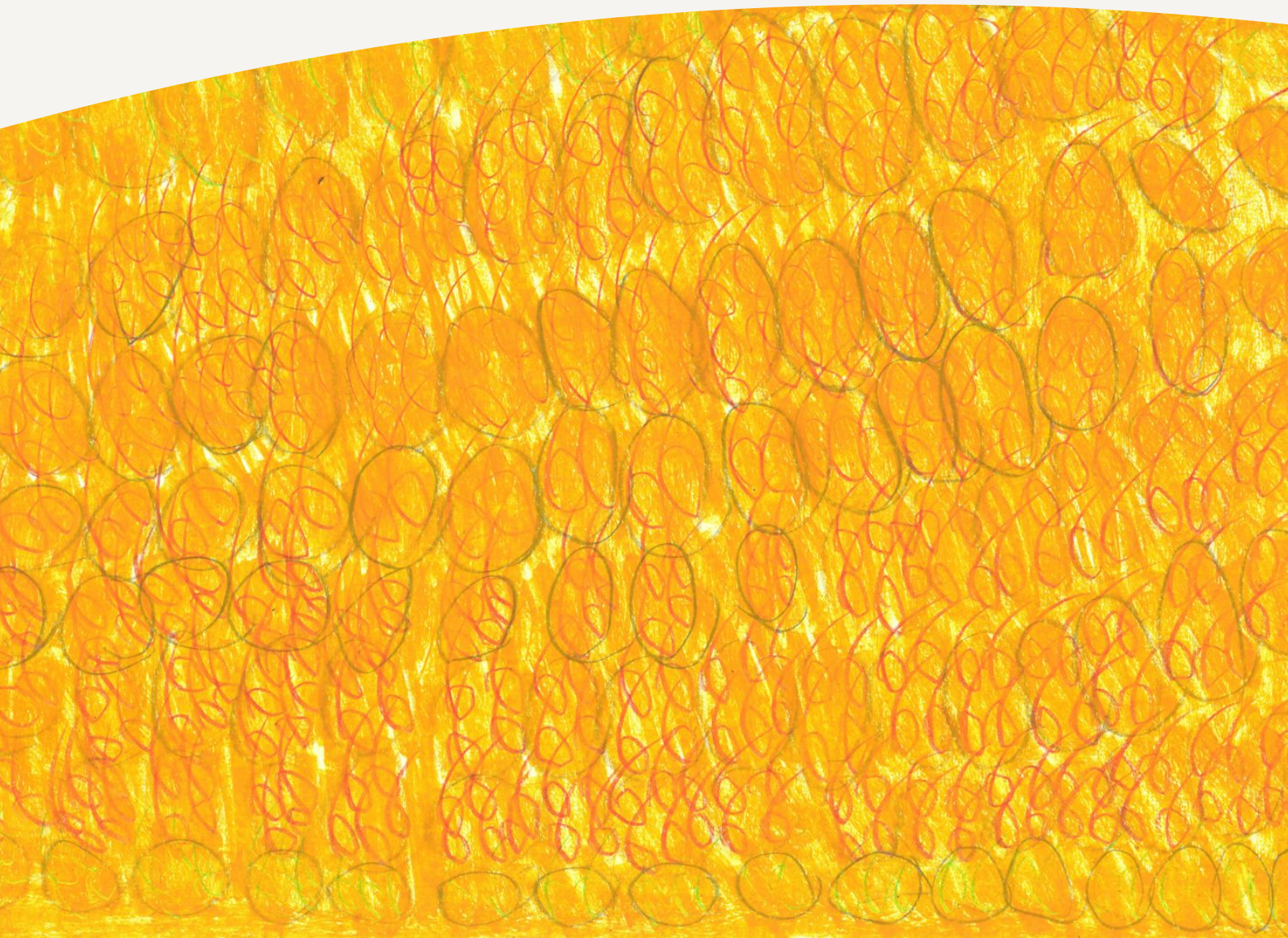
CONCORDE

Concorde Outlook

H2 2026

KITEKINTÉS · 2026 MÁSODIK FÉLÉV



Kedves Ügyfelünk!

2026 közepére érve továbbra is rendkívül összetett és gyorsan változó gazdasági és politikai környezetben kell tájékozódnunk.

Az elmúlt fél év valódi fordulópontokat hozott: Magyarországon áprilisban lezajlott a rendszerváltás óta legmagasabb részvételi arányú parlamenti választás, amelyen a Tisza Párt kétharmados többséget szerzett, és új kormány állt fel. Ez alapjaiban rendezi át a hazai gazdaságpolitika koordinátarendszerét. Eközben a mesterséges intelligencia körüli befektetési láz és a geopolitikai feszültség sem csitul. Mindez rendkívüli körültekintést és stratégiai előrelátást igényel a következő hónapok befektetési döntései során. Jelen, 2026 második félévére szóló kitekintő anyagunk célja, hogy a Concorde szellemi műhelyében megszületett gondolatainkkal segítsünk eligazodni ebben a komplex környezetben, és támogassuk ügyfeleinket a legjobb döntések meghozatalában.

Mi várható 2026 hátralévő részében a gazdaságban? Merre tartanak a tőkepiacok? Jelen kiadványunkban ezekre a kérdésekre keressük a választ. Kipukkan-e az AI-lufi, vagy csak egy egészséges szelekciós, rotációs időszak következik, amelyben a valódi megtérülést felmutató szereplők kerülnek előtérbe? Kitart-e a nyersanyagpiaci rali, vagy kifullad az év második felében? Valóban véget érhet-e idén az orosz-ukrán háború? Hogyan alakítja át a hazai gazdaságpolitikát és a piaci várakozásokat az új kormány? Meddig erősödhet a forint a választások utáni bizalmi hullámban, és tartós lehet-e az állampapírhozamok csökkenése? Mind olyan kérdések, amelyek az év hátralévő részét és befektetéseinket alapvetően meghatározzák, fontos tehát, hogy számba vegyük a lehetséges forgatókönyveket.

Köszönjük, hogy velünk tartanak ebben az izgalmas időszakban!
Bízunk benne, hogy közösen sikeresen navigálhatunk a piaci kihívások között.

Bukta Gábor
Elemzési üzletágvezető

A kiadványban szereplő képeket az Autistic Art Alapítvány művészei biztosították. A borítón Lakatos Renáta alkotása szerepel. Az Alapítvány célkitűzéseit a Concorde a kezdetektől elkötelezetten támogatja. www.autisticart.hu

Vezetői összefoglaló

BEFEKTETÉSI ALAPKÉP

Óvatos kockázatvállalás, erősebb szelekció

2026 második félévében a globális gazdaság várhatóan pozitív növekedési pályán marad, miközben az inflációs nyomás az energiaár-sokk fokozatos kifutásával mérséklődhet. Nem stagflációs környezetre készülünk, hanem olyan késői ciklusú piaci helyzetre, amelyben a hozamcsökkenés, a stabil vállalati profitabilitás és a szelektív részvénypiaci lehetőségek továbbra is kedvező környezetet teremthetnek a kockázatos eszközök számára. A korábbi széles részvénypiaci emelkedés után ugyanakkor a felülteljesítés forrása egyre kevésbé az általános piaci béta, sokkal inkább a régió-, szektor- és vállalatspecifikus választás lehet.

MAKRO ÉS KAMATKÉP

Csökkenő rövid hozamok, meredekebb görbék

A következő hónapok egyik kulcsfolyamata a fejlett piaci hozamgörbék meredekebbé válása lehet. A rövid oldali hozamokban nagyobb csökkenési potenciált látunk, mert a jelenlegi kamatvárakozások túlzottan magas kamatszinteket árazhatnak egy fokozatosan enyhülő inflációs környezetben és mérséklődő gazdasági növekedés mellett. A hosszú hozamok csökkenését ugyanakkor korlátozhatja a magasabb reálkamat, a költségvetési fenntarthatósággal kapcsolatos bizonytalanság és a jegybanki mérlegek zsugorítása. Ezért kötvénypiaci oldalon továbbra is szelektív megközelítést tartunk indokoltnak.

RÉSZVÉNYPIACOK

Az AI-sztori folytatódik, de a nyertesek köre változhat

A részvénypiaci kitettség fenntartását továbbra is indokoltnak tartjuk, de a 2026 első félévében látott erős emelkedés után nagyobb volatilitásra és élesebb szelektálásra számítunk. Az AI-értékláncon belül nem általános értékeltségi lufit látunk, hanem inkább eredménykockázatot: a memóriachip-gyártók és más infrastruktúra-beszállítók kiemelkedő profitmarzsai idővel normalizálódhatnak, miközben a hiperskálázók magas beruházási igénye nyomást gyakorolhat a szabad cash flow-ra. Hosszabb távon ugyanakkor az AI eredménynövekedésre kifejtett pozitív hatása fennmaradhat, különösen akkor, ha a technológia költsége csökken, és a termelékenységi hatás a vállalati szektor szélesebb körében is megjelenik.

MAGYARORSZÁG

A kamatelőny csökken, részvénypiaci sztori marad

Magyarországon az inflációs várakozások mérséklődése és a forint tavaszi erősödése nagyobb mozgásteret adhat az MNB-nek. Alapforgatókönyvünk szerint 2026 végére 5,5 százalékos alapkamattal számolunk. Igaz, kedvező nemzetközi környezetben egy optimista forgatókönyvet feltételezve nem zárható ki, hogy 2027 elejére az alapkamat akár 5 százalék alá is csökkenhet. Ez mérsékli a forint korábbi kamatelőnyét, ezért további jelentős forinterősödésre már nem számítunk. A magyar részvénypiac megítélése ugyanakkor továbbra is kedvező: az országkockázati prémium csökkenése, a blue chipek javuló eredménykilátásai és a külföldi befektetői érdeklődés élénkülése alapján a BUX a következő egy-két évben továbbra is felülteljesítheti a régiós és globális részvénypiacokat.

MAGYARORSZÁG

Portfóliós következtetések és preferált témák

Részvény oldalon mérsékelt felülsúlyt, kötvény oldalon alulsúlyt tartunk indokoltnak. A részvénypiacon továbbra is a szelektív kockázatvállalást preferáljuk, különösen a régiós és magyar részvények, az amerikai egészségügyi és közműszektor, valamint az európai bankszektor irányában. A kötvények esetében a rövid oldali hozamcsökkenésből fakadó lehetőségek vonzóbbak lehetnek, míg a hosszú lejáratokban óvatosabb megközelítést tartunk indokoltnak.

Nemzetközi befektetési témáink közül kiemeljük az európai bankszektort, az amerikai közműveket, az egészségügyet, a nemesfémeket és az energiaimportőr feltörekvő piacokat. A meredekebb hozamgörbe és a normalizálódó hitelpiaci aktivitás támogathatja a bankokat, míg a közműszektor a csökkenő finanszírozási költségekből és az AI-beruházási ciklus energiaigényéből profitálhat. Az egészségügy defenzív karaktere és relatív értékeltsége volatilis piaci környezetben vonzó lehet. A nemesfémek továbbra is portfólióvédelmi szerepet tölthetnek be, az energiaimportőr feltörekvő piacok közül pedig Indonéziát emeljük ki a javuló külső egyensúly és kedvező hosszú távú növekedési adottságok miatt.

A magyar részvénypiacon továbbra is a blue chipek eredménytermelő képességét és az országkockázati prémium csökkenését tartjuk a fő támasznak. A Concorde 2026. év végi BUX-célára 160 ezer pont, melyet a rekord vállalati eredményvárakozások, valamint a piac- és EU-barátabb gazdaságpolitikai környezet támogathat. Az orosz–ukrán háború kedvező irányú fejleményei a teljes régióban további felértékelődést indíthatnának el.

FŐ KOCKÁZATOK

Geopolitika, USA félidős választások, AI-megtérülés és magas értékeltség

A második félévben a legfontosabb kockázatok négy területen koncentrálódnak. Az első a geopolitika: a közel-keleti eszkaláció, az USA–Kína kereskedelmi feszültségek újraéledése és az orosz–ukrán háború elhúzódása ismét emelheti az energiaárakat és az inflációs várakozásokat. A második az amerikai félidős választásokhoz kapcsolódó politikai bizonytalanság, amely átmenetileg növelheti a piaci volatilitást és a szektorrotációt.

A harmadik kockázat az AI-beruházási ciklus megtérülése: ha a kereslet vagy a beruházási ütem lassul, az különösen az infrastruktúra-oldali nyerteseknél okozhat eredmény- és értékeltségi korrekciót. A negyedik a magasabb értékeltségi szint: érettebb ciklusszakaszban a piac érzékenyebben reagálhat a makrogazdasági és vállalati eredményeket érintő csalódásokra. Ezek miatt továbbra is indokoltnak tartjuk a diverzifikációt, a nemesfémek és alternatív eszközök portfólióvédelmi szerepét, valamint a részvénypiaci kitettségen belüli fegyelmezett szelekciót.

> A Concorde mérsékelt részvénytúlsúlyt és kötvényalulsúlyt javasol, kiemelt fókusszal a magyar/régiós részvényekre, az európai bankokra és az amerikai egészségügyi-közmű szektorra.

Szerzők

STRATÉGIÁÉRT FELELŐS SZERZŐK:



Samu János
befektetési igazgató



Bukta Gábor
elemzési üzletágvezető



Móró Tamás
vezető stratéga

TOVÁBBI SZERZŐK:



Horváth Szofi
vagyonkezelő



Jobbágy Sándor
vezető makrogazdasági elemző



Gajda Mihály
részvényelemző



Karikás Krisztián
részvényelemző



Somlai-Kiss Máté
részvényelemző



Alberti Bálint
részvényelemző gyakornok

Riport zárásának időpontja: 2026. július 10.

