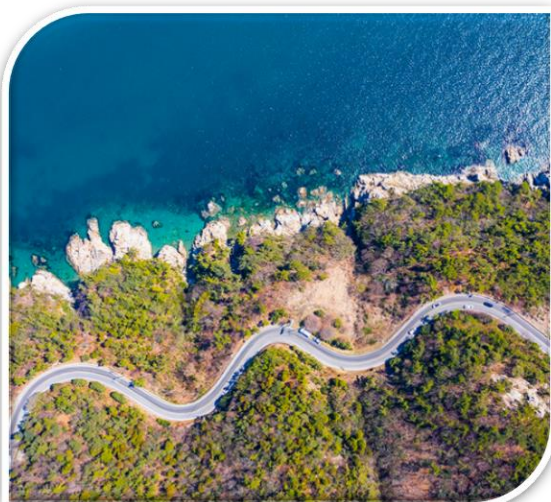


# MBH PIACI PULZUS

2025 Q3 – Negyedéves Kitekintő

## Rég nem látott optimizmus Európában, szűkülhet az USA-EU növekedési olló

Az amerikai kivételesség megkérdőjelezése jellemezte az első félévet, hiszen a tengerentúli eszközök – legyen szó a dollárról, részvényekről vagy kötvényekről – rendre gyengébb teljesítményt mutattak európai és ázsiai társaiknál. Az Egyesült Államok növekedési kilátásai a legtöbb elemző szerint romlottak, míg Európáé inkább javultak. Ez azonban egyelőre csak az árazásban jelent meg; az öreg kontinens gazdaságának még bizonyítania is kell.



## AKCIÓTERV

A defenzív allokáció idén eddig kapóra jött, és kedvező szinten tarthattuk vele a portfóliók volatilitását. Némileg csökkent a bizonytalanság az előző negyedévhez képest: Trump hajlandónak mutatkozik a tárgyalásokra, és Európában túl vagyunk egy politikailag igen rázós időszakon. Úgy gondoljuk, hogy visszatérhetünk egy kevésbé óvatos allokációhoz, csökkentve az alacsonyabb kockázatú kötvénysúlyt, emelve (de referencia alatt tartva) a részvénysúlyt.

## Tartalom

|                                                                                                              |    |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| 2025 Q3 – Kamat, kereskedelem és konfliktus feszítik a piacokat .....                                        | 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 .....                                | 10 |
| Pénzpiac és kötvények: az MNB az inflációt miatt, az Egyesült Államok továbbra is Trump miatt aggódhat ..... | 11 |
| Részvények: Korrekció vagy egy medve piac kezdete – ez a nagy kérdés .....                                   | 19 |
| Alternatív befektetések: jók lesznek az abszolút hozamú alapok .....                                         | 24 |
| Fókuszban lévő befektetési alapok .....                                                                      | 26 |
| Publikációs információk .....                                                                                | 30 |

## 2025 Q3 – Kamat, kereskedelem és konfliktus feszítik a piacokat

A 2025-ös második negyedév végére a befektetői hangulat nem tudott teljesen megnyugodni. Az S&P 500 az év első felének jelentős részét veszteségben zárta, miközben az európai piacok - bár szintén volatilisak voltak - stabilabbnak bizonyultak. Az áprilisi turbulencia fő kiváltó oka az USA és Kína közötti kereskedelmi feszültség felerősödése volt, kiegészülve a kamatpályával kapcsolatos várakozások változásával. Ezek a faktorok együttesen okoztak olyan piacromlást, amelyből egyelőre a tartós kilábalás kérdéses. Felerősödtek azok a kockázatok, amelyek korábban csak háttérzajnak tűntek. A befektetők még mindig a FED kamatpályájának kiszámíthatatlanságával, az USA és Kína közötti kereskedelmi feszültségekkel, valamint a Trump-féle gazdaságpolitikai irányvonal visszatérésével kénytelenek szembenézni. Ezt júniusban az Izrael és Irán között kitört háború tetézte, ami leginkább az olaj árán keresztül hatott a reálgazdaságra és a világpiacra.

### A Fed kivár, a piac kockázatkerülő marad, de az esést azért megveszi

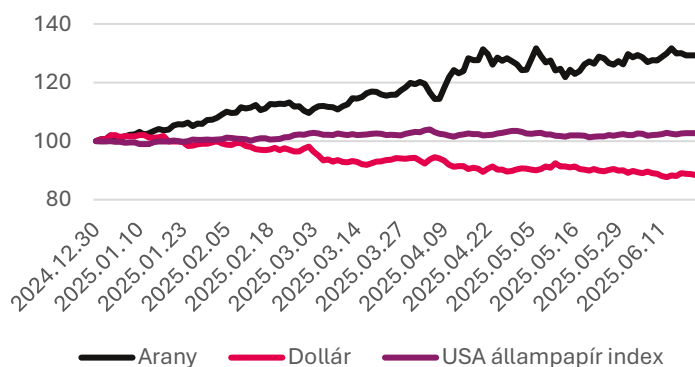
Az USA gazdaságában tapasztalható lassulás, az infláció lassú, de nem kielégítő csökkenése, valamint a magas kamatkörnyezet együttesen fékezik a fogyasztást és a befektetési kedvet. A Fed jelenleg kiváró állásponton van, míg a piac a korábbinál kissé visszafogottabb kamatpályát áraz: szeptemberben, majd decemberben egy újabb 25 bázispontos csökkentés érkezhethet. Ez a kettősség – a gazdasági mutatók gyengülése és az inflációs nyomás tartóssága – volatilitást okoz a kötvény- és részvényt piacokon egyaránt.

Ugyanakkor látszólag érvényesült a „buy the dip” elv a lakossági befektetők körében, akik április második felétől vevőként jelentek meg és támaszt nyújtottak a részvényt piacnak. Részből ennek köszönhetően az S&P 500 év elején látott szintjéhez közel zárta a második negyedévet, azonban ez csak dollárban igaz: a zöldhasú gyengülése miatt forintban és más devizákban is negatív teljesítményt láthatunk.

### Az arany eddig jó menedék volt – a dollár kevésbé

Egyre több befektető keres menedéket a bizonytalanság idején. Ennek jele, hogy az arany történelmi csúcsot ért el 3 500 dollár felett, majd 3 300 dollár körül stabilizálódott az árfolyama. Mindeközben a hagyományosan biztonságosnak tartott hosszú amerikai államkötvények hozama nem tudott esni, sőt, a 30 éves lejárat májusban az 5%-ot is átlépte. A dollár gyengülése mellett ez a szokatlan jelenség arra utalhat, hogy a befektetők kevésbé bíznak az amerikai eszközökben, vagy esetleg további dollárgyengülésre számítanak.

### Gyenge dollár és erős arany idén



## Amerikai politikai kockázatok: Trump csapkod és nem tartja az irányt

Miközben a FED kivár, Trump nem: az elnök 2025-ben már teljes fordulatszámra pörög, és egyre inkább a piaci hangulat befolyásolójává válik. Csapkodó vámháborús retorika, illetve az ellenségeskedésbe átcsapott rövid, de kevés eredményt felmutató együttműködése Elon Muskkel.

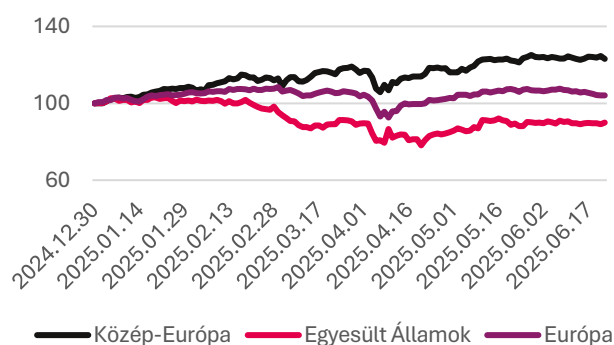
Az amerikai ipar védelmét, újraélesztését célzó lépések a tavaszi, 145%-os Kínára kivetett vám formájában tetőztek. Ez a protekcionista fordulat ismét az inflációs kockázatokat erősíti, miközben a geopolitikai feszültségek is fokozódnak. A piac bizonytalansága részben ebből táplálkozik: a befektetők nem tudják, a retorika és a valóság mennyire fog eltérni. Az EU és más kereskedelmi partnerek esetében a 90 napos vámtarifák felfüggesztése július elején jár le, míg Kínával szemben jelenleg 55%-os vám van érvényben. A bejelentett vámintézkedések különösen érzékenyen érinthetik az elektromos járműveket, valamint a ritkaföldfém-alapú technológiai termékeket – ezek ugyanis kulcsszerepet játszanak nemcsak az autóiparban, hanem a hadiiparban és az elektronikai szektorban is. Ezért is érthető, hogy ezekre a szegmensekre a befektetői reakciók fokozottan idegesek és volatilisak. Mindenesetre Trumpot érdemes némi távolságtartással szemlélni, nem szükséges minden rezdülésére ugrani.

## Európa: stabilitás narratívája, rejtett fellendülési jelekkel

Európa meglepően stabil arcát mutatta a második negyedévben – és ebben a globális zűrzavarban már ez is szép teljesítmény. A német DAX index – bár az áprilisi korrekciót nem kerülte el – a geopolitikai feszültségek, az amerikai bizonytalanság és az USA-Kína vámháború mellett is képes volt pozitív tartományban maradni és idén közel 20%-ot emelkedett. Mindez nem az eufóriának, hanem a stabilitásba vetett hitnek szól: a befektetők tudatosan keresték volna a vihar közepén a korábban elfeledett piacot – elkezdtek újraértékelni az európai fundamentumokat. A fiskális politika lazítása, a strukturális beruházások előkészítése, az infláció letörése és a béke halvány körvonalai mind hozzájárultak ehhez a csendes optimizmushoz.

