

TELJESÍTMÉNY-
ÉRTÉKELES ÉS

VIG
ALAPKEZELŐ
MAGYARORSZÁG

BEFEKTETÉSI KILÁTÁSOK

VIG AM

2024



A LEGFONTOSABB MEGÁLLAPÍTÁSOK (2023)

- Az amerikai gazdaság elhúzott, erősödött a dollár
- A csökkenő kamatok és az AI vezérelte a new york-i tőzsdei ralit
- A dezinflációval megindult a hozamesés a kötvénypiacokon
- Az amerikai tőzsdén felzárkózhatnak az eddig lemaradó szektorok is
- A latin-amerikai és a közép-európai részvénypiacok vihetik a prímet
- A csökkenő kamatok és nemzetközi trendek is gyengíthetik a forintot



A 2023-AS ÉV A VILÁGGAZDASÁGBAN



KÖTVÉNYPIACOK

A tavaly októberig tartó jelentős eladási hullámot követően a negyedik negyedévben komoly fordulat állt be a kötvénypiacokon. Az Egyesült Államokban és Európában egyaránt több mint egy százalékpontot estek a hosszú lejáratú hozamok, elindítva a kötvények felértékelődését.

Ez jelentős változás: az év első 9 hónapjában ugyanis még jelentős hozamemelkedést lehetett látni. Ennek több, összeadó oka is volt. A világgazdaság megsínylette a 2023-as évet: Kínában még mindig nehézségeket okoz a hatalmas ingatlanbuborék miatt kialakult adósságállomány leépítése, az európai gazdaságok növekedési üteme már az energia válságot követően kiábrándítóan alakult, az autópárt a hagyományos járművek iránti kereslet csökkenése miatt komoly strukturális problémák sújtják. Egyedül az Egyesült Államok teljesített jól, ahol a Covid-járvány alatt felgyűlt többlet megtakarításoknak és a magas vásárlási hajlandóságnak köszönhetően a fogyasztás erős maradt. Ez az erőforrás azonban mára kimerülőben van, az USA-t is elérheti a ciklikus lassulás.

A kedvezően alakuló infláció a vártnál nagyobb ütemben lassult 2023-ban, de ez a dezinflációs folyamat nagyrészt már valószínűleg lezajlott. Az árupiaci infláció a kínálati sokkok megszűnése és a szállítási költségek enyhülése következtében visszaállt a járvány előtti szintre, míg a szolgáltatások területén mért fogyasztói áremelkedés ugyan tetőzött, de egyes gazdasági szektorokban továbbra is magasan áll.

RÉSZVÉNYPIACOK

A márciusi amerikai és svájci bankcsődök, a recessziós félelmek és az elmúlt évtizedek legmagasabb hitelfelvételének költsége ellenére a részvénytörzsek kimondottan erős évet zártak 2023-ban. Az első háromnegyed évet a mesterséges intelligenciához (MI) kötődő – a tőzsdei zsargonban a „Hét Mesterlövész”-nek nevezett – amerikai óriásvállalatok részvényeinek árfolyam emelkedése határozta meg. A vállalati nyereségekben az MI miatt olyan jelentős hatékonyság növelési potenciál rejlik, hogy ennek a tételnek jelentős szerepe volt a kamatemelési ciklusának lezárásában is. A Fed ezzel kapcsolatos retorikájának következményeként a részvénytörzsek karnyújtásnyi távolságra kerültek eddigi legmagasabb árszintjükhez.

Az európai részvénytörzsek az év végi ralinak köszönhetően szintén jó évet tudhatnak maguk mögött, míg a közép-európai regionális tőzsdék 2009 óta nem látott emelkedést produkáltak. Bár a feltörekvő piacok döntő többsége jó eredményeket ért el, az ország csoportnak csak sereghajtó szerep jutott tavaly, amiért elsősorban a lassuló Kína volt felelős.

A „Hét Mesterlövész” és az S&P 500 index hozama az elmúlt 1 évben



Forrás: CNBC, VIG AM

DEVIZAPIACOK

Míg a tavalyi év első felében nem volt markáns trend, a második félévet az amerikai dollár erőteljes emelkedése határozta meg, egészen novemberig. A dollár-rali mögött a már említett kivételes amerikai gazdasági teljesítmény állt: a tengerentúli GDP növekedése a piaci szereplők által vártnál sokkal nagyobb volt, ami miatt az amerikai jegybanknak továbbra is szigorú kamatpolitikát kellett követnie és a magas kamatszint (a csúcson 5% 10 éves hozam) jelentősen megnövelte a dollár iránti befektetői keresletet.

A központi bankok a 2022-2023-as időszakban végrehajtott összehangolt kamatemelésekről 2024-ben összehangolt kamatcsökkentésekre térnek át. Az EUR/USD árfolyam jövő évi emelkedését jósló konszenzusos előrejelzés az amerikai gazdaság lassulására épül, ami enyhíti az inflációs nyomást és lehetőséget teremt a Fed-nek a kamatcsökkenésre. Ez a forgatókönyv azonban csak akkor valósulhat meg, ha 2024-ben sikerül elkerülni a világméretű recessziót és a feltörekvő és a fejlett piacok növekedési üteme közötti különbség is csökken.

