend CT (EUR)	EUR	5,0%
Alternatív	Arany	MBH Arany Alapok Alapja A sorozat	HUF	10,0%
	Abszolút hozamú	Accorde Eklektika Alapok Alapja A sorozat	HUF	5,0%
	Ingatlan	Magyar Posta Takarékos Ingatlan	HUF	10,0%

Dinamikus Portfólió

Kockázatvállaló befektetők számára lehet megfelelő, akiknek elsődleges céljuk vagyonuk reálértékének hosszú távú növelése, vállalva a magasabb részvénytőkei kitétségből eredő magasabb kockázatokat



Eszközosztály	Aleszközosztály	Alap	Deviza	Súly
Pénzpiaci	HUF	MBH Bonitas Alap	HUF	7,5%
Kötvény IG	Hazai állampapír	MBH Hazai Hosszú Kötvény Alap	HUF	10,0%
	Észak-Amerika	Franklin U.S. Government Fund N (acc) USD	USD	5,0%
	Globál infl-kapcs.	Fidelity Funds – Global Inflation-linked Bond Fund A-ACC-Euro (Hdg)	EUR	7,5%
	Globál	Fidelity Funds - Global Dividend Fund A-ACC-HUF (Hedged)	HUF	15,0%
Részvény		MBH Fejlett Piaci Részvény Alap	USD	12,5%
	Észak-Amerika	Fidelity Funds - America Fund A-ACC-USD	USD	10,0%
	Közép-Európa	MBH Közép-Európai Részvény Alap	EUR	5,0%
	Fejlődő piacok	Allianz GEM Equity High Dividend CT (EUR)	EUR	7,5%
Alternatív	Arany	MBH Arany Alapok Alapja A sorozat	HUF	10,0%
	Abszolút hozamú	Accorde Eklektika Alapok Alapja A sorozat	HUF	5,0%
	Ingatlan	Magyar Posta Takarékos Ingatlan	HUF	5,0%

Globális perspektíva: A Trump-kormány felkavarta az állóvizet Európában is

Befektetési világképünk megalkotásakor nem csupán a házon belül készült elemzéseinkre és kollégáink véleményére támaszkodunk. Független és hiteles nemzetközi forrásokat és szakértőket vonunk be, ennek érdekében kötöttünk partneri megállapodást több elismert globális elemzővel. Együttműködésünk keretében megkérdeztük, *mit gondol Manoj Pradhan, az MBH Befektetési Bank befektetéselemzési területének stratégiai partnere, a Talking Heads Macro elemzőház alapítója és vezető közgazdásza az aktuális folyamatokról és trendekről.*

Hogy hat a német költekezés Európára?

Először JD Vance alelnök beszéde, majd Trump Ukrajnával kapcsolatos álláspontjának hirtelen változása sokkolta az európai politikát. Az eredmény egy olyan fiskális impulzus lett, amely várhatóan Németország GDP-arányos költségvetési hiányát a 5%-ra, bővülését pedig 1,5%-ra emelheti a következő 3-4 évben. Ezek a számok éles ellentétben állnak a Bundesbank 2025-ös 0,3%-os növekedési előrejelzésével, a német alkotmánybíróság 2023-ban előírt költségvetési megszorítások háttérében.

Milyen gazdasági hatása lesz Európára?

Először is, az euró, mint közös valuta számára a német gazdaság relatív erősödése azt jelenti, hogy a reálárfolyam felértékelődik. Egyszerűbben fogalmazva, a német növekedés pozitívan átgűrűzhet Európa többi részére is, és Európa egésze is profitálhat ebből a bővülésből.

Másodszor, az Európán belüli védelmi és infrastrukturális képességek javítására vonatkozó páneurópai álláspont nagyobb mértékű kötvénykibocsátást igényel ezen erőfeszítések finanszírozására. A költekezés és a kötvénykibocsátás együttes hatása emeli a hosszú távú kamatlábakat, és támogatja a valutát is.

Ezek a fejlemények nettó pozitívak Európa számára, de csak akkor, ha a kormányok a fiskális források felhasználásakor a termelékenység és (különösen) a technológiai helyzet javítására összpontosítanak.

What does a fiscally active Germany mean for Europe?

First, Vice President JD Vance's speech, and then the abrupt reversal of President Trump's position towards Ukraine/Russia sent shockwaves through European politics. The result has been a fiscal impulse that is expected to take Germany's deficit closer to 5% of GDP and its economic growth closer to 1.5% over the next 3-4 years. Such numbers are in sharp contrast to the Bundesbank's forecast of 2025 growth of just 0.3% against the backdrop of fiscal austerity imposed by a Germany Constitutional Court ruling in 2023.

What will be the economic impact on Europe?

First, with the Euro as the common currency, the relative expansion of Germany will mean that the real exchange rate appreciates. In the simplest of terms, this will lead to a positive spillover of Germany's growth into the rest of Europe. Put more intuitively, as the German economy expands, the rest of Europe will be able to benefit from this expansion.

Second, a pan-European position on improving defence and infrastructure capabilities within Europe will mean greater issuance of bonds to finance this effort. The joint effect of greater spending and greater issuance of bonds will raise long-term interest rates, and support the currency as well.

These developments are net positive for Europe, but only if governments also focus on using fiscal funds to improve productivity and its standing in (particularly) technology.

Gazdaságpolitika: négyes alá.

A második Trump-adminisztráció négy gazdasági eleme: vámok, bevándorlás, dereguláció és fiskális politika.

Vámok – A recesszió kockázata a szükségtelenül agresszív vámokból fakad. Ha a vámok növekedésre gyakorolt negatív hatása a következő hónapokban nyilvánvalóvá válik, az amerikai kongresszus valószínűleg nem szigorít a költségvetési politikán. Ez nehéz helyzet lenne a kötvénypiacok számára, épp ezért a figyelem egyelőre a vámpolitika növekedésre gyakorolt hatásaira irányul.

Bevándorlás – a kiutasítás öröndetes enyhítése: A kiutasítások kezdeti hulláma után a bevándorlás körüli zaj enyhült. Ez nagyon jó hír a munkaerőpiac számára. A bérnövekedés még mindig meglehetősen magas, és a munkaerő-kínálat csökkentése (az Egyesült Államokban az okmányokkal nem rendelkező munkavállalók megijesztésével) felfelé irányuló nyomást gyakorolna a bérekre – és ezáltal a szolgáltatások inflációjára, amely még mindig 4% körül van az Egyesült Államokban.

Dereguláció – túl kevés, elégtelen fiskális támogatás: Még mindig van idő a széles körű deregulációra, de az eddigi teljesítmény kiábrándító volt, és a deregulációs stratégiának továbbra is fiskális segítségre van szüksége (amire számítunk, de még nem hozták nyilvánosságra).

Fiskális politika: Bessent miniszter célirányosan a 10 éves hozamok csökkentésén igyekszik dolgozni, és megígérte, hogy 2028-ra 3%-ra csökkenti a költségvetési hiányt (a 2024-es hatalmas, több mint 6%-os hiányról). Ez a növekedés egyértelmű lassulásával együtt lehetővé tette New York, azaz a pénzügyi piacok számára, hogy a 10 éves hozamokat közelebb hozzák a 4%-hoz.

B-minus report card so far on policy

The four economic elements that are a material part of the second Trump administration are: Tariffs, Immigration, Deregulation and Fiscal Policy.

***Tariffs** – the threat of a recession is coming from unnecessarily aggressive tariffs. If the growth downside from the tariff threat becomes apparent over the next few months, it might make the US Congress reluctant to cut the deficit. That would be a difficult position for bond markets. For now, the overwhelming attention of bond markets will be on the effects of Tariff policy on growth.*

***Immigration** – a welcome relaxation of deportation: After an initial surge in deportations, the noise around immigration has softened. That is very good news for the labour market. Wage growth is still quite high, and reducing labour supply (by scaring undocumented workers in the US) would create upward stress on wages – and therefore on services inflation which is still around 4% in the US.*

***Deregulation** – too little, not enough fiscal backing: There is still time to deliver widespread deregulation, but the performance thus far has been disappointing and the strategy to deregulation still needs fiscal help (which we expect, but has not been made public).*

***Fiscal** – the New York-Washing Disconnect: Secretary Bessent has been single-minded when it comes to bringing 10 year yields lower by promising to bring the fiscal balance down to 3% by 2028 (from a huge deficit of more than 6% in 2024). That, along with the clear slowdown in growth, has allowed New York, i.e., financial markets, to bring 10-year yields closer to 4%.*

Honnan jöhet a recesszió Amerikában?

A növekedés három "modelljét" vizsgáljuk:

1. modell: Az alacsonyabb jövedelmű háztartások erősen kitettek a reálbér alakulásának. A magasan maradt árak mellett a Trump-adminisztráció megszorításokat hajthat végre a 2025 végén lejáró jövedelemadó-csökkentések megújításának finanszírozása érdekében – ez a keresleti oldalnak árthat.

2. modell: Recesszió csak szigorú fiskális- és monetáris politika mellett következik be. A monetáris politika szigorítását eddig hatalmas költségvetési hiány ellensúlyozta. A növekedési kilátásokat tehát a költségvetési hiány fogja meghatározni. A kisebb hiány recessziót jelenthet, mert a Fed nem lesz képes elég gyorsan lazítani, amikor az infláció még cél felett van.

3. modell: Eddig az amerikai infláció csökkenésének nagy része az áruinflációból származott. A szolgáltatási infláció nagyon magas korrelációt mutat a bérnövekedéssel – mivel a továbbra is feszes munkaerőpiacon továbbra is magas maradt a bérnövekedés, a szolgáltatások inflációja is magas maradt. Ha jelentős vámokat vetnek ki, az áruinfláció tovább emelkedhet, megszüntetve az elmúlt két év dezinflációjának fő forrását. Ha a kiutasítások újraindulnak, vagy a költségvetési hiány nagyobb lesz, a munkaerőpiac ismét szűkülni kezdhet, növelve a bérnövekedést, majd a szolgáltatások inflációját. A recesszió veszélye akkor a legnagyobb, ha vámokat vetnek ki, de a hiányt csökkentik (még akkor is, ha ez lehetővé teszi a Fed számára, hogy lazítson).

A teljes elemzést angol nyelven ld. a 29. oldalon.

Az elemzést Manoj Pradhan készítette.

Manoj Pradhan a Talking Heads Macroeconomics londoni székhelyű független makrogazdasági kutatócég alapítója. Szakterülete a globális és feltörekvő piacok makrogazdasági trendjeinek és azok pénzügyi piacokra gyakorolt hatásainak elemzése. Ezt megelőzően a Morgan Stanley „Global Emerging Market Economics” ügyvezető igazgatója volt. Mielőtt 2005-ben csatlakozott volna a Morgan Stanley-hez, a George Washington Egyetem és a New York-i Állami Egyetem Közgazdaságtudományi Tanszékén dolgozott. Ph.D. fokozatot szerzett közgazdaságtanból a George Washington Egyetemen és pénzügyi mesterdiplomát a London Business School-on.

We look at three ‘models’ of US growth:

Model 1: It is the lower income households who are highly exposed. Not only do price levels still remain, the risk from the Trump administration is that cuts to Social Security, Medicare or Medicaid may be executed in order to fund a renewal of the income tax cuts that are due to expire at the end of 2025.

Model 2: The policy mix – recessions happen only if both monetary and fiscal policy are very tight. Thus far, monetary policy tightening has been offset by huge fiscal deficits. What happens to the budget deficit therefore holds the key to the growth outlook (and the Fed will react accordingly as well). A smaller deficit could mark a recession because the Fed will not be able to cut policy quickly enough when inflation is still high.

Model 3: Goods versus Services inflation: Thus far, the bulk of the decline in US inflation has come from goods inflation. Services inflation shows a very high correlation to wage growth – since wage growth has remained elevated in a still-tight labour market, services inflation has remained high as well. If significant tariffs are imposed, goods inflation could rise further, undoing the main source of disinflation over the last two years. If deportations resume or the fiscal deficit becomes bigger, the labour market could start tightening again, raising wage growth and then services inflation. The threat of a recession is highest if tariffs are imposed but the deficit is cut (even if it allows the Fed to ease policy).

For the full analysis in English, see pg. 29.