Európa tehát nem a reflektorfényben táncol – de lehet, hogy pont ettől válik most megbízhatóbb partnerre a globális befektetői narratívában. Egy kontinens, amely – legalább most – nem akar több lenni, csak stabil. És ez a jelenlegi világban talán a legvonzóbb tulajdonság.

## Felülteljesített Közép-Európa



Összességében a 2025-ös év harmadik negyedévébe lépve egy olyan világgazdasági környezetben találjuk magunkat, ahol a geopolitikai, monetáris és gazdaságpolitikai kockázatok egyidejű jelenléte határozza meg a piacok irányát. Ebben a környezetben kulcskérdéssé válik a diverzifikáció, a kockázatkezelés és a regionális kitétségek tudatos megválasztása. A nyertesek nem feltétlenül ott lesznek, ahol a legnagyobb a növekedési ígélet, hanem ahol a legnagyobb a szerkezeti stabilitás.

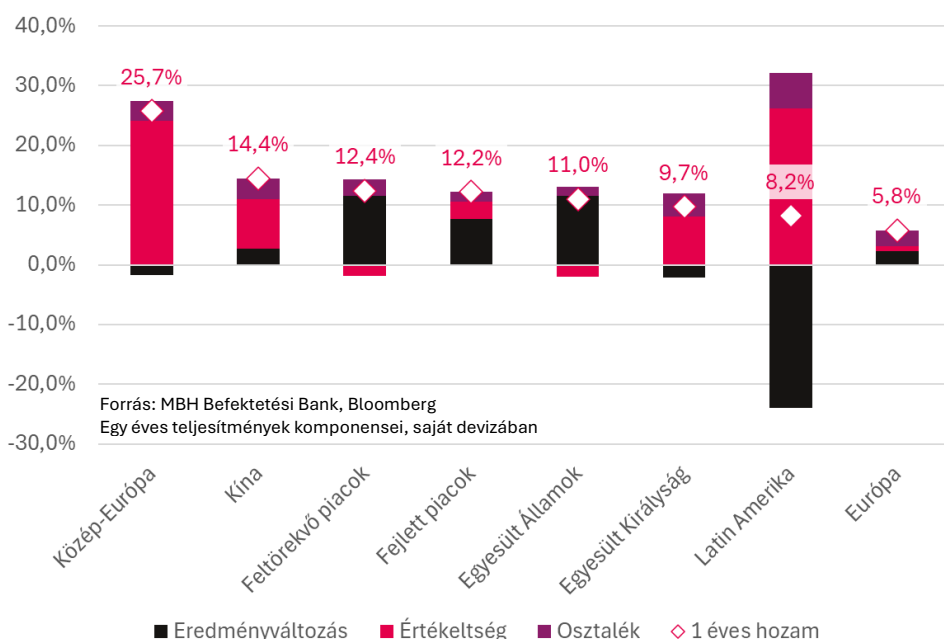
## Befektetési sztorik a következő negyedévhez

### Közép-Európa és Latin-Amerika megítélése javult, de a profitok még Amerikában vannak

Az elmúlt néhány negyedévben a hazai befektetői köztudatba a közép-kelet-európai országok relatív részvénytőke felülteljesítése épült be, ami az alábbi ábrát elnézve nem megalapozatlan, hiszen a mi régióink bizonyult az egyik leginkább jövedelmező befektetésnek egyéves időtávon.

#### Egyelőre a várakozások vezetnek az idei év sikeres piacait

A magas bázis árazás nem kedvezett Amerikának



*Az árfolyamok felbontásával árnyalhatjuk a képet: honnan származik a teljesítmény?*

A három komponens közül az eredményváltozás mutatja meg a mögöttes cégek profitdinamikáját az elmúlt egy évre vonatkozóan, és itt éles az eltérés. Az Egyesült Államok 11,6%-os bővülésénél egyik régió sem tudott jobbat produkálni, látszik tehát, hogy az amerikai vállalatok profitabilitását (elsősorban a technológiai és kommunikációs szektor

óriásainak köszönhetően) nem lehet kétségbe vonni. Ezzel szemben amíg Kína és Európa méréselt növekedést mutatott, Latin-Amerika kedvezőtlen 2024-es eredményei miatt sereghajtóként futott be.

Mindez azonban csupán az elmúlt 12 hónap eredményváltozását szemlélteti, a tőzsdék viszont a jövőbe tekintenek, és a később – előrejelzések, várakozások szerint – létrehozott profitokat árazzák.

Éppen ez az oka annak, hogy a részvénytőke teljesítményt az értékeltség is mozgatja: hiába romlottak néhol a vállalati eredmények, a befektetők kedvezőbb jövőt várnak. A feltörekvő amerikai régióban 26,2%-os értékeltség javulást figyelhettünk meg, Közép-Európában 24,1%-kal emelkedtek az árazási szorzók, valamint a kínai és angol piac pozitív 1 éves teljesítményét is leginkább a szentiment javulása támogatta. Velük ellentétben az Egyesült Államok megítélése némileg romlott, ezt mutatja az értékeltségi szorzó enyhe zsugorodása. Érdemes kiemelni, hogy még a jelenlegi érték is meghaladja a történelmi átlagot, azaz hiába nem lett drágább az USA tőzsdéje, olcsónak nem mondható, ennek pedig épp ellenkezője igaz a mi régióinkra, azaz hiába drágult Közép-Európa, még mindig kedvezőbb történelmi átlagánál.

Körvonalazódott tehát egy némileg új jövőkép: a befektetők kissé optimistábbak az Egyesült Államokon kívüli piacokra, amelyek eddigi teljesítményük jelentős részét ennek az optimizmusnak köszönhetik. Ez a trend folytatódhat, ha a tényleges növekedés végül igazolja az árazást, amit a reálgazdaságban és a vállalati eredményekben egyaránt tapasztalhatunk.

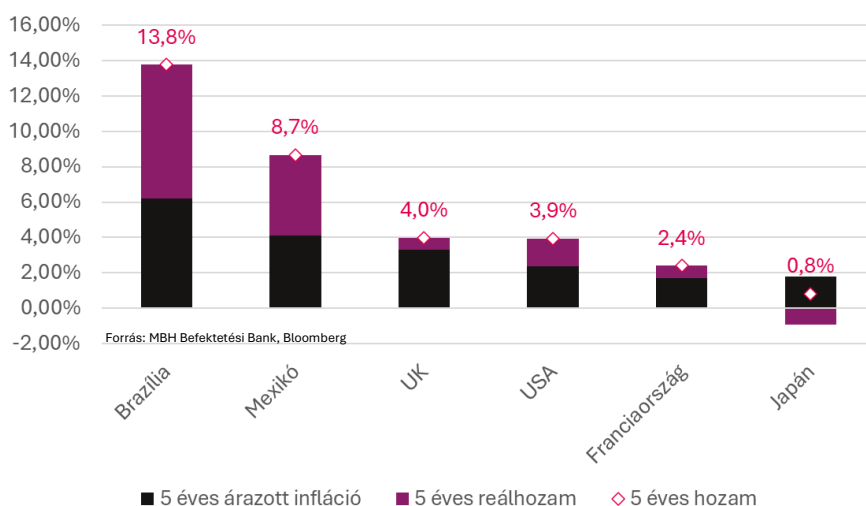


## A hozamok stabil középtávú lehetőséget biztosítanak a kötvénypiacon

Jelentős szétválást látunk a kötvénypiacon, amíg egyes régiókban az elmúlt évtized csúcsa körül ragadtak, addig például Svájcban visszatértek a 2022 előtt látott negatív hozamok. A kötvénybefektetők számára érdekesek lehetnek a dél-amerikai régió akár kétszámjegyű hozamai, de Európa és az Egyesült Államok célpiacait sem érdemes megkerülni.

### Inflációs kockázat és magas hozamok a feltörekvő piacon

Japánon kívül jelentős reálhozamok - USA a fejlett piacok élén



*Mekkora reálhozammal kecsegtetnek az egyes kötvénypiacok?*

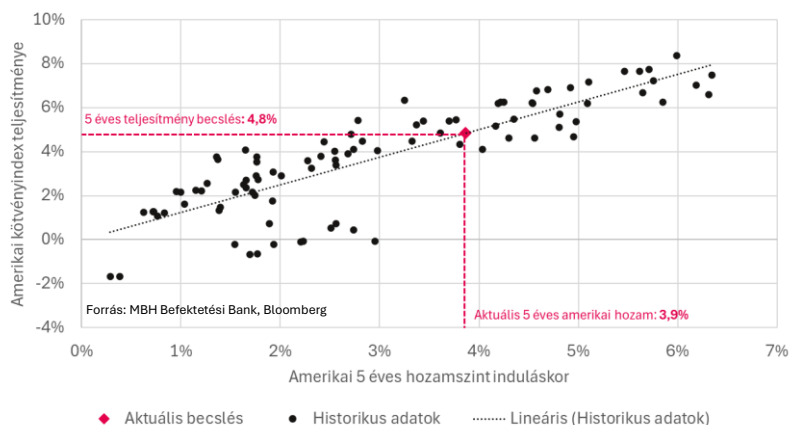
Az átlagos befektető számára az ötéves lejárat bizonyulhat egyfajta „arany középútnak”. A hozamváltozásból eredő kockázat mérsékeltebb, mint az irányadó tízéves kötvényeknek, ugyanakkor pozitív meredekségű hozamgörbék esetén – ahol a rövid lejáratok alacsonyabb hozamon forognak – a

pénzpiacit meghaladó teljesítménypotenciál tartozhat hozzá.