A Concorde 10 állítása

2026 MÁSODIK FÉLÉVÉRE

Nem stagflációs környezetre készülünk.	1
Részvény oldalon mérsékelt felülsúlyt, kötvény oldalon alulsúlyt tartunk indokoltnak.	2
Az AI-sztori folytatódik, de a nyertesek köre változhat.	3
A rövid oldali hozamokban nagyobb csökkenési potenciált látunk.	4
A BUX a következő egy-két évben továbbra is felülteljesítheti a régiós és globális részvénypiacokat.	5
A Concorde 2026. év végi BUX-célára 160 ezer pont.	6
A nemesfémek továbbra is portfólióvédelmi szerepet tölthetnek be.	7
A második félévben a legfontosabb kockázatok négy területen koncentrálódnak.	8
Ezek miatt továbbra is indokoltnak tartjuk a diverzifikációt.	9
Nemzetközi befektetési témáink közül kiemeljük az európai bankszektort, az amerikai közműveket, az egészségügyet, a nemesfémeket és az energiaimportőr feltörekvő piacokat.	10

Tartalom

01 Aktuális modellportfólió

A globális tőkepiacok erős első félévet zártak, de a második félévben a geopolitikai kockázatok, az amerikai időközi választások, a magasabb hozamkörnyezet és az AI-beruházási ciklus fenntarthatósága fokozhatják a volatilitást. Modellportfóliónkban továbbra is mérsékelt részvényfelülsúlyt tartunk fenn, ezen belül a régiós és magyar részvényeket részesítjük előnyben. A kötvényeket továbbra is alulsúlyozzuk, miközben az alternatív eszközök, a nemesfémek és az ingatlankitettség fontos diverzifikációs szerepet tölthetnek be a bizonytalanabb piaci környezetben.

02 Globális makrogazdasági kitekintés

A világgazdasági környezetet óvatos optimizmus jellemzi: az amerikai gazdaság továbbra is ellenálló, miközben Európa növekedési kilátásait az energiaár-érzékenység, a gyenge kereslet, az erős kínai verseny és a szigorúbb jegybanki politika fékezi. Az USA-ban a technológiai beruházások, a magas termelékenység és a kedvező vállalati profitkörnyezet támogathatja a részvénypiacokat, különösen, ha az olajárak normalizálódása enyhíti az inflációs nyomást. A dollár az amerikai növekedési és kamatelőny miatt erős maradhat az euróval szemben. Az infláció várható mérséklődésével a hozamok fokozatos csökkenésére számítunk, bár Európában az EKB szigorúbb hozzáállása ezt rövid távon korlátozhatja.

03 Részvénypiaci kilátások

Kétarcú a részvénypiac, ugyanis idén egyszerre határozza meg a piacok mozgását a geopolitikai kockázatok enyhülése és az AI-beruházási ciklus által táplált optimizmus. Ugyanakkor a befektetői hangulat továbbra is érzékeny maradt az energiaárakra, az inflációs pályára és a globális ellátási láncok sérülékenységére. Az AI-értékláncon belül erős divergencia alakult ki: a memóriachip- és infrastruktúra-beszállítók kiemelkedően teljesítettek, miközben a hiperskálázók magas beruházási igényei nyomást gyakoroltak a szabad készpénztermelésre és az értékeltségre. A következő időszakban a részvénykitettség fenntartását továbbra is indokoltnak tartjuk, ugyanakkor a felülteljesítést várakozásaink szerint egyre inkább a régiók és szektorok közötti tudatos választás, az AI-sztori kiszélesedése, a hozamok csökkenése és az energiaárak normalizálódása támogathatja.

04 Nyersanyagpiacok

Az energiapiacokon a geopolitikai feszültségek rövid távon továbbra is magas volatilitást okozhatnak: a Brent ára 2027-ben 70–80 USD/hordó között normalizálódhat, míg az európai gázárak csak 2027 közepétől enyhülhetnek érdemben, az idei fűtési szezonban pedig feszesek maradhatnak. Az olaj- és gázpiac stabilizációját elsősorban a Hormuzi-szoros újranyitása, a készletek visszatöltése, a katari LNG-termelés helyreállása és a téli időjárás alakíthatja. A nemesfémek esetében a rövid távú kamatkörnyezet és a befektetői pozicionáltság jelentette ellenszél ellenére a hosszú távú strukturális támaszok változatlanok: az aranyat a jegybanki kereslet és a dollártartalékoktól való diverzifikáció, az ezüstöt pedig az ipari kereslet támogathatja.

05 Régiós és magyar makrogazdasági kitekintés

Magyarország 2026-ban fokozatosan kiléphet a recesszióközeli állapotból, a növekedést elsősorban a reálbérek emelkedése, a költségvetési transzferek és a háztartási fogyasztás élénkülése támogathatja, miközben az exportágazatok teljesítménye továbbra is visszafogott. A forint tavaszi erősödése és az enyhülő inflációs várakozások nagyobb mozgásteret adhatnak az MNB-nek, de a bérdinamika, a geopolitikai kockázatok és a költségvetési kiigazítás bizonytalansága továbbra is óvatosságot indokol. A régióban Lengyelország maradhat a növekedés éllovasa, míg Románia a fiskális kiigazítás és a gyenge export miatt jóval törékenyebb pályán haladhat.

06 Régiós és magyar részvénypiaci kilátások

A magyar részvénypiac 2026 első félévében jelentősen felértékelődött, elsősorban a blue chipek erős teljesítményének, a javuló profitkilátásoknak és a külföldi befektetői érdeklődés élénkülésének köszönhetően. A Concorde 2026. év végi BUX-célára 160 ezer pont, amit az OTP, a Richter és a Magyar Telekom rekord eredményvárakozásai, a MOL egyedi pozitív katalizátorai, valamint a piac- és az EU-barátabb gazdaságpolitikai környezet is támogathat. A legfontosabb külső pozitív katalizátort az orosz–ukrán háború lezárása jelentheti, amely kedvező forgatókönyv esetén a teljes régióban akár további 10–15 százalékos gyors felértékelődést is eredményezhet.

01 Aktuális modellportfólió

A széles piaci emelkedést egyre inkább felváltja a tudatos szelekció. Modellportfóliónk ezt a környezetet tükrözi.

Erős első félévet zártak a globális tőkepiacok, elsősorban a közel-keleti konfliktus enyhülő retorikájának, illetve a mesterséges intelligencia beruházási hullámának köszönhetően. Európa lemaradó volt, míg a feltörekvő piacok Dél-Korea vezetésével erős teljesítményt nyújtottak. A mesterséges intelligenciához kapcsolódó szektorokban és régiókban fokozódhat a volatilitás. A Fed élén bekövetkezett vezetőváltás és az azt követő szigorúbb kommunikáció magasabb hozamkörnyezetet eredményezett, miközben a piacokat továbbra is a közel-keleti konfliktus alakulása és az amerikai időközi választások közeledte befolyásolhatja.



Bálizs Mihály · www.autisticart.hu

A modellportfólió összetétele

Az eszközosztályok teljesítményét továbbra is a geopolitikai folyamatok, az inflációs és növekedési kilátások, a fejlett gazdaságok költségvetési és monetáris politikája, a vállalati szektor jövedelmezősége, valamint a befektetői hangulat alakítja. A modellportfóliónkat ezek mentén alakítjuk ki.

A részvénykitettségre vonatkozóan az MSCI ACWI indexet használjuk benchmarkként. Modellportfóliónk részvénysúlyát változatlanul 55 százalékon hagyjuk, ami a stratégiai benchmarkhoz képest továbbra is némi részvény felülsúlyt jelent. A globálisan emelkedő vállalati profitabilitás továbbra is kiemelkedő részvényhozamokkal kecsegtethet. Az amerikai részvénykitettségünket a benchmarknak megfelelő szintre emeljük, mivel meglátásunk szerint az amerikai részvénypiac az innovációnak köszönhetően továbbra is a privátszektor globális profitnövekedésének legfontosabb motorja lehet.

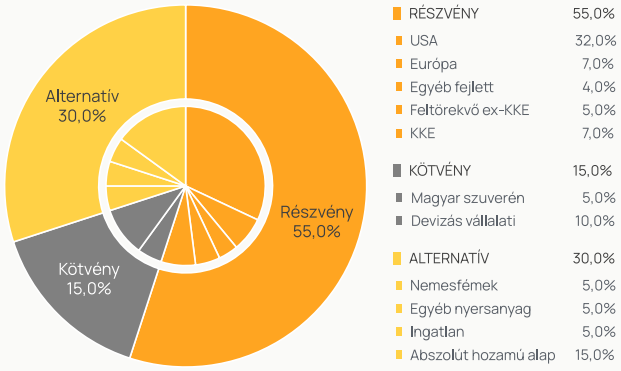
Az I. féléves technológiai ralit követően túlfűtött állapotba kerültek különösen az amerikai indexek. Technikailag bár korrekciós szakaszba léphet a részvénypiac, ugyanakkor a lemaradó, de stabil kilátásokkal rendelkező szektorokba való rotációra számítunk.

Nyugat-Európára továbbra is semlegesek vagyunk, a régió lemaradó lehet a második félévben is. Emellett a diverzifikált fejlett piaci benchmarkunknak megfelelően allokálunk egyéb fejlett piacokra, elsősorban Japánba, Kanadába és Ausztráliába. Előbbi a félvezetőszektor boomjából, utóbbi kettő a nyersanyagkitermelésből profitálhat.

A masszív első féléves felértékelődéseket követően némileg levesszük a hangsúlyt a Dél-Koreán keresztül fejnehézzé váló feltörekvő piacokról, valamint a magyar választásokat követően jelentősen felértékelődő KKE régiós kitettségről is, miközben a globális diverzifikált stratégiai benchmarkunkhoz képest továbbra is jelentős felülsúlyban tartjuk ezeket a régiókat.

Kötvénykitettségünk változatlanul alulsúlyban marad, továbbra sem látunk kiemelkedő lehetőségeket a régiós és a fejlett szuverén kibocsátások között. Az alacsony kötvénykitettséget némi részvény-, valamint alternatív eszköz-felülsúllyal kompenzáljuk, amit szintén változatlanul hagytunk az év elején meghatározott súlyozáshoz képest.

A modellportfólió 30 százalékát alternatív eszközök alkotják, köztük olyan abszolút hozamú alapok, amelyek piaci esések idején is pozitív teljesítményre lehetnek képesek. Emellett diverzifikált nemesfém- és ingatlankitettség meglétét is javasoljuk, hiszen ezek a kötvények és a készpénz helyett is ideális helyettesítő befektetési eszközök jelenleg.



A modellportfólió aktuális összetétele Forrás: Concorde Elemzés

Eszközök	Stratégiai súly	2026 H1	2026 H2	Változás
Részvény	**50,0%**	**55,0%**	**55,0%**	**0,0%**
USA	32,0%	30,0%	32,0%	+2,0%
Európa	7,5%	7,5%	7,0%	-0,5%
Egyéb fejltett	5,0%	0,0%	4,0%	+4,0%
Feltörekvő ex-KKE	5,0%	7,5%	5,0%	-2,5%
KKE	0,5%	10,0%	7,0%	-3,0%
Kötvény	**30,0%**	**15,0%**	**15,0%**	**0,0%**
fejlett szuverén		0,0%	0,0%	0,0%
fejlődő szuverén	15,0%	0,0%	0,0%	0,0%
devizás vállalati		5,0%	5,0%	0,0%
magyar szuverén	15,0%	10,0%	10,0%	0,0%
Alternatív	**20,0%**	**30,0%**	**30,0%**	**0,0%**
nemesfémek		5,0%	5,0%	0,0%
egyéb nyersanyag		5,0%	5,0%	0,0%
ingatlan		5,0%	5,0%	0,0%
abszolút hozamú		15,0%	15,0%	0,0%

Modellportfólió – eszközallokáció változása Forrás: Concorde Elemzés

> MEGJEGYZÉS: A JELEN MODELLPORTFÓLIÓ 3-5 ÉVES IDŐHORIZONTTAL RENDELKEZŐ, KÖZEPES KOCKÁZATVÁLLALÁSI HAJLANDÓSÁGGAL RENDELKEZŐ BEFEKTETŐ SZÁMÁRA KÉSZÜLT.

MODELLPORTFÓLIÓ EGY PILLANTÁSRA

55%
Modellportfóliónk részvénysúlyát változatlanul 55 százalékon hagyjuk.

30%
A modellportfólió 30 százalékát alternatív eszközök alkotják.

15%
Kötvénykitettségünk változatlanul alulsúlyban marad.

2026 leendő sztárjai

AKTÍV AJÁNLÁSAINK

DIVERZIFIKÁLT AMERIKAI RÉSZVÉNYKITETTSÉG

A kamatemelési várakozások kiárazódása, az AI adaptáció és a továbbra is kedvező gazdasági környezet miatt az amerikai részvények továbbra is kihagyhatatlan elemei egy portfóliónak. Az indexek hosszú távú teljesítményét meghatározó vállalati profitok az AI-beruházások megtérülésével kapcsolatos bizonytalanságok ellenére is tovább növekedhetnek. A novemberi amerikai időközi választások, valamint a továbbra is jelenlévő geopolitikai feszültségek növelhetik a volatilitást. Emiatt indexek szintjén az amerikai részvénykitettséget úgy osztanánk meg, hogy 50-50 százalékban tartalmazzon piaci kapitalizációval súlyozott és egyenlő súlyozású S&P 500 indexet is.

Kedvező hozam–kockázat profilú amerikai szektorok:

- **Egészségügyi szektor:** Az amerikai félidős választások utáni historikus szezonalitás, az ágazati profitmarzsok várható javulása és a technológiai szektorból történő részleges rotáció egyaránt támogathatja az egészségügyi szektor relatív felülteljesítését. A szektor értékeltsége továbbra is kedvező a széles részvénypiachoz viszonyítva, miközben defenzív karaktere a volatilis piaci környezetben is vonzó maradhat.
- **Közműszektor:** Amennyiben tovább mérséklődnek a kamatemelési várakozások, az különösen kedvez a tőkeigényes, magas eladósodottságú közműszektornak, hiszen csökkenti a finanszírozási költségeket és javítja az értékeltségi mutatókat. A szektor emellett defenzív jellegű, stabil és kiszámítható cash flow-t, valamint vonzó osztalékhozamot kínál a bizonytalanabb piaci környezetben. Hosszabb távon az adatközpontok és a mesterséges intelligencia által hajtott villamosenergia-kereslet növekedése is strukturális támaszt adhat a szektor számára.

HA NYUGAT-EURÓPA, AKKOR BANKSZEKTOR

Az európai bankszektor a vagyonfelhalmozódás és a meredekebb hozamgörbe-várakozásunk mellett fenntarthatóan magas kamatmarzsokat élvezhet, ami stabil és magas jövedelmezőséget biztosít. A tőkehelyzet historikusan erős, így a bankok bőkezű osztalékfizetéssel és részvény-visszavásárlási programokkal jutalmazzák a részvényeseket. Emellett az értékeltségek továbbra is vonzóak a szektor jövedelmezőségi mutatóihoz képest, ami további árfolyam-emelkedési potenciált rejt magában.