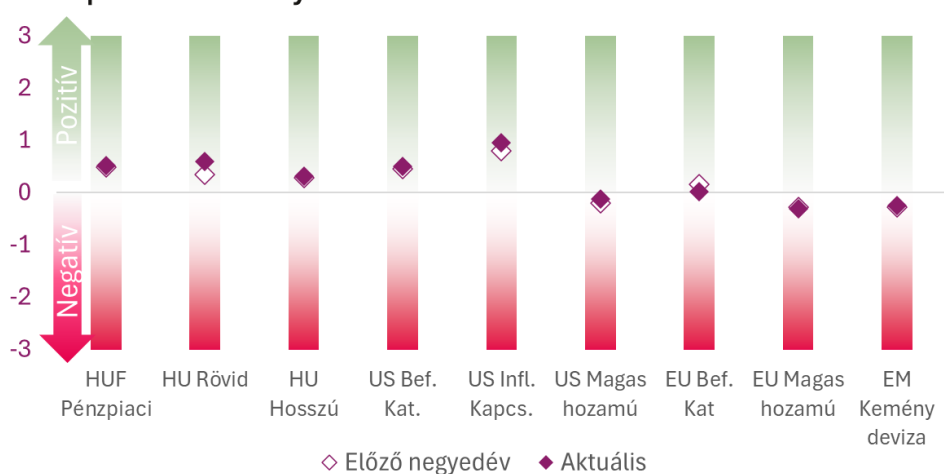
Eszközosztály-preferenciák: Közép-Európa és infláció kapcsolt kötvények

A fő előrejelzésünket negyedévente frissítjük. Azokat a mutatókat vesszük számításba, amik az adott eszköz historikus teljesítményét a legnagyobb mértékben magyarázzák.

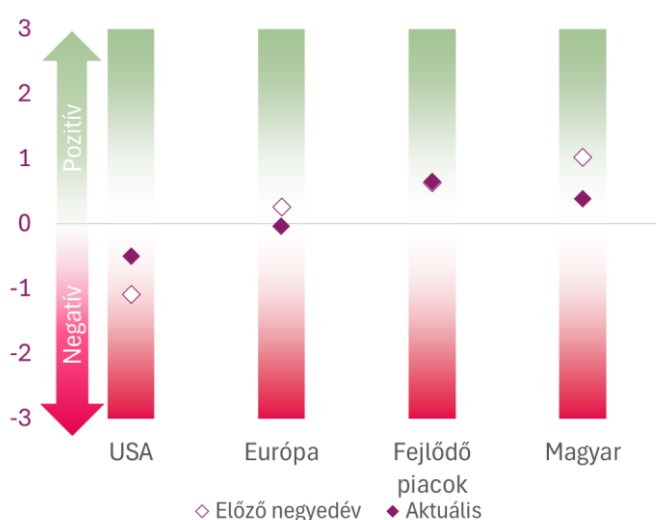
A tartozó bal tengely 0 alatt a historikus átlagnál rosszabb, míg 0 fölött a historikus átlagnál jobb kilátásokat rendel az eszközosztályokhoz.¹

Az üres az előző negyedéves állapotot tükrözi, így amennyiben ez a lila jelölő alatt helyezkedik el, a kategória kilátásai javultak.

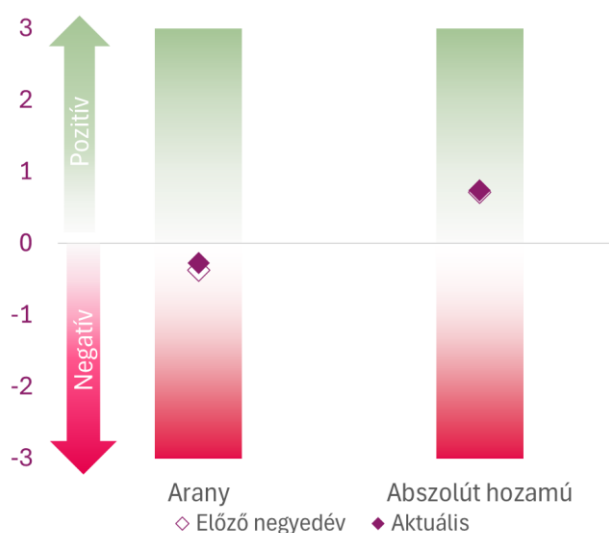
Pénzpiac és kötvények



Részvények



Alternatív eszközök



¹ Az eszközosztályra vonatkozó kilátások értékének meghatározását az alábbi lépések segítségével végezzük el: 1) Az eszközosztály teljesítményét potenciálisan befolyásoló indikátorok meghatározása; 2) Indikátorok historikus átlagának és szórásának meghatározása, standardizálása; 3) Az indikátorok aktuális értékének, illetve várakozásának (MBH vagy piaci) megállapítása; 4) Az indikátorok egymáshoz képesti súlyozása; 5) A standardizált értékek és súlyok összevonása

Pénzpiac és kötvények: az MNB a forint miatt, a FED Trump miatt aggódhat

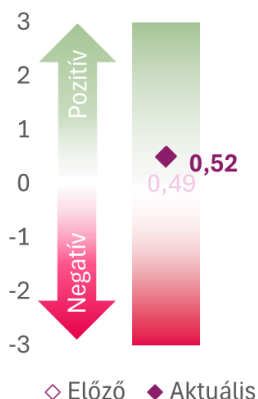
A hazai hozamgörbe laposabbá vált az előző negyedéves állapotához képest. A hozamok rendre emelkedtek, míg az irányadó kamatot szeptember óta 6,5%-on tartja a jegybank. Az MNB mozgástere az elemzői várakozásokat meghaladó inflációs adatok miatt szűknek tűnik, így a további kamatvágás leg hamarabb csak év végén várható. A FED szintén az előremutató inflációs kockázatok miatt aggódhat, hiszen Trump bőkezű fiskális politikájával és inflatorikus kül- és belpolitikájával új lendületet adhat a drágulásnak, amiből a vámok bevezetése már meg is valósult. Jelenleg két kamatvágást áraz idénre a piac a gazdasági növekedés megtorpanására irányuló félelmek miatt, azonban a FED továbbra is adatvezérelt üzemmódot folytat. Devizakötvények körében a közepes, 3 éves lejáratú nominális kötvényeket preferáljuk. Diverzifikációs szerepükből fakadóan az átlagosan 5 éves lejáratú inflációkapcsolt kötvényeket is vonzónak találjuk, ugyanakkor az előretekintő reálhozam némileg romlott: 2024 decemberi 2%-ról március végére 1,5%-ra mérséklődött.

Releváns befektetési alapok	Aleszközosztály	ISIN	Kategória
MBH Bonitas Alap A sorozat	Pénzpiaci	HU0000702725	Modelltermék
MBH Bázis Hazai Rövid Kötvény Alap A sorozat	Hazai rövid kötvény	HU0000702691	Modelltermék
MBH Hazai Hosszú Kötvény Alap	Hazai hosszú kötvény	HU0000702709	Modelltermék
Fidelity Funds - Global Inflation-linked Bond Fund	Fejlett piaci kötvény	LU0353649279	Modelltermék
MBH Fejlett Piaci Vállalati Kötvény Alap	Fejlett piaci vállalati kötvény	HU0000723473	Shortlist
Franklin U.S. Government Fund N (acc) USD	Amerikai állampapír	LU0128529913	Modelltermék
Accorde Eurobond Alap	Feltörekvő piaci kötvény	HU0000731880	Modelltermék

Forint pénzpiac

Legfontosabb üzenetek:

- Az erősödő infláció gátat szabhat a kamatcsökkentési ciklusnak
- 2025 végére **6,25%**, 2026 végére **5,25%** lehet az alapkamat
- Az előző negyedévhez képest javult az eszközosztály vonzereje, mivel lassabban csökkenhet az alapkamat
- 1 éves időtávon **6,25%** körüli teljesítmény várható



Szeptember óta változatlanul 6,5% a forinthez tartozó irányadó kamatrátá. Az elmúlt időszakban a béketárgyalások hatására a forint erősödni tudott és visszahelyezkedett a

400-as szint alá. A hazai fizetőeszköz erősödéséhez az elemzési várakozásokat felülmúló januári és februári inflációs adat is hozzájárult, amivel magasabb kamatpályát is áraz a piac. A dollárral szemben ennél is jelentősebb erősödést mutatott a forint – habár ez leginkább a dollár más devizákhoz képesti relatív gyengüléséből fakad – március 25-én az amerikai devizáért 367 forintot kellett fizetnünk. A forint erősödés ezen a ponton megállhat, ezen a szinten egy esetleges békekötés lökheti további a devizát.

A 2024-es évhez képest egy jóval visszafogottabb évre számítunk kamatdöntések szempontjából. A pozitív forgatókönyv szerint az MNB **folytatja a kamatvágási ciklust**, de csak év végén, 2025 év végéig **6,25%-ra**, míg 2026 decemberére **5,25%-re** csökkenhet az irányadó ráta (forrás: [MBH Elemzési Centrum előrejelzés](#)). Ugyanakkor jelentős felfelé mutató kockázatokat látunk, leginkább az emelkedő

infláció hatására. Másodsorban pedig a Németországban belengetett költségvetési lazítás hatására óvatosabb utat választhat az EKB, magasabb kamatpályát fenntartva.

A legrövidebb lejáratú hazai ZMAX index az előző negyedévben **1%-ot** emelkedett. Az elkövetkező időszakra ezt valamelyest meghaladó eredményt várunk. **Egyéves időtávon a rövid pénzügyi termékek teljesítményére vonatkozó előrejelzésünk 6,25%.**

Előnyök

- Inflációt meghaladó várható hozam rövid távon
- Alacsony volatilitás
- Egyes termékeken keresztül likviditási szerep a portfólióban

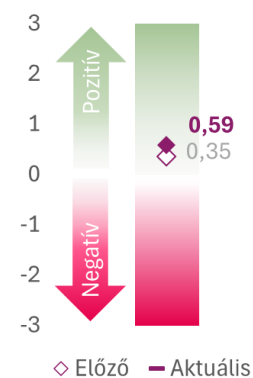
Hátrányok

- Kamatvágási ciklus hatására folyamatosan veszít a vonzerejéből
- Lakossági befektetőként kedvezőtlenebb hozzáférés a pénzügyi hozamokhoz
- Kedvezőtlen lehet a forint potenciális gyengülése

Rövid forint kötvények

Legfontosabb üzenetek:

- Preferált termék egy hazai konstans lejáratú rövid kötvényalap
- 1 éven **6,3%** körüli teljesítmény várható
- Laposabbá vált a hozamgörbe



A hazai hozamgörbe rövidebb oldala, így az éves és éven belüli hozamok nagyjából 1 %-kal kerültek magasabbra az elmúlt negyedévben. Ezzel szemben a hosszabb oldalon mindössze körülbelül 50 bázispontos hozamemelkedés ment

végbe, így laposabbá vált a magyar görbe.

A **magyar rövid kötvény (RMAX)** index a **0,8%-ot** emelkedett az előző negyedév alatt. Ugyanakkor előretekintő, potenciális teljesítménye az előző negyedév végéhez képest javult, és becslésünk szerint 1 éves időtávon **6,3 % körül** alakulhat. Ez bár a historikus átlag feletti érték, számottevően nem teljesíti felül az 1 éves pénzügyi előrejelzésünket.

Úgy látjuk, hogy a jelenlegi feltételek mellett az alacsony volatilitást pártoló befektetők portfóliójában még nem érdemes nyitni a rövid kötvények felé, a pénzügyi termékekkel szemben, egy éves távon csak 0,05 százalékkal teljesíthetik felül őket. A rövid kötvények szerepe a portfólióban továbbra is a biztonságos nominális növekmény megtartása lehet.

Előnyök

- Profitálhat a hozamgörbe rövid oldalának csökkenéséből
- Mérsékelt kockázat hosszú hozamok emelkedése esetén

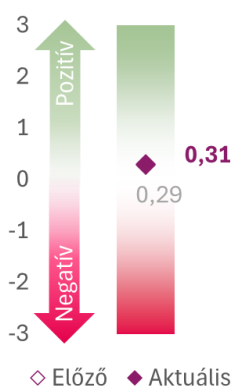
Hátrányok

- Rövid távon nincs többlet potenciál a hosszú kötvényekhez képest
- Pénzügyi meghaladó kockázati szint

Hosszú forint kötvények

Legfontosabb üzenetek:

- 2025 Q1-ben jelentősen emelkedtek a hosszú hozamok, ezzel attraktívabbá vált az eszközosztály
- A hozamgörbe már nem inverz
- Csökkent a kockázat a további hozamemelkedésben, ismét inkább felülsúlyra javasolt az eszközosztály
- 1 éven **9,4%** körüli teljesítmény várható



A hároméves és azon túli hozampontokat kevésbé érintette a január óta tapasztalt hozamemelkedés. Az ötéves állampapír 80 bázisponttal 6,88%-ra, a tízéves 7,09%-re emelkedett, így már az éven belüli pontok felett járnak a hosszabb lejáratok. Ez

kedvező lehet azoknak a befektetőknek, akik magasabb kockázattalálás mellett hajlandóak hosszabb időre lekötni megtakarításaikat.