A fenti ábrából kivehető a globális élménybe tartozó brazil és mexikói piac, ahol az ötéves állampapír rendre 13,8%-os és 8,7%-os hozamon forog. Ez a térségre jellemző újabb inflációs fellángolásnak, valamint az arra adott jegybanki válaszreakcióknak (újabb kamatemelések) köszönhető. A piaci árazás alapján 6% körül alakulhat a brazil infláció az elkövetkező öt év során, így az aktuális árak mellett 7,6%-os reálhozammal számolnak a befektetők a helyi devizában. A térség a kockázattalalóbb befektetők számára lehet érdekes, hiszen a magas hozamok mellé jelentős kockázatok (infláció és deviza) is tartoznak.

További érdekességként szolgálhat az USA és az Egyesült Királyság esete, hiszen mindkét piacon 4% körüli hozamon lehet elérni az ötéves állampapírt, de az amerikai kötvény esetében magasabb a feltételezett reálhozam tartalom: dollárban ez 1,6%, szemben az angol fontban mérhető 0,7%-kal.

### Az induló hozam nagyban meghatározza az 5 éves teljesítményt



A történelmi minta a kötvénybefektető oldalán áll. Az elmúlt 28 évet vizsgálva azt tapasztaljuk, hogy az amerikai állampapír index teljesítményét erősen befolyásolta a kezdeti időpontban megfigyelt 5 éves hozamszint. Ha egy lineáris összefüggést állítunk fel a múltbéli adatokból és a trendet kivetítjük a mai állapotra, évesítetten 4,8%-os átlagos öt éves teljesítményt kapnánk.

## MBH Advisory Mintaportfóliók

Az Advisory Portfóliók a globális referenciaportfólióknál kedvezőbben vészelték át az áprilisi turbulenciát, köszönhetően a defenzívebb eszközallokációnak. A gyors visszarendeződésből a portfólióban felülreprezentált közép-európai kitettség is profitálni tudott. Habár a komoly jövőbeli bizonytalanságra utaló jelek továbbra is fennmaradtak, Trump látszólagos tárgyalási hajlandósága pozitívan hathat a piacokra. Az Advisory Portfóliók realizált volatilitása nem éri el a kitűzött volatilitás limiteket, így a részvénykitettségek mérsékelt emelésével a benchmarkhoz közelebbi, de továbbra is óvatos allokációt alakítunk ki. Az egydevizás (HUF, EUR és USD) portfóliókat lásd a 27. 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 TakaréK Ingatlan                                       | HUF    | 15,0% |

## Kiegyensúlyozott Portfólió

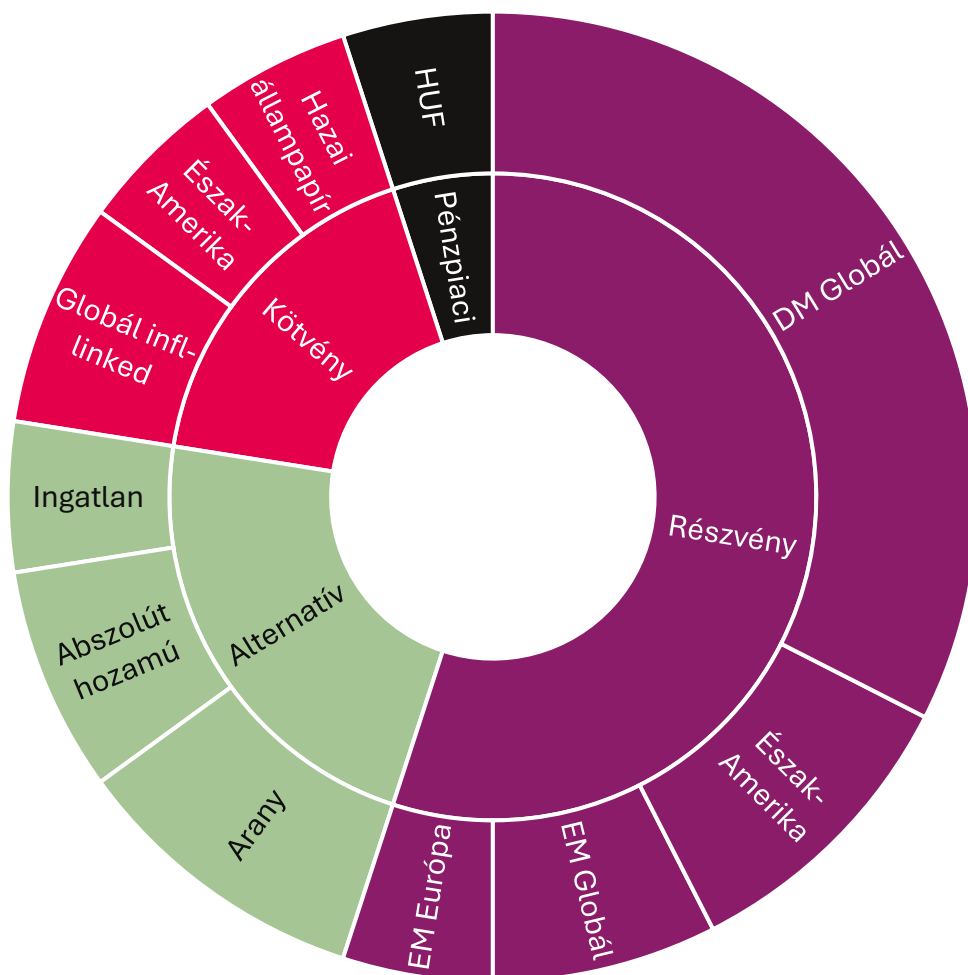
Közepesen kockázattűrő befektetők számára lehet megfelelő, akiknek elsődleges céljuk vagyoni reálértékének megőrzése, de a mérsékelt növekedés érdekében hajlandók tőbbletkockázatot vállalni



| Eszközosztály     | Aleszközosztály    | Alap                                                                   | Deviza | Súly  |
|-------------------|--------------------|------------------------------------------------------------------------|--------|-------|
| <b>Pénzpiaci</b>  | HUF                | MBH Bonitas Alap                                                       | HUF    | 10,0% |
| <b>Kötvény IG</b> | Hazai állampapír   | MBH Bázis Hazai Rövid Kötvény Alap                                     | HUF    | 5,0%  |
|                   | Hazai állampapír   | MBH Hazai Hosszú Kötvény Alap                                          | HUF    | 5,0%  |
|                   | 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%  |
| <b>Részvény</b>   | Globál             | Fidelity Funds - Global Dividend Fund A-ACC-HUF (Hedged)               | HUF    | 12,5% |
|                   |                    | MBH Fejlett Piaci Részvény Alap                                        | USD    | 12,5% |
|                   | 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%  |
| <b>Alternatív</b> | 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    | 10,0% |

## Dinamikus Portfólió

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



| Eszközosztály     | Aleszközosztály    | Alap                                                                | Deviza | Súly  |
|-------------------|--------------------|---------------------------------------------------------------------|--------|-------|
| <b>Pénzpiaci</b>  | HUF                | MBH Bonitas Alap                                                    | HUF    | 5,0%  |
| <b>Kötvény IG</b> | Hazai állampapír   | MBH Hazai Hosszú Kötvény Alap                                       | HUF    | 5,0%  |
|                   | 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%  |
| <b>Részvény</b>   | Globál             | Fidelity Funds - Global Dividend Fund A-ACC-HUF (Hedged)            | HUF    | 15,0% |
|                   |                    | MBH Fejlett Piaci Részvény Alap                                     | USD    | 17,5% |
|                   | 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%  |
| <b>Alternatív</b> | 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    | 5,0%  |



## Globális perspektíva: A kötvénypiac után most a dollár állhat Trump útjába

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.*

### Mire képesek a devizapiacok?

A devizapiacok megpróbálják lebeszélni a kormányokat a hibás gazdaságpolitikai lépések elfogadásáról, vagy megbüntetik azokat a meghozott, rossz döntésekért. Mivel a kötvénypiacok valószínűleg nem tudják eltántorítani a Kongresszust a magasabb deficitől, látszólag a dollár gyengesége hozza majd el a globális portfóliókban az alacsonyabb USA-kitettségeket és a magasabb amerikai kockázati prémiumokat.

Korábban az amerikai kötvénypiacok változtathattak a gazdaságpolitika irányán, vagy megbüntethették a költségvetést a rossznak ítélt döntések után. Most, hogy a második Trump-adminisztráció ortodox- és unortodox gazdaságpolitikai eszközöket is igénybe vesz, a piac úgy döntött, hogy más módot választ magának a politikai hibák kezelésére: a gyenge dollárt.

A dollár gyengesége önmagában nem a probléma. Ha ez a világ többi részének jobb teljesítményét tükrözi, általában akkor, amikor a világgazdaság felgyorsul, az amerikai dollár gyengesége egyszerűen az Egyesült Államokon kívüli jobb megtérülési rátát tükrözi. Az újdonság a dollár gyengesége, amelyet egyre inkább azzal a kérdéssel hoznak összefüggésbe, hogy át kell-e gondolni az amerikai eszközpiacokra történő allokációt.

### Dollar Vigilantes

*Vigilantes play two roles – they either try to dissuade governments from adopting bad policies, or they punish administrations for poor decisions. With bond vigilantes unlikely to dissuade Congress from delivering even bigger deficits, dollar weakness looks increasingly like the messenger that delivers lower allocations and (hence) higher risk premia to the US economy.*

*The growing clash between heterodox measures and the direction of orthodox policy has given rise to this new breed of vigilantes.*

*In past episodes, when the direction of orthodox policy was unfavourably viewed, US bond vigilantes rose to the occasion to redirect policy, or punish bad decisions. Now that the second Trump administration has deployed two policy tools, orthodox and heterodox, that are both going in the wrong direction, it stands to reason that the market has chosen to give itself an additional instrument to address policy mistakes.*

*Dollar weakness by itself is not the problem. If it reflects outperformance by the rest of the world, usually when the global economy is picking up pace, US dollar weakness simply reflects a better rate of return outside the US. And some of the weakness in the dollar even before 'Liberation Day' reflects the fiscal expansion in China since September 2024 and the prospective one in Germany after the election in late February.*

*What's new is dollar weakness that has been increasingly linked with a question about whether allocations to US asset markets need to be reconsidered.*

## Az euró jövője ígéretesebbnek tűnhet

Mennyire vonzó az euró esete? Idővel erősödni vagy gyengülni fog? Némi betekintést nyerhetünk egy gondolat kísérlettel:

Mi lenne, ha a német márka még mindig létezne?