Az EUR/USD árfolyama az elmúlt 1 évben



Forrás: Google Finance, VIG AM

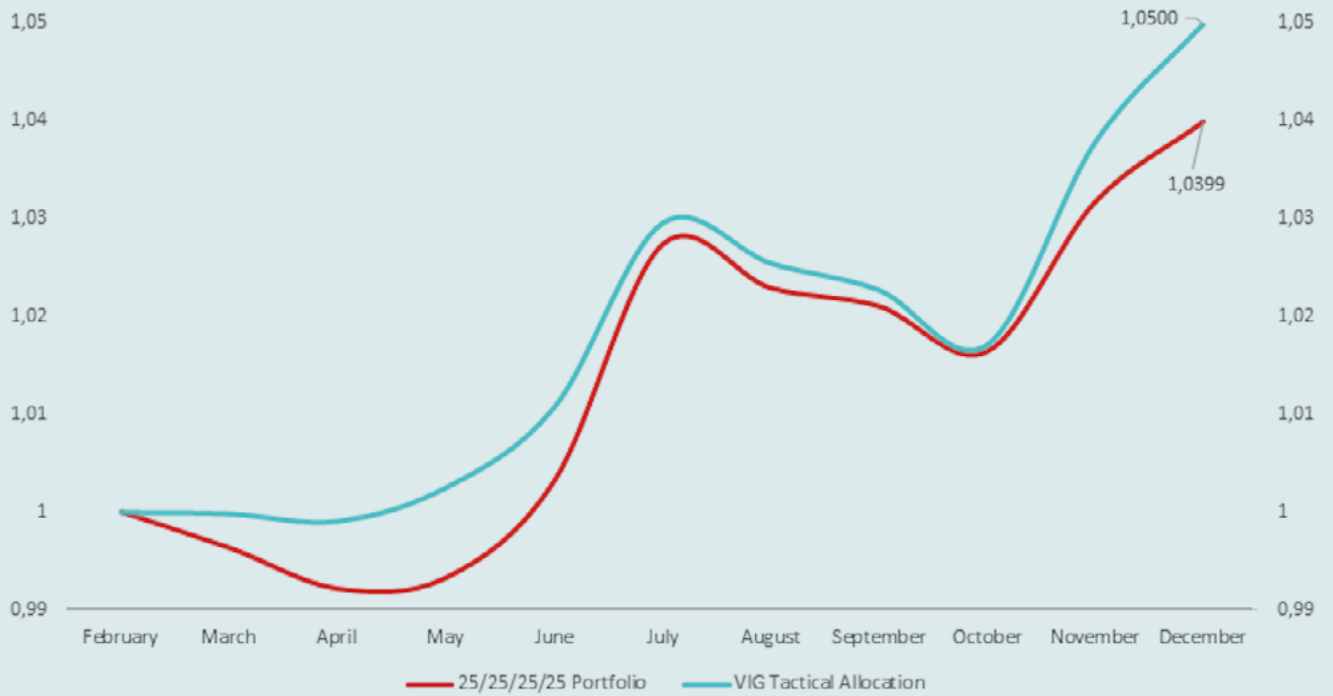
A VIG AM TAKTIKAI ALLOKÁCIÓ TELJESÍTMÉNYE 2023-BAN

A befektetési döntéseink alapját képező VIG AM Taktikai Allokációnk 2023 márciusában indult el és mutatkozott be először a VIG csoport befektetési alapkezelők Pozsonyban megtartott éves konferenciáján. Havi Quadrant elemzésünk az egyes eszközcsoportok értékeltései, fundamentális, hangulati és technikai elemzés kombinált mutatóinak figyelembevételével készül, és az optimális portfólió összetétel kialakításakor nagyban támaszkodik a VIG AM Befektetési Óra modelljére (a Befektetési Óráról lásd keretes írásunkat). A világgazdaság egészére kiterjedő Globális Befektetési Óra-mutatóval ellentétben az amerikai piacra optimalizált Befektetési Óra-mutató a mesterséges intelligencia (AI) terén a tengerentúlon végbemenő forradalom következtében más-más kimenetelű scenáriókat jelzett. Ez okozta az amerikai kötvénypiac alulteljesítését, az USA részvénytőzsdével szemben. A VIG AM havi taktikai allokáció bevezetés óta mért teljesítményét összehasonlítottuk egy referencia portfólió teljesítményével, ami 25/25/25/25% arányban készpénz, kötvény, nyersanyag és részvénytőzsdai eszközökből állt és hosszabb távon várhatóan felültejesít egy hagyományos, 60/40 arányban kötvényeket és részvényeket tartalmazó portfóliót.

A havi taktikai befektetési döntések jóvoltából 2023-ban 1%-kal felültejesítettük a referencia-portfólió teljesítményét.