A hosszú lejáratú állampapírokat tömörítő MAX index **-1%-os** teljesítményével alulmúlta a rövidebb lejáratú szerkezetű kötvényindexeket. Ennek oka, hogy a német kormány a költségvetési lazítását tűzte ki célul és több beruházást is belengettek. Ez a bejelentés kilőtte a kötvényhozamokat, a régiós országokban.

Németországhoz képest, a hazai hozamok nagyobbat emelkedtek, ezáltal tovább emelkedett a kamatelőnyünk, így az

államkötvényekhez viszonyítva a hazai nemzeti adósság némileg vonzóbbá vált. A két termék közötti kockázati felár január elsejétől 42 bázisponttal, 4,4%-ra emelkedett, ami már a hosszú távú átlaga (4,16%) felett van.

Előrejelzésünk szerint az 5 éves átlagos futamidejű kötvényosztálytól **9,4%-os teljesítményt** várhatunk a következő 1 éven. Ez a historikus átlagot meghaladó érték lenne. Ez a becslés azt feltételezi, hogy a jegybank 2025-ben folytatni tudja az irányadó kamatok csökkentését (2025 végére 6,25%), és így a tíz- és ötéves hozamok ismét mérséklődhetnek.

A közepes és hosszabb (3-5 éves) kötvények továbbra is **jó portfólióelemként** szolgálhatnak azon befektetők számára, akik a pénzügyi hozamot hosszú távon meghaladó teljesítményt várnak el, ehhez pedig rendelkezésükre áll egy legalább 3 éves befektetési időtáv, és a hosszabb hozamok ingadozásából eredő többlet volatilitás sem okoz problémát.

Előnyök

- Hosszú hozamok csökkenéséből profitálhat
- A hozamgörbe alakja már normális, hozamprémium a hosszabb lejáratokon

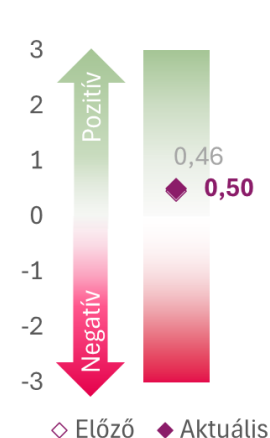
Hátrányok

- Hosszú hozamok emelkedése jelentős kockázat lehet
- Magas volatilitás a rövid kötvényekhez képest

Amerikai befektetési kategóriás kötvények

Legfontosabb üzenetek:

- Mérséklődtek a rövid és hosszútávú hozamok
- A gyengülés jeleit mutató amerikai gazdaság (pl. GDPNow) hatására több kamatvágást áraz a piac
- 4% felett a teljes amerikai hozamgörbe, már csak 3 éven túl nem inverz a görbe
- 1 éven **5,1% körüli teljesítmény** várható



Új elnököt avattak az Egyesült Államokban januárban, aki rögtön számos rendeletet hozott. Többek között márciustól új vámok léptek érvénybe, majd szinte követhetetlenül változtatta azok fókuszát vagy mértéket. Ezt a nagy bizonytalanságot a piac kockázatkerüléssel

jutalmazta és a részvénytőzsiáról a kötvénypiacra menekültek, felhajtva azok árfolyamát. Ennek köszönhetően a kötvényhozamok, különösen a 3 – 10 éves lejáratokon estek.

A januárban kezdődő hozamcsökkenés miatt, **2025-öt 2,2%-os teljesítménnyel** kezdte az amerikai kötvényindex.

Ugyanakkor a befektetők számára továbbra is rendelkezésre állnak a 4% feletti dollárhozamok, amiket a hosszabb lejáratokon is megvásárolhatnak. Bár a kamatcsökkentésre vonatkozó várakozások feljebb tolódtak, júniusig a piac nem áraz kamatvágást, így végső soron a hosszabb hozamok is tartósabban maradhatnak a **4% feletti szinteken**, középtávon ennél alacsonyabb hozampályára számítunk, így attraktív beszállási pont lehet a befektetési kategóriás kötvények köre.

Úgy gondoljuk, hogy a hosszabb amerikai hozamok csökkenésére még van némi tér, és a piaci árazásoknak megfelelően az **5 éves állampapír-hozam** további **10 bázispontot csökkenhet**, míg a kockázati felár az átlag felé mozdulhat el. Ezzel egyéves időtávon **5,1% körüli teljesítményt** várunk a szélesen értelmezett befektetési kategóriától. Ennél intenzívebb hozamcsökkenés esetén – például a munkanélküliség vagy a fogyasztás váratlan romlásakor – ennél kedvezőbb teljesítmény is elképzelhető, míg egy magasabb inflációs, és ezzel magasabb hozampályára gyengébb teljesítményt vetítene előre.

A piac két kamatvágást biztosan, egy további kb. 50% valószínűséggel áraz idénre.

Óvatosak maradunk a vállalati kitétségek kapcsán; a befektetési kategóriás vállalati kötvények **átlagos felára** tovább szűkült, és jelenleg mindössze **90 bázispont**, ami messze elmarad a 15 éves, 156 bázispontos átlagtól. A spread emelkedése negatívan befolyásolhatja az eszközosztály teljesítményét, az egyelőre stabil és erősnek tűnő gazdasági adatok alapján azonban nem tartjuk valószínűnek, hogy meredek korrekció menne végbe. A szűk vállalati felár miatt **preferáljuk az állami és állami garanciás** kötvényosztályokat.

Előnyök

- Hosszú hozamok csökkenéséből profitálhat
- Viszonylag magas lejáratig számított átlagos hozamlehetőség

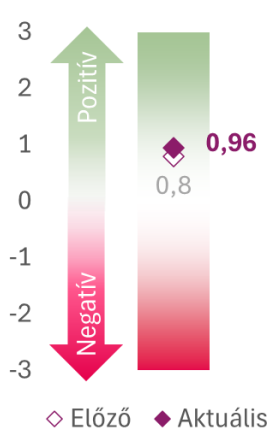
Hátrányok

- Hosszú hozamok emelkedése jelentős kockázat
- Szűk kockázati felár

Nemzetközi infláció-kapcsolt kötvények

Legfontosabb üzenetek:

- Nőtt a beárazott infláció, a következő **5 éves átlagos drágulás Amerikában** a piac szerint **2,56%** lehet
- Ha romlanak az inflációs kilátások, csökkenni fog a reálhozam, ami kedvez az infláció-indexált kötvényeknek
- 1 éven **7,49% körüli teljesítmény** várható
- Historikusan magas az aktuális ötéves **reálhozam (1,55%)**



Az első negyedévben **38 bázisponttal csökkent** az amerikai 5 éves reálhozam, ennek hatására **2,78%-os nyereséget termelt** az infláció-kapcsolt kötvények indexe.

Az infláció-kapcsolt kötvényekkel a reálhozamra

vonatkozó kitettséget tudunk portfólióba venni, amit annak historikusan magasnak mondható szintje indokol; a piac 1,55%-os előretekintő 5 éves reálhozamot áraz.

Az árazások alapján az Egyesült Államokban most **2,56%-os átlagos ötéves inflációval számolnak** a befektetők. A nominális kötvényekhez képest akkor teljesíthet jobban az eszközosztály, ha a realizált infláció a következő 5 éves időtávon meghaladja ezt a számot, ami a vámháború következtében meg is megtörténhet. Viszonyításképp **2022 márciusában** még úgy gondolták, hogy ez az érték **3,59% lesz**.

Úgy gondoljuk, hogy a jegybank tovább lazítja a kondíciókat a gazdasági növekedés megőrzése érdekében. Ugyan végleges GDP adatokat még nem láttunk az első negyedévre, de a GDPNow - 2,8%-os becslése megrémisztette a piacokat. Az infláció-kapcsolt kötvények kockázata a reálhozamok emelkedésében rejlik, ami az elmúlt negyedévben nem valósult meg, így jól teljesített ez az eszközosztály.

A reálhozamok jelentős növekedésére továbbra sem számítunk, mivel az azt jelentené, hogy a FED leáll a lazítással, esetleg szigorítani kezdene. A piac abszolút az ellentétét árazza a friss GDP adatok óta és a FED sem kommunikál másképp.

A reálhozam másik komponensében, az inflációban valószínűbbnek tűnik az emelkedés, a korábban említett új vámrendeletek miatt, amit a FED prognózisa is alátámaszt, miszerint megemelték az idei inflációs várakozásukat. Ez a folyamat, a reálhozamok beszűkülése kedvezne az infláció-kapcsolt állampapíroknak.

A reálhozamok kb. **30 bázispontos** csökkenésével számolva **egyéves időtávon, 2,57%-os** inflációval **7,49%** lehet az eszközosztály nominális teljesítménye.

Előnyök

- Magas aktuális reálhozam, profitálhat annak csökkenéséből
- Optimista piaci inflációs várakozások, van tér ezek emelkedésére
- Új vámrendeletek inflatorikus kimenetei

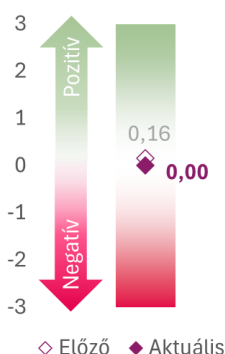
Hátrányok

- Recesszió, kemény landolás esetén vártnál jobban csökkenő infláció
- Jelentős kamatkockázat, kamatérzékenység

Európai befektetési kategóriás kötvények

Legfontosabb üzenetek:

- Az EKB kétszer, a FED egyszer sem vágott kamatot az elmúlt negyedévben
- Preferált befektetési kategória, a historikusan szűk spreadek miatt
- 1 éven **1,9% körüli teljesítmény** várható



Euróban számítva **-1,21%-os eredménnyel** zárta a 2025-ös első negyedévet az európai kötvényindex, alul teljesítve az amerikai kötvényeket. Az első negyedévben a német hozamok kb. 30 bázisponttal emelkedtek, szemben a tengerentúli 20-

30 bázispontos csökkenéssel.

A befektetők egyéves időtávon további, körülbelül 10 bázispontos hozamemelkedést áraznak az 5 éves német állampapírra vonatkozóan, ebben az esetben (a kockázati felárak mérsékelt emelkedése mellett) becslésünk szerint **1,7%-os teljesítményt érhet el az eszközosztály** 2026 első negyedévéig bezárólag.

A befektetők további kamatcsökkentést áraznak; a piaci szereplők szerint 2025 végére az EKB effektív átlagos kamatrátája 2% körül alakulhat. A jelenlegi szint 2,5%, azaz kettő kamatvágást áraz a piac.

Az MBH Elemzési Centrum [előrejelzése](#) alapján a központi bank **2025 végére szintén** még kétszer csökkentheti az irányadó kamatot **2,00%-ra**, és ezt a szintet **2026 végéig fenntarthatja**.

Ami felzavarhatja az állóvizet, az a német kormány költekezése, az adóssághék lazítása. Ez a program mindenképp jót tenne a gazdaságnak, ezzel levinné a nyomást az EKB válláról a sürgető kamatvágásokkal. FED-nél viszont jelenleg éppen az ellenkező helyzet állhat elő, a romló gazdasági adatok lépéskényszerbe helyezhetik az Egyesült Államok jegybankját.

A bejelentés az államkötvények széles körét érintette Európában, és jelentősebb hozamemelkedéssel járt. Másik meghatározó esemény lehet a közeljövőben az orosz – ukrán konfliktus lezárása, ami szintén segítheti a környező országok gazdasági kilátásait. Az európai befektetési kategóriás vállalatok kockázati prémiuma az észak-amerikai szegmenshez képest kedvezőbb, ugyanakkor továbbra is saját historikus átlaga alatt forog.