A német márka erősen felértékelődött volna a frank, a líra és a peseta, azaz más európai devizák ellenében. Viszonylag rövid időn belül (talán 3-6 hónap) ez a leértékelődés jelentős javulást eredményezhetett volna az egyes országok relatív versenyképességén Németországgal szemben. Ez lehetővé tette volna az euróövezet többi része számára, hogy részt vegyen a német gazdaság növekedésében. Ez pedig gyorsan növelte volna az euróövezet globális jelentőségét, gazdasági súlyát.

A német márka hiányában tehát az euróövezet többi részének hosszabb időbe telik, amíg versenyképes lesz Németországhoz képest. Másképp fogalmazva, az euró lendületét jelenleg csak Németország javuló növekedési profilja adja! A jövőben azonban az euró erősödéséből származó pozitív hatások áttérjedhetnek az euróövezet más gazdaságaira is. Az euró hosszabb távú profilja ezért ígéretesebbnek tűnik, mint az elmúlt két évtizedben.

Jelenleg az euró mögött meghúzódó lendület elsősorban Németországból, valamint az Egyesült Államok ellentmondásos gazdaságpolitikájából származik.

A teljes elemzést angol nyelven ld. a 28. 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.

## Euro Upside? What if the Deutsche Mark Were Still in Existence?

*How attractive is the case for the Euro? Will it strengthen or weaken over time? Some insight can be gained from thinking about whether a Deutsche Mark was in existence.*

*What if the Deutsche Mark were still in existence?*

*The Deutsche Mark would have appreciated strongly against the Franc, Lira and the Peseta. Within a relatively short period of time (maybe 3-6 months), those currencies could have reached values that would have made the rest of the euro area competitive relative to Germany. This would have allowed the rest of the euro area to participate in the growth of the German economy. In turn, that would have raised the profile of the euro area quickly.*

*In the absence of the Deutsche Mark, then, the rest of the euro area will take longer to be competitive relative to Germany. Put differently, the impetus for the Euro at the moment is coming from the changing growth profile of Germany only! In the future, however, the support for the Euro can spread to other economies in the euro area. The longer-term profile for the Euro therefore looks more promising than it has in the past two decades.*

*For the moment, the momentum behind the Euro comes primarily from Germany and the clash between heterodoxy and orthodox policy in the US.*

*For the full analysis, see pg. 28*

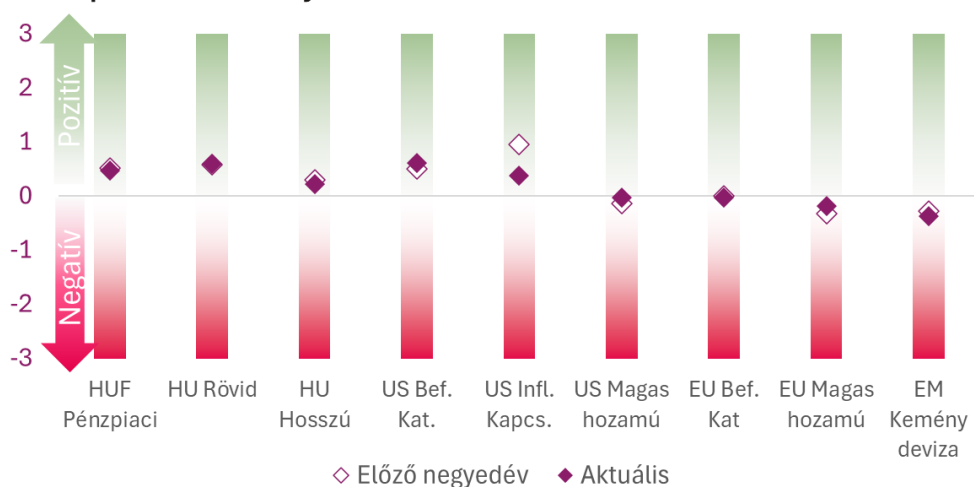
## Eszközosztály-preferenciák: Közép-Európa és infláció kapcsolt kötvények

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

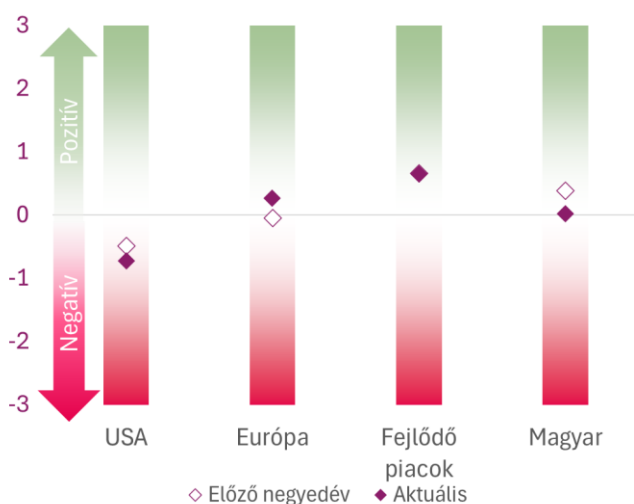
A tartozó bal tengely 0 alatt a historikus átlagnál rosszabb, míg 0 fölött a historikus átlagnál jobb kilátásokat rendel az eszközosztályokhoz.<sup>1</sup>

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

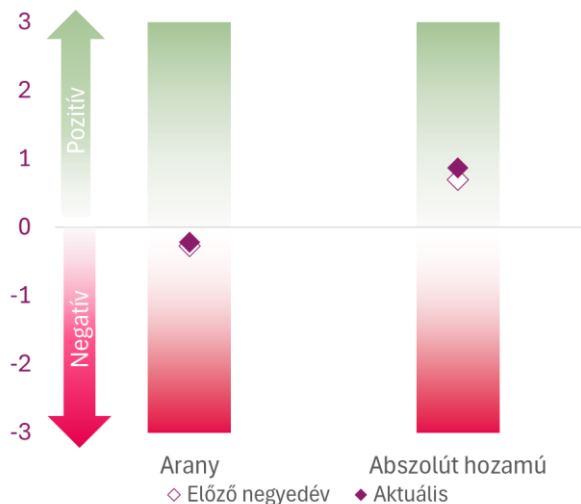
### Pénzpiac és kötvények



### Részvények



### Alternatív eszközök



<sup>1</sup> 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 az inflációt miatt, az Egyesült Államok továbbra is Trump miatt aggódhat

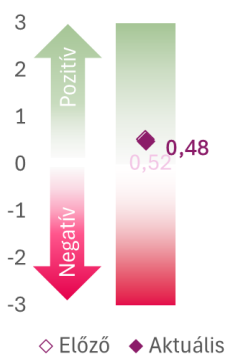
A hazai hozamgörbe egészséges tudott maradni a második negyedévben is. A rövid hozamok stagnáltak, míg a 10 év feletti hozamok rendre emelkedtek, az irányadó kamatot szeptember óta 6,5%-on tartja a jegybank. Az MNB mozgástere az elemzői várakozásokat meghaladó inflációs adatok miatt szűknek tűnik, így a további kamatvágás leghamarabb 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. A bejelentések hatására az amerikai 30 éves állampapír hozamok 5% fölé ugrottak, 2023 októbere óta nem látott szintekre. Jelenleg két kamatvágást áraz idénre a piac, a gazdasági növekedés viszont még kitart, ezért 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 infláció-kapcsolt kötvényeket is vonzónak találjuk, az előretekintő reálhozam némileg javult: 2025 márciusi 1,35%-ról június végére 1,52%-ra emelkedett.

| 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 tovább javult az eszközosztály vonzereje, mivel lassabban csökkenhet az alapkamat
- 1 éves időtávon **6,13%** körüli teljesítmény várható



Szeptember óta változatlanul 6,5% a forinthez tartozó irányadó kamatrátá. Az Irán – Izrael konfliktus hatására minimálisan gyengült a forint, pánikhelyzetben továbbra sem teljesít jól,

azonban a negyedév során ez ellenére is tartotta magát. A hazai fizetőeszköz stagnálásához az elemzési várakozásokat felülmúló májusi inflációs adat is hozzájárult, amivel magasabb kamatpályát is áraz a piac és ezzel fenntartva a kamatelőnyünket az EKB-val szemben. A dollárral szemben ennél is jelentősebb erősödést mutatott a forint – habár ez leginkább a dollár más devizákhoz képesti relatív gyengüléséből fakad – június 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 év valósul meg 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%-ra** csökkenhet az irányadó ráta. Ugyanakkor jelentős felfelé mutató kockázatokat is látunk, leginkább az emelkedő infláció hatására.

