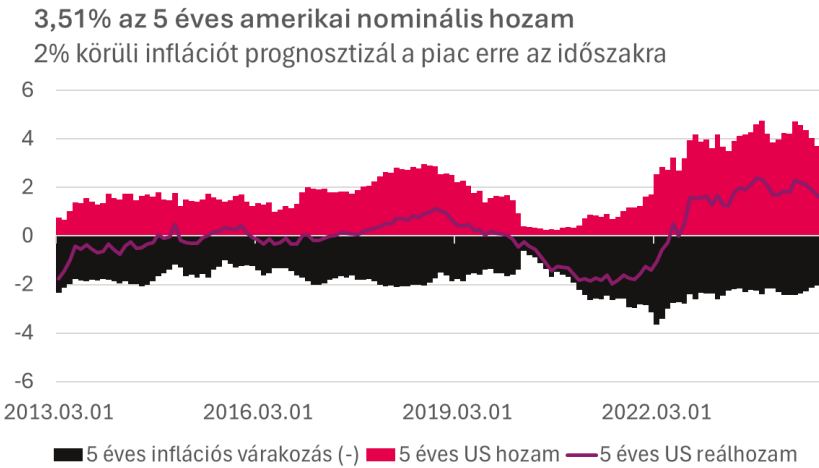


Közel 4 éves mélypontra az inflációs várakozások – túlzó az optimizmus?

Amíg július elején a befektetők 2,26%-os átlagos inflációra számítottak az Egyesült Államokban az elkövetkező 5 évre, ez az érték szeptemberben 2% alatt is járt. A több mint 20 bázispontos csökkenés erős optimizmusra utal (legalábbis az infláció elleni küzdelmet illetően), és ennek eredményeképp ismét érdekesek lehetnek az inflációhoz kapcsolt kötvények.



A július végétől alig másfél hétig kitartó piaci mini-pánik hatására estek a hozamok, míg a lassuló gazdaságra utaló munkaerőpiaci adatok miatt a beárazott inflációs pálya is mérséklődött. Úgy gondoljuk, hogy túlzóak a 2% alatti inflációs várakozások, mivel a fogyasztás továbbra is erős, a vállalati eredmények jók, és a munkaerőpiac viszonylag feszes tudott maradni.

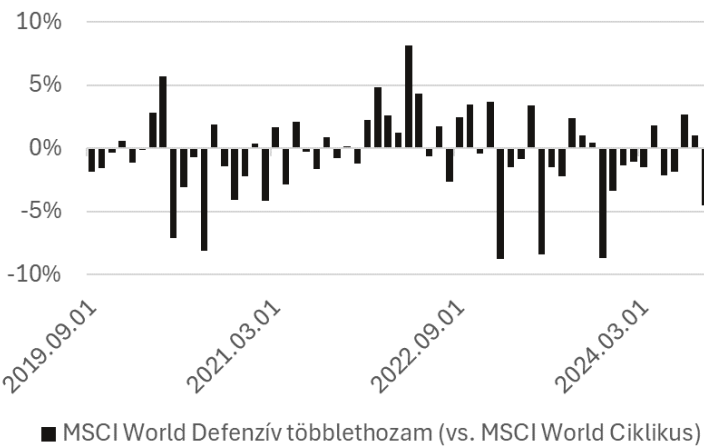
Ráadásul az amerikai elnökválasztás lehetséges kimenetelei közül valójában a legtöbb scenárió az emelkedő infláció

irányába mutat. Ha az Egyesült Államokban az áremelkedés ütemét – elképzeléseinknek megfelelően – nem sikerül 2%-ra mérsékelni, úgy a reálkamat csökkenésének köszönhetően az infláció-indexált kötvények jól teljesíthetnek az elkövetkező időszakban.

Kezdődhet egy részvénypiaci rotáció, vonzó az árazások

Az augusztusi egyhetes korrekció után a szeptember végén a Nasdaq 2,9%-ra volt júliusi csúcsától. Az S&P 500 a harmadik negyedév végén 1,6%-kal zárt a nyári hónapban mért rekordja felett, míg a Dow Jones 2,7%-kal lépte azt át. Ritkaságszámba megy ez az esemény: úgy tűnik, kissé kifogyhatott a momentum a növekedési és ciklikus papírokból.

Erősek voltak nyáron a defenzív szektorok
Óvatosabbá válhatnak a befektetők



Egy részvénypiaci rotációnak elsősorban a defenzív szektorok, valamint az értékeltség alapon kedvezőbb vállalatok, részpiacok lehetnek a nyertesei. A harmadik negyedév első két hónapjában rendre 2,7 és 1,1 százalékkal járhattak jobban a világpiac defenzívebb szektorait választó befektetők, ami jelentős elmozdulás az elmúlt másfél év trendjéhez képest.

Ugyan szeptemberben ismét a ciklikusok teljesítettek jobban, úgy gondoljuk, hogy érdemes felkészíteni a portfóliókat egy olyan forgatókönyvre, ahol nem a híreket dominál, többnyire növekedés-orientált vállalatok cipelik a vállukon a fejlett piaci tőzsdéket. A

feszített – főképp amerikai – értékeltségek, a lazulás irányába mutató munkaerőpiaci dinamika, és az Egyesült Államok elnökválasztása után potenciálisan megugró infláció is azt sugallja, hogy érdemes lehet emelni a részvényportfóliók defenzív súlyait.

2024 Q4 – Óvatos portfólióval érkezhettek a választások napjai felé

A kötvénypiaci átrendeződés volt a harmadik negyedév főszereplője, hiszen az augusztus elején tapasztalt részvénypiaci korrekcióval szemben ez tartósnak bizonyult. Az amerikai közepes és hosszú hozamok is csökkentek, ahogy a befektetők a korábbinál meredekebb kamatvágási ciklust kezdtek árazni a jegybank részéről. Ez leginkább a kötvények kilátásain változtatott, némileg rontva a hosszabb papírok potenciális teljesítményén. A részvények világában mindeközben óriási volatilitás ütötte fel a fejét, de amilyen gyorsan jött, annyira gyorsan távozott. Egy ponton a piaci „félelmet” mérő VIX index historikusan szinte példátlan, 65-ös magasságokba lőtt ki, de az ezzel járó piaci korrekciót a tőzsdék szeptember végére többnyire ledolgozták. A kilátások tehát nem változtak sokat: a fejlett piaci börzék historikus csúcsok körül, értékeltség tekintetében azonban – kifejezetten az USA esetében – inkább drága piacokat látunk. Mindezek eredőjeként hosszú távra tervező befektetők számára véleményünk szerint inkább egy óvatos, defenzív portfólió lehet a leginkább eredményes.

Fókuszban a FED és a Fehér Ház

Az idei nyár jóval eseménydúsabbra sikeredett a szokásosnál. Jerome Powell amerikai jegybankelnök augusztusi beszédében elköteleződött a lazítási ciklus megkezdése mellett, kijelentve, hogy elégedett az inflációs folyamatok alakulásával. Ígéretének eleget téve szeptemberben fél százalékpontos kamatcsökkentéssel rúgta be az ajtót, melynek hatására a dinamikusabb kamatcsökkentésre számító hangok is felerősödtek, és szeptember végén a piaci szereplők további két 25 bázispontos kamatvágást vártak a 2024-es év végéig.

Azonban nem kizárólag a monetáris politika kényszeríti éber odafigyelésre a befektetőket. Az Egyesült Államokban választási évet írunk, ami ugyan historikusan a részvénypiacok számára kedvező időszak szokott lenni (és a mintát erősítve a harmadik negyedévig erős pozitív teljesítményt is produkáltak a tengerentúli tőzsdék), az őszi és téli hónapok most tartogathatnak meglepetéseket. A két elnökjelölt markánsan eltérő geopolitikai és gazdaságpolitikai vízióval foglalná el a fehér házat, de egy dolog közös lehet bennük: akárki is ül majd az elnöki székbe 2025 januártól, a költségvetés helyzete tovább romolhat, ami megnehezítheti az infláció elleni küzdelmet.

Bizonytalan időkre időtálló portfólió

Nehéz dolga lenne most annak a befektetőnek, akinek egy adott „nyerő” terméket kellene kiválasztania a következő egyéves időtávra. Találhatunk érveket és ellenérveket szinte minden eszközosztály mellett és ellen, éppen ezért tesszük le a voksunkat egy jól diverzifikált befektetési portfólió mellett, amit az éppen aktuális lehetőségek és kockázatok fényében tudunk hangolni.

Véleményünk szerint a negyedik negyedévbe érdemes enyhén alulsúlyozott részvény, és felülsúlyozott kötvény allokációval érkezni. A részvények világában most a defenzívebb és olcsóbb szektorokat preferáljuk, mivel ezek ellenállóbbnak bizonyulhatnak részvénypiaci korrekció esetében. A kötvénybefektetések terén fedezeti szereppel globális infláció-indexált termékekkel bővíthetjük a portfóliót. A közepes (3-5 éves) lejáratú, befektetési kategóriás amerikai és eurozónás állam- és vállalati kötvények középtávon még mindig reálhozamot biztosíthatnak. Végül nem feledkezhetünk meg az aranyról sem, ami idén is bizonyította értékállóságát, és a fejlődő piaci jegybanki felhalmozás folytatásával, valamint a reálkamatok csökkenésével akár további árfolyamemelkedésre is sor kerülhet.

2024 Q4 – Óvatos portfólióval érkezhünk a választások napjai felé.....	2
Konzervatív Portfólió.....	4
Kiegyensúlyozott Portfólió.....	5
Dinamikus Portfólió.....	6
Globális perspektíva: Trump globális feszültséget hozhat, sikerülhet a puha landolás, de visszatérhet az infláció.....	7
A politika rányomja bélyegét a piacokra.....	7
Miért maradtak ennyire feszesek a munkaerőpiacok?.....	8
Eszközosztály preferenciák: devizás nominális és inflációkövető kötvények.....	10
Pénzpiac és kötvények: teret nyitott a FED, alacsonyabb kamatok jönnek.....	11
Forint pénzpiac.....	11
Rövid forint kötvények.....	12
Hosszú forint kötvények.....	13
Amerikai befektetési-kategóriás kötvények.....	14
Nemzetközi infláció-kapcsolt kötvények.....	15
Európai befektetési-kategóriás kötvények.....	16
Amerikai és európai magas hozamú kötvények.....	17
Dollárban/euróban denominált fejlődő piaci kötvények.....	18
Részvények: Amerika még mindig a csúcson, de valami történik Kínában.....	19
Egyedi részvényajánlások.....	19
Amerikai részvények.....	19
Európai részvények.....	21
Feltörekvő piaci részvények.....	22
Hazai részvények.....	23
Alternatív befektetések: jók lesznek az abszolút hozamú alapok.....	24
Arany.....	24
Abszolút hozamú stratégia.....	25
Fókuszban lévő befektetési alapok.....	26
Pénzpiac és Kötvények.....	26
Részvények.....	26
Alternatív.....	26
Manoj Pradhan: Global Goldilocks vs Political Shocks.....	27
Publikációs információk.....	29
Jogi nyilatkozat.....	30

MBH Advisory Mintaportfóliók

A negyedik negyedévben is fenntartjuk a benchmarkhoz képest **alacsonyabb fejlett piaci részvénysúlyt**, és preferáljuk az aktív részvényszelekciót alkalmazó alapokat. Emeltük a **devizás kötvénykitettséget**, az USA piacon a közepes (3 éves) lejáratúval. Úgy gondoljuk, hogy a reálhozamok tovább csökkenhetnek, az infláció elleni védelmet kínáló kötvények most olcsók. Ezért **infláció-kapcsolt kötvénykitettséget** emeltünk a portfóliókba. A portfólió európai részvénysúlyát biztosító alapot kicseréltük, közelebb kerülve a kontinens benchmark allokációjához.

Konzervatív Portfólió

Óvatosabb befektetők számára, 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	15,0%
	Hazai állampapír	MBH Hazai Hosszú Kötvény Alap	HUF	5,0%
	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		Fidelity Funds - Global Dividend Fund A-ACC-HUF (Hedged)	HUF	10,0%
	Globál	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

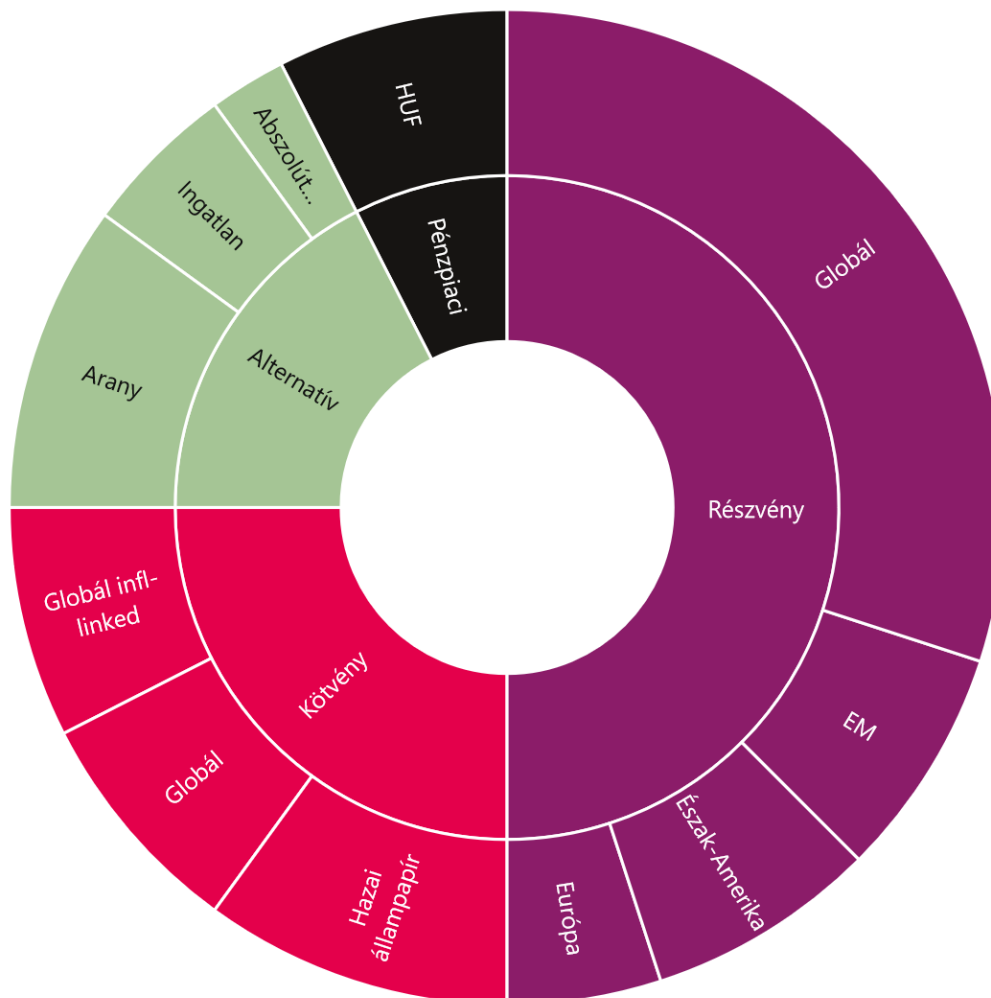
Közepesen kockázatvállaló befektetők számára, akiknek elsődleges céljuk vagyonuk reálértékének megőrzése, de a mérsékelt növekedés érdekében hajlandók többletkockázatot vállalni



Eszközosztály	Aleszközosztály	Alap	Deviza	Súly
Pénzpiaci	HUF	Budapest Bonitas Alap	HUF	10,0%
Kötvény IG	Hazai állampapír	MBH Bázis Hazai Rövid Kötvény Alap	HUF	7,5%
	Hazai állampapír	MBH Hazai Hosszú Kötvény Alap	HUF	7,5%
	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	5,0%
	Európa	MBH Dinamikus Európa Részvény Alap EUR sorozat	EUR	5,0%
	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, 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 Bázis Hazai Rövid Kötvény Alap	HUF	2,5%
	Hazai állampapír	MBH Hazai Hosszú Kötvény Alap	HUF	7,5%
	Global	PIMCO GIS Income Fund E USD Cap (acc)	USD	7,5%
	Global 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%
	Global	MBH Fejlett Piaci Részvény Alap	USD	15,0%
	Észak-Amerika	Fidelity Funds - America Fund A-ACC-USD	USD	7,5%
	Európa	MBH Dinamikus Európa Részvény Alap EUR sorozat	EUR	5,0%
	Fejlődő piacok	Allianz GEM Equity High Dividend CT (EUR)	EUR	7,5%
Alternatív	Arany	MBH Arany Alapok Alapja A sorozat	HUF	10,0%
	Abszolút hozamú	Generali Spirit Abszolút Származtatott Alap A sorozat	HUF	2,5%
	Ingatlan	Magyar Posta Takarékos Ingatlan	HUF	5,0%

Globális perspektíva: Trump globális feszültséget hozhat, sikerülhet a puha landolás, de visszatérhet az infláció

Forró témák, amik meghatározó szerepet játszhatnak az elkövetkező egy évben

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.*

A politika rányomja bélyegét a piacokra

Amerikai politika: A piaci volatilitás mindig megemelkedik az amerikai elnökválasztás idején. Kiváltképp egy ilyen szélsőségesen különböző kimenetekkel kecsegtető választáson, hiszen eredményétől függően az amerikai és a globális gazdaság is más-más irányba halad tovább. Indokoltnak tűnik tehát a megemelkedett volatilitás, ami megnehezíti és költségessé teszi a kockázatos eszközökbe való befektetést.

Egy második Trump elnökség valószínűleg tartós költségvetési hiányokhoz és kereskedelmi súrlódásokhoz vezetne, mivel a Kínával folytatott kereskedelem ismét reflektorfénybe kerülne. A Harris-elnökség viszont valószínűleg több olyan jogszabállyal terhelné a költségvetési kiadásokat, mint a Biden-adminisztráció CHIPS és IRA törvényei. Habár a Kínával fennálló feszültségek az új adminisztrációval is fennmaradnának, a két ország közti kapcsolat – Trump elnökségéhez képest – gördülékenyebb maradna.