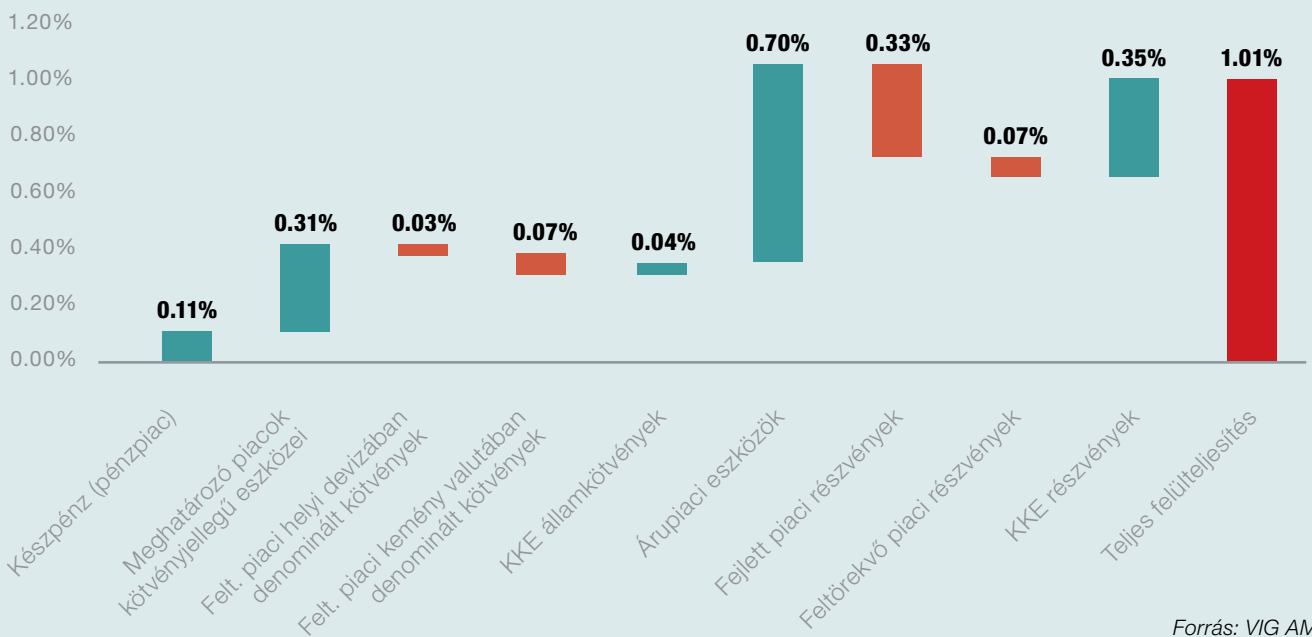
A márciusi és áprilisi kockázatkerülő időszakokban a **pénzpiaci befektetéseket** túlsúlyoztuk, javítva ezzel relatív teljesítményünket a referencia-portfólióval szemben. A **kötvényeken elérhető hozamok** kiváló hosszú távú beszállási pontot biztosítottak a kötvénypiacokon, ám ezirányú lépésünk kissé elhamarkodott döntésnek bizonyult, novemberből kezdődően végül ez a befektetésünk már jelentős eredményeket hozott. A sikeres technikai elemzés és a Befektetési Óra-elemzéssel történő időszak meghatározás eredményeképpen alulteljesítettük az **árupiaci eszközöket**, ami be is vált, mivel recesszió idején a nyersanyagpiacok papírjai alkotják a legrosszabbul teljesítő eszközcsoportot. A **részvényeket** tekintve az S&P 500 index 2023-as nyereségének 60 százalékát kitevő „Hét Mesterlövész” (Magnificent 7) részvények kedvezőtlenül befolyásolták a portfóliónk alakulását, mert alulbecsültük kimagasló teljesítményüket. A közép- és kelet-európai részvénytőzsdák iránti preferenciánk azonban mindvégig kifizetődőnek bizonyult az év során.

A VIG AM Taktikai Allokációs Portfólió jól teljesített az első negyedév amerikai bankválságai idején is, kötvényjellegű eszközei pedig a negyedik negyedévben mutattak fel kiemelkedő teljesítményt:



Forrás: VIG AM

VIG AM Taktikai Eszközallokáció felülteljesítés szerinti bontása: 2023. március – 2023. december