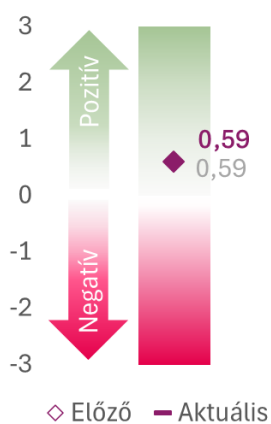
A legrövidebb lejáratú hazai ZMAX index az előző negyedévben **1,54%-ot** emelkedett. Az elkövetkező időszakra ezt valamelyest meghaladó eredményt várunk. **Egyéves időtávon a rövid pénzüpiaci termékek teljesítményére vonatkozó előrejelzésünk 6,13%.**

### Előnyök

### Rövid forint kötvények

#### Legfontosabb üzenetek:

- Preferált termék egy hazai konstans lejáratú rövid kötvényalap
- 1 éven **6,33%** körüli teljesítmény várható
- Egészséges maradt a hozamgörbe



A hazai hozamgörbe rövidebb oldala stagnált, így az éves és éven belüli hozamok nem igazán változtak, a 3 és 5 éves lejáratok 0,3-4%-kal kerültek lejjebb, míg a hosszú hozamok nagyjából 0,1%-kal emelkedtek az elmúlt negyedévben. A hozamgörbe továbbra is egészséges.

A **magyar rövid kötvény (RMAX)** index a **1,59%-ot** emelkedett az előző negyedév alatt. Ugyanakkor előretekintő, potenciális teljesítménye az előző negyedév végéhez képest javult, és becslésünk szerint 1 éves időtávon **6,33 % körül** alakulhat. Ez bár a historikus átlag feletti érték, számottevően nem teljesíti felül az 1 éves pénzüpiaci előrejelzésünket.

- 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 pénzüpiaci hozamokhoz
- Kedvezőtlen lehet a forint potenciális gyengülése

Úgy látjuk, hogy a jelenlegi feltételek mellett az alacsony volatilitást pártoló befektetők portfóliójában még nem érdemes nyitni a rövid kötvények felé, a pénzüpiaci termékekkel szemben, egy éves távon csak 0,2 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

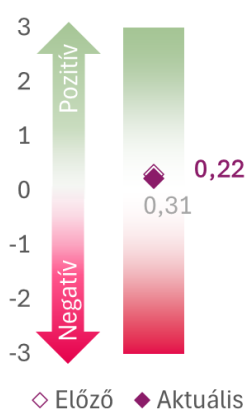
- Rövid távon nincs többlet potenciál a hosszú kötvényekhez képest
- Pénzüpiacit meghaladó kockázati szint



## Hosszú forint kötvények

### Legfontosabb üzenetek:

- 2025 Q2-ben szétváltak a hosszú hozamok, továbbra is attraktív az eszközosztály
- A hozamgörbe már nem inverz
- Csökkent a kockázat a további hozamemelkedésben, ismét inkább felülsúlyra javasolt az eszközosztály
- 1 éven **8,1%** körüli teljesítmény várható



Június 2.-án a Moody's megerősítette Magyarország nemzetközi befektetésre ajánlott kategóriáját, stabil kilátással, így továbbra is mindhárom fő hitelminősítőnél befektetésre ajánlott kategóriában szereplünk. A 3-tól 10 éves

hozampontok csökkentek a negyedév során, a hosszabb 15 év feletti lejáratokon viszont emelkedtek a hozamok. Az ötéves állampapír 44 bázisponttal 6,44%-re, a tízéves 7,04%-re csökkent, így az éven belüli pontok felett járnak a hosszabb lejáratok. Ez kedvező lehet azoknak a befektetőknek, akik magasabb kockázatvállalás mellett hajlandóak hosszabb időre lekötni megtakarításaikat.

A hosszú lejáratú állampapírokat tömörítő MAX index **2,23%-os** teljesítményével felülmúlta a rövidebb lejáratú szerkezetű kötvényindexeket. Ennek oka, hogy a német kormány bejelentésére megpattant hozamok a negyedév során szépen visszarendeződtek Németországban és a régiós országokban is.

Németországhoz képest a hazai hozamok nagyobbat emelkedtek, majd kevésbé

korrigáltak, ezáltal tovább emelkedett a kamatelőnyünk, így az államkötvényekhez viszonyítva a hazai nemzeti adósság némileg vonzóbbá vált. A két termék közötti kockázati felár április elsejétől 37 bázisponttal, 4,03%-ra csökkent, ami már a hosszú távú átlaga (4,16%) alatt van.

Előrejelzésünk szerint az 5 éves átlagos futamidejű kötvényosztálytól **8,1%-os teljesítményt** várhatunk a következő 1 éven. Ez a historikus átlagot meghaladó érték lenne. Ez a becslés azt feltételezi, hogy a jegybank 2025 végén folytatni tudja az irányadó kamatok csökkentését (2025 végére 6,25%), és így a tíz- és ötéves hozamok ismét mérséklődhetnek 6,1-6,2% körüli szintekre.

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

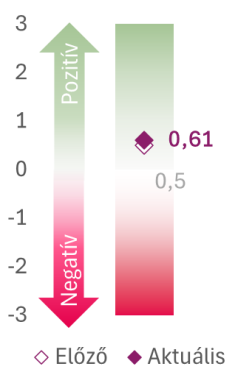
### Hátrányok

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

## Amerikai befektetési kategóriás kötvények

### Legfontosabb üzenetek:

- Emelkedtek a rövid és hosszú hozamok
- Két kamatvágást áraz a piac év végéig
- 3,7% felett a teljes amerikai görbe
- 1 éven **5,8% körüli teljesítmény** várható



Volatilitás a hozamok hosszú oldalán, a 30 éves papírok feltörekvő piacokra hajazó mozgást hajtottak végre, 5%-os szint fölé ugorva a negyedévben. Április 2-án, amit Trump "Liberation Day"-ként emlegetett, bejelentette az Egyesült Államok gazdasági

függetlenségét célzó vámstratégiát. Ennek keretében általánosan 10%-os vámot vezettek be az összes importtermékre, és több országra, köztük Kínára, Mexikóra és Kanadára magasabb, akár 25%-os vámokat alkalmaztak. Azóta ez a vám Kína irányában három számjegyre is emelkedett, de a negyedév során a folyamatosan zajló csatározások enyhültek, azonban még végső megállapodás nem született. Szintén hozzájárult a kötvényhozamok emelkedéséhez, hogy a Moody's hitelminősítő az USA hosszú távú adóssztyályzatát Aaa-ról Aa1-re csökkentette, elsősorban az emelkedő államadósság miatt. A döntését azzal indokolta, hogy a magas deficit és a gyengülő adóssztyálgazdálkodási képesség hosszú távon veszélyezteti az ország pénzügyi stabilitását.

Az áprilisban kezdődő hozamemelkedés miatt, **2025 Q2-ben 1,22%-os teljesítményt ért el** az amerikai kötvényindex.

A befektetők számára továbbra is rendelkezésre állnak a 4% körüli dollárhozamok, de a hosszabb lejáratokon már majdnem 5%-on vásárolhatnak. Bár a kamatcsökkentésre vonatkozó várakozások megmaradtak, szeptemberig a piac nem áraz kamatvágást, így végső soron a hosszabb hozamok is tartósabban maradhatnak az **5% körüli**

**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 **30 bázispontot csökkenhet**, míg a kockázati felár az átlag felé mozdulhat el. Ezzel egyéves időtávon **5,8% körüli teljesítményt** várunk a szélesen értelmezett befektetési kategóriától. Ennél intenzívebb hozamcsökkenés esetén – például a munkanélküliség vagy a fogyasztás váratlan romlásakor – kedvezőbb teljesítmény is elképzelhető, míg egy magasabb inflációs, és ezzel magasabb hozampálya 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 **0,88 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

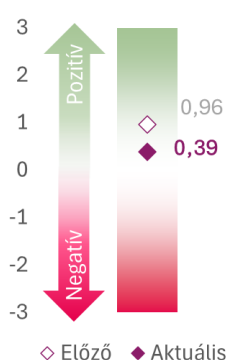
### Hátrányok

- Hosszú hozamok emelkedése jelentős kockázat
- Szűk kockázati felár

## Nemzetközi infláció-kapcsolt kötvények

### Legfontosabb üzenetek:

- Csökkent a beárazott infláció, a következő **5 éves átlagos drágulás Amerikában** a piac szerint **2,31%** lehet
- 1 éven **3,3% körüli teljesítmény** várható
- Historikusan magas az aktuális ötéves **reálhozam (1,52%)**



Az második negyedévben **15 bázisponttal nőtt** az amerikai 5 éves reálhozam, ennek hatására **1,5%-os veszteséget 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 1,52%-os előretekintő 5 éves reálhozamot áraz.

Az árazások alapján az Egyesült Államokban most **2,31%-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 a második negyedévre, de a

GDPNow 3% körüli becslése megnyugtató a piacokat. Az infláció-kapcsolt kötvények kockázata a reálhozamok emelkedésében rejlik, ami az elmúlt negyedévben megvalósult, így alulteljesített ez az eszközosztály.

A reálhozamok jelentős növekedésére továbbra sem számítunk, mivel a magas költségvetési hiány miatt, a történelmileg magas reálhozamok nehézkessé teszik a refinanszírozást, így mindenképp célja lesz az Egyesült Államok vezetésének, hogy minél jobban zárják az ollót. Illetve a piac is kamatvágást áraz 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 ideai inflációs várakozásukat. Ez a folyamat, a reálhozamok beszűkülése kedvezne az infláció-kapcsolt állampapíroknak.

A reálhozamok kb. **10 bázispontos** emelkedésével számolva **egyéves időtávon, 2,31%-os** inflációval **3,3%** lehet az eszközosztály nominális teljesítménye.

### Előnyök

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

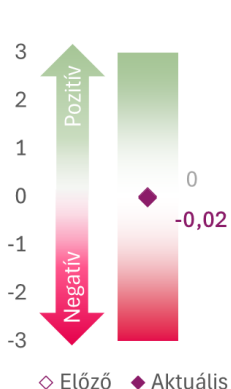
### Hátrányok

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

## Európai befektetési kategóriás kötvények

### Legfontosabb üzenetek:

- Az EKB négyszer, a FED egyszer sem vágott kamatot az idei évben
- Preferált befektetési kategória, a historikusan szűk spreadek miatt
- 1 éven **1,7% körüli teljesítmény** várható



Euróban számítva **1,83%-os eredménnyel** zárta a 2025-ös második negyedét az európai kötvényindex, felül teljesítve az amerikai kötvényeket. Az második negyedévben a német hozamok kb. 10-20 bázisponttal csökkentek, szemben a tengerentúli

emelkedéssel.

A befektetők egyéves időtávon további, körülbelül 2 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 második negyedévéig bezárólag.

A befektetők további kamatcsökkentést áraznak; a piaci szereplők szerint 2025 végére az EKB effektív átlagos kamatrátája 1,75% körül alakulhat. A jelenlegi szint 2%, azaz egy kamatvágást áraz a piac.

Az MBH Elemzési Centrum [előrejelzése](#) alapján a központi bank **2025 végére szintén** még egyszer csökkentheti az irányadó kamatot **1,75%-ra**, és ezt a szintet **2026 végéig fenntarthatja**.

A német kormány költekezési programja megmozgatta a kötvénypiacokat. A bejelentés

az államkötvények széles körét érintette Európában az első negyedévben, ami jelentős hozamemelkedéssel járt, azonban ez a második negyedév során rendeződött, a folytatódó kamatvágás pedig lejjebb tornászta a hozamokat. Az EKB az elmúlt 1 év alatt nyolc alkalommal csökkentette a kamatokat, június 5-én is sorkerült egy 0,25 bázispontos vágásra. Választások zajlottak Romániában és Lengyelországban is. Előbbiben EU-barát eredmény született, ami visszaállította a bizalmat, csökkentve a hozamokat. Utóbbiban a populista elnök megválasztása a lengyel politikai bizonytalanságot erősíti, ami az állampapírpiacon hozamemelkedéssel járt.

Továbbra is meghatározó esemény lehet a közeljövőben az orosz – ukrán konfliktus lezárása, ami szintén segítheti a környező országok gazdasági kilátásait, bár ezen a téren ebben a negyedévben nem volt előrehaladás. 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 hajlandó megtenni a lépéseket
- Erős gazdasági kilátások
- Béketárgyalások folyamatosan zajlanak

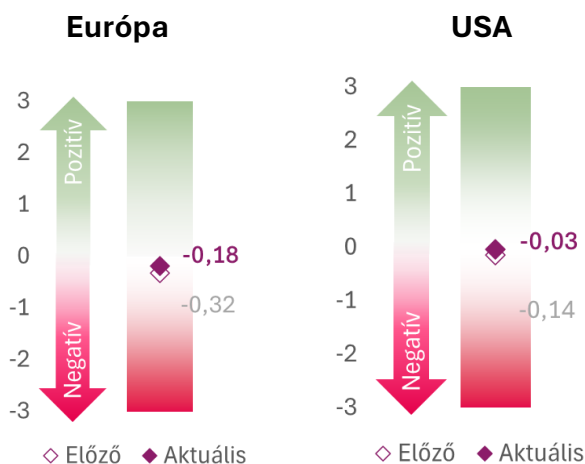
### Hátrányok

- 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 7,5%, Európában 5,5%** körüli teljesítmény várható



(USA 7,6%; EU 5,6%) rendelkeznek. 2025 második negyedévében az európai index 1,74%-kal, míg az amerikai 3,53%-kal zárt magasabban. A pozitív teljesítmény mögött elsősorban a magasabb felhalmozott kamat keresendő. Másodsorban pedig a kockázati felárak beszűkülése megtorpant, 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 és az Egyesült Államokban is.

A befektetők látszólag optimisták maradtak a vállalatok eredményességét illetően. A **kockázati felár Amerikában 290, Európában 321 bázispont**. Ez lényegesen elmarad a historikus **átlagnak mondható 439-es** szinthez képest.

Előrejelzésünk szerint az **USA** magas hozamú kötvénypiac **egyéves időtávon 7,5%-os** teljesítményt produkálhat, míg az **eurós** kockázatosabb kötvénycsoport **5,5%-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: 3,2; EU: 2,9**), 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

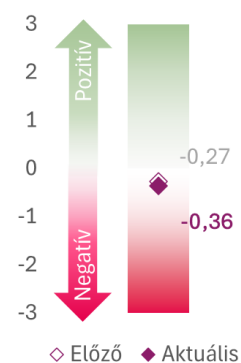
- A magas kamatkörnyezet begyűrűző hatásaira érzékenyebb a mögöttes vállalatok gyengébb minősége miatt
- Szűk kockázati felár



## Dollárban/euróban denominált fejlődő piaci kötvények

### Legfontosabb üzenetek:

- 1,5%-os hozamprémium az amerikai kötvényeken felül 6 éves lejáraton
- Jelentősen veszített vonzerejéből a korábbi évekhez képest



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

tartományban, **1,21%-os emelkedéssel folytatták a 2025-es évet.** Az állampapírhozamok csökkentek, a kockázati felárak stagnáltak az második 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 3,12%-os átlaghoz képest **csupán 2,16%-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: Az áprilisi esés után megjelentek a vevők, kitart a lendület?

A második negyedévet 10%-os pozitív teljesítménnyel zárta az irányadó S&P 500 index, azonban a célhoz vezető út rögös volt: áprilisban 4 nap alatt 12%-ot veszített az értékéből az amerikai tőzsde, Trump vámbejelentései hatására. A korrekció nem bizonyult hosszú életűnek, és április 9 óta folyamatosan emelkednek a tengerentúli papírok. Ez azonban nem vigasztalja az Amerikán kívüli USA-befektetőket, akik a dollár devizakockázatát is futják a mögöttes részvények árfolyamán felül. Számukra a dollár idei gyengélkedése (a globális devizakosárral szemben a második negyedévben 7,7%-ot gyengült a zöldhasú) még mindig nagy eséllyel azt jelenti, hogy az év elejétől számítva veszteséges pozícióban ülnek. Mindenesetre az első negyedéves erőteljes európai túlteljesítés a tőzsdéken a második negyedévben csillapodott, azonban a dollár látszólag folyamatos gyengülése miatt a tőkeáramlás továbbra is kedvezhet az Amerikán kívüli piacoknak.

| 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 | Modelltermék |
| 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 részvényt piacokon 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.

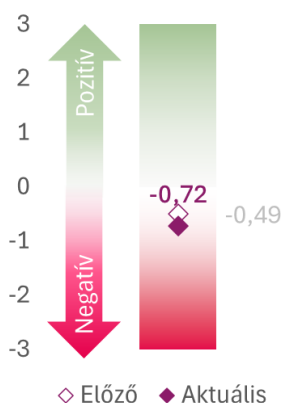
| Név           | Ajánlás kezdete 2024-ben | Ajánlás*       | Ár ajánlaskor | Ár 2025.06.18. | Hozam az ajánlás kezdetétől | Aktuális célár |
|---------------|--------------------------|----------------|---------------|----------------|-----------------------------|----------------|
| ALTEO         | 2024. jan. 1.            | Vétel          | 2840          | 5280           | 86%                         | 6143           |
| AutoWallis    | 2024. szept. 23.         | Vétel          | 148           | 156            | 5%                          | 225            |
| Gránit Bank   | 2024. nov. 25.           | Vétel          | 15890         | 11750          | -26%                        | 17063          |
| Masterplast   | 2024. jan. 1.            | F.A.           | 2650          | 2410           | -9%                         | F.A.           |
| MOL           | 2025. márc.27.           | Vétel          | 2994          | 2974           | -1%                         | 3261           |
| OPUS          | 2024. márc. 4.           | Vétel/Semleges | 380           | 590            | 55%                         | 620            |
| Richter       | 2024. szept. 10.         | Vétel          | 10700         | 10230          | -4%                         | 13105          |
| Telekom       | 2024. aug. 12.           | Vétel/Semleges | 1072          | 1784           | 66%                         | 1861           |
| Waberer's     | 2024. márc. 27.          | Vétel          | 3910          | 5140           | 31%                         | 5980           |
| S&P500        | 2024. jún. 10.           | Vétel          | 5360          | 5982           | 12%                         | 6465           |
| Euro Stoxx 50 | 2024. jún. 17.           | Vétel/Semleges | 4880          | 5263           | 8%                          | 5561           |

Forrás: MBH Befektetési Bank | Az árfolyam adatok forintban értendők, kivéve S&P500 és Euro Stoxx 50 | \* Ahol több ajánlás látható, az időközben változott | F.A. = felülvizsgálat alatt

## Amerikai részvények

### Legfontosabb üzenetek:

- A növekedési részvények továbbra is felülteljesítik az értékalapú részvényeket
- A mesterséges intelligencia a részvényt piac egyik fő hajtóereje



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** elemzői konszenzus alapján, jelentős mértékben **21,9-re csökkenhet**. Jelenleg az **S&P 500 P/E mutatója kb. 28**, ami meghaladja a történelmi átlagot.

A növekedési és értékalapú részvények közötti teljesítménykülönbség továbbra is jelentős, és az elmúlt évtized trendje 2025-ben is folytatódik. A **Russell 1000 Growth** index az elmúlt tíz évben évente átlagosan **6,4 %-kal multa felül a Russell 1000 Value** indexet. 2024-ben a technológiai fókuszú növekedési részvények kiemelkedő teljesítményt nyújtottak, és 2025 első felében is megtartották előnyüket.

A részvényt piac motorját továbbra is a **mesterséges intelligenciával** kapcsolatos befektetések jelentik. A befektetők a technológiai vállalatok jövőbeli profitnövekedésére fogadnak, és a vállalati hatékonyságot növelő digitális megoldások iránti várakozások fenntartják az érdeklődést. A piaci konszenzus szerint ugyan a befektetések hozama még nem materializálódott teljes mértékben, de hosszú távon komoly megtérülés

várható, ami fenntarthatja a **szektor túlteljesítését**.