FELTÖREKVŐ PIACOK

A szélesen vett fejlődő piacokat a dél-koreai technológiai szektor döbbenetes szárnyalása hajtotta. A memóriakereslet növekedésével kapcsolatos várakozásokban ugyanakkor normalizálódásra számítunk. Emiatt áthelyezzük a hangsúlyt. Arra számítunk, hogy a geopolitikai feszültségek mérséklődése hátszelet adhat az energiaimportőr gazdaságoknak, melyeknél a magas olajár és alacsony készletezési szintek jelentős gazdasági nehézségeket okoztak az év első felében.

Jelentős energiaimportőrként Indonézia részvénypiacában vonzó hosszú távú befektetési lehetőséget látunk. Az inflációs nyomás enyhülése teret adhat a jegybanknak a monetáris lazításra, ami tovább támogathatja a belföldi fogyasztást és a hitelezést. Az ország kedvező demográfiája és a feldolgozóipari beruházások (különösen a nyersanyag-feldolgozásban) hosszabb távú növekedési potenciált is biztosítanak a piac számára.

NEMESFÉMEK

Az arany és az ezüst strukturális okokból továbbra is jó hosszú távú befektetés lehet. Az inflációs várakozásokban történő emelkedés miatt az év első felében csökkent az arany iránti menekülőeszköz-jellegű kereslet, ám a kamatemelési várakozások mérséklődése ismételt támaszt nyújthat a jövőben. A jegybanki vásárlások folytatódnak, a korrekciót a kínai jegybank is egyre intenzívebb aranyvásárlásra használta ki az idei első félévben. Az ezüstnek pedig a növekvő ipari kereslet segíthet, miközben a kínálat továbbra is szűkös, így hosszú távon a kereslet-kínálati egyensúlytalanság továbbra is fennállhat.

RÉGIÓS ÉS MAGYAR RÉSZVÉNYEK

Az országgyűlési választásokat követően a magyar blue chipek tovább szárnyalhatnak. Egyedi vállalati céláraink alapján súlyozott 2026. év végi BUX-célárunk 160 ezer pont, ami további kétszámjegyű hozammal kecsegtet. Alapvetően külső tényezők miatt a futó harmadik negyedévet nagyobb volatilitás jellemezheti, ezek az externális hatások pedig a hazai részvénypiacra is hatással lehetnek. Trendszerű változásra azonban nem számítunk fél-egy éves időtávon, a profitok növekedhetnek, miközben az országkockázati prémium mérséklődése egyelőre a kötvénypiacon volt igazán tetten érhető. Emellett az orosz-ukrán háború kedvező irányú rendeződése még nagyobb teret nyithatna a régiós eszközök további emelkedése előtt.

Fő kockázatok

Amerikai félidős választások

Globális növekedés

Geopolitika

Vámháború

AI túlberuházás

Infláció

Magas értékeltség

Szezonalitás

Magyar politika

> Számos kockázattal számolhatunk 2026 II. félévében, amelyek turbulenciát és magasabb volatilitást okozhatnak a globális tőkepiacokon.

KOCKÁZATOK

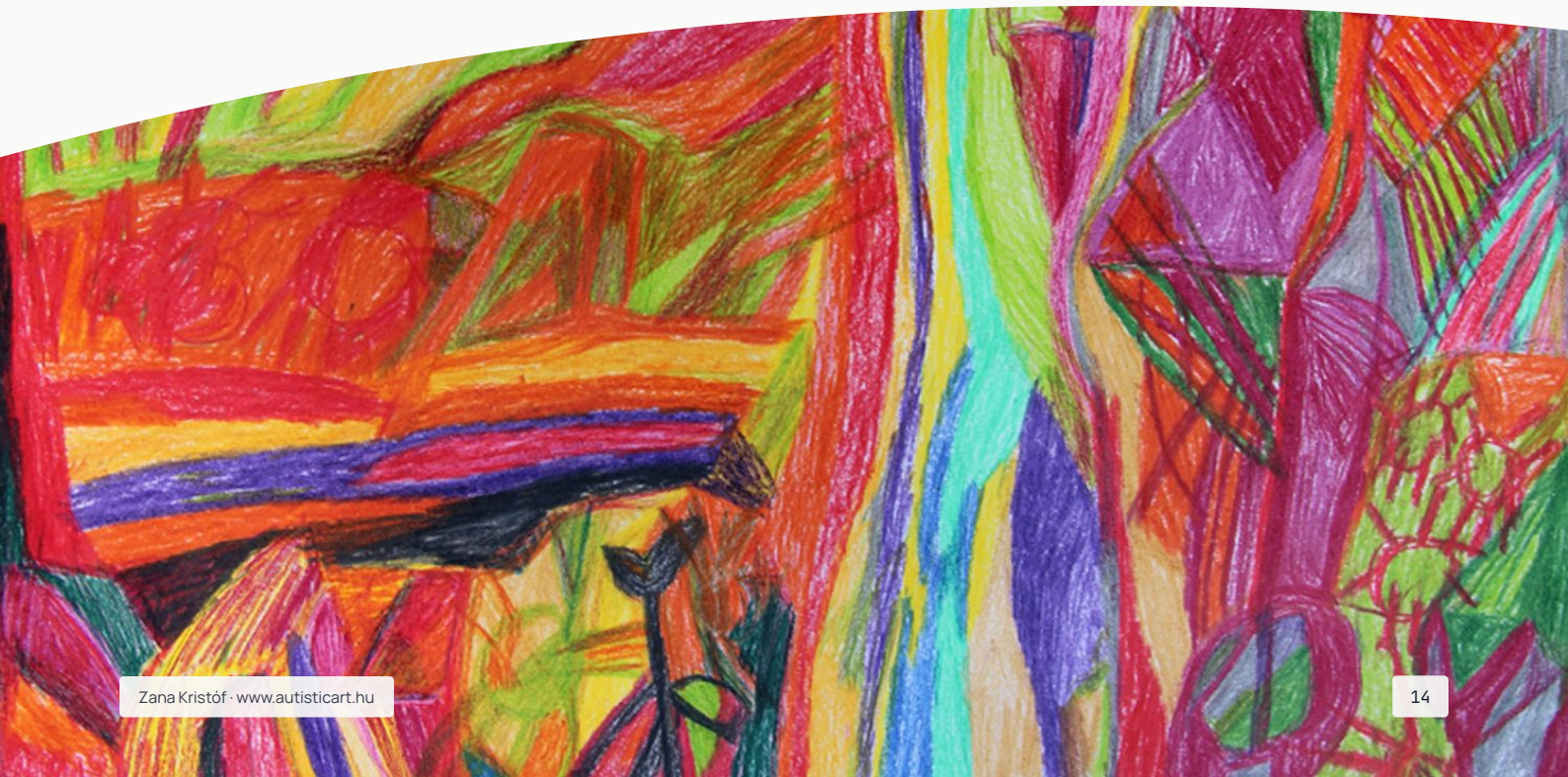
Számos kockázattal számolhatunk 2026 II. félévében, amelyek turbulenciát és magasabb volatilitást okozhatnak a globális tőkepiacokon.

Kockázat	Miért?
Amerikai félidős választások	A legfontosabb kockázati tényezők politikai vagy geopolitikai eredetűek idén és szorosan összefüggenek a november 3-i amerikai félidős választásokkal. Az esemény történelmileg a politikai bizonytalanság átmeneti emelkedésével járt és növelte a részvénypiaci volatilitást, valamint a szektorok közötti rotációt. Az eredmények tudatában a kockázat kiárazódása gyakran kedvező környezetet teremt a részvénypiac számára.
Globális növekedés	A GDP-növekedés és az inflációs pálya kilátásait övező kockázatok közül a 2025-ös amerikai vámpolitika áthúzódó hatásain kívül az AI-beruházások körüli bizonytalanságra és a folytatódó geopolitikai konfliktusok miatti nyitott kérdésekre érdemes lesz kiemelt figyelmet fordítani.
Geopolitika	A geopolitikai feszültségek, különösen az USA–Kína és az USA-Irán reláció tekintetében kiélesedhetnek a félidős választásokat követően, valamint az orosz-ukrán háború lezárása is áthúzódhat a következő évre. Ez elsősorban az energiaárakon és az inflációs várakozásokon keresztül befolyásolja a tőkepiacokat. Egy esetleges eszkaláció gyors kockázatkerülő hangulatot és emelkedő energiaárakat okozhat.
Vámháború	Az új Trump-adminisztráció az 1930-as éveket idéző átlagos vámszint bevezetésével igyekszik kiegyensúlyozni az amerikai költségvetési mérleget. Az első kör hatalmas volatilitást okozott a piacokon, az USA és Kína ugyan most egy évre tűzszünetet kötött, de a kereskedelmi tűzszünet november 10-én lejár, egy héttel a félidős választások után. Ezt követően ismételten növekedhet a feszültség.
AI túlberuházás	A mesterséges intelligencia infrastruktúrájába irányuló beruházások üteme egyre inkább megelőzi a rövid távon realizálható keresletet, ami a jövőben kapacitásfelesleghez és marzsnyomáshoz vezethet. Az AI-értékláncon belül jelentős átárazódás és fokozódó részvénypiaci szelektálás jöhet, különösen a félvezető- és memóriachip-gyártók esetében.
Infláció	A geopolitikai konfliktusok és az egyre drágább AI-beruházások miatt az inflációs várakozások emelkedése a jegybankok monetáris politikájának szigorítását vonhatja maga után. A kamatemelési várakozások túlfűtöttnek tűnnek, de a tartósan felfelé mutató inflációs kockázatok szinte válogatás nélkül nyomást gyakorolhatnak az eszközárakra.
Magas értékeltség	Több évtizedes távlaton magas értékeltségek alakultak ki az amerikai és egyes európai piacokon. Ez érzékenyebbé teszi a piacot a makrogazdasági és vállalati eredményeket érintő negatív meglepetésekre. Magas értékeltségi környezetben a kisebb fundamentális csalódások is aránytalanul nagy árfolyamkorrekciókat válthatnak ki.
Szezonalitás	Az idei év a megszokott mintázattól teljesen eltér. Az 1950-es évek óta az S&P 500 rendszerint az időközi választások éveiben mutatja a leggyengébb részvénypiaci teljesítményt, erre azonban az első félév egyelőre rácáfolt. Ettől függetlenül nem hanyagolható el ez a jelenség. Az év második felében a történelmi mintázatok alapján jellemzően emelkedik a részvénypiaci volatilitás, különösen az őszi hónapokban, amikor a politikai események és a vállalati gyorsjelentési szezon egyszerre alakítják a befektetői hangulatot. Az év végét a Mikulás-rali szokta zárni.
Magyar politika	Az áprilisi választások eredményét jelentős optimizmus fogadta a magyar piacon. Az euróövezeti csatlakozási pályáról való letérés, a költségvetési kihívásokhoz való esetlegesen elégtelen hozzáállás a külföldi befektetők optimizmusának csökkenését, végső soron tőkekiáramlást vonhat maga után.

02 Globális makrogazdasági és geopolitikai kilátások

Nem recesszióra, hanem egy érettebb gazdasági ciklusra készülünk, ahol a monetáris politika ismét nagyobb szerepet kap.

A világgazdasági kilátásokat továbbra is óvatos optimizmus jellemzi, de a geopolitikai feszültségek, különösen az USA–Irán konfliktus és az energiaárak alakulása érdemi kockázatot jelentenek. Az amerikai gazdaság ellenállónak tűnik: a növekedést elsősorban a beruházások, különösen a technológiai és külföldi tőkebefektetések támogathatják, miközben a fogyasztás csak mérsékelten járul hozzá a dinamikához. A magas termelékenység és a visszafogott munkahelyteremtés kedvező vállalati profitkörnyezetet teremthet, ami a részvénypiacokat is támogathatja, különösen akkor, ha az inflációs nyomás az olajárak normalizálódásával enyhül. Európa helyzete ezzel szemben törékenyebb: az energiaár-érzékenység, a gyenge fogyasztói bizalom, a kínai importnyomás és az EKB szigorúbb politikája fékezheti a növekedést. A következő negyedévekben a dollár az amerikai növekedési és kamatelőny miatt erős maradhat az euróval szemben, miközben az infláció mérséklődésével a hozamok fokozatos csökkenésére számítunk.



Zana Kristóf · www.autisticart.hu

Amerikai kilátások

Az amerikai gazdaság továbbra is meglepően ellenállónak bizonyul, annak ellenére, hogy az infláció az olajársokk következtében megemelkedett, és a kamatszint továbbra is magas. Az év első negyedévében a növekedést elsősorban a beruházások és az állami kiadások támogatták, miközben a lakossági fogyasztás növekedése valamelyest lassult. A háztartások jövedelmét továbbra is visszafogja az infláció, a mérsékelt bérnövekedés és a lassuló foglalkoztatás, de ezt egyelőre a megtakarításaik mérséklésével kompenzálják.

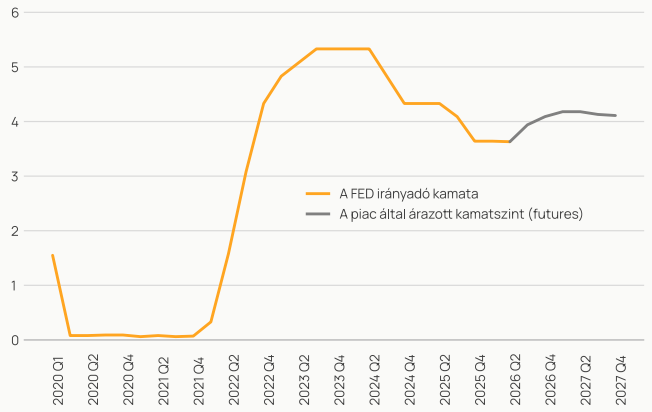
Ebből a szempontból fontos az USA és Irán közötti konfliktus kimenetele. A konfliktus elhúzódásában az azt kirobbantó amerikai kormány nem érdekelt, kifejezetten az idén novemberben esedékes félidős kongresszusi választásokat megelőzően politikailag ártalmas magas olajárak miatt. Ennek megfelelően tompult is a konfliktus hevessége, az olajár pedig a háborút megelőző szint közelébe esett, a folytatás azonban a végleges békekötésig még tartogathat meglepetéseket.

Bár az USA gazdasága nettó szénhidrogén-exportőr, és így a gazdaság egészére vonatkoztatva előnyös az olajárak emelkedése, az ennek hasznából közvetlenül keveset tapasztaló átlagos vagy alacsony jövedelmű háztartások szempontjából kritikus az, hogy a magas benzinárak mellett mekkora vásárlóerejük marad. Egy kedvező, tartósnak tekinthető öbölbeli megoldás ezért támogathatja a lakosság költekezési képességét – és így a gazdaság növekedését – az év hátralévő részében.

A növekedés fő forrása a technológia-kapcsolt beruházás maradhat, míg az összességében továbbra is stabil lakossági költekezés csak keveset tud hozzátenni a dinamikához.

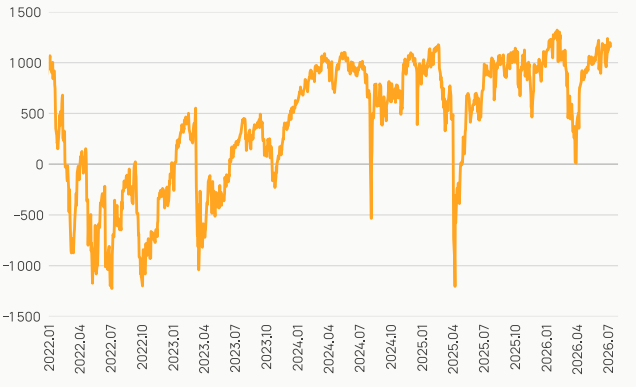
Az USA gazdaságát most a visszafogott munkahely-növekedés és magas egy munkavállalóra jutó termelékenységnövekedés jellemez. Ez kicsit hasonló ahhoz, amit korábban a válságokat követően láttunk: a vállalatok óvatosan mernek munkaerőt felvenni a bizonytalan környezet miatt (bevándorláspolitika, vámok, AI hatása), amit a termelés hatékonyabb megszervezésével kompenzálnak.

Az ilyen munkahelyteremtés nélküli időszakok kedvezőek a részvénypiacok számára: a magas termelékenységnövekedés a nyomott foglalkoztatás mellett javítja a cégek nyereségességét, amely meglátszik a részvények átlagos eredménynövekedésén. Ebben a környezetben az is a részvénypiacok alá dolgozhat, hogy a hasonló növekedésű időszakokhoz képest némileg lazább monetáris politikát folytathat a jegybank. A munkaerőpiac ugyanis laza tud maradni, azaz nyomott marad a munkavállalók iránti kereslet, ez pedig a most is tapasztalható visszafogott (és lassuló) bérinflációt hozza. Ebben a környezetben várhatóan kevésbé tartós hatása lehet az olyan inflációs sokkoknak, mint amit idén az Irán elleni háború által kiváltott olajáremelkedés okozott.



A Fed historikus és várt kamatszintje (%) Forrás: Bloomberg

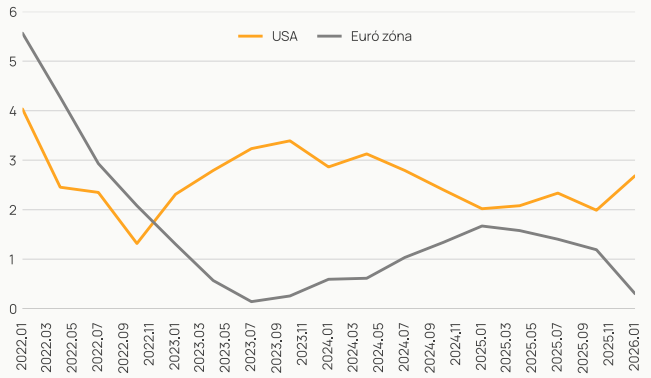
A várakozásaink szerint a Federal Reserve egyelőre nem változtat az irányadó kamaton annak ellenére sem, hogy az infláció ismét 4 százalék fölé emelkedett. Valószínű, hogy az infláció a májusi csúcsot követően csökkenő pályára áll, és év végére akár megint szóba kerülhet a monetáris politika lazítása. Persze a kamatcsökkenésre (ez volt a várakozás az aktuális Öböl-háborút megelőzően) várni kell addig, amíg az olajkereskedelem ismét visszatér egy normálisabb mederbe, és az olajárak csökkenése tartós marad. A tőkepiacokat támogató rendkívül kedvező pénzügyi kondíciók egyelőre kitarthatnak.



Bloomberg Pénzügyi Kondíciók Indexe (magasabb érték lazább feltételeket jelent) Forrás: Bloomberg, Concorde Elemzés

Európai kilátások

Az euróövezet helyzete jóval nehezebb. Az európai gazdaság továbbra is érzékeny az energiaárak alakulására (az EU szempontjából nagyon fontos földgázpiacon az árak jóval kevésbé csökkentek az iráni beavatkozást követő csúcsról, mint a kőolaj esetében), miközben a gyengébb fogyasztói bizalom és a Kínából érkező árudömping hazai termeléssel szembeni keresletet elszívó hatása gátolja a gazdasági növekedés gyorsulását. Ráadásul még a jegybank is nehezíti a környezetet: az energia-kapcsolt termékek árainak emelkedése miatt már emelt egyszer az alapkamaton az EKB, és friss jelzései szerint még újabb szigorítás is várható. Ezek mellett továbbra is várjuk, hogy a még tavaly beígért hadi és infrastruktúra-kapcsolt kiadások érdemben megjelenjenek és emeljék a gazdaság teljesítményét.



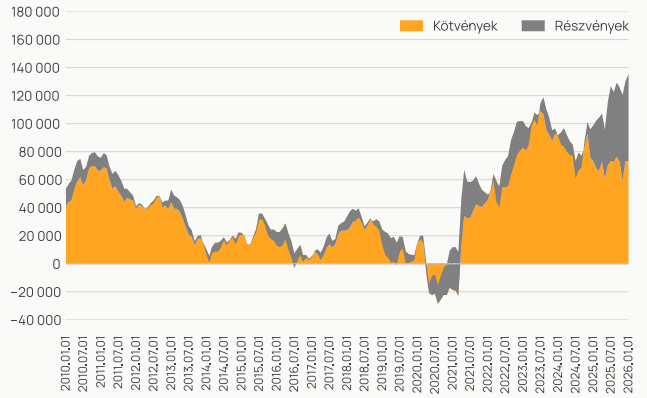
Gazdasági növekedés az USA-ban és az Eurozónában (%)

Forrás: Bloomberg, Concorde Elemzés

Az EURUSD mozgatórugói

Az euró–dollár árfolyamot rövid távon elsősorban a két gazdaság növekedési kilátásai, a kamatkülönbözetek és a befektetői hangulat alakítják. Jelenleg ezek többsége továbbra is a dollárnak kedvez.

Az amerikai gazdaság tartósan erősebb teljesítménye kedvezőbb vállalati profitokat és vonzóbb befektetési lehetőségeket eredményezett, ennek következtében a nemzetközi tőke továbbra is nagy arányban áramlik az amerikai piacokra, ami növeli a dollár iránti keresletet.



Tőkebeáramlás az amerikai eszközökbe (millió dollár, 12 havi görgetett érték) Forrás: Bloomberg, Concorde Elemzés

Szintén meghatározó a jegybankok politikája. Bár jelenleg az európai központi bank emelte és vélhetően még egyszer emelheti az alapkamatot, a növekedési kilátások annyival jobbak az USA esetében, hogy azok alapján maradhat a dollár kamatelőnye az euróval szemben.

A tavalyi év eleji nagy dollárgyengülés egyik oka a jegybank idén májusi vezetőváltása kapcsán alakult ki. Korábban attól tartott a piac, hogy Trump elnök egy, a kamatot mindenáron csökkenteni kívánó jelöltet fog állítani. Erre eddigi nyilatkozatai alapján Kevin Warsh Fed elnök rácáfolt, aminek következtében a Fed iránti megrendült bizalom is részben helyreállt, támogatva a dollár stabilitását.

Az euró kilátásait emellett több európai sajátosság is gyengíti. Az ipari termelés és az export teljesítménye továbbra is visszafogott, az energiaárakra való érzékenység magas, miközben Franciaország romló költségvetési helyzete és a közelgő elnökválasztás újabb bizonytalansági tényezőt jelent az euróövezet számára.

Mindezek alapján azt várjuk, hogy a következő negyedévekben a dollár továbbra is erős maradhat az euróval szemben.

Reál GDP-növekedés (%)	2025	2026F	2027F
USA	2,1	2,1	2,2
Eurózóna	1,4	0,5	1,2
Kína	5,0	4,6	4,4

Irányadó kamatláb (%)	2025	2026F	2027F
USA	3,8	3,8	3,5
Eurózóna	2,0	2,4	2,2
Kína	3,0	3,0	2,9

Infláció (%)	2025	2026F	2027F
USA	2,7	3,4	2,5
Eurózóna	2,1	2,8	2,2
Kína	0,1	1,2	1,2

10 éves hozam (%)	2025	2026F	2027F
USA	4,2	4,4	4,3
Eurózóna	2,9	3,0	3,0
Kína	1,9	1,8	1,8

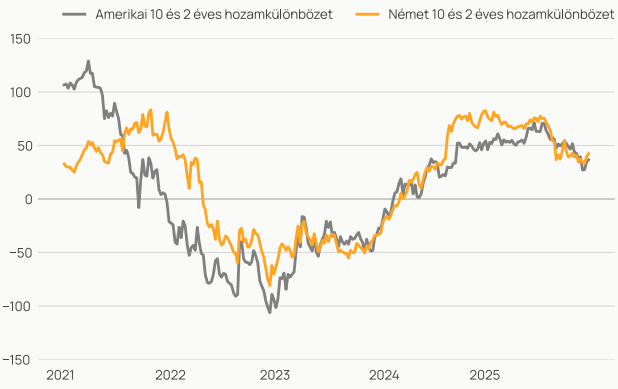
Globális makrogazdasági előrejelzések Forrás: Bloomberg konszenzus

Hozamkörnyezet

A fenti gazdasági környezetben a hozamokat lefelé várjuk. A rövidebb lejáratú hozamok jelentősen emelkedtek az elmúlt negyedév folyamán, köszönhetően az inflációban megjelenő olajár-emelkedésnek. Az emelkedő hozamok tükrözték a befektetők azon várakozását, hogy a magasabb infláció magasabb jegybanki kamatokhoz fog vezetni. Összhangban azzal a várakozásunkkal, hogy az energiaárak tartósan nem maradnak magasan, a rövid oldali hozamok mérséklődhetnek.

Hasonló hatása lehet a dezinflációs folyamatoknak a hosszabb lejáratú állampapírok hozamára is, itt azonban a negyedév folyamán jelentősen megnőtt a reálkamat. Ennek számos oka lehet, így például a magasabb gazdasági termelékenység mellett szóba jöhet az új jegybankelnök azon terve is, hogy mérsékelje a jegybank által tartott kötvényportfóliót (a jegybanki mérleg zsugorítása). Ezeknek a kimenetele és piaci fogadtatása érdekes lesz, és a gazdasági kilátások mellett határozottan befolyásolhatják a reálhozamok pályáját.

A mérséklődő inflációs környezetben arra számítunk, hogy a hosszú hozamok is csökkenni tudnak, még ha nem is teljesen az iráni háborút megelőző szintek közelébe, az említett reálkamat-alakulás függvényében.



Az amerikai és a német 10 és 2 éves hozamok különbsége az elmúlt 5 évben (bp)

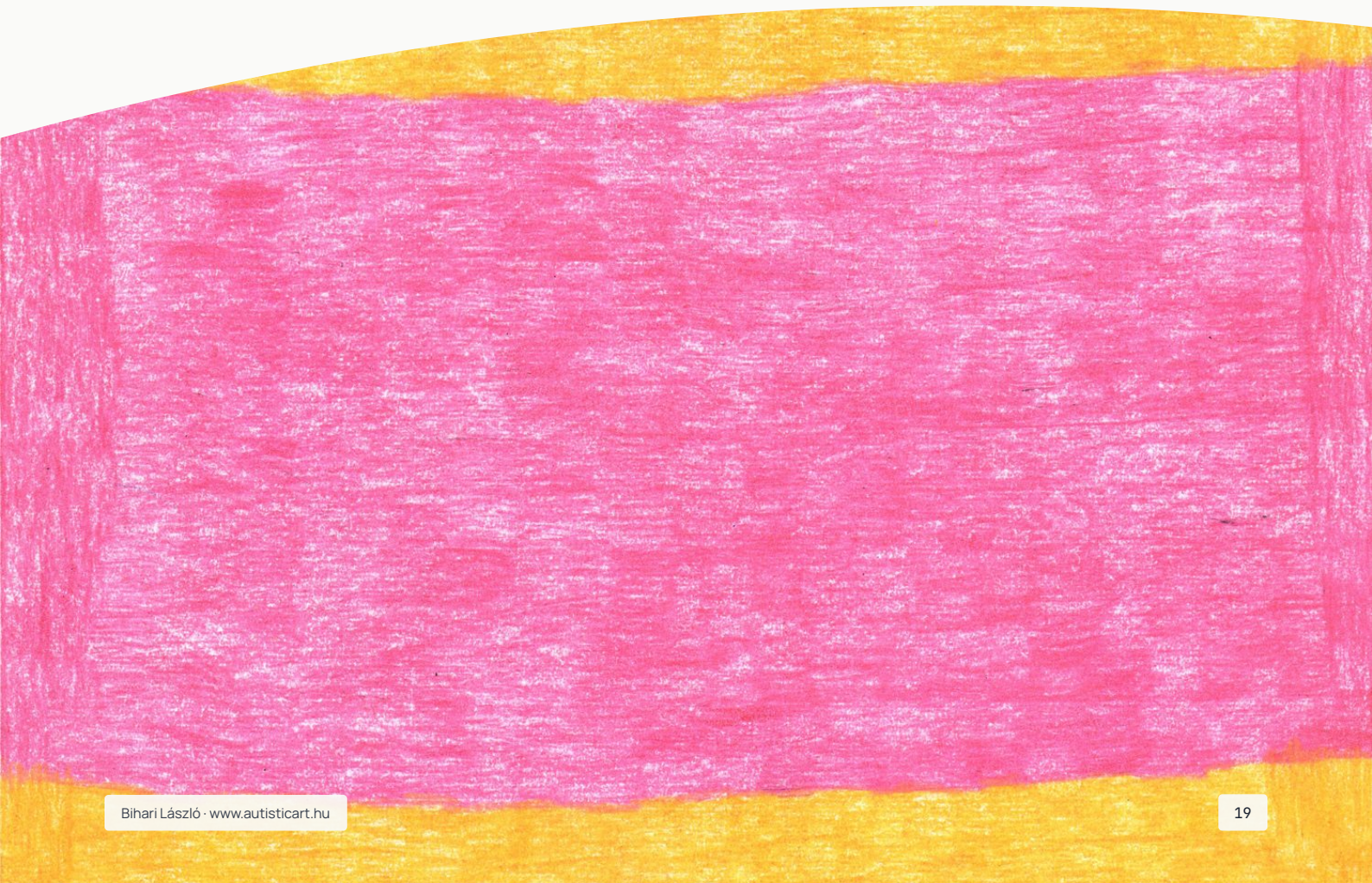
Forrás: Bloomberg, Concorde Elemzés

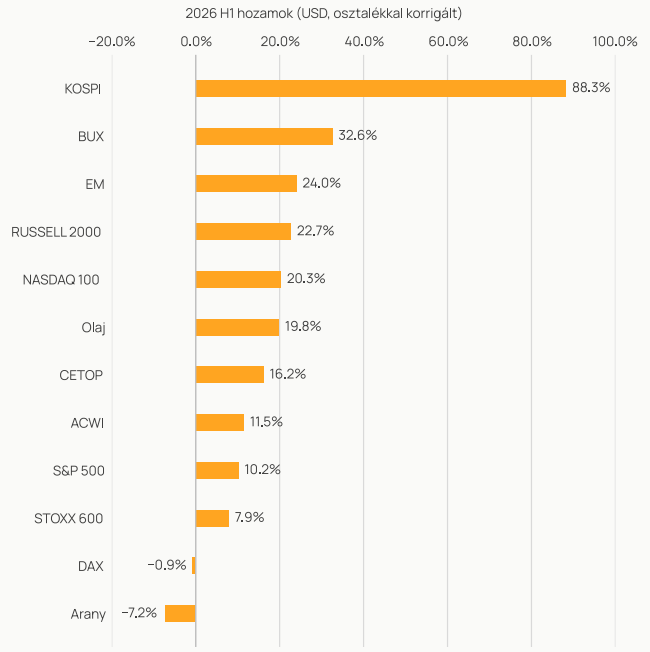
Európában a jegybank erősebb antiinflációs elköteleződése korlátozhatja a rövid hozamok csökkenését, de azt várjuk, hogy a nyomott gazdasági konjunktúra miatt az EKB idővel kénytelen lesz enyhíteni kamatpolitikáján.

03 Globális részvénypiaci kilátások

A következő időszakot már nem az AI létezése, hanem annak valódi megtérülése határozhatja meg.

Az év elején meghatározó geopolitikai bizonytalanságok fokozatos enyhülését követően a befektetői kockázatvállalási hajlandóság érdemben javult, melyet a mesterséges intelligencia által fűtött technológiai megatrend vezérelt. A kedvező befektetői hangulat és erős részvénypiaci teljesítmény ellenére azonban továbbra is kétarcú a piac, mivel két markáns narratíva alakítja a piacok sorsát: mi lesz a jövőbeli AI-beruházásokkal és kinél fog a profit felhalmozódni, valamint mi lesz a makrogazdasági pályával a geopolitikai helyzet kiszámíthatatlansága miatt. A beruházási ciklusból profitáló vállalatok jelentős része a növekvő keresletnek köszönhetően kiemelkedő profitdinamikát tudott felmutatni, ennek jövőbeli fenntarthatósága viszont kérdéses. Az AI adaptáció ugyanakkor a termelékenységet javíthatja és hozzájárulhat a nyertesek körének bővüléséhez.



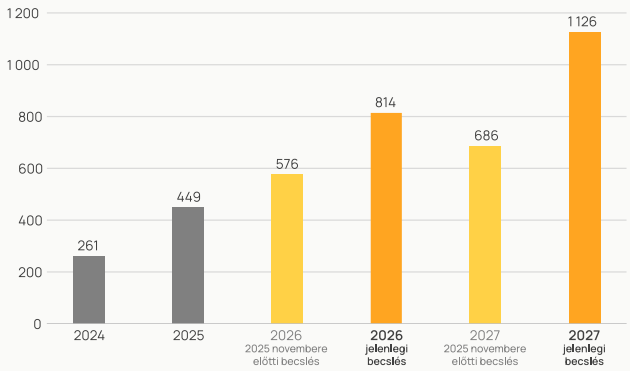


Főbb eszközosztályok teljesítménye 2026 I. félévében (dollár, osztalékkal korrigált)

Forrás: Bloomberg, Concorde Elemzés

A geopolitikai kockázatok továbbra is érdemben alakították a részvénypiaci befektetői döntéseket, elsősorban az energiaárakon, az inflációs várakozásokon, a kamatpályán és a globális ellátási láncokon keresztül. A közel-keleti feszültségek, a nagyhatalmi versengés és a kereskedelmi korlátozások növelik a piaci bizonytalanságot, ami időszakosan a defenzívebb szektorok, az energiacégek felé terelte a tőkét. Ezzel párhuzamosan a geopolitikai fragmentáció viszont felértékelte a stratégiai iparágakat, például a félvezetőgyártást, ami a koreai részvénypiac (KOSPI) szárnyalását is eredményezte. A feltörekvő piacok kiváló teljesítményét a chipgyártásra fókuszáló vállalatok jelentősebb súlya támogatta, ez ugyanakkor elfedte az energiaimportőr fejlődő piaci országok gyengébb első féléves hozamait.

Nem véletlen, hogy 2026 első félévének meghatározó piaci trendje továbbra is az AI-beruházási ciklus maradt, amely a számítási kapacitás és a memóriachipek iránti erős keresleten keresztül jelentős túlkeresletet, kiemelkedő memóriagyártói profitabilitást és árfolyam-emelkedést eredményezett. A ciklust továbbra is a nagy adatközpontokat kiépítő, ún. hiperskálázó technológiai vállalatok hajtották, amelyek beruházási tervei nem mérséklődtek, sőt több esetben tovább emelkedtek. Ennek következtében a technológiai szektoron belül erős divergencia alakult ki: a hiperskálázók értékeltségét a magas beruházási ráta és a gyengébb rövid távú készpénztermelés nyomta, míg az AI-infrastruktúra közvetlen beszállítói (a félvezető gyártók) történelmi értékeltségi szintekre emelkedtek.



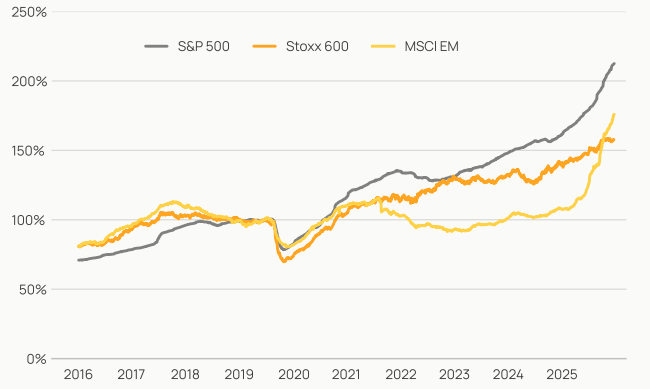
Az 5 hiperskálázó technológiai nagyvállalat összesített tőkeberuházási becslése (milliárd dollár)

Forrás: Morgan Stanley, Concorde Elemzés

A fő kockázatot az jelenti, hogy az AI-kapcsolt beruházások mikor térülnek meg, illetve a kínálat bővülése mennyire erodálja a memóriagyártók kiemelkedő jövedelmezőségét. Az első félév másik fontos témája a közel-keleti konfliktus volt, amelynek kockázatai a negyedév végére mérséklődtek, miközben a feltörekvő piaci indexek teljesítményét a koreai memóriagyártók szárnyalása torzította.

Értékeltség

A globális részvénypiacok értékeltségét továbbra is támogatja az AI-hoz kapcsolódó vállalatok erős profitnövekedése, amely ellensúlyozza a jelentős árfolyam-emelkedések hatását, így az amerikai és több ázsiai piac szorzói 5 éves összevetésben nem tűnnek túlzottnak. A fő kockázatot az jelenti, hogy az AI-infrastruktúra iránti kereslet vagy a rendelésállományok gyors visszaesése érdemben rontja-e az eredményvárakozásokat és a globális részvénypiaci hangulatot. Európában ezzel szemben inkább mérsékelt szorzótágulás látszik, így a régió értékeltsége már kissé a historikus átlaga felett alakul. Összességében a részvénypiac érettebb ciklusszakaszba lépett: a hozamcsökkenés támogató lehet, de a magas pozícionáltság miatt a piac egyre érzékenyebben reagálhat az eredményekre és a vállalati előrejelzésekre. Ebben a környezetben továbbra is indokoltnak tartjuk a részvénykitettség fenntartását, de a felülteljesítés forrása egyre inkább a szelektív régió- és szektorválasztás lehet.



A 12 havi előretekintő EPS alakulása 2019. év végéhez indexálva Forrás: Bloomberg, Concorde Elemzés

Az időközi választások potenciális hatása

Az év második felének egyik kiemelt politikai eseménye a novemberi amerikai időközi választás lesz, amely a részvénypiacok szempontjából elsősorban a politikai bizonytalanság és a szektorrotáció miatt lehet fontos. Historikusan az elnök pártja ilyenkor mandátumokat veszít, ami mérsékelheti a gazdaságpolitikai mozgásteret, és kiszámíthatóbb, piacbarátabb döntéshozatalt eredményezhet. Az időközi választási évek második felében jellemzően az egészségügyi szektor, a nemesfémek, valamint egyes hozamérzékeny ágazatok teljesítettek jobban, míg a pénzügyi szektor és a dollár gyakran gyengébb teljesítményt mutatott. Bár a választási eredmény önmagában várhatóan nem lesz meghatározó piaci katalizátor, a politikai erőviszonyok átrendeződése a gazdaságpolitikai és külpolitikai döntéseken keresztül érdemi hatással lehet a befektetői hangulatra.

Mire számítunk?

Az olajár várt normalizálódása kedvezőbb környezetet teremthet az energiaimportőr fejlődő piacok számára. Az alacsonyabb energiaár javíthatja a külső egyensúlyt, ezért az év második felében e piacok relatív felülteljesítésére számítunk. Szektorszinten a csökkenő rövid hozamok a kamatérzékeny területeket, különösen az amerikai közmű-, ingatlan- és bankszektort támogathatják.

A fő kockázatot az jelentené, ha az iráni válságban egy újabb eszkaláció tartósan magasabb olajárat és ismét romló inflációs, illetve külső egyensúlyi kilátásokat eredményezne.

A következő negyedévekben az AI-sztori kiszélesedhet, hiszen a hangsúly fokozatosan elmozdulhat a szűk infrastruktúra-kapacitások kiépítésétől az AI tényleges vállalati felhasználása és ezen keresztül a tényleges termelékenység-növekedés felé. Ehhez persze szükség lesz arra, hogy a számítási kapacitás fajlagos költsége érdemben csökkenjen, még szélesebb körben elérhetővé váljon ez a technológia.

Rövid távon ez a folyamat kockázatot jelenthet a mai infrastruktúra-oldali nyertesek számára, különösen akkor, ha a hiperskálázók beruházási üteme lassul, vagy a memóriachip-kapacitások bővülése nyomást helyez a jelenleg kiemelkedő profitmarzsokra. Hosszabb távon ugyanakkor éppen a költségek leszorulása teremtheti meg annak feltételét, hogy az AI ne csak beruházási ciklusként, hanem szélesebb vállalati hatékonyságjavulásként jelenjen meg.

Részvénypiaci szempontból ezért az AI-kitettséget nem érdemes kizárólag a mai infrastruktúra-beszállítói nyertesekkel azonosítani: ha a technológia használata olcsóbbá és hozzáférhetőbbé válik, az AI termelékenységnövelő hatása idővel a szélesebb részvénypiac eredményességét is támogathatja.

04 Nyersanyagpiacok

Az energia továbbra is geopolitika. Az arany továbbra is bizalom.

Az energiapiacokon a geopolitikai feszültségek rövid távon továbbra is magas volatilitást okozhatnak: a Brent ára 2027-ben 70–80 USD/hordó között normalizálódhat, míg az európai gázárak csak 2027 közepétől enyhülhetnek érdemben, az idei fűtési szezonban pedig feszesek maradhatnak. Az olaj- és gázpiac stabilizációját elsősorban a Hormuzi-szoros újranyitása, a készletek visszatöltése, a katari LNG-termelés helyreállása és a téli időjárás alakíthatja. A nemesfémek esetében a rövid távú kamatkörnyezet és a befektetői pozicionáltság jelentette ellenszél ellenére a hosszú távú strukturális támaszok változatlanok: az aranyat a jegybanki kereslet és a dollártartalékoktól való diverzifikáció, az ezüstöt pedig az ipari kereslet támogathatja.



Stadtmüller Tamás · www.autisticart.hu

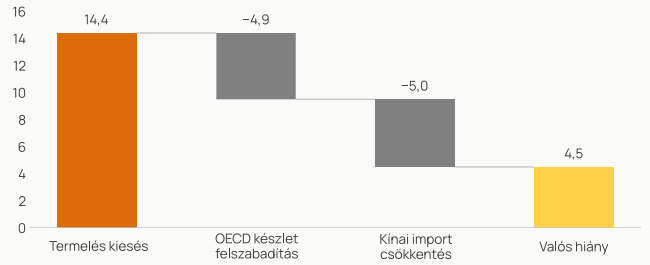
OLAJÁR-ELŐREJELZÉS

A Brent kőolaj ára várakozásunk szerint 2027-ben fokozatosan a 70–80 USD/hordó közötti sávban normalizálódhat. A készlet- visszatöltés egy erős támaszt adhat 70 USD/hordó körül. Rövid távon ugyanakkor a törékeny amerikai–iráni tárgyalások miatt a harmadik és negyedik negyedévben még volatilis maradhat a piac. Eközben az Egyesült Államok vezetésére egyre nagyobb nyomás nehezedik a gyors diplomáciai rendezés érdekében.

Nyersanyag előrejelzés	Spot	2026F	2027F
Arany (USD/uncia)	4 064	4 600	4 794
Ezüst (USD/uncia)	58,5	74,0	68,0
Réz (USD/tonna)	13 485	13 194	12 809
Brent (USD/hordó)	78,5	82,6	71,0

Globális nyersanyagpiaci előrejelzések Forrás: Bloomberg

A Hormuzi-szoros lezárását követően katasztrofális olajhiány nem realizálódott, mivel az OECD-országok készletfelszabadítása és a kínai import csökkenése - vélhetően szintén készletfelszabadításból - napi 5-5 millió hordóval enyhítették a hiányt. Ez alapján napi 4,5 millió hordó lehetett az a mennyiség, amelyet a kereslet eróziónak kellett elnyelnie.