Előnyök

- Hosszú hozamok csökkenéséből profitálhat, az EKB megtette az első lépéseket
- Erős gazdasági kilátások
- Béketárgyalások folyamatosan zajlanak

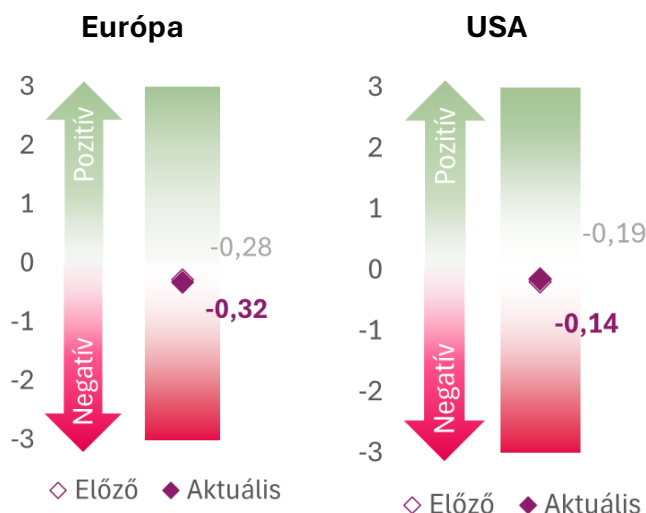
Hátrányok

- Hosszú hozamok emelkedése jelentős kockázat
- Negatív inflációs kockázatok esetén az EKB nehéz helyzetbe kerül
- A politikai kockázatok nem szűntek meg

Amerikai és európai magas hozamú kötvények

Legfontosabb üzenetek:

- A szűk kockázati felár sérülékenységet jelent
- **Észak-Amerikában 7,2%, Európában 4,7%** körüli teljesítmény várható



(USA 7,7%; EU 6,0%) rendelkeznek. 2025 elején az európai index 9%-kal, míg az amerikai 8,8%-kal zárt magasabban az év eleji árfolyamához képest. A pozitív teljesítmény mögött elsősorban a magasabb felhalmozott kamat keresendő. Másodsorban pedig a kockázati felárak beszűkülése megtorpan, ami nem segítette az eszközosztályt. A fejlett piaci állampapírhozamok vegyes képet mutattak, a magas hozamú kötvények mérsékelt kamatérzékenysége miatt felülteljesítették a befektetési kategóriás társaikat Európában, alul az Egyesült Államokban.

A befektetők látszólag optimisták maradtak a vállalatok eredményességét illetően. A **kockázati felár Amerikában 306, Európában 320 bázispont**. Ez lényegesen elmarad a historikus **átlagnak mondható 450-es** szinthez képest.

Előrejelzésünk szerint az **USA** magas hozamú kötvénypiac **egyéves időtávon 7,2%-os** teljesítményt produkálhat, míg az **eurós** kockázatosabb kötvénycsoport **4,7%-ot érhet el**. Ezek a kockázati felárak (spread) átlaghoz való enyhe visszatérését és az állampapírhozamok csökkenését feltételezik.

A befektetési kategóriás kötvényekkel ellentétben a magas hozamú kötvények kisebb kamatérzékenységgel (**átlagos duration USA: 3,39; EU: 2,94**), magasabb kockázati felárral és magasabb átlagos lejáratig számított hozammal

Előnyök

- Ha fennmaradnak a pozitív növekedési kilátások, nem tágul a spread, jól teljesíthet az eszközosztály

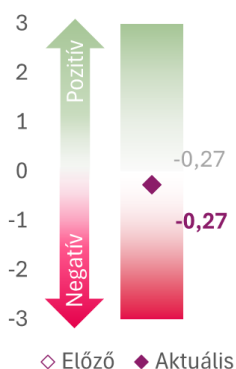
Hátrányok

- A magas kamatkörnyezet begyűrűző hatásaira érzékenyebb a mögöttes vállalatok gyengébb minősége miatt
- Szűk kockázati felár

Dollárban/euróban denominált fejlődő piaci kötvények

Legfontosabb üzenetek:

- Alacsony hozamprémium az amerikai kötvényeken felül
- Jelentősen veszített vonzerejéből a korábbi évekhez képest



1 éves időtávon a kockázati felár átlaghoz való visszatérésével számolva, oldalazó dollárhozamokkal kalkulálva teljesítmény **3,7% körül alakulhat.**

A dollárban denominált fejlődő piaci vállalati kötvények pozitív

tartományban, **5,8%-os emelkedéssel kezdték a 2025-es évet.** Az állampapírhozamok csökkentek, a kockázati felárak stagnáltak az első negyedévben, így az eszközosztály csak a fejlett piacokénál magasabb lejáratig számított hozamnak köszönhetette a teljesítményt.

Az eszközosztály előnye, hogy potenciálisan kedvezőbb dollárban vett teljesítményhez juthatnak a befektetők, ezért cserébe vállalják a feltörekvő országokhoz tartozó magasabb kockázatokat. A negyedév végi piaci árazás összességében semleges képet mutat, azonban a kockázati felár – hasonlóan a globális kötvénypiacok egészéhez – itt is kifejezetten alacsony. A befektetési kategóriás, feltörekvő piaci vállalati kötvények az utóbbi 15 éves 3,1%-os átlaghoz képest **csupán 2,2%-kal forognak az amerikai állampapír-hozamok felett.**

Előnyök

- Amerikai állampapírokét meghaladó lejáratig számított hozam lehetősége

Hátrányok

- Hosszú USA hozamok emelkedése jelentős kockázat
- Szűk kockázati felár

Részvények: Korrekció vagy egy medve piac kezdete – ez a nagy kérdés

Izgalmakkal teli első negyedéven vagyunk túl a részvénypiacokon: az S&P 500 március 24-én 1,72%-kal, a technológiai fókuszú Nasdaq 3,79%-kal zárt 2024 év végi szintje alatt, ami az elmúlt 5 évben megszokott robosztus teljesítményhez képest igen gyengének mondható. A korábban értékeltség alapon kedvezőbbnek ítélt, de a növekedési kilátások romlására érzékenyebb kis méretű vállalatokat tömörítő Russell 2000 sem remekelt; 5,48%-ot esett idén. A Trump által gerjesztett bizonytalanság hatására jelentősen romlott a befektetői bizalom, és ez nem csak az erre vonatkozó szentiment indikátorban, hanem a részvények árazásában is meglátszik: mérséklődött a tengerentúli értékeltség. A legfontosabb kérdés az lesz, hogy folytatódhat-e a szétváló részvénypiaci teljesítmény? Európa idén végig jobb befektetésnek bizonyulhat, mint Amerika? Az amerikai óriáscégek idén lemaradnak a szélesebben vett indextől? Úgy gondoljuk, hogy a 2023-as és 2024-es minta felborulhat, és elképzelhető egy trendfordulat.

Releváns befektetési alapok	Aleszközosztály	ISIN	Kategória
Fidelity Funds - Global Dividend Fund A-ACC-HUF (Hedged)	Globál	LU0979393062	Modelltermék
MBH Fejlett Piaci Részvény Alap	Globál	HU0000715271	Modelltermék
Fidelity Funds - America Fund A-ACC-USD	Észak-Amerika	LU0251131958	Modelltermék
Generali Mustang Amerikai Részvény Alap A sorozat	Észak-Amerika	HU0000705603	Shortlist
Allianz GEM Equity High Dividend CT (EUR)	Fejlődő piacok	LU0293313671	Modelltermék
MBH Közép-Európai Részvény Alap	Közép-Kelet Európa	HU0000702717	Shortlist
HOLD Részvény Befektetési Alap	Globál, KKE fókusz	HU0000702022	Shortlist

Egyedi részvény- és régiós index ajánlások

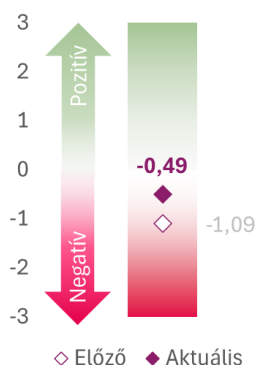
Az MBH Befektetési Bank részvényelemzői csapata folyamatosan keresi és publikálja a részvénypiacokon felfedezett egyedi lehetőségeket. Az alábbi összefoglaló táblázat az elmúlt fél év részvény- és index elemzéseket tartalmazza. Az egyes ajánlásokra vonatkozó részletek megtekinthetők a sorok utolsó oszlopaiban található „Publikáció” hivatkozásra kattintva.

Termék	Publikáció dátuma	Ajánlás (Célár)	Részletek
OPUS Global Nyrt.	2024.12.13	Semleges (545 Ft)	Publikáció
Gránit Bank	2024.11.13	Vétel (17 063 Ft)	Publikáció
AutoWallis Nyrt.	2025.03.11	Vétel (225 Ft)	Publikáció
Magyar Telekom Nyrt.	2025.03.10	Vétel (1 898 Ft)	Publikáció
Waberer's International Nyrt.	2024.11.15	Vétel (5 476 Ft)	Publikáció
Masterplast	2025.03.04	Felülvizsgálat alatt	Publikáció
ALTEO	2025.03.05	Semleges (6143 Ft)	Publikáció
Richter Nyrt.	2025.03.07	Vétel (13 105 Ft)	Publikáció
BUX Index	2024.12.18		Publikáció
S&P 500 Index	2024.11.25	Vétel (6465 pont)	Publikáció
Waberer's International Nyrt.	2024.11.15	Vétel (5 476 Ft)	Publikáció
Euro Stoxx 50 Index	2024.10.17	Semleges (5190 pont)	Publikáció

Amerikai részvények

Legfontosabb üzenetek:

- Trump gazdaságpolitikája bizonytalanságot okoz
- Az AI és hatékonyságnövelő beruházások támogatják a piacot



Az **S&P 500** egyéves fair értékét **6 465 pontra becsüljük**, figyelembe véve az indexkomponensek következő öt évben várható fundamentális teljesítményét. Mai ismereteink alapján a legnagyobb növekedést

továbbra is a **nagy kapitalizációjú technológiai cégek** érhetik el, az index értékeltségének is ezek a vállalatok adják az alapját. Az index **P/E mutatója 2025 végére** az általunk kalkulált célár és fundamentális javulás alapján **25,7-re csökkenhet**. Jelenleg az **S&P 500 P/E mutatója kb. 27**, ami meghaladja a történelmi átlagot.

A növekedési és értékalapú részvények közötti teljesítménykülönbség továbbra is jelentős. A **Russell 1000 Growth** index az elmúlt évtizedben évente több mint **7%-kal múlta felül** a **Russell 1000 Value** indexet. Ez a trend **folytatódott 2024-ben** is, amikor a növekedési részvények felülteljesítettek.

A **Trump-adminisztráció** kereskedelempolitikai intézkedései **bizonytalanságot okoznak** a piacokon. A vámokkal kapcsolatos aggodalmak miatt az amerikai fogyasztói bizalom négyéves mélypontra süllyedt márciusban. Az **adócsökkentések pozitív hatással lehetnek** a vállalati eredményességre, azonban a protekcionista intézkedések és az inflációs nyomás hosszú távon kedvezőtlenül érintheti a **kisebb kapitalizációjú és magas tőkeáttétellel** (átlagnál nagyobb eladósodottság) működő vállalatokat. Emellett

az **erősödő dollár** negatívan befolyásolhatja az exportorientált cégeket, mivel az **S&P 500** vállalatainak bevételeinek **30%-a külföldről származik**, azonban a szektorok közötti szórás nagy, míg a közművek bevételek alig 1%-át realizálják külföldön, addig a **technológiai cégek közel a 70%-át**.

A részvényt piacot továbbra is támogatják a mesterséges intelligenciával kapcsolatos beruházások és a vállalati folyamatok hatékonyságának növelése. A befektetők különösen a technológiai fókuszú vállalatokra összpontosítanak. A közeljövőben fontos lázmérője lesz az amerikai piacnak az, hogy ezek a beruházások hogyan és mikor fognak termőre fordulni.

Az amerikai gazdaság vegyes jeleket mutat. A munkanélküliség stabil, az infláció éves szinten 2,8% volt februárban. A **GDP növekedése 2024 harmadik negyedévében 3,1% volt**, azonban a Federal Reserve 2025-re 1,7%-os növekedést prognosztizál.

