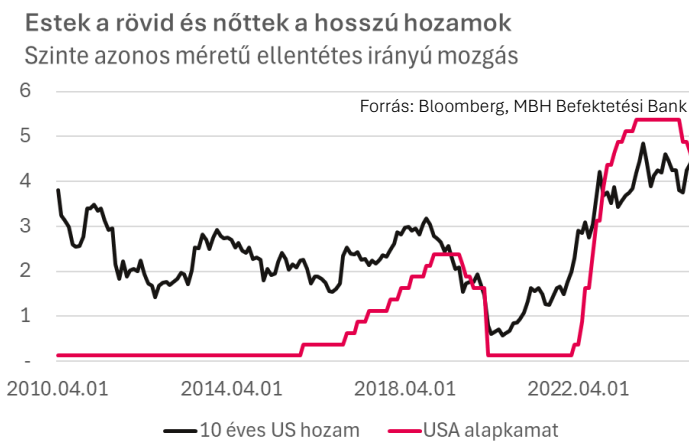


Befektetési sztorik a következő negyedévhez

Egyedülálló, tankönyvbe illő kötvénypiaci mozgások Amerikában

Általában elmondható, hogy a rövid és hosszú hozamok között egy közepesen erős, de pozitív együtt mozgás tapasztalható: a központi bank kamatcsökkentési ciklusa alatt a hosszú hozamok jellemzően mérséklődnek. Ehhez képest most ennek ellenkezőjét figyelhettük meg tavaly augusztus vége óta. A példa tankönyvi, a hozamgörbe rövid oldalát szabályozza a jegybank, míg a hosszút a piac mozgatja; mégis ezt nagyon sok befektető tavaly látszólag elfelejtette.

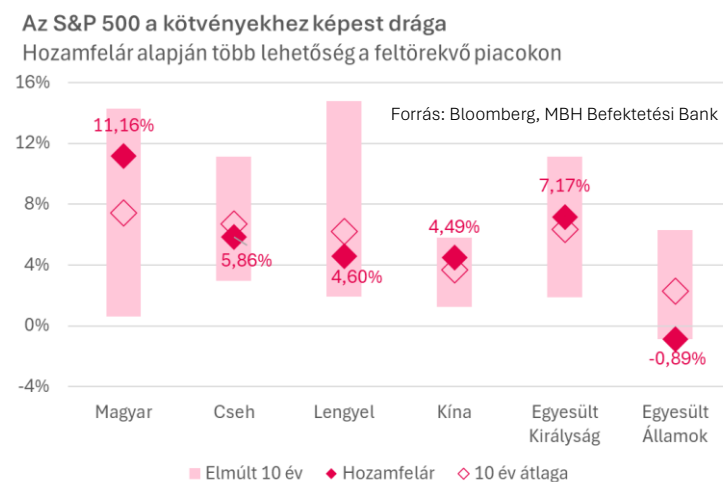


Míg 2024 augusztus 23-án az amerikai FED effektív kamatrátája 5,38%-on állt, december 23-ra az addig összesen 1%-os kamatcsökkentésnek köszönhetően ez 4,38%-ra mérséklődött. Mindeközben a fenti négy hónap alatt a 10 éves állampapírhozam 79 bázisponttal mozdult el, csak hogy felfelé: 3,8%-ról 4,59%-ra. Az ellentétes irányú mozgás historikusan ritka, és a befektetők várakozásainak eltolódásáról tanúskodik. Kontextusba helyezve 2023 októberben 4,9% volt a 10 éves hozam, miközben az infláció nem sokkal azt megelőzően fordult le rekordmagas, 9,1%-os szintjéről. Mindez azt jelenti, hogy a kötvénypiacok

szerint szűkül a FED mozgástere, és az infláció csak jelentősebb kamatcsökkentések nélkül tartható kordában. Ugyanakkor befektetői szemmel attraktívnak tűnik az amerikai kötvénypiac, az előremutató inflációs várakozások szerint 2,2% a 10 éves a reálhozam.

Vonzó a magyar tőzsde, más régiókhöz és a hazai kötvényekhez képest is

Befektetési termékek kiválasztásakor érdemes szemügyre venni, hogy pontosan mit és mennyiért kínálnak az egyes régiók. Kötvény- és részvénykitettséget világszerte felvehetünk, de hol és melyiket válasszuk?



Érdekes képet kapunk, ha a hozamprémiumokat vizsgáljuk meg. Jelen esetben a releváns piacok 10 éves állampapírhozamát vonjuk ki azok részvényindexeihez tartozó nyereséghezámából (a részvényár hány százaléka a megtermelt eredmény). Például a magyar piacon december 2-án a 6,36%-os 10 éves hozamhoz képest 11,95%-kal magasabb, 18,32%-os nyereséghezammal tudtuk megvásárolni a BUX indexet. Ez a prémium jócskán az elmúlt évtized 7,36%-os átlaga felett van, tehát a hazai eszközök közül a részvények tűnhetnek vonzóbbnak. Ezzel ellentétben Amerikában a mutató 2024-ben negatívba csapott át, ami

óvatosságra adhat okot a tengerentúli kitétségek esetén. A hosszú távú teljesítményt nagyban befolyásoló értékeltségi (és relatív értékeltségi) mutatók alapján leginkább a feltörekvő piacokon, többek közt saját régióinkban találhatunk jó lehetőségeket.

Mit csináljunk 2025-ben a Prémium Magyar Állampapírjainkkal?

Már csak karnyújtásra van tőlünk január 20-a. Ezen napon esedékes Donald Trump beiktatása az Egyesült Államokban, a hazai befektetők számára azonban nem csak emiatt lesz piros betűs ünnep az a hétfő. A 2033/I jelű prémium magyar állampapírok birtokosai bonthatnak pezsgőt először január 20-án, hiszen ők 17,85%-os kamatot kapnak. A teljes befektetői tábort tekintve közel 129 milliárd forint értékű lesz a kamatfizetés, majd egy héttel később a 2027/I jelű állampapír tulajdonosai kapnak közel 120 milliárd forint értékű kamatot.

A korábbi években megszokott kétszámjegyű kamatoktól az infláció érdemi csökkenése miatt el kell búcsúznunk: a prémium magyar állampapírok az ideai kamatfordulókat követően az MBH Bank Elemzési Centrumának inflációs előrejelzései tükrében 3,95% és 5,20% közötti kamatozásra váltanak (instrumentumtól függően). Az idénre várt 3,8%-os, valamint a jövőre várt 3,5%-os hazai infláció tükrében pedig jó ideig egyszámjegyűek maradnak a PMÁP-ok kamatfizetései.

A magyar PMÁP-befektető első feladata az önreflexió: miért vette meg az állampapírt? Azért, mert kockázati étvágának megfelelő, biztonságos eszközt keresett, vagy a magas forinthozamok csábították el az egyébként jócskán kockázatosabb eszközökből?

Előbbi esetben szétnézhet a jegyezhető lakossági papírok körében: a Fix Magyar Állampapír 6,50%-kal kecsegtet. A megfelelő időtáv esetén akár egy 5 éves lejáratú kötvényalappal is próbálkozhat, ami a hozamok csökkenéséből is profitálhat.

Utóbbi esetben nehezebb a dolga. Ismét egy többelemű portfólióra lesz szüksége, mivel az állampapírt meghaladó teljesítményért valamilyen kockázatot mindenképp vállalnia kell. A jelen kitekintőben részletezett mintaportfóliók éppen alkalmasak lehetnek erre a feladatra.

Mivel kereshetünk pénzt Donald Trump elnöksége alatt?

Donald Trump megválasztása után kilöttek a tőzsdék. A kérdés az, hogy az új elnök intézkedései milyen hatással járnak a vállalatokra. Ehhez bizony nem elég Trump előző elnökségéből kiindulni: a gazdaság most teljesen más helyzetben van, mint 2016-ban volt. Debreczeni Csaba cikkében körbejárja a várható intézkedések piaci hatásait.

Donald Trump megválasztása után akár össze is zavarodhatunk abban a tekintetben, hogy a személye vajon pozitív, semleges vagy negatív lesz majd a részvényt piacok számára. Itt van mindjárt a társasági adó csökkentésének kérdése, amely első olvasatra jobb vállalati eredményeket eredményezhet. Iparági bontásban a ciklikus iparág (pl. az autógyártók), a telekommunikáció, a pénzügy, valamint az egészségügy és az ipar lehet a kedvezményezett. De ha indexszinten vizsgáljuk meg a kérdést (S&P500), akkor akár 4%-kal is javulhat az egy részvényre jutó nettó eredmény.

A 2016-os választási kampánynak is fontos része volt a társasági adócsökkentés, és akkor is három iparágat tartottunk előzetesen nyertesnek: a telekommunikációt, az egészségbiztosítókat és a belföldi légitársaságokat. Az eredmény azonban nem volt ilyen egyértelmű, hiszen míg a légitársaságok és a telekommunikációs vállalatok vegyes képet és komoly volatilitást mutattak, addig az egészségbiztosítók szinte kilöttek.

Ugyanakkor Trump lehetséges gazdaságpolitikája dollárerősödést is előrevetít, ahogy ezt már a választások előtt is láthattuk. Ez azonban bizonyos iparágak esetében éppen a fenti, adócsökkentéssel megtámogatott EPS növekedés ellen szól.

Kik lehetnek tehát egy Trump-kormány nyertesei? A teljes elemzés [megtekinthető a Monitor Blogon.](#)

2025 Q1 – Trump felfordulást és inflációt hozhat, bizonytalan a FED kamatcsökkentés sorsa

A tavalyi év utolsó hónapjaiban Trump került reflektorfénybe. Merész és jelentős következményekkel járó ígéreteket tett az amerikai polgároknak, így megválasztása után jogosan merül fel a kérdés: ezek közül mit fog betartani? Mindeközben beszűkült a FED mozgástere, nem kis részben épp a Republikánus elnök várható intézkedései és azok hatásai miatt. Látunk rá esélyt, hogy 2025-ben ismét inflációs hullám söpör végig Amerikán, míg Európában egy potenciális vámháború okozhat akár recessziót is.

Trump felforgatta a várakozásokat

Óriási feszültség jellemezte az amerikai közéletet a novemberi választásokat megelőzően, sokan hónapokig elhúzódó politikai és jogi csatározásra számítottak. A szinte totálisnak mondható Republikánus győzelem ereje azonban egy nap leforgása alatt kioltotta ezeket a kockázatokat.

A helyükre Trump gazdaságpolitikájából fakadó kockázatok érkeztek: az elnök védővámok bevezetését helyezte kilátásba nem csupán a nagy rivális Kínával, hanem az Európai Unióval és Kanadával szemben is. Programjára tömeges deportálásokat is tűzött, ami bizonyos iparágakban alapjaiban forgatná fel a tengerentúli munkaerőpiacot. Vállalati adócsökkentéseket szorgalmazott, amely javíthatná a társaságok profitabilitását – ugyanakkor kieső állami bevételeket eredményezne. Trump gazdaságpolitikája egyértelműen inflációs irányba mutat, amivel egyúttal magasabb kötvényhozamok is járhatnak. A magas kamatokat hírhedten ellenzi a leendő elnök, így valószínűleg mindent meg fog tenni annak érdekében, hogy intézkedései ellenére lejjebb kényszerítse az amerikai hozamgörbét.

A Republikánus elnök egy erős gazdaságot örököl: a GDP stabilan bővül, novemberben év/év alapon 2,7%-kal. Az inflációt sikerült leküzdeni 3% alá, habár az év végén némileg emelkedett, jelenleg 2,7%-os szinten. A munkaerőpiac lazult, a munkanélküliség 4,2%-on áll.

A vállalati eredmények kiválóak, a Factset előrejelzése szerint 2024 negyedik negyedévében 11,9%-kal nőhetnek a profitok.

A fentiekhez egy historikusan drága és erősen koncentrált amerikai részvénypiac tartozik, valamint egy relatíve magas állampapírhozam.

Összességében könnyűnek tűnne Trump dolga, ha választóinak adott ígéreteivel nem veszélyeztetné a növekedési pályát. Márpedig nagyon úgy tűnik, hogy mind belpolitikai és külpolitikai téren olyan vállalásokat tett szavazói számára, amelyek kibillenthetik az országot ebből a stabilnak és kedvezőnek tűnő állapotból.

Nehéz helyzetbe kerülhet a FED

Powell decemberben kihangsúlyozta, hogy továbbra is restriktívek a monetáris kondíciók. Ugyanakkor úgy tűnik, hogy kisebb a jegybank mozgástere, mint azt korábban gondolhattuk. Az infláció szeptember óta ismét emelkedik (bár csak kis mértékben), és a befektetők csupán egy kamatvágást áraznak 2025-re. Trump gazdaságpolitikája dinamikusabb áremelkedést jelenthet, amit a FED magasabban tartott kamatokkal próbálhat ellensúlyozni. Könnyen előfordulhat tehát, hogy a központi bank csak egyszer, vagy akár egyszer sem csökkenti a kamatszintet idén.

A jegybank számára nagy kihívás lesz az egyensúlyi állapot megtalálása ebben a volatilis környezetben, hiszen a munkaerőpiac már láthatóan lazul, és bár a vállalati eredmények és a fogyasztás még rendben van, ha túl sokáig tartják a gazdaságot inkább hűtő, restriktív kondíciókat, az jelentősen fékezheti a gazdaság bővülését.

Befektetési sztorik a következő negyedévhez.....	1
2025 Q1 – Trump felfordulást és inflációt hozhat, bizonytalan a FED kamatcsökkentés sorsa	3
Konzervatív Portfólió.....	5
Kiegyensúlyozott Portfólió.....	6
Dinamikus Portfólió.....	7
Globális perspektíva: A második Trump-adminisztráció hozadéka.....	8
Az unortodox gazdaságpolitika visszatérése	8
Három dolog áll az útjában:	9
Eszközosztály-preferenciák: devizás nominális és inflációkövető kötvények	11
Pénzpiac és kötvények: az MNB a forint miatt, a FED Trump miatt aggódhat	12
Forint pénzpiac	12
Rövid forint kötvények.....	13
Hosszú forint kötvények.....	14
Amerikai befektetési kategóriás kötvények	15
Nemzetközi infláció-kapcsolt kötvények	16
Európai befektetési kategóriás kötvények.....	17
Amerikai és európai magas hozamú kötvények.....	18
Dollárban/euróban denominált fejlődő piaci kötvények.....	19
Részvények: Magas hozamok ellenére a növekedési papírok szóltak nagyot	20
Egyedi részvény- és régiós index ajánlások	20
Amerikai részvények.....	21
Európai részvények	22
Feltörekvő piaci részvények	23
Hazai részvények	24
Alternatív befektetések: jók lesznek az abszolút hozamú alapok	25
Arany	25
Abszolút hozamú stratégia.....	26
Fókuszban lévő befektetési alapok.....	27
Pénzpiac és Kötvények	27
Részvények.....	27
Alternatív és Vegyes alapok.....	27
Egydevizás Advisory Mintaportfóliók	28
Manoj Pradhan: The Second Trump Administration: The Return of Unorthodoxy	29
Publikációs információk	31
Jogi nyilatkozat.....	32

MBH Advisory Mintaportfóliók

2025 első negyedévére csökkentettük a nyugat-európai részvénykitettséget, és portfólióba emeltük a **közép-kelet-európai régiót**. A fejlett piacokon belül így Amerika némileg nagyobb súllyal, de továbbra is jócskán benchmark szint alatt, leginkább **aktív részvénykiválasztást** alkalmazó befektetési alapokon keresztül kap helyet. A **devizás kötvénykitettséget** az USA piacon a közepes (3 év körüli) lejáráttal tartjuk, ami a jelenlegi hozamkörnyezetben attraktív középtávú teljesítményt biztosíthat. Tartjuk a portfólióba emelt **infláció-kapcsolt kötvénykitettséget**, mivel az inflációs kockázatok emelkednek. Kissé növeltük a **hazai kötvénykitettség átlagos futamidejét**, mivel 1 éves időtávon csökkenhetnek a hosszabb hozamok. Az egydevizás (HUF, EUR és USD) portfóliókat lásd a 28. oldalon.

Konzervatív Portfólió

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



Eszközosztály	Aleszközosztály	Alap	Deviza	Súly
Pénzpiaci	HUF	Budapest Bonitas Alap	HUF	20,0%
Kötvény IG	Hazai állampapír	MBH Bázis Hazai Rövid Kötvény Alap	HUF	12,5%
	Hazai állampapír	MBH Hazai Hosszú Kötvény Alap	HUF	7,5%
	Globál	PIMCO GIS Income Fund E USD Cap (acc)	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	Generali Spirit Abszolút Származtatott Alap A sorozat	HUF	5,0%
	Ingatlan	Magyar Posta Takarékos Ingatlan	HUF	15,0%

Kiegyensúlyozott Portfólió

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



Eszközosztály	Aleszközosztály	Alap	Deviza	Súly
Pénzpiaci	HUF	Budapest Bonitas Alap	HUF	10,0%
Kötvény IG	Hazai állampapír	MBH Bázis Hazai Rövid Kötvény Alap	HUF	5,0%
	Hazai állampapír	MBH Hazai Hosszú Kötvény Alap	HUF	10,0%
	Globál	PIMCO GIS Income Fund E USD Cap (acc)	USD	7,5%
	Globál infl-kapcs.	Fidelity Funds – Global Inflation-linked Bond Fund A-ACC-Euro (Hdg)	EUR	7,5%
Részvény		Fidelity Funds - Global Dividend Fund A-ACC-HUF (Hedged)	HUF	12,5%
	Globál	MBH Fejlett Piaci Részvény Alap	USD	10,0%
	Észak-Amerika	Fidelity Funds - America Fund A-ACC-USD	USD	7,5%
	Közép-Európa	MBH Közép-Európai Részvény Alap	EUR	2,5%
	Fejlődő piacok	Allianz GEM Equity High Dividend CT (EUR)	EUR	5,0%
Alternatív	Arany	MBH Arany Alapok Alapja A sorozat	HUF	10,0%
	Abszolút hozamú	Generali Spirit Abszolút Származtatott Alap A sorozat	HUF	2,5%
	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 részvénypiaci kitettségből eredő magasabb kockázatokat



Eszközosztály	Aleszközosztály	Alap	Deviza	Súly
Pénzpiaci	HUF	Budapest Bonitas Alap	HUF	7,5%
Kötvény IG	Hazai állampapír	MBH Hazai Hosszú Kötvény Alap	HUF	10,0%
	Globál	PIMCO GIS Income Fund E USD Cap (acc)	USD	7,5%
	Globál infl-kapcs.	Fidelity Funds – Global Inflation-linked Bond Fund A-ACC-Euro (Hdg)	EUR	7,5%
Részvény		Fidelity Funds - Global Dividend Fund A-ACC-HUF (Hedged)	HUF	15,0%
	Globál	MBH Fejlett Piaci Részvény Alap	USD	12,5%
	Észak-Amerika	Fidelity Funds - America Fund A-ACC-USD	USD	10,0%
	Közép-Európa	MBH Közép-Európai Részvény Alap	EUR	5,0%
		Allianz GEM Equity High Dividend CT (EUR)	EUR	7,5%
Alternatív	Arany	MBH Arany Alapok Alapja A sorozat	HUF	10,0%
	Abszolút hozamú	Generali Spirit Abszolút Származtatott Alap A sorozat	HUF	2,5%
	Ingatlan	Magyar Posta Takarékos Ingatlan	HUF	5,0%

Globális perspektíva: A második Trump-adminisztráció hozadéka

Forró témák, amik meghatározó szerepet játszhatnak az elkövetkező egy évben

Befektetési világnézőnk 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.*

Az unortodox gazdaságpolitika visszatérése

A pénzügyi piacok látszólag január 21-ét, a második Trump-adminisztráció első napját tekintik a „Big Bang” kezdetének.

Az amerikai gazdaság egy olyan dinamikus, izgalmas behemót, hogy 2-3 év múlva mindannyian egy stabil gazdaságra tekinthetünk vissza, megszakítás nélküli növekedéssel. Ez részben annak köszönhető, hogy a Fed szigorítása valahova a ciklus közepe és vége közé hozta vissza a gazdaságot, ami azt jelentené, hogy a növekedés újbóli gyorsulása várható. Részben azonban a stabil növekedés szinte elvárható, hiszen a hivatalba lépő Trump elnök biztosan nem tolerálna egy gyenge gazdaságot és gyenge részvénypiacot.

Trump intézkedési csomagja egy kikerekített és átgondolt stratégiát ígér, de aggodalomra is van ok.

The effect of Trump’s policies is, for the moment, like Schrodinger’s cat. Given we don’t know what’s happening inside the new White House, we don’t know whether growth, like the cat, is alive or dead. The best way to describe it, like Schrodinger did, is both alive and dead!

The Return of Unorthodoxy

Financial markets are looking to Monday the 21st as the beginning of the ‘Big Bang’, the first day of the second Trump administration.

The US economy is such a dynamic, exciting juggernaut that 2-3 years down the line, we could all be looking back at a solid economy with uninterrupted growth. In part, this is because Fed tightening has brought the economy back only to somewhere between mid- and late-cycle. This means a re-acceleration of growth is to be expected. Partly, however, decent growth must be the base case because it is highly unlikely that incoming President Trump would tolerate anything but a strong economy and a strong equity market.

The Trump policy package has the promise of a well-rounded strategy, but there are reasons to be concerned as well.

The effect of Trump’s policies is, for the moment, like Schrodinger’s cat. Given we don’t know what’s happening inside the new White House, we don’t know whether growth, like the cat, is alive or dead. The best way to describe it, like Schrodinger did, is both alive and dead!

