

BEFEKTETÉSI KILÁTÁSOK 2026

A VIG Alapkezelőnél célunk, hogy stabil alapokat teremtsünk ügyfeleink számára terveik megvalósításához. Bízunk benne, hogy Befektetési Kilátások 2026 kiadványunk is segítséget nyújthat számukra ezen az úton.

Terveid stabil alapokon.

Befektetési Kilátások 2026

Stabil alapok egy változó világban

Megtakarításaikat gondosan befektető magánszemélyek, családok, vállalkozások pénzügyi biztonságáért felelős cégvezetők, biztosítók vagy nyugdíjpénztárak irányítói - személyes beszélgetések során úgy tűnik, ma jobban aggódnak a gazdasági folyamatok miatt, mint az elmúlt években bármikor. A mind gyorsabban változó globális és helyi pénzügyi, szabályozói, geopolitikai helyzetet látva ez persze érthető, arról nem is beszélve, hogy az óriási információs túlterheltség miatt egyre nehezebb eligazodni mai világunkban.

Szeretnék megnyugtatni mindenkit: a 30 éves tapasztalattal rendelkező, közelmúltban négy fontos szakmai díjjal elismert VIG Alapkezelő a legkülönbözőbb gazdasági és pénzügyi helyzetekben is sikeresen helyt állt. Anyacégünk, a bécsi székhelyű Vienna Insurance Group (VIG) révén pedig erős és stabil nemzetközi alapokra támaszkodhatunk: a 200 éves múlttal rendelkező VIG Európa-szerte 30 országban több, mint 30 millió ügyféllel Közép-Európa legnagyobb biztosítói cégcsoportja. Az óriási médiázajban nyugodt, megbízható pontként segítünk minden élethelyzetre kielégítő, hosszú távú megoldást találni.

2026-ban a befektetési környezetet, várakozásaink szerint, több tényező alakítja majd: a központi bankok intézkedései, a növekvő államadósságok miatti befektetői aggodalmak, az amerikai vámpolitika nemegyszer kiszámíthatatlan változtatásai, a feszült geopolitikai helyzet és a mesterséges intelligenciát övező, felfokozott várakozások együttesen komplex, folyamatos figyelmet igénylő piaci környezetet hozhatnak létre. A képet emellett árnyalhatják a hosszabb távú, globális megatrendek, valamint a fenntarthatóságot egyre inkább elváró igények is.



Mindezek az aspektusok kiemelik a (pro)aktív befektetési döntések, az aktív vagyionkezelés, és különösen a diverzifikált portfóliók fontosságát – mindazokat a tényezőket, melyek mellett elkötelezettek vagyunk 2026-ban is.

A VIG Alapkezelőnél célunk, hogy stabil alapokat teremtsünk ügyfeleink számára terveik megvalósításához. Bízunk benne, hogy Befektetési Kilátások 2026 kiadványunk is segítséget nyújthat számukra ezen az úton.

Üdvözlettel,

Kadocsa Péter
elnök-vezérigazgató



Tartalom

- 3 Bevezető**
Iránymutatás a 2026-os gazdasági folyamatok és piaci trendek megértéséhez
- 4 Visszatekintés 2025-re**
Sikeres havi taktikai eszközallokáció 2025-ben
- 6 Kilátások 2026-ra**
- 12 A részvények hosszú távú értékeltsége**
- 13 USD kilátások**
Forgatókönyvek
- 16 Államadósság**
Meddig tolerálja a piac a magas államadósságokat?
- 19 Feltörekvő piacok**
Erős 2025 után ígéretes kilátások 2026-ra
- 22 Közép-kelet-európai kilátások**
- 25 Közép-kelet-európai infláció**
- 26 Választások Közép- és Kelet-Európában**
- 27 Nyersanyagpiaci kilátások**
- 29 A piacok technikai áttekintése**
- 33 Multi-asset kvantitatív stratégiák**
Eszközallokáció kvantitatív megközelítésben
- 36 Az AI-őrület és a dotcom-buborék**
Áthallások
- 37 AI beruházások**
AI-boom: túlfűtött piac vagy új infrastruktúra-korszak kezdete?
- 41 Német fiskális élénkítés**
Gazdasági stagnálás találkozik példátlan mértékű fiskális élénkítéssel

Bevezető

Iránymutatás a 2026-os gazdasági folyamatok és piaci trendek megértéséhez

2026-ban meghatározó kérdés lesz, folytatódik-e az arany lendületes emelkedése, fennmarad-e az AI-boom által generált beruházási hullám, illetve tartós marad-e a technológiai szektor magas részvénytőke értékeltsége. A dollár gyengülésének folytatódása továbbra is kedvező környezetet teremthet a feltörekvő piaci eszközök számára, miközben egyre élesebben vetődik fel: meddig tolerálják a befektetők a globálisan emelkedő államadósságot. A közép-kelet-európai régió kilátásait nagymértékben befolyásolja az ukrajnai konfliktus alakulása is – a béke közeledte felgyorsíthatná a gazdasági felzárkózást, az elhúzódó háború viszont továbbra is fékezheti a régió növekedési potenciálját. Ezeket a kérdéseket – valamint számos, a világgazdaságot és a tőkepiacokat érintő témát – portfólió menedzser kollégáimmal részletesen áttekintettük, ügyfeleink számára átfogó iránymutatást kínálva a 2026-os gazdasági folyamatok és piaci trendek megértéséhez.

Alap forgatókönyvünk szerint a 2026-os világgazdaságot továbbra is azok a folyamatok formálják majd, amelyek 2025-ben indultak, és a makrogazdasági környezet összességében támogató marad a kockázatos eszközök számára. Optimista (bika piaci) forgatókönyvünkben egy tökéletes világot képzelünk el, ahol a gazdasági növekedés inflációs nyomás nélkül tud megvalósulni. Pesszimista (medve piaci) forgatókönyvünk középpontjában pedig az államadósság-problémák piaci hatásait járjuk körbe.

Tematikus cikkeinkben talál az olvasó mélyebb kitekintést nyújtó elemzést a mesterséges intelligenciáról vagy az államadósságokról, vagy kicsit rövidebb összefoglalót a német költségvetési lazításról és a



nyersanyagpiacokról. Kvantitatív csapatunk és technikai elemző kollégáink is hoztak a kiadványba aktualitásokat. A feltörekvő piacoknak, és különösen a közép-európai régióknak pedig hosszabb részt is szenteltünk.

Bízom benne, hogy a kiadvány forgatása is segít majd jó befektetési döntéseket hozni 2026-ban, ehhez mindenkinek sok sikert kívánok!

Üdvözlettel,

Loncsák András
befektetési igazgató

Visszatekintés 2025-re

Sikeres havi taktikai eszközallokáció 2025-ben

Loncsák András, befektetési igazgató

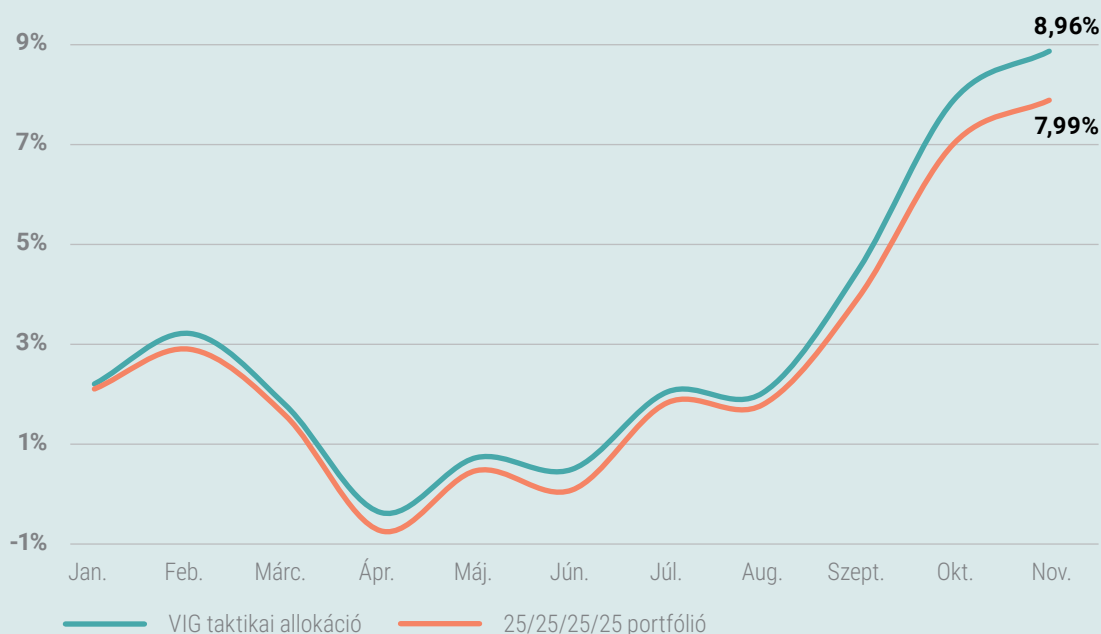
A globális piacokat 2025-ben az új amerikai elnök beiktatása körüli várakozások, a kibontakozó vámháború okozta bizonytalanság, majd az ezt követő optimizmus határozta meg, amely újabb tőzsdei rekordokhoz vezetett. A dollár fokozatos gyengülése és az arany rallyja szintén támogatta a befektetői hangulatot. Az AI-sztori tovább dübörgött: ismét a technológiai szektor lett az amerikai tőzsde sztárja, különösen a „Magnificent 7” vállalatok – Alphabet, Amazon, Apple, Meta, Microsoft, Nvidia és Tesla – kiemelkedő teljesítményének köszönhetően. Bár áprilisban az új amerikai vámok bejelentése átmeneti, éles korrekciót okozott, a piac gyorsan stabilizálódott, és a kockázatvállalási kedv a második félévben újra erősödött. A feltörekvő piacok – élükön a közép-

kelet-európai (CEE) régióval – felülteljesítettek, amit az alacsony értékeltségek, a javuló eredményvárakozások és a makrogazdasági stabilizáció támogattak.

A VIG Alapkezelő havi taktikai eszközallokációja 2023 és 2024 után 2025-ben is jól alkalmazkodott a gyorsan változó piaci környezethez. A Globális Befektetési Óra módszertanára és az eszközosztályonként alkalmazott Quadrant-elemzésekre épülő havi befektetési folyamatunk eredményeként a modellportfólió EUR-ban számolva 2025 novemberének végéig 87 bázisponttal felülteljesítette benchmarkját (25% pénzügyi eszköz, 25% kötvény, 25% nyersanyag, 25% részvény), ami egyértelműen a sikeres havi befektetési döntések eredménye.

VIG Alapkezelő taktikai eszközallokáció vs 25/25/25/25 benchmark portfólió (EUR)

2025. január - november



Forrás: VIG Alapkezelő



A 8,96%-os nominális EUR-hozamhoz és a kiváló relatív teljesítményhez elsősorban a nyersanyag- és részvényallokáció járult hozzá. A nyersanyag szektor alulsúlyozása, valamint az arany időben meghozott le-, majd felmínősítése – különösen az őszi árfolyam-emelkedés időszakában – jelentősen támogatta a portfólió hozamát. A részvények esetében a CEE-régió, – amely 2025-ben

a legjobban teljesítő részvénytőzsdén volt, – felülsúlyozása, valamint az év elején még jól teljesítő, később azonban alulteljesítő európai részvények alulsúlyozása bizonyult meghatározónak. Az amerikai részvények töretlen erősödése és a nyári alulsúlyozásuk sem rontotta érdemben az összteljesítményt, mivel a dollár gyengülése tompította a negatív hatást.

Eszközosztály 2025

	Jan.	Feb.	Márc.	Ápr.	Máj.	Jún.	Júl.	Aug.	Szept.	Okt.	Nov.	Dec.
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												

Alulsúlyozott Enyhén alulsúlyozott Semleges Enyhén felülsúlyozott Felülsúlyozott

Forrás: VIG Alapkezelő

Kilátások 2026-ra

Bakos Ádám, kötvény üzletág vezető
Pálfi György, részvény üzletág vezető



2025 remek évnek bizonyult számos eszközosztály számára a vámháborúk kezdetét szimbolizáló Liberation Day és az azt követő piaci turbulenciák után. Az arany árfolyama jelentősen megugrott, a részvényt piacok széles körben jól teljesítettek, és a kötvénypiac egyes szegmenseiben – különösen a feltörekvő piacokon – kimagasló hozamok születtek.

Hogyan tovább innen? Mivel lehetetlen a teljes valószínűségi eloszlás bemutatása, 2026-os kilátásunkban három olyan témát emelünk ki, amelyek a következő évben meghatározóvá válhatnak. Alapeseti forgatókönyvünk egy pozitív kimenetelű fiskális lazítási pályát feltételez; optimista, „bull” scenárióunk egy mesterséges intelligencia által vezérelt termelékenységi ugrásról és az ennek nyomán kialakuló alacsonyabb inflációs környezetről szól; míg pesszimista, „bear” forgatókönyvünk a globális adósságkockázatok újbóli előtérbe kerülését és az emiatt emelkedő hozamokat vetíti előre. Ezek a történetek lefedik a tőkepiacok előtt álló legfontosabb ismert bizonytalanságokat (known unknowns). Természetesen a témafel-

vetés szubjektív: a világ jóval összetettebb, és számos ismeretlen tényezőt (unknown unknowns) is tartogathat. Mégis fontosnak tartjuk a számokkal való játékot, és azt, hogy iránymutatást adjunk, hogyan teljesíthet egy portfólió, ha ezek a kockázatok valóra válnak.

Módszertanunk nem tudományos modellre épül. Az eredmények portfólió menedzsereink közös szakmai véleményét tükrözik az egyes elképzelt forgatókönyvekről és azok piaci következményeiről. A fő üzenet az irány, nem pedig a pontos érték – mégis bízunk benne, hogy ezzel hasznos mankót adunk a 2026-os felkészüléshez.

Az összefoglaló táblázat dollárban mutatja a portfólió várható hozamait, amelyeket az alábbi táblázatban szereplő előrejelzések alapján számoltunk ki. A javasolt súlyok ugyan önkényesek, de a lényegét mutatják: hogyan érdemes pozicionálni a portfóliót az adott világkép alapján. Minden forgatókönyv leírása végén részletesebb, irányadó befektetési alap allokációt is bemutatunk.

2026

Ajánlott portfólió súly

FORGATÓKÖNYVEK	Valószínűség	Készpénz	Részvény	Kötvény	Nyersanyag	Hozam (USD)	Szórás	Sharp ráta
Fiskális stimulus	55%	20%	45%	25%	10%	7,20%	8,80%	0,39
MI vezérlés boom	20%	5%	60%	35%	0%	19,40%	10,50%	1,49
Adósságválság	25%	50%	10%	30%	10%	-0,20%	3,80%	-1,05

	Aktuális (11/30)	Bloomberg konszenzus (2026 végéig)	ALAP Fiskális stimulus	OPTIMISTA MI vezérelt boom	PESSZIMISTA Adósságválság
FED	4,00%	3,25%	3,50%	2,75%	2,00%
US tízéves hozam	4,10%	4,07%	4,50%	3,75%	5,25%
ECB	2,00%	2,00%	2,00%	1,75%	1,50%
EZ 10-éves átlaghozam	3,40%	3,00%	3,50%	3,00%	4,00%
EURUSD	1,16	1,21	1,25	1,10	1,30
EMBIG spread (bp)	265	310	280	250	450
Arany	4100	4275	4500	3000	6000
Olaj (WTI)	60	58	65	50	40

Forrás: VIG Alapkezelő

Alapforgatókönyv – Jön a fiskális stimulus

Alapeseti forgatókönyvünk szerint a 2026-os világgazdaságot továbbra is azok a folyamatok formálják majd, amelyek 2025-ben indultak, és a makrogazdasági környezet összességében támogató marad a kockázatos eszközök számára.

A fejlett gazdaságokban több tényező is támogathatja majd a növekedést. A monetáris élénkítés késleltetett hatása és a laza pénzügyi kondíciók jelentős szerepet játszhatnak a globális növekedés fenntartásában, miközben a fiskális politika is segíthet. Trump „one, big beautiful bill” költségvetési lazító csomagja, valamint a német védelmi és infrastruktúra-fejlesztési csomag egyaránt emelhetik majd a növekedési számokat. Az Egyesült Államokban a fiskális expanzió „front-loaded” lehet: miután 2025 második felében negatív fiskális impulzus érvényesült – amelyet súlyosbított az átmeneti kormányzati leállás –, az impulzus jövőre, már az év első felében számottevően pozitívvá válhat. A német költelekezés mértéke jelentős, de az implementációs kockázatok miatt ott inkább az év második felére várhatóak pozitív hatások. Kínában is úton van a fiskális élénkítés, mivel a kormányzat a deflációs kockázatok és a csökkenő külső kereslet árnyékában próbálja ösztönözni a belföldi fogyasztást, miközben ambiciózus stratégiai ágazati terjeszkedésre és ipari modernizációra is fókuszál.

Alapforgatókönyvünk a jelenlegi helyzet fennmaradásával számol a kereskedelmi háborúban, és nem várunk jelentős eszkalációt az USA és Kína között, tekintettel a

két gazdaság közötti erős kölcsönös függésre – legalábbis az év nagy részében. Azonban ahogy közelednek az amerikai kongresszusi félidős választások, Donald Trump politikai kiszámíthatatlansága ismét előtérbe kerülhet. Bár a Legfelsőbb Bíróság rövidesen várható döntése részben eltörölheti a Trump által kivetett vámokat, valószínű, hogy a kormányzat talál módot az új kereskedelmi rezsimek fenntartására.

Úgy véljük, hogy a dezinfláció jelentős része már mögöttünk van, és a javuló növekedési kilátások akadályozni fogják a makacs maginfláció további jelentős csökkenését. Ez limitálja a Fed és az EKB további kamatcsökkentéseinek valószínűségét, bár a 2026 májusban hivatalba lépő új Fed elnök változtathatja a monetáris politika menetén, ami jelentős kockázati eseménynek számít.

Kötvénypiacok

Az alapeseti forgatókönyv szerint a Fed mozgástere korlátozott lesz a kamatcsökkentések terén, mivel a munkaerőpiac lassulása megáll, és a maginfláció továbbra is a cél felett marad. Az eurozónában az infláció már a célszinten van, de az EKB várhatóan óvatos lesz és kívár, hiszen fel kell mérnie a német fiskális élénkítés inflációs hatását.

Az amerikai hozamgörbe hosszú oldala horgonyozott maradhat, de a makrogazdasági tényezők némi meredekedést sugallnak, különösen Európában. A perifériafelárak szűkülhetnek, mivel a német fiskális élénkítés kedvező az EU növekedésére, ugyanakkor aránytalanul negatív a német kötvényhozamok alakulására a magasabb kibo-

csátás miatt. A már most is szűk vállalati és feltörekvő piaci felárak stabilak maradnak, és megfelelő többlet hozamot kínálnak a befektetők számára.

Alapeseti forgatókönyvünkben azt gondoljuk, hogy érdekes lehet a befektetőknek alacsony kamatkockázatot tartani, és az allokációban a high yield feltörekvő piaci és vállalati kötvények felülsúlyozásával kiaknázni a magasabb hozamokat.

Részvénypiacok

A fiskális támogatás kritikus pillanatban érkezik a vállalati fundamentumok szempontjából. 2025-ben a globális EPS-növekedés kissé meghaladta a 10%-ot, amit aránytalanul nagy mértékben az amerikai mega-cap technológiai cégek húztak fel: ezek nyeresége 18%-kal nőtt. E csoport nélkül a piac többi szegmensének EPS-növekedése mindössze 7–8% lett volna. A következő évben a pozitív fiskális impulzus várhatóan kiszélesíti az eredményjavulást a technológiai vállalatokon túl is, és egyenletesebb profitnövekedést hozhat majd ágazatok és régiók között.