Politics enter financial markets

US politics: Market implied volatility always rises into the US Presidential election. In an election so different in its possible outcomes as this, there are very different directions that the US and global economy could go in. The rise in volatility, in other words, is entirely justified. That makes the cost of adding to risky assets that much more difficult.

A second Presidency would likely lead to sustained deficits and trade frictions as trade with China comes under the spotlight. A Harris Presidency, on the other hand, is likely to lead fiscal spending into more legislation like the CHIPS and IRA acts of the Biden administration. While China will remain in friction with the new administration, overall trade might see fewer frictions.

Miért maradtak ennyire feszesek a munkaerőpiacok?

A világgazdaság példátlan monetáris szigorítási cikluson ment keresztül. Ennek ellenére a munkaerőpiacok szinte mindenhol csupán mintegy 1%-kal emelkedtek a világvárvány utáni mélypontokhoz képest. Az Egyesült Államokban a munkaerőpiac feszsége könnyen magyarázható a fiskális kiadásokkal és a monetáris politika gyenge transzmissziójával, amely a fix kamatozású jelzáloghitelek nagyon magas aránya miatt következik be. Németországban ezzel szemben az alkotmánybíróság fiskális megszorításokra kényszerítette a kormányt, miközben a gyenge globális feldolgozóipar valószínűleg a német iparnak ártott a legjobban.

A munkanélküliség az Egyesült Államokban 0,7%-kal, Németországban pedig 1%-kal nőtt.

Egyszerű magyarázat lehet az, hogy a munkaerőpiac lemaradó indikátor, és a gyengeség már úton van. Egy másik magyarázatot azonban figyelembe kell venni. Powell Fed-elnök és Waller kormányzó egyaránt azzal érveltek, hogy a munkanélküliség emelkedése az Egyesült Államokban elsősorban a munkaerő-kínálat növekedéséből származik, nem pedig a munkahelyek elvesztéséből. Más szóval, a munkaerő-kereslet valószínűleg még most is elég erős.

Why are labour markets still so tight globally?

The global economy has seen an unprecedented monetary tightening cycle. Despite that, labour markets almost everywhere have risen by around 1% from the post-pandemic lows. In the US, it is easy to explain labour market tightness by fiscal spending and a weak transmission of monetary policy due to a very high share of fixed rate mortgages. In Germany, by contrast, the German Constitutional Court has forced the government into fiscal austerity, while the weak global manufacturing cycle has probably hurt German manufacturing the most.

Unemployment in the US has gone up by 0.7% and it has risen by 1% in Germany.

A simple explanation might be that the labour market is a lagging variable and weakness is on the way. Another explanation, however, must be considered. Fed Chief Powell and Gov. Waller have both argued that the rise in unemployment in the US has come primarily from an increase in labour supply rather than job losses. In other words, labour demand is probably doing reasonably well even now.

Mit jelent mindez? Amit most „puha landolásnak” hívunk, egy év múlva ciklusközepi lassulás lehet.

The implication? A soft landing now might be known as a mid-cycle slowdown a year from now.

Minden központi bank célja, hogy kövesse a Fed-et a puha landolás megvalósításában. Az inflációs kockázatok a legtöbb gazdaságban olyan szintre csökkentek, ahol a monetáris politikának már nem kell olyan szigorúnak lennie, mint jelenleg. Ha azonban a központi bankok képesek lesznek végrehajtani a puha landolást, azaz nem engedik, hogy a munkanélküliség összességében 1-1,5%-nál nagyobb mértékben emelkedjen a járvány utáni mélypontokról, akkor 6-12 hónap múlva előkészíthetik a terepet a növekedés újjáéledéséhez. És ha az infláció a mérsékelt emelkedés után ismét csökkenni kezd, akkor az infláció második (de sokkal szerényebb) emelkedő hulláma érkezhethet.

Every central bank aims to follow the Fed in trying to deliver a soft landing. Inflation risks have receded in most economies to a point where monetary policy need not be as tight as it currently is. However, if central banks are able to deliver a soft landing, i.e., not allow unemployment to rise too much more than 1-1.5% in total from the post-pandemic lows, they might be setting the stage for a revival in growth some 6-12 months from now. And if inflation starts falling again after rising modestly, a second (but much more modest) rise in inflation may not be far behind.

For the full analysis in English, see pg. 26.

A teljes elemzést angol nyelven ld. a 26. oldalon.

Az elemzést készítette Manoj Pradhan

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

¹ [Manoj Pradhan | CEPR](#)

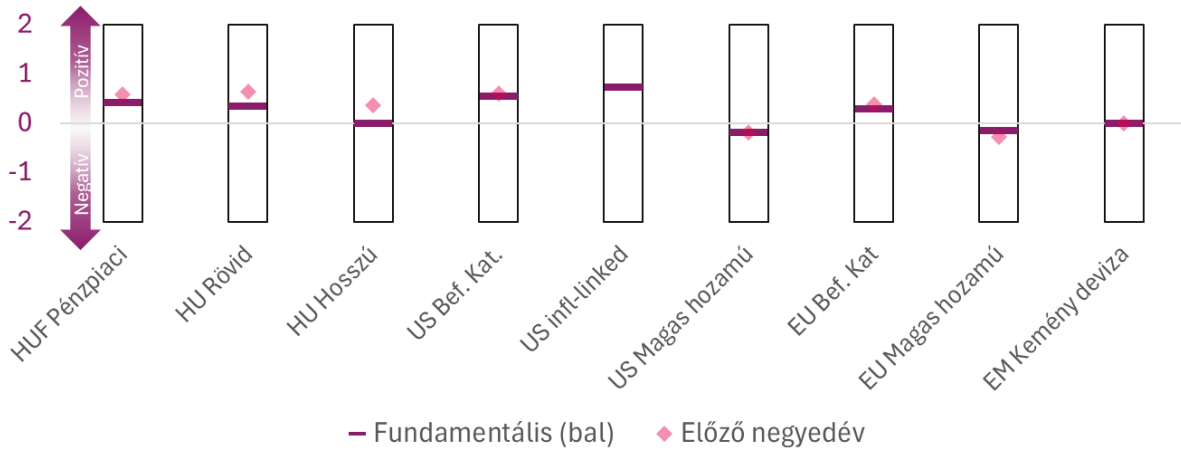
Eszközosztály preferenciák: devizás nominális és inflációkövető kötvények

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

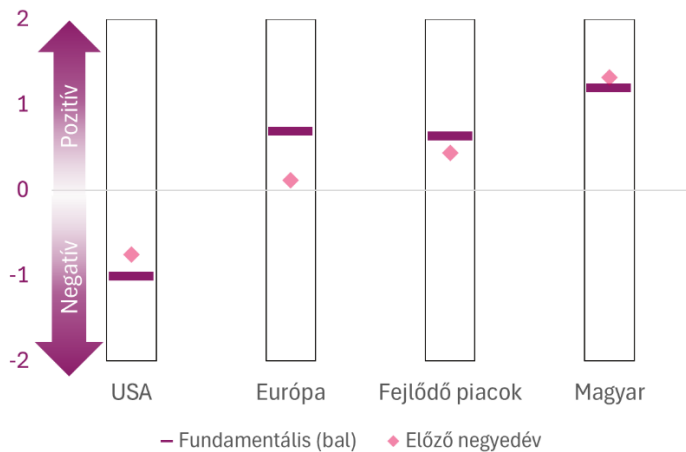
A **lila jelölőhöz (-)** tartozó bal tengely 0 alatt a historikus átlagnál rosszabb, míg 0 fölött a historikus átlagnál jobb kilátásokat rendel az eszközosztályokhoz.²

A **rózsaszín jelölő (◆)** az előző negyedéves állapotot tükrözi, így amennyiben ez a lila jelölő alatt helyezkedik el, a kategória kilátásai javultak.

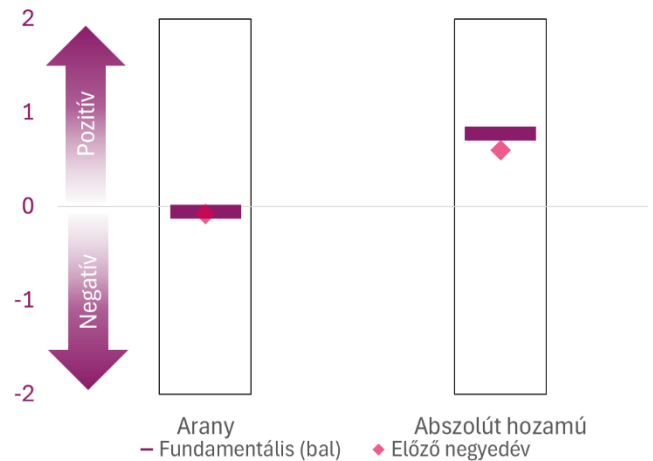
Pénzpiac és kötvények



Részvények



Alternatív eszközök



² Az eszközosztályra vonatkozó kilátások 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 várakozások (MBH vagy piaci) megállapítása; 4) Az indikátorok egymáshoz képesti súlyozása; 5) A standardizált értékek és súlyok összevonása