Előnyök

- Erős technológiai szektor: AI és digitalizáció miatt folytatódhat a növekedés
- Stabil munkaerőpiac: A foglalkoztatottság nem romlik, kisvállalati optimizmus növekszik

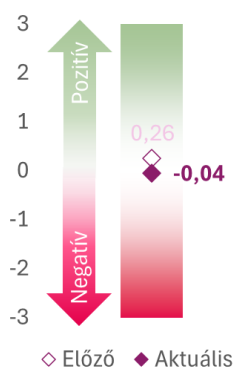
Hátrányok

- Túlértékeltség jeleit mutató piac: Az S&P 500 P/E mutatója meghaladja a historikus átlagot
- Politikai bizonytalanság: Vámok és adópolitika hosszú távon negatív lehet
- Erős dollár: Az exportorientált cégek számára kedvezőtlen

Európai részvények

Legfontosabb üzenetek:

- Idén fordult a kocka, Európa eddig felülteljesítő az USA-val szemben
- A korrekt értékeltség és osztalékhozam javít a részvénytőke megítélésén



Az októberi elemzésünk alapján az **Eurostoxx 50 egy éves várható fair értéke 5190 pont**. Azóta viszont jelentősen változott a piaci környezet, az elmúlt időszakban az 5450-es szintek környékén volt található a kurzus, jelenleg semleges

állásponton állunk az indexszel kapcsolatban.

Euróban számolva **12%-kal növekedett** az **Eurostoxx 50** részvényindex az első negyedév során. Az indexek koncentráltasága az öreg kontinensen is tetten érhető, a „**GRANOLAS**”, azaz a GSK, Roche, ASML, Nestlé, Novartis, Novo Nordisk, L'Oréal, LVMH, AstraZeneca, SAP, Sanofi adja az európai teljesítmény döntő részét.

Európában **választási csúcsév volt 2024-ben**, ami jelentős kockázati tényezőt jelentett. Ez azonban mára jelentősen lecsökkent. A német „jelzőlámpa koalíció” szétesését követően kiírt választások eredménye alapján kétpárti kormányzás jöhet, ami nagyobb stabilitást biztosíthat Európa legnagyobb gazdaságában. Ráadásul az új kormány elengedheti a szigorú adósságfék szabályozást, jelentős védelmi- és infrastruktúra fejlesztések indulhatnak, valamint a szabályozói környezetet is lazíthatják, amely lépések segíthetnek a gazdaság felpörgetésében. Franciaország esetében szintén folyamatos kormányválság jellemezte a tavalyi évet, az idei évben viszont mintha javulni látszana a helyzet. Donald Trump politikája **kihívás elé állítja az „Öreg kontinenst”**, hiszen az amerikai elnök jelentős vámtételeket vetett ki a szövetségeseire, valamint területi igényeket hangoztat. Ezek szoros együttműködésre készíthetik a

kontinens országait, megindulhatnak jelentősebb beruházási programok akár nemzetállami, de akár Uniós szinten is. Az orosz-ukrán háborúban óvatos puhatolózások, tárgyalások indultak a fegyverszünet előmozdítása érdekében, azonban eddig nem történt igazi előrelépés. A **konfliktus lezárása kedvező hatással lehetne** az európai tőkepiacokra. Az Eurostoxx 50 **P/E rátája jelenleg 16**, ami elmarad az index 10 éves átlagától (19). Látva a főbb indexelemek elmúlt években elért növekedését, **nem tűnik drágának Európa**. Ugyanakkor fontos szempont, hogy a kontinens szinte mindig **diszkonttal forog** az USA részvényeihez viszonyítva. Ennek számos oka lehet: alacsonyabb az innováció; az ipar és vegyipar nagyobb súlya, azaz az iparági kitettség merőben eltérő; alacsonyabb likviditás; Európa **alacsonyabb növekedési üteme**, illetve egyes ágazatok szigorúbb szabályozási környezete. Az idei évben azonban eddig felülteljesítő Európa az USA-val szemben. Az amerikai piacokon tapasztalható bizonytalanság (Trump vámháborújának hatására felerősödő recessziós félelmek) és az európai **pénzcsapok megnyitásával** kapcsolatos várakozások tovább hajthatják a nyugat-európai tőzsdéket. A jelenlegi gazdasági-, politikai környezetben a német **DAX index 15%-kal ugrott** meg 3 hónap alatt. De megindult a francia **CAC40** is, az év eleje óta körülbelül **10%-ot emelkedett** az árfolyam.

Előnyök

- Kedvezően alakuló inflációs folyamatok
- Korrekt értékeltség és osztalékhozam
- Beruházások szintjének várható növekedése

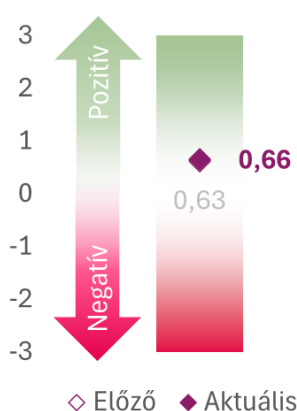
Hátrányok

- Hosszútávon gyenge növekedési kilátások
- Növekedésre érzékeny, ciklikus piac
- Geopolitikai kockázatok

Feltörekvő piaci részvények

Legfontosabb üzenetek:

- Továbbra is a fejlett piacokat meghaladó GDP növekedés várható
- Az értékeltség változó: vannak drágább (India) és olcsóbb (KKE) régiók
- Hosszú távon a dinamikusabb növekedés, korrekt értékeltség és magas osztalékhozam átlagon felüli hozamot biztosíthat



6%-ot meghaladó emelkedést mutatott eddig az idei év során az MSCI Emerging Markets index dollárban kifejezve. A kínai Hang Seng index 16,4%-ot erősödött. A január közepe óta tartó

rallyt elsősorban a technológiai cégek hajtották. Kína esetében az optimizmust egyrészt a relatív alulértékeltség, a várakozásokhoz képest talán visszafogottabb amerikai vámpolitika és újabb fogyasztásélénkítő kormányzati intézkedésekhez kapcsolódó várakozások erősíthetik, de fontos tényezők lehetnek az országban folyó mesterséges intelligencia fejlesztések (pl. DeepSeek) és az ezekkel szembeni elvárások is. A kínai tőzsdéhez hasonlóan a felülteljesítők közé tartoznak a közép-európai tőzsdék, a **BUX 15%-kal**, a varsói **WIG 27%-kal emelkedett az első negyedév során**. A közép-kelet-európai részvényeknek jót tesz, hogy Németország az adósságfék lazításával növelheti a kormányzati költségeket. A lépés segíthet a német gazdaság felpörgetésében, amiből, a német piaccal szoros kapcsolatban álló gazdaságok, mint például a lengyel vagy a magyar, profitálhatnak.

Az **MSCI Emerging Market** index jelenleg **15,2-es P/E**-n forog, de a **hazai BUX** (és a KKE régió egésze is) **olcsónak** mondható. A **BUX P/E** mutatója kb. 7,5, míg a hosszabb távú átlaga a 10-szeres érték körül ingadozott a múltban.

Továbbra is azt gondoljuk, hogy a **KKE régió relatív olcsó**, ami jó hosszú távú befektetési célponttá teszi. Az IMF prognózisa szerint a régió **GDP növekedése 2025-ben elérheti a 2,2%-ot**. A fejlődő piacok **aggregált GDP növekedése 2025-ben és 2026-ban elérheti a 4,2-4,3%-ot**. A növekedés motorja főként az erős belső kereslet lehet, amit a KKE régióban a német kormányzati költségek növekedése támogathat.

Előnyök

- A fejlett piacokhoz képest kedvezőbb növekedési potenciál
- Korrekt értékeltség és magas osztalékhozam
- Hosszú távú demográfiai folyamatok

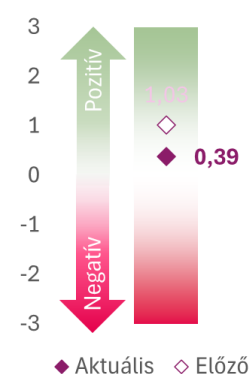
Hátrányok

- Globalizációs folyamatok lassulása, „Reshoring”
- Politikai kockázatok, kevésbé befektetőbarát tőkepiaci szabályozás
- Fejlett piacokhoz képest magasabb volatilitás

Hazai részvények

Legfontosabb üzenetek:

- Továbbra is a közép-kelet-európai régió egyik legjobban teljesítő indexe a BUX
- A történelmi magasságokban lévő index továbbra is kedvező értékeltségen forog
- Néhány egyedi részvény hajtja a hazai piacot, mint például a Magyar Telekom és az OTP



Március végén ismét történelmi csúcsra kapaszkodott a **BUX, 90.000 pontot** is meghaladta hazai tőzsdeindex eddigi legmagasabb értéke. Az **első negyedév** során **14,6%-ot** emelkedett a hazai börze és ezzel a teljesítménnyel a közép-kelet-európai régióban a jobban teljesítő indexek közé tartozott. A BUX mozgásáért továbbra is leginkább a blue-chipek a felelősek, azon belül is az **OTP Bank** részvényeinek súlya a legnagyobb, megközelíti a **40%-ot**, és az adott negyedév során **17,9%-os** teljesítménye erősen fölfelé hajtotta a BUX index árfolyamát. A bankrészvény értékeltségét tekintve 6.3x P/E szorzón forog, amely lényegesen alacsonyabb a versenytársak átlagánál. A **Magyar Telekom** csupán 7% körüli súllyal rendelkezik az indexben, de a **36,7%-os negyedéves emelkedése** szintén nagyban hozzájárult a BUX Q1-es emelkedéséhez. Az index pozitív irányú negyedéves mozgásához a **MOL** is hozzájárult. A kicsit több, mint **22%-os**

súlyával az indexkorárban szintén egy meghatározó blue-chip, és a maga **7,7%-os negyedéves árfolyam emelkedése** is figyelemre méltó teljesítmény.

A BUX index a történelmi magasságokban tartózkodó árfolyam ellenére továbbra is **alacsony értékeltségi szinteken** tartózkodik, hiszen az idei évben stabilan **7,5x körüli P/E mutató jellemzi**, mely jelentősen elmarad a historikus átlagnak tekinthető 10x értéktől. Ez továbbra is komoly felértékelődési potenciált is jelenthet a jövőben.

A hazai blue-chipek közül jelenleg a **Telekomra** és a **Richterre** vonatkozóan is rendelkezünk egy éves **célárral, ezek rendre 1898 és 13105 forint.**

Előnyök

- A fejlett piacokhoz képest kedvezőbb növekedési potenciál
- Alacsony értékeltség

Hátrányok

- Politikai kockázatok, kevésbé befektetőbarát tőkepiaci szabályozás
- Fejlett piacokhoz képest magasabb volatilitás
- A magyar piacot enyhe likviditási diszkont jellemzi a vezető nyugati piacokhoz képest

Alternatív befektetések: jók lesznek az abszolút hozamú alapok

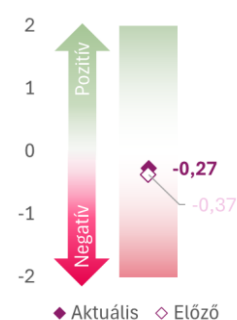
A portfóliók központi részét képező részvény- és kötvénykitettségekkel vett jellemzően alacsony korrelációjuk miatt az alternatív befektetések értékes részét képezhetik egy hosszú távú befektetési portfóliónak. Az együtt mozgás mértéke és iránya ugyan gazdasági ciklusonként eltérő lehet, kellően hosszú időtáv (jellemzően 5+ év) mellett gyakran megvalósul a pozitív diverzifikációs hatás.

Releváns befektetési alapok	Aleszközosztály	ISIN	Kategória
MBH Arany Alapok Alapja A sorozat	Árúpiac - Arany	HU0000709290	Modelltermék
MBH Aktív Alfa Abszolút Hozamú Származtatott Alap	Abszolút hozamú	HU0000714225	Shortlist
Generali Spirit Abszolút Származtatott Alap A sorozat	Abszolút hozamú	HU0000706833	Shortlist
VIG Alfa Abszolút Hozamú Befektetési Alap	Abszolút hozamú	HU0000703970	Shortlist
Accorde Eklektika Alapok Alapja A sorozat	Abszolút hozamú	HU0000716519	Modelltermék
Magyar Posta Takaréknegyedéves Ingatlan Alap	Ingatlan	HU0000713482	Modelltermék
PIMCO Strategic Income Fund E USD CAP	Vegyes alap	IE00BG800R07	Shortlist
HOLD 2000 Nyíltvégű Alap A sorozat	Vegyes alap	HU0000701693	Shortlist

Arany

Legfontosabb üzenetek:

- 2024 után, 2025 első negyedévének is az egyik **legjobban teljesítő eszköze** volt
- Európai és amerikai befektetők is aranyvásárlók voltak
- A **csökkenő reálhozam** és **gyengülő dollár** kedvező lehet



Az idei évben **15%-ot emelkedett** a nemesfém árfolyama, új történelmi csúcsra törve, ezzel az egyik legjobb befektetésnek bizonyult eddig 2025-ben. Az emelkedés háttérében az Egyesült Államokban lévő **kiszámíthatatlan fiskális**

politika miatti bizonytalanságok, a csökkenő reálkamat és a gyengülő dollár lehetett.