A jelenlegi várakozások szerint az MSCI All Country részvényindex – EPS-növekedése jövőre 12% lehet, de az év második felében ismét pozitív tartományba forduló eredményrevíziók felfelé mutató kockázatot jelenthetnek.

Ebben a környezetben arra számítunk, hogy a kisebb kapitalizációjú részvények felülteljesíthetnek több évnyi gyenge hozam után, mivel egyszerre profitálhatnak a javuló fogyasztási hangulatból és ezáltal a szélesebb körű profitnövekedésből. Ennek a szegmensnek az értékeltsége különösen vonzó: ezen vállalatok relatív értékeltsége közel 30 éves mélyponton van az MSCI World indexhez képest (17-szeres az előre tekintő P/E a 20-szorossal szemben), ami szokatlanul széles értékeltségi rést jelez, és komoly felzárkózási potenciált jelent.

Emellett az EU is profitálhat a javuló globális környezetből. Bár az európai részvények 2025-ben erősen teljesítettek – részben a USD gyengülése miatt –, a régió EPS-növekedése visszafogott maradt, és a piaci emelkedés nagy része átértékelődésből származott, nem pedig eredménybővülésből. 2026-ban azonban kedvezőbbek lehetnek a kilátások: a nagy EU-gazdaságokban tapasztalható erősebb fiskális stimulus és a vámokkal kapcsolatos zavarok fokozatos enyhülése lehetővé teheti az eredménynövekedés érdemi gyorsulását. Ráadásul Európában magasabb súlya a „reálgazdasági” ágazatoknak a részvénypiacokon – beleértve az ipart, a közműveket, az alapanyagokat és a pénzügyi szektort. Így ez a rég egyaránt profitálhat az erősebb ütemű, valamint a kiszélesedő eredmény növekedésből.

Alap forgatókönyvünk továbbra is arra számít, hogy az AI-hoz kapcsolódó beruházások által vezérelt eredménynövekedés fennmarad, de a magas értékeltségek és a megnövekedett várakozások korlátozzák a további felértékelődési potenciált. A globális részvénytőkepiacok (MSCI All Country World Index) jelenleg a következő 12 hónapra várt eredmények több mint 19-szeresén forognak, ami történelmi csúcs közelében van. Ennek az átárazódásnak egyik fő hajtóereje a nagy informatikai és kommunikációs vállalatok súlyának drámai növekedése volt, ezek súlya a 2025-ös évben már meghaladja a 28%-ot a globális indexben.

Az értékeltségi kép az Egyesült Államokban különösen feszített. Az S&P 500 index a 2026-os év végi eredményvárakozások mintegy 23-szorosán forog, ami történelmi értékeltségi sávjának felső határához közelít. Eközben a technológia túlsúlyos Nasdaq P/E-mutatója nagyjából 30-szoros, amely bár jóval elmarad a dotkom-buborék szintjeitől, ugyanakkor még mindig erős befektetői optimizmust tükröz. Ezzel szemben az USA-n kívüli piacok jóval visszafogottabbnak tűnnek: az európai és kínai indexek értékeltsége csak mérsékelten van a 20 éves átlag felett, a japán részvények pedig továbbra is diszkonton forognak hosszú távú átlagukhoz képest.

Összességében a monetáris lazítás, a jelentős fiskális stimulusok, a javuló fogyasztói dinamika és a szélesedő eredménynövekedés kombinációja kedvező hátteret teremthet a szélesebb körű részvénytőkepiaci emelkedés számára a következő évben. Modellfeltételezéseink alapján 11%-os részvénytőkepiaci emelkedést várunk, ami kissé elmarad attól, amit a 2026-os eredménynövekedés önmagában indokolna.

Az alap forgatókönyv (fiskális élénkítés) esetén 7,2%-os, USD-ben denominált éves portfólióhozamot várunk 8,8%-os volatilitás mellett. Ebben a forgatókönyvben mind a részvények, mind a nyersanyagok alacsony, két-számjegyű hozamot érhetnek el, miközben a kötvényhozamok enyhén emelkedhetnek. A nyersanyagpiacokat összességében oldalazó teljesítmény jellemezheti ebben az esetben.

Megfontolásra ajánlott alapok az alap forgatókönyv esetén:

Jön a fiskális stimulus (55%)	VIG Fejlett Piaci Rövid Kötvény Alap	VIG BondMaxx Alap	VIG Európai Részvény Alap	VIG Opportunity Részvény Alap	VIG Arany Alap
-------------------------------	--------------------------------------	-------------------	---------------------------	-------------------------------	----------------

Optimista forgatókönyv – Mesterséges intelligencia-vezérelt termelékenységi boom

Ebben a forgatókönyvben egy tökéletes világot képzelünk el. Az USA-ban a mesterséges intelligencia-vezérelt termelékenységi boom eredményei egyre kézzelfoghatóbbá válnak. Feltételezzük, hogy a MI-technológiákat gyorsabban és szélesebb körben alkalmazzák a gazdaságban. Ez inflációmentes növekedéshez vezethet, részben a munkaerőpiac enyhülésén és a technológiai cégek elbocsátásai miatt mérséklődő bérdinamikán keresztül.

A kereskedelmi feszültségek tovább enyhülnek, mivel az USA és Kína legalábbis felfüggeszti a kereskedelmi háborút. Emellett Oroszország ukrajnai háborúja véget ér – javítva a fogyasztói bizalmat Európában és a közép-kelet-európai régióban. Ebben a forgatókönyvben a növekedés magasabb pályára állhat, miközben az infláció visszafogott maradhat, nemcsak a termelékenység javulása miatt, hanem a geopolitikai feszültségek mérséklődése nyomán csökkenő nyersanyagárak révén is.

Az amerikai államadósság fenntarthatóságával kapcsolatos félelmek is enyhülnek, mivel a magasabb potenciális kibocsátás segít „kinőni” az adósságot.

Kötvénypiacok

A kedvező növekedési kép ellenére ez a forgatókönyv nem negatív a kötvénypiac számára. A jegybankok képesek kamatot csökkenteni, mivel az energiaárak esnek, a bérek emelkedése visszafogott maradhat, így a mag-infláció mérséklődhet.

A hosszú hozamok kevésbé reagálnak ugyan pozitívan, de csökkenhetnek: a semleges reálkamatszint magasabbra emelkedhet, de ezt kompenzálja az inflációs várakozások és a határidős prémium (term premium) csökkenése. Ez utóbbira támogatóan hathat a makrogazdasági volatilitás és az államadósság pályákkal kapcsolatos aggodalmak enyhülése.

Ez a legkedvezőbb forgatókönyv a feláras termékek számára, mivel a vállalati mérlegek tovább javulnak, és a feltörekvő piacok is profitálhatnak az alacsonyabb energiaárakból, valamint a geopolitikai és kereskedelmi feszültségek oldódásából.

Ebben a környezetben a kötvények felülsúlyozása lehet jó megoldás, elsősorban az amerikai állampapírok és a feltörekvő piaci kötvények révén.

Részvénypiacok

Jensen Huang, az Nvidia vezérigazgatója elutasította az „AI-buborék” gondolatát a vállalat legutóbbi konferencia-hívásán. Ugyanakkor kijelentette, hogy az iparág áttörés előtt áll, és ugrásszerű fejlődésen mehet keresztül a közeljövőben. A piacoknak azonban ennél több bizonyítékra van szükségük ahhoz, hogy elhiggyék: valóban közeledünk a régóta várt termelékenységi áttöréshez. 2026 egyik kulcskérdése, hogy az AI-laborok és vállalatok képesek lesznek-e végre a technológiát jelentős, megbízható bevételi forrásokká alakítani. Ez hozhatná el az AI-boom második, régóta várt szakaszát, amely végső soron igazolná az eddig végrehajtott hatalmas beruházásokat. Ebben a forgatókönyvben magasabb eredménynövekedést feltételezünk az AI-kapcsolt részvényeknél, ami nagyobb lendületet és még nagyobb felértékelődési potenciált jelenthet ezen papíroknak.

Ha a technológiai szektor felülteljesítése 2026-ban is folytatódik, az amerikai piac várhatóan megőrzi vezető pozícióját – ahogyan 2025 második felében is tette. Az erős dollár ellenére a technológiaorientált ázsiai piacok, mint Tajvan, Dél-Korea és Kína erős hozamokat produkálhatnak.

A részvénypiacok másik jelentős felfelé mutató kockázati tényezője lehet egy kiszámíthatóbb és stabilizálódó geopolitikai és kereskedelmi környezet. Az USA–Kína kereskedelmi fegyverszünet, stabil vámkörnyezet vagy az orosz-ukrán béketárgyalások felgyorsulása és tartós rendezéshez vezetése mind csökkentenék a bizonytalanságot. Bár a piacok 2025-ben a geopolitikai és gazdaságpolitikai bizonytalanságok ellenére is képesek voltak felárazódni, egy kiszámíthatóbb globális háttér tovább csökkenthetné a részvénykockázati prémiumokat – különösen a közép-kelet-európai (CEE) régióban.

Az optimista forgatókönyvben (MI által vezérelt termelékenységi boom) 19,4%-os, USD-ben számolt éves portfólióhozamot várunk 10,5%-os volatilitás mellett. Ebben a környezetben a részvények kiemelkedően magas hozamokra lehetnek képesek, és a kötvények teljesítménye is felülmúlhatja a jelenlegi piaci várakozásokat. Ezzel szemben a nyersanyagárak jelentős csökkenésére számítunk ebben a forgatókönyvben.

Megfontolásra ajánlott alapok az optimista forgatókönyv esetén:

MI vezérelt boom (20%)	VIG Fejlett Piaci Államkötvény Alap	VIG Globális Feltörekvő Piaci Kötvény Alap	VIG Közép-Európai Részvény Alap	VIG MegaTrend Részvény Alap	VIG Feltörekvő Piaci ESG Részvény Alap
------------------------	-------------------------------------	--	---------------------------------	-----------------------------	--

Pesszimista forgatókönyv – Adósságválság

Pesszimista forgatókönyvünk középpontjában az áll, hogy a globális adósságfélelmek ismét tartósan előtérbe kerülnek, miután az elmúlt években ez csak rövidebb és átmeneti ideig tudott piaci turbulenciát okozni. Az induló globális fiskális impulzus nem hozza meg a várt eredményt: a növekedési hatás csalódást keltő és korlátozott marad, mivel az alacsony fogyasztói bizalom és a védelmi kiadások alacsony fiskális multiplikátora eleve visszafogja a kedvezőbb kimeneteket. Amint ez nyilvánvalóvá válik, a kötvénypiaci „őrök” nem tolerálják a magasabb állampapír-kínálatot, és a hosszú hozamok jelentősen emelkedhetnek. A magasabb hozamok negatív katalizátorként hathatnak a túlfeszített részvénytőke értékelésekre: a részvénytőke esnek, a technológiai vállalatok vezetik a lejtmenetet. A magasabb hozamok és az alacsonyabb részvényárfolyamok szigorítják a pénzügyi kondíciókat, ami recessziós pályára tereli a világgazdaságot – ez pedig tovább erősíti az adósságfélelmeket.

Kötvénypiacok

Ahogy fent vázoltuk, az államkötvényhozamok mindenütt emelkednek. A jegybankok ugyan igyekeznek ellensúlyozni a hozamemelkedést, majd a recessziós félelmeket is kamatcsökkentésekkel, de így sem tudják horgonyozni a hosszú oldali hozamokat. A feltörekvő piaci kötvények és a globális vállalati kötvények alulteljesítenek, mivel a kötvénypiaci volatilitás megugrik, és a felárak jelentősen tágnak.

Be kell azonban vallanunk, hogy ebben a forgatókönyvben nagy esélye van a monetáris vagy kormányzati beavatkozásnak, amelynek célja a hosszú hozamok stabilizálása (például hozamgörbe-kontroll bevezetésével). Ha ez megvalósul, akkor a hozamok megugrása csupán rövid életű lenne, amit jelentős likviditásinjekció követne, a hozamok pedig végül csökkennének, és a hiteltermékek nagyon jól teljesítenének.

Addig azonban célszerű lehet „szárazon tartani a puskaport”: túlsúlyozni a készpénzt és a rövid lejáratú fejlett piaci államkötvényeket.

Részvénytőke

Pesszimista forgatókönyvünk szerint a makrogazdasági környezet kevésbé támogatóvá válik, ami felszínre hozza az AI-vezérelt részvénytőke emelkedés törékenységet. A kamatkörnyezet megfordulása alááshatja az egyik kulcsfontosságú pillért, amely lehetővé tette az AI-értékelések felfűződését. Míg a Fed kamatcsökkentései és a stabil

hosszú távú hozamok segítették az AI-boom kibontakozását, a tartós hitelköltség-emelkedés könnyen repedéseket okozhat az AI-narratívában. Ezt a sérülékenységet tovább fokozza a technológiai szektorban tapasztalható gyorsan növekvő tőkeáttétel: a hiperskalázó vállalatok idén több mint 120 milliárd dollárnyi adósságot bocsátottak ki, szemben az elmúlt öt év 28 milliárd dolláros átlagával, és az Nvidia–OpenAI-szerű összetett finanszírozási kapcsolatok is tovább erősítik az aggodalmakat. A szektor kötvénykockázati felárai már elkezdtek tágnak, és a hosszú távú hozamok újabb emelkedése felgyorsíthatja a stresszt az AI-kitettséggel rendelkező vállalati kötvénypiacokon.

A hiperskalázók és chipgyártó vállalatok részvényértékelései a tőkéleteshez közeli várakozásokat áraznak, rendkívül alacsony részvénykockázati prémiumokkal, melyek kevés teret hagynak a csalódásnak. Ha a hozamok emelkednek és a piaci hangulat megfordul, az értékelések jelentős lefelé mutató kockázatoknak lesznek kitéve. Egy esetleges AI-buborék kipukkanása nem maradna elszigetelt jelenség: a sokk gyorsan átterjedhet más technológiához kötődő feltörekvő piacokra – például Tajvanra, Dél-Koreára és Kínára – valamint olyan AI-tól függő iparágakra, mint a közműszektor, amely az adatközpontok áramfogyasztásának növekedésére épített várakozásokból profitált.

Ebben a forgatókönyvben jelentős lefelé irányuló kockázatokot látunk mind a vállalati eredmények, mind az értékelések esetében. Bár nehéz megjósolni, mi válhatja ki pontosan egy AI-vezérelt buborék kipukkadását, a likviditási feltételek romlása vagy az államadósság fenntarthatóságával kapcsolatos újabb aggodalmak gyökeresen más, kihívásokkal teli környezetet teremthetnek a globális részvénytőkepiacokon.

A pesszimista forgatókönyvben (Adósságválság) –0,2%-os, USD-ben számolt éves portfólióhozamot várunk 3,8%-os volatilitás mellett. Mivel a magasabb kötvényhozamok mind a részvény-, mind a kötvénypiaci teljesítményt rontják, a két fő eszközosztályban visszafogott hozamokra számítunk. A nyersanyagok összességében enyhén negatív teljesítményt mutathatnak; az arany kimagasló és a nyersolaj gyenge teljesítménye mellett.

Megfontolásra ajánlott alapok a pesszimista forgatókönyv esetén:

Adósságválság (25%)	VIG Fejlett Piaci Rövid Kötvény Alap	VIG Fejlett Piaci Rövid Kötvény Alap	VIG Európai Részvény Alap	VIG SocialTrend Részvény Alap	VIG Arany Alap
---------------------	--------------------------------------	--------------------------------------	---------------------------	-------------------------------	----------------

Függelék 1 – Részvény összefoglaló

MSCI All Country World szenzitivitás vizsgálat és év végi célárak

MSCI All-country World év végi célár				
Eredmény várakozás a mostani konszenzushoz képest				
Hosszú hozamok	15%	0%	-15%	-25%
3,00%	1 252	1 091	930	823
3,75%	1 242	1 082	923	816
4,50%	1 232	1 074	915	809
5,50%	1 219	1 062	905	801
MSCI All-country World hozam				
Eredmény várakozás a mostani konszenzushoz képest				
Hosszú hozamok	15%	0%	-15%	-25%
3,00%	29%	12%	-4%	-15%
3,75%	28%	12%	-5%	-16%
4,50%	27%	11%	-6%	-17%
5,50%	26%	10%	-7%	-17%

Alapforgatókönyv MI vezérelt boom Adósságválság

Az érzékenységvizsgálat a hosszú távú kockázatmentes hozamok és az éves eredménynövekedés függvényében határozza meg az év végi célárakat. Az eredménynövekedés előrejelzése a jelenlegi piaci konszenzushoz viszonyítva készült.

Függelék 2 – Kötvénypiaci várakozások

Fejlett és feltörekvő piacok hozambecslés 2026 végéig

	Bloomberg konszenzus 2026 végére	2026 végére becsült tízéves hozamok	2026 helyi devizás kötvénypiaci teljesítmény	2026 végére becsült tízéves hozamok	2026 helyi devizás kötvénypiaci teljesítmény	2026 végére becsült tízéves hozamok	2026 helyi devizás kötvénypiaci teljesítmény
		Alapforgatókönyv		MI vezérelt boom		Adósságválság	
USA	4,10%	4,50%	1,50%	3,75%	6,40%	5,25%	-0,30%
Eurózóna átlag	3,00%	3,50%	2,20%	3,00%	5,70%	4,00%	-5,50%
Feltörekvő piaci USD szpredek (bp)	310	280	5,30%	250	12,50%	450	-10,30%

CEE hozambecslés 2026 végéig

	Bloomberg konszenzus 2026 végére	2026 végére becsült tízéves hozamok	2026 helyi devizás kötvénypiaci teljesítmény	2026 végére becsült tízéves hozamok	2026 helyi devizás kötvénypiaci teljesítmény	2026 végére becsült tízéves hozamok	2026 helyi devizás kötvénypiaci teljesítmény
		Alapforgatókönyv		MI vezérelt boom		Adósságválság	
Csehország	4,60%	4,50%	4,80%	4,25%	6,20%	6,50%	-6,30%
Magyarország	7,00%	6,25%	10,00%	6,00%	11,10%	8,50%	-0,10%
Lengyelország	5,30%	5,00%	5,10%	4,50%	7,10%	7,00%	-3,10%
Románia	6,90%	7,00%	6,30%	6,50%	8,40%	10,00%	-6,50%

Makroszintű feltételezések 2026 végéig

	Aktuális (11/30)	Bloomberg konszenzus (2026 végéig)	ALAP Fiskális stimulus	OPTIMISTA MI vezérelt boom	PESSZIMISTA Adósságválság
FED	4,00%	3,25%	3,50%	2,75%	2,00%
US tízéves hozam	4,10%	4,10%	4,50%	3,75%	5,25%
ECB	2,00%	2,00%	2,00%	1,75%	1,50%
EZ 10-éves átlaghozam	3,40%	3,00%	3,50%	3,00%	4,00%
EURUSD	1,16	1,21	1,25	1,10	1,30
CZ	4,60%	3,90%	4,50%	4,25%	6,50%
HU	7,00%	6,50%	6,25%	6,00%	8,50%
PL	5,30%	4,95%	5,00%	4,50%	7,00%
RO	6,90%	7,69%	7,00%	6,50%	10,00%
EMBIG spread (bp)	265	310	280	250	450
Arany	4100	4275	4500	3000	6000
Olaj (WTI)	60	28	65	50	40
BCOM Index	110		121	85	115

A részvények hosszú távú értékeltsége

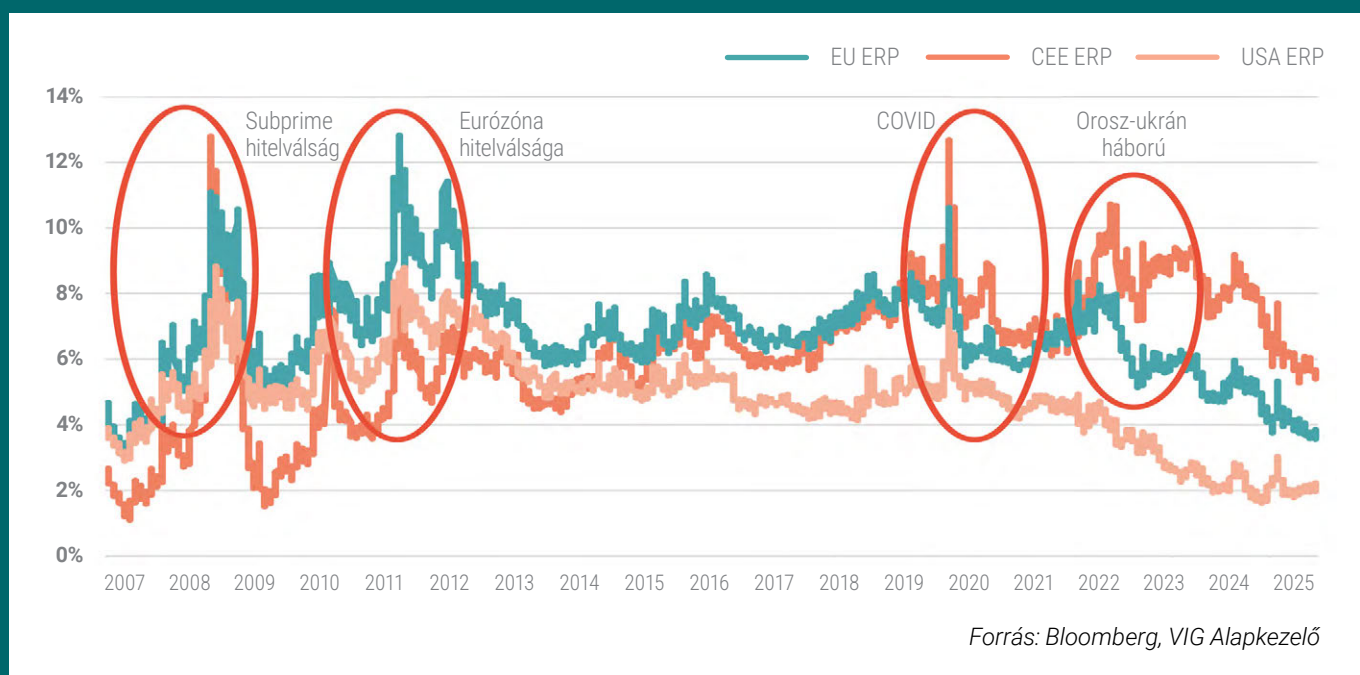
Loncsák András, befektetési igazgató

Infláció feletti hozamot, reálhozamot elérni hosszú távon rövid és hosszú lejáratú kötvény-, valamint részvénybefektetésekkel egyaránt lehetséges. Minél hosszabb kötvényeket vagy minél több részvényt tartottunk volna a képzeletbeli portfólióinkban az elmúlt 100 évben, annál magasabb reálhozamot értünk volna el, természetesen magasabb kockázat mellett, egy rövid lejáratú kötvényhez képest. Benjamin Graham, a híres múlt századi amerikai ún. értékalapú befektető szerint soha ne legyen 25%-nál kevesebb, de 75%-nál több részvény sem egy befektető portfóliójában. Véleménye szerint, ha magasan értékelt a részvénytőzsi, akkor 25% körül tartsuk, míg válság idején, amikor az árfolyamok esnek, a vállalatok leértékelődnek, akkor emeljük 75% közelébe a részvénysúlyt. Ezzel a reaktív allokációval, vagyis a részvény és kötvény arány rugalmas változtatásával tovább lehet gyarapítani a reálhozamot, ezért fontos, ha időről időre megvizsgáljuk tőkepiacok értékeltségét, amely valójában a befektetők percepciója a jövő gazdasági és tőzsdei folyamatairól.

Egy másik tőzsdei alaptörvény, hogy a részvénytőzsi árazás rövid távon nem jó indikátor (például a mostani

tőzsdei hosszban sem a technológiai vállalatok P/E mutatóit böngészik árgus szemekkel a befektetők), hosszú távon azonban fontos befektetési iránytű. A Részvény Kockázati Felár (ERP) megmutatja a részvényekben felépült befektetői optimizmust vagy pesszimizmust a kötvényekhez képest. A lenti ábra alapján elmondható, az amerikai részvényekben jelenleg a 2007-es hitelválság óta nem látott optimizmus épült fel és nagyon alacsony, körülbelül csak 1% a részvénykockázati felár, amelynek a hitelválságban, az eurózána válságában vagy a COVID idején hirtelen megugrása mögött komoly részvénytőzsi esés állt. Ugyanez történt az ázsiai hitelválság idején 1997-ben, majd a dotcom lufi kidurranásakor 2000-ben is. Egy válság idején a részvények leértékelődnek, és ha az ERP túl alacsony, mint jelenleg, akkor ez akár 40-50%-os tőzsdei esésekhez is vezethet. 2026-ban ettől függetlenül tovább emelkedhet az amerikai részvénytőzsi, de ha valami megváltozik a befektetői percepcióban, vagy egy addig nem látott új kockázat kerül felszínre, akkor szinte garantált a nagyon komoly részvénytőzsi újraárazódás a kötvényekhez képest, jöhet a medve piac. Jelenleg nem ez az alapforogatókönyvünk, de érdemes ezzel tisztában lenni.

Részvény kockázati felárak (ERP) alakulása, 2007-2025



USD kilátások

Forgatókönyvek

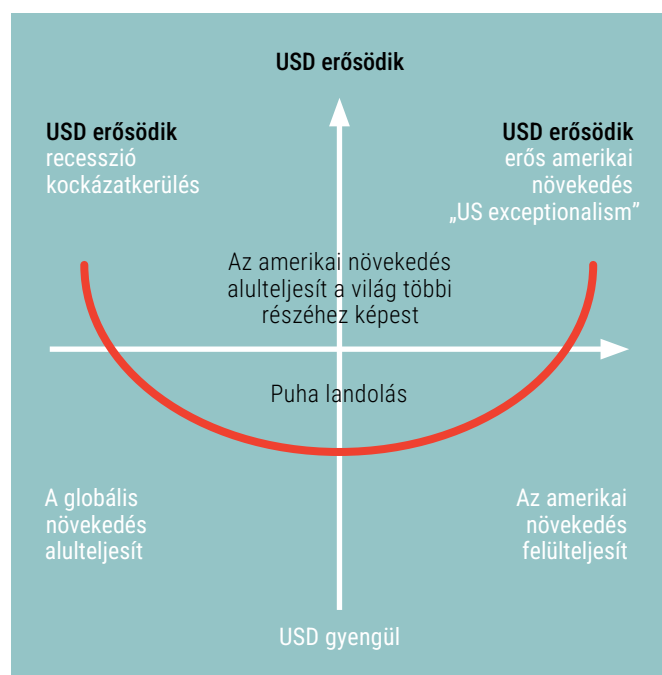
Németh Gábor, szenior portfólió menedzser



Alappálya: A Trump-adminisztráció lépései a gyengébb dollár irányába hatnak, a Fed tovább vághatja a kamatot, akár olyan környezetben is, amikor a makro fundamentumok esetleg nem igénylik, EUR/USD 1,2-1,25

2025 nagy részében, különösen az első félévben a piaci mozgások Donald Trump kiszámíthatatlan lépéseit, tárgyalási technikáit követték. Az instabil és hirtelen gyengülő dollárral jellemzett periódusok jellemzően eseménykockázatokhoz kötődtek: Trump reciprok vámjainak bejelentése, a Fed függetlenségének folyamatos támadása és a kamatvágások követelése, a német fiskális csomag bejelentése vagy éppen a Kínával folytatott vámháború epizódjai. Az amerikai gazdaságpolitika sok szempontból hasonlítani kezdett egy feltörekvő piaci országhoz, annak minden kockázatával. Egyszer-egyszer megkérdőjeleződött a hosszú évek óta tartó, sokat emlegetett „amerikai kivételesség”, az ennek következtében meginduló tőkekiáramlás pedig más régiókat hozott képbe. Mindezek hatására a DXY dollár index 11%-ot esett az év első felében – ilyen félévre 1972 óta nem volt példa.

A klasszikus „dollár-mosoly”



A piaci konszenzus ennek a forgatókönyvnek a valószínűségét árazza a legnagyobbra: 1,2-1,25 köré emelkedő EUR/USD árfolyammal és általában tovább gyengülő amerikai dollárral. Ehhez további amerikai kamatvágásokra van szükség: 3,5% környékére, vagy az alá csökkenő amerikai alapkamattal. Ehhez nem csak az amerikai munkaerőpiac érdemi lazulása vezethet el, de akár egy olyan forgatókönyv is, amikor az amerikai növekedés reziliensebb marad a vártnál, de az új FED elnök kinevezésével, akár erőteljes politikai nyomásgyakorlással a kormányzat mégis elérheti, hogy az indokoltnál nagyobb mértékben vágják a kamatokat. A fundamentumok oldaláról jöhet nyomás az elszálló költségvetési hiány, romló adósságmutatók felől, növekedési fronton pedig az AI lufi kipukkadása, vagy egy érdemi növekedési lassulás segítheti a dollár ellen fogadó befektetőket, ez azonban átvezet minket az alternatív forgatókönyveinkhez.

Forrás: VIG Alapkezelő

A klasszikus dollár mosolyhoz visszatérve a világ többi részének relatív jobb növekedési momentuma segítheti még az USD gyengülést. Az eurózóna esetében a lassan beinduló fiskális stimulus segítheti a ciklikus növekedést, a feltörekvő piacok esetében pedig a pozitív folyamatok folytatódhatnak a a gyenge dollár, alacsonyabb kockázati felárak, kamatcsökkentések hatására.

Eseménykockázatok oldaláról Trump adhat segítő kezet: nehéz elképzelni, hogy időről-időre nem jön elő újabb vámbejelentésekkel, vagy a Kínával egy évre kötött tűzszünetben nem lesz újabb csavar. Várhatóan folyamatosan nyomás alatt tartja majd a jegybankot is a kamatvágás szükségességét illetően. De azt sem lehet kizárni, hogy Trump kedvezőtlen népszerűségi számok esetén valami szokatlant húz a 2026-os amerikai félidős választások előtt, ami a kockázati prémiumot növelné. Ezek elmardása, a váratlan megjelenésének hiánya a legnagyobb kockázat a dollár gyengülő forgatókönyvre.

Mégis azért tartjuk mi is jelenleg ezt a legnagyobb valószínűségű forgatókönyvnek, mert jelen ismereteink szerint a külkereskedelmi deficit lefaragása, az amerikai ipar versenyképességének javítása az amerikai kormányzat egyik fő stratégiai célkitűzése, amihez magasabb vámokat, gyengébb dollárt és alacsonyabb amerikai kamatokat képzeltek el. Trump kedvenc sztárközgazdászának, a Fed döntéshozói közé is kinevezett Stephen Miran-nak határozott álláspontja, hogy az USA külkereskedelmi deficitje nem a túl laza fiskális politika velejárója (ahogy a közgazdászok többsége véli), hanem teljes mértékben a túl erős, túlértékelt dollárnak köszönhető. A dollár hosszú távú túlértékelttségében a piaci konszenzus is egyetért, Miran pedig a dollár gyengítését látja egyértelműen a megoldásnak. Mivel javaslati közül nagyon sok mindent meg is valósított a Trump adminisztráció, így vélhetően a gyenge dollár iránti törekvés nem kerül le a napirendről.

Mostanra ugyanakkor a dollár ellenállóbbá vált az időszakos eseménykockázatokkal, Trump kisebb-nagyobb, ideig-óráig tartó bejelentéseivel és az eseménykockázatokkal szemben, így véleményünk szerint valami újat kell előhúzni a kalapból, hogy 2026-ban valóban jelentősen gyengülő dollárt lássunk: akár kamatokban mélyebbre vágni, akár egy Plaza Accord-szerű devizapiaci intervenciót kezdeményezni vagy például egy, az amerikai állampapírpiacon hosszú végéig célzó hozamgörbe-menedzsment (yield curve control) az USA-ban.

Amennyiben a szándékot további tettek is követik, még bőven lenne tér a további dollárgyengülésre a historikus példák alapján: 1974-1978 között mintegy 25%-kal, 1985-1987 között több, mint 50%-kal, 2002-2008 között pedig 40%-ot meghaladó mértékben értékelődött le a dollár.

Közepes valószínűség: nem jönnek az unorthodox intézkedések, a reziliens amerikai növekedés mellett az EUR/USD 1,1 alá csökken

Ahogy írtuk, a további dollár gyengüléshez valami váratlanra van szükség. Ennek hiányában egy szépen lassan stabilizálódó, aljat találó és potenciálisan erősödésnek induló dollártól félhetünk. A vámháború jelenleg megnyugszani látszik, a piacok is kevésbé hevesen reagáltak már az elmúlt időszak ilyen híreire. Ráadásul a vámtarifák kapcsán jelenleg úgy tűnik, Trump elérte célját: az USA-nak kedvező megállapodások születtek, így a gazdaságpolitikai bizonytalanság csökkenésével minden visszatérhet a régi kerékvágásba, és ez önmagában inkább dollár erősítő hatású. Az amerikai kivételesség témaköre is visszatért az éve eleji, áprilisi elbizonytalanodás után. A kamatkülönbség is erősebb dollár malmára hajthatja a vizet. Ha előre gondolunk a politikai logikára, 2026-ban jönnek az amerikai félidős választások, ami Trump számára igen fontos, tehát előtte vélhetően a legjobb formában szeretné látni a gazdaságot: minél jobb a növekedés népszerűségi rátájának javítása érdekében. Ebbe talán nem illik bele sok fordulat, meglepetés, vámháború: mindez pedig keresztbe tehet az USD további gyengülésének. A vártnál jobb növekedés, az AI buborék által kiváltott termelékenységjavulás egyértelműen dollár erősítő hatású volna.

Alternatív forgatókönyv: adósságválság, megugranak a hosszú hozamok, vagy kipukkan az AI buborék – mélyen 3% alá vág a FED és elgyengül az USD, „sötét ló”: EUR/USD 1,3 fölött

Várd a váratlant. Bár jelenleg a piaci implikált recessziós valószínűségek alacsonyak, az amerikai részvénytőke koncentráltasága, a piaci árazás, az AI örület, a sztár eszközök árfolyamának csaknem exponenciális emelkedése, és főleg az amerikai fogyasztók részvénytőkepiaci kitettsége, így az árfolyamnövekedéstől való egyre nagyobb függőség nyilvánvaló kockázatokot hordoz önmagában. Az, hogy az örületes volumenű AI beruházások valaha is jövedelmezőek lesznek -e, ugyancsak a jövő kérdése.

Emellett a globálisan folyamatosan és strukturálisan növekvő adósságszintek és évek óta magas deficitek egyszer súlyos válsághoz fognak vezetni, mivel egyre romló fiskális multiplikátor mellett ez a globális folyamat nem tűnik fenntarthatónak. Ennek időzítése a millió dolláros

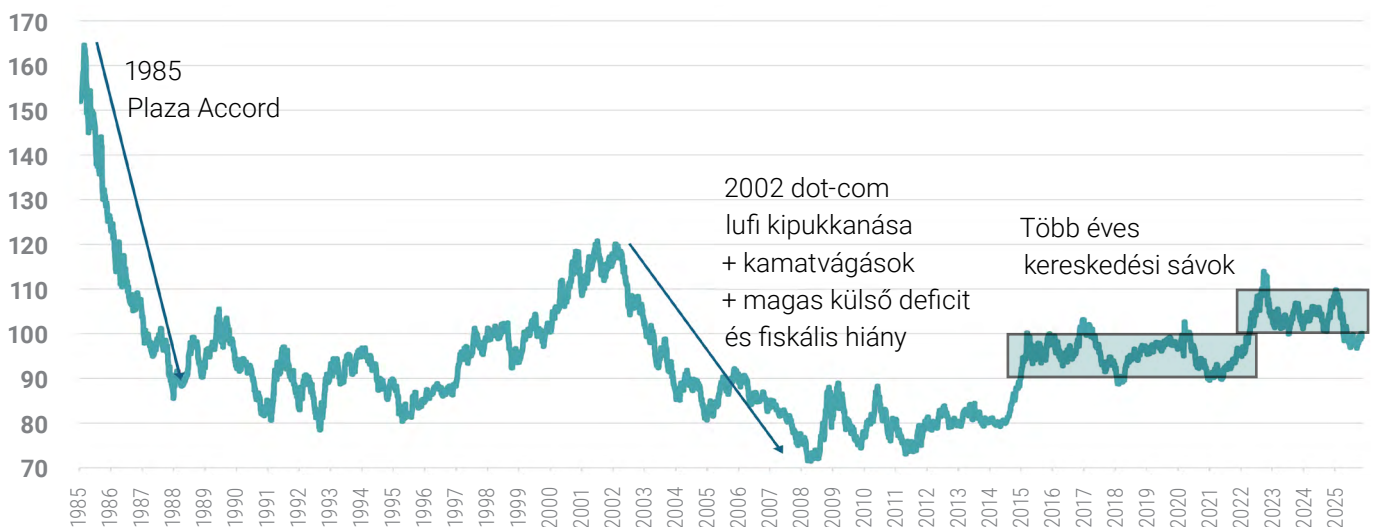
kérdés, de a kötvénypiac fellázadása érdemben magasabb hozamokhoz vezethet a hosszú oldalon, ami szintén súlyos recesszió előfutára lehet. Egy ilyen környezetben a FED nehéz helyzetbe kerül: hiszen ha épp a hosszú hozamok emelkedése váltaná ki a piaci turbulenciát, a kamatvágás – önmagában – csak olaj lenne a tűzre a hozamgörbe hosszú oldalán. Ugyanakkor a FED tradicionálisan a leggyorsabban és a legerőteljesebben lépő jegybank, ami az új Fed elnök májusi beiktatása után csak fokozódhat. Recesszió idején jellemzően gyorsan éles gyengülésnek indul az USD, ami vélhetően most sem lenne másként.

Természetesen egy piaci turbulencia megnöveli a piaci volatilitást, visszavonulót fúj a carry befektetőknek, – vagyis azon befektetőknek, akik kamatkülönbségből próbálnak profitálni – a kialakuló kockázatkerülés hatására pedig a feltörekvő piaci devizák égetik meg magukat a

legjobban, így ez a kezdetben széles körű dollár gyengüléssel induló piaci forgatókönyv már nem kedvez ezeknek az országoknak sem. Ha egy ilyen környezetben még húz valami váratlant Trump vagy a FED, például elindul egy újabb súlyos vámháború Kínával, vagy ha a FED bevezeti a hozamgörbe menedzsmentet és megpróbálja például 3,5%-on horgonyozni az amerikai hosszú hozamokat, akkor súlyos dollár válság és 1,3 feletti EUR/USD sem elképzelhetetlen.

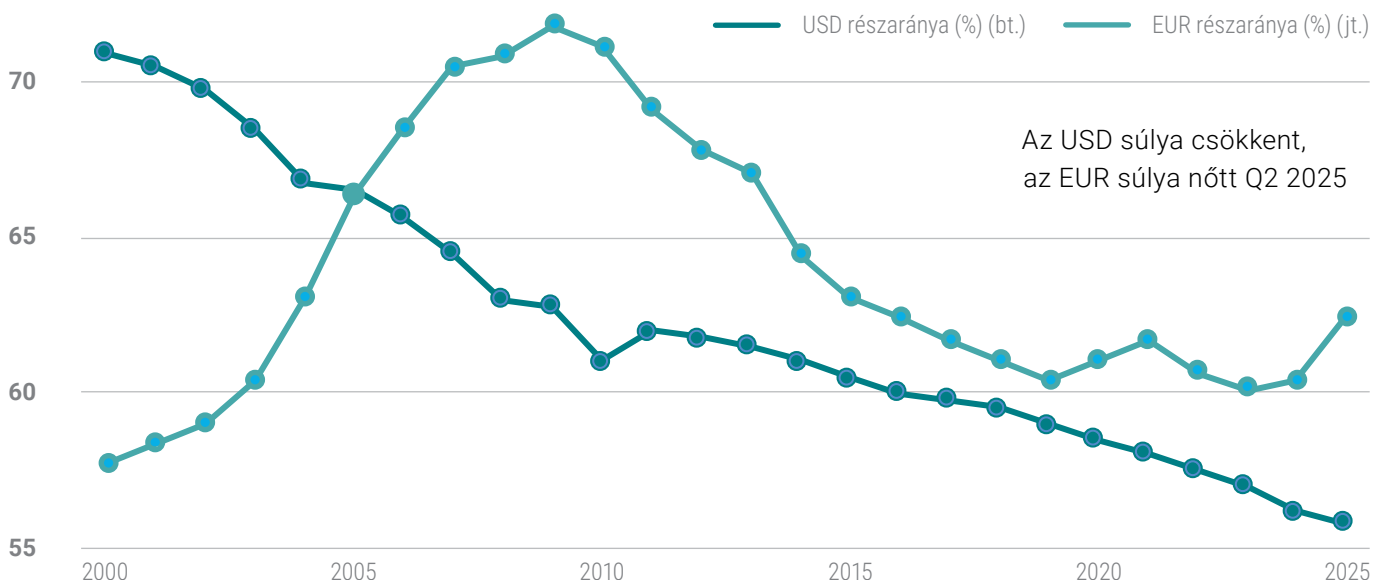
Összefoglalásként elmondhatjuk: 1,2 fölé emelkedő EUR/USD az alappályánk, de véleményünk szerint a tovább gyengülő dollárhoz valami újat kell előhúznia a kalapból a Trump adminisztrációnak, mert a jelenlegi sztorik kezdenek elfakulni. Mégis, azért tartjuk a gyengülő zöldhasút alappályánkon, mert a Trump adminisztrációnak és vezető közgazdászainak ez egy stratégiai célkitűzése, ugyanakkor ezért újabb aktív lépéseket kell tennie 2026-ban is.

DXY dollár index alakulása az elmúlt 40 évben



Forrás: Bloomberg, VIG Alapkezelő

A globális devizatartalékok devizánkénti megoszlása



Forrás: Bloomberg

Államadósság

Meddig tolerálja a piac a magas államadósságokat?

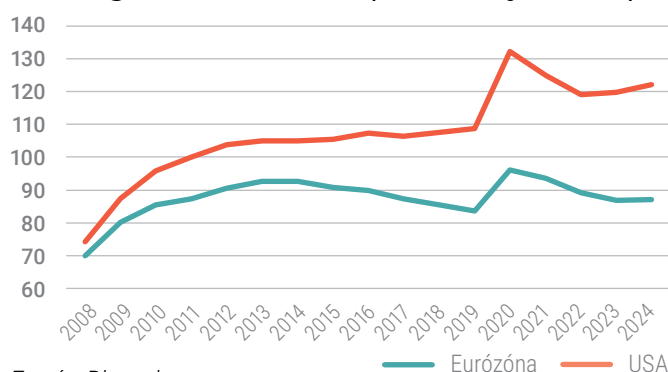
Király-Kovács Máttyás, portfólió menedzser

Jön a Hozamgörbe Kontroll (YCC)?

A 2010-es évek elején az európai – és elsősorban a görög – adósságválság időről-időre borzolta a befektetők hangulatát. Az adósságszintek kordában tartásának támogatására a költségvetési politikák szigorítása mellett az Európai Központi Bank is több intézkedést hozott: likviditási és kötvényvásárlási programot hirdetett, valamint korábban elképzelhetetlen módon negatívba vágta a betéti kamatokat, egészen mínusz 0,5%-ig. A 2010-es éveket a ZIRP (Zero Interest Rate Policy), azaz a zéró kamatpolitika határozta meg az Euróövezetben és az USA-ban is, ahol a Fed már a 2008-as subprime válságot követően 0-0,25%-ra csökkentette az alapkamatot, valamint mennyiségi lazító (QE) program keretében jelzálogleveleket és állampapírokat vásárolt.

Az intézkedések hatására az adósságszintek Európában a 2010-es évek második felében mérséklődtek, az USA-ban pedig jelentősen lassult az államadósság növekedési üteme. Az eladósodottságban a következő robbanást 2020 és a Covid hozta el: az USA-ban 109%-ról 130% fölé, az Eurózónában pedig 84%-ról 97%-ra emelkedett az átlagos GDP arányos adósságszint. A Covid óta viszont divergencia van a két gazdasági régió között: az Euróövezetben közel 10 százalékponttal mérséklődött az adósságszint, az USA-ban viszont a várakozások szerint 2025 végére 125% közelébe emelkedhet a GDP arányos államadósság.

Adósságszintek alakulása (GDP arányában, %)



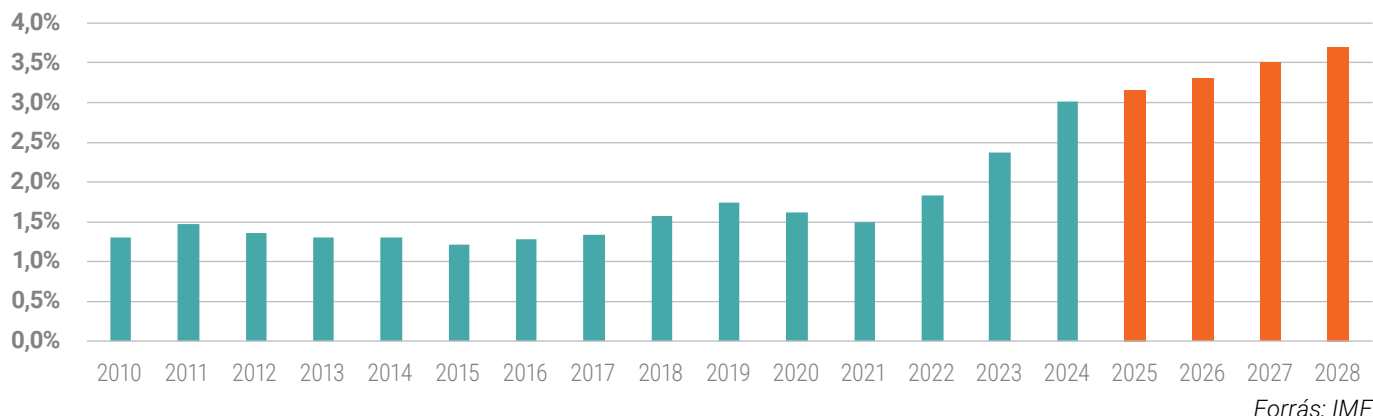
Forrás: Bloomberg



A befektetők ennek megfelelően inkább az USA adósság-dinamikájának fenntarthatóságával kapcsolatban fogalmaznak meg kérdőjeleket, amit a kötvénypiacon a kialakuló magas határidős prémium és reálkamatok, valamint a hozamgörbe meredeksége is tükrözött. A kilátásokat rontja, hogy a Trump-kormányzat eddigi intézkedéseinek ismeretében az USA költségvetési hiánya idén és a következő években is 6% felett maradhat.

Emellett az adósságszolgálatra fordított kiadások is meredeken nőnek: kamatkiadásra a GDP arányában 2024-ben 3,0%-ot költöttek az USA-ban, ami meredek emelkedést jelent a korábbi évekhez képest. A jelenlegi makrogazdasági előrejelzések alapján a következő években tovább emelkedik az adósság után fizetett kamatok mértéke az USA-ban. Mindezek a folyamatok az USA hitelminősítői besorolásának romlásában is testet öltöttek: 2023-ban a Fitch rontotta AAA-ról AA+-ra, 2025-ben pedig a Moody's Aaa-ról Aa1-re (az S&P már 2011-ben lerontotta az USA elsőrendű adósminősítését).

Adósságfinanszírozás (kamatkiadások) alakulása az USA-ban, GDP %-ában



Egyelőre azt lehet mondani, hogy a piac még elfogadhatónak tartja az USA jelenlegi 120% körüli GDP arányos államadósság-szintjét, ami sem történelmileg, sem pedig nemzetközi összehasonlításban nem tűnik extrém kiugró értéknek. A kötvényhozamszintek viszonylagos stabilitása is erre utal. A bizalom azonban könnyen elillanhat, hiszen az adósságpálya a jelenlegi paraméterek mellett fenntarthatatlan. A kötvényhozamok jelentős emelkedése viszont tovább drágítja a finanszírozást, még inkább elszáll az adósság az előrejelzési horizonton, ami előbb-utóbb kikényszeríthet valamilyen fajta válaszlépést költségvetési (deficitcsökkentés) vagy jegybanki (kötvényvásárlások felpörgetése) oldalról.

Várható-e a hozamgörbe kontrollálása (Yield Curve Control – YCC) az USA-ban 2026-ban?

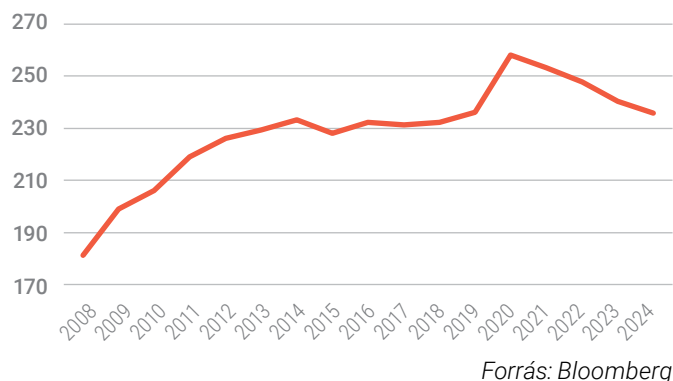
A hosszú hozamok alakulására a döntéshozóknak – legalábbis a fenti beavatkozások nélkül – kevés direkt ráhatása van, azokat elsősorban piaci erők alakítják. A rövid hozamokat viszont könnyebb alakítani. Az USA pénzügyminisztere, Scott Bessent rendre kritizálja is a Fed vezetését, ahogyan Trump elnök is, miszerint a magasan tartott kamatszint káros az amerikai gazdaságra. Az új Fed elnök – akit Trump nevez ki hamarosan – tehát jövőre várhatóan tovább csökkenti az alapkamatot, ami párhuzamosan csökkentheti a rövid futamidejű amerikai állampapírok kamatszintjét.

Az alapkamat további csökkentése azonban csak abban az esetben lesz hiteles, ha az inflációs kockázatok emelkedését nem érzékelik a befektetők. Ellenkező esetben az inflációs várakozások emelkedése a hosszabb futamidejű állampapírok hozamemelkedésében csapódhat le (a hozamgörbe meredekségének emelkedése), ami tovább növelheti az USA kamatkiadásait új kibocsátások esetén.

A gazdasági döntéshozók kezében számos eszköz van, hogy kontrollálják a hozamszinteket. Az alapkamat csökkentése mérsékli a rövid futamidejű állampapírhozamatokat, ezért elképzelhető, hogy a kibocsátási struktúra a rövidebb futamidejű állampapírok kibocsátásának növelése irányába fog elmozdulni, aminek a kamatvágások által olcsóbbá válik a finanszírozása. A hosszabb futamidejű kötvények kínálatának csökkenése pedig – változatlan vagy kevésbé csökkenő keresletet feltételezve – szintén mérsékli a hosszabb futamidejű hozamszinteket. A hozamszintek kordában tartása – tehát az adósságfinanszírozási költségek csökkentése – gazdasági érdek, ezért könnyen elképzelhető, hogy a 2026 májusában hivatalba lépő, a Trump kormányzathoz lojális új Fed elnök ismét növelni fogja a Fed mérlegét, tehát felpörgeti a jegybanki állampapír-vásárlásokat. Az októberi Fed kamatdöntő ülésen már a Fed eszközvásárlási programjának szinten tartásáról döntöttek, véget vetve az elmúlt időszakra jellemző csökkenő kötvényvásárlásoknak.

A Bank of America által megkérdezett alapkezelők (BoFA Global Fund Manager Survey) szerint a 2026 májusától hivatalba lévő új Fed elnök 54%-os valószínűséggel mennyiségi lazítás (QE) keretében vagy a hozamgörbe kontrollján (Yield curve control – YCC) keresztül igyekszik majd lejjebb szorítani a hosszú lejáratú állampapírok hozamszintjeit és ezzel az USA adósságszolgálatra fordított kiadásait.

Japán GDP arányos államadóssága (%)



Mit jelent a hozamgörbe kontrollálása a gyakorlatban? Azt jelenti, hogy a jegybank egy bizonyos hozamszintet céloz meg egyes állampapír futamidőkhöz (például 2 éves hozamszint, 10 éves hozamszint), és ennek a célnak az elérése érdekében – akár korlátlanul – állampapírokat vásárol. Japánban 2016-tól vezették be a hozamgörbe kontrollját, -0,1%-os (tehát negatív!) rövid hozamszintet és 0%-os (!) 10 éves kötvényhozamszintet célozva. A Japán YCC viszonylag sikeresnek mondható, mivel nem járt az infláció érdemi emelkedésével, és a gazdaságot is támogatta, miközben az adósságszint sem emelkedett érdemben tovább. A Japán Jen viszont komoly, több, mint 40%-os leértékelődést szenvedett el a dollárral szemben 2021 óta, miután a Japán Jegybank felpörgette a kötvényvásárlásokat, hogy az emelkedő infláció ellenére is szinten tartsa a kötvényhozamokat.

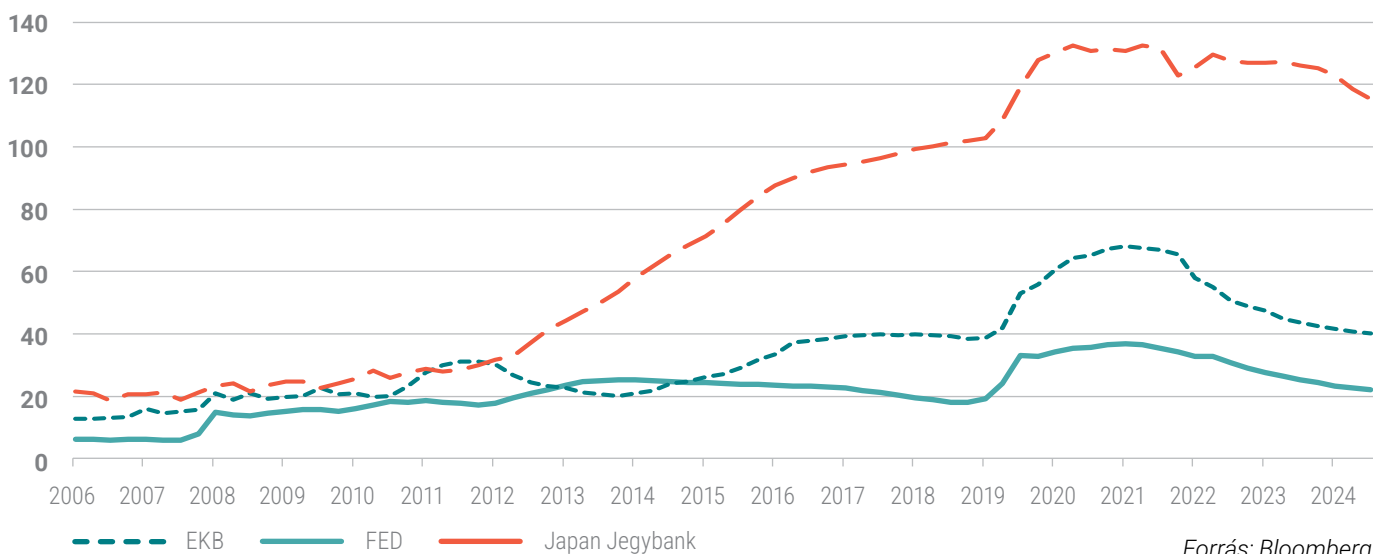
Amennyiben a hozamgörbe kontrollját az infláció felpörgése követi, az klasszikusan a financial repression, azaz a pénzügyi elnyomás „alkalmazását” jelenti a döntés-hozók részéről. Hiszen a befektetők az alacsonyabb nominális

hozamszinten vásárolt kötvényeiken ex-post negatív reál-hozamot könyvelhetnek el az infláció emelkedése miatt.

A befektetők alapesetben nem számítanak a hozamgörbe kontrolljára a Fed részéről jövőre, de a változó jegybanki vezetés mellett rövidtávú gazdaságpolitikai célok elérése érdekében könnyen elképzelhető, hogy a gazdaság támogatása a Fed részéről erősödni fog, akár kamatoldalon, akár a jegybankmérleg növelésén keresztül.

Ebben az esetben az USA még inkább „high pressure economy”, azaz magas nyomású gazdaság lesz, ahol egyszerre támogató a költségvetési és jegybanki politika. A költségvetési politika számára a korábbi (2000-2019 között átlagosan jellemző) 4% körüli deficit helyett a 6%-os hiány lehet a „new normal”, tehát az új egyensúlyi szint, a Fed mérlege pedig ismét bővíthet. A felpörgetett költségvetési és jegybanki politika egyaránt a dollár pénzkínálatának növekedésével járhat, ami középtávon inflációs kockázatokat hordoz magában, illetve az USD további trendszerű leértékelődésének folytatására utal.

Jegybanki mérlegek alakulása a GDP %-ában



Feltörekvő piacok:

Erős 2025 után ígéretes kilátások 2026-ra

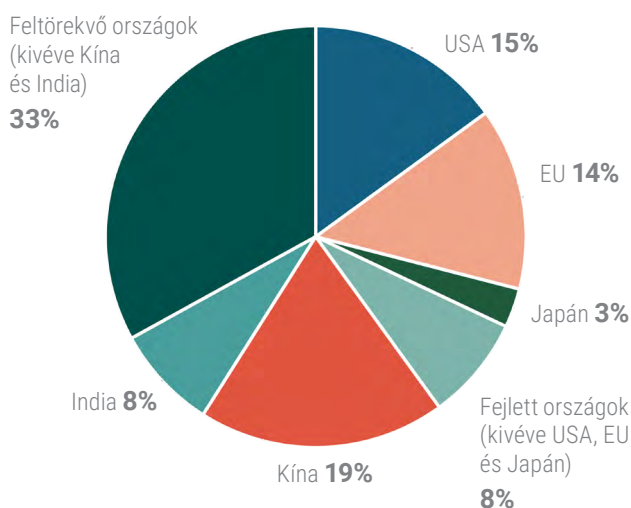
Miklós Csaba, portfólió menedzser

Jó évet zártak a feltörekvő piacok 2025-ben, és ha görcső alá vesszük a mögöttes gazdasági és strukturális folyamatokat, akkor 2026-ban is biztatóak a kilátások a régió szempontjából. A feltörekvő országok súlya geopolitikailag és gazdaságilag is felértékelődőben van. A hosszú távú trendek – demográfia, népesség korösszetétele, urbanizáció, gazdasági és jogi környezet átalakítása, tőkepiaci szabályozás liberalizálása – perspektivikusak. Vásárlóerő paritáson a globális GDP több mint felét már a fejlődő országok adják, és a gazdasági növekedésük felülmúlja a fejlett régióét.

A kedvező világgazdasági növekedési környezet adott maradhat, és a feltörekvő piaci devizák és befektetési eszközök erősödésének egyik meghatározó katalizátora, a dollárgyengülés várhatóan kitart az új évben is. A dollárgyengülés háttérben meghúzódó strukturális kereskedelmi aránytalanságokra visszavezethető okok normalizálódása ugyanis jellemzően egy többéves folyamat. Az amerikai gazdaságnak a feltörekvő piacokkal szembeni fizetési mérleg hiánya rekordmagasra emelkedett az



Globális GDP megoszlása (PPP) 2024-ben

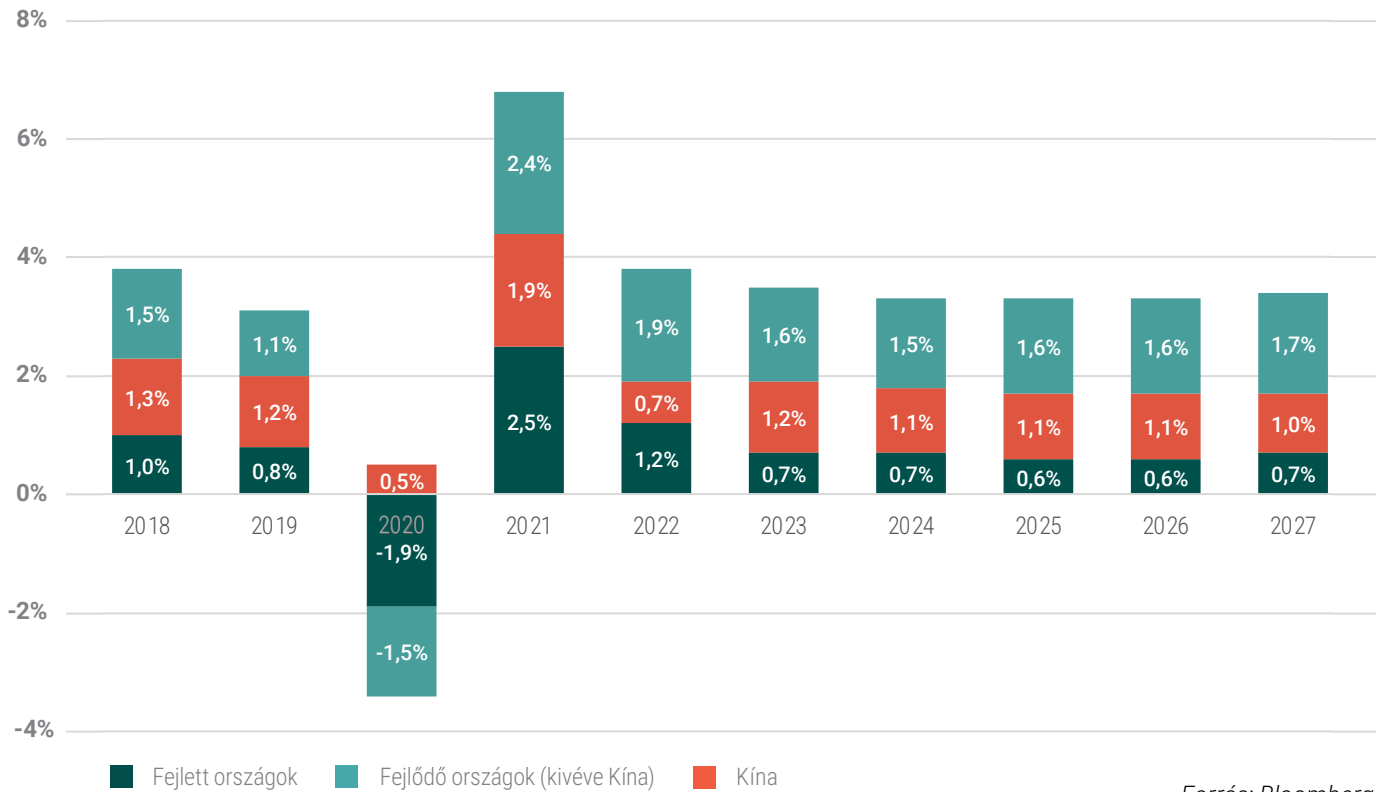


Forrás: Bloomberg

elmúlt húsz évben, és a hiány csökkenése a dollárgyengülés és fejlett devizák felértékelődésének automatizmusa által korrigálódhat. De a rövid és közép távú trendek is ezt a scénáriót erősítik. Egyrészt az USA által bevezetett magasabb vámkörnyezet hatásainak érvényesülése, másrészt az amerikai jegybank, a FED kamatvágó ciklusa is lendületet vehet. A fokozatosan gyengülő amerikai munkaerőpiaci adatok előrevetíthetik, hogy a mérséklődő fogyasztói kereslet miatt az év során a FED-nek a várakozásokhoz képest gyorsabban – többször és akár nagyobb mértékben – kell majd kamatot csökkentenie. A kamatcsökkentési ciklusban előbbre tartó feltörekvő piacok többségben a kamatfelárak ezáltal emelkedhetnek a dollárkamatokhoz képest, ami szintén növeli a régiós eszközök attraktivitását.

A fejlett piaci részvényekhez viszonyított kedvezőbb értékeltségi szintek is kedveznek a feltörekvő piacoknak. Itt viszont érdemes már differenciálni az egyes régiók között. A közép-kelet európai részvények saját historikus átlagukhoz képest és a többi fejlődő piachoz viszonyítva is a legolcsóbbnak számítanak.

Feltörekvő országok hozzájárulása a globális GDP-növekedéshez



India: Konszolidációból induló, 2026-ra ígéretes felzárkózási lehetőség

A fejlődő világ második legnagyobb gazdaságának, Indiának a kilátásait is kiemeljük. A fiskális ösztönzők, a támogatóvá váló monetáris politika, a gazdasági reformok valós realitást jelentenek a belső kereslet által vezérelt 7% körüli gazdasági növekedés elérésére. A tavalyi év előtt

kiválóan teljesítő indiai részvénytőzsze 2025-ben divergált, elvált a fejlődő piaci trendtől, egy oldalazás, időbeni korrekció bontakozott ki az indiai részvénytőzsián, és a fejlett régiós devizák többségének 5-15%-os dollárral szembeni felértékelődését sem tudta hozni a világ legnépesebb országának gazdasága. Az oldalazás során viszont javult a részvényértékeltség, a korábbi túllárazottság mérséklődött, ami arra engedhet következtetni, hogy a lemaradók előre törhetnek elv alapján is 2026-ban jó évet zárhat az indiai részvénytőzsze.

India – FWD EPS (előremutató egy részvényre jutó nyereség) és az MSCI India index alakulás (USD-ben)



12 havi előreutató árfolyam/nyereség



Forrás: Bloomberg

Hogyan lovagolhatjuk meg az AI-trendet a feltörekvő piacokon?

A fejlődő régióban a fejlett piacokhoz gazdaságilag és a jogi szabályozói környezetet tekintve is közelebb álló tajvani tőzsde a feltörekvő piacok technológiai proxy-ja. Az amerikai technológia szektor tőzsdeindexszel fej-

fej mellett teljesítő tajvani részvénytőzsde a jövőben is követője lesz az AI-megatrendnek. Ezt mi sem mutatja markánsabban, minthogy a tajvani tőzsdeindex kapitalizációjának 50%-át adó TSMC félvezetőgyártó bevételeinek 75%-át realizálja a fejlett országokban, és a világ legnagyobb vállalatának, első helyen a chip-tervező NVIDIA-nak az elsőszámú beszállítója.



Közép-kelet-európai kilátások

Loncsák András, befektetési igazgató

A közép-kelet-európai gazdaságok továbbra is a fordulatra várnak – bízva a geopolitikai feszültségek enyhülésében és a növekedés újbóli beindulásában.

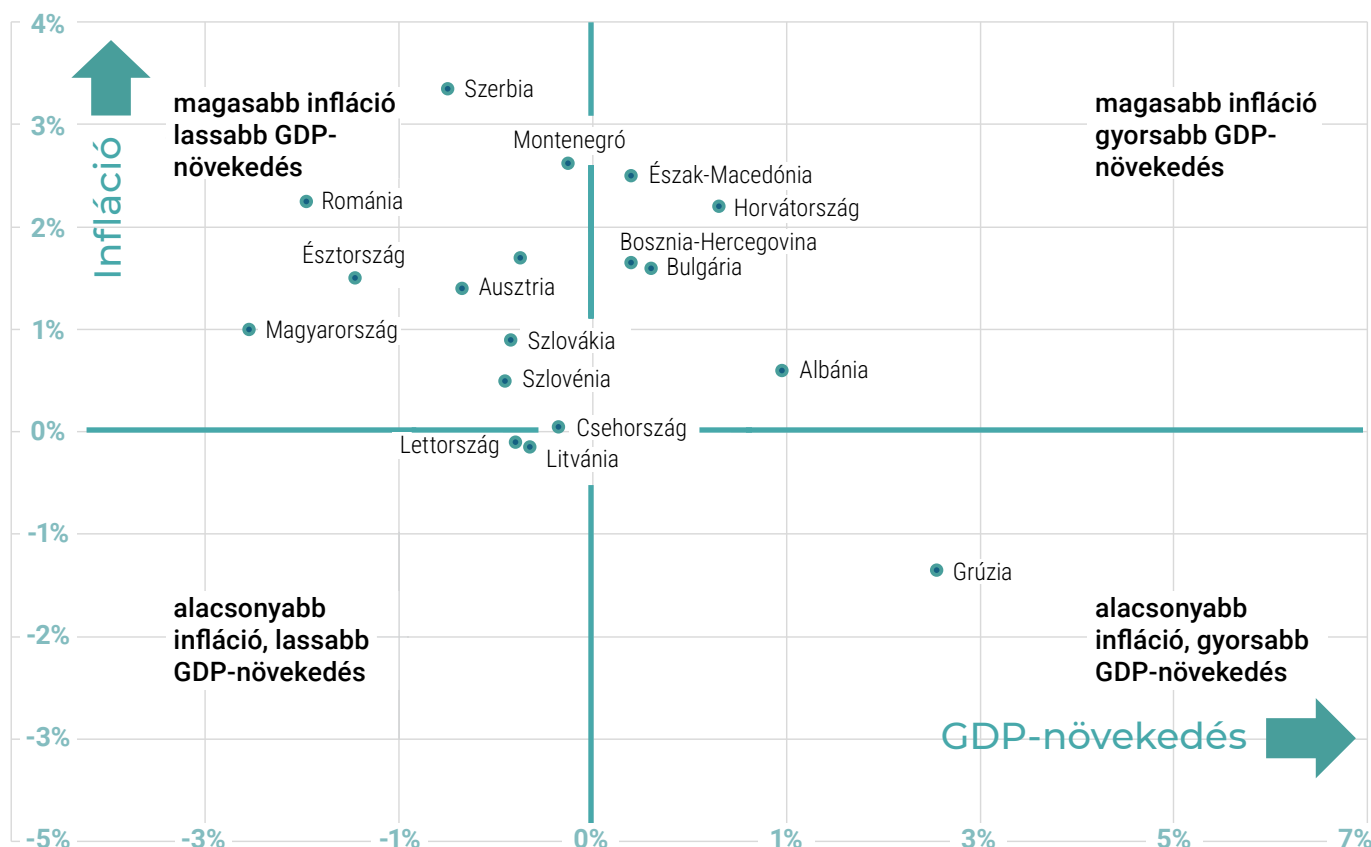
Közép-kelet-európai GDP-növekedés

A közép-kelet-európai gazdaságok továbbra is elhúzódó kivárási fázisban vannak, a növekedési ütem érezhetően elmarad a járványt és a háborút megelőző évek teljesítményétől. Bár az infláció mérséklődik, szintje még mindig jóval meghaladja a válság előtti normákat, miközben a fiskális pozíciók jelentősen romlottak az egymást követő sokkok költségvetési hatásai miatt. A döntéshozók, a vállalatok és a befektetők egyaránt érzékelik, hogy a régió potenciálja alatt növekszik, és lényegében a kedvezőbb fordulatra vár. A tartós béke nemcsak a bizonytalanságot

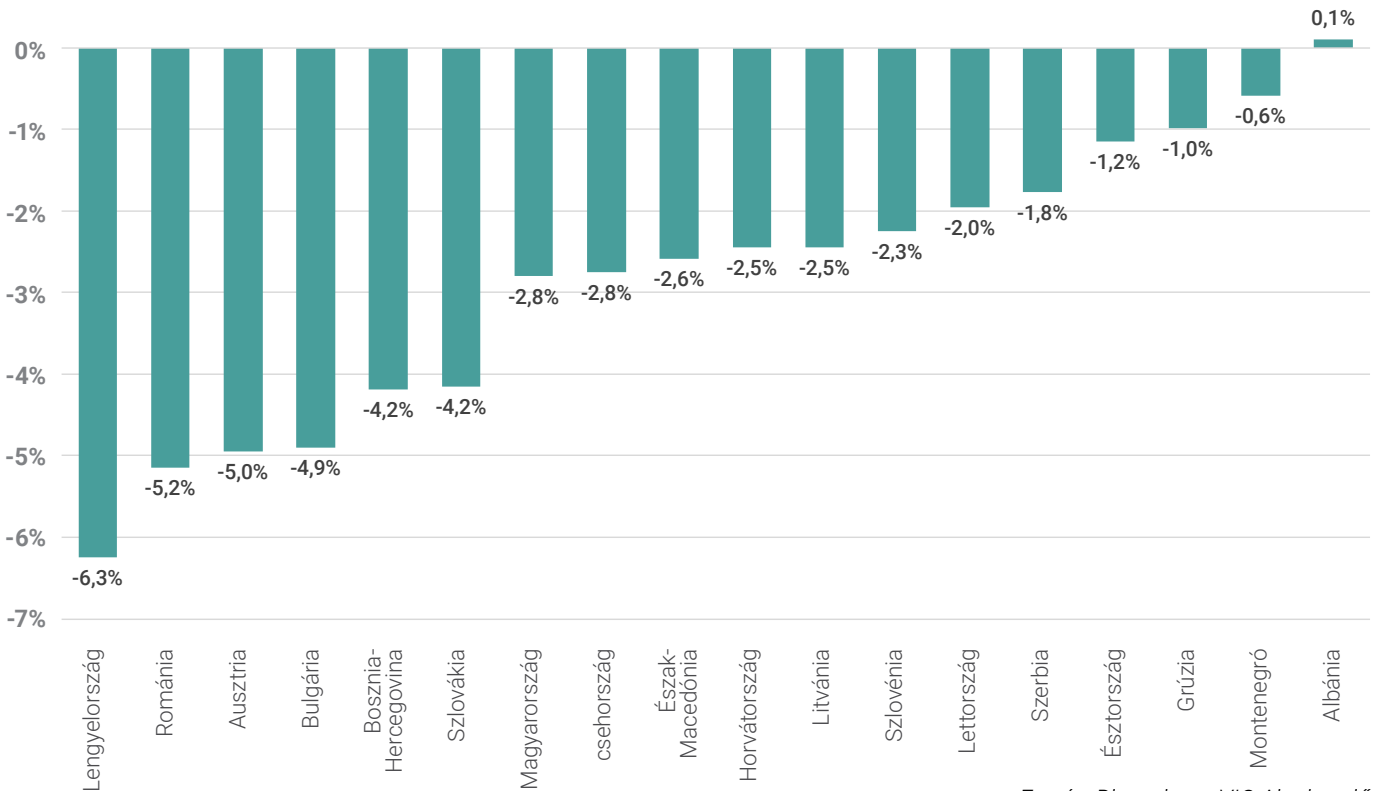
csökkentené, hanem a kulcsfontosságú makromutatók számottevő javulását is lehetővé tenné – a gyorsabb növekedéstől és a lehorgonyzottabb inflációtól kezdve a költségvetési egyensúly fokozatos helyreállításáig.

Noha a régiós országok anticiklikus gazdaságpolitikája segített kilábalni a COVID által okozott visszaesésből, a pandémia utóhatásai és az orosz–ukrán háború sokkjai együtt nem hozták el a vártnál erősebb növekedést. Eközben a költségvetési hiányok tartósan magasak maradtak, részben a gyengébb növekedési dinamika, részben a makacsnak bizonyuló infláció miatt. Sok országban az is nehézséget okozott, hogy a gazdaságpolitika visszavonuljon a krízisévekben megemelt kiadási szintekről. Mindezek eredményeként a makrogazdasági egyensúly még nem állt helyre, miközben a növekvő védelmi kiadások további terhet rónak az államháztartásokra.

GDP növekedés és infláció különbség a COVID és a háború előtti időszakhoz képest
(2024-25 átlag a 2018-19 átlagához képest)



Fiskális egyenleg romlása a krízis előtti időszakhoz képest (2024-25 átlaga a 2018-19 átlagához képest)



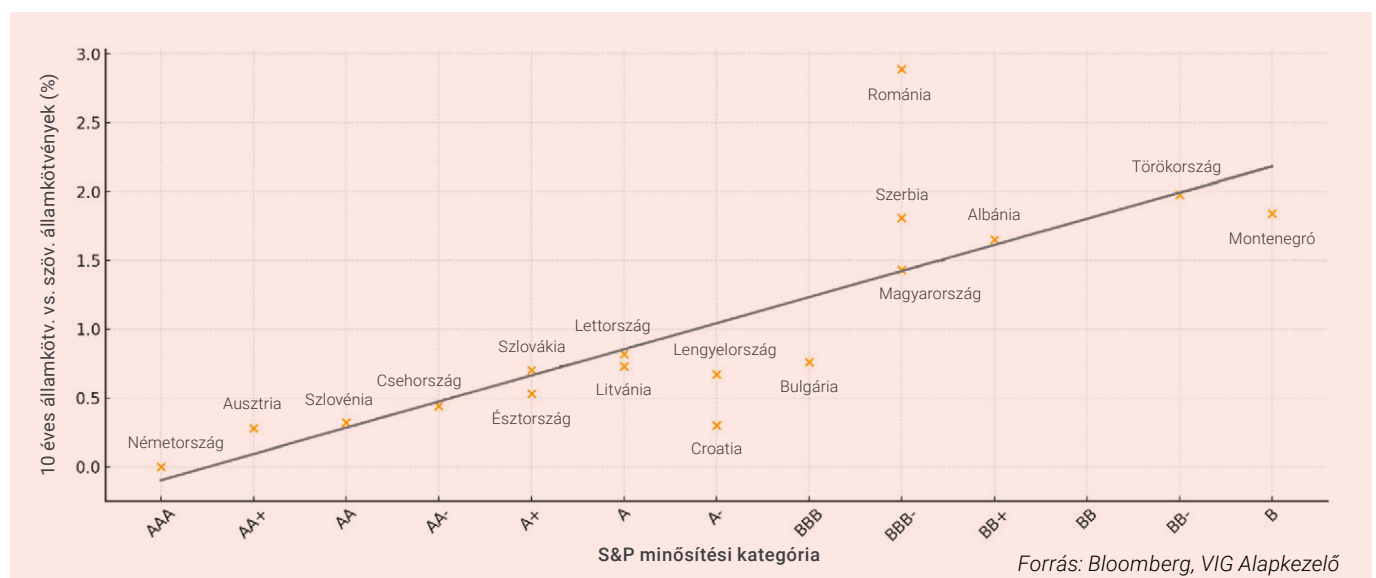
Forrás: Bloomberg, VIG Alapkezelő

Közép-kelet-európai állampapír-piacok

A régiós állampapír-hozamfelárak egyre inkább tükrözik a költségvetésekre nehezedő növekvő terheket. Bár továbbra is jól látható az összefüggés a hitelminősítések és a 10 éves hozamkülönbségek között, néhány ország látványosan eltér a trendtől. Románia BBB-minősítése mellett közel 300 bázispontos felárral forog – jóval

magasabban, mint az azonos kategóriájú országok –, ami a politikai és fiskális kockázatok erőteljes piaci beárzását jelzi, ugyanakkor hozamoldalról az egyik legjelentősebb „carry” lehetőséget kínálja a régióban. Magyarország és Szerbia szintén BBB-besorolás mellett fizet 140-180 bázispontos prémiumot, ami tartós politikai és fiskális kockázati felárra utal. A makrokörnyezet fokozatos stabilizálódásával ezek a hozamfelárak egyre vonzóbbá válhatnak azok számára, akik mérsékelt kockázatot is vállalnak.

Szuverén hitelminősítés vs. 10 éves kötvények kamatkülönbsége (trendvonalal)



Forrás: Bloomberg, VIG Alapkezelő



Közép-kelet-európai részvénybefektetések

A globális részvénytőzsdék kiemelkedő teljesítményt nyújtottak 2025-ben, és ennek fennmaradása egyre inkább attól függ, hogy megvalósulnak-e az optimistább makrogazdasági és vállalati eredményforgatókönyvek. Ahogy Benjamin Graham klasszikusan megfogalmazta, a hosszú távú részvénytőzsdai hozamokat elsősorban az osztalékjövedelem és a vállalati profitok alakulása határozza meg, ugyanakkor a részvények értékeltsége – például az árfolyam/nyereség arány (P/E) – szintén kulcsfontosságú tényező. Jelenleg a legtöbb globális részvénytőzsdát drágának tekinthető ezen mutató alapján, különösen az AI-kapcsolt technológiai szegmensekben, ahol a P/E-értékek jóval a hosszú távú átlag fölé emelkedtek. Kivételt képez a közép-kelet-európai régió, ahol az egyszámjegyű P/E mutatók továbbra is a 10 éves átlag alatt találhatók, ezáltal kedvező

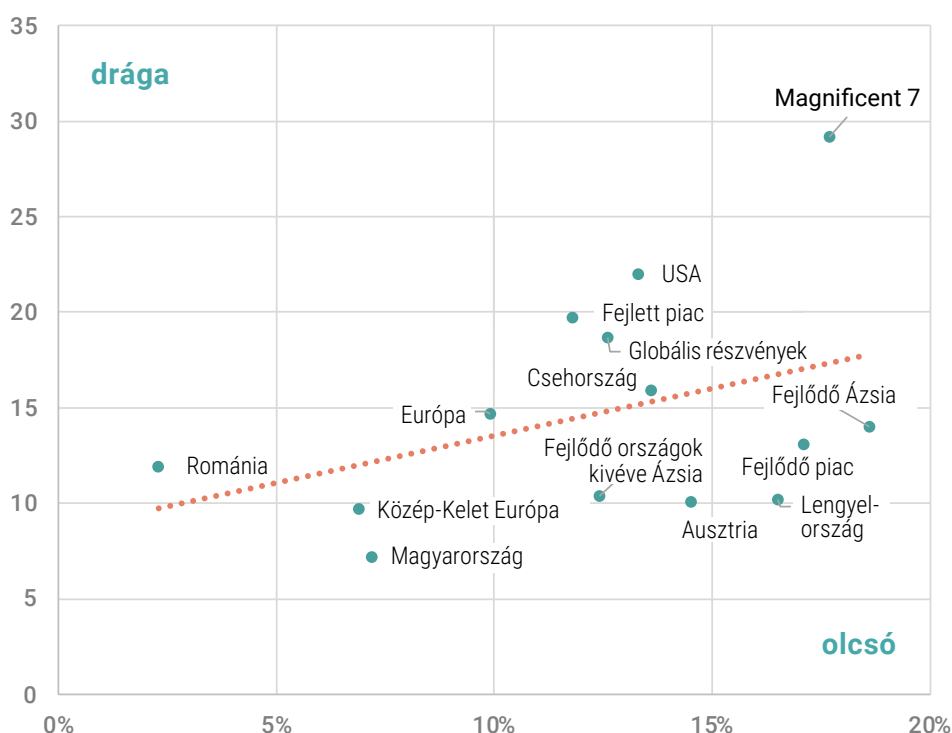
belépési pontot teremtenek. Ezt tovább erősíti, hogy a régiós vállalatok eredménykilátásai összességében kedvezőek maradtak.

Bár a közép-kelet-európai részvénytőzsdák már nem annyira olcsók, saját múltbeli átlagukhoz képest – a háború okozta leértékelődés hatása nagyrészt eltűnt –, továbbra is markáns diszkonton forognak a fejlett és más feltörekvő piacokhoz képest. A jövő évre várható EPS-növekedés ugyan jelenleg a legalacsonyabb a régióban, az elemzők 2025-re folyamatosan felfelé módosították a profitvárakozásokat a cseh, lengyel, magyar, osztrák és román vállalatok esetében. Mivel a régiós GDP-növekedés továbbra is a válság előtti szintek alatt marad, a háború lezárulása valószínűleg jelentősen javítaná a gazdasági környezetet, és ezen keresztül a vállalati eredményeket is. Mindez arra utal, hogy a közép-kelet-európai részvénytőzsdák továbbra is számottevő felértékelődési potenciált kínálnak a befektetők számára.

CETOP index
12 havi előretekintő P/E mutató



Piaci árazás
12 havi előretekintő P/E és EPS növekedés (2026)



Forrás: Bloomberg,
VIG Alapkezelő



Közép-kelet-európai infláció várakozások

Béri Zsófia, portfólió menedzser



Közel az úticél, de a landolás még várat magára

A 2025-ös év Magyarország, Lengyelország és Csehország számára a dezinfláció folytatódásának jegyében telt. A tél megérkezteivel az áremelkedési kedélyek is lehűltek, így decemberben várhatóan a jegybanki toleranciasávon belüli inflációt láthatunk. A kamatcsökkentési ciklusok ezáltal a végükhöz közelednek, Csehországban és Magyarországon pedig már egy ideje stabil monetáris politikát láthatunk. Habár elérhető közelségbe kerültek a jegybanki célok, a 2026-os év várhatóan a régió nagy részében még nem a célba érés éve lesz.

Csehországban a parlamenti választások és az ezzel járó kockázatok 2026-ban már a múlté lesznek, így az inflációs pályát leginkább meghatározó tényező a háztartások energiaköltségének alakulása lesz. Az EU-ban a cseh háztartások fizetik a legmagasabb energiaköltséget, így ennek csökkentése kiemelt szerepet kapott az októberi választási kampányban. Az energiaköltségek emelkedése ellen mind a kormány, mind pedig a nagy energiaszolgáltatók igyekeznek különféle lépéseket tenni és ezen lépések közül jó pár pozitívan érintheti a 2026-os inflációs pályát. A jegybank kamatcsökkentési ciklusa befejeződött, a következő lépést így az energiaköltségek jövőbeli alakulása határozhatja meg.

Lengyelországban az idei év sikerei jelentős szerepet játszottak abban, hogy a lengyel jegybank 2026-ban elsőként érje el inflációs célját. Számos kockázat veszélyezteti azonban a jövő évi inflációs pályát. A fiskális lazítás és az erős hazai fogyasztás gátat szabhatnak az infláció elleni sikeres küzdelemnek. A háztartások energiaköltségének csökkentése Lengyelországban is kiemelt figyelmet kap, hiszen az energiaárak befagyasztása az idei év végén véget ér. Az elnök azonban ezt követően is új rendeletekkel kívánja csökkenteni mind a háztartások, mind

pedig a vállalkozások energiaköltségét. A lengyel jegybank közeledhet a kamatcsökkentési ciklus végéhez, miután regionális összevetésben a legeredményesebben fékezte meg az inflációt.

Magyarországon az infláció alakulását leginkább a jövő áprilisi választások és az azokhoz kapcsolódó intézkedések esetleges folytatódása fogja meghatározni. Az infláció ideiglenes leszorítását célzó számos kormányzati intézkedés 2026-ban az eredeti tervek szerint megszűnik, ezáltal a választások előtti hónapokra időzített alacsonyabb inflációt az év második felében egy trendszerűen gyorsuló áremelkedési ütem fogja felváltani. A felpattanás mértéke természetesen kérdéses, azonban az év első részében mesterségesen leszorított infláció minden bizonnyal alacsonyabb átlagos inflációt fog eredményezni 2026-ban, mint amit 2025-ben láthattunk. A jegybank kamatcsökkentési ciklusának újbóli megkezdése így az első félévben aligha várható. 2026-ban a szolgáltatásinfláció továbbra is ragadós maradhat, ezért az előrejelzésünk a piaci konszenzus felett alakul. A politikai helyzet stabilizálódása és a lakossági inflációs várakozások tartós mérséklődése elengedhetetlen feltételei a monetáris lazítás újrakezdésének.

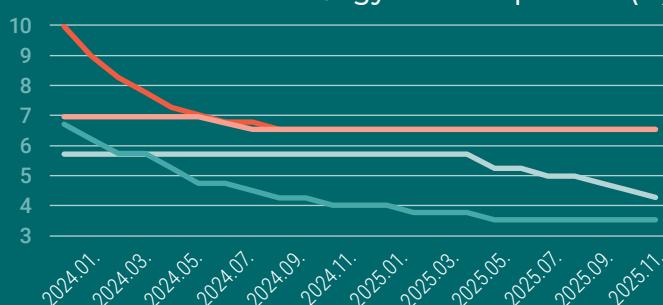
Románia a régió kakukktója, hiszen a 2025-ös kormányzati intézkedések miatt teljesen más irányt vett az inflációs pálya. 2025 nyarán ugyanis a román kormány a költségvetési egyensúly helyreállítása érdekében jelentős adóemelési intézkedéseket vezetett be. A korábbi 19%-ról 21%-ra emelték az általános forgalmi adót, eltörölték az energiaár-sapkát és a jövedéki adó emelésére is sor került. Az infláció elleni küzdelem ezáltal a régiós versenytársakhoz képest egy évvel tolódik, hiszen az idén júliusban induló magasabb inflációs időszak 2026 nyarán fog megszűnni, így azt követően válhat ismét aktuálissá a kamatcsökkentési ciklus folytatása.

2026-os átlag infláció	Magyarország	Csehország	Lengyelország
Piaci konszenzus	3,6%	2,2%	2,8%
VIG Alapkezelő	4%	2,6%	2,5%

— Magyar — Lengyel — Cseh — Román

Forrás: Bloomberg, VIG Alapkezelő

Jegybanki alapkamat (%)



Választások Közép- és Kelet-Európában

Loncsák András, befektetési igazgató

A következő egy-két évben több, a régiót érintő választás is érdemben formálhatja a gazdaságpolitikai környezetet és a befektetői hangulatot. Magyarországon, Lettországon és Szlovéniában 2026-ban tartanak parlamenti választásokat, amelyek egyaránt hozhatnak változásokat a fiskális prioritásokban, a szabályozási irányokban és az EU-politikához való viszonyulásban. Bosznia-Hercegovina szintén 2026-ban tart általános választásokat, amelyet a piacok várhatóan fokozott óvatossággal követnek. Lengyelországban legkésőbb 2027-ben esedékes a parlamenti választás; bár ez távo-

linak tűnhet, piaci szempontból már 2026 végéhez közeledve felértékelődik, amikor a befektetők elkezdnek pozicionálni a lehetséges politikai folytonosság – vagy éppen irányváltás – mentén a régió legnagyobb gazdaságában.

Összességében egyik választás sem feltétlenül jelez azonnali, éles fordulatot, ugyanakkor a régió politikai menetrendje továbbra is fontos eseménykockázatot jelenthet, amely átmeneti volatilitást okozhat, miközben a politikai irányvonalak tisztulása szelektív befektetési lehetőségeket is teremthet.



Nyersanyagpiaci kilátások

Kardos Zsolt, portfólió menedzser

Alap forgatókönyvünk szerint a dezinfláció jelentős része már mögöttünk van, és a javuló növekedési kilátások megnövelik a nyersanyagok iránti keresletet, ezért ebben az esetben a nyersanyagok áremelkedésére lehet számítani. Optimista forgatókönyvünkben a mesterséges-intelligencia által vezérelt termelékenységjavulás alacsonyan tartja az inflációt és az energiaárakat, ekkor a nyersanyagok áremelkedése néhány kivételtől eltekintve visszafogott maradhat. A pesszimista forgatókönyvünk megvalósulása a nyersanyagokra is negatív jövőt vetíthet előre, hiszen az emelkedő kamatok recesszió felé terelhetik a világgazdaságot, amely csökkenő nyersanyag-kereslettel jár.

Elemzésünk alapján három olyan nyersanyagra, az aranyra, a rézre és a mezőgazdasági termékekre érdemes lehet 2026-ban figyelni, amelyeknél emelkedő árfolyamokra számíthatunk.



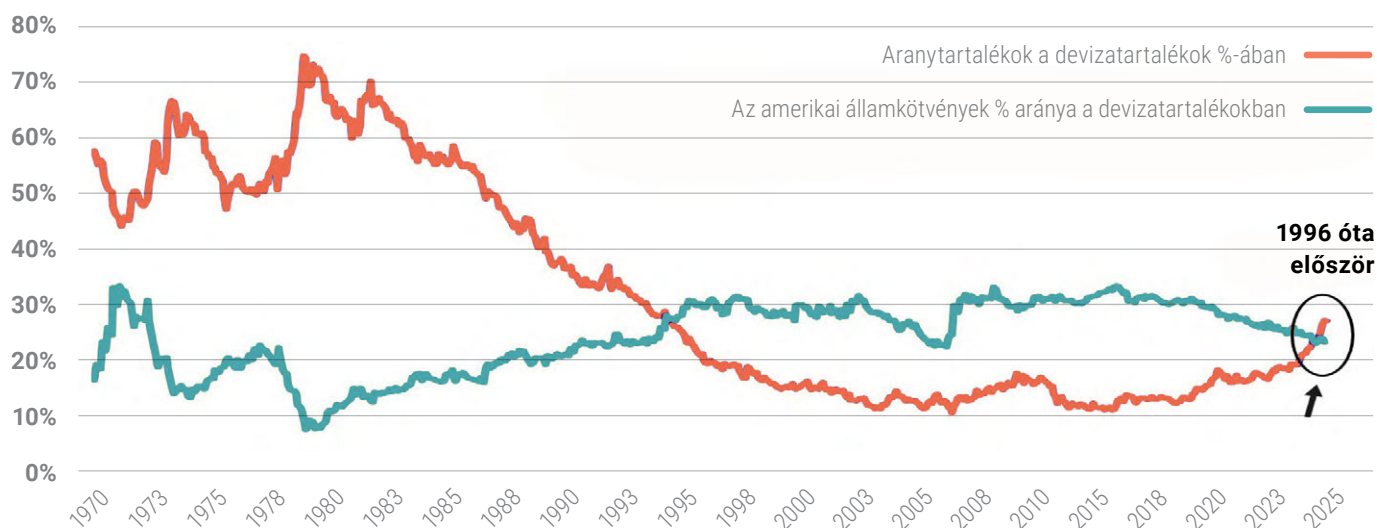
Arany

Az arany több mint 50%-os ralit produkált 2025-ben, amelyet egyszerre hajtott a geopolitikai bizonytalanság, az amerikai fiskális pálya fenntarthatatlanságával kapcsolatos aggodalom, a Fed laza irányvonala és a jegybankok rekordméretű nettó vásárlásai. A Trump-adminisztráció kiszámíthatatlan gazdaságpolitikai lépései és a gyengébb dollár iránti törekvése tovább erősítették ezt az

„unortodox” megközelítést, amely történelmileg is kedvezett az aranypiacnak – hasonlóan az olajválság-, stagfláció-, mennyiségi lazítás (Quantitative Easing, azaz QE) és COVID-vezérelt korábbi bika időszakokhoz.

A jegybanki tartalékdivezifikáció strukturális támaszt ad a piacnak: harminc év után először több aranyat tartanak, mint amerikai államkötvényt. Ezzel szemben a lakossági

A külföldi jegybankok több aranyat tartanak, mint állampapírt



Forrás: Bloomberg, Tavi Costa

és intézményi portfóliókban az arany súlya továbbra is alacsony, részben a COVID óta emelkedő részvény-kötvény korreláció miatt – vagyis az eszköz továbbra is széles körben alulpozicionált.

A 2025-ös extrém árfolyam-emelkedés után természetes volt az ősszel látott korrekció, amely illeszkedik a korábbi bika piacok mintázatába, ahol a jelentősebb visszaeséseket rendszerint újabb, tartós emelkedés követte. A 2026-os évhez érve a fundamentális hajtóerők változatlanul jelen vannak: magas globális adósságszint, gyengébb USD-politika, romló költségvetési kilátások és a Fed várható kamatsökkentési ciklusa. Történelmi tapasztalatok szerint az arany különösen jól teljesít olyan környezetben, amikor a Federal Reserve 2% feletti infláció mellett lazít.

Összességében 2026-ban nem valószínű a 2025-höz hasonló mértékű rali, de a makrogazdasági háttér alapján az arany továbbra is érdemi felértékelődési potenciált hordoz.

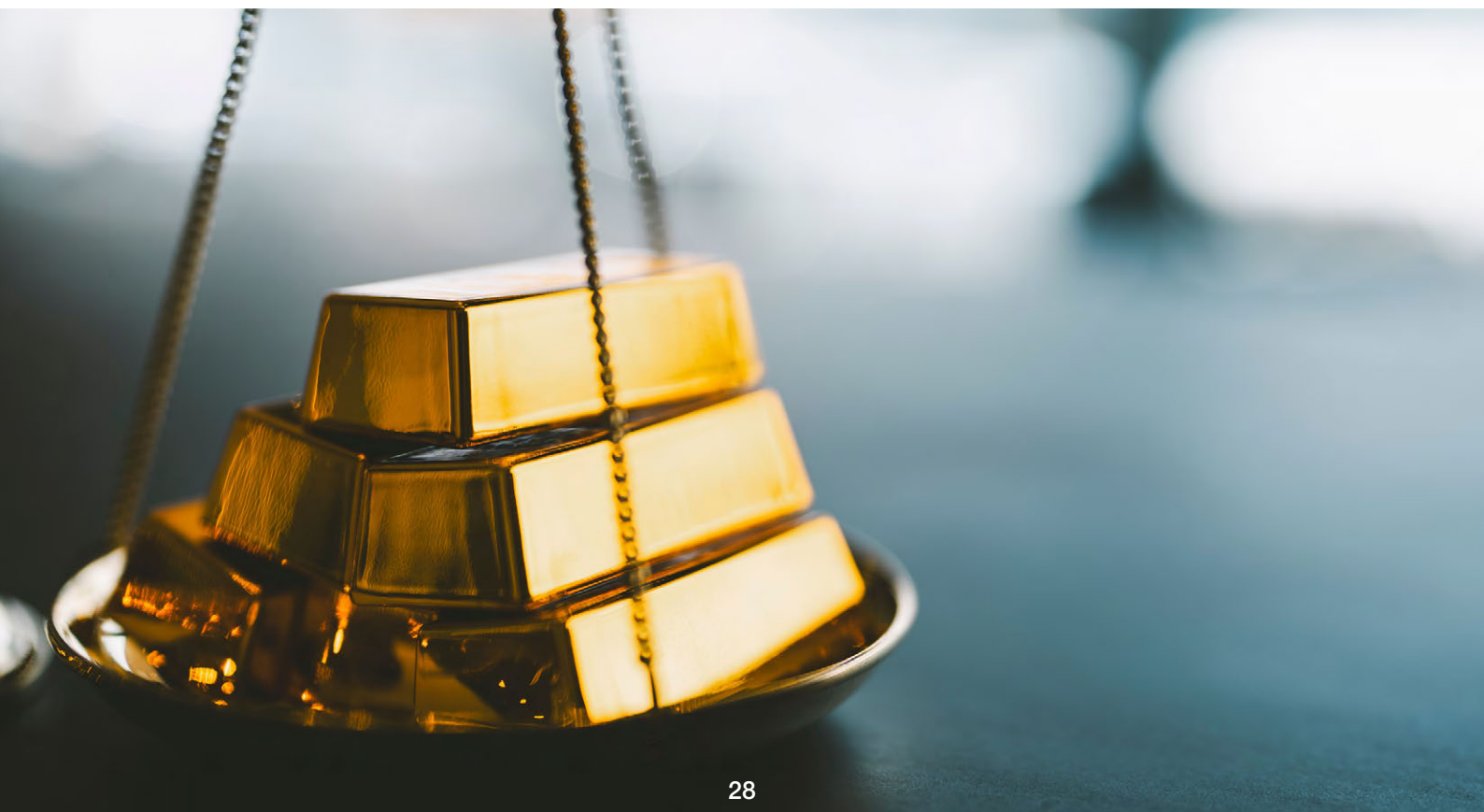
Réz

A réz 2026-ban az egyik legígéretesebb nyersanyag lehet. A mesterséges intelligencia rohamos térnyerése hatalmas adatközpont-építési hullámot indít el, amelyek energiaellátása jelentősen növeli az elektromos hálózatokra nehezedő terheket. A világ nagy gazdaságai jelenleg nin-

csenek felkészülve ekkora kapacitásigényre, így elkerülhetetlenné válik az energia-infrastruktúrák átfogó bővítése és modernizációja. Hasonló kihívással az Egyesült Államok a II. világháborút követő években szembesült: míg a háztartási gépek megjelenését még kezelni tudta az áramhálózat, az 1950-es évek elején tömegesen elterjedő légkondicionálók már túlterhelték a rendszert, így az ország kényszerű hálózatfejlesztésbe kezdett. A mesterséges intelligencia által generált új korszak ugyanezt a dinamikát idézheti elő – mindez pedig kifejezetten kedvező keresleti környezetet teremthet a réz számára.

Mezőgazdasági termékek

2026-ban a mezőgazdasági nyersanyagok is vonzó befektetési lehetőséget kínálhatnak. 2025-ben Kína gyakorlatilag leállította az amerikai agrártermékek vásárlását, ami súlyosan érintette az Egyesült Államok termelőit, és több farm csődjéhez vezetett. Mivel 2026 választási év az USA-ban, várható, hogy a Trump-adminisztráció mindent megtesz a republikánus többség megtartásáért mindkét törvényhozási házban. Ez politikailag különösen fontos az ország mezőgazdasági központjaiban, ahol a támogatottság megőrzéséhez elengedhetetlen lehet a kínai import újraindítása – elsősorban szójaból, kukoricából és búzából. Ha a két ország közti kereskedelem normalizálódik, az az árak emelkedését eredményezheti, ami kedvező hozamkilátásokat jelent a mezőgazdasági termékekbe fektetők számára.



A piacok technikai áttekintése

Kovács László,
üzletfejlesztési igazgató

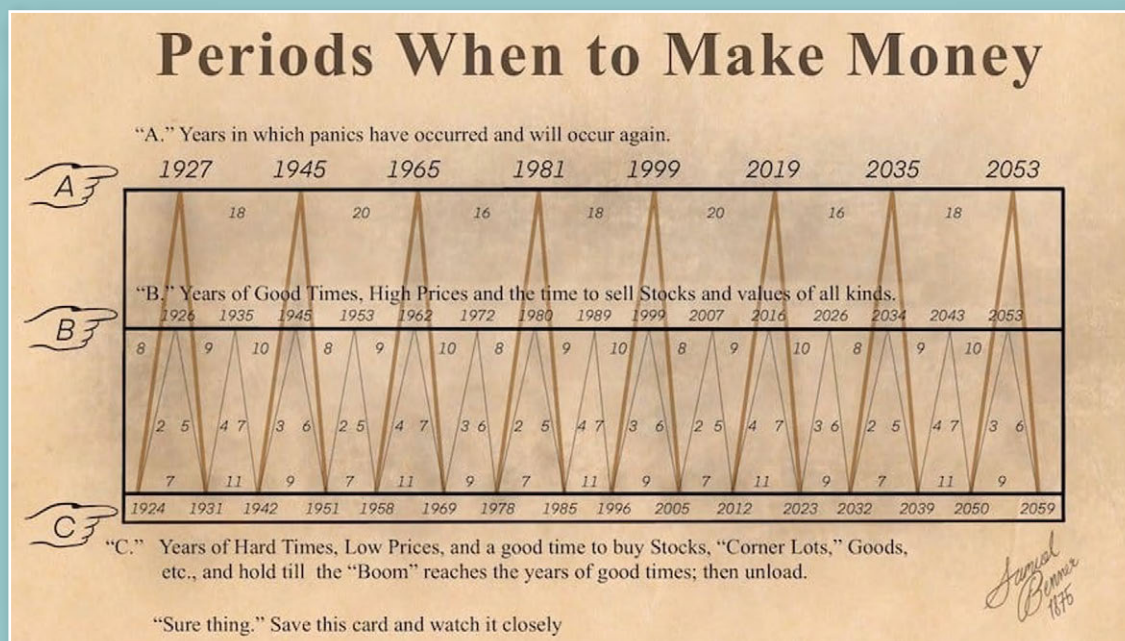
A technikai elemzés hosszú távú előrejelzéseit mindig érdemes összevetni azokkal az alapelvekkel, amelyeket már az 1930-as években lefektettek e módszertan legnagyobb úttörői. Ezek közül az egyik legérdekesebb és leghosszabb ideje működő megközelítés a Benner-ciklus, amely a múlt század során meglepően stabil modellnek bizonyult. A Benner-ciklust 1875-ben dolgozta ki Samuel Benner, aki mezőgazdasági gazdálkodóként és elemzőként a 19. századi áru piacokon megfigyelhető visszatérő prosperitási, válsági és pánik-ciklusok építette fel hosszú távú piaci ritmusmodelljét.

A Benner-ciklus jelenlegi értelmezése szerint 2026 a több éve tartó piaci emelkedés utolsó szakaszát jelölheti – egy olyan késői fázisú ralit, amely gyakran hirtelen, sokszor váratlanul bontakozik ki. A ciklus szerkezete arra utal, hogy bár a trend alapvetően továbbra is felfelé mutathat, a befektetők egy fontos fordulóponthoz érkezhetnek, hasonlóan az 1999-es, 2007-es és 2016-os csúcshoz.



Mindhárom évben látványos gyorsulás előzte meg a ciklusváltást. 1999-et és 2007-et jelentős árfolyamesés követte, míg 2016 környékén az úgynevezett „időbeli korrekció” dominált: az árfolyam hosszabb oldalazással konszolidálódott, mielőtt folytatta emelkedő pályáját.

Amennyiben a Benner-minta ismét érvényesül, 2026 egyszerre jelenthet kiemelt lehetőséget és fokozott kockázatot: a hosszú emelkedő trend lezárását, ugyanakkor egy olyan időszakot is, amikor a körületek portfóliókezelés, a diverzifikáció és a fegyelmezett befektetői magatartás minden korábbinál fontosabbá válik.



Forrás:
Samuel T. Benner
1875-ös könyve
„Benner’s Prophecies of Future
Ups and Downs
in Prices”



S&P 500

A hosszú távú S&P 500-kilátásokat vizsgálva jól látható, milyen jelentős ralival járult hozzá ez a vezető részvény-index az elmúlt évek részvénytőzsi teljesítményéhez. A technikai kép alapján közeledünk az Elliott-elmélet szerinti ötödik hullám végéhez a 2025-ös emelkedő szakaszban, amely azonban még nem feltétlenül zárult le. Az index az idei évben parabolikus ívre váltott, amit az RSI mutató gyengülő piaci erőt jelző alacsonyabb csúcsai is kísérnek – ez összességében korai figyelmeztető jelzés lehet a következő év egészére nézve.

Az S&P 500 a következő hónapokban nagy valószínűséggel korrekció elé néz; ugyanakkor az erős fundamentumok miatt ez inkább időbeli, mint árbeli kiigazítás formájában jelenhet meg. Vagyis a piac inkább hosszabb oldalazó mozgással, semmint éles visszaeséssel reagálhat. Egy ilyen mértékű parabolikus emelkedés után a várható éves teljesítmény mérsékeltebb lehet 2025-höz képest, és akár az elmúlt öt év átlaghozama alá is csökkenhet.



Forrás:
Investing.com
VIG Alapkezelő

NASDAQ Composite

Hasonló teljesítménymintázat rajzolódik ki a Nasdaq Composite grafikonján is, ahol szintén parabolikus emelkedés figyelhető meg. Bár az RSI alapján ezen index teljesítménye jelenleg erősebbnek tűnik az S&P 500-nál, itt is időszerűvé vált egy korrekció. A Nasdaq természetéből fakadóan jóval volatilisabb, ezért a várható korrekció

inkább árban, nem pedig időtávban fog lejátszódni és az index akár a 20 000 pontos szintig is visszahúzódhat, mielőtt a hosszabb távú emelkedő trend folytatódna. A 2026-os évben döntően oldalazó mozgásra számíthatunk, ami összességében az átlagosnál gyengébb éves teljesítményt eredményezhet.



Forrás:
Investing.com
VIG Alapkezelő

Nyersolaj, WTI

A WTI továbbra is hosszú távú csökkenő trendben mozog és a jelenlegi kilátások szerint ez a tendencia folytatódhat. Ugyanakkor a lefelé tartó trend meredeksége az utóbbi időben oldalazó mintázatra váltott, amely a 60–80 dollá-

ros sávban tartja az olaj árfolyamát. Az emelkedő RSI azt is jelzi, hogy a több éve tartó lejtmenet ereje fokozatosan gyengül, így nagy valószínűséggel ez a kereskedési tartomány határozhatja meg a WTI mozgását 2026 során is.



Forrás:
Investing.com
VIG Alapkezelő

US 10YR

Az amerikai hosszú lejáratú állampapírhozamok az elmúlt években oldalazó mozgást mutattak, enyhe csökkenési tendenciával. A grafikon egy háromszög alakzatot rajzol ki, amelynek kitörése jelzi majd a következő jelentősebb irányváltást. A jelenlegi technikai értelmezés alapján a 10 éves hozamok lefelé törhetnek, áttörve mind a hosszú távú emelkedő trendvonalat, mind a háromszög

alsó támaszát. A gyengülő RSI is ezt a forgatókönyvet támasztja alá.

Amennyiben ez a letörés 2026 első heteiben bekövetkezik, úgy egy tartós, akár egész évben fennmaradó hozamcsökkenési trend kezdődhet el – sőt, a folyamat akár ezt követő években is folytatódhat.



Forrás:
Investing.com
VIG Alapkezelő



Arany

Az arany az elmúlt években rendkívül erőteljes emelkedést produkált – olyat, amely a részvényt piacok egyidejűleg hasonlóan jó teljesítményéhez viszonyítva rendkívül szokatlannak számít. Az árfolyammozgás parabolikussá vált, amit az RSI extrém értékei is alátámasztanak. Az ilyen környezet általában túlárzott piacot jelez, amely fokozottan kitett lehet egy buborékszerű korrekciónak. Bár ez a fordulat egyelőre nem látszik egyértelműen a grafikonon, egy olyan erőteljes lefelé történő árfolyam-

mozgás, amely 2026 során 40 alá nyomja az RSI-t, könnyen felgyorsíthatja az árfolyamkorrekciót.

Egy ennyire túlfűtött piacon a rendszeresen visszatérő 10–15%-os árfolyamkorrekciók teljesen normálisnak mondhatók és ameddig az RSI által fent jelzett szabály nem érvényesül ezek a korrekciók akár kedvező beszállási lehetőségeket is kínálhatnak a hosszú távú befektetők számára.



Forrás:
Investing.com
VIG Alapkezelő



Multi-Asset kvantitatív stratégiák

Eszközallokáció kvantitatív megközelítésben

Baranyi Pál, portfólió menedzser

Ahogy belépünk az új évbe, érdemes áttekinteni, hogyan teljesítettek a szisztematikus, multi-asset stratégiák és hogyan lehetnek pozicionálva egy várhatóan továbbra is kihívásokkal teli makrokörnyezetben. Most két, egymást kiegészítő, szabályalapú keretrendszerre összpontosítunk: a Bold Asset Allocation (BAA)¹ stratégiára, amely egy rezsimváltó mechanizmuson keresztül változtatja kitéttiségét, valamint az Adaptive Asset Allocation (AAA)² stratégiára, amely dinamikusan újraallokálja a tőkét a globális eszközosztályok között. A benchmark egy hagyományos globális 60/40 portfólió, amely ACWI (globális részvény) és AGG (amerikai kötvény) indexekből épül fel.

Stratégiai felépítés: rezsimváltó kontra adaptív eszközallokáció

A BAA egy dual-momentum, több eszközosztályra épülő stratégia, amely egy egyszerű rezsim szignál köré épül. A „Global 13612” előrejelző univerzum a SPY (S&P500), VEA (fejlett piaci részvény), VWO (fejlődő piaci részvény) és BND (kötvény) ETF-ekből (tőzsdére bevezetett befektetési alapok) áll, és kizárólag kockázatkezelési célokat szolgál: minden hónap végén kiszámítunk egy súlyozott momentumot. Az, hogy ezek közül hány eszköz mutat negatív momentumot, meghatározza, hogy a portfólió mekkora része fektethető kockázatos eszközökbe, illetve mekkora rész kerül a defenzív, kamatozó eszközökből álló fixed-income univerzumba. Amikor mindegyik ETF pozitív momentumot mutat, a portfólió teljes egészében kockázatos eszközökben van; ahogy egyre több előrejelző eszköz fordul negatívba, a defenzív allokáció lépésenként nő. A kockázatos lábon egy szélesebb univerzumot rangsorolunk momentum teljesítmény alapján, és a négy legerősebbet egyenlő súllyal választjuk ki a rezsim szignál által engedélyezett kockázatos allokáción belül. A defenzív láb a SPY ETF-fel számított legalacsonyabb



12 hónapos korrelációjú egyetlen ETF-re koncentrál, így a „készpénz jellegű” portfóliórész abba az eszközbe kerül, amely a legnagyobb diverzifikációs előnyt nyújtja az amerikai részvénytőzsdével szemben.

Az AAA agresszívebb a befektetési lehetőségek tekintetében, ugyanakkor kifinomultabban kezeli a kockázatot. Az elérhető befektetési univerzum globális részvény-, kötvény- és alternatív eszközöket felölelő, likvid ETF-ekből áll. Minden hónap egy keresztmetszeti, momentum alapú szűréssel indul: minden ETF-re 126 napos hozamszignált számítunk, az univerzumot rangsoroljuk, és az öt legerősebb eszköz alkotja a következő hónap befektetési körét. A második lépés egy portfólióvariancia-minimalizálás, amely figyelembe veszi, hogyan hatnak egymásra ezek a magas momentumú eszközök. Egy előretekintő kovarianciamátrixot becsülünk úgy, hogy kombináljuk a napi loghoza-

¹ Keller, W. J. (2022). Relative and absolute momentum in times of rising/low yields: Bold asset allocation (BAA). Low Yields: Bold Asset Allocation (BAA)(July 18, 2022).

² Butler, A., Philbrick, M., & Gordillo, R. (2016). Adaptive Asset Allocation: Dynamic Global Portfolios to Profit in Good Times-and Bad. John Wiley & Sons.

mokon számított 126 napos gördülő korrelációkat és a 20 napos Yang–Zhang volatilitás-bebecsléseket. Bármely két (i, j) eszköz közötti kovariancia a realizált korreláció és az évesített szórások szorzata: $\Sigma_{ij} = \rho_{ij} \cdot \sigma_i \cdot \sigma_j$

Ezen mátrix további megkötése, hogy a portfólióban csak long pozíciókat enged meg a stratégia. Ezután cyclical coordinate-descent algoritmus (CCD) iteratívan módosítja az egyes súlypárokat, így fokozatosan közelít ahhoz az allokációhoz, amely minimalizálja az előretekintő portfólió-volatilitást: $\min_w w^T \Sigma w$

A gyakorlatban ez egy koncentrált, ugyanakkor tudatosan kezelt kockázatu portfóliót eredményez, amely a legerősebb trendek felé billen, miközben az optimáli-

záló határozza meg, hogy az egyes pozíciók mekkora kockázatot hordozzanak.

Teljesítmény-elemzés

Mindkét stratégiát napi hozamokra épülő adatok alapján értékeljük, havi újrasúlyozás mellett, és 10 bázispontnyi tranzakciós költséget feltételezünk a portfóliósúlyok változására. A vizsgált időszak 2008. szeptember 30-tól 2025. november végéig tart, a rendelkezésre álló adatokhoz igazodva.

A hosszú távú teljesítménymutatók az alábbiakban foglalhatók össze:



MUTATÓ	AAA	BAA	60/40 Benchmark
Összesített hozam	406%	288%	311%
CAGR (átlagos éves hozam)	6,9%	5,8%	6,0%
Volatilitás (évesített)	11,1%	11,2%	10,8%
Sharpe-ráta	0,94	0,79	0,84
Drawdown	-16,8%	-18,4%	-22,0%

Az AAA mutatja a legerősebb összképet: a legmagasabb összesített hozamot és átlagos éves hozamot érte el, a benchmarknál valamivel alacsonyabb volatilitás mellett, és érdemben jobb kockázat/hozam arányt (Sharpe-mutató) produkált. A maximális visszaesés (drawdown) is enyhébb a benchmarkhoz képest, ami jól tükrözi a stratégia előnyeit. A BAA szerényebb többlethozamot kínál a benchmarkhoz képest, ugyanakkor javítja a lefelé mutató kockázati profilt: a visszaesések kisebbek, és a visszaesésre érzékeny mutatók (pl. Calmar ráta) egyaránt a stratégiának kedveznek.

Forrás: Bloomberg, VIG Alapkezelő

A 2025-ös, rövidebb távú kép jól illeszkedik ezekhez a hosszú távú megfigyelésekhez.

Idén mindkét stratégia felülteljesítette a benchmarkot, az AAA különösen annak köszönhetően, hogy gyorsan tudta váltogatni a legjobbnak bizonyuló eszközöket. A BAA rezsimit váltogató mechanizmusa az év során dinamikus pozicionálást tett lehetővé. Mindkét esetben olyan hozamprofil rajzolódik ki, amely érdemben részt vesz az emelkedő piacokban, miközben törekszik korlátozni az átmeneti visszaesések mélységét, így mindkét stratégia a legutóbbi év során és a teljes visszatesztelt időszakban versenyképes alternatívája a hagyományos 60/40-es allokációnak.

MUTATÓ	AAA	BAA	60/40 Benchmark
Idei hozam (nettó)	22,69%	16,57%	15,07%
Drawdown	6,91%	12,99%	9,8%
Sharpe-ráta	2,13	1,41	1,46



Forrás: Bloomberg, VIG Alapkezelő





Az AI-őrület és a dotcom-buborék: áthallások

Czachesz Gábor,
Multi-Asset és Kvantitatív Befektetési
Stratégiaik üzletág vezető



A mesterséges intelligencia iránti tőkepiaci lelkesedés meglehetősen emlékeztet a 2000-2001-es dotcom-buborékra. Ahogy akkor, úgy most is a befektetőket elbűvöli egy forradalmian új technológia, amely egész iparágak átalakítását ígéri. Az 1990-es évek végén az internet a kereskedelem, a kommunikáció és az ezek köré szerveződő üzleti modellek gyökeres átalakítását ígérte. Ma a generatív AI hasonló várakozásokat ébreszt, amely képes átalakítani a termelékenységet, a döntéshozatalt és az automatizálást. A közös narratíva erőteljes: a korai alkalmazók és az infrastruktúra-szolgáltatók fogják uralni a jövőt, és a befektetők igyekeznek azonosítani a potenciális nyerteseket, mielőtt a piac többi szereplője felzárkózna.

A piaci viselkedés tükrözi ezt az optimizmust. A dotcom-buborék idején az internethez kapcsolódó vállalatok rendkívüli értékelést értek el, függetlenül a nyereségtől, a cash flow-tól vagy a mérleg minőségétől. Hasonló dinamika figyelhető meg ma is: a chipgyártók, a felhőalapú platformok és az adatközpont-fejlesztők rendkívüli árfolyam-emelkedést produkáltak. Akárcsak 1999-ben, a befektetők pszichológiája inkább a hosszú távú teljes elérhető piacra fókuszál, sem mint a rövid távú fundamentumokra. Míg a dotcom korszakban olyan újszerű mutatókra koncentráltak, mint a „látogatottság” és a „weboldalak megtekintésének száma”, a jelenlegi AI-ciklus a GPU-keresletre, vagy éppen a nagy nyelvi modellek input-számára. Most sem az tűnik a fontosnak, hogy ezek a cégek életútjukban éppen hol tartanak, hanem, hogy mivé válhatnak.

A történelmi párhuzam azonban néhány fontos tanulságot is hordoz. A dotcom-buborék végül akkor pukkadt ki, amikor a várakozások túlságosan eltávolodtak a gazdasági valóságtól. A technológiai innováció valódi

volt, de a jövedelmezőség, a verseny dinamikája és a tőkeigényesség végső soron döntő szerepet játszott. A vállalatok maguk is jelezték a növekvő kockázatot már a buborék kipukkadása előtt: a negyedéves gyorsjelentések hosszabbak, nyelvezetük nehezekebb és technikaibb lett. Ahogy a lelkesedés nőtt, úgy vált egyre egyszerűbbé a részvénytőke narratíva, miközben a gyorsjelentésekhez fűzött lábjegyzetek egyre hosszabbak lettek. A későbbi tudományos kutatások megerősítették ezt a mintát: a kevésbé olvasható, bonyolultabb bejelentések statisztikailag összefüggésbe hozhatók voltak a nagyobb részvényárfolyam-zuhanási kockázattal.

Hasonló eltérés figyelhető meg manapság, különösen az adatközponti fejlesztők és az AI-infrastruktúra szereplői között – mint például a CoreWeave, a TerraWulf vagy a Cipher Mining. Ezek a cégek „AI felhő”, „következő generációs számítástechnika” vagy „nagy hatékonyságú bányászat” köré épülő narratívát építik. Ugyanakkor a szabályozó hatóságoknak benyújtott dokumentumaik egy bonyolultabb képet mutatnak. A CoreWeave legutóbbi negyedéves jelentése például körülbelül 45 oldalt szentel kizárólag a kockázatok közzétételének – ami meglepő egy olyan vállalat esetében, amely még csak a nyilvános piacon való megjelenésének kezdeti szakaszában jár.

A minta tehát ismerős. Amikor a technológiai forradalmak beindítják a befektetők fantáziáját, érdemes odafigyelnünk a negyedéves gyorsjelentések összetettségének alakulására: gyakran azért növekszik, mert a kockázatok gyorsabban nőnek, mint amit a narratíva lehetővé tesz. A dotcom korszak megtanította a befektetőket, hogy a technológiai ígért hosszú távon nem írja felül a pénzügyi realitásokat.

AI beruházások

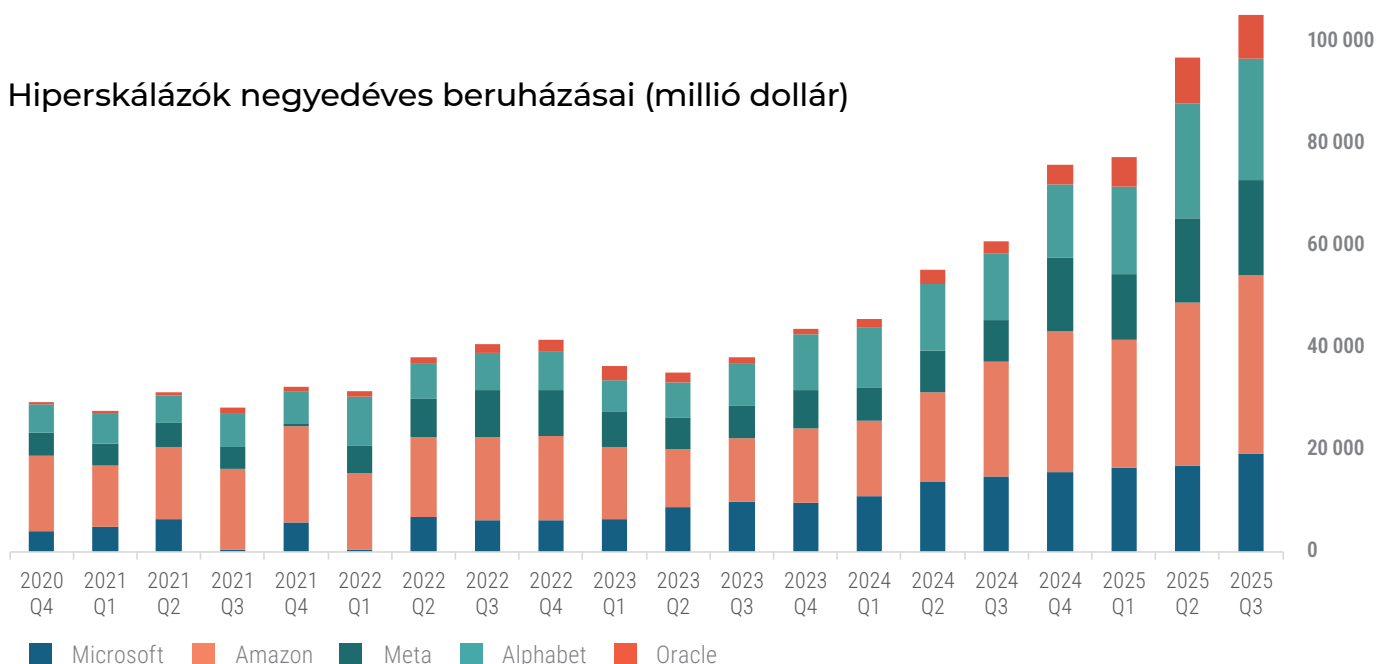
AI-boom: túlfűtött piac vagy új infrastruktúra-korszak kezdete?

Richter Péter, szenior részvény portfólió menedzser

Az elmúlt évek mesterséges-intelligencia-boomját a hiperskálázó vállalatok (Amazon.com Inc., Alphabet Inc., Meta Platforms Inc., Microsoft Corporation és Oracle Corporation) adatközpont beruházásai fűtik és a legutóbbi eredmények ismét megerősítették az AI-verseny gyorsulását. (A hiperskálázó vállalatok a világ IT-infrastruktúrájának legnagyobb üzemeltetői, olyan technológiai óriást jelentenek, amelyek több kontinensen, száz- vagy ezerszámra működtetnek adatközpontokat, amelyekben felhőszolgáltatásokat, mesterségesintelligencia-kapacitást, tárolást és számítási erőforrásokat biztosítanak.) Minden jelentős hiperskálázó megemelte 2026-ra vonatkozó tőkeberuházási előrejelzését. 2024 és 2025 elején a konszenzusos előrejelzések nagyjából 20%-os éves capex-növekedést (capital expenditure, beruházás) jeleztek előre. A tényleges capex-növekedés végül mindkét évben meghaladta az 50%-ot. Ahogy közeledünk 2026-hoz, az elemzők jelenleg 34%-os capex-növekedést prognosztizálnak, szemben a harmadik negyedév eleji 20%-os várakozással. Ez azt jelenti, hogy jövőre akár 533 milliárd dollárra emelkedhet az AI beruházások összege, szemben a 2025-ös kb. 400 milliárd és a 2024-es 237 milliárd dollárral.



Hiperskálázók negyedéves beruházásai (millió dollár)



A hiperskálázó tőkeberuházási ciklus az AI-fejlődés elsődleges motorja. Azonban elkezdtek erősödni az AI-lufi körüli aggodalmak, miután számos AI-nak kitett vállalat értékeltsége jelentősen megemelkedett, az AI-infrastruktúra kiépítése történelmi mértékű beruházásokat vonz és egyre erősebbé válik az ökoszisztéma körkörös jellege.

Az Nvidia, az OpenAI és több technológiai óriás olyan körkörös, egymást finanszírozó partnerségekre építi az AI-beruházási boomot, amelyek már önmagukban is több száz milliárd dollárt mozgatnak, és összességében könnyedén elérhetik az 1 billió dolláros nagyságrendet. A konstrukciókban a vállalatok egyszerre jelennek meg

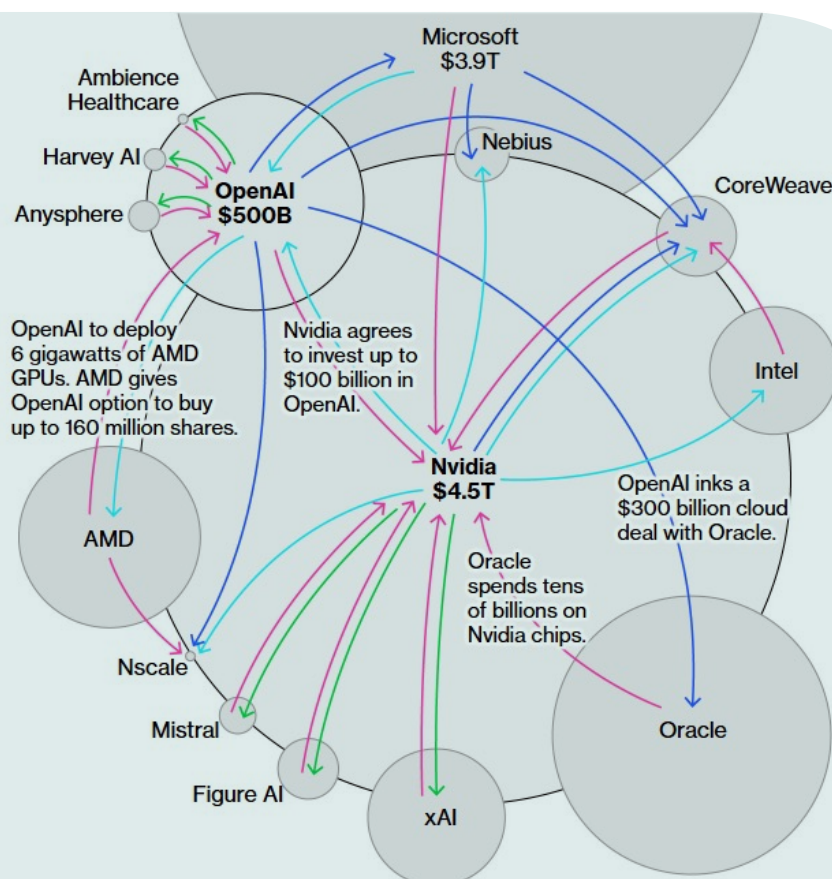
befektetőként, beszállítóként és ügyfélként. A jelenség lényege, hogy ugyanazok a szereplők egyszerre adják és kapják a pénzt: egy cég befektet egy másikba, amely azt a pénzt később visszakölti olyan szolgáltatásokra vagy eszközökre, amelyeket épp a befektető cégtől vásárolna meg. A pénz így gyakorlatilag körbejár a rendszerben – mintha mindenki egymástól vásárolna, fenntartva a növekedés látszatát, miközben a tényleges megtérülés jóval lassabban jelentkezik. Ez a szorosan összefonódó üzleti hálózat egyre inkább a dotkomkorszak túlkapásaira emlékeztet, különösen azért, mert a mögöttes AI-technológia monetizációja és valódi profitabilitása egyelőre elmarad a beruházások ütemétől.

Ciklikusan kiigazított P/E mutató – S&P 500 index



Forrás: multpl.com/shiller-pe
(A Shiller P/E egy ciklikusan igazított árfolyam-nyereség hányados)

Egyre körkörösebbé váló AI ökoszisztéma



- Hardware vagy Software
- Szolgáltatások
- Kockázati tőke
- Befektetés

Piaci érték szerint méretezett körök

Forrás: Bloomberg

Ebben a körkörös finanszírozási rendszerben az OpenAI is kihagyhatatlan szereplő. A nagy különbség azonban a ChatGPT-t üzemeltető cég és a nagy hiperskálázók között, hogy utóbbi vállalatok stabil, jól bejáratott, hosszú évek óta nyereséges üzleti modellel rendelkeznek. Az OpenAI ezzel szemben arra számít, hogy 2029-ig összesen 115 milliárd dollár készpénzt éget el.

Bár a hiperskálázók beruházásaik túlnyomó részét eddig saját cash flow-ból finanszírozták, ezek a vállalatok jelentős adósságfelvételi kapacitással is rendelkeznek, és az utóbbi időben egyre inkább megjelent az adósságfinanszírozás is, így az eladósodás növelése további teret nyithat meg a beruházások előtt. 2021 óta ezek a vállalatok összességében a nettó adósságállományukat (adósság mínusz készpénz) -158 milliárd dollárról +137 milliárd dollárra növelték. A nettó adósság 295 milliárd dolláros emelkedése ellenére a mérlegeik továbbra is rendkívül erősek: a nettó adósság/EBITDA mutató 2021 eleji -0,7-szeres értékről mindössze +0,2-szeresre emelkedett. A legtöbb ilyen vállalat a befektetési kategória

felső tartományába tartozó hitelminősítéssel rendelkezik, kivétel az Oracle, amely vállalat adósságának nemteljesítés elleni biztosítási költsége az elmúlt hónapokban jelentősen megemelkedett, 2021 óta a legnagyobb ugrást produkálva. A CDS (credit default swap) árak általában akkor emelkednek, amikor a befektetők bizalma csökken az adott vállalat hitelképessége iránt.

Az AI-beruházási boom egyik legnagyobb kockázata a körkörös finanszírozási és tulajdonosi hálózat, amely rendkívül sérülékennyé teszi az ökoszisztémát. Ha egy nagy hiperskálázó kénytelen lenne leírni egy több tízmilliárd dolláros adatközpont-beruházást, az dominóhatást indíthatna el az ellátási láncban. Egy ilyen leírás gyakorlatilag lenullázná a vállalat következő évekre várt növekedési kilátásait, és megmutatná, hogy a beruházások egy része túlzott várakozásokra épült. Mindezt súlyosbítja, hogy a hiperskálázók ma még nem az AI-ból termelik a nyereséget: a hatalmas beruházásokat az alap, nagyon nyereséges üzletágaik finanszírozzák (cloud, hirdetés, e-commerce), így, ha ezek lassulnak vagy az AI-projektek

Oracle 5 éves CDS



Forrás: Bloomberg, VIG Alapkezelő

nem térülnek meg időben, az egész capex-modell könnyen megdőzhet. 2026-ban jöhet egy „emésztési fázis”: a mostani nagy beruházás után 20-30%-os beruházás lassulás, mert egyszerűen le kell tesztelni, tényleg termel-e bevételt.

Emellett a jelenlegi AI-beruházási hullám egyik alulértékelt, de kritikus kockázata az energiaellátás korlátossága. Az adatközpontok villamosenergia-igénye olyan tempóban emelkedik, amit a hálózati kapacitások sok országban egyszerűen nem tudnak követni. Ha a fejlesztések előtt lassabban bővül a hálózat, mint maga az AI-infra-

struktúra, akkor a készre épített adatközpontok egy része alulhasznosított maradhat. Elérkezhetünk arra a pontra, ahol nem a technológia, hanem az energiaellátás válik a szűk keresztmetszetté.

Ez azért jelent komoly kockázatot, mert jelenleg az AI uralja az amerikai részvénypiacokat – a piaci kapitalizáció közel fele néhány nagy technológiai vállalat kezében összpontosul. Ha ez a túlzott lelkesedés hirtelen kifulladásra, annak nemcsak a Szilícium-völgyben lennének következményei, hanem az egész világgazdaság pénzügyi stabilitását is meggingathatná.

Diszruptív technológia alulbecslése az elmúlt évtizedekben

TECHNOLÓGIAI CIKLUS	KEZDETI ELŐREJELZÉS	TÉNYLEGES ADAT	ALULBECSLÉS %	10 ÉVES CAGR	ELŐREJELZÉS DÁTUMA
PC	225 millió PC-felhasználók 2000-ben	354 millió PC-felhasználók 2000-ben	36%	14% 1995-2005	1996 február
Internet	152 millió Internethasználók 2000-ben	361 millió Internethasználók 2000-ben	58%	41% 1996-2006	1996 február
Okostelefon	657 millió Okostelefon- szállítások 2013-ban	1,019 millió Okostelefon- szállítások 2013-ban	36%	15% 2010-2020	2010 január
Felhő	90,2 mrd USD 3 legnagyobb felhő- szolgáltató bevétele 2020-ban	115,6 mrd USD 3 legnagyobb felhő- szolgáltató bevétele 2020-ban	22%	30% 2017-2026	2017 március
			Átlagos alulbecslés: 38%		

Forrás: Bank of America

Az elmúlt hónapokban az AI-lufi kifejezés már a tőkepiacok egyik sláger témájává vált. Olyannyira, hogy többen már „AI-lufi-lufiról” beszélnek. Ugyanakkor a piaci tapasztalat azt mutatja, hogy az efféle buborékok jellemzően nem akkor pukkadnak ki, amikor még sok a kétkedő, hanem akkor, amikor a szkepticizmus végképp eltűnik és mindenki fényezi a technológiát és csak ebben látja a jövőt.

Azt azonban nem szabad elfelejteni, hogy a technológiai fejlődésre jellemző, hogy általában rövid távon túlbecsüljük egy új technológia hatását, hosszú távon viszont alulértékeljük. Ezt jól mutatja az internet, a mobilforradalom és a felhőszolgáltatások története is: az internet a '90-es évek végén azonnali forradalmat ígért, majd dotkomlufiban összeomlott, mégis később a modern gazdaság alapjává vált; az okostelefon-hullám kezdeti app-eufóriája gyorsan alábbhagyott, de hosszú távon a mobil lett a digitális életünk központi platformja; a felhő pedig először lassan és sok kétséggel terjedt, majd évekkel később a vállalati infrastruktúra gerincévé nőtte ki magát. Az AI ma ugyanezt a mintázatot követi: a jelenlegi hype és túlköltekezés rövid távon könnyen túlzónak tűnhet, ugyanakkor hosszabb távon az AI potenciálja jóval mélyebb és átfogóbb lehet, mint amit ma látni enged – csakúgy, mint a korábbi technológiai forradalmak esetében.

Bár a Nasdaq jelenlegi árazása sokak szerint feszített, a helyzetet nem érdemes egy az egyben a '90-es évek végének dotkomkorszakához hasonlítani. A mostani technológiai beruházásokat ugyanis nem elsősorban a piaci eufória mozgatja, hanem a geopolitika, a nagyhatalmak közötti verseny és a stratégiai jelentőségű digitális kapacitások kiépítