

VIG HOUSE VIEW

VIG
ASSET MANAGEMENT
HUNGARY

Mi történt az előző hónapban?
Mit várunk a következő időszakban?

- Befektetési óra
- Taktikai eszközallokáció
- Fókusz alapok
- A hónap ESG témája

2025. SZEPTEMBER



MI TÖRTÉNT AZ ELŐZŐ HÓNAPBAN?

FÓKUSZBAN: A JAVULÓ ÜZLETI BIZALOM

Itt a vége a tengerentúli gazdaság lassulásának? Augusztusban az elmúlt hónapok romlása után a fontos makrogazdasági mutatók legalábbis vegyes képet mutattak – ma már ez is jó hírnek számít. Az S&P intézet üzleti bizalmi indexének, az amerikai feldolgozóipari PMI-nek az értéke 2025 augusztusában 53 pontra emelkedett (50 fölött beszélünk bővülésről), ami a vállalatok működési feltételeinek 2022 májusa óta nem látott mértékű javulását jelenti. Az új megrendelések növekedtek a legnagyobb mértékben: úgy tűnik, a vállalati szektor megnyugodott Donald Trump világ gazdaságát megrázó vám-ámokfutása kapcsán.

Persze azért nem minden fenékig tejfel: a vámhatások és az ellátási lánc bizonytalanságok miatt a tengerentúli cégek nyáron kiábrándítóan kevés embert vettek fel, a lakáspiac pedig a magas kamatok miatt gyengélkedik (az USA-ban nincs Otthon Start program: egy 15 éves futamidejű lakáshitel fix kamata évi minimum 5,5%). Lassan, de nekilendül Európa is: a Hamburgi Kereskedelmi Bank felmérése alapján az euroövezeti feldolgozóipari beszerzésimenedzser-index augusztusban több mint hároméves csúcsra, 50,7 pontra emelkedett, meghaladva ezzel a növekedést a zsugorodástól elválasztó 50 pontos küszöbértéket. A nagyobb gazdaságok közül a legjobban Spanyolország hasít (54,3 pont), de Franciaország 50,4 pontja is 31 havi, Németország 49,8 pontja pedig 38 havi csúcs.

S&P Global US feldolgozóipari PMI



Forrás: S&P Global PMI

RÉSZVÉNYPIACOT ÉRINTŐ HÍREK

Nincs megállás: a Wall Street újabb történelmi csúcsra ért. Az 500 meghatározó amerikai tőzsdei részvény árfolyam változását követő S&P 500 index 1957-es indulása óta most először érte el a 6500 pontot. A főbb tőzsdei mutatók már négy (a technológiai cégeket tömörítő Nasdaq öt) egymást követő hónapban emelkedtek. A részvények drágultak, köszönhetően annak, hogy a kereskedelmi feszültségek rendeződtek. A vállalati nyereségek is a vártnál jobban alakultak: a második negyedéves gyorsjelentési szezonban az S&P 500 részvényenkénti összesített eredménye 11%-kal nőtt, jóval meghaladva a 4%-os konszenzusos várakozást. A technológiai óriáscégeket tömörítő „Magnificent 7” index tagvállalatainál ez még magasabb, 26% volt (12% a várakozások felett), a mesterséges intelligenciában érdekelt cégek ugyanakkor egyre nehezebben felelnek meg az elrugaszkodott elvárásoknak. Az Nvidia például 3,36%-os havi tőzsdei árfolyam eséssel március óta először könyvelhetett el veszteséges hónapot. Az AI-kereskedelem zászlóshajójának tekintett, kaliforniai székhelyű chipgyártó kínai értékesítése ugyanis megtorpant; az év eleje óta azonban még így is közel 30%-kal értékelődtek fel a részvényei.