A négylépcsős Trump-csomag

(i) 1. napi vámok a Lighthizer forgatókönyvből, amelyek kiegyenlíthetik a versenyt Kína állami támogatásaival szemben. Az eredmény: erősebb dollár és lassan induló on-shoring folyamat a gyártásban.

(ii) 1. napi bevándorlási politikák, amelyek feszesen tartják a munkaerőpiacot.

(iii) dereguláció, amely banki hitelezést és beruházásokat hoz az autó- és energiaiparban

(iv) Fiskális szigorítás az ukrán háború befejezésétől kezdve, a Musk által vezetett "hatékonysági" megszorításokon át, miközben Bessent e megtakarítások egy részét a magánszektor beruházásainak ösztönzésére irányítja át. Ezek hatására csökkenhetnek a hozamok, létfontosságú ahhoz, hogy a vállalatok kihasználják a dereguláció előnyeit.

Három dolog áll az útjában:

Először is, ezeknek a politikáknak az időzítése nem biztos, hogy tökéletes, és ez azt jelenti, hogy a növekedés és a részvények szenvedhetnek. A bevándorlást és a vámokat már az első napon meg lehet lépni végrehajtási rendeletekkel, míg a fiskális csomagok csak áprilisban vagy májusban válnak ismertté. Még ha a dereguláció 2025 elején előre is halad, a dereguláció hatásai csak 2025 későbbi részében jelentkezhetnek, és akkor is csak akkor, ha a hozamok csökkennek. Ez tyúktojás problémát vet fel – az adminisztrációnak először fiskális megszorításokat kell-e tennie a hozamok csökkentése érdekében, hogy a dereguláció valóban eredményes legyen, vagy csak akkor kell csökkentenie a költségvetési lábnyomot, ha a dereguláció észrevehető javulást mutat a magánszektor növekedésében, de makacsul magas hozamokat kockáztat?

The 4-pronged Trump package:

(i) Day-1 tariffs from the Lighthizer playbook that could level the playing field against China's domestic subsidies. The result: a stronger dollar and much slower on-shoring of manufacturing.

(ii) Day-1 immigration policies that will keep the labour market tight.

(iii) Deregulation that will generate bank lending and capex in autos and energy, and

(iv) Net fiscal tightening from an end to the war in Ukraine as well as Musk-led 'efficiency' curbs, while Bessent redirects some of those savings towards incentives for private sector capex – the result of those should, in theory, be to bring yields lower – that's a must to incentivize businesses to take advantage of deregulation.

Three things stand in the way:

First, the timing of all these policies may not fall perfectly, and that means growth and equities could suffer. You could get immigration and tariffs on day one through executive orders, while fiscal packages may only be known by April or May. Even if deregulation progresses in early 2025, the effects of deregulation may not show up until later in 2025, and even then only if yields fall. That creates a chicken-and-egg problem – should the administration show fiscal restraint first in order to bring yields down so that deregulation can really deliver, or should it reduce the fiscal footprint only after deregulation shows a discernible improvement in private sector growth but risk stubbornly high yields?

Másodsor, az infláció. A bevándorlás jelentősen csökkenthetné a munkaerő mobilitását, míg az erőteljesebb növekedés (akár dereguláció, akár a fiskális kiadások átirányítása révén) melegen tarthatná a gazdaságot. A közös hatás az lenne, hogy magasan tartanák a bérnövekedést, és ezáltal a szolgáltatások inflációját. A vámok és Kína fiskális plusz monetáris válasza a vámokra együttesen az áruk árának emelkedését szolgálhatják. Mivel az áruinfláció okozta a dezinfláció munkájának nagy részét, ezt a kockázatot nagyon szorosan figyelemmel kell kísérni.

Harmadszor, a Fed. A piacok most lassan beárazzák a 2026-os emeléseket. Maga a gazdaság csak valahol a ciklus közepe és vége közé tért vissza. Mind a hat korábbi ciklus közötti lassulás ('52, '56, '63, '77, '87, '95, '16) a növekedés és az infláció gyorsulását, végül pedig a Fed emeléseit mutatta. 2016 kivételével ezek az epizódok Trump elnök politikája nélkül zajlottak.

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

Az elemzést Manoj Pradhan készítette.

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

Manoj Pradhan is the founder of the independent macroeconomic research firm Talking Heads Macroeconomics. based in London, with a specialization in the analysis of global and emerging markets macroeconomic trends, and their implications for financial markets. He was previously Managing Director at Morgan Stanley where he led the 'Global Emerging Market Economics' team. Prior to joining Morgan Stanley in 2005, he was at the Department of Economics of the George Washington University and the State University of New York. He has a Ph.D. in economics from the George Washington University and a Masters in Finance from the London Business School.¹

Second, inflation. Immigration could well reduce labour mobility while stronger growth (either through deregulation or redirection of fiscal spending) could keep the economy hot. The joint effect would be to keep wage growth and therefore services inflation high. Tariffs and China's fiscal plus monetary response to tariffs could together serve to push goods prices higher. Since goods inflation has done the bulk of the work of disinflation, this risk needs to be monitored very closely.

Third, the Fed. Markets are now slowly pricing in hikes for 2026. The economy itself has gone back only to somewhere between mid- and late-cycle. All six of the previous mid-cycle slowdowns ('52, '56, '63, '77, '87, '95, '16) saw an acceleration in growth and inflation, and eventually to Fed hikes. With the exception of 2016, those episodes were without President Trump's policies.

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

¹ [Manoj Pradhan | CEPR](#)

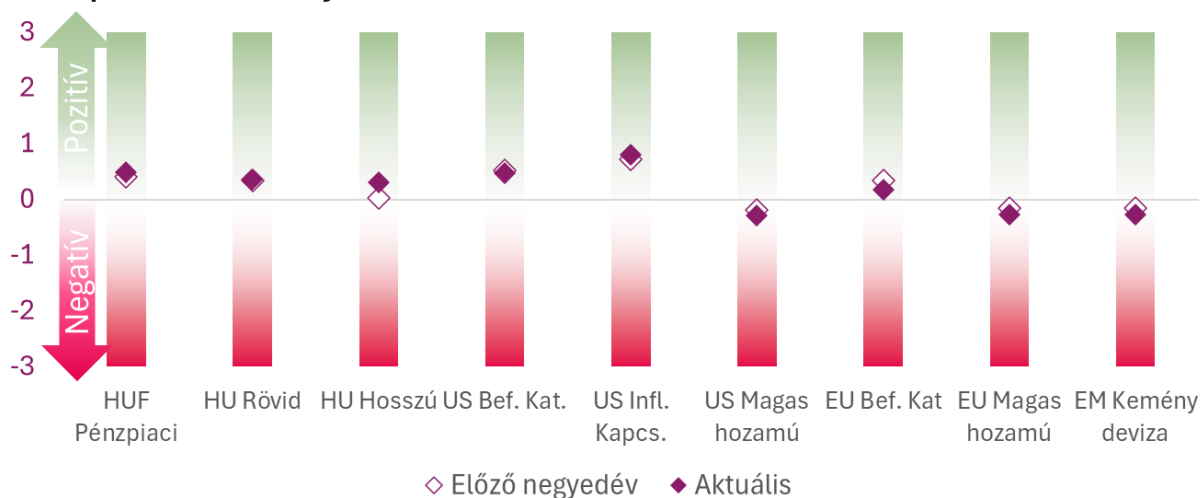
Eszközosztály-preferenciák: devizás nominális és inflációkövető kötvények

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

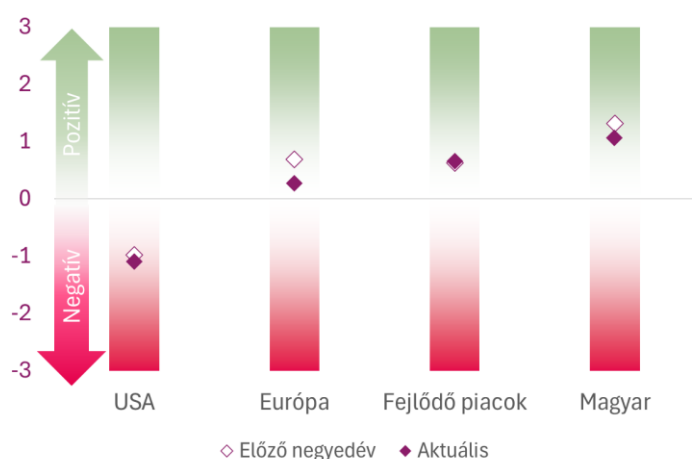
A **telí lila jelölőhöz** (◆) tartozó bal tengely 0 alatt a historikus átlagnál rosszabb, míg 0 fölött a historikus átlagnál jobb kilátásokat rendel az eszközosztályokhoz.²

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

Pénzpiac és kötvények



Részvények



Alternatív eszközök



² Az eszközosztályra vonatkozó kilátások értékeinek meghatározását az alábbi lépések segítségével végzzük el:

1) Az eszközosztály teljesítményét potenciálisan befolyásoló indikátorok meghatározása; 2) Indikátorok historikus átlagának és szórásának meghatározása, standardizálása; 3) Az indikátorok aktuális értékeinek, illetve várakozások (MBH vagy piaci) megállapítása; 4) Az indikátorok egymáshoz képesti súlyozása; 5) A standardizált értékek és súlyok összevonása

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

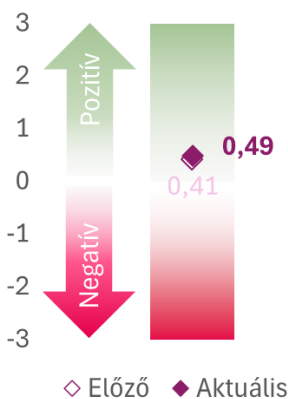
A hazai hozamgörbe meredekebbé vált az előző negyedéves állapotához képest. Az éven túli hozamok rendre emelkedtek, míg az irányadó kamatot szeptember óta 6,5%-on tartja a jegybank. Az MNB mozgásteret a gyenge forint miatt szűknek tűnik, így a további kamatvágások nincsenek kőbe vésve. A FED leginkább az előremutató inflációs kockázatok miatt aggódhat, hiszen Trump bőkezű fiskális politikájával és inflatorikus kül- és belpolitikájával új lendületet adhat a drágulásnak. Épp ezért a piaci szereplők is konzervatívan állnak a jegybank ideai szerepvállalásához, és már csak egy kamatlépést várnak a központi banktól. Devizakötvények körében a közepes, 3 éves lejáratú nominális kötvényeket preferáljuk, míg diverzifikációs szerepükből, valamint 2% körüli reálhozam-potenciáljukból adódóan infláció-kapcsolt kötvényeket is vonzónak találjuk.

Releváns befektetési alapok	Aleszközosztály	ISIN	Kategória
Budapest 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
PIMCO GIS Income Fund E USD Cap (acc)	Fejlett piaci 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

Forint pénzpiac

Legfontosabb üzenetek:

- A gyenge forint gátat szabhat a kamatcsökkentési ciklusnak
- 2025 végére **5,75%**, 2026 végére **5,00 %** lehet az alapkamat
- Az előző negyedévhez képest javult az eszközosztály vonzereje, mivel lassabban csökkenhet az alapkamat
- 1 éves időtávon **6,1%** körüli teljesítmény várható



Szeptember óta változatlanul 6,5% a forinthez tartozó irányadó kamatrata. Habár a FED és az EKB kamatcsökkentései révén a negyedik negyedévben ismét javult a forint kamatelőnye, ez

egyelőre nem bizonyult elégségesnek. A hazai fizetőeszköz októberben ismét átütötte a 400-as szintet, az év végére pedig 2022 óta nem látott

szintekre gyengült a forint; decemberben 411 volt az EURHUF devizapár átlagos árfolyama. A dollárral szemben ennél is jelentősebb gyengülést mutatott a forint – habár ez leginkább a dollár más devizákhoz képesti relatív erősségéből fakad – és január 2-re az amerikai devizáért is több mint 400 forintot kell fizetnünk.

A 2024-es évhez képest egy jóval visszafogottabb évre számítunk kamatdöntések szempontjából. A pozitív forgatókönyv szerint az MNB **folytatja a kamatvágási ciklust**, és 2025 év végéig **5,75%-ra**, míg 2026 decemberére **5,00%-ra** csökkenhet az irányadó ráta (forrás: [MBH Elemzési Centrum előrejelzés](#)). Ugyanakkor jelentős felfelé mutató kockázatokat látunk, leginkább a gyengélkedő forint és az így begyűrűző infláció hatására. Másodsorban pedig a tengerentúli FED kamatpályája is hatással van az itthoni folyamatokra, így amennyiben az amerikai jegybank a vártnál kevesebbet vagy lassabban lazít, az nyomást helyezhet az MNB-re is.

A legrövidebb lejáratú hazai ZMAX index a negyedik negyedévben **1,38%-ot**, míg 2024-ben **6,76%-ot** emelkedett. Az elkövetkező időszakra

ennél némileg csekélyebb eredményt várunk; **egyéves időtávon 6,1% az eszköz teljesítményére** vonatkozó előrejelzésünk.

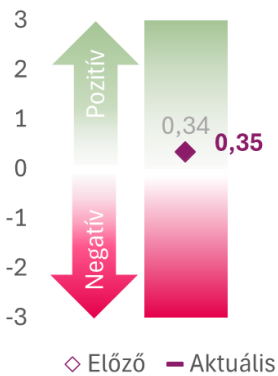
Előnyök

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

Rövid forint kötvények

Legfontosabb üzenetek:

- Preferált termék egy hazai konstans lejáratú rövid kötvényalap
- 1 éven **5,1%** körüli teljesítmény várható
- Meredekebbé vált a hozamgörbe



A hazai hozamgörbe rövidebb oldala, így az éves és éven belüli hozamok nagyjából októberi szintjükön maradtak. Ezzel szemben a hosszabb oldalon körülbelül 60 bázispontos hozamemelkedés ment végbe, így

meredekebbé vált a magyar görbe.

A **magyar rövid kötvény (RMAX) index** a **1,28%-ot** emelkedett három hónap alatt, míg 2024 egészére vonatkozóan **7,25%-os** teljesítményt ért el. Ugyanakkor előretekintő, potenciális teljesítménye az előző negyedév végéhez képest romlott, és becslésünk szerint 1 éves időtávon **5,1**

Hátrányok

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

% körül alakulhat. Ez bár a historikus átlag feletti érték, elmarad az 1 éves pénzügyi előrejelzésünktől.

Úgy látjuk, hogy a jelenlegi feltételek mellett az alacsony volatilitást pártoló befektetők portfóliójában elsősorban a kamatváltozásra legkevésbé érzékeny, pénzügyi termékekre (3 hónapnál rövidebb lejárat) érdemes támaszkodni. A rövid kötvények szerepe a portfólióban továbbra is a biztonságos nominális növekmény megtartása lehet.

Előnyök

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

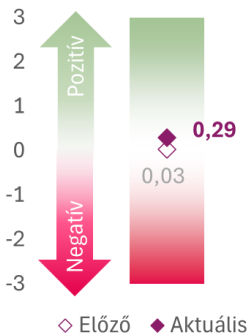
Hátrányok

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

Hosszú forint kötvények

Legfontosabb üzenetek:

- 2024 Q4-ben jelentősen emelkedtek a hosszú hozamok, ezzel attraktívabbá vált az eszközosztály
- Nőtt a német állampapírokhoz képest mért felár, ez kedvez a magyar kötvényeknek
- Bár van kockázat a további hozamemelkedésben, ismét inkább felülsúlyra javasolt az eszközosztály
- 1 éven **9,3%** körüli teljesítmény várható



A hároméves és azon túli hozampontokat érintette leginkább az október óta tapasztalt hozamemelkedés. Az ötéves állampapír 50 bázisponttal 6,1%-ra, a tízéves 6,6%-ra emelkedett, így már 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 tavaly **4,84%-os** teljesítményével alulmúlta a rövidebb lejáratú szerkezetű kötvényindexeket, ennek oka a 2024-es évre jellemző szétválás, hiszen az MNB kamatvágási ciklusának köszönhetően a rövid hozamok csökkentek, a hosszabb lejáratok összességében oldalaztak, kissé emelkedtek.

Nemzetközi kitekintésben, és így elsősorban a német államkötvényekhez viszonyítva a hazai nemzeti adósság némileg vonzóbbá vált. A két termék közötti kockázati felár október elsejétől 22 bázisponttal, 3,98%-ra emelkedett, ami már közelebb van a hosszú távú átlaghoz (4,16%).

Előrejelzésünk szerint az 5 éves átlagos futamidejű kötvényosztálytól **9,3%-os teljesítményt** várhatunk a következő 1 éven. Ez a historikus átlagot meghaladó érték lenne. Ez a becslés azt feltételezi, hogy a jegybank 2025-ben folytatni tudja az irányadó kamatok csökkentését (2025 végére 5,75%), és így a tíz- és ötéves hozamok ismét mérséklődhetnek.

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

Előnyök

- Hosszú hozamok csökkenéséből profitálhat
- A hozamgörbe alakja 1 éven túl normális, hozamprémium a hosszabb lejáratokon

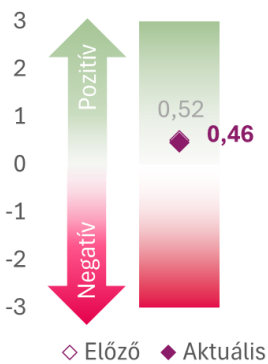
Hátrányok

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

Amerikai befektetési kategóriás kötvények

Legfontosabb üzenetek:

- Élesen elváltak a rövid és a hosszú hozamok 2024 negyedik negyedévében
- Apadt a FED mozgásteret, kevesebb kamatcsökkentés várható
- Ismét 4% felett a teljes amerikai hozamgörbe, az éven túli pontjain megszűnt az inverzitás
- 1 éven **4,9% körüli teljesítmény** várható



Sok kötvénypiaci szereplőt, befektetőt meglepetően a FED kamatcsökkentési ciklusa közepette jelentősen nőttek a hosszú hozamok. Ez nem anomália, de jól reprezentálja a tényt,

hogy a jegybank – eszközvásárlások nélkül – csak a hozamgörbe rövid oldalát tudja közvetlenül befolyásolni.

A szeptemberben kezdődő hozamemelkedés szinte addig elért felhalmozott nyereség jelentős részét eltüntette, így 2024-et 1,77%-os teljesítménnyel zárta az amerikai kötvényindex.

Ugyanakkor ez azt is jelenti, hogy a befektetők számára továbbra is rendelkezésre állnak a 4% feletti dollárhozamok, amiket már a hosszabb lejáratokon is megvásárolhatnak. Bár a kamatcsökkentési várakozások lejjebb tolódtak, így végső soron a hosszabb hozamok is tartósabban maradhatnak 4,5% 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 **10 bázispontot csökkenhet**, míg a kockázati felár az átlag felé mozdulhat el. Ezzel egyéves időtávon **4,9% körüli teljesítményt** várunk a szélesen értelmezett befektetési kategóriától. Ennél intenzívebb hozamcsökkenés esetén – például a munkanélküliség vagy a fogyasztás váratlan romlásakor – ennél kedvezőbb teljesítmény is elképzelhető, míg egy magasabb inflációs, és ezzel magasabb hozampályára gyengébb teljesítményt vetítene előre.

A piac egy 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 **82 bázispont**, ami messze elmarad a 15 éves, 156 bázispontos átlagtól. A spread emelkedése negatívan befolyásolhatja az eszközosztály teljesítményét, az egyelőre stabil és erősnek tűnő gazdasági adatok alapján azonban nem tartjuk valószínűnek, hogy meredek korrekció menne végbe. A szűk vállalati felár miatt **preferáljuk az állami és állami garanciás** kötvényosztályokat.

Előnyök

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

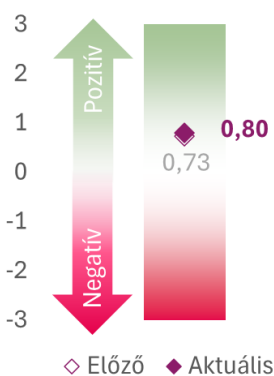
Hátrányok

- Hosszú hozamok emelkedése jelentős kockázat
- Szűk kockázati felár

Nemzetközi infláció-kapcsolt kötvények

Legfontosabb üzenetek:

- Nőtt a beárazott infláció, a következő 5 éves átlagos drágulás Amerikában a piac szerint **2,38%** lehet
- Ha romlanak az inflációs kilátások, csökkenni fog a reálhozam, ami kedvez az infláció-indexált kötvényeknek
- 1 éven **6,35% körüli teljesítmény** várható
- Historikusan magas az aktuális ötéves reálhozam (2,02%)



A negyedik negyedévben több, mint **50 bázisponttal nőtt** az amerikai 5 éves reálhozam, ennek hatására **3,4%-os veszteséget szenvedett el** az infláció-kapcsolt kötvények indexe.

Az infláció-kapcsolt kötvényekkel a reálhozamra vonatkozó kitétséget tudunk portfólióba venni, amit annak historikusan magasnak mondható szintje indokol; a piac 2,02%-os előretekintő 5 éves reálhozamot áraz.

Az árazások alapján az Egyesült Államokban most **2,38%-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 Pradhan elemzése alapján 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. Az infláció-kapcsolt kötvények

kockázata a reálhozamok emelkedésében rejlik, ez meg is történt 2024 negyedik negyedévében. Mégpedig úgy, hogy bár az inflációs várakozások is magasabbra kerültek, a nominális hozamok nagyobb mértékben emelkedtek.

A reálhozamok további jelentős növekedésére nem számítunk, mivel az azt jelentené, hogy a FED nem csupán nem fog tudni idén tovább lazítani, de akár kamatemelésre is szükség lehet. Erre pedig nem számítunk, mivel egy esetleges átállás a monetáris kondíciók szigorítása felé tovább gyengítheti a már lazulófélben lévő munkaerőpiacot is, visszavetve a kulcsfontosságú amerikai fogyasztást, akár komoly reálgazdasági lassulást előidézve.

Valószínűbbnek tűnik az inflációs várakozások emelkedése, miközben a hozamok csak mérsékeltebben nőnek. Ez a reálhozamok beszűkülésével kedvezne az infláció-kapcsolt állampapíroknak.

A reálhozamok kb. **30 bázispontos** csökkenésével számolva egyéves időtávon, **2,47%-os** inflációval **6,35%** lehet az eszközosztály nominális teljesítménye.

Előnyök

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

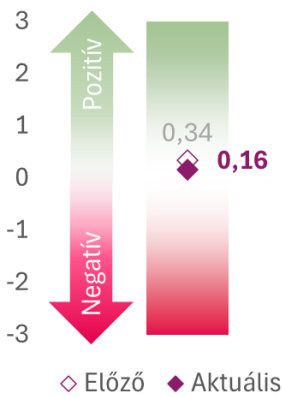
Hátrányok

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

Európai befektetési kategóriás kötvények

Legfontosabb üzenetek:

- A piac több kamatvágást áraz az EKB-tól, mint a FED-től, ezt tükrözik a hosszabb hozamok is
- Preferált befektetési kategória, a historikusan szűk spreadek miatt
- 1 éven **2,8% körüli teljesítmény** várható



Euróban számítva 2,65%-os eredménnyel zárta a 2024-es évet az európai kötvényindex, felülteljesítve az amerikai kötvényeket. A negyedik negyedévben a német hozamok „csak” kb. 30 bázisponttal

emelkedtek, szemben a tengerentúli 70-80 bázisponttal.

A befektetők egyéves időtávon további, körülbelül 10 bázispontos hozamcsökkenést áraznak az 5 éves német állampapírra vonatkozóan, ebben az esetben (a kockázati felárak mérsékelt emelkedése mellett) becslésünk szerint **2,8%-os teljesítményt érhet el az eszközosztály** 2025 negyedik negyedévéig bezárólag. Ez meghaladja a pénzpiacra potenciálisan elérhető hozamot és a historikus átlagot is, euróban mérve infláció feletti reálhozamot biztosítva.

A befektetők december végén további jelentős kamatcsökkentést áraztak; a piaci szereplők szerint 2025 szeptemberében kezdődő háromhónapos periódus alatt az EKB effektív átlagos kamatrátája 1,8% körül alakulhat. A jelenlegi szint 2,9%, azaz több mint egy százalékkal csökkenhetnek a pénzpiaci hozamok.

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

A FED-hez képest dinamikusabb kamatcsökkentés indokolt lehet, hiszen jóval gyengébbek a reálgazdasági kilátások. Az EKB a 2025-re vonatkozó GDP előrejelzését 20 bázisponttal 1,1%-ra, míg a 2026-os becslést 10 bázisponttal 1,4%-ra mérsékelte. Az alacsonyabb hazai bruttó termékhez némileg alacsonyabb infláció is tartozhat, a központi bank szerint rendre 2,1% és 1,9%.

Az államkötvények körében Franciaországot érintette egyedi és jelenősebb hozamemelkedés a politikai kockázatokból fakadóan, így az ország felára is nőtt. Az európai befektetési kategóriás vállalatok kockázati prémiuma az észak-amerikai szegmenshez képest kedvezőbb, ugyanakkor továbbra is saját historikus átlaga alatt forog.

Előnyök

- Hosszú hozamok csökkenéséből profitálhat, az EKB megtette az első lépést
- Első negyedévnél erősebb gazdasági adatok

Hátrányok

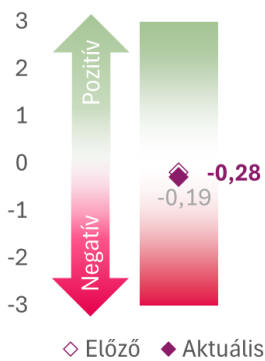
- Hosszú hozamok emelkedése jelentős kockázat
- Negatív inflációs kockázatok esetén az EKB nehéz helyzetbe kerül
- A politikai kockázatok nem szűntek meg

Amerikai és európai magas hozamú kötvények

Legfontosabb üzenetek:

- A szűk kockázati felár sérülékenységet jelent
- **Észak-Amerikában 6,3%, Európában 5,5%** körüli teljesítmény várható

Európa



Előrejelzésünk szerint az **USA** magas hozamú kötvénypiac **egyéves időtávon 6,3%-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 kamaterzékenységgel (**átlagos duration USA: 3,48; EU: 2,96**), magasabb kockázati felárral és magasabb átlagos lejáratig számított hozammal (**USA 7,6%; EU 5,9%**) rendelkeznek. 2024 végén az európai index 9%-kal, míg az amerikai 8,8%-kal zárt magasabban az év elején megfigyelt

árfolyamához képest. A pozitív teljesítmény mögött elsősorban a magasabb felhalmozott kamat keresendő, másodsorban pedig a tavaly jelentősen beszűkülő kockázati felárak. Ugyan a fejlett piaci állampapírhozamok emelkedtek, a magas hozamú kötvények mérsékelt kamaterzékenysége miatt felülteljesítették a befektetési kategóriás társaikat.

A befektetők látszólag optimisták maradtak a vállalatok eredményességét illetően. A **kockázati felár Amerikában 287, Európában 320 bázispont**. Ez lényegesen elmarad a historikus **átlagnak mondható 450-es** szinthez képest.

Előnyök

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

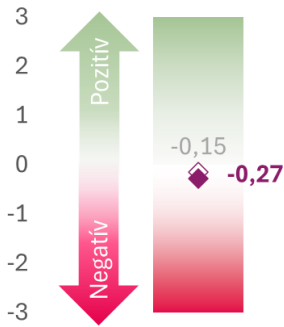
Hátrányok

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

Dollárban/euróban denominált fejlődő piaci kötvények

Legfontosabb üzenetek:

- Alacsony hozamprémium az amerikai kötvényeken felül
- Jelentősen veszített vonzerejéből



1 éves időtávon a kockázati felár változatlansága mellett, oldalazó dollárhozamokkal kalkulálva **teljesítmény 2,8% körül alakulhat.**

A dollárban denominált fejlődő piaci vállalati kötvények pozitív tartományban, **5,8%-os emelkedéssel zárták a 2024-es évet.** Ugyan az állampapírhozamok emelkedtek, a kockázati felárak csökkentek a negyedik negyedévben, így az eszközosztály nem csak a fejlett piacokénál magasabb lejáratig számított hozamnak (**YTM jelenleg: 6,4%**) köszönhette 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 3,2%-os átlaghoz képest **csupán 2,2%-kal forognak az amerikai állampapír-hozamok felett.**

Előnyök

- Amerikai állampapírokét meghaladó lejáratig számított hozam lehetősége

Hátrányok

- Hosszú USA hozamok emelkedése jelentős kockázat
- Szűk kockázati felár

Részvények: Magas hozamok ellenére a növekedési papírok szóltak nagyot

2024 a mesterséges intelligenciáról, a geopolitikáról és Trumpról szólt. Az új technológiai sztori az egekbe repítette az értéklánc legnagyobb szereplőjét (NVDA: +190%), míg tulajdonképpen minden vállalat drágulni tudott, ahol csak kicsit is belebegtették az AI szócskát valamelyik közgyűlésen. Az Európában dúló háború kimenetele Trump megválasztásával ismét központi témává vált, hiszen a leendő elnök állítása szerint hivatalba lépésével rövid úton lezárja a konfliktust. Ez az eredmény elsősorban a közép-kelet-európai részvényeknek kedvezhetne.

De Trump rossz híreket is hozhat a piacoknak: izolációs és protekcionista politikája Pradhan írásával összhangban inflációt gerjeszthet hazájában, míg fontos kereskedelmi partnereit (kiváltképp az export-orientált Németországot) a recesszió irányába lökheti. Nem könnyű most a részvénybefektető dolga, hiszen a hangzatos sztorik mögött, leginkább az USA-ban igen borsos árat kérnek egy-egy részvényért, míg az olcsónak tűnő és kedvező árazáson forgó régiók rövid távon sérülékenyek lehetnek.

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

Egyedi részvény- és régiós index ajánlások

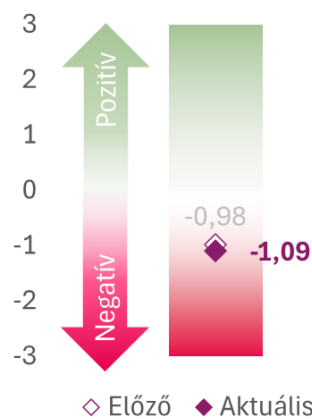
Az MBH Befektetési Bank részvényelemzői csapata folyamatosan keresi és publikálja a részvénypiacokon felfedezett egyedi lehetőségeket. Az alábbi összefoglaló táblázat a 2024 negyedik negyedéves részvény- és index elemzéseket tartalmazza. Az egyes ajánlásokra vonatkozó részletek megtekinthetők a sorok utolsó oszlopaiban található „Publikáció” hivatkozásra kattintva.

Termék	Publikáció dátuma	Ajánlás (Célár)	Részletek
OPUS Global Nyrt.	2024.12.13	Semleges (545 Ft)	Publikáció
Gránit Bank	2024.11.13	(17 063 Ft)	Publikáció
AutoWallis Nyrt.	2024.11.15	Vétel (223 Ft)	Publikáció
Magyar Telekom Nyrt.	2024.11.15	Vétel (1 481 Ft)	Publikáció
Waberer's International Nyrt.	2024.11.15	Vétel (5 476 Ft)	Publikáció
Richter Nyrt.	2024.11.12	Vétel (13 105 Ft)	Publikáció
BUX Index	2024.12.18		Publikáció
S&P 500 Index	2024.11.25	(6465 pont)	Publikáció
Waberer's International Nyrt.	2024.11.15	Vétel (5 476 Ft)	Publikáció
Euro Stoxx 50 Index	2024.10.17	(5190 pont)	Publikáció

Amerikai részvények

Legfontosabb üzenetek:

- Kevésbé vonzó célpiac az átlagot meghaladó értékeltség miatt
- Az AI és az általa gerjesztett beruházások, a várható hatékonyságjavulás egyszerre lehetőség és kockázat
- A magas hozamok ártanak a kis cégeknek, de a növekedési cégeknek is szembeszél



Az S&P500-ra vonatkozó egy éves **fair értékünk 6465 pont**, amely azzal a feltételezéssel él, hogy a nagy technológiai vállalatok éves szabad pénzárama 2025 és 2027 között 24-22-17%-kal, a többi

indextagé 21-16-6%-kal nőhet. A modell alapján a 2025-ös év végére az S&P 500 P/E mutatója 25,76-ra csökkenhet. Az index jelenleg a DCF-modellünk által implikált érték alatt kereskedik (2024. december 31-én 5881 pont).