Az arany iránti kereslet mind a **jegybankok**, mind pedig a **lakossági** befektetők körében erős volt, ez **támaszt biztosít a nemesfémnek** és a trend 2025 további részében is fennmaradhat. Ugyanakkor az előző évhez hasonló kiemelkedő teljesítményt nem várunk, valószínűbbnek tűnik egy tartományon belüli mozgás középtávon. A még mindig magas **reálhozam és a dollár túladottsága ront az arany vonzerején**, míg ezen paraméterek javulása kedvező számára.

Szintén kérdéses a geopolitikai folyamatok kimenetele, hiszen Trump egy „békésebb” világot ígért és már meg is kezdte a békére való próbálkozásokat az orosz-ukrán háború kapcsán, ami visszafoghatja a menekülőeszközként is funkcionáló arany emelkedését.

Úgy gondoljuk, hogy van tér a további reálhozam-csökkenésre és Trump tervei között van a **dollár árfolyamának kordában tartása** is. A geopolitikai feszültségek gyors lezárása kapcsán szkeptikusak vagyunk, egy esetleges békekötéssel együtt sem biztos, hogy a korábban kiszabott szankciók visszavonásra kerülnének.

Előnyök

- Nominális- és reálkamat csökkenés rövidtávon
- Trump dollár gyengítési terve

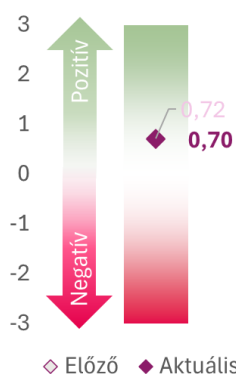
Hátrányok

- Magas hosszú távú reálkamat
- Jegybanki vásárlások csökkenése
- Spekulatív befektetők rövid távon profitot realizálhatnak

Abszolút hozamú stratégia

Legfontosabb üzenetek:

- Nőtt a volatilitás a kiszámíthatatlan fiskális politika miatt
- Az alapkezelők profitálhattak a volatilis részvénytőzsról, ha megfelelő pozíciókat vettek fel



Az első negyedévben az utóbbi időben igencsak „furcsa”, **negatív 2%-os teljesítményt** figyelhettünk meg az amerikai részvénytőzsről. A befektetők egyelőre azt próbálják árazni, hogy Trump mit lenget be a következő nap, majd azt

mikor vonja halasztja el, esetleg vonja vissza. Ezeknek a sokszor csak retorikai hatások erősen rángatják a globális tőzsdéket. A bizonytalan környezet miatt sokan köszönték szépen és a kedvező kötvényhozamokat kihasználták és átpártoltak a részvénytőzsről, aminek hatására a hozamok csökkeni tudtak.

Mindennek márgójára **megmaradt** a részvénytőzsi **volatilitás (VIX december végén: 17,21; március végén 17,59)**, amihez elegendő volt annyi, hogy Németország végre hajlandó elkezdni a költségvetési költségek csökkentését és persze az is, hogy az amerikai kormány teljesen kiszámíthatatlan viselkedését a legtöbben inkább meg sem próbálják megfogni, inkább más befektetési sztorik után néztek. Ennek pedig eddig az lett az eredménye, hogy a piacot igazából nem dominálja sem a szisztematikus (teljes piacot érintő), sem az egyedi kockázat, még akkor sem, ha a VIX egyébként márciusban a 30-as érték felé vette az irányt. A FED a legutóbbi kamatdöntő ülésén ugyan **növekvő inflációt és csökkenő GDP-t vetített előre**, azonban megnyugtatta a piacokat, hogy ez még mindig egy gazdasági bővülés, azaz nem recesszió. A tervezett ideiglenes kamatpályán, ami 2 darab kamatvágást takar nem módosított. Mindezek mellett bejelentette, hogy lassítja a

kötvényértékesítési programját, ami kisebb nyomást tehet azok hozamára, kevésbé vonzóvá téve a piac számára.

Az óvatosabb befektetők a hazai **pénzpiaci hozamokkal** forintban **1%-ot tehettek zsebre** az első negyedévben. A jegybanki feltételek folyamatos lazulásával egyre kevésbé lesz vonzó a hozaméhes befektetők számára az alacsony volatilitással elérhető pénzpiaci hozam, így megnyílik a tér az többletkockázat vállalás előtt – potenciálisan abszolút hozamú alapokkal.

Az **észak-amerikai részvénytőzsi értékeltsége csökkent**, a korrekciónak köszönhetően. Ellenben jól teljesítettek a **defenzív szektorok**, a kockázatok miatt, és a KKE régió, a lehetséges békekötés hírére. Az ügyes abszolút hozamot vezetőik ezeket a folyamatokat könnyen az alapjuk javára fordíthatták.

Ugyan jelenleg még a **pénzpiacon is várhatóan infláció feletti hozamot** érhetünk el forintban a következő egyéves időszak alatt, azonban az előző hónapokban a megemelkedett inflációs adatok hatására ez az olló tovább szűkült. A megfelelő kiválasztással, jól kezelt, **abszolút hozamú stratégiát** követő befektetési alapok számára ez optimális időszak lehet a **benchmark feletti teljesítmény** elérésére.

Előnyök

- Meglévő portfólió diverzifikációjára alkalmas eszközosztály, jellemzően alacsony részvénykorrelációval
- Gyors piaci reakcióképesség
- Trendforduló esetén jól teljesíthet

Hátrányok

- Nehezen becsülhető teljesítmény
- A portfólió összetétele kizárólag az alapkezelő aktuális döntésein múlik
- Pénzpiacit meghaladó volatilitás

Fókuszban lévő befektetési alapok

Befektetésialap-kínálatunkat folyamatosan naprakészen tartjuk, kiválasztva a historikus teljesítményük, valamint hozzájuk fűzött várakozásaink alapján preferált termékeket. Modelltermék kategóriába soroljuk az aktuális Advisory Mintaportfóliókban szereplő befektetési alapokat. A Shortlist megjelöléssel ellátott termékkör bár nem része a mintaportfólióknak, a termékek jellegzetességei miatt kiemeljük saját aleszközosztályának termékei közül. A listát havonta frissítjük és figyelembe vesszük a termékek mögöttes piacaira vonatkozó elemzői várakozásainkat, valamint a termékek azon sajátos paramétereit is, amik mentén jobb kilátásokat társíthatunk hozzájuk, mint versenytársaikhoz. Abban az esetben lehet érdemes Shortlist jelöléssel ellátott terméket választani, ha az adott kitétségre nincs elérhető Modelltermék, vagy az valamilyen egyedi szempont miatt nem fér össze a kívánt portfólióval.

Pénzpiac és Kötvények

Releváns befektetési alapok	Aleszközosztály	ISIN	Kategória
MBH Bonitas Alap A sorozat	Pénzpiaci	HU0000702725	Modelltermék
MBH Bázis Hazai Rövid Kötvény Alap A sorozat	Hazai rövid kötvény	HU0000702691	Modelltermék
MBH Hazai Hosszú Kötvény Alap	Hazai hosszú kötvény	HU0000702709	Modelltermék
Fidelity Funds - Global Inflation-linked Bond Fund	Fejlett piaci kötvény	LU0353649279	Modelltermék
MBH Fejlett Piaci Vállalati Kötvény Alap	Fejlett piaci vállalati kötvény	HU0000723473	Shortlist
Franklin U.S. Government Fund N (acc) USD	Amerikai állampapír	LU0128529913	Shortlist

Részvények

Releváns befektetési alapok	Aleszközosztály	ISIN	Kategória
Fidelity Funds - Global Dividend Fund A-ACC-HUF (Hedged)	Globál	LU0979393062	Modelltermék
MBH Fejlett Piaci Részvény Alap	Globál	HU0000715271	Modelltermék
Fidelity Funds - America Fund A-ACC-USD	Észak-Amerika	LU0251131958	Modelltermék
Generali Mustang Amerikai Részvény Alap A sorozat	Észak-Amerika	HU0000705603	Shortlist
Allianz GEM Equity High Dividend CT (EUR)	Fejlődő piacok	LU0293313671	Modelltermék
MBH Közép-Európai Részvény Alap	Közép-Kelet Európa	HU0000702717	Shortlist
HOLD Részvény Befektetési Alap	Globál, KKE fókusz	HU0000702022	Shortlist

Alternatív és Vegyes alapok

Releváns befektetési alapok	Aleszközosztály	ISIN	Kategória
MBH Arany Alapok Alapja A sorozat	Árúpiac - Arany	HU0000709290	Modelltermék
MBH Aktív Alfa Abszolút Hozamú Származtatott Alap	Abszolút hozamú	HU0000714225	Shortlist
Generali Spirit Abszolút Származtatott Alap A sorozat	Abszolút hozamú	HU0000706833	Shortlist
VIG Alfa Abszolút Hozamú Befektetési Alap	Abszolút hozamú	HU0000703970	Shortlist
Accorde Eklektika Alapok Alapja A sorozat	Abszolút hozamú	HU0000716519	Modelltermék
Magyar Posta Takarékos Ingatlan Alap	Ingatlan	HU0000713482	Modelltermék
HOLD 2000 Nyíltvégű Alap A sorozat	Vegyes alap	HU0000701693	Shortlist

Egydevizás Advisory Mintaportfóliók

Alap	Deviza	ISIN	Konzervatív	Kiegyensúlyozott	Dinamikus
Budapest Bonitas Alap	HUF	HU0000702725	20,0%	10,0%	7,5%
MBH Bázis Hazai Rövid Kötvény Alap	HUF	HU0000702691	10,0%	5,0%	0,0%
VIG Fejlett Piaci Államkötvény Befektetési Alap - A sorozat	HUF	HU0000702477	2,5%	5,0%	7,5%
MBH Fejlett Piaci Vállalati Kötvény Alap HUF sorozat	HUF	HU0000723473	7,5%	7,5%	5,0%
MBH Hazai Hosszú Kötvény Alap	HUF	HU0000702709	5,0%	10,0%	10,0%
Fidelity Funds - Global Dividend Fund A-ACC-HUF (Hedged)	HUF	LU0979393062	10,0%	12,5%	15,0%
MBH Fejlett Piaci Részvény Alap HUF sorozat	HUF	HU0000701552	5,0%	10,0%	12,5%
Fidelity Funds - America Fund A-ACC-HUF (Hedged)	HUF	LU0979392684	5,0%	7,5%	10,0%
MBH Közép-Európai Részvény Alap	HUF	HU0000702717	0,0%	2,5%	5,0%
VIG Feltörekvő Piaci ESG Részvény Befektetési Alap A sorozat	HUF	HU0000705272	2,5%	5,0%	7,5%
Budapest Arany Alapok Alapja A sorozat	HUF	HU0000709290	10,0%	10,0%	10,0%
Accorde Eklektika Alapok Alapja A sorozat	HUF	HU0000716519	7,5%	5,0%	5,0%
Magyar Posta Takaréknegyedéves Ingatlan	HUF	HU0000713482	15,0%	10,0%	5,0%

Alap	Deviza	ISIN	Konzervatív	Kiegyensúlyozott	Dinamikus
MBH Bonitas Dollár Kötvény Alap	USD	HU0000708052	20,0%	12,5%	7,5%
MBH Dollár Rövid Kötvény Alap USD sorozat	USD	HU0000711668	17,5%	7,5%	5,0%
Franklin U.S. Government Fund N (acc) USD	USD	LU0128529913	2,5%	5,0%	5,0%
Fidelity Funds - Global Inflation-linked Bond Fund A-ACC-USD	USD	LU0353648891	5,0%	7,5%	7,5%
MBH Fejlett Piaci Vállalati Kötvény Alap USD sorozat	USD	HU0000723499	2,5%	7,5%	7,5%
Fidelity Funds - Global Dividend Fund A-ACC-USD	USD	LU0772969993	10,0%	12,5%	15,0%
MBH Fejlett Piaci Részvény Alap USD sorozat	USD	HU0000715271	5,0%	10,0%	12,5%
Fidelity Funds - America Fund A-ACC-USD	USD	LU0251131958	5,0%	7,5%	10,0%
MBH Dinamikus Európa Részvény Alap USD sorozat	USD	HU0000725700	0,0%	2,5%	5,0%
MBH Feltörekvő Piaci Részvény Alap USD sorozat	USD	HU0000725684	2,5%	5,0%	7,5%
Franklin Gold And Precious Metals Fund N (acc) USD	USD	LU0496369116	5,0%	5,0%	5,0%
MBH Aktív Alfa Dollár Alapba Fektető Alap	USD	HU0000715354	5,0%	2,5%	2,5%
Takarék Dollár Ingatlan Alapok Alapja	USD	HU0000720792	20,0%	15,0%	10,0%