Pénzpiac és kötvények: teret nyitott a FED, alacsonyabb kamatok jönnek

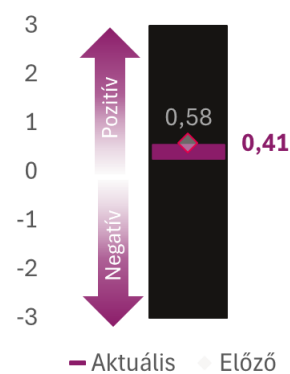
A FED szeptemberben meg is lepte a piacokat, meg nem is. Az ülést megelőző héten ugyan egyre inkább az 50 bázispontos kamatvágást tükrözték a várakozások, mégis nagyot szólt a historikusan is jelentősnek számító kamatcsökkentés. Az év végére vonatkozó kamatvárakozások is lejjebb tolódtak, tehát a piac meredekebb lazítási ciklust áraz, decemberig további, összesen legalább 50 bázispontos csökkentést. Ez teret nyitott a globális jegybankok, és többek közt az MNB számára is, ahol immár nagyobb mozgástérrel dolgozhatnak. A legalacsonyabb kockázati kategóriát képviselő pénzpiaci termékek – az alapkamatok csökkenése révén – egyre gyengébb teljesítményt produkálhatnak, a közepes lejáratú (3-5 év) szegmensek azonban relatíve attraktív hozamokat biztosíthatnak a befektetőknek mind forintban, mind pedig devizában. A hosszú lejáratokkal érdemes óvatosan bánni, hiszen főleg a 2025-ös évtől ismét látunk inflációs kockázatokat, ami a hozamszintek nem várt emelkedéséhez is vezetne. Ez egyúttal ismét érdekessé teheti az infláció-kapcsolt kötvények világát is.

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:

- Bővült az MNB mozgástere a szeptemberi FED kamatvágás révén
- 2024 végére **6,25%**, 2025 végére **5,25%** lehet az alapkamat
- A harmadik negyedév végén lélektani szintek körül volt a forint (397), ez gátat szabhat a kamatcsökkentéseknek
- 1 éves időtávon **5,8%** körüli teljesítmény várható



A FED szeptemberben „berobbantotta” a lazítási ciklust, ezzel a vártnál nagyobb mértékben csökkentve a dollár kamatelőnyét. Ez tulajdonképpen extra puskaport biztosít a globális jegybankoknak, és akár bátrabban – vagy tartósabban – folytathatják a

kamatvágásokat. Arra számítunk, hogy az MNB **folytatja a kamatvágási ciklust**, és 2024 év végéig **6,25%-ra**, míg 2025 decemberére **5,25%-ra** csökkenhet az irányadó ráta (forrás: MBH Elemzési Centrum előrejelzés). Mindeközben kedvezően alakultak az inflációs folyamatok is; az ideai átlagos infláció **3,8%** körül alakulhat, ami az ezt meghaladó pénzpiaci hozamok révén pozitív reálhozamot eredményez.

A legrövidebb lejáratú hazai ZMAX index a harmadik negyedévben **1,7%-ot**, míg az első három negyedévben **5,3%-ot** emelkedett. Az elkövetkező időszakra ennél némileg csekélyebb eredményt várunk; **egyéves időtávon 5,8% az eszköz teljesítményére** vonatkozó előrejelzésünk.

A hazai fizetőeszköz június óta nem tört ki a 389-398-as sávból, és szeptember végén a csatorna felső, gyengébb részén mozgott. A forint erőssége valószínűleg – még ha kimondatlanul is - szerepet fog játszani a monetáris politika alakulásában, és adott esetben korlátot szabhat a további, vártnál meredekebb kamatcsökkentéseknek.

Előnyök

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

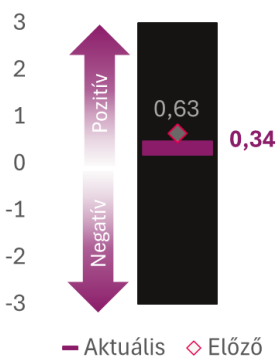
Hátrányok

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

Rövid forint kötvények

Legfontosabb üzenetek:

- Preferált termék egy hazai konstans lejáratú rövid kötvényalap
- 1 éven **5,0%** körüli teljesítmény várható
- Jelentős hozamcsökkenés zajlott le a harmadik negyedévben, gyengültek az előremutató teljesítmények



A június végi 6,5%-os szintről szeptember végére 5,2%-ra esett az egyéves magyar állampapír hozam. Ez egyrészt örömteli hír a hazai hozamgörbére kitétséggel rendelkező befektetők számára, hiszen a **magyar rövid**

kötvény (RMAX) index a pénzpiaci hozamot meghaladóan **2,4%-ot** emelkedett három hónap alatt. Ugyanakkor előretekintő, potenciális teljesítménye az előző negyedév végéhez képest romlott, és úgy becslésünk szerint 1 éves időtávon **5,0 % körül** alakulhat. Ez még a historikus átlag feletti érték.

A harmadik negyedévben tapasztalt jelentős hozamcsökkenés a teljes hozamgörbét érintette.

Az egyéves állampapír 120 bázisponttal, míg az ötéves 96 bázisponttal van június végi szintje alatt. Ennek okán a befektetők számára most kevésbé tűnik egyértelmű választásnak a rövid kötvények felülsúlyozása. Úgy látjuk, hogy a jelenlegi feltételek mellett az alacsony volatilitást pártoló befektetők portfóliójában elsősorban a kamatváltozásra legkevésbé érzékeny, pénzpiaci termékekre érdemes támaszkodni. A rövid kötvények szerepe a portfólióban továbbra is a biztonságos nominális növekmény megtartása lehet. Ugyanakkor a hozamgörbe rövid oldala jelenleg jóval az effektív ráta alatt helyezkedik el, és mivel nem számítunk további komoly hozamcsökkenésre, kisebb a felértékelődés potenciál is.

Előnyök

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

Hátrányok

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

Hosszú forint kötvények

Legfontosabb üzenetek:

- Kiváló Q3-as teljesítmény után gyengülő kilátások
- Csökkent a német állampapírokhoz képest mért felár, drágábbak lettek a magyar kötvények
- Jelentős kockázat a hosszú hozamok emelkedésében
- 1 éven **5,8%** körüli teljesítmény várható

A harmadik negyedéves hozamcsökkenés leginkább a hosszú kötvények teljesítményén

látszódott meg – örülhetnek azok a hazai befektetők, akik modellportfólióinkhoz hasonlóan még júliusban megemelték a termék kategória súlyát befektetéseiken belül. A hosszú lejáratú állampapírokat tömörítő MAX index a maga **5,4%-os** teljesítményével a harmadik negyedévben felülmúlta a széles, kb. 5 éves átlagos futamidejű CMAX indexet, amely **4,9%-ot** emelkedett.

A hazai hosszú államkötvények bizonyultak az egyik leginkább eredményes eszközosztálynak a harmadik negyedévben, köszönhetően a közel 1%-os hozamcsökkenésnek a hozamgörbe 5 éven túli pontjain. Előrejelzésünk szerint az 5 éves átlagos futamidejű kötvényosztálytól **5,8%-os teljesítményt** várhatunk a következő 1 éven. Ez a historikus átlagnak megfelelő érték lenne.

Érdemes azonban óvatosan eljárunk a hosszú kötvények portfólióba vételekor, mivel a magyar 10 éves államkötvény 2022 októbere óta legdrágább szintjén van a német azonos lejáratú papírhoz képest; a két instrumentum közti hozamkülönbség **392 bázispont**. Hosszabb távú

historikus kitekintésben ez ugyan nem mondható drágának, azonban a lokális, csak hazánkat érintő kockázatok (költségvetési hiány, gyengülő deviza és azt ezt potenciálisan követő infláció, energiafüggőség) miatt nem kizárható egy kisebb korrekció.

Mindezek mellett 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.

Érdemes újból reflektálni az egyre gyengülő pénzügyi hozamok folyamatára is, hiszen míg az elkövetkező tizenkét hónapban a hosszabb kötvényekhez hasonló teljesítményt realizálhatunk a jóval alacsonyabb kockázatú pénzügyi termékekkel (szintén 5,8%-os 1 éves projektált teljesítmény), az alapkamat 2025 végére várhatóan 5,25%-os szintre csökkenhet, ebben a scenárióban pedig középtávon nem lesz képes felvenni a versenyt a lejáratú prémiummal rendelkező hosszabb kötvényekkel.

Előnyök

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

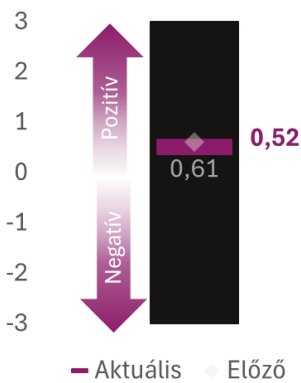
Hátrányok

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

Amerikai befektetési-kategóriás kötvények

Legfontosabb üzenetek:

- A FED berúgta az ajtót, de az 50 bázispontos vágásból azok profitálhattak igazán, akiknek már volt kitétségük
- Ugyanakkor továbbra is igen kedvező az eszközosztály hozam-kockázat profilja
- 1 éven **5,8% körüli teljesítményt** várható



Nem lehetett okuk panaszra azoknak a befektetőknek, akik korábban közepes és hosszabb amerikai állampapír kitétséget választottak. Június és szeptember vége között a teljes tengerentúli hozamgörbe lefelé

tolódott, az **egyéves pont 112, az ötéves 96 bázisponttal**. Ennek eredményeképp mindössze három hónap alatt **5,77%-ot** emelkedett az amerikai befektetési kategóriás kötvények indexe.

A FED vártnál meredekebb kamatlépése révén a piaci árazások is alacsonyabb kamatszinteket tükröznek, azaz bár az eszközosztály előretekintő teljesítménye az alacsonyabb aktuális hozamok miatt némileg romlott, továbbra is kedvező hozampotenciállal forog. Úgy gondoljuk, hogy a hosszabb amerikai hozamok csökkenésére még van némi tér, és **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.

Idén két további kamatvágást valószínűsítünk a **FED** részéről, ami 2025-ben folytatódhat (**2025 év végi várakozásunk 3,50-3,75%**). A közepes lejáratú, 3 év körüli befektetési kategóriás kötvényeket preferáljuk.

Óvatosak maradunk a vállalati kitétség kapcsán; a befektetési kategóriás vállalati kötvények **átlagos felára** továbbra is mindössze **92 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 hozam

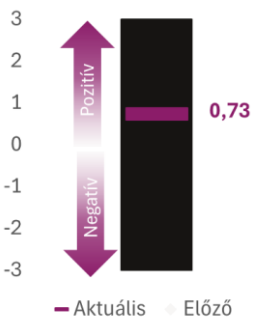
Hátrányok

- Hosszú hozamok emelkedése jelentős kockázat
- Szűk kockázati felár

Nemzetközi infláció-kapcsolt kötvények

Legfontosabb üzenetek:

- A piac optimista, csupán **2,06%-os** ötéves előretekintő inflációt áraz
- Ha romlanak az inflációs kilátások, csökkenni fog a reálhozam, ami kedvez az infláció-indexált kötvényeknek
- 1 éven **5,6% körüli teljesítmény** várható
- Historikusan magas az aktuális ötéves reálhozam (1,52%)



A harmadik negyedévben több mint **50 bázispontot** csökkent az amerikai 5 éves reálhozam, ennek hatására **4,6%-os pozitív teljesítményt** ért el az amerikai infláció-kapcsolt kötvények indexe.

Elsőre talán ellentmondásosnak tűnhet pont akkor infláció-indexált kötvényekről beszélni, amikor a fejlett gazdaságok látszólag rendre visszatérnek a jegybanki célsávok közelébe. Ugyanakkor a historikusan magas reálhozam mellett épp ez a folyamat teszi lehetővé azt, hogy lehetőségeket keressünk ebben az eszközosztályban is. Optimizmus uralkodik a piacokon, és a kötvénybefektetők látszólag nem aggódnak a középtávú áremelkedés lehetősége miatt.

Az árazások alapján az Egyesült Államokban most **2,06%-os átlagos ötéves inflációval számolnak** a befektetők. Viszonyításképp **2022 márciusában** még úgy gondolták, hogy ez az érték **3,59% lesz**. A FED határozott kommunikációval és hatásos monetáris politikával tett róla, hogy ezek az inflációs várakozások – félelmek – apadjanak.

Ugyanakkor úgy gondoljuk, hogy az aktuális 2% körüli árazások az optimista forgatókönyvet veszik figyelembe, ami közel sem biztos. A FED fókuszba helyezte mandátumának második

elemét, a foglalkoztatottságot, ez pedig jó ürügyként szolgált a szeptemberi 50 bázispontos lazításhoz. Várhatóan a jegybank tovább lazítja a kondíciókat, ez a lépés pedig a gazdasági növekedést hivatott megőrizni, serkenteni.

A monetáris politika tehát „térfelet váltott”, és immár kisebb mértékben szab gátat az inflációnak. A fiskális politika, a költségvetés eddig sem volt feszes, és az amerikai elnökválasztások után – kimenettől függetlenül, adócsökkentéseken vagy beruházásokon keresztül – inflatorikus lépések várhatók.

Mindez a jelenleg historikusan is magas **(1,52%) reálhozamok csökkenését eredményezheti**. Ez végső soron a deficittel küszködő amerikai költségvetés számára kedvező jelenség lenne, hiszen a jelentős reálhozamok hosszabb távú fennmaradása esetén az államadósság finanszírozása egyre drágább lenne.

Az infláció-kapcsolt kötvényekkel a befektetők arra a forgatókönyvre készíthetik fel portfóliójukat, hogy az infláció nem a jelenlegi, optimista pályát fogja követni, és a reálhozamok csökkenni fognak. A reálhozamok kb. **20 bázispontos** csökkenésével számolva egyéves időtávon, **2,1%-os** inflációval **5,6%** lehet az eszközosztály nominális teljesítménye.

Előnyök

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

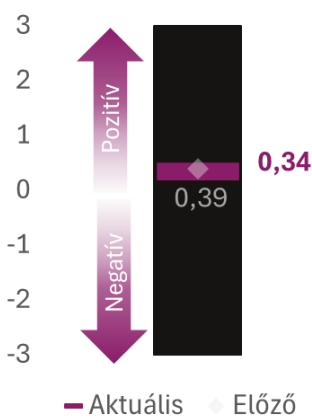
Hátrányok

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

Európai befektetési-kategóriás kötvények

Legfontosabb üzenetek:

- Az EKB szeptemberi kamatvágása után még kétszer lazíthat idén
- Preferált befektetési kategória, a historikusan szűk spreadek miatt
- 1 éven **3,7% körüli teljesítmény** várható



Az európai kötvényindex januártól számítva **2,4%-os pozitív teljesítménnyel** zárt szeptemberben, jócskán ledolgozva az első félévig felhalmozott másfél százalékos veszteséget.

A befektetők egyéves időtávon további, körülbelül 20 bázispontos hozamcsökkenést valószínűsítene az 5 éves német állampapír esetében, ebben az esetben (a kockázati felárok mérsékelt emelkedése mellett) becslésünk szerint **3,7%-os teljesítményt érhet el az eszközosztály** 2025 harmadik negyedévéig bezárólag. Ez meghaladja a pénzpiacon potenciálisan elérhető hozamot és a historikus átlagot is, euróban mérve infláció feletti reálhozamot biztosítva.

Továbbá az európai befektetési kategóriás vállalatok kockázati felára az észak-amerikai szegmenshez képest kedvezőbb, és a harmadik negyedévben oldalazott (szemben az USA-béli csökkenéssel).

Az amerikai jegybank erőteljes, 50 bázispontos szeptemberi kamatlépése nagyobb mozgásteret

biztosított a globális jegybankoknak, így az EKB-nak is. Lagarde kiemelte, hogy mivel ők két huszonöt bázispontos lépést hajtottak végre, a tengerentúli FED pedig egy ötven pontos lépéssel nyitott, a két jegybank ugyanott tart a lazítási ciklusban.

Úgy gondoljuk, hogy az **EKB 2024 végére** még kétszer csökkentheti az irányadó kamatot **3,00%-ra, 2025 végére pedig 2,50%-ra** állhat be a jegybanki ráta.

A további lazítás indokolt lehet, hiszen az öreg kontinens növekedési kilátásai gyengébbek, az EKB szeptemberi közzététele alapján az ideai és a 2025-ös várt GDP **növekményt is 10-10 bázisponttal**, rendre **0,8%-ra és 1,3%-ra** mérsékelték, miközben az inflációs prognózist szinten tartották (**2024: 2,5%; 2025: 2,2%**).

Előnyök

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

Hátrányok

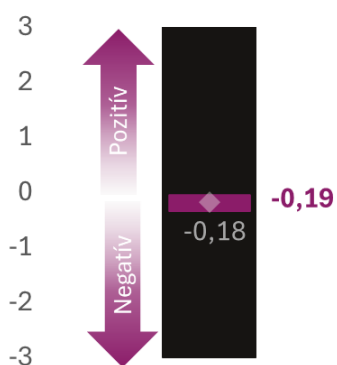
- Hosszú hozamok emelkedése jelentős kockázat
- Negatív inflációs kockázatok esetén az EKB nehéz helyzetbe kerül
- A politikai kockázatok nem szűntek meg

Amerikai és európai magas hozamú kötvények

Legfontosabb üzenetek:

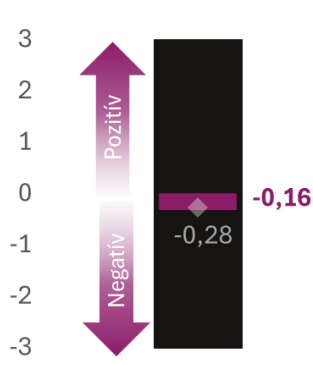
- Némileg tágult, de historikusan még mindig szűk a kockázati felár, ez kockázatot jelent
- **Észak-Amerikában 7,3%, Európában 6,9%** körüli teljesítmény várható

USA



— Aktuális ● Előző

Európa



— Aktuális ● Előző

3,63; EU: 3,09), magasabb kockázati felárral és magasabb átlagos lejáratig számított hozammal (USA 7,2%; EU 6,1%) rendelkeznek. Mindkét régió **harmadik negyedéves teljesítménye 3,7% körül alakult**. A pozitív teljesítményt leginkább az állampapírhozamok jelentős esése támogatta, míg Európában a kockázati felárak enyhe emelkedése némileg – bár az előbbi komponenshez képest elenyészően – rontotta.

A magas hozamú kötvényosztály idén szinte fej-fej mellett haladt a befektetési kategóriás papírokkal, hiszen bár sérülékenységet mutat az alacsony spread miatt, a befektetők egyelőre optimisták maradtak a vállalatok eredményességét illetően. A **kockázati felár Amerikában 295, Európában 357 bázispont**. Ez lényegesen elmarad a historikus **átlagnak mondható 459-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

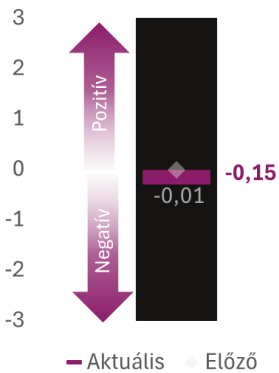
Előrejelzésünk szerint az **USA** magas hozamú kötvénypiac **egyéves időtávon 7,3%-os** teljesítményt produkálhat, míg az **eurós** kockázatosabb kötvénycsoport **6,9%-ot érhet el**. Ezek a kockázati felárak (spread) átlaghoz való enyhe visszatérését és az állampapírhozamok csökkenését feltételezik.

A befektetési kategóriás kötvényekkel ellentétben a magas hozamú kötvények kisebb kamaterzékenységgel (**átlagos duration USA:**

Dollárban/euróban denominált fejlődő piaci kötvények

Legfontosabb üzenetek:

- Alacsony hozamprémium az amerikai kötvényeken felül
- Vonzóbb lehet a lokális devizás adósság



1 éves időtávon a kockázati felár 20 bázispontos dollárhozam-csökkenéssel kalkulálva a teljesítmény 6,4% körül alakulhat.

A dollárban denominált fejlődő piaci vállalati kötvények pozitív tartományban, **6,6%-os emelkedéssel zárták a harmadik negyedévet, januártól 8,1%-os pluszban jár az eszközosztály.** A kockázati felárak és a dollárhozamok is csökkentek a harmadik negyedévet, így az eszközosztály nem csak a fejlett piacokénál magasabb lejáratig számított hozamnak (YTM **jelenleg: 6,0%**) 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 3,2%-os átlaghoz képest **csupán 2,4%-kal forognak az amerikai állampapír-hozamok felett.**

Előnyök

- Amerikai állampapírokét meghaladó lejáratig számított

Hátrányok

- Hosszú USA hozamok emelkedése jelentős kockázat
- Szűk kockázati felár

Részvények: Amerika még mindig a csúcson, de valami történik Kínában

A fejlett- és feltörekvő piacok tőzsdéit leképező MSCI All Country World index a harmadik negyedévben 5,9%-ot emelkedett, ezzel egész éves teljesítményét 15,8%-ra javítva. Az indexet az első nyolc hónapban a fejlett piacok, ezen belül leginkább az Egyesült Államok cipelte a hátán, szeptember végén azonban minden szem Kínára szegeződött. A távolkeleti ország részvényei szeptember 13 és 30 között több mint 27%-ot emelkedtek, ezzel 17%-ra tornászta fel az eddig pesszimizmussal és az ebből eredő alacsony értékkeltséggel övezett régió teljesítményét. A jelentős felszúrás hátterében a kínai kormány gazdaságélénkítő intézkedései, és az erre adott pozitív piaci reakciók állnak.

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 részvényajánlások

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

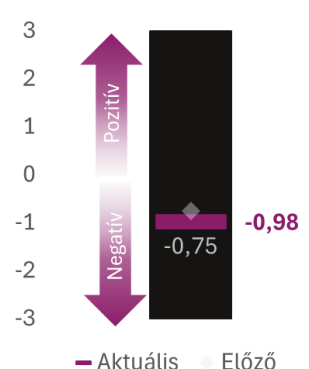
Termék	Publikáció dátuma	Ajánlás (Célár)	Részletek
AutoWallis	2024.09.23	Vétel (223 Ft)	Publikáció
Richter	2024.09.09	Vétel (13 105 Ft)	Publikáció
Magyar Telekom	2024.08.12	Vétel (1 239 Ft)	Publikáció
Intel	2024.08.12	Vétel (30 USD)	Publikáció

Amerikai részvények

Legfontosabb üzenetek:

- Kevésbé vonzó célpiac az átlagot meghaladó értékelttség miatt
- A mesterséges intelligencia (AI) és az általa gerjesztett beruházások, a várható hatékonyságjavulás egyszerre lehetőség és kockázat
- Részben az AI és a kamatcsökkentés miatt a befektetők optimista növekedést áraznak. Ez a harmadik negyedéves jelentési szezon várakozásain is érezhető

Az **S&P500**-ra vonatkozó egy éves **fair értékünk 5714 pont**, amely azzal a feltételezéssel él, hogy a fent is említett nagy kapitalizációjú technológiai vállalatok éves eredménynövekedése



a következő 5 évben **24%-ról 17%-ra lassul** (amely az index többi tagjához képest még így is

kimagasló), míg az index többi tagjának éves eredménynövekedése 18%-ról 6% közelébe csökken 5 éves időhorizonton. Az index jelenleg a DCF-modellünk által implikált érték felett kereskedik (2024. szeptember 27.: 5378 pont).

Az amerikai vezető indexek pozitívan zárták a **harmadik negyedévet**. Az **S&P 500 20,3%**, a **Nasdaq 18,8%** hozamot tudott felmutatni év elejéhez viszonyítva. Az indexek koncentrátsága 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 közepes és kis méretű cégek az első és második negyedévhez hasonlóan a harmadik negyedévben sem kápráztatták el a befektetőket. A kis kapitalizációjú **Russell 2000 év eleje óta 10,5%-ot**, a közepes kapitalizációjú vállalatok (**S&P MID 400**) pedig **12,5%-ot** tudtak **emelkedni**.

Az S&P jelenlegi **P/E mutatója 29,9**, amely meghaladja a historikus átlagot (kb. 24). Az egyéves várakozásokon alapuló, **előretekintő P/E jelenleg 20,6**, amely magasabb, mint a 10 éves átlag (18).

Az amerikai részvénytőzsdét 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. Ez az értékeltségi számokon is látható, hiszen a **technológiai szektor** jelenleg **37,4-es medián P/E-n** forog, miközben a jövő évi várakozás (forward P/E mediánja) 23,6. Azaz, árfolyamesést nem feltételezve minimum az egy részvényre jutó eredmény duplázódását várják a befektetők. Ez kiugró érték, mind önmagában, mind a többi ipárral összehasonlítva.

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. 3,2%**). A kisvállalati optimizmus javulóban, a **GDP növekedés 3%** környékén látható.

A Federal Reserve 2024 szeptemberében 50 bázisponttal, 4,75%-5%-ra csökkentette az alapkamat célsávját. Ez 2020 márciusa óta az első kamatcsökkentés. Bár a csökkentésről szóló döntés várható volt, voltak találgatások arról, hogy a központi bank ehelyett a konzervatívabb 25 bázispontos csökkentést választja-e. A jegybank új gazdasági előrejelzéseket is közzétett. A döntéshozók 100 bázispontos enyhítéssel számolnak az év végéig, ami további két 25 bázispontos kamatcsökkentésre utal idén.

Jelentős kockázat lehet, hogy novemberben elnökválasztást tartanak az USA-ban. Bár a korábbi évek arra engednek következtetni, hogy bármilyen kimenetel is születik, a piac hamar túlteheti magát rajta és inkább optimisták maradhatnak a befektetők, a két jelölt fej-fej melletti haladása azonban óvatosságra is okot adhat.

Előnyök

- A technológiai és fogyasztási szektor révén magas kitettség az új (pl. AI) trendeket meghatározó vállalatokra
- Választási évben historikusan ritkán esnek az amerikai indexek
- 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 elégti ki a várakozásokat, a technológiai cégek gyorsan átárazódhatnak
- Historikusan magas értékeltség
- Alacsony osztalékhozam

Európai részvények

Legfontosabb üzenetek:

- Európa növekedési dinamikája továbbra is gyenge, a harmadik negyedévben negatívba fordulhat
- A kedvező értékeltség és osztalékhozam javít a részvény piac megítélésén

Véleményünk szerint az **Eurostoxx 50 egy éves várható fair értéke 5428 pont**, amely a szeptemberi záróárfolyamához képest így **8,6%-os felértékelődési potenciált** jelent.

Euróban számolva **2,2%-kal emelkedett** az **Eurostoxx 50** részvényindex a harmadik negyedév során. Ugyanakkor ezalatt az **euró/dollár 3,7%-kal növekedett**, amely a dollárban mért hozamot javította. Az indexek koncentrátsága 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 egyedi, régiós kockázat is felütötte a fejét, amelynek hatása lehet az indexek teljesítményére. Európában választási csúcsev van, az Európai Parlamenti választásokat követően Franciaországban került sor előrehozott parlamenti választásokra, majd egyes német tartományokban is az urnákhoz járultak az emberek. A francia előrehozott választások híre nyomott hagyott a francia tőzsdeindexen is, a **CAC40** az EP választások után gyorsan, mintegy **6-7%-kal került lejjebb**. Igaz kevésbé, de más indexen is látható volt a negatív hangulat, a **DAX is csökkent a választások utáni napokban 3-4%-ot**. Augusztusra 7130 pontra süllyedt a francia tőzsdeindex, ahonnan szeptember végére sikerült visszakapaszkodnia, így 2,1%-os pluszban zárta a harmadik negyedévet. Ennek egyik fő oka, hogy a francia index erős luxusipari túlsúlyt képvisel és a szeptember végén a kínai döntéshozók által elindított likviditásbőségről azt gondolják a befektetők, hogy az ilyen jellegű vállalatok termékei iránt ismét növekedni fog a kínai kereslet. Hasonló pályát járt be a német tőzsdeindex is, az augusztus eleji bezuhanást

követően viszont itt nagyobb volt a visszapattnás, 6%-os emelkedéssel zárta az elmúlt három hónapot a DAX.

Az **Eurostoxx 600** esetében is hasonló folyamatok

figyelhetőek meg. Az index **előremutató P/E** rátája az elmúlt tíz évben átlagosan 14,3 körül alakult, jelenleg **13,3**, amely látva a főbb indexelemek elmúlt években elért növekedését, nem tűnik drágának. Ugyanakkor fontos szempont, hogy Európa szinte mindig diszkonttal forog az USA részvényeihez viszonyítva. Ennek számos oka lehet: alacsonyabb az innováció; ipar és vegyipari túlsúly, azaz az iparági kitettség merőben eltérő; alacsonyabb likviditás; Európa alacsonyabb növekedési üteme, illetve egyes ágazatok szigorúbb szabályozási környezete.

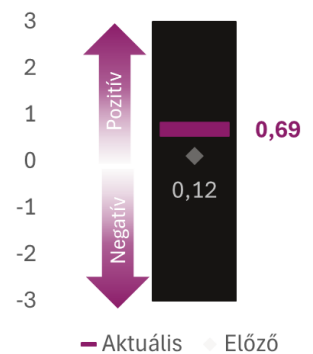
Bár az indexet alkotó vállalatok **fundamentumai** a választások miatt alapvetően **nem sérültek, a harmadik negyedévben a bevételek kisebb visszaesésére lehet számítani, ugyanakkor az egy részvényre jutó eredmény növekedhet**. Az indexet alkotó legnagyobb papírok, amelyek a luxusipar, technológia (MI) és energetika iparágában érdekeltek, valószínűleg **növelni fogják eredményüket** az előttünk álló időszakban, tekintettel arra, hogy többségük a globális piacra termel.

Előnyök

- Kedvezően alakuló inflációs folyamatok
- Korrekt értékeltség és magas osztalékhozam

Hátrányok

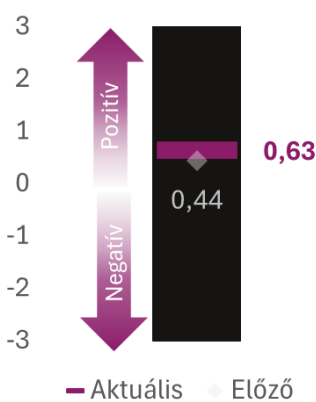
- Gyenge növekedési kilátások
- Erősen növekedésre érzékeny, ciklikus részvény piac
- Geopolitikai kockázatok



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



7,8%-ot erősödött a harmadik negyedév során az MSCI Emerging Markets index dollárban kifejezve. A kínai piac az elmúlt három hónap nagy részében továbbra is a gyengélkedés jeleit mutatta,

azonban a szeptember végi pozitív hírek hatására egy rally kezdődött ebben a régióban, így végül pluszban zárták a negyedévet. Eközben vegyes képet mutattak az európai tőzsdék, hiszen például a **BUX folytatta az emelkedést, 2,5%-kal emelkedett** három hónap alatt, míg a varsói **WIG lefordult és 6 %-ot esett** a negyedév során. Dél-Amerika, Európához hasonlóan **vegyesen teljesített**, hiszen Mexikó **kilengésekkel, de lényegében stagnált**, míg Brazília **6,4%-kal emelkedett**.

Az MSCI Emerging Market index jelenleg **16,02-es P/E-n** forog (2024, szeptember végi adat), míg az

egy éves **előretekintő mutató 11,75**, az **osztalékhozam pedig 2,67%**.

A **hazai BUX** (és a KKE régió egésze is) **olcsónak** mondható. A **BUX P/E** mutatója kb. **6,9**, 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 2024-ben elérheti a 2,8%-ot**, míg az **infláció 5,7% lehet** éves alapon. Az S&P Global szerint a fejlődő piacok **aggregált GDP növekedése 2024-ben elérheti a 4,2%-ot**, **2025-re pedig 4,3%-os növekedést** várnak. 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

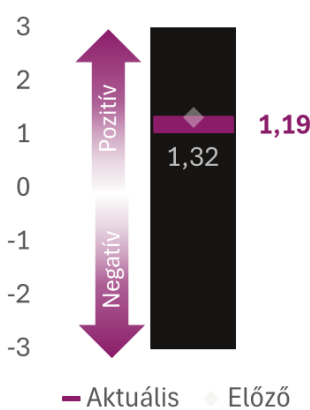
Hátrányok

- 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



Szeptember végén ismét történelmi csúcsra kapaszkodott a **BUX, 75.120 pont** volt a hazai tőzsdeindex eddigi legmagasabb értéke. A **harmadik negyedév** során, az augusztusi globális korrekció ellenére

3,23 százalékos 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 nyújt. A BUX mozgásáért továbbra is leginkább a blue-chipek a felelősek, azon belül is az **OTP Bank** részvényeinek súlya a legnagyobb, megközelíti a **40 százalékos**. A bankrészvény értékeltségét tekintve **5.2x P/E szorzón forog**, amely lényegesen alacsonyabb a versenytársak átlagánál. A **Richter 22 százalékos súlyal** szintén egy meghatározó blue-chip, mely a harmadik negyedév legnagyobb növekedését produkálta és új történelmi csúcst ért el szeptember végén. A papír árfolyama közel 15%-ot emelkedett az elmúlt 3 hónap folyamán,

valamint az elemzői konszenzusok alapján, továbbra is alulértékelt a részvény, így itt további árfolyamemelkedés várható (Az MBH Befektetési Bank egy éves célárfolyama 13105 forint a Richterre vonatkozóan). A kisebb súllyal rendelkező papírok közül még az OPUS 18%-os, valamint az Appennin 13%-os növekedése említésre méltó, de ezen részvények árfolyamai jelenleg, meg sem közelítik a történelmi maximumaikat. Ezeken túl, az erős féléves számok ellenére a MOL gyenge negyedéves teljesítménye (-8%) volt még érdemben hatással az index árfolyamának alakulására.

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.

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

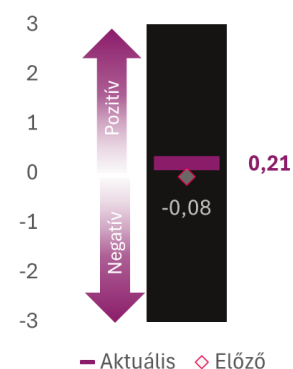
A portfóliók központi részét képező részvény- és kötvénykitettségekkel vett jellemzően alacsony korrelációjuk miatt az alternatív befektetések értékes részét képezhetik egy hosszú távú befektetési portfóliónak. Az együtt mozgás mértéke és iránya ugyan gazdasági ciklusonként eltérő lehet, kellően hosszú időtáv (jellemzően 5+ év) mellett gyakran megvalósul a pozitív diverzifikációs hatás. Az arany a harmadik negyedév egyik legerősebb eszköze volt, míg a széleskörű **nyersanyag-index június végi szintjén zárt szeptemberben is, leginkább a csökkenő olajárak miatt.**

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 Takarékg 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:

- Európai és amerikai befektetők is aranyvásárlók voltak
- A csökkenő reálhozam és gyengülő dollár kedvező lehet



Szeptember 30-ig 28,9%-ot emelkedett a nemesfém árfolyama, ezzel az egyik legjobb befektetésnek bizonyult idén. A harmadik

negyedévesteljesítményre sem lehet panasz, június végétől számítva tetemes, 13,2%-os pluszban zárt az arany. A World Gold Council közzétételei alapján folytatódnak az árfolyamot támogató pozitív folyamatok; az arany ETF-ek iránti kereslet, így a mögöttük felhalmozott arany mennyisége tonnában mérve (és persze az emelkedő árfolyam révén dollárban mérve is) tovább nőtt a harmadik negyedévben. Fontos részlet a folyamat mögött a növekmény régiós bontása, hiszen júniustól Európa és Észak-

Amerika is pozitívan járult hozzá ezekhez a számokhoz, azaz már nem feltétlenül csak az ázsiai befektetők arany-éhsége segít a nemesfém árfolyamának.

A sokat emlegetett monetáris politika és a hozamkörnyezet alakulása, a hozamok lejjebb tolódása is segített a rendkívül jó eredmények elérésében. A 10 éves amerikai reálhozam a június végi 2,1%-ról 1,7%-ra mérséklődött. Ezen felül a dollár a globális devizakosárral szemben 5,3%-ot gyengült az elmúlt három hónap során, ami szintén a nemesfémet segítette.