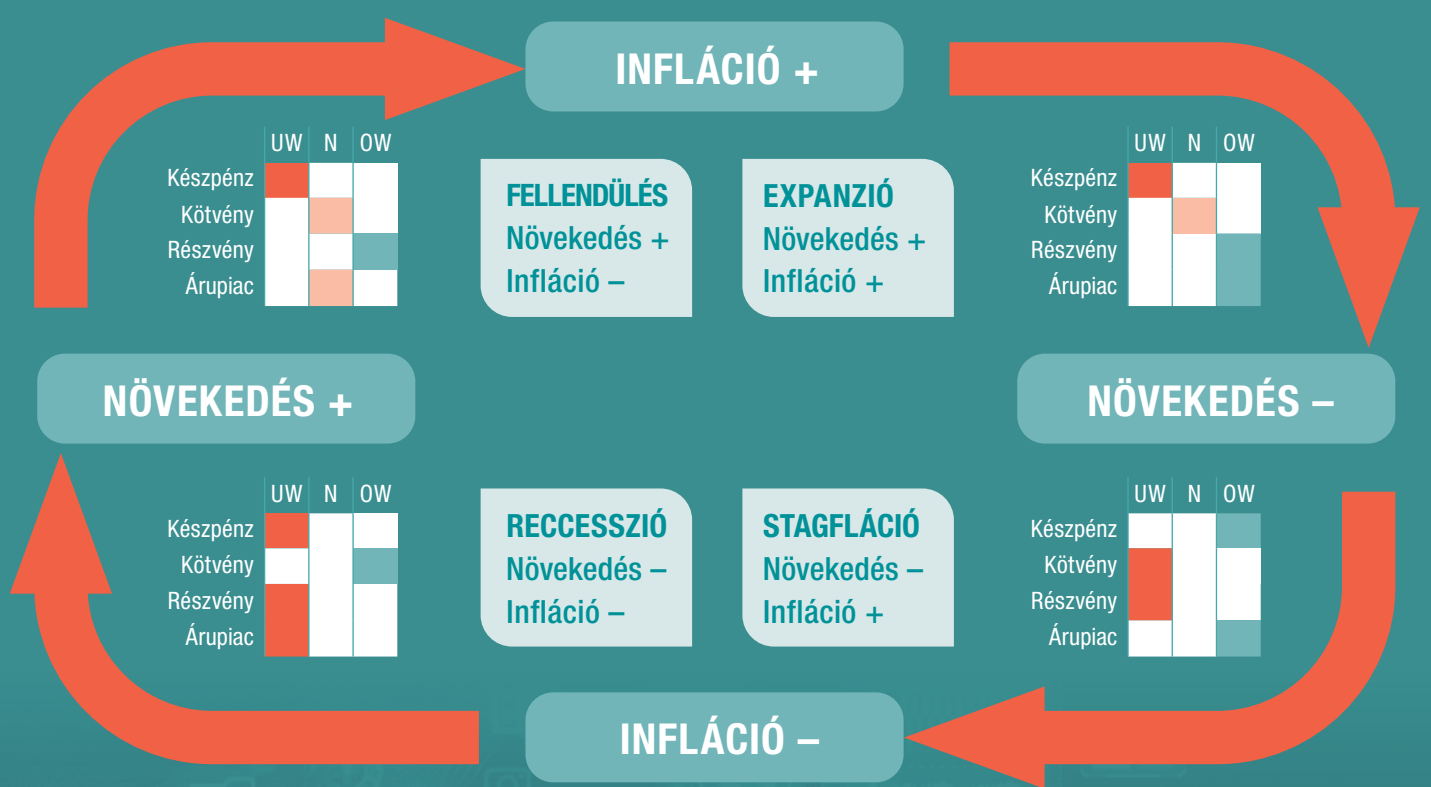


Forrás: VIG AM

MI AZ „INVESTMENT CLOCK”, AZAZ BEFEKTETÉSI ÓRA?

Elemzésünk az USA, Európa és Kína előretekintő gazdasági mutatóinak vizsgálata alapján igyekszik meghatározni, hogy a tőkepiaci ciklus éppen melyik szakaszában tarthat. A visszamérési eredményeinkből az derült ki, hogy

a tőkepiaci ciklus adott szakasza határozza meg az egyes eszközosztályok várható teljesítményét. Ennek alapján igyekszünk tehát eldönteni, hogy melyik ciklusok szakaszában melyik eszközosztályt részesítsük előnyben.



GLOBÁLIS ÉS MAGYAR KILÁTÁSOK 2024-RE

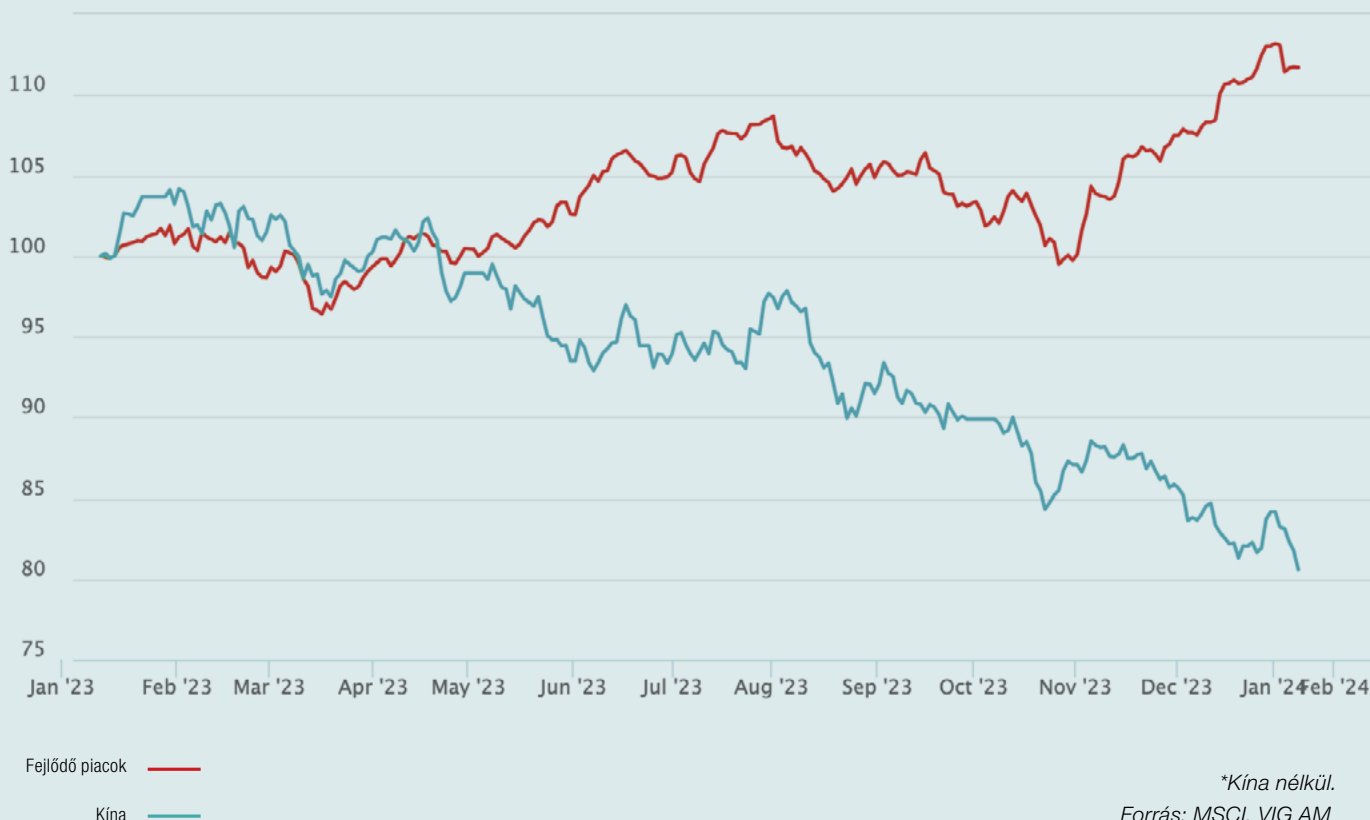


Az **Egyesült Államokban** az alacsonyabb GDP-növekedés dacára a nyereség ciklus 2023-ban alighanem elérte mélypontját és a piaci konszenzus 10%-os profit növekedést jósol az idei évre. A Fed kamatpolitikájában beállt novemberi fordulat után az eddig lemaradó szektorok is felzárkóznak a „Hét Mesterlövész” részvények raliájához. Bár az **európai részvények** az év végi árfolyamemelkedésnek köszönhetően végül két-számjegyű – bár az amerikaiaknál kisebb – bővülést mutattak, nem látunk olyan tényezőt, amely miatt az európai részvények a globális átlagnál jobban teljesíthetnének. Az Európai Központi Bank kamatcsökkentését a 13-as átlagos P/E alapján már beárazták a befektetők, ami azt jelenti, hogy hacsak a vállalati nyereségek nem nőnek, véget érhet az ártértékelődés. De erre jelenleg nincs sok esély.

A **feltörekvő piacok – Kína kivételével** – jobban teljesíthetnek 2024-ben. Az átlagot meghaladó növekedés, a reálkamatok csökkenése, a gyengülő dollár, a szűk feltörekvő piaci hozamkülönbségek és az erősödő nyersanyagpiacok mind kedvezhetnek ezeknek a gazdaságoknak, és így – a konszenzusos forgatókönyv teljesülése esetén – a feltörekvő országok alulsúlyozását is érdemes felülvizsgálni. A legjobb eredményeket a latin-amerikai és a közép-európai országok érhetik el, míg Ázsiában kevesebb a potenciál.

A **közép-európai részvény piac** 2023-ban euróban kifejezve több mint 40%-kal erősödött. A régió a vártól sokkal nagyobb nyereségeket produkált, ami a megugró árfolyamok mellett is mérsékelten tartotta a részvények értékelttségét. Az értékelés és a hangulat 2024-ben is kedvez Közép-Európának: a dezinfláció és az alacsonyabb kamatok lehetőséget teremtenek a gazdasági fellendülésre és a vásárlóerő növekedésére egyaránt. A Covid-járványt követő időszakban jelentősen javult a régió vállalatainak jövedelmezősége: 2022-ben az olaj- és földgázipar, 2023-ban pedig a bankszektor járult hozzá a legnagyobb mértékben az összesített nyereség tömeghez. Idén a piacbarát kimenetelű lengyel választások pozitív hatása segíthet fenntartani a piaci növekedést, ahogy a (Kínából történő tőkeáramlás miatt) feltörekvő gazdaságokba befolyó pénz is kedvező folyamatokat indíthat el.