Európa ugyanakkor gyengébben szerepelt: a STOXX600 indexet alkotó vállalatok – a 600 legnagyobb európai tőzsdei céget magába foglaló index az európai részvénypiac egyik legfontosabb benchmarkja – tőzsdei kapitalizációjával súlyozott eredménye csak 1,5%-kal haladta meg a várakozásokat. Az EU-s kereskedelmi megállapodás erősen az Egyesült Államoknak kedvez; a növekedés továbbra is gyenge (a dollárhoz képest erősödő euró veszteséget hoz az exportnak), Franciaországban és Németországban belpolitikai válság is borzolja a kedélyeket. Sűrűsödnek a sötét fellegek Közép-Európa egén is: a mostanában a nyugat-barát kormány hatalomra kerülésével a befektetők kedvencévé vált Lengyelország 30%-ra emelné a bankok társasági adóját 2026-ban a védelmi kiadások finanszírozása érdekében. A nem éppen piacokonform lépés érezhető befektetői kiábrándulást és nyomában jelentős esést hozott a varsói tőzsdén. Gondoljunk csak a magyar példára: a szektoradók sokáig megmaradhatnak.



KÖTVÉNYPIACOT ÉRINTŐ HÍREK

Az amerikai államkötvények hozamai csökkentek, miután Jerome Powell, a jegybank szerepét betöltő Federal Reserve elnöke jelezte: kamatcsökkentés a láthatáron! A jelenlegi dollár kamatok magasnak számítanak: a 10 éves futamidejű kötvények közel 3 éve 4% fölötti hozamára azt megelőzően csak 2007-ben volt példa. A jelenlegi kamatszint már abba a kategóriába esik, amely – a drága hitelekkel – fékezi a gazdaságot. A gazdaságra viszont ráfér egy kis stimulus – szeptemberben csökkenhet a jelenleg 4,33%-os alapkamat. A kamatcsökkentés azonban inkább a rövidebb futamidőket érinti: 10-15 éves távon azért már jobban tartanak a befektetők az emelkedő inflációtól és a költségvetés elszabaduló hiányától. Így ezek a futamidők kevésbé értékelődhetnek fel.

Nem úgy, mint például a közép-európai állampapírok: a magyar hosszú hozamok továbbra is vonzóak az európai versenytársakkal szemben (a 10 év múlva lejáró forint állampapírok 7,2%-ot, míg német társaik mindössze 2,7%-ot ígérnek). Az újraindított lengyel kamatcsökkentési ciklus pedig a magasabb értékeltség ellenére is támogatást nyújthat a helyi kötvénypiacnak (a varsói jegybank a tavaszi 5,75%-ról szeptember elejére 4,75%-ra csökkentette az alapkamatot). A kötvény befektetők számára kedvező trend továbbra is fennmaradhat: itthon a jelentős állami készpénztartalékok miatt a kibocsátások mennyisége csökkenhet, Lengyelországban pedig a külföldiek alacsony pozícionáltsága pozitív jel.

DEVIZAPIACOT ÉRINTŐ HÍREK

Erős maradt a magyar nemzeti valuta augusztusban: egy euróért körülbelül 395 forintot, a dollárért 340 forintot kellett fizetni – plusz mínusz néhány forint. A magyar nemzeti valutának hónapok óta erős támaszt ad a gyengülő dollár és a már egy éve 6,5%-on álló forint alapkamat szint, ami nemzetközi összehasonlításban is magas és népszerűvé teszi a forint eszközöket (elsősorban az állampapírokat) az olcsó deviza hitelből vásárló ún. „carry trade” befektetők körében. Amíg a világ

tőkepiacain nincs kockázatkerülés, a forint erős tud maradni. Márpedig a nemzetközi befektetői hangulat most épp támogató, ráadásul Nagy Márton nemzetgazdasági miniszter londoni látogatása során meg tudta győzni a befektetőket és hitelminősítőket a magyar gazdaság körüli kockázatokat illetően. A dollár viszont tovább gyengülhet, ezért érdemes lehet a devizás megtakarítások egy részét euróra váltani.