Valós piacon megjelenő hiány, 2026. április (m hordó/nap) Forrás: IEA, Bloomberg, Concorde Elemzés

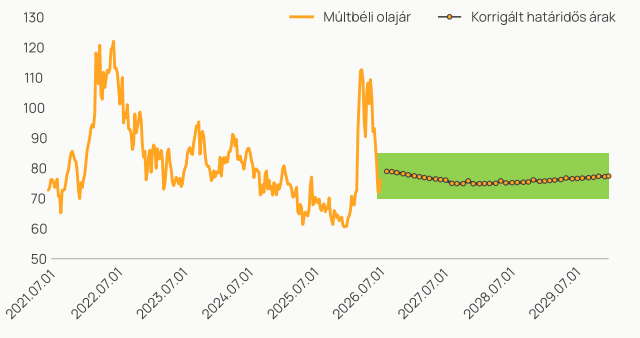
A június közepén aláírt amerikai–iráni memorandum rögzítette a további tárgyalások alapfeltételeit, valamint azt, hogy a Hormuzi-szorost 30 napon belül újra kell nyitni. Azóta azt már tudjuk, hogy ez túlzottan optimista volt, és ismét kiújultak a harcok. Jelenleg is jelentős esély van arra, hogy normalizálódjon a helyzet a nyár végére, de arra is számottevő esély van, hogy a félidős választásokig húzzák az időt, majd jöjjön egy újabb intenzívebb katonai offenzíva.

Amennyiben a Hormuzi-szoros biztonságos áthajózhatósága körül a szükséges bizalom javul, a szállítás és a termelés nagyjából egy hónap alatt visszatérhet a normál szint 70 százalékára. A teljes normalizáció azonban akár 4-6 hónapot is igénybe vehet, ezért a nyári hónapokban a globális készletek még tovább csökkenhetnek fokozatos újranyitás mellett is. Ez nehezen fenntartható állapotot teremthet.

A március–júniusi időszakban kieső termelés nagysága becslésünk szerint 1,3–1,5 milliárd hordó lehetett, ami nagyjából 0,5–0,6 milliárd hordó kereslet eróziót eredményezhetett. A fennmaradó mennyiséget pedig készletcsökkenés és készletfelszabadítás fedezett, aminek mértéke 0,8–1,0 milliárd hordó körül alakulhatott. Ennek jó részét kell majd visszatöltetni az elkövetkező időszakban, ami egészen 2027 végéig érdemben támogathatja a keresletet. Továbbá olyan nagy ázsiai energiaimportőr országok, mint India vagy Pakisztán, nagyobb stratégiai készletek kiépítése mellett dönthetnek.

A Brent hosszú távú fundamentális egyensúlyi árát nagyjából 70-75 USD/hordóra becsüljük, amit elsősorban az amerikai palaolajtermelés break-even olajárára alapozunk. A konfliktus és hatásai nélkül 2027-ben kisebb túlkínálat lehetett volna a piacon, de a globális készlet visszatöltések várhatóan elnyelik majd ezt a mennyiséget, ezért a 70 USD/hordó körüli szintet erős támasznak tekintjük. Továbbá célszerű megjegyezni, hogy a keresleti és kínálati előrejelzések most sokkal bizonytalanabbak, mint egyébként lenni szoktak.

2027-ben arra számítunk, hogy a Brent olajár 70-80 USD/hordó közötti sávban stabilizálódhat, ugyanakkor 2026 harmadik és negyedik negyedévében még volatilis maradhat az amerikai–iráni tárgyalások miatt.



Várható Brent olajár normalizáció (USD/hordó) Forrás: Bloomberg, Concorde Elemzés

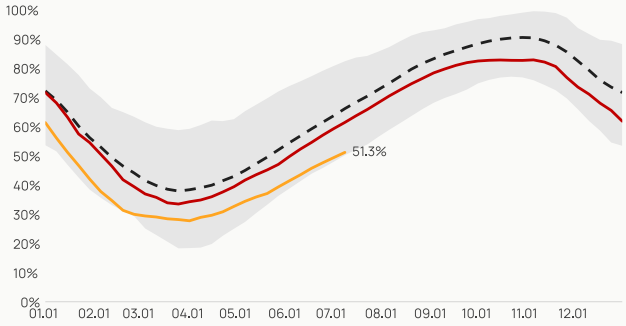
FÖLDGÁZÁR-ELŐREJELZÉS

Az európai TTF földgázár, amely az áramárakon keresztül az infláció egyik fontos mozgatórúgója, várakozásunk szerint 2027 közepétől erősen csökkenhet és 2028-ra a 22,5–30 EUR/MWh közötti ársávban normalizálódhat, viszont az idei fűtési szezonban még 45– 50 EUR/MWh fölött maradhat. A normalizáció sebességét rövid távon a Hormuzi-szoros hajózhatósága és Katar földgáztermelése, valamint a téli időjárási előrejelzések határozhatják meg.

Az LNG-piac 2026 második negyedévétől kiegyenlítettebb képet mutathatott volna, majd 2027-re akár túlkínálatba is fordulhatott volna. Ezt a pályát írta felül az iráni háború, amely számottevő hiányt okozott a piacon. A jelenlegi várakozások szerint a kereslet-kínálati egyensúly 2027 közepére helyreállhat, 2028-ra pedig túlkínálatossá válhat, ahogy a globális LNG-exportkapacitás a következő három évben jelentősen bővül. A normalizáció kulcskérdése, hogy mikor nyílik meg teljesen újra a Hormuzi-szoros és tér vissza a normál hajóforgalom.

Az elmúlt négy és fél hónapban a katari LNG-termelés és -export szinte teljes kapacitása átmenetileg kiesett, közel egyötöde pedig tartósan, akár 2– 3 évre is kieshet az Irán okozta károk miatt. Egy havi katari kiesés – mintegy 10 milliárd köbméter gáz – nagyjából az európai tárolók töltöttségének 10 százalékával egyenértékű. A szoros teljes újranyitása a korábban vártnál is tovább, 30 napnál hosszabb ideig tarthat, ehhez jön még 2– 3 hét, amíg a katari termelés visszaáll, majd újabb mintegy 3 hét hajózási idő Európáig – így a gáz érdemben nem érkezhet Európába szeptember közepe–vége előtt.

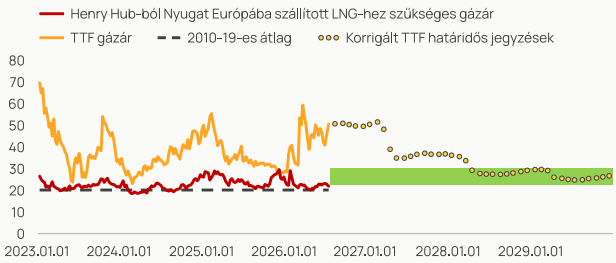
A másik meghatározó tényező a következő tél időjárása lesz, mind a fűtési igény, mind a megújuló energia- termelés szempontjából. Enyhe tél esetén Európa fokozatosan enyhülést tapasztalhat, egy a 2025/26-oshoz hasonlóan kemény tél viszont rendkívül feszessé teheti a piacot – ezért kulcskérdés a tárolók töltöttsége. Az európai gáztárolók feltöltöttsége és feltöltési üteme egyaránt elmarad a 10 éves átlagtól, ami sérülékenyebbé teheti a piacot a fűtési szezonban. A várakozások szerint a tárolók a szezon kezdetére nagyjából 70 százalékos töltöttséget érhetnek el, ami a komfortzóna alján van, de nem hagy érdemi tartalékot egy kedvezőtlen tél esetére. Néhány ország, például Németország (július 9-én 43 százalék a 68 százalékos 10 éves átlaggal szemben) vagy Hollandia, kifejezetten le van maradva a feltöltésben, így egy hideg tél az elmúlt két télhez hasonló áremelkedést és volatilitást hozhat.



EU gáztárolóinak töltöttségi szintje - 2016-2025 vs 2026.05.28

Forrás: Bloomberg, Concorde Elemzés

Összefoglalva: a kereslet-kínálati egyensúly 2027 közepére normalizálódhat, majd 2028-ra érdemben javulhat, ahogy újabb LNG-exportkapacitások lépnek be – ezek túlnyomó része az USA-ban épül, így az amerikai termelés lesz a marginális tényező, és az európai TTF-ár a Henry Hub gázárhoz és a szállítási költségekhez fog igazodni. Ez alapján a normalizáció utáni európai gázár sávja 22,5– 30 EUR/MWh körül alakulhat. Az idei fűtési szezonban azonban a gázár még 45– 50 EUR/MWh fölött maradhat. Ennél alacsonyabb szintet csak egy kis eséllyel bekövetkező, nagyon kedvező forgatókönyv hozhat (a Hormuzi-szoros gyors normalizálódása és enyhe tél), míg egy negatív forgatókönyvben – elhúzódó normalizáció és erős tél esetén – az ár akár 75 EUR/MWh fölé is emelkedhet.



TTF gázár előrejelzés (EUR/MWh)

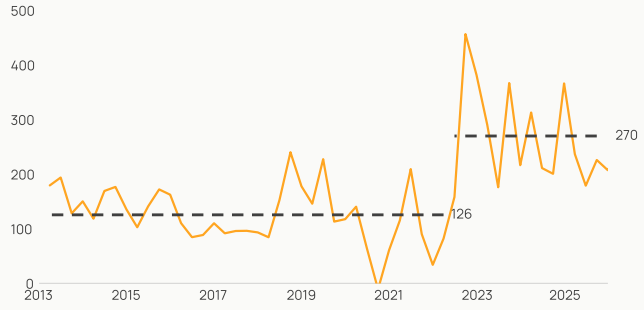
Forrás: Bloomberg, Concorde Elemzés

A BEFEKTETŐK MENEDÉKEI: A NEMESFÉMEK

Az arany és az ezüst az elmúlt években rendkívüli ralit mutatott, de az árfolyam-momentumot megtörte az amerikai monetáris politikával kapcsolatos bizonytalanság csökkenése, a kamatvárakozások emelkedése és a pozícionáltság tisztulása. Véleményünk szerint a következő hónapokban az ellenszél egyre kevésbé dominálhat, és a főbb strukturális hajtóerők még sokáig velünk maradnak, ezért a kedvezőtlen tényezők kifutásával újabb pozitív árfolyam-momentum alakulhat ki.

ARANY

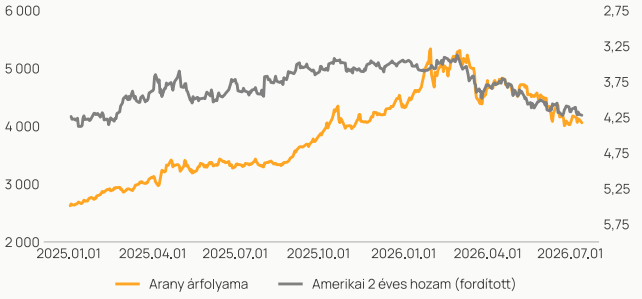
2022 óta a jegybanki aranykereslet érdemben magasabb szintre lépett, amit elsősorban a dolláralapú tartalékeszközökbe vetett bizalom csökkenése, a szankciós kockázatok, valamint az amerikai államadósság fenntarthatóságával kapcsolatos aggodalmak hajtanak. Bár egyes országok, például Törökország vagy Oroszország esetében voltak eladások idén, ezek inkább egyszeri eseménynek tekinthetők, és nem kérdőjelezik meg a jegybanki diverzifikációs trend folytatódását.



Globális nettó jegybanki aranyvásárlás (tonna) Forrás: Bloomberg, Concorde Elemzés

Kevin Warsh Fed-elnöki kinevezése mérsékelte a monetáris politikával kapcsolatos piaci bizonytalanságot, ami az arany számára rövid távon negatív hír volt, mivel csökkent a menekülőeszköz-jellegű kereslet. Ugyanakkor ez a bizonytalanság könnyen visszatérhet, ha Donald Trump ismét nyilvánosan nyomást gyakorol a Fedre, és a piac megkérdőjelezi a jegybank függetlenségét.

A Hormuzi-szoros körüli válság megemelte a szénhidrogénárakat, ami az inflációs várakozásokon keresztül magasabb kamatpályát eredményezhet. Mivel a kötvények és az arany általában ugyanazért a befektetési zsebért versenyeznek, a magasabb hozamkörnyezet rontotta az arany relatív vonzerejét, és hozzájárult a januári csúcsot követő korrekcióhoz.



Aranyár (USD/uncia) az emelkedő rövid hozamok (%) mellett Forrás: Bloomberg, Concorde Elemzés

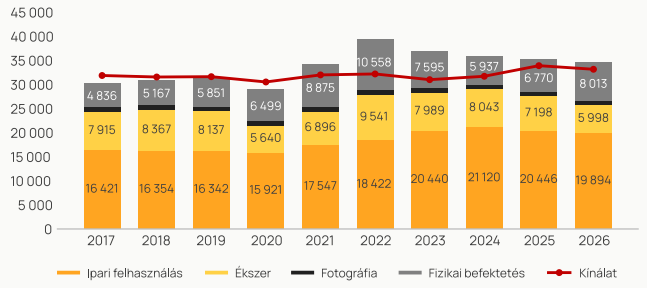
Az aranyban és más nemesfémekben tartott pénzpiaci pozíciók több negyedéve csökkennek, ami rövid távon gyengébb befektetői keresletet jelez. Ez ugyanakkor azt is jelenti, hogy a piac kevésbé túlpozícionált, így a kedvezőbb makrogazdasági környezet visszatérése esetén ismét gyorsan felépülhet a spekulatív és intézményi kereslet.

Összességében úgy látjuk, hogy az arany hosszú távú strukturális támaszai változatlanul fennmaradtak, leginkább a jegybanki vásárlások és a dollártartalékoktól való diverzifikáció miatt. A pozitív árfolyam-momentum akkor térhet vissza, ha a rövid távú ellenszelek — mindenekelőtt a Hormuzi-szoroshoz kapcsolódó inflációs és kamatkockázatok — enyhülnek.