A fejlődő piacok* és a kínai tőzsde teljesítménye az elmúlt 1 évben



A magyar részvényekben a tavalyi jó teljesítmény után idén is látunk fantáziát. Az energiaválsággal és inflációval terhelt időszakot magunk mögött hagyva a reálbérek növekedésére és ezzel a lakossági fogyasztás és a hitelezési dinamika javulására számíthatunk, amit a forint kamatszint erős csökkentése is támogatni fog. A szabályozói környezet az elmúlt hónapokban sokat javult: érdemben csökkent a magyar blue-chip részvényeket sújtó különadók mértéke. A legnagyobb hazai tőzsdei cégek tavaly évtizedes átlag feletti nyereséget értek el, ami a magas részvényesi juttatásban is megmutatkozik. A 2024-es évben további enyhe eredménynövekedésre számíthatunk, így a globális és régiós összehasonlításban is extrém olcsó árazás még mindig jó beszállót jelenthet a hosszútávban gondolkodó, érték szemléletű befektetőknek. A legnagyobb kockázatnak idén az EU-s források körüli vitákat és a tényleges kifizetés elhúzódnását látjuk. A brüsszeli pénzek folyósításával kapcsolatos pozitív hírek ugyanakkor jelentősen segítenék a nemzetközi befektetők növekvő kockázatvállalását a Budapesti Értéktőzsdén.

A forint árfolyamát számos tényező támogatja. A folyó fizetési mérleg egyenlege már 2023-ban rengeteget javult, ez 2024-ben is segíti a forintot. Az Európai Bizottság a vártnál nagyobb, mintegy 10 milliárd eurónyi forrást szabadított fel, az infláció visszatért a régiós átlaghoz, mindezek eredményeképpen Magyarország kockázati megítélése is javult. A Magyar Nemzeti Bank továbbra is óvatos monetáris politikát folytat, ami a pozitív reálkamattal és a forint magas nominális kamatszintjével jelentős erősödést hozott tavaly. Idén azonban – bár a fundamentumok nem indokolnák – a változékony globális környezet és a hazai gazdaságpolitika alakulása kihívásokat tartogat. Az Államadósság Kezelő Központ elkezdte csökkenteni a lakossági forint állampapírok eddig igen vonzó kuponjait, egyre többen gondolkozhatnak el devizás befektetéseken. A forintot támogató magyar kamatfelár a jegybank kamatvágási ciklusának előrehaladtával, illetve annak esetleges gyorsításával rohamosan csökken, ami a stabil árfolyam végét jelentheti.

A hazai gazdaságpolitika fókuszja is eltolódni látszik a magas nyomású gazdaság és a növekedésösztönzés felé, aminek egyik megszokott eleme a forint fokozatos leértékelődése.

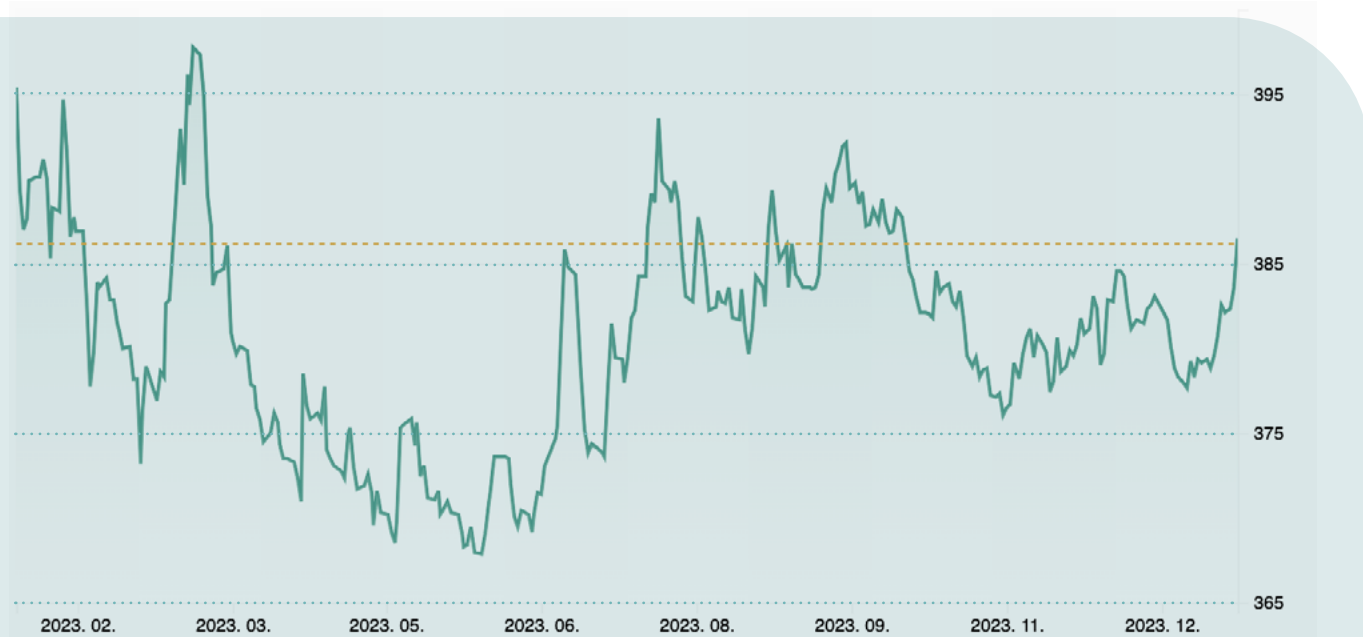
Rövid távon az óvatos MNB ezt valószínűleg igyekszik majd tompítani, ugyanakkor az idő előrehaladtával – és a kamatszint csökkenésével – a forint volatilitásának a növekedésére lehet számítani. Egy kockázatosabb forgatókönyv megvalósulása esetén (legyen az a globális kockázatkerülés, egy adósságválság vagy recessziós félelmek) a már lecsökkent kamatszint valószínűleg nem tud majd teljes védelmet nyújtani a nemzeti valuta számára, ami jelentős gyengülést vonhat maga után. Ezért érdemes lehet deviza befektetésekkal diverzifikálni a portfóliónkat.