Bár 2024 elején még a hozamcsökkenés évét várta a piac, tavaly a hosszú hozamok valójában emelkedtek. Ez azért is fontos, mert rövid távon a növekedési papírok, azaz a magasabb értékeltségen forgó részvények általában érzékenyebbek a hosszú hozamok mozgására. Ez az összefüggés tavaly egyáltalán nem jött be, amit jól szemléltet a Russell 1000 Growth és a Russell 1000 Value indexek közti óriási, 22%-os különbség (a növekedési index javára). Tehát a hozamok (a diszkontfaktor) emelkedése ellenére jól muzsikáltak például a technológiai részvények, melynek háttérében a sztorik és a már most beárazott, szignifikáns jövőbeli eredménybővülés áll.

Trump intézkedései felkavarhatják az állóvizet, nem egyértelmű, hogy milyen következményekkel járhatnak. Közvetlen vállalati eredményességet

érinti az adócsökkentés, ami önmagában támaszt nyújthat az árfolyamoknak.

Ugyanakkor a protekcionista és inflatorikus gazdaságpolitikával kéz a kézben járó, tartósan magas hozamok ártanak a kis- és közepes kapitalizációjú, valamint magas adósságrátájú vállalatoknak. Ezek másrésztől erősebb dollárt is eredményeznek, ami az exporttevékenységnek kedvezőtlen (az S&P 500 tagjai bevételei 30%-át külföldről szerzik).

A részvénypiacot továbbra is nagymértékben támogatja az AI és az ehhez köthető beruházások, vállalati folyamatok, a hatékonyságnövelés lehetősége. Így a befektetők leginkább a technológiai fókuszú vállalatokra figyelnek.

A tengerentúli tőzsde (és gazdaság) mellett szólnak az elmúlt hónapok gazdasági folyamatai: a munkanélküliség nem romlik jelentősen, az **infláció bár ragadósnak tűnik, kontrollált** pályán mozog (**jelenleg éves szinten kb. 2,7%**). A kisvállalati optimizmus javulóban, a **GDP növekedés 3%** környékén látható.

Az amerikai vezető indexek pozitívan zárták a **negyedik negyedévet**. Az **S&P 500 23,3%**, a **Nasdaq 24,9%** hozamot tudott felmutatni év elejéhez viszonyítva. Az indexek koncentráltasága továbbra is magas, az S&P500 teljesítményének tetemes része az Apple, Amazon, Alphabet, META, Microsoft, Nvidia hatoson múlt (rövid távon ebben nem várunk változást). Ugyanakkor ez nem feltétlenül meglepő, hiszen ezen cégek az S&P500 vállalatainak **aggregált eredményének 15-25%-át adják**, azaz fundamentálisan is meghatározó szereplők. A kis kapitalizációjú **Russell 2000 év eleje óta 10%-ot**, a közepes kapitalizációjú vállalatok (**S&P MID 400**) pedig **12,2%-ot** tudtak **emelkedni**.

Az S&P jelenlegi **P/E mutatója 26,41**, amely meghaladja a historikus átlagot (kb. 23,5). Az **előretekintő P/E jelenleg 20,6**, amely magasabb, mint a 10 éves átlag (18).

Előnyök

- A technológiai és fogyasztási szektor révén magas kitettség az új (pl. AI) trendeket meghatározó vállalatokra
- Alacsonyabb kamatok esetén a kötvények hozama csökken, ami a befektetőket a magasabb potenciális hozamot kínáló részvények felé terelheti

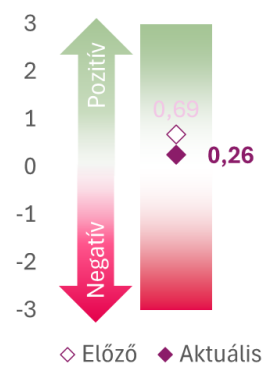
Hátrányok

- A mesterséges intelligenciából következő beruházások és hatékonyságjavulás kétélű fegyver, hiszen amennyiben nem elégíti ki a várakozásokat, a technológiai cégek gyorsan átárazódhatnak
- Historikusan magas értékeltség
- Alacsony osztalékhozam

Európai részvények

Legfontosabb üzenetek:

- Európa növekedési dinamikája továbbra is elmarad a tengerentúlon tapasztalttól
- A reális értékeltség és osztalékhozam javít a részvény piac megítélésén



Véleményünk szerint az **Eurostoxx 50 egy éves várható fair értéke 5190 pont**, amely a decemberi végi záróárfolyamához képest így **6,5%-os felértékelődési potenciált** jelenthet 2025-ben. Ugyanakkor az indexre vonatkozó egy

éves célárunk 2024. októberében csökkentésre került (5428 pontról 5190 pontra), mivel az elmúlt hónapokban gyengébb vállalati jelentéseket tapasztaltunk, amelyek főként az európai technológiai szektort és a szépség- és luxusipart érintették. Ezek mellett emelkedett a vállalatok eladósodottsága és növekedett a tőkeköltés is (WACC), valamint a továbbra is gyenge európai gazdasági aktivitás is rányomja a bélyegét a vállalatok várható, jövőbeli jövedelmezőségére.

Euróban számolva **3,1%-kal csökkent** az **Eurostoxx 50** részvényindex az utolsó negyedév során, míg a **teljes évben 7,3%-os növekedést** mutatott fel. Ugyanakkor az év utolsó három hónapjában, akár csak az év egészében **csökkent az euró/dollár** árfolyam (előbbi esetben 7%-os, utóbbiban pedig 6,2%-os volt az euró gyengülése), amely a dollárban mért hozamot rontotta. Az indexek koncentrálttsága az öreg kontinensen is tetten érhető, a „GRANOLAS”,

azaz a GSK, Roche, ASML, Nestlé, Novartis, Novo Nordisk, L'Oréal, LVMH, AstraZeneca, SAP, Sanofi adja az európai teljesítmény döntő részét.

Európában választási csúcsev volt 2024-ben, az Európai Parlamenti választásokat követően Franciaországban került sor előrehozott parlamenti választásokra, majd egyes német tartományokban is az urnákhoz járultak az emberek. A tavalyi év összességében politikai instabilitást hozott az Európai Unió két legnagyobb gazdaságában, ami növeli a bizonytalanságot a nyugat-európai tőkepiacokon, hiszen a politikai bizonytalanság 2025-ben is fennmaradhat (legalábbis az év első felében). A német kormánykoalíció az év végére összeomlott, Olaf Scholz kancellár pedig elvesztette az ellene indított bizalmatlansági szavazást, így **február 23-án választásokra kerül majd sor Németországban**, ami a szélsőséges, euroszkeptikus pártok erősödésének veszélyével fenyeget. Eközben az ötödik francia köztársaság történetében eddig nem tapasztalt tempóban váltják egymást a kormányfők, 2024-ben négyen is betöltötték ezt a pozíciót. A parlamenti munkát nehezíti, hogy egyik frakció sem tud többséget kialakítani. **A francia alkotmány azonban nem engedi, hogy július előtt újra előrehozott választásokat írjanak ki az országban**, így a kormányválság továbbra is fennmaradhat. A belső problémák mellett a külső hatások is jelentős kockázati tényezőt jelentenek. Donald Trump ismételt kormányrúdhöz kerülése hatással lehet az EU-USA diplomáciai és gazdasági kapcsolatokra (geopolitikai konfliktusok kezelése, vámok stb.)

Az Eurostoxx 50 előrejelző P/E rátája jelenleg **13,9**, ami elmarad az index 10 éves átlagától. 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; ipar és vegyipari nagyobb súlya, azaz az iparági kitettség merőben eltérő; alacsonyabb likviditás; Európa alacsonyabb növekedési üteme, illetve egyes ágazatok szigorúbb szabályozási környezete. A **politikai bizonytalanság és a gyenge gazdaság**

ellenére is **kiemelkedő évet zárt a német DAX index, hiszen kb. 20%-kal tudott emelkedni.**

Előnyök

- Kedvezően alakuló inflációs folyamatok
- Korrekt értékeltség és osztalékhozam

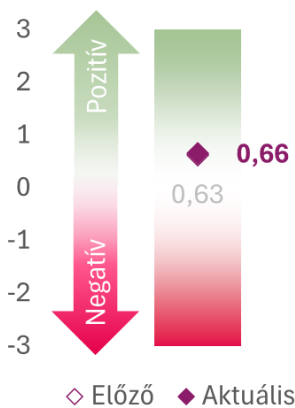
Hátrányok

- 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



9,81%-os nettó teljesítményt ért el 2024 során az MSCI Emerging Markets index dollárban kifejezve. A kínai tőzsde **16,59%-ot erősödött**, amely a szeptemberi emelkedésnek volt köszönhető, és a

negyedik negyedévben korrekció jellemezte a távolkeleti piacot. Eközben vegyes képet mutattak az európai tőzsdék, hiszen például a **BUX folytatta az emelkedést, 8,18%-kal emelkedett** három hónap alatt, míg a varsói **WIG lefordult és 3,30 %-ot esett** a negyedév során.

Az **MSCI Emerging Market** index jelenleg **13,7-es P/E-n** forog (2024, december 31. adat), de a **hazai**

BUX (és a KKE régió egésze is) **olcsónak** mondható. A **BUX P/E** mutatója kb. 5,5, 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. Itt az IMF prognózisa szerint a régió **GDP növekedése 2025-ben elérheti a 2,1%-ot**, míg az **infláció 5,1% lehet** éves alapon. A fejlődő piacok **aggregált GDP növekedése 2025-ben elérheti**, és 2026-ig fenntarthatja a **4,2%-ot**. A növekedés motorja főként az erős belső kereslet lehet.

Előnyök

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

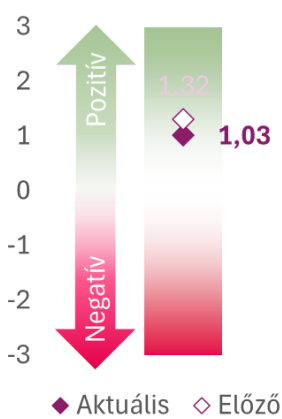
Hátrányok

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

Hazai részvények

Legfontosabb üzenetek:

- 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 Richter és az OTP



December első felében ismét történelmi csúcsra kapaszkodott a **BUX, 80.960 pont** volt a hazai tőzsdeindex eddigi legmagasabb értéke. A **negyedik negyedév** során **7,35%-ot** emelkedett a hazai börze és ezzel a teljesítménnyel a

közép-kelet-európai régióban a jobban teljesítő indexek közé tartozott, míg éves alapon erősen átlag feletti teljesítményt nyújtott, és **30,59%-ot emelkedett a 2024-es naptári évben**. A BUX mozgásáért továbbra is leginkább a blue-chipek a felelősek, azon belül is az **OTP Bank** részvényeinek súlya a legnagyobb, megközelíti a **40%-ot**, és az adott negyedév során **15,25%-os** teljesítménye erősen fölfele hajtotta a BUX index árfolyamát. A bankrészvény értékeltségét tekintve 5.2x P/E szorzón forog, amely lényegesen alacsonyabb a versenytársak átlagánál. A vállalat részvényeinek árfolyama a teljes év alatt 37,7%-os emelkedést ért el, melyből jól látható, hogy a BUX index árfolyam mozgását milyen mértékben befolyásolja az adott instrumentum teljesítménye. A **Magyar Telekom** csupán 7% körüli súllyal rendelkezik az indexben, de **20,87%-os negyedéves emelkedése** szintén nagyban hozzájárult a BUX Q4-es emelkedéséhez. A telekommunikációs vállalat részvényei **87,9%-kal**

érték többet december utolsó kereskedési napján, mint az év elején, mely növekedési ütem globális szinten is legjobbak közé tartozik. Az index pozitív irányú mozgásához, két gyenge (negatív) negyedévet követően, a **MOL** is hozzájárult. A kicsit több, mint 22%-os súlyával szintén egy meghatározó blue-chip, egy nem túl erős, de legalább pozitív irányú, 2,25%-os negyedéves elmozdulással járult hozzá a magyar részvényindex teljesítményéhez.

A BUX index a történelmi magasságokban tartózkodó árfolyam ellenére továbbra is **alacsony értékeltségi szinteken** tartózkodik, hiszen az idei évben stabilan **5-6x között mozgott P/E mutató**, mely jelentősen elmarad a historikus átlagnak tekinthető 10x értéktől. Ez komoly felértékelődési potenciált is jelenthet a jövőben.

A magyar tőkepiac negyedik negyedéves történéseihez hozzátartozik, hogy 2024 decemberében tőzsdére lépett a **Gránit Bank**, mely a következő években akár meghatározó szereplője lehet a hazai részvényt piacnak, valamint idővel a BUX-indexnek is.

A blue-chipek közül a Telekomra és a Richterre vonatkozóan rendelkezünk egy éves célárral, ezek rendre 1481 és 13105 forint.

Előnyök

- A fejlett piacokhoz képest kedvezőbb növekedési potenciál
- Alacsony értékeltség

Hátrányok

- Politikai kockázatok, kevésbé befektetőbarát tőkepiaci szabályozás
- Fejlett piacokhoz képest magasabb volatilitás

Alternatív befektetések: jók lesznek az abszolút hozamú alapok

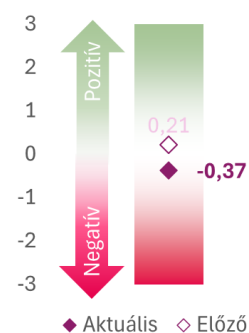
A portfóliók központi részét képező részvény- és kötvénykittettségekkel vett jellemzően alacsony korrelációjuk miatt az alternatív befektetések értékes részét képezhetik egy hosszú távú befektetési portfóliónak. Az együtt mozgás mértéke és iránya ugyan gazdasági ciklusonként eltérő lehet, kellően hosszú 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	Modelltermék
VIG Alfa Abszolút Hozamú Befektetési Alap	Abszolút hozamú	HU0000703970	Shortlist
Citadella Származtatott Befektetési Alap A sorozat	Abszolút hozamú	HU0000707948	Shortlist
Magyar Posta Takarékos Ingatlan Alap	Ingatlan	HU0000713482	Modelltermék
PIMCO Strategic Income Fund E USD CAP	Vegyes alap	IE00BG800R07	Shortlist
HOLD 2000 Nyíltvégű Alap A sorozat	Vegyes alap	HU0000701693	Shortlist

Arany

Legfontosabb üzenetek:

- 2024 egyik legjobban teljesítő eszköze volt
- Európai és amerikai befektetők is aranyvásárlók voltak
- A csökkenő reálhozam és gyengülő dollár kedvező lehet



December 31-ig 25,5%-ot emelkedett a nemesfém árfolyama, ezzel az egyik legjobb befektetésnek bizonyult 2024-ben. A negyedik negyedévben oldalazás, enyhe csökkenés jellemezte a nemesfémeket, melynek

hátterében a reálhozamok emelkedése és a dollár relatív erősödése állhatott.

Az arany iránti kereslet mind a jegybankok, mind pedig a lakossági befektetők körében erős volt, ez támaszt biztosít a nemesfémnek és a trend 2025-ben is fennmaradhat. Ugyanakkor az előző évhez hasonló kiemelkedő teljesítményt nem várunk, valószínűbbnek tűnik egy tartományon belüli mozgás középtávon. A tartósan magas reálhozam

és erős dollár ront az arany vonzerején, míg ezen paraméterek javulása kedvező számára.

Szintén kérdéses a geopolitikai folyamatok kimenetele, hiszen Trump egy „békésebb” világot ígér, ami – például – az orosz-ukrán háború lezárásával visszafoghatja a menekülőeszközként is funkcionáló arany emelkedését.

Úgy gondoljuk, hogy van tér a további reálhozam-csökkenésre és dollárgyengülésre is. Trump külpolitikai ígéretei kapcsán inkább szkeptikusak vagyunk, a geopolitikai feszültségek várhatóan nem fognak érdemben rövid távon enyhülni.

Előnyök

- Nominális- és reálkamat csökkenés rövidtávon
- Dollárgyengülés rövidtávon

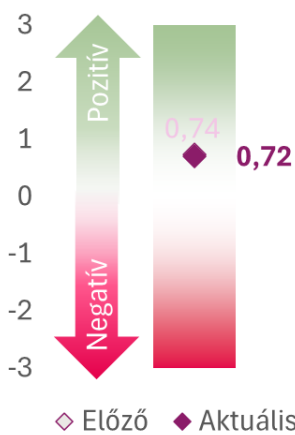
Hátrányok

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

Abszolút hozamú stratégia

Legfontosabb üzenetek:

- A volatilitás oldalazott, akadnak lehetőségek kötvény- és részvény eszközök között is
- Az alapkezelők profitálhatnak egy részvénypiaci korrekcióból, ha megfelelő pozíciókat vesznek fel



Decemberben egy kisebb, 3% körüli korrekciót figyelhattunk meg az amerikai piacon. A befektetők egyelőre azt latolgatják, hogy Trump belengetett intézkedései közül melyiket fogja tényleg megvalósítani, és

ezeknek milyen hatása lehet a globális tőzsdékre. A kötvényhozamok ismét emelkedtek, és megközelítik (de még nem érik el) a 2023 októberi csúcsokat.

Mindennek margójára **megmaradt** a részvénypiaci volatilitás (**VIX december végén: 17,35; szeptember végén 16,73**), ugyanakkor nem zökkenőmentesen; december 18-án a piaci félelmet jelző index 74%-ot ugrott (27,62-es szintre), miután a FED bejelentette, hogy lassítani fog a kamatcsökkentési cikluson. A hirtelen jött sokkot a piac persze gyorsan kiheverte, de ez is jól szemlélteti a piac lobbanékonyágát. A magasabb volatilitás az aktív vagyonkezelést folytató alapkezelők számára kedvező lehet, különösképp az abszolút hozamú stratégiával működő alapok esetében.

Az óvatosabb befektetők a hazai **pénzpiaci hozamokkal** forintban **6,78%-ot** tehettek zsebre a

tavalyi évben. 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 részvénypiacok **értékeltsége tovább nőtt**, ami okot adhat némi aggodalomra, kiváltképp a vállalatok igen optimista eredményvárakozásainál tapasztalhatunk negatív piaci reakciókat, ha az előrejelzésekhez képest kevésbé attraktív számokat látunk majd.

Ugyan jelenleg még a **pénzpiacon** is várhatóan **infláció feletti hozamot** érhetünk el forintban a következő egyéves időszak alatt, a **feszített részvénypiaci értékeltségek** és az értékeltségekben megmutatkozó **befektetői optimizmus** közepette középtávon nem elképzelhetetlen egy **tőkepiaci korrekció**. Ha megvalósul ez a forgatókönyv, a jól kezelt, **abszolút hozamú stratégiát** követő befektetési alapok számára ez optimális időszak lehet a **részvénypiacokat meghaladó teljesítmény** elérésére.

Előnyök

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

Hátrányok

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

Fókuszban lévő befektetési alapok

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

Pénzpiac és Kötvények

Releváns befektetési alapok	Aleszközosztály	ISIN	Kategória
Budapest 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
PIMCO GIS Income Fund E USD Cap (acc)	Fejlett piaci 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	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	Modelltermék
VIG Alfa Abszolút Hozamú Befektetési Alap	Abszolút hozamú	HU0000703970	Shortlist
Citadella Származtatott Befektetési Alap A sorozat	Abszolút hozamú	HU0000707948	Shortlist
Magyar Posta Takarékos Ingatlan Alap	Ingatlan	HU0000713482	Modelltermék
PIMCO Strategic Income Fund E USD CAP	Vegyes alap	IE00BG800R07	Shortlist
HOLD 2000 Nyíltvégű Alap A sorozat	Vegyes alap	HU0000701693	Shortlist

Egydevizás Advisory Mintaportfóliók

Alap	Deviza	ISIN	Konzervatív	Kiegyensúlyozott	Dinamikus
Budapest Bonitas Alap	HUF	HU0000702725	20,0%	10,0%	7,5%
MBH Bázis Hazai Rövid Kötvény Alap	HUF	HU0000702691	15,0%	5,0%	0,0%
VIG Fejlett Piaci Államkötvény Befektetési Alap - A sorozat	HUF	HU0000702477	2,5%	7,5%	7,5%
MBH Fejlett Piaci Vállalati Kötvény Alap HUF sorozat	HUF	HU0000723473	5,0%	7,5%	7,5%
MBH Hazai Hosszú Kötvény Alap	HUF	HU0000702709	5,0%	10,0%	10,0%
Fidelity Funds - Global Dividend Fund A-ACC-HUF (Hedged)	HUF	LU0979393062	10,0%	12,5%	15,0%
MBH Fejlett Piaci Részvény Alap HUF sorozat	HUF	HU0000701552	5,0%	10,0%	12,5%
Fidelity Funds - America Fund A-ACC-HUF (Hedged)	HUF	LU0979392684	5,0%	7,5%	10,0%
MBH Közép-Európai Részvény Alap	HUF	HU0000702717	0,0%	2,5%	5,0%
VIG Feltörekvő Piaci ESG Részvény Befektetési Alap A sorozat	HUF	HU0000705272	2,5%	5,0%	7,5%
Budapest Arany Alapok Alapja A sorozat	HUF	HU0000709290	10,0%	10,0%	10,0%
Generali Spirit Abszolút Származtatott Alap A sorozat	HUF	HU0000706833	5,0%	2,5%	2,5%
Magyar Posta Takaréék Ingatlan	HUF	HU0000713482	15,0%	10,0%	5,0%

Alap	Deviza	ISIN	Konzervatív	Kiegyensúlyozott	Dinamikus
MBH Bonitas Dollár Kötvény Alap	USD	HU0000708052	20,0%	12,5%	7,5%
MBH Bázis Dollár Alapba Fektető Alap USD sorozat	USD	HU0000715347	15,0%	5,0%	2,5%
PIMCO GIS Income Fund E USD Cap (acc)	USD	IE00B7KFL990	5,0%	7,5%	7,5%
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%	7,5%	7,5%
Fidelity Funds - Global Dividend Fund A-ACC-USD	USD	LU0772969993	10,0%	12,5%	15,0%
MBH Fejlett Piaci Részvény Alap USD sorozat	USD	HU0000715271	5,0%	10,0%	12,5%
Fidelity Funds - America Fund A-ACC-USD	USD	LU0251131958	5,0%	7,5%	10,0%
MBH Dinamikus Európa Részvény Alap USD sorozat	USD	HU0000725700	0,0%	2,5%	5,0%
MBH Feltörekvő Piaci Részvény Alap USD sorozat	USD	HU0000725684	2,5%	5,0%	7,5%
Franklin Gold And Precious Metals Fund N (acc) USD	USD	LU0496369116	5,0%	5,0%	5,0%
MBH Aktív Alfa Dollár Alapba Fektető Alap	USD	HU0000715354	5,0%	2,5%	2,5%
Takarék Dollár Ingatlan Alapok Alapja	USD	HU0000720792	20,0%	15,0%	10,0%

Alap	Deviza	ISIN	Konzervatív	Kiegyensúlyozott	Dinamikus
MBH Bonitas Euro Kötvény Alap	EUR	HU0000707138	20,0%	12,5%	7,5%
MBH Bázis Euró Alapba Fektető Alap EUR sorozat	EUR	HU0000715339	15,0%	5,0%	2,5%
PIMCO GIS Income Fund E (Hedged) Eur Cap (acc)	EUR	IE00B84J9L26	5,0%	7,5%	7,5%
Fidelity Funds - Global Inflation-linked Bond Fund A-ACC-Euro (hedged)	EUR	LU0353649279	5,0%	7,5%	7,5%
MBH Fejlett Piaci Vállalati Kötvény Alap EUR sorozat	EUR	HU0000723481	2,5%	7,5%	7,5%
Fidelity Funds - Global Dividend Fund A-ACC-EUR (Hedged)	EUR	LU0605515377	10,0%	12,5%	15,0%
VIG OPPORTUNITY FEJLETT PIACI RÉSZVÉNY BEFEKTETÉSI ALAP B sorozat	EUR	HU0000705918	5,0%	10,0%	12,5%
Fidelity Funds - America Fund A-ACC-EUR (Hedged)	EUR	LU0945775517	5,0%	7,5%	10,0%
MBH Közép-Európai Részvény Alap	EUR	HU0000706387	0,0%	2,5%	5,0%
Allianz GEM Equity High Dividend CT (EUR)	EUR	LU0293313671	2,5%	5,0%	7,5%
Franklin Gold And Precious Metals Fund N (acc) EUR	EUR	LU0496369389	5,0%	5,0%	5,0%
MBH Aktív Alfa Euró Alapba Fektető Alap	EUR	HU0000715321	5,0%	2,5%	2,5%
Takarék Euró Ingatlan Alapok Alapja	EUR	HU0000714969	20,0%	15,0%	10,0%

Manoj Pradhan: The Second Trump Administration: The Return of Unorthodoxy

Financial markets are looking to Monday the 21st as the beginning of the ‘Big Bang’, the first day of the second Trump administration.

The US economy is *such* a dynamic, exciting juggernaut that 2-3 years down the line, we could all be looking back at a solid economy with uninterrupted growth. In part, this is because Fed tightening has brought the economy back only to somewhere between mid- and late-cycle. This means a re-acceleration of growth is to be expected. Partly, however, decent growth must be the base case because it is highly unlikely that incoming President Trump would tolerate anything but a strong economy and a strong equity market.

The Trump policy package has the promise of a well-rounded strategy, but there are reasons to be concerned as well.

The 4-pronged Trump package:

- (i) **Day-1 tariffs** from the Lighthizer playbook that could level the playing field against China’s domestic subsidies. The result: a stronger dollar and much slower on-shoring of manufacturing.
- (ii) **Day-1 immigration** policies that will keep the labour market tight.
- (iii) **Deregulation** that will generate bank lending and capex in autos and energy, and
- (iv) **Net fiscal tightening** from an end to the war in Ukraine as well as Musk-led ‘efficiency’ curbs, while Bessent redirects some of those savings towards incentives for private sector capex – the result of those should, in theory, be to bring yields lower – that’s a must to incentivize businesses to take advantage of deregulation.

Three things stand in the way:

First, the **timing** of all these policies may not fall perfectly, and that means growth and equities could suffer. You could get immigration and tariffs on day one through executive orders, while fiscal packages may only be known by April or May. Even if deregulation progresses in early 2025, the effects of deregulation may not show up until later in 2025, and even then only if yields fall. That creates a chicken-and-egg problem – should the administration show fiscal restraint first in order to bring yields down so that deregulation can really deliver, or should it reduce the fiscal footprint only after deregulation shows a discernible improvement in private sector growth but risk stubbornly high yields? The evidence from the rest of DM is not encouraging – every economy that has shown fiscal restraint or austerity has seen growth suffer. The US consumer, however, is unlike any other.

Second, **inflation** (and hence the Fed). Immigration could well reduce labour mobility while stronger growth (either through deregulation or redirection of fiscal spending) could keep the economy hot. The joint effect would be to keep wage growth and therefore services inflation high. Tariffs and China’s fiscal plus monetary response to tariffs could together serve to push goods prices higher. Since goods inflation has done the bulk of the work of disinflation, this risk needs to be monitored very closely.

Third, **the Fed**. Markets are now slowly pricing in hikes for 2026. The economy itself has gone back only to somewhere between mid- and late-cycle. All six of the previous mid-cycle slowdowns (’52, ’56, ’63, ’77, ’87, ’95, ’16) saw an acceleration in growth and inflation, and eventually to Fed hikes. With the exception of 2016, those episodes were without President Trump’s policies.

The return of unorthodoxy

How likely is unorthodox economic policy? Unorthodox policies including tariffs and immigration expulsions are almost guaranteed to be one of the first things that the incoming Trump administration delivers, and most probably in the first week of the new administration.

There are, however, three big differences between the first and second Trump administrations that matter. First, the economy is in a great position which reduces the pressure to act. Second, incoming President Trump has a clean sweep (even though the majority in the House is razor thin and could be a problem on some issues). Finally, inflation is a serious roadblock. Using unorthodox policies like tariffs and deportation could hurt inflation even as central banks the world over are struggling to get it back to target.

Overall, unorthodox economic policy is coming, but it is unlikely to be used aggressively – the sole and notable exception to that is China. There is little doubt that China will face significant increases in tariffs.

Are tariffs the right policy tool? For the US, and when it comes to dealing with China, perhaps. From the rest of the world's point of view, no. The Trump administration is determined to address China's use of subsidies to further its dominance in strategic sectors, particularly in chips and autos. Could the US provide similar subsidies? It can, it has and it still does. Silicon Valley is the most famous example of a sector financed from the defense budget. The Biden administration, more recently, introduced the CHIPS and IRA programs to further domestic manufacturing of chips and generation of 'green' energy respectively. The fiscal position of the US, however, will not allow any administration to create more such subsidised programs. Indeed, the need of the hour is cut fiscal spending. Given these preferences and constraints, it is not surprising that the Trump administration has turned to tariffs, tools that will generate revenues from imports instead of introducing more subsidies that will add to the fiscal deficit.

What will China do? China has had four years to prepare for a second Trump administration or something similar. They are better prepared in some ways, but worse off in others. Beijing has clearly prioritised certain sectors over the last four years and they have broadly achieved the dominant position in these sectors that they wanted. However, the property market collapse starting in 2020 has scarred both investment and consumption and China's economy remains in a very weak position. Beijing has recently embarked on a series of support policies, and we should expect more fiscal and monetary support as the policies of the new Trump administration become clear – that will give China a way to calibrate the policy response that is needed.

Tariffs against Europe are completely different and far less likely. In his 'Meet the Press' interview in mid-December, the only reference incoming President Trump had to Europe was that it needs to contribute more to NATO. Europe has many friends in Congress, including among Republicans, and it will take an extraordinary over-reach by the Trump administration to impose tariffs against Europe.

The effect of Trump's policies is, for the moment, like Schrodinger's cat. Given we don't know what's happening inside the new White House, we don't know whether growth, like the cat, is alive or dead. The best way to describe it, like Schrodinger did, is both alive and dead!

Publikációs információk

A jelen kiadvány a kiadása időpontjában érvényes.

A kiadványhoz felhasznált adatforrások:

- Bloomberg
- Magyar kamatvárakozások – MBH Elemzési Centrum, kamatpálya prognózis
- Magyar inflációs adatok - Magyar Nemzeti Bank (www.mnb.hu)
- Historikus kötvényhozamok - Economic Research, Federal Reserve Bank of St. Louis (<https://fred.stlouisfed.org/>)
- GDP várakozások – FOMC és EKB publikációk ([Summary of Economic Projections, December 18, 2024 \(federalreserve.gov\)](https://www.federalreserve.gov/), [Macroeconomic projections \(europa.eu\)](https://ec.europa.eu/economy_finance/))

A kiadvány elkészítésének időpontja: 2025. év 01. hónap 07. napja 14:10 (óra:perc)

A véleményekhez használt adatok 2024. év 12. hónap 30. napjáig kerültek figyelembevételre és értékelésre.

A dokumentumot készítő elemző/k neve és beosztása:



Vince Péter
Advisory Desk vezető
MBH Befektetési Bank Zrt.



Debreczeni Csaba
Vezető részvényelemző
MBH Befektetési Bank Zrt.



Rácz Balázs
Senior tőkepiaci elemző
MBH Befektetési Bank Zrt.

Jogi nyilatkozat

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 kereskedésre 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 körültekintően 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 ítéltelők 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 értékpapírtitoknak minősülő adatok kezelésére és átadására vonatkozó belső szabállyal.

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.befektetesibank.hu honlapján, az MBH Bank Nyrt. bankfiókjában és a www.mhbhbank.hu honlapján, vagy a

www.mhbhbank.hu/privatebanking oldalon, továbbá az *MBH Bank* privát banki kiszolgálást nyújtó egységeinél.

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

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