Úgy gondoljuk, hogy van tér a további reálhozam-csökkenésre és dollárgyengülésre is, bár nem olyan mértékben, mint amit az idejében tapasztaltunk. A geopolitikai feszültségek várhatóan nem fognak érdemben rövid távon enyhülni, és az amerikai választások is további volatilitást hozhatnak a piacokra.

Előnyök

- Nominális- és reálkamat csökkenés rövidtávon
- Dollárgyengülés rövidtávon

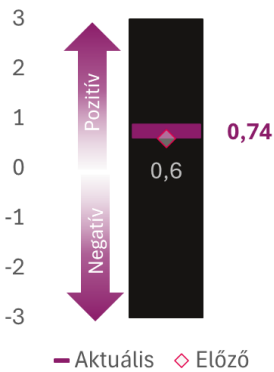
Hátrányok

- Magas hosszú távú reálkamat
- Jegybanki vásárlások csökkenése

Abszolút hozamú stratégia

Legfontosabb üzenetek:

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



Július közepétől augusztus elejéig tartott a piaci mini-pánik, ekkor az S&P 500 körülbelül 8%-ot esett. A visszapattanás azonban gyors volt, és azóta historikus csúcsra tört az amerikai részvénypiac. A kötvények számára inkább bizonyult

maradandónak a részben munkaerőpiaci adatok gerjesztette felfordulás, és jelentősen csökkentek a globális hozamok.

Mindennek margójára **növekedett** a részvénypiaci volatilitás (**VIX szeptember végén: 17,30; június végén 12,22**), a befektetők optimizmusa némileg alább hagyott, vagy legalábbis óvatosabb formát öltött. Erről tanúskodik a részvénypiacon megfigyelhető rotáció is, amely keretében az első félév tendenciáival szemben most inkább a defenzívebb, értékeltség alapon kedvezőbb cégek teljesítettek jól. A magasabb volatilitás az aktív vagyonezelést folytató alapkezelők számára kedvező lehet, különösképp az abszolút hozamú stratégiával működő alapok esetében.

Az óvatosabb befektetők a hazai **pénzpiaci hozamokkal** forintban **1,63%-ot** tehettek zsebre a harmadik negyedévben. A jegybanki feltételek folyamatos lazulásával egyre kevésbé lesz vonzó

- Spekulatív befektetők rövid távon profitot realizálhatnak

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

Befektetési alap 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 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 Takarékné 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

Manoj Pradhan: Global Goldilocks vs Political Shocks

A Triple Global Easing

Front loaded easing by the Federal Reserve is a green light for other central banks to ease, as long as both inflation and local balance sheets are not a problem. A floor on China's growth backed by coordinated monetary and fiscal policy is a huge change given how much EM has suffered by China's weakness after the pandemic. Finally, a Saudi initiative to increase oil supply while global growth looks steady will help energy importers without hurting exporters too much (because barrels will continue to sell even though the price per barrel falls). The combination suggests a period of global goldilocks, but one with an eye on politics.

Politics enter financial markets

Over the 30 years before the financial crisis, central banks were able to keep policy rates low because of falling inflation. Governments were therefore able to step back from using fiscal policy to smooth out the business cycle. With inflation a problem that central banks must solve, governments have turned to fiscal policy to help stabilise the economy. This has protected lower-income households, but it has made monetary policy less effective.

Such friction between fiscal policy and monetary policy is showing up all over the world. What's more, it is likely to be a persistent feature for the foreseeable future.

US politics: Market implied volatility always rises into the US Presidential election. In an election so different in its possible outcomes as this, there are very different directions that the US and global economy could go in. The rise in volatility, in other words, is entirely justified. That makes the cost of adding to risky assets that much more difficult.

A second Trump Presidency would likely lead to (i) sustained deficits due to tax cuts and (ii) trade frictions with China. A Harris Presidency, on the other hand, is likely to lead to (i) somewhat lower fiscal spending because of a split Congress as Republicans almost certainly win the Senate, and (ii) no further increase in trade tensions. Fiscal spending will directly into the manufacturing sector with enhanced roles for the CHIPS and IRA acts. The CHIPS and Science Act (2022) is designed to promote the semiconductor industry, while the Inflation Reduction Act also signed in 2022 provides subsidies to promote green investment. Together, they have created a huge surge in manufacturing investment in the US that continues even today. Both Trump and Harris are pro-oil which means the production and consumption patterns of oil will remain intact.

These differences would have significant implications for monetary policy both in the US and outside. Under a Harris win, somewhat smaller deficits that go into directly into manufacturing will keep economic activity robust but reduce fiscal issuance. That would allow the Fed to keep rates higher but create less fiscal tension. Under a Trump win, the dollar is likely to strengthen and larger deficits would push equities higher as tax cuts find their way into savings rather than spending.

Japan politics: New Prime Minister Ishiba has a bias towards a stronger currency, while the Bank of Japan desperately wants to raise policy rates in order to 'normalise' monetary policy. Regardless of whether they are the 'right' policies for Japan, the implications for emerging market currencies are interesting.

If both the government and the central bank get what they want, the Yen could continue to strengthen. That could lead to a repatriation of capital back to Japan (at least for a period of time), hurting the 'carry trade' which has traditionally helped Emerging Market currencies.

For decades now, Japan's low/negative interest rates have allowed global investors to buy higher yielding EM currencies against the Yen. Should the Yen as well as Japan's interest rates become more difficult,

volatile and expensive to short, the ability and willingness of global investors to buy EM currencies will suffer. The alternative ‘funding’ currency is the Swiss Franc, but it is neither as liquid nor does it offer as low an interest rate as Japan did.

Local elections in Emerging Markets – mixed fortunes: While South Africa and India have had largely successful elections, Mexico’s landslide election has plunged Mexican asset markets into chaos. At the same time, fiscal expansion in Brazil has led to strong growth but also renewed concerns about inflation. Monetary policy reflects these risks. While South Africa and India have seen central banks take on a more benign outlook, the central banks of Mexico and Brazil have been forced to be hawkish and raise policy rates if needed.

Why are labour markets still so tight globally?

The global economy has seen an unprecedented monetary tightening cycle. Despite that, labour markets almost everywhere have risen by around 1% from the post-pandemic lows. In the US, it is easy to explain labour market tightness by fiscal spending and a weak transmission of monetary policy due to a very high share of fixed rate mortgages. In Germany, by contrast, the German Constitutional Court has forced the government into fiscal austerity, while the weak global manufacturing cycle has probably hurt German manufacturing the most.

Unemployment in the US has gone up by 0.7% and it has risen by 1% in Germany.

A simple explanation might be that the labour market is a lagging variable and weakness is on the way.

Another explanation, however, must be considered. Fed Chief Powell and Gov. Waller have both argued that the rise in unemployment in the US has come primarily from an increase in labour supply rather than job losses. In other words, labour demand is probably doing reasonably well even now.

At least three bits of evidence support this hypothesis.

First, immigration and labour force participation rates have gone up across economies where job vacancies rose. The US, Canada, Sweden, the UK, the euro area, Australia and New Zealand have all seen similar labour inflows. It is far easier to believe that workers were responding to a surge in labour demand than to think that immigrants could have coordinated their arrival into all these different countries at around the same time.

Second, it is clear that inflation had outstripped nominal wage growth for most of 2022 and 2023. Labour, at least in the advanced economies, is the most expensive input. If the real cost of labour was falling as a share of profits, firms did not really feel cost pressures because of stronger revenue growth. These dynamics are only just beginning to reverse and it will take a long time before the increase in profits over the last two years is eliminated.

Finally, the decline in inflation has been driven to a huge extent by goods inflation. Services inflation, as ECB President Lagarde recently reminded us, has remained persistently high. Of the two, it is services inflation that is generated domestically while goods inflation is mostly imported. The implication is that the domestic economies in the advanced economies still have enough growth to keep generating inflation.

The implication? A soft landing now might be known as a mid-cycle slowdown a year from now.

Every central bank aims to follow the Fed in trying to deliver a soft landing. Inflation risks have receded in most economies to a point where monetary policy need not be as tight as it currently is. However, if central banks are able to deliver a soft landing, i.e., not allow unemployment to rise too much more than 1-1.5% in total from the post-pandemic lows, they might be setting the stage for a revival in growth some 6-12 months from now. And if inflation starts falling again after rising modestly, a second (but much more modest) rise in inflation may not be far behind.

Publikációs információk

A jelen kiadvány a kiadása időpontjában érvényes.

A kiadványhoz felhasznált adatforrások:

- 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, June 12, 2024](https://www.federalreserve.gov/) ([federalreserve.gov](https://www.federalreserve.gov/)), [Macroeconomic projections](https://ec.europa.eu/economy_finance/) ([europa.eu](https://ec.europa.eu/economy_finance/)))

A kiadvány elkészítésének időpontja: 2024. év 10. hónap 04. napja 14:10 (óra:perc)

A véleményekhez használt adatok 2024. év 09. 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 ítéltetők 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. bankfiókjaiban és a www.mhbhbank.hu honlapján, vagy a

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

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

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