EZÜST

Az ezüst az év eleji extrém emelkedés után rövid időre a fundamentálisan indokolható szint fölé is került. A piac továbbra is strukturális hiányban van, de az öt éve tartó kereslet-kínálati rés várhatóan tovább szűkül. Az ezüst fő mozgatórugója emiatt az erős ipari felhasználás maradhat. Heves korrekció után az arany/ezüst arány épp a 30 éves átlag közelébe pattant vissza, de ennek csökkenésére számítunk.

Az ezüst kínálata az elmúlt 10–15 évben lényegében stagnált, mivel a fém jelentős részét más bányászati termékek melléktermékeként termelik ki. Emiatt az árfolyam-emelkedésre a kínálat csak korlátozottan tud reagálni, szinte kizárólag az újrahasznosítás terén láthattunk mérsékelt növekedést.

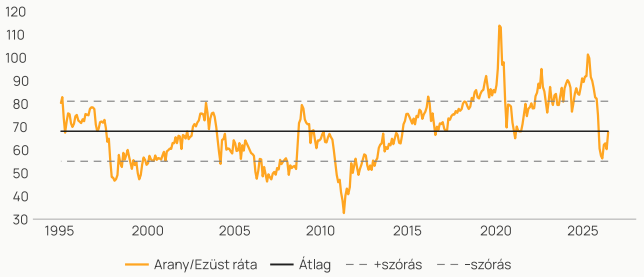


Ezüst felhasználás összetétele (ezer tonna) Forrás: Bloomberg, Concorde Elemzés

A hiány kialakulásának két fő oka volt. Az ezüst kiemelkedő elektromos vezetőképessége miatt kulcsfontosságú alapanyag a fejlett napelemekben és több más elektrifikációs technológiában is, így ez a felhasználás várhatóan erős maradhat. A kereslet másik fontos forrása, a befektetési jellegű vásárlás viszont elcsendesült. Ez a keresleti komponens 2022 óta az arannyal párhuzamosan erősödött, de idén érzékennyé vált az árfolyam-emelkedésre.

A 2021 óta fennálló strukturális hiány 2022-ben tetőzött, majd az emelkedő árak hatására fokozatosan szűkülni kezdett. Mivel a kínálat nagyrészt változatlan maradt, a javulás főként a kereslet erózió jából fakadt, azon belül is elsősorban a befektetési és ékszerjellegű kereslet visszaeséséből, miközben az ipari felhasználás stabilabbnak bizonyult.

Mivel a deficit mérséklődését főként a marginális, befektetési jellegű kereslet gyengülése okozza, az arany/ezüst ráta fontos hosszabb távú horgonyként szolgálhat az árfolyam megítéléséhez. Várakozásunk szerint az ezüst fokozatosan visszatérhet a múltbeli 55–81x arany/ezüst ráta tartományba, amelynek átlaga nagyjából 68-szoros szint körül van.



Történelmi arany/ezüst ráta Forrás: Bloomberg, Concorde Elemzés

05 Közép-kelet-európai régiós makrogazdasági és részvénypiaci kilátások

Növekedési pályára állhat a magyar gazdaság, stabilizálódhat a forint árfolyama.

Magyarország 2026-ban elmozdulóban van a recesszióközeli állapotból, de a Tisza-kormány magas költségvetési hiánnyal és a hiánylefaragás miatti gazdaságpolitikai bizonytalansággal néz szembe. Az EU-s forrásokkal kapcsolatos tárgyalások gyors sikere és különösképpen az euróbevezetésre való felkészülés lényegében azonnali megkezdésének bejelentése tavasztól erőteljes lendületet adott a forintnak és a magyar állampapíroknak. Ezzel párhuzamosan az inflációs várakozások is mérséklődtek.



Stadtmüller Tamás · www.autisticart.hu

Magyar növekedés, egyensúly, infláció

A magyar gazdaság 2026-ban a várakozásainknak megfelelően elmozdulóban van a recesszióközeli állapotból. Lényegében három évnyi stagnálás-közeli helyzet után 2026-ban a piaci várakozás és az MNB szerint 2 százalék közelében lehet a GDP növekedése. Mivel az első félévben a mutató már 1,5 százalék felett lehetett, 2026 második féléve további gyorsulást hozhat.

Termelési oldalról új ipari kapacitások beinduló, illetve felfutó termeléséhez (BMW, BYD, CATL elsősorban) fűz nagy reményeket a gazdaságpolitika, de részben időbeni csúszások, részben az autóipar globális kockázatai miatt eddig ebből még relatíve keveset láthattunk. Az ipar oldaláról inkább az elektronika és AI-kapcsolt termelés, míg a szolgáltatások oldaláról a legnagyobb növekedés a szakmai, tudományos, műszaki és adminisztratív tevékenységben mutatkozott. Az exportágazatok összességében azonban gyenge képet mutattak.

Felhasználási-fogyasztási oldalról a folytatódó reálbér-emelkedés, illetve a 2025 végén és 2026 elején a költségvetésből kiáramló 2200 milliárd forintot meghaladó transzferek a vártnak megfelelően a háztartások fogyasztásának gyorsuló bővülését hozták. A növekedés fő mozgatója 2026 második felében is ez maradhat. Ezek a hatások akkor is érdemi GDP-bővülést hozhatnak, ha a külső kereslet növekedése nem haladja meg a 2025-ös mértéket. A külső kereslet szempontjából pedig szerencsétlen (vagy mondhatjuk azt, hogy későbbi potenciált jelent), hogy a legnagyobb exportpiacunknak számító eurózónában egyelőre nem látszanak a korábban várt növekedés-gyorsulás jelei.

Éppen a várható bérnövekedés (amihez a munkaerőpiac néhány szektorban még tapasztalható feszessége is hozzájárul) miatt a maginflációra gyakorolt keresleti nyomás 2026-ban sem tűnik el, különösen a szolgáltató szektorban. Ugyanakkor a munkaerőpiac egészének feszessége enyhült, és a munkanélküliségi ráta minimálisan, de emelkedett.

Mindezek eredőjeként és a forint 2026 tavaszi gyors és mindeddig fenntarthatónak bizonyult erősödését is figyelembe véve 2026-ban javultak a hazai inflációs várakozások. 2026 egészében az átlagos infláció a 3 százalékos jegybanki cél alatt maradhat, érdemben alacsonyabban, mint 2025-ben. Ugyanakkor érdemi felfelé mutató inflációs kockázatot rejt továbbra is a hazai bérdinamika, illetve a jelentős bizonytalanságot hordozó globális geopolitikai feszültségek, beleértve az USA– Irán konfliktust és az orosz– ukrán konfliktus újabb eszkalációs hullámát is, ami további jegybanki óvatosságot vetít előre.

Összességében a konszenzushoz képest optimistábbak vagyunk. Ezek alapján a 2026-os magyar GDP-növekedési ütem várakozásunk szerint 2,1 százalék közelében alakulhat, lefelé mutató kockázatokkal. Az infláció 2,5 százalék közelében lehet reális. Kockázatként megemlítjük, hogy a munkaerőpiacon munkaerőhiányos szektorok és a munkanélküliség növekedése egyszerre lehetnek jelen.

Reál GDP-növekedés (%)	2025	2026F	2027F
Bloomberg konszenzus	0,5	1,8	2,5
Concorde előrejelzés	0,5	2,1	2,7
MNB előrejelzés	0,5	2,0	3,0

Infláció (%)	2025	2026F	2027F
Bloomberg konszenzus	4,4	3,0	3,5
Concorde előrejelzés	4,4	2,5	3,2
MNB előrejelzés	4,4	1,8	2,3

Irányadó kamatláb (%)	2025	2026F	2027F
Bloomberg konszenzus	6,5	5,9	5,0
Concorde előrejelzés	6,5	5,5	5,0

10 éves hozam (%)	2025	2026F	2027F
Bloomberg konszenzus	7,0	5,9	5,5
Concorde előrejelzés	7,0	5,8	5,3

Forrás: Concorde, Bloomberg

Magyar makrogazdasági előrejelzések

Forrás: MNB, Bloomberg, Concorde Elemzés

Forint, kamatok, kötvényhozamok

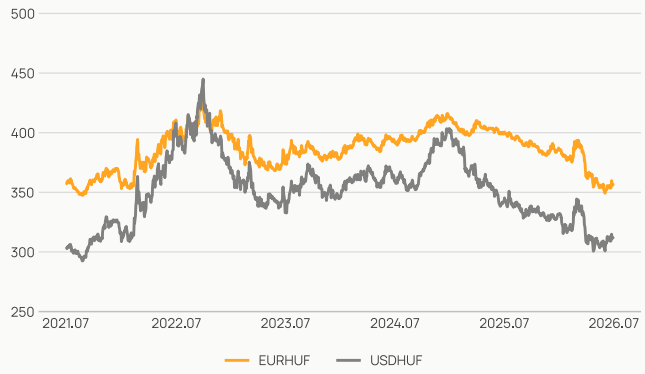
A jelenlegi monetáris politika az óvatos hozzáállás hangsúlyozását megtartva a korábban vártnál gyorsabb kamatcsökkentési ütemet jelzett előre a második félévre, részben követve a pénzpiaci várakozások változását. Mind a piaci árazás, mind a megnövekedett jegybanki mozgástér elsősorban a forint erősödésén alapul.

A Concorde előrejelzése mind 2026 második félévére, mind pedig 2027 egészére 50– 50 bázispontos kamatcsökkentés. A jegybanki alapkamat 2026 végére 5,5 százalékon landolhat alapforgatókönyvünk szerint az inflációs kockázatokat szem előtt tartva. Optimista forgatókönyv szerint azonban látunk teret arra, hogy 2027 elejére a kamatszint 5 százalék vagy annál kissé alacsonyabb is lehet. Így 2027-ben már nem számítunk további érdemi forinterősödésre – a forint-euró kamatkülönbözet jelentős csökkenése nyomán a carry trade pozíciók érdemi része záródhat, miközben fundamentális szempontból már 2026 tavaszán túlértékelt szinteket ért el a forint.

2026 és 2027 végére egyaránt 365-ös EUR/HUF alapforgatókönyvvel számolunk. Emiatt, illetve a csökkenő kamatkülönbözet alapján az EUR/HUF ajánlásunk semleges.

A forintban denominált államkötvények (HGB) esetében 2026 második felében a várt kamatvágások ellenére több tényező is korlátozhatja a további hozamcsökkenést a görbe hosszú végén, hiszen a hozamszintek már a lengyelnél is alacsonyabb makrogazdasági kockázatokat tükröznek és már a 2027-2030-ra várt konvergenciapálya jelentős részének beárazását mutatják.

A július közepén tapasztalható 5 százalékhoz közeli 5-10 éves hozamszinteken nem javasoljuk új vételi pozíciók nyitását – különösen nem 1 éves vagy annál rövidebb befektetési horizontra. Egy későbbi korrekció (hozamemelkedés) ugyanakkor hozhat kedvező beszállási szinteket 2027-re előre tekintve.



Az EURHUF és az USDHUF árfolyamának alakulása az elmúlt 5 évben

Forrás: Bloomberg, Concorde Elemzés



A 10 éves magyar államkötvény hozamának alakulása az elmúlt 5 évben (%)

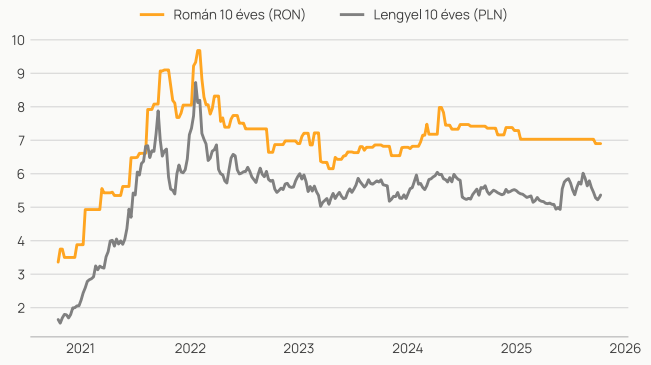
Forrás: Bloomberg, Concorde Elemzés

Régiós gazdasági kilátások:

A közép-kelet-európai régió legnagyobb részében jellemző, hogy a gazdaság teljesítményét a belföldi kereslet erősödése, a reálbérek növekedése és a legtöbb esetben uniós forrásokból finanszírozott beruházások is támogatják.

Lengyelország zárt gazdaságának köszönhetően a várakozásoknak megfelelő kiemelkedő növekedést ért el tavaly is, és 2026-27-ben is hasonló, 3 százalék feletti GDP-bővülésre számíthatunk. Bár a 2026 elején megugró infláció júniusra ismét 3 százalék alá került, a kamatvágás esélye 2026-ra lecsökkent.

Romániában az exportproblémák mellett kényszerű költségvetési kiigazítás is lassítja a GDP-növekedést, így az a magyar bővüléstől érdemben elmaradó (1 százalék alatti) lehet, nem elhanyagolható recessziós kockázatokkal. 2027-ben újra 2 százalék körüli növekedésre nyílhat tér. A magas infláció miatt kamatcsökkentésre legkorábban 2026 vége felé, de inkább 2027-ben kerülhet sor.



Régiós államkötvényhozamok alakulása az elmúlt 5 évben (%)

Forrás: Bloomberg, Concorde Elemzés

06 KKE régiós és magyar részvénypiaci kitekintés

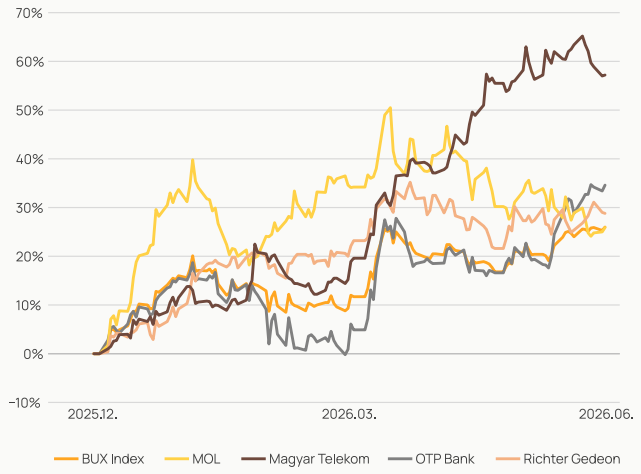
Egyedi vállalati céláraink alapján súlyozott 2026. év végi BUX-célárunk 160 ezer pont, ami további kétszámjegyű hozammal kecsegtet.