Alap	Deviza	ISIN	Konzervatív	Kiegyensúlyozott	Dinamikus
MBH Bonitas Euro Kötvény Alap	EUR	HU0000707138	20,0%	12,5%	7,5%
MBH Bázis Euró Alapba Fektető Alap EUR sorozat	EUR	HU0000715339	15,0%	5,0%	2,5%
Accorde Eurobond Alap	EUR	HU0000731880	2,5%	5,0%	5,0%
Fidelity Funds - Global Inflation-linked Bond Fund A-ACC-Euro (hedged)	EUR	LU0353649279	5,0%	7,5%	7,5%
MBH Fejlett Piaci Vállalati Kötvény Alap EUR sorozat	EUR	HU0000723481	2,5%	7,5%	7,5%
Fidelity Funds - Global Dividend Fund A-ACC-EUR (Hedged)	EUR	LU0605515377	10,0%	12,5%	15,0%
VIG OPPORTUNITY FEJLETT PIACI RÉSZVÉNY BEFEKTETÉSI ALAP B sorozat	EUR	HU0000705918	5,0%	10,0%	12,5%
Fidelity Funds - America Fund A-ACC-EUR (Hedged)	EUR	LU0945775517	5,0%	7,5%	10,0%
MBH Közép-Európai Részvény Alap	EUR	HU0000706387	0,0%	2,5%	5,0%
Allianz GEM Equity High Dividend CT (EUR)	EUR	LU0293313671	2,5%	5,0%	7,5%
Franklin Gold And Precious Metals Fund N (acc) EUR	EUR	LU0496369389	5,0%	5,0%	5,0%
Accorde Eklektika Alapok Alapja 'B' sorozat	EUR	HU0000716501	7,5%	5,0%	5,0%
Takarék Euró Ingatlan Alapok Alapja	EUR	HU0000714969	20,0%	15,0%	10,0%

Manoj Pradhan: The US economy in the second Trump Administration

I. B-minus report card so far on policy

The four economic elements that are a material part of the second Trump administration are: Tariffs, Immigration, Deregulation and Fiscal Policy. For the long term health of the US economy, getting the fiscal position right is the most important policy step out of the four. Tolerating a recession in order to bring the deficit lower would have been an entirely acceptable trade-off from a market and economics point of view. Instead, the threat of a recession is coming from unnecessarily aggressive tariffs. If the growth downside from the tariff threat becomes apparent over the next few months, it might make the US Congress reluctant to cut the deficit. That would be a difficult position for bond markets. For now, the overwhelming attention of bond markets will be on the effects of Tariff policy on growth.

Tariffs represent an upward shift in the Aggregate Supply curve in the US (as tariffs act similarly to a tax, but on foreign producers), but they serve to shift the Aggregate Demand curve to the left for the rest of the world (because the demand for exports falls). The effect is stagflationary in the US, pushing inflation higher and growth lower. In the rest of the world, both growth and inflation will fall. That could mean the Fed has to stay cautious and may only be able to cut policy rates if it sees cracks in the labour market. Other central banks, however, will have a relatively clear rationale for easing policy rates. Will falling interest rates be able to prevent a recession in the US or other economies around the world? The chances of avoiding a recession are falling, and will fall further if other economies respond to US actions with retaliatory tariffs of their own... which could then invite further US action. A very messy situation, to say the least.

Besides the uncertainty created by tariffs, the additional uncertainty that stems from the aggressive cuts to the Federal government has also not helped. Tesla CEO Musk's Department of Government Efficiency is part of the effort to reduce spending, primarily by reducing headcount and even shutting departments. While such efforts have grabbed headlines, the actual fiscal impact has been minimal and is highly unlikely to help Bessent reduce the budget deficit by much (as we discuss below for the case of the Department of Education). The employment impact, however, needs to be monitored – more than the total number of layoffs/buyouts, the fact that the Federal government won't be hiring anyone for a while will reverse the status of the government being one of the most active employers in the labour market in recent years. Of the approximately 3 million workers employed by the Federal government, approximately 200,000 have been fired, while 75,000 have accepted a Voluntary Retirement Scheme proposed by Musk. The official number of layoffs for 2025 (as of late February) is only about 30,000 because of lawsuits and notice periods. In percentages, 275,000 workers account for about 9% of the Federal government workforce and just above 1% of the total state and Federal government workforce of approximately 23 million workers.

Immigration – a welcome relaxation of deportation: After an initial surge in deportations, the noise around immigration has softened. That is very good news for the labour market. Wage growth is still quite high, and reducing labour supply (by scaring undocumented workers in the US) would create upward stress on wages – and therefore on services inflation which is still around 4% in the US. The most recent deportations by the US administration have involved individuals who are allegedly members of a crime syndicate. If that remains the strategy, it would be a welcome development for the 13-20 million undocumented workers who must be worried about looking for work under the fear of being arrested and deported.

Deregulation – too little, not enough fiscal backing: There is still time to deliver widespread deregulation, but the performance thus far has been disappointing and the strategy to deregulation still needs fiscal help (which we expect, but has not been made public).

Deregulation has already taken place in the energy sector, but should we really expect any capex in this sector when President Trump is also trying to bring down oil prices. Interest rates are still far too high, and any kind of capex would need fiscal stimulus (through tax breaks, for example). Bank deregulation is proceeding, but (again), why would we expect banks to lend aggressively if the economy is slowing? If, on the other hand, Treasury Secretary Bessent was to provide tax incentives in other deregulated sectors, then banks would be more than willing to lend for capex in such sectors. We have not seen any such fiscal strategy yet – we need to.

Fiscal – the New York-Washing Disconnect: Secretary Bessent has been single-minded when it comes to bringing 10 year yields lower by promising to bring the fiscal balance down to 3% by 2028 (from a huge deficit of more than 6% in 2024). That, along with the clear slowdown in growth, has allowed New York, i.e., financial markets, to bring 10-year yields closer to 4%. Washington, however, seems to be blissfully unaware of these promises. Congress appears to be focussed on delivering a 'pro-growth' fiscal package (meaning bigger deficits). The strategy appears to be to use the so-called 'Reconciliation' process (which is far easier to push through Congress) to pass the budget. The timing may be the only consolation – the bill is expected to be ready for the President to sign only by October or November. Until then, Secretary Bessent's promises might be enough to keep yields low... with help from a slowing economy.

Where do Musk's efforts fall into this puzzle? The idea of reducing government inefficiency and waste is highly appealing. However, the manner in which Musk has gone about his task is appalling. The two broad strategies have been: (i) reduce as many workers as possible, and (ii) shut down departments where the administration has an ideological issue.

Government jobs have been an important part of labour market tightness. Musk's drive has already created a negative employment print in January for the US government. Since the pandemic, government employment growth has been higher than in the private sector, but this trend has begun to reverse over the last 24 months. As we stated above, the total number of layoffs announced stands at approximately 200,000 (please note that all these workers have not yet been officially declared redundant because of either lawsuits or notice periods) while the voluntary retirement buyout has been accepted by another 75,000. This accounts for approximately 9% of the total Federal workforce of approximately 3 million workers, and about 1.1% of the state and federal government workforce of over 23 million employees. The increase in employment by state governments was 132,000 workers over the last 12 months, while the Federal government had increased its employment by only 32,000 workers (including the 10,000 workers officially accounted for in February layoffs). Shutting down departments has been much harder. Take the recent attempt to shut down the Department of Education. The annual budget for the DoE was \$248 bn. for 2024. Of this budget, somewhere between 150-165 bn. are spent on educational programs. If these programs are seamlessly transferred to individually states, the savings from closing the department would be between 90-105 bn – that would amount to nearly \$1 Tr. over the next 10 years. However, shutting down a Federal Department is very difficult and a substantial part of the 90-105 bn are needed to administer these programs. The total savings from shutting the Department of Education could then turn out to be somewhere in the \$30-40 bn range annually. That is not small, but it is not big enough to make a big difference to a budget deficit that was \$1.9 trillion in 2024.

II. Where could a recession come from?

2024 was nearly perfect, but this will be impossible to replicate in 2025. Growth was 2.8% and came mostly from its most stable component, consumption. Productivity growth was high and hence high wage growth did not hurt companies. Both wage and price inflation was falling sharply so that the big budget deficit did not appear difficult to finance. Together, it all spelled out a disinflationary boom.

Where can a recession come from? We look at **three 'models' of US growth**:

Model 1: A demand-side model of rich consumers buying services, and creating jobs for lower-skilled workers – firms providing services are protected by high productivity from the high wage growth in labour markets.

Where can this model unravel? Rich consumers have \$3 tr. of savings and there are not vulnerable to fluctuations in employment and wage growth like lower income households. It is the lower income households who are highly exposed. Not only do price levels still remain high (which is why credit card balances have gone up), the risk from the Trump administration is that cuts to Social Security, Medicare or Medicaid may be executed in order to fund a renewal of the income tax cuts that are due to expire at the end of 2025.

Model 2: The policy mix – recessions happen only if both monetary and fiscal policy are very tight. Thus far, monetary policy tightening has been offset by huge fiscal deficits. What happens to the budget deficit therefore holds the key to the growth outlook (and the Fed will react accordingly as well). A smaller deficit could mark a recession because the Fed will not be able to cut policy quickly enough when inflation is still high. A bigger deficit, on the other hand (and this is looking more likely), could keep us away from a recession but it would also push all interest rates higher (the Fed might have to hike by mid-2026).

Model 3: Goods versus Services inflation: Thus far, the bulk of the decline in US (and global) inflation has come from goods inflation. Services inflation, on the other hand, shows a very high correlation to wage growth – since wage growth has remained elevated in a still-tight labour market, services inflation has remained high as well. Where are the risks? If significant tariffs are imposed, goods inflation could rise further, undoing the main source of disinflation over the last two years. If deportations resume or the fiscal deficit becomes bigger, the labour market could start tightening again, raising wage growth and then services inflation. On the other hand, if immigration remains passive and deficits become smaller, growth can slow and wage and services inflation could ease. The threat of a recession is highest if tariffs are imposed but the deficit is cut (even if it allows the Fed to ease policy).

III. Is the rest of the world calling President Trump's bluff?

The political legroom for Trump 2.0 vs 1.0

There is one massive difference between the first and the second Trump administration. In 2016, there was a very real concern that the world might have to face a Trump administration for eight years. Small deficits and low inflation allowed the first Trump administration to do almost anything with fiscal and tariff policy without repercussions.

Today, with both inflation and deficits at dangerous levels, foreign leaders are betting that retaliating against the second Trump administration can create concerns about significant losses in the Midterm elections of 2026 – that's barely 18 months away... a far more palatable period than eight years.

New faces, new strategies:

Accordingly, Canada (through its new PM Carney), Mexico (through its new President Sheinbaum) and Germany (through its new Chancellor Merz) have taken a much stronger stance against tariffs and the new geopolitical order. PM Carney's first state visit has been to the Europe rather than the US, highly unusual for Canada's leaders. Chancellor Merz is now in the

process of implementing a fiscal surge that would shore up Germany's ability to defend itself. Preparing for war is rarely only about weapons. Rather, the age-old concept of the 'Commanding Heights' of the economy becomes increasingly important – that means improving infrastructure and logistics of the economy. The end of the fiscal handbrake in Germany and the winds of change from across the Atlantic make it far more likely that such a policy will be sustained over the next four years, even through a possible setback for Republicans in the midterms.

What does a fiscally active Germany mean for Europe?