A MAGYAR KÖTVÉNYPIAC

A hazai és külföldi kamatvágások és a lassuló globális növekedés továbbra is támogató a magyar kötvényekre nézve, ugyanakkor azokat sem szabad figyelmen kívül hagyni, hogy ezt már jelentős mértékben beárazta a piac. A Fed és az EKB részéről nagyságrendileg hasonló számú, mintegy 5-6 kamatcsökkentésről van szó, míg a magyar alapkamat 4,25-4,5 környékére mérséklődne a legmerészebb kamatvágási várakozásunk alapján.

Számos új kockázat is előkerült. Az erős dezinflációt követően a globális gazdaság recessziót elkerülő, ún. „puha landolása” esetén legkésőbb a második félévben megtorpanhat az áremelkedési ütem csökkenése és újra emelkedésnek indulhat az infláció. A historikus tapasztalatok szerint puha landolás esetén ilyenkor már nem tud tovább mérséklődni az infláció. A gazdaságélénkítés és a magasnyomású gazdaság is inflációs kockázatokat hordoz magában, ha a puha landolás vagy landolás nélküli forgatókönyvben találja magát a világgazdaság. A magas államháztartási hiány szintén rizikófaktor, mint ahogy az EU-pénzekkel kapcsolatos negatív meglepetések. A rövid (1-2-3 éves) lejáratú forint kötvényekben továbbra is van fantázia, hiszen a kamatvágási ciklus és a kormány gazdaságpolitikája is ezt a szegmenst támogatja a leginkább. Ugyanakkor a fenti kockázatok a hozamgörbe meredekségének a növekedésében csapódhatnak le, így a hosszú futamidejű állampapír hozamok további érdemi csökkenése inkább csak egy recessziós környezet bekövetkezése esetén várható.

EUR/HUF árfolyam az elmúlt 1 évben



Forrás: MNB, VIG AM



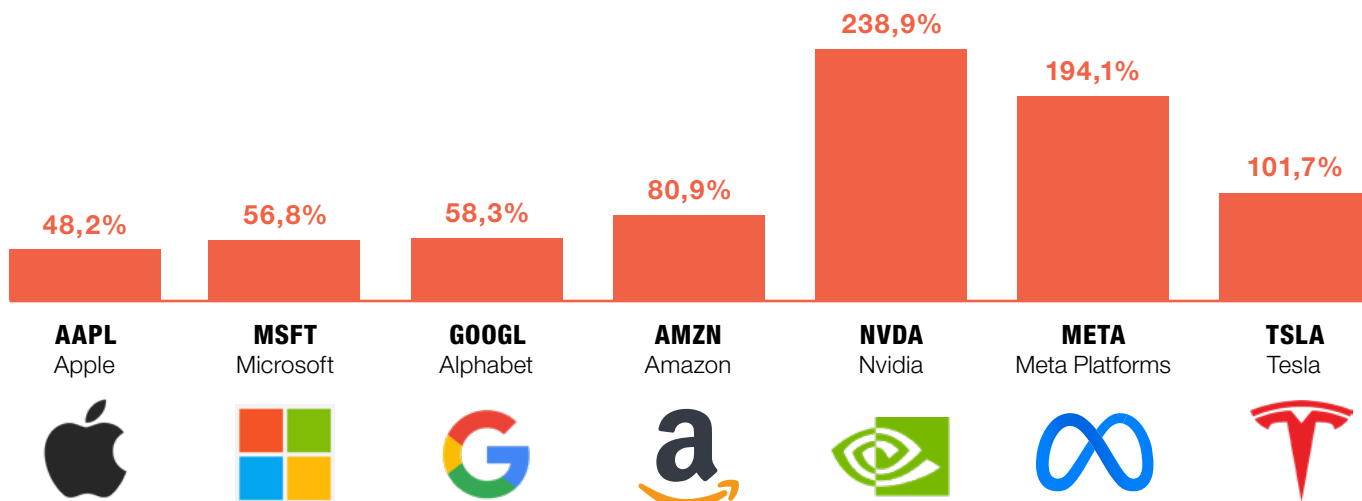
MESTERSÉGES INTELLIGENCIA: NAGYOBB A FÜSTJE, MINT A LÁNGJA? VAGY A NEGYEDIK IPARI FORRADALOM BEHARANGOZÓJA?