A külföldi bevételi kitettség továbbra is fontos tényező az amerikai nagyvállalatok esetében. Az S&P 500 vállalatainak **átlagosan 30 százalékban külföldről származik** a bevétele, de ez a szektorok között jelentős eltérést mutat. Míg a közműcégek alig 1 százalékban függenek a külső piacoktól, a **technológiai vállalatok** bevételeinek **akár 70 százaléka** is nemzetközi forrásból származik. Az erősödő dollár ezért vegyesen érinti a cégeket: az exportorientált szektorok nyomás alá kerülhetnek, míg a belföldi piacra fókuszáló vállalatok kevésbé érzik meg az árfolyamhatásokat.

A makrogazdasági háttér vegyes képet mutat: a **GDP-növekedés lassuló** pályán van, az **infláció enyhült**, de újabb vámintézkedések miatt ismét emelkedhet. A **munkanélküliség mérsékelten emelkedett**, míg a Fed egyelőre kívár, de szeptemberre kamatcsökkentés várható. Ezek a tényezők rövid távon volatilitást okozhatnak, ugyanakkor a részvényt piacot egyelőre nem tántorítják el a kedvezőtlenebb makrotrendek.

### Előnyök

- Erős növekedési dinamika a technológiai szektorban
- AI-beruházások hosszú távon profitnövekedést hozhatnak
- A piaci hangulat egyelőre támogatja a részvényt piacot

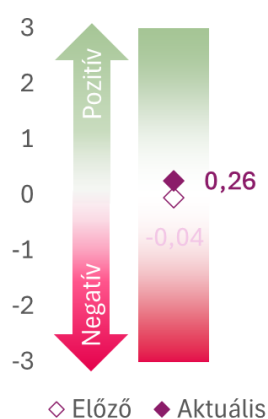
### Hátrányok

- Erős dollár negatívan hat az exportáló cégekre
- Vámintézkedések és politikai bizonytalanság fokozhatják a piaci volatilitást
- A technológiai cégek teljesítménye erősen függ a jövőbeni AI-megtérüléstől

## Európai részvények

### Legfontosabb üzenetek:

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



Június elején frissítettük az **Eurostoxx 50** indexre vonatkozó modellünket, **az egy éves várható fair értéke 5561 pontra emelkedett** a korábbi 5190 pontos célunkról.

Euróban számolva **0,15%-kal mozdult el az Eurostoxx 50** részvényindex a

második negyedév során, míg az év elejéhez képest 8,8%-kal van magasabban. 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.

Az előzetes várakozásokra rációvalva felülteljesítő Európa az USA-hoz képest, amit nagyrészt az elmúlt évtizedekben elhanyagolt európai bankszektornak és a hadiiparnak köszönhető (ez utóbbit hajtják a védelmi kiadások emelkedésére vonatkozó várakozások). Ugyanakkor a ciklikus fogyasztói szektor és a technológiai iparág gyenge/közepes teljesítményt tudtak nyújtani eddig az idei évben, amit jelentős részben a kínai gazdaság gyengélkedésének számlájára írhatunk. Az elmúlt hónapokban szignifikánsan változtak meg az elemzői várakozások. Fél éve még negatívak voltak az öreg kontinensre vonatkozó várakozások, mára viszont inkább optimista hangulat uralkodik a szakértők között.

Az orosz-ukrán háborúnak még mindig nem látszik a vége, az iráni-izraeli konfliktus tovább bonyolítja a geopolitikai helyzetet. A konfliktusok rendezése **kedvező hatással lehetne** az európai tőkepiacokra. Az Eurostoxx 50 **P/E rátája jelenleg 17,4**, közelít az index 10 éves átlagához (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 és az európai **pénzcsapok megnyitásával** kapcsolatos várakozások tovább hajthatják a nyugat-európai tőzsdéket, ugyanakkor a Donald Trump vámpolitikája kockázati tényezőt jelent, az EU-USA megállapodás továbbra is várat magára. A jelenlegi gazdasági-, politikai környezetben a német **DAX index 5,7%-kal emelkedett** 3 hónap alatt, a francia CAC 40 viszont 1,4%-kal zsugorodott a második negyedév során.

### Előnyök

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

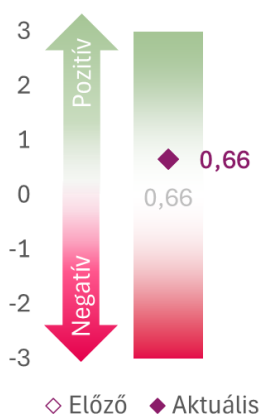
### Hátrányok

- 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



**9%-ot meghaladó emelkedést mutatott a második negyedév során az MSCI Emerging Markets index** dollárban kifejezve, míg az első félév egészét tekintve közel 13%-os pluszban áll. A kínai Hang Seng index 2,5%-ot erősödött

az elmúlt három hónapban (év eleje óta 18,2%-os hozam). A január közepe óta tartó rallyt az amerikai vámháborús tervek törték derékba. A kínai részvénytőzsi piac idején emelkedését elsősorban a technológiai cégek hajtották. Kína esetében az optimizmust egyrészt a relatív alulértékeltség, a vámháborús hangulat enyhülése 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 8,3%-kal**, a varsói **WIG 4,5%-kal emelkedett a második negyedév során**. A közép-kelet-európai részvényeknek jót tesz, hogy Németország az adóssághék 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 **15,1-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 2,1%-ot**. A fejlődő piacok **aggregált GDP növekedése 2025-ben és 2026-ban elérheti a 3,7-3,9%-ot**. A növekedés motorja főként az erős belső kereslet lehet, amit a KKE régióban a német kormányzati költségeinek növekedése támogat.

### Előnyök

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

### Hátrányok

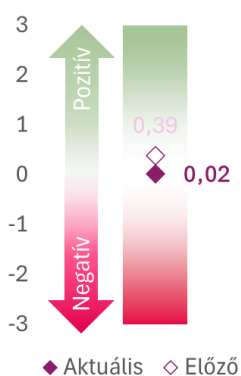
- Globalizációs folyamatok lassulása, „Reshoring”
- Politikai kockázatok, kevésbé befektetőbarát tőkepiaci szabályozás
- Fejlett piacokhoz képest magasabb volatilitás



## 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



2025 második negyedéve során ismét történelmi csúcsra kapaszkodott a **BUX, 97.000 pontot** is meghaladta a hazai tőzsdeindex eddigi legmagasabb értéke május folyamán. Az **második negyedév** során **8,3%-ot** emelkedett a hazai börze és ezzel a

teljesítménnyel a közép-kelet-európai régióban a jobban teljesítő indexek közé tartozott. Ahogyan a világ összes tőkepiacán, úgy a Budapesti Értéktőzsde Indexén is megfigyelhető volt az április elején megjelenő globális bizonytalanság, melyet elsősorban az amerikai vámpolitikai intézkedések váltottak ki. A magyar részvényindex ugyanakkor rövid időn belül ledolgozta a korrekciót, és azóta tovább folytatja a dinamikus növekedési trendet. 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**, mely az elmúlt 3 hónap során **5%-os** teljesítménnyel fölfelé hajtotta a BUX index árfolyamát. Az április elejei esést követően a pénzintézet részvényének árfolyama május során új történelmi szintre emelkedett. A bankrészvény értékeltségét tekintve 6.87x P/E szorzón forog, amely lényegesen alacsonyabb a versenytársak átlagánál. A **Magyar Telekom**

csupán 7% körüli súllyal rendelkezik az indexben, de a **4,4%-os negyedéves emelkedése** szintén hozzájárult a BUX index Q2-es emelkedéséhez. Az index kisebb súlyú alkotóelemei között is találunk számos impozáns teljesítményt, mint például a **4iG**, ami az elmúlt **három hónap során 6%-ot emelkedett** és idén már 87,7%-os növekedést ért el, valamint a **Waberer's**, ami a **negyedév során 17,7%-ot**, míg év eleje óta 28,3%-ot volt képes emelkedni.

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 részvények közül számos papírt követ a szervezet, melyekről a [Részvényelemzések](#) linken részletesen is olvashatnak.

### 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

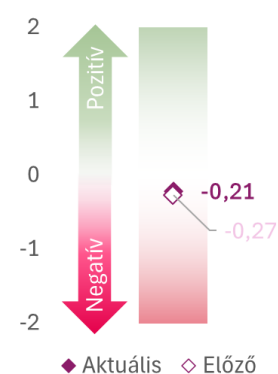
A portfóliók központi részét képező részvény- és kötvénykitettségekkel vett jellemzően alacsony korrelációjuk miatt az alternatív befektetések értékes részét képezhetik egy hosszú távú befektetési portfóliónak. Az együtt mozgás mértéke és iránya ugyan gazdasági ciklusonként eltérő lehet, kellően hosszú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

| Releváns befektetési alapok                           | Aleszközosztály | ISIN         | Kategória    |
|-------------------------------------------------------|-----------------|--------------|--------------|
| MBH Arany Alapok Alapja A sorozat                     | Árupiac - 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 |

### Arany

#### Legfontosabb üzenetek:

- 2024 után, 2025-nek 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 **28%-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 időszakhoz 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.

Kérdéses a geopolitikai folyamatok kimenetele, hiába ígért Trump egy „békésebb” világot az orosz-ukrán háború továbbra is fennáll, sőt izrael-irán is megkezdte a hadakozást, amely folyamatokban az Egyesült Államok is szerepet vállal Izrael oldalán. Ezen kívül pedig a vámháború is okozhat még meglepetéseket.