ÁRUIACOT ÉRINTŐ HÍREK

Minden idők legmagasabb szintjére drágult az arany: a nemesfém világpiaci ára meghaladva az áprilisi korábbi rekordot, a gyenge dollár és a szeptemberben várható amerikai kamatcsökkentés miatt átlépte a 3500 dollárt unciánként (31,1 gramm). Ez – dollárban – 34%-os emelkedést jelent az év eleje óta. A menedéknek tartott pénzügyi eszköz (és a vele együtt mozgó ezüst, amely 40,8 dollárral 14 éves csúcsra drágult) felértékelődését a csökkenő kamatok mellett a Federal Reserve füg-

getlenségével kapcsolatos aggodalmak táplálták: a gazdasági növekedést erőltető Donald Trump nyomást gyakorolt Jay Powell Fed-elnökre és menesztette Lisa Cook kormányzót, mert restnek mutatkoztak a kamatok jelentős csökkentésére. A Trump által kierőszakolt kamatcsökkentések növelhetik az inflációt, miközben a Fed függetlenségének megnyirbálására irányuló intézkedések a pénzügyi rendszer egészébe vetett bizalmat is megingatják.

MIT VÁRUNK A KÖVETKEZŐ IDŐSZAKBAN?

BEFEKTETÉSI ÓRA

Több hónapnyi recessziós, illetve stagflációs pangás után hirtelen 180 fokos fordulatot vett és a lendületes növekedés irányába mutat a világ gazdaság. Bár a VIG Alapkezelő Befektetési Óra előrejelzési modellje szerint a tartós ütemváltáshoz három, egymást követő hónap megerősítésére van szükség, megelőlegeztük a bizalmat és a mutatót az Expanszió fázisába állítottuk.

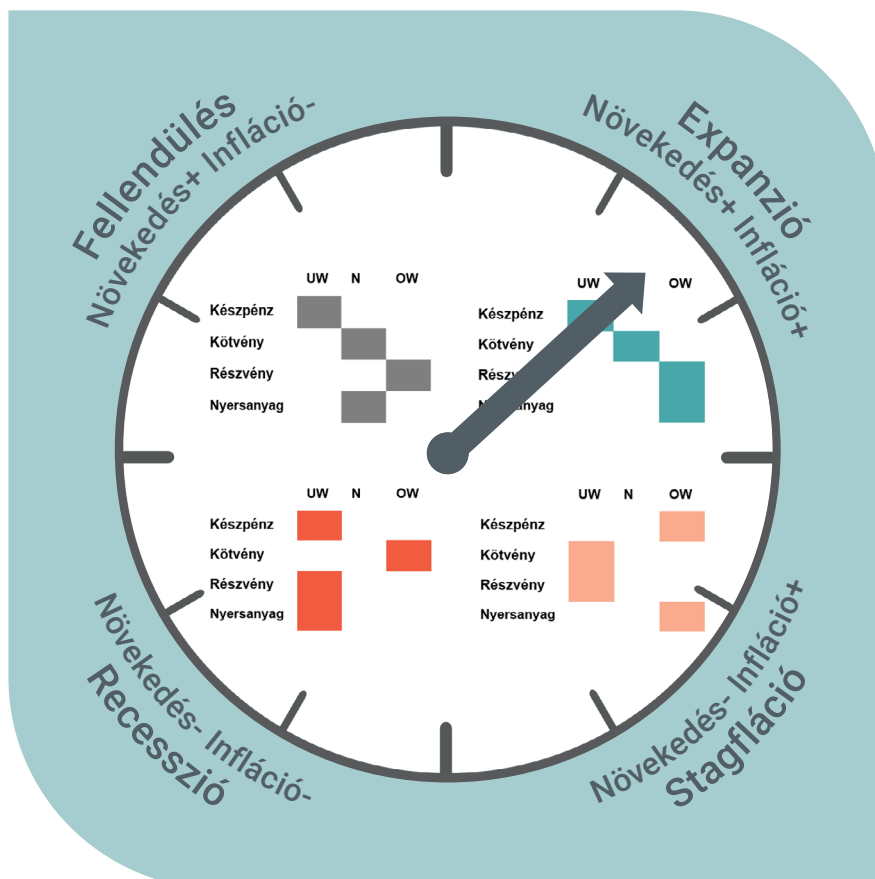
Az irány biztató: a globális növekedési kép jelentősen javult, az olajárak nyár közepe óta (újra) csökkennek. Az egyes nagyobb földrajzi régiók közt ugyanakkor jelentős különbségeket találni.

Amerika a stagfláció és a bővülés között ragadt. Augusztusban a munkaerőpiac tényleges adatai jóval kevesebb új munkahelyet mutattak, mint az előzetes becslések. Bár azóta kicsit javult a helyzet, a munkaerőpiac kétségtelenül gyengül – ami miatt a fogyasztók is pesszimistábbak, hiszen ezzel potenciális jövedelmük válik bizonytalanná. Az infláció egyelőre stabil, az alapvető

árucikkek a vámtarifa emelések ellenére is inkább csökkennek. A lakásárak növekedése a bérleti díjakkal együtt mérséklődik, az amerikai jegybank szerepét betöltő Fed (részben némi Trump-nyomásra) a kamatok gazdaságélénkítő csökkentésébe kezdhet.

Európában javul a növekedési kép. A fő hajtóerő továbbra is a belföldi kereslet. Az euróövezet feldolgozó iparát továbbra is két fő, meglehetősen ellentétes tényező erősen befolyásolja: míg a vámok továbbra is komoly terhet jelentenek, a védelmi ipar felé történő strukturális eltolódás támogatólag hat. Az inflációs kép is stabil (augusztusban 2,1% volt az euróövezetben az átlagos áremelkedési ütem), a lassú növekedést ugyanis a bérek lassuló ütemű emelkedése támogatja.

Kína viszont továbbra is deflációval és lassuló gazdasági aktivitással néz szembe. A gyengülő vásárlóerőt és az üzleti szektor problémáit is jelzi, hogy az országban az új és a használt lakások ára is csökken. A kormány hatékony intézkedéseket tervez e problémák ellen, de időre lesz szüksége a fogyasztói bizalom helyreállításához.



OW: azok a befektetési eszközök, amelyek várhatóan jól teljesítenek az adott időszakban.

N: azok a befektetési eszközök, amelyek várhatóan kevésbé jól teljesítenek az adott időszakban.

UW: azok a befektetési eszközök, amelyek várhatóan nem teljesítenek jól az adott időszakban.

Forrás: VIG Alapkezelő

TAKTIKAI ESZKÖZALLOKÁCIÓ

A legújabb gazdasági-tőkepiaci trendeknek megfelelően változtatásokat eszközöltünk az eszközallokációban. Az elmúlt havi eszközallokáción kisebb mértékben módosítottunk, és a fejlődő piaci részvényeket minősítettük fel enyhe felülsúlyra.

Egy jó lehetőség a kockázatkedvelőknek – fejlődő piaci részvények

A feltörekvő piacok kilátásai stabilizálódnak az egyértelműbb amerikai kereskedelmi megállapodásoknak és az amerikai dollár tartós gyengeségének köszönhetően. Utóbbi feltehetően folytatódni fog, amint az amerikai jegybank szerepét betöltő Fed – várhatóan szeptembertől – csökkenti az irányadó alapkamatot. Bár az amerikai vámok a következő hónapokban nagyobb terhet róhatnak a gazdaságokra, stabil nyereségnövekedésre és fokozatos fellendülésre számítunk a felzárkózó gazdaságokban. A feltörekvő piacok részvényeinek alacsonyabb értékeltsége a fejlett piacokhoz képest (13,2-es P/E mutató – ami

azt mutatja meg, hogy átlagosan az egy részvényre jutó nyereség hányszorosa a tőzsdei árfolyam – szemben az amerikai 22,8-assal) vonzóvá teszi őket, míg az átlagosnál magasabb hozamszintek a helyi devizák felértékelődésén keresztül kecsegtetnek extra profittal.

Célkeresztben a magyar kötvények

A magyar kötvények továbbra is a mérsékelt kockázatot kereső és vállaló befektetők egyik kedvence lehetnek. A forint állampapírok hozama nemzetközi összehasonlításban is magas: egy 10 éves futamidejű magyar államkötvény például még mindig éves 7,2%-os hozamot kínál, miközben a forint is felértékelődő szakaszban van. Ezzel szemben az amerikai 10 éves kötvények csak 4,2%-ot, a magyar kötvények hozamelőnye ráadásul az amerikai jegybank szerepét betöltő Fed prognosztizált kamatcsökkentései miatt tovább nőhet. Az infláció csökkenő pályán van: a Magyar Nemzeti Banknak nem kell kamatot emelnie (de akár csökkenthet is, ha az olcsóbb hitelszinttel lökést akarna adni a stagnáló gazdaságnak). Az orosz-ukrán háborús helyzet javulása pedig további jelentős felértékelődési potenciállal kecsegtet.

Havi eszközallokáció (2025. szeptember)

Eszközosztály	Erősen alulsúlyozott	Alulsúlyozott	Enyhén alulsúlyozott	Semleges	Enyhén felülsúlyozott	Felülsúlyozott	Erősen felülsúlyozott	Változás 08. hó óta
Készpénz								
Kötvény								
Fejlett piaci kötvények								
Feltörekvő piaci helyi devizás kötvények								
Feltörekvő piaci kemény devizás kötvények								
Közép-kelet-európai államkötvények								
Nyersanyagok								
Arany								↑
Részvények								
Fejlett piaci részvények								
USA részvények								
EU részvények								
Feltörekvő piaci részvények kivéve: Kína								↑
Közép-kelet-európai részvények								

A táblázatot a befektetési óra és a quadrant elemzésünk alapján készítettük el.

Forrás: VIG Alapkezelő

Súlyozások:

A súlyozások mutatják az adott országra, régióra és eszközosztályra vonatkozó értékelést, mely alapot ad a portfólió menedzsereknek a portfóliók strukturálásában, a felveendő pozíciók kialakításában, ezáltal segít kihasználni a piacok által nyújtott lehetőségeket.

- Erősen alulsúlyozott
- Alulsúlyozott
- Enyhén alulsúlyozott
- Semleges
- Enyhén felülsúlyozott
- Felülsúlyozott
- Erősen felülsúlyozott

A HÓNAP **FÓKUSZ ALAPJA**

VIG MONEYMAXX FELTÖREKVŐ PIACI ABSZOLÚT HOZAMÚ BEFEKTETÉSI ALAP

Az Alap portfóliójának egyre nagyobb hányada fekszik fejlődő piaci eszközökben, amelyek a következő hónapban átlag felett teljesíthetnek. Az Alap befektetéseinek több, mint 30%-a fejlődő piaci részvény, a többi pedig fejlődő piaci kötvény, így a feltörekvő régiók mindkét eszközosztályának felértékelődéséből profitálhat. Márpedig mind a részvények, mind a kötvények jó kilátásokkal rendelkeznek. A gyengülő dollár miatt Amerikát elhagyó tőke fontos célpontjai lehetnek ugyanis a fejlődő országok: kötvényeik jelentős hozamprémiumot kínálnak az amerikai, európai vagy japán társaikhoz képest, vállalataik átlag feletti nyereség növekedése pedig a részvény-

piacaikat értékeli fel. A fejlődő piaci tőzsdék ráadásul alulértékeltek: a befektetők egyik legfontosabb mércéje, a P/E hányados alapján (ami azt mutatja meg, hogy átlagosan az egy részvényre jutó nyereség hányszorosa a tőzsdei árfolyam) jelentős az alulértékelttség a fejlett országokéhoz képest 13,2x vs. például az amerikai 22,8x-hoz). A vállalatok nyereség növekedési üteme ugyanakkor nagyobb, és bővelkednek jó tőzsdei sztorikban: a stratégiaileg fontos félvezető-iparban például a tajvani és dél-koreai chipgyártók vámmentességét emlegetik, amerikai befektetéseiért cserébe. Közép-Európában pedig az orosz-ukrán háború vége hozhat jelentős felértékelődést.