A 2023-as év indulásakor az egekbe szökött a mesterséges intelligenciát (MI) övező érdeklődés. A piac az „enabler”-ekre, azaz a már meglévő technológiát kiszolgálókra (Nvidia) és a „hyperscaler”-ekre, az amerikai technológiai szektor legnagyobb kapitalizációjú, „mega-cap” vállalataira összpontosított. Ennek eredményeként az amerikai S&P 500 tőzsdeindex „Hét Mesterlövésze” közé tartozó részvények – az Apple, a Microsoft, az Amazon, az Alphabet, a Meta, a Tesla és az Nvidia – lekörözték a többieket, elkendőzve ezzel a részvénytőzsde túlnyomó többségét érintő leértékelődéseket. A hét húzónév nélkül az előremutató

P/E ráta csak 17,8-szoros lenne, szemben a teljes index 20-as értékével. Ha az MI továbbra is exponenciális ütemben fejlődik és terjed, akkor az elkövetkező években jelentős lökést adhat a vállalati termelékenységnek. Ha széles körben elterjed az elkövetkező évtizedben, önmagában 1,5 százalékponttal emelné a globális munkatermelékenység éves növekedési ütemét. A termelékenység korábbi, innovációvezérelt fellendülési időszakainak tapasztalatai azt mutatják, hogy egy ilyen fejlődési irány az alap forgatókönyvtől jelentősen eltérő potenciális EPS-növekedési pályát eredményezhet a következő évtizedben.

A „Hét Mesterlövész” hozama 2023-ban

2023-as nyereség



Forrás: TipRanks, VIG AM

AZ INFLÁCIÓ ÉS AZ ARANY

A sokak által értékörzőnek tekintett arany árát gyakran használják inflációs mutatóként. A befektetők hajlamosak aranyat vásárolni és abban tartani pénzüket olyankor, amikor az infláció növekedésére számítanak. Az arany világszerte ugyanakkor a kamatlábak alakulása is befolyásolja. A tapasztalatok azt mutatják, hogy az arany ára alacsony kamatkörnyezetben emelkedik, magas kamatok mellett viszont nem.

Ennek egyszerű oka van: az arany ugyanis nem fizet kamatot. A tízéves amerikai kötvény hozama a tapasztalatok szerint fordítottan mozog az arany árfolyamával. Látható azonban, hogy amikor az amerikai tízéves papír hozama megközelítette az 5%-ot, az arany ára is feljebb ment. Ez arra utal, hogy az aranybefektetők megítélése szerint a Fed a gazdaság lassulásától tartva idő előtt áll le a kamatemelésekkel.



Az arany és a dollár kamatlábak inverz kapcsolata



Forrás: iShares, VIG AM



Loncsák András

befektetési igazgató
Loncsak.Andras@am.vig



Bakos Ádám

kötvény üzletág vezető
Bakos.Adam@am.vig



Pálfi György

részvény üzletág vezető
Palfi.Gyorgy@am.vig



Czachesz Gábor

kvalitatív és multi asset
üzletág vezető
Czachesz.Gabor@am.vig



Németh Gábor

szenior
portfolio menedzser
Nemeth.Gabor@am.vig



Kardos Zsolt

portfolio menedzser
Kardos.Zsolt@am.vig

JOGI NYILATKOZAT

Ez egy forgalmazási közlemény. A megalapozott befektetési döntés meghozatalához részletesen tájékozódjon az alap befektetési politikájáról, a befektetés lehetséges kockázatairól és a forgalmazási költségekről az alap forgalmazási helyein és az Alapkezelő weboldalán (www.vigam.hu) található kiemelt befektetési információjából, hivatalos tájékoztatójából és kezelési szabályzatából. A múltbeli teljesítmény alapján nem jelezhetőek előre a jövőbeli hozamok.

A befektetéssel elérhető jövőbeni hozam adóköteles lehet, az egyes pénzügyi eszközökre, ügyletekre vonatkozó adó-

és illeték információkat pedig csak az egyes befektetők egyedi körülményei alapján lehet pontosan megítélni, ami a jövőben változhat. A befektető feladata, hogy tájékozódjon az adókötelezettségről.

Jelen tájékoztatóban szereplő adatok kizárólag információs célokat szolgálnak és nem minősülnek befektetési ajánlásnak, ajánlattételnek vagy befektetési tanácsadásnak. A VIG Befektetési Alapkezelő Magyarország Zrt. nem vállal felelősséget a jelen tájékoztató alapján hozott befektetési döntésért és annak következményeiért.