Az országgyűlési választásokat követően a magyar részvények vegyes képet mutatnak a teljesítményt illetően. A blue chipek szárnyalnak, miközben a növekvő profitok és a külföldi befektetői érdeklődés élénkülése miatt további felértékelődésre számítunk. Egyedi vállalati céláraink alapján súlyozott 2026 év végi BUX index célárunk 160 ezer pont. Az orosz-ukrán háborúban történő bármilyen pozitív elmozdulás további teret adhatna a régió részvénypiacainak a felértékelődéséhez. Véleményünk szerint egy békemegállapodás további 10-15 százalékos hirtelen felértékelődéshez vezethet a teljes régióban.



Bálizs Mihály · www.autisticart.hu

2026 első félévében a magyar részvénypiac jelentős felértékelődésen ment keresztül. A BUX index az év első 6 hónapjában forintban 26 százalékkal, míg dollárban mérve a forint erősödésének köszönhetően 33 százalékkal került feljebb. A magyar parlamenti választások eredményét követően jelentős divergencia alakult ki a részvényindex komponenseit illetően. A négy blue-chip részvény kiválóan teljesített, és a hátán vitte az indexet, viszont az előző kormánnyal közeli kapcsolatban álló cégek teljesítménye visszavetette az emelkedést.



A hazai blue chipek idei I. féléves teljes hozamai

Forrás: Bloomberg, Concorde

A dollárban elért kiemelkedő teljesítmény a külföldi intézményi befektetők figyelmét is felkeltheti. Ugyanakkor meglátásunk szerint a külföldi pozícionáltság a kötvénypiaccal szemben a részvénypiacon még nem alakult ki, ami további teret biztosíthat az év második felére. A külföldi tőkebeáramlás mellett fundamentális oldalról az eredménybővülés jelenthet további kapaszkodót a magyar részvényeket illetően.

A magyar blue chipek közül az OTP, a Richter és a Magyar Telekom 2026-ban újabb rekord évet zárhatnak előrejelzéseink szerint, ami további kedvező jel a befektetőknek. A Concorde BUX indexre vonatkozó 2026. év végi célára 160 ezer pont körül alakul, ami az év második felében további kétszámjegyű hozammal kecsegtet a hazai részvényindex esetében.

Alapvetően külső hatások miatt a futó harmadik negyedévet nagyobb volatilitás jellemezheti, ezek az externális tényezők pedig a hazai részvénypiacra is hatással lehetnek, ugyanakkor a profitnövekedés tartós maradhat előrejelzéseink alapján, ami a magyar bikát támogatja. Továbbá a magyar kormány piac- és EU-barát intézkedései támogatóan hathatnak a részvénypiac felértékelődésére az országkockázati prémium mérséklődésén keresztül.

Mindemellett nem mehetünk el szó nélkül amellett, hogy a szomszédunkban zajló orosz–ukrán háború lezárását illető bármilyen pozitív elmozdulás a teljes közép-kelet-európai régió felértékelődéséhez vezethetne.

MAGYAR TELEKOM – AJÁNLÁS: VÉTEL

CÉLÁR: 2 800 FT

A vállalat a befektetők nagy kedvence maradhat a következő években. A július 1-jén bevezetett inflációs díjkorrekció stabil növekedési alapot teremt, miközben a költségek hatékony kontroll alatt tartása és az alacsony eladósodottság további eredménybővülést biztosít. A várt profitbővülés mellett természetesen kiemelt szerepet tölt be a részvényesi kifizetés a befektetési sztori szempontjából, mivel a 9 százalék körüli osztalékhozam a csökkenő magyar hozamkörnyezettel párosulva kimagasló potenciált biztosít véleményünk szerint.

A következő évek egyik fő kérdése a részvényesi javadalmazás formája lehet, ugyanis a csökkenő részvényszám a likviditás csökkenéséhez vezet. Emiatt a következő években nagyobb arányú osztalékfizetésre és relatív kevesebb részvényvisszavásárlásra számítunk. Negatívumként a szektort érintő különadó bevezetése jelenthet kockázatot, ugyanakkor a kormányzat jelenlegi kommunikációja alapján ennek alacsony valószínűséget tulajdonítunk.

MOL – AJÁNLÁS: VÉTEL

CÉLÁR: 4 430 FT

A MOL sztoriját jelenleg négy, jórészt egymástól független szál mozgatja pozitív irányba. (1) A finomítói marzs környezet strukturálisan magas maradhat, mert az ukrán drónháború az orosz kapacitás jelentős részét kiütötte a piacról. (2) A NIS-felvásárlás jelentős regionális terjeszkedést kínál, hiszen a MOL a szerb piac egyetlen finomítóját vette célba. Ez a sztori azonban egyelőre nem lezárt a részvényesi megállapodás ellenére sem, így meghiúsulása talán a legnagyobb kockázat jelenleg. (3) Az Európai Unió Bírósága idén áprilisban kimondta, hogy a magyar CO2-kvótaadó ellentétes az uniós joggal, ami azt jelenti, hogy a MOL visszaigényelheti a korábban befizetett összegeket, ráadásul ezzel a jövőben sem kell rendszeresen felmerülő költségként számolni. (4) A KEKVA-rendszer felszámolása keretében a Mol – Új Európa Alapítványba 2021-ben bevitt, csaknem 43 millió darabos részvénycsomag visszakerülhet a MOL-hoz mint saját részvény. Mivel a saját részvényekre nem kell osztalékot fizetni, ez a szeptemberi kifizetéstől kezdve közel 6 százalékkal megemelheti az egy részvényre jutó osztalékot.

OTP – AJÁNLÁS: VÉTEL

CÉLÁR: 51 100 Ft

Idén kétszer is megemeltük a célárunkat: először a 2025-ös pénzügyi év eredményei után, majd a Tisza Párt áprilisi elsöprő győzelmét követően. Az OTP kiemelkedő teljesítménnyel zárta a 2025-ös évet, a tőkemegfelelési mutatók pedig erősek, ami támogatja a bank közép-ázsiai akvizíciós terveit. Becslésünk szerint a bank mostanra durván 6 milliárd eurót halmozott fel egy nagyszabású felvásárlásra, ha a saját részvényeit is felhasználná egy tranzakcióra. A korábban meghirdetett sajátrészvény-visszavásárlás a végéhez ér, de nem látjuk akadályát, hogy a bank új programot hirdessen meg.

A bevételek a forint jelentős erősödése ellenére is emelkedhetnek, miközben az eszközállomány növekedése és minősége is egészséges. Magyarországon a támogatott hitelek és a betétbeáramlás támogatják a nettó eredményt a növekvő kormányzati elvonások ellenére, míg a külföldi piacok profitálnak a kihívásokkal teli, de kedvező makrogazdasági környezetből. A szűkös munkaerőpiac, az alacsony munkanélküliség és a nominális bérdinamika mind pozitívan hathatnak a bankszektorra.

RICHTER – AJÁNLÁS: VÉTEL

CÉLÁR: 15 080 FT

A részvénysztorit az ideggyógyászati és nőgyógyászati szegmensekben működő kutatás-fejlesztési platformok alapozzák meg, és több kulcspillanat is bekövetkezhet a következő 12 hónapban. Emiatt érdekes időszak elé néz a Richter.

A vizsgálati fázisban lévő ABBV-932 antipszichotikum jelölt fázis II vizsgálata a befejezéshez közeledik, és az amerikai partner AbbVie menedzsmentje legutóbb optimista iránymutatást adott. A nőgyógyászati szegmens pedig a menopauza terén nyerhet egyre nagyobb piacot, mivel a Fylrevy nevű hormonpótló terápiás tablettája jelenleg bevezetés alatt van.

A piac továbbra is kellő óvatossággal kezeli a Vraylar utáni eredmény visszaesés kockázatait, ugyanakkor az általunk követett részvények közül a Richter kínálja a legjobb hozam/kockázat arányt a blue chipek között. Az év második felében nem várunk további forint erősödést, emiatt a befektetők kiárazhatják az eredményromlásból fakadó kockázatokat.

	Célár	Ajánlás	Piaci kapitalizáció (milliárd Ft)	BUX súly	EPS 2027F	P/E 2027F	Várt osztalék 2026 után
OTP Bank	51 100	Vétel	12 922	47%	5 060	9,1x	1 643
MOL	4 430	Vétel	3 379	19%	508	8,0x	336
Richter Gedeon	15 080	Vétel	2 273	17%	1 499	8,1x	725
Magyar Telekom	2 800	Vétel	2 370	8%	273	9,7x	245

Forrás: Bloomberg, Concorde

A Concorde ajánlásai a magyar blue chipekre

Forrás: Concorde Elemzés

KÖZELEDHET AZ OROSZ-UKRÁN HÁBORÚ LEZÁRÁSA?

A szomszédunkban már több mint négy éve tartó orosz-ukrán háború kritikus helyzethez érkezett. A front egyelőre megrekedni látszik, az orosz nettó területfoglalások idén júniusban többéves mélypontra estek, a harcok pedig egyértelműen a donbaszi régió erődvárosaira koncentrálódnak. Az egyenlőtlen domborzati viszonyok és az éveken keresztül felépített védelmi infrastruktúra miatt az orosz hadsereg előrenyomulása rendkívül nehéz, ebből kifolyólag akár hosszú hónapokra vagy évekre is befagyaszthatja a front ezen szakaszát. Ez felgyorsíthatja azt a folyamatot, hogy amerikai közreműködéssel egy kompromisszumos megállapodás megszülethessen Oroszország, illetve Ukrajna között.

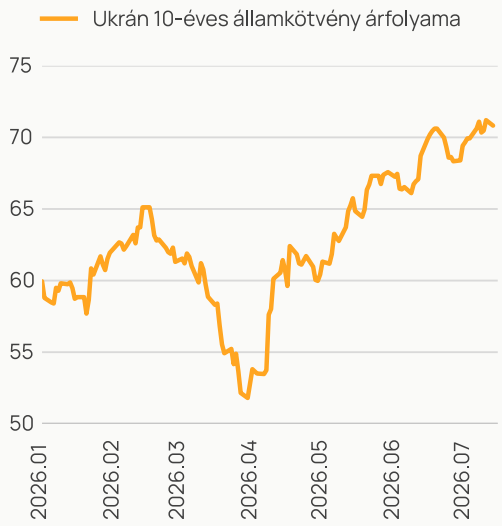
Az erődvárosok bevétele nélkül Oroszország aligha tudja elérni kimondott célját, a teljes Donbász megszállását, az elhúzódó ostrom viszont egyre nagyobb terhet ró az orosz háttérállamra – ezt az ukrán közép- és hosszú távú dróntámadások tovább mélyítik, és végső soron Putyinra is nyomást gyakorolhatnak.

Az orosz költségvetési hiány az idei első öt hónapban a 2025-ös GDP 2,8 százalékát érte el. Ez 60 százalékkal több a teljes évre tervezettnél, miközben a védelmi kiadások aránya idén elérheti a költségvetési kiadások akár 40 százalékát. Az alacsonyabb olajár miatt stagnáló bevételek a kiadások megnyirbálásához és a devizatartalékok apadásához vezetnek, ez pedig fokozza a gazdasági-politikai elit közti feszültséget.

A dróntámadások az infrastruktúra mellett a fronton is súlyos veszteségeket okoznak: ukrán források szerint az orosz havi harctéri veszteségek már meghaladják a toborzási kapacitást, a csökkenő önkéntes-utánpótlás pótlása pedig plusz költséget vagy társadalmilag kockázatos sorkötelezettség-bevezetést jelenthet. Az üzemanyaghiány és a moszkvai-szentpétervári dróncsapások miatt a lakosság is egyre inkább érzi a háború terhét: Putyin népszerűsége júniusban a 2022 előtti szintre esett vissza a Levada Center szerint, a VCIOM pedig a legnagyobb heti visszaesést mérte.

Az ukrán légvédelem és a dróntechnológia javulása egyre inkább korlátozza az orosz területszerzést, ami miatt egy Trump elnöksége alatti tárgyalásos rendezés racionálisabbá válhat Putyin számára – ebben Ukrajna elveszítené a megszállt területeket, de megőrizné szuverenitását és nyugati integrációs esélyét. A háború elhúzódása ugyanakkor továbbra is reális kockázat, amit az orosz fél korábban is vállalt, a felfutó orosz dróngyártás pedig tovább nyomás alá helyezheti az ukrán védelmet.

Egy pozitív, megállapodással záruló forgatókönyv esetén az ukrán kitettségű eszközök – régiós bankok, újjáépítésben érintett vállalatok, amerikai tőzsdén jegyzett ukrán cégek – jelentős felértékelődésen mehetnek keresztül, és a kockázati hangulatot jelző ukrán 10 éves államkötvény is érdemben drágulhat a geopolitikai kockázat kiárazódásával.



A 10 éves ukrán államkötvény árfolyamának alakulása (%)

CONCORDE

Jogi nyilatkozat

A fenti elemzés kizárólag tájékoztató jellegű, nem minősül az értékpapírok jegyzésére, vásárlására vagy eladására történő felhívásnak. A fenti elemzés olyan adatokat, előrejelzéseket, információkat tartalmaz, amelyeket az elemzés készítői megbízhatónak és pontosnak tartanak, a leírtak teljességével és pontosságával kapcsolatban a jelen dokumentum készítői semmilyen felelősséget nem vállalnak. A Concorde Értékpapír Zrt. alkalmazottai az elemzésben szereplő értékpapírokban és befektetési eszközökben pozíciókkal rendelkezhetnek, ezek bármikor megváltozhatnak. Az elemzésben szereplő információkra, véleményekre és előrejelzésekre a piaci viszonyok változása hatással lehet. A fenti elemzés a Concorde Értékpapír Zrt. kizárólagos szellemi tulajdona, jogi védettség alatt áll; az kizárólag a Concorde Értékpapír Zrt. kifejezett, előzetes, írásbeli hozzájárulásával adható át, illetve tehető hozzáférhetővé harmadik személy részére. A fenti elemzésben foglalt információ önmagában nem feltétlenül elégséges döntések meghozatalához. Felhívjuk figyelmét a fenti információ és más forrásokból származó egyéb információ egybevetésének szükségességére. A Concorde Értékpapír Zrt. semmiféle felelősséget nem vállal a fenti információn alapuló döntésből eredő esetleges károkért. A fenti elemzésben foglalt információ felhasználása automatikusan a jelen jogfenntartási nyilatkozatban foglaltak elfogadását jelenti.



Stadtmüller Tamás · www.autisticart.hu