A HÓNAP **ESG** TÉMÁJA

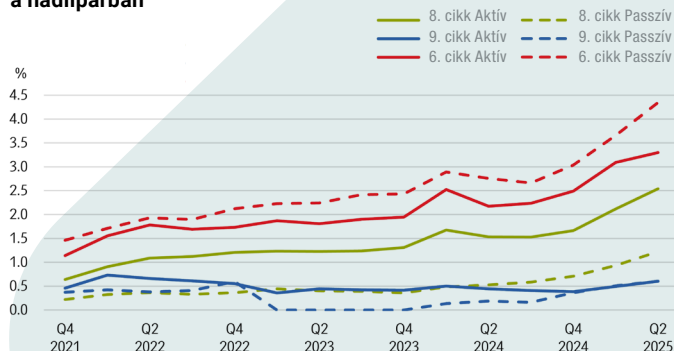
VIGYÁZZ, KÉSZ, FEGYVER?

Az Európai Unióban a 2022-ben kezdődő orosz-ukrán háború miatt megnövekedett katonai kiadások megváltoztatják az SFDR szerinti 8. cikk (világoszöld) és 9. cikk szerinti (sötétzöld) alapok helyzetét. A növekvő geopolitikai feszültségek arra késztették az Európai Bizottságot, hogy bevezesse a ReArm Europe/Készenlét 2030 kezdeményezést, amely az EU katonai és védelmi képességeinek megerősítését célozza. 2030-ra várhatóan 800 milliárd eurós finanszírozás áramlik az ágazatba a fennálló helyzethez való alkalmazkodás felgyorsítása érdekében, ami aggályokat vethet fel az ESG-t (E – environmental (környezeti), S – social (társadalmi), G – governance (vállalatirányítás)) érintő irányvonalak összeegyeztethetőségével kapcsolatban.

A háború kezdete óta a befektetők általános érdeklődése növekszik a hadiipar iránt, amit az ezen szektorba sorolható részvények megnövekedett kitettsége tükröz a 6. és 8. cikk szerinti alapokban. Azonban a sötétzöld alapoknál ez a tendencia nem figyelhető meg.

Az elmúlt három és fél évben mind az aktívan, mind a passzívan kezelt 6. és 8. cikk szerinti részvényalapok meredeken emelkedtek a hadiiparra vonatkozó kitettség tekintetében.

Az európai részvényalapok 8., 9. és 6. cikk szerinti kitettsége a hadiiparban



Forrás: SFDR Article 8 and Article 9 Funds: Q2 2025 in Review Article 8 fund flows decline amid rising geopolitical tensions and economic uncertainty. [1]

A 6. cikk szerinti alapokhoz képest a 8. cikk szerinti alapok kitettsége a hadiiparban továbbra is viszonylag alacsony a szigorú kizárési kritériumok miatt, míg a 9. cikk szerinti alapok közel nulla kitettséggel rendelkeznek az ebben az iparban tevékenykedő vállalatokban.

A kitettség növekedése mögött két fő tényező állhat: egyrészt az alapkezelők megnövekedett igénye ilyen alapok vásárlása felé, másrészt ezen részvények árfolyam-emelkedése.



A grafikonok azt mutatják, hogyan változott az európai részvényalapok kitettsége az idők során aszerint, hogy milyen az SFDR szerinti besorolásuk.

2022 óta a 6. és 8. cikk szerinti alapok azon részaránya, amelyek a dokumentumaikban kijelentik, hogy kizárják a vitatott fegyvereket befektetéseik közül, 6. szerinti alapoknál 19%-ról 29%-ra, míg a 8. cikk szerinti alapoknál 76%-ról 92%-ra nőtt.

Mivel a „vitatott fegyverek” kifejezésre nincs szabályozói oldalról elfogadott egységes meghatározás, a kizárás alá tartozó vállalatok típusai változhatnak: egyes alapok csak azokat a vállalatokat zárják ki, amelyek vitatott fegyvereket gyártanak, míg mások azokat is, amelyek alkatrészeket, logisztikai vagy támogató szolgáltatásokat nyújtanak. Ezen túlmenően egyes alapok kizárnak minden nukleáris fegyverekkel kapcsolatos tevékenységet, míg mások kivételeket tesznek az olyan országokban