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 továbbra is szkeptikusak vagyunk, egy esetleges békekötéssel együtt sem biztos, hogy a korábban kiszabott szankciók visszavonásra kerülnének, ráadásul a fókusz jelenleg a vámháború viszi el.

#### Előnyök

- Hozamcsökkenés rövidtávon
- Trump dollár gyengítési terve

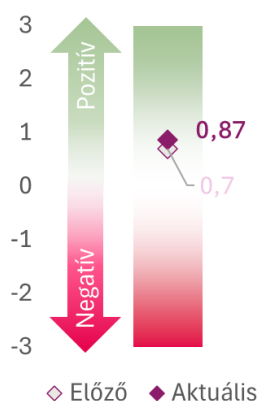
#### Hátrányok

- 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 részvénytől, ha megfelelő pozíciókat vettek fel



Az második negyedévben az utóbbi időben igencsak „furcsa” évkezdés után megtörtént a visszapattanás, **11%-os teljesítményt** figyelhattunk meg az amerikai részvénytől. 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 részvénytől, vagy sokan a kötvénypiaci bizonytalanságok miatt más régiókat kerestek, míg másik parkoltatják a megtakarításait.

Mindennek margójára **nőtt** a részvénytől **volatilitás (VIX március végén: 22,27; június végén 18,01)** amihez elegendő volt annyi, hogy az amerikai kormány bejelentse a vámokat, amelyek a covid óta nem látott volatilitást okoztak a részvénytől. 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 áprilisban az 50-es 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 idejű kamatpályán, ami 2 darab kamatvágást takar nem módosított.

Az óvatosabb befektetők a hazai **pénzpiaci hozamokkal** forintban **1,54%-ot tehettek zsebre** a második 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 részvénytől értékeltsége nagyjából visszaállt a korábbi szintekre**, a visszapattanásnak köszönhetően. A pozitív korrekcióban kivették a részüket más régiós tőzsdék is. Az ügyes abszolút hozamot vezető 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 döntéseinek 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 piacaíra 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 |
|--------------------------------------------------------------|--------|--------------|-------------|------------------|-----------|
| MBH Bonitas Alap                                             | HUF    | HU0000702725 | 20,0%       | 10,0%            | 5,0%      |
| 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%        | 5,0%             | 5,0%      |
| 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%        | 12,5%            | 17,5%     |
| 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%      |
| MBH Arany Alapok Alapja A sorozat                            | HUF    | HU0000709290 | 10,0%       | 10,0%            | 10,0%     |
| Accorde Eklektika Alapok Alapja A sorozat                    | HUF    | HU0000716519 | 7,5%        | 7,5%             | 7,5%      |
| 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%            | 5,0%      |
| 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%        | 2,5%             | 2,5%      |
| 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%        | 5,0%             | 5,0%      |
| 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%        | 12,5%            | 17,5%     |
| 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%        | 5,0%             | 5,0%      |
| 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%            | 5,0%      |
| 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%        | 5,0%             | 5,0%      |
| MBH Fejlett Piaci Vállalati Kötvény Alap EUR sorozat                   | EUR    | HU0000723481 | 2,5%        | 5,0%             | 5,0%      |
| 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%        | 12,5%            | 17,5%     |
| 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%        | 7,5%             | 7,5%      |
| Takarék Euró Ingatlan Alapok Alapja                                    | EUR    | HU0000714969 | 20,0%       | 15,0%            | 10,0%     |



## Manoj Pradhan: The US economy in the second Trump Administration

### **Dollar Vigilantes, and not US Bond Vigilantes, that might turn out to be the new wrinkle in the second Trump administration.**

Vigilantes play two roles – they either try to dissuade governments from adopting bad policies, or they punish administrations for poor decisions. With bond vigilantes unlikely to dissuade Congress from delivering even bigger deficits, dollar weakness looks increasingly like the messenger that delivers lower allocations and (hence) higher risk premia to the US economy. The growing clash between heterodox measures and the direction of orthodox policy has given rise to this new breed of vigilantes.

In past episodes, when the direction of orthodox policy was unfavourably viewed, US bond vigilantes rose to the occasion to redirect policy, or punish bad decisions. Now that the second Trump administration has deployed two policy tools, orthodox and heterodox, that are both going in the wrong direction, it stands to reason that the market has chosen to give itself an additional instrument to address policy mistakes.

Dollar weakness by itself is not the problem. If it reflects outperformance by the rest of the world, usually when the global economy is picking up pace, US dollar weakness simply reflects a better rate of return outside the US. And some of the weakness in the dollar even before ‘Liberation Day’ reflects the fiscal expansion in China since September 2024 and the prospective one in Germany after the election in late February.

What’s new is dollar weakness that has been increasingly linked with a question about whether allocations to US asset markets need to be reconsidered.

### **What then is the specific policy clash between heterodox and orthodox policies?**

Actually, there are two such clashes.

First, the Trump administration wants to narrow, or even fully close, the US current account deficit with its biggest trading partners. It is blatantly obvious that this objective runs counter to the likely widening of fiscal deficits as the ‘Big, Beautiful Bill’ is bludgeoned through Congress.

A substantial and rapid widening of the current account deficit of an economy typically a widening of the fiscal balance (or excessive monetary stimulus, or both) which lead to strong domestic growth. The Trump administration’s policy clash is tantamount to arguing that these deficits are driven by unrelated forces. The administration sees current account deficits as a reflection of unfair trade practices which other economies (primarily China) have used to gain a share of US domestic demand. It must be said that the subsidies that have led to the seismic rise of the electric vehicle and solar energy sectors in China do give the Trump administration ammunition to make such claims. Is that enough to argue that the fiscal balance can worsen while the current account balance is forced to narrow? Almost certainly not...

A current account deficit acts like a bit of an overflow valve, allowing some of the excessive stimulus from the fiscal deficit to flow abroad. If the fiscal tap is opened up at home, but the overflow valve is forced shut, more of the adjustment will have to be made at home. Once (or, should we say, if) the threat from tariffs recedes, overheating should become the dominant risk.

Which brings us to the second clash.

The Federal Reserve’s independence is again at risk at precisely the wrong time. \*\*. The possibility of an early nomination for the next Fed Chair creates three problems. First and foremost, markets are pricing in more rate cuts, perhaps contrary to the needs of the right policy mix for the economy. Second, while it is might be unfair to do so, more are questioning whether the dovish stance of members of the FOMC are tantamount to ‘interviewing’ for the top job. Third, it further ‘unanchors’ those highly valued inflation expectations that every central bank cherishes.

This would be yet another opportunity for bond vigilantes to act, but the immediate reaction has been a 10bps decline in the 10y yield. Dollar vigilantes, however, have pushed the dollar lower in what appears to be the more resilient form of protest.

There are two headwinds to this argument.

First, are there limits to dollar vigilantes when the dollar is the world’s currency? Of course. It seems difficult to exit US bonds to pursue bonds of equivalent fundamental risk that offer half the yield in Europe or even near-zero yields in Switzerland. However, equity markets in both Germany and China, as well as bonds in emerging markets offer alternatives. Even if investors seek out the high yield in US bonds, there is every likelihood that other asset classes in the US that could see outflows and underperformance.

The more natural limit to dollar vigilantism is that most viable candidates to even challenge for reserve currency status are far behind on one or more requirements. The euro area clearly has liquid and deep markets and China holds a huge share in global trade, but neither have run large and persistent trade deficits that have created a natural demand for their currencies for decades.

Second, would the Trump administration really mind a weaker dollar? A weaker currency is one of its stated objectives! Quite right, but it is highly unlikely that an administration that wants strong growth would be happy with a weaker currency as it raises the risk premium in the economy. Put differently, a weaker dollar makes equity and bond bets in the rest of the world seem far more attractive, reflecting a path that favours vigilantes more than it does an increasingly heterodox administration. What's the bottom line? That despite the fundamental appeal of EM economies and only modest fundamental support from Germany, the Euro stands to benefit.

**Euro Upside? What if the Deutsche Mark Were Still in Existence?**

How attractive is the case for the Euro? Will it strengthen or weaken over time? Some insight can be gained from thinking about whether a Deutsche Mark was in existence.

What if the Deutsche Mark were still in existence?

The Deutsche Mark would have appreciated strongly against the Franc, Lira and the Peseta. Within a relatively short period of time (maybe 3-6 months), those currencies could have reached values that would have made the rest of the euro area competitive relative to Germany. This would have allowed the rest of the euro area to participate in the growth of the German economy. In turn, that would have raised the profile of the euro area quickly.

In the absence of the Deutsche Mark, then, the rest of the euro area will take longer to be competitive relative to Germany. Put differently, the impetus for the Euro at the moment is coming from the changing growth profile of Germany only! In the future, however, the support for the Euro can spread to other economies in the euro area. The longer-term profile for the Euro therefore looks more promising than it has in the past two decades.

For the moment, the momentum behind the Euro comes primarily from Germany and the clash between heterodoxy and orthodox policy in the US.

## Publikációs információk

A jelen kiadvány a kiadása időpontjában érvényes.

A kiadványhoz felhasznált adatforrások:

- Bloomberg
- Magyar kamatvárakozások – MBH Elemzési Centrum, kamatpálya prognózis
- Részvénytőzsi index célárak – MBH Befektetési Bank, Részvényelemzés
- Magyar inflációs adatok - Magyar Nemzeti Bank ([www.mnb.hu](http://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 07. hónap 01. napja 15:30 (óra:perc)

A véleményekhez használt adatok 2025. év 06. hónap 27. 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](http://www.mhbefektetesibank.hu) honlapján, az MBH Bank Nyrt. bankfiókjaiban és a [www.mhbhbank.hu](http://www.mhbhbank.hu) honlapján, vagy a [www.mhbhbank.hu/privatebanking](http://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.