First, Vice President JD Vance's speech, and then the abrupt reversal of President Trump's position towards Ukraine/Russia sent shockwaves through European politics. The result has been a fiscal impulse that is expected to take Germany's deficit closer to 5% of GDP and its economic growth closer to 1.5% over the next 3-4 years. Such numbers are in sharp contrast to the Bundesbank's forecast of 2025 growth of just 0.3% against the backdrop of fiscal austerity imposed by a Germany Constitutional Court ruling in 2023.

What will be the economic impact on Europe?

- First, with the Euro as the common currency, the relative expansion of Germany will mean that the real exchange rate appreciates. In the simplest of terms, this will lead to a positive spillover of Germany's growth into the rest of Europe. Put more intuitively, as the German economy expands, the rest of Europe will be able to benefit from this expansion.
- Second, a pan-European position on improving defence and infrastructure capabilities within Europe will mean greater issuance of bonds to finance this effort. The joint effect of greater spending and greater issuance of bonds will raise long-term interest rates, and support the currency as well.

These developments are net positive for Europe, but only if governments also focus on using fiscal funds to improve productivity and its standing in (particularly) technology. The Draghi Report from 2024 has been reinforced in speeches by both President Lagarde and the ECB's Schnabel. Specifically, they point to a widening gap in technology between the US and Europe for the last three decades. Unless this gap is addressed, the long term future of Europe will continue to depend on fiscal injections – that is not a resources that has unlimited upside. As we know very well by now, fiscal expansions that do not deliver long term growth are questioned by markets sooner or later.

Publikációs információk

A jelen kiadvány a kiadása időpontjában érvényes.

A kiadványhoz felhasznált adatforrások:

- Bloomberg
- Magyar kamatvárakozások – MBH Elemzési Centrum, kamatpálya prognózis
- Magyar inflációs adatok - Magyar Nemzeti Bank (www.mnb.hu)
- Historikus kötvényhozamok - Economic Research, Federal Reserve Bank of St. Louis (<https://fred.stlouisfed.org/>)
- GDP várakozások – FOMC és EKB publikációk)

A kiadvány elkészítésének időpontja: 2025. év 04. hónap 04. napja 17:30 (óra:perc)

A véleményekhez használt adatok 2025. év 04. hónap 04. napjáig kerültek figyelembevételre és értékelésre.

A dokumentumot készítő elemző/k neve és beosztása:



Vince Péter
Advisory Desk vezető
MBH Befektetési Bank Zrt.



Suba Péter
Privátbanki támogató,
Bankpénzügyi elemző
MBH Befektetési Bank Zrt.

Radák Máté
Bankpénzügyi elemző
MBH Befektetési Bank Zrt.

Dina Dániel
Junior részvényelemző
MBH Befektetési Bank Zrt.

Péter Milán
Junior részvényelemző
MBH Befektetési Bank Zrt.

Weissmann Péter
Junior részvényelemző
MBH Befektetési Bank Zrt.

1. Jelen kiadványt az MBH Befektetési Bank Zrt. (székhely: 1117 Budapest, Magyar Tudósok Körútja 9. G.; cégjegyzékszám: Fővárosi Törvényszék Cégbírósága, Cg. 01-10-041206; tev. eng. sz. III/41.086/2002., EN-III/M-608/2009.; felügyeleti hatóság: Magyar Nemzeti Bank 1013 Budapest, Krisztina krt. 55.sz.; továbbiakban: a Bank) készítette.

2. Jelen kiadvány a 2014/65/EU irányelv, és a Bizottság (EU) 2017/565 felhatalmazáson alapuló rendelete alkalmazásában marketingközleménynek minősül. Felhívjuk a figyelmet arra, hogy a jelen kiadvány nem minősül a Bizottság (EU) 2017/565 felhatalmazáson alapuló rendelete szerint a befektetéssel kapcsolatos kutatás követelményeinek megfelelő befektetési elemzésnek. A jelen dokumentumban közölt megállapítások nem objektív és nem független magyarázatot tartalmaznak. Felhívjuk a figyelmet arra, hogy a jelen marketingközleménynek minősülő dokumentum nem a befektetéssel kapcsolatos kutatás függetlenségének előmozdítását célzó jogi követelményeknek megfelelően készült és nem érinti a befektetéssel kapcsolatos kutatás terjesztését, közzétételét megelőző kereskedelemre vonatkozó tilalom. A kiadványban foglalt adatok tájékoztató jellegűek, és a jelen tájékoztatás nem teljes körű.

3. A jelen kiadványban szereplő információk nem minősülnek vételi vagy eladási ajánlatnak, sem befektetési tanácsadásnak, sem befektetésre, jegyzésre, szerződéskötésre vagy kötelezettségvállalásra történő ösztönzésnek, felhívásnak, ajánlattételnek, továbbá nem minősül adótanácsadásnak. A tájékoztatás nem teljes körű, a kiadványban foglalt adatok tájékoztató jellegűek. A kiadvány nem minősül befektetési tanácsadásnak, abban az esetben sem, ha a dokumentum bármely része egyes pénzügyi eszköz vonatkozásában annak lehetséges árfolyam-, hozam-alakulásával kapcsolatos ismertetést tartalmaz. Jelen dokumentum nem veszi figyelembe az egyes befektetők egyedi igényeit, körülményeit és céljait, így személyre szóló ajánlás hiányában nem minősül befektetési tanácsadásnak.

Jelen dokumentumnak, a benne foglalt információknak nem célja, hogy az ügyfelek konkrét befektetési döntéseinek az alapját képezze. A Bank kizárja a felelősségét a kiadványban foglaltak esetleges befektetési döntésként való felhasználásáért, a konkrét egyedi befektetési döntésekért, az ebből eredő következményekért, így nem vállal felelősséget a befektető ezen kiadványban foglaltak alapján hozott döntései következtében, vagy őt azzal bármilyen egyéb összefüggésben érő esetleges károkért, veszteségekért.

4. A befektetőknek önállóan (vagy független szakértő igénybevételével) kell felmérniük és megérteniük az egyes pénzügyi eszközök és befektetési szolgáltatások lényegét, valamint kockázatait. Javasoljuk, hogy a befektetők a befektetésre vonatkozó döntés meghozatala előtt az adott pénzügyi eszközre és a befektetési szolgáltatásra vonatkozó üzletszabályzatot, tájékoztatót, egyéb szerződéses feltételeket, hirdetményeket, kondíciós listát figyelmesen olvassák el, mert csak ezen dokumentumok és információk ismeretében dönthető el, hogy a befektetés összhangban áll-e a befektető kockázattűrő képességével és befektetési céljaival, továbbá körülményeként mérlegelje befektetése tárgyát, kockázatait, a díjakat, költségeket és a befektetésekből származó esetleges veszteségeket, károkat. Javasoljuk továbbá, hogy tájékozódjon a termékkel, befektetéssel kapcsolatos adójogi és egyéb jogszabályokról, valamint a befektetésre vonatkozó döntésének meghozatalát megelőzően forduljon munkatársainkhoz, vagy keresse fel banki tanácsadóját. Jelen tájékoztatás nem minősül adótanácsadásnak, a konkrét adó- és illetékjogi információk pontosan csak az érintett ügyfél egyedi körülményei alapján ítéltethők meg, valamint az adó- és illetékjogi jogszabályok a jövőben változhatnak.

5. A kiadványban szereplő információk hitelesnek tartott forrásokon alapulnak, azonban az információk valódiságáról, pontosságáról, helyállóságáról és teljességéről a Bank biztosítékot nem kapott, ezért a dokumentumban leírtak teljességével és pontosságával kapcsolatban sem a dokumentum készítői, sem a Bank felelősséget nem vállalnak. A kiadványban megjelölt tartalmak és vélemények a kiadványt készítő szakembereknek, a kiadvány elkészítésének időpontjában fennálló piaci körülmények alapján kialakított, megítélését tükrözik, amelyek újabb információk, a piaci viszonyok, gazdasági körülmények változása esetén külön értesítés és figyelmeztetés nélkül megváltozhatnak. A Bank fenntartja a jogot, hogy a jövőben előzetes értesítés nélkül módosítsa a jelen dokumentumban foglalt megállapításokat.

6. Az árfolyamok, hozamok, egyéb adatok múltbeli alakulásából nem lehetséges a jövőbeni árfolyamokra, hozamra, illetőleg teljesítményre vonatkozó egyértelmű és megbízható következtetéseket levonni. Felhívjuk a figyelmet arra, hogy a múltbeli teljesítmény nem megbízható mutatója a jövőbeli eredményeknek, és sem a múltbeli hozamok, sem a jelenlegi vélemények nem jelentenek garanciát az érintett pénzügyi eszköz, befektetési alap jövőbeli teljesítményére, azokból a jövőbeli hozamok megbízhatóan nem jelezhetők előre. Az árfolyamok a piaci folyamatok alapján pozitív és negatív irányba is változhatnak.

7. A befektetési alapokkal kapcsolatos előzetes tájékoztató információk, így különösen a tájékoztató, a kezelési szabályzat, a Kiemelt Befektetői Információk, a portfólió jelentések, valamint a befektetési alapok és a kínált szolgáltatások szerződési feltételei, dokumentumai megtalálhatók az érintett alapkezelők közzétételi helyein, honlapjain, továbbá a forgalmazók honlapjain. A teljesítmény információk a megelőző 5 évre, amennyien a termék ennél rövidebb ideje létezik, erre a teljes időszakra, az érintett befektetési alap vonatkozásában az érintett alapkezelő honlapján érhető el.

8. Az adatok a teljesítményeket bruttó módon mutatják be, melyek esetében az aktuális jutalékok, díjak, és egyéb költségek felszámításra és érvényesítésre kerülnek. Felhívjuk a figyelmet arra is, hogy a magyar forint devizanemtől (HUF) eltérő pénznemben kibocsátott eszközök esetében a megtérülés, a teljesítmény hozama növekedhet, illetve csökkenhet is az árfolyamingadozások következtében, mely árfolyamingadozás kockázatot hordoz az eszköz teljesítménye vonatkozásában.

9. A Bank jogosult a kiadványban szereplő eszközök vonatkozásában árjegyzési, egyéb befektetési szolgáltatási tevékenységet vagy kiegészítő szolgáltatást nyújtani.

A Bank továbbra is jogosult jóhiszeműen és a piacképzés szokásos módja szerint a jelen dokumentumban szereplő pénzügyi eszközök vonatkozásában kereskedésre, ügyletkötésekre vagy kereskedésre árjegyzőként az árjegyzés szokásos menete szerint, valamint egyéb befektetési tevékenységet vagy kiegészítő szolgáltatást, illetve egyéb pénzügyi vagy kiegészítő pénzügyi szolgáltatást nyújtani a kibocsátónak és egyéb személyeknek.

10. A Bank rendelkezik a befektetési szolgáltatási tevékenységekkel kapcsolatosan potenciálisan felmerülő összeférhetlenségi helyzetek leírására, illetve az ilyen helyzetek kezelésére vonatkozó Összeférhetlenségi Politikával, illetve a bank-és értékpapíritoknak minősülő adatok kezelésére és átadására vonatkozó belső szabályzattal.

11. A jelen kiadványban feltüntetett befektetési alapokra és egyéb pénzügyi eszközökre vonatkozó példák nem mutatják be a teljes befektetési kínálatot. További tájékoztatás, üzletszabályzatok, hirdetmények érhetőek el az aktuális szolgáltatásokról, az MBH Befektetési Bank Zrt. www.mhbefektetesibank.hu honlapján, az MBH Bank Nyrt. bankfiókjaiban és a www.mhbhbank.hu honlapján, vagy a www.mhbhbank.hu/privatebanking oldalon, továbbá az MBH Bank privát banki kiszolgálást nyújtó egységeinél.

Az MBH Bank Nyrt. az MBH Befektetési Bank Zrt. közvetítőjeként jár el. MBH Bank Nyrt. (székhely: 1056 Budapest, Váci u.38.; cégjegyzékszám: Fővárosi Törvényszék Cégbírósága, Cg. 01-10-040952; tev. eng. sz.: III/41.005-3/2001.; a Budapesti Értéktőzsde tagja; felügyeleti hatóság: Magyar Nemzeti Bank 1013 Budapest, Krisztina krt. 55.sz.)

12. Jelen kiadvány a szerzői jogról szóló 1999. évi LXXVI. törvény szerinti védelem alatt áll, ezért kizárólag a Bank előzetes írásbeli engedélyével lehet azt többszörözni, terjeszteni, egyéb módon nyilvánosságra hozni, valamint felhasználni. A Bank valamennyi szerzői jogon alapuló jogát fenntartja.