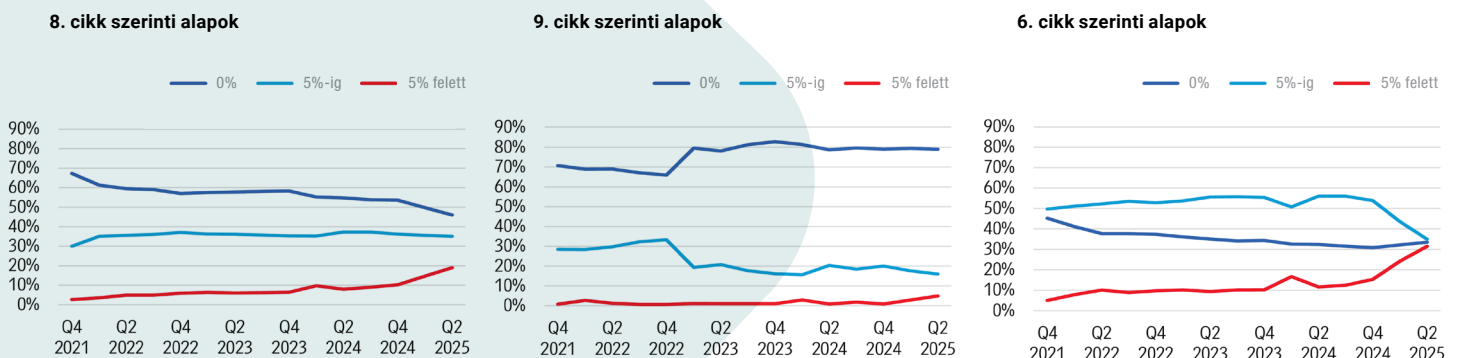
székhellyel rendelkező vállalatok számára, amelyek aláírták az Atomsorompó Egyezményt.

Ez nem jelenti azt, hogy a szabályrendszer változik, de mindenképpen olyan tényezők, amelyek a 8. és 9. cikk szerinti alapok változó környezetét mutatja be, és érdemes figyelemmel kísérni a jövőben is.

A megváltozott környezetet a VIG Alapkezelőnél is figyelemmel kísérjük, így hatályos külső és belső szabályozás figyelembevételével fenntartjuk a jogot befektetési alapjaink hadiipari kitettségének bármilyen irányú változtatására annak érdekében, hogy a piaci folyamatokból a lehető legnagyobb mértékben profitáljanak ügyfeleink.

A cikk az 'SFDR Article 8 and Article 9 Funds: Q2 2025 in Review Article 8 fund flows decline amid rising geopolitical tensions and economic uncertainty' elemzésén alapul.

Európai részvényekre fókuszáló alapok – A hadiiparban érdekelt alapok arányának alakulása



Forrás: SFDR Article 8 and Article 9 Funds: Q2 2025 in Review Article 8 fund flows decline amid rising geopolitical tensions and economic uncertainty. [2]

[1]-[2]: Morningstar Sustainability. Elérhető itt:

https://assets.contentstack.io/v3/assets/blt9415ea4cc4157833/bltdb931b89f7bc073c/SFDR_Article_8_and_Article_9_Funds_Q2_2025.pdf

JOGI TÁJÉKOZTATÓ

Ez egy forgalmazási közlemény. A megalapozott befektetési döntés meghozatalához részletes tájékozódásra van szükség. Az Alap befektetési politikájáról, forgalmazási költségeiről és a befektetés lehetséges kockázatairól részletesen tájékozódjon az Alap forgalmazási helyein és az Alapkezelő weboldalán (www.vigam.hu) található Kiemelt Információkból, hivatalos tájékoztatóból és kezelési szabályzatból. A befektetési alap forgalmazásával (vétel, tartás, eladás) kapcsolatos költségek az alap kezelési szabályzatában és a forgalmazási helyeken megismerhetők. 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 tájékoztatás alapján hozott befektetési döntésért és annak következményeiért.

Az Alapkezelő alternatív befektetési alap kezelésére (ABAK) vonatkozó engedélyének száma: H-EN-III-6/2015. Az Alapkezelő ÁÉKBV-alapkezelési (kollektív portfóliókezelési) engedélyének száma: H-EN-III-101/2016.

VIG Befektetési Alapkezelő Magyarország Zrt.

+36 1 477 4814
alapkezelo@am.vig
1091 Budapest, Üllői út 1.
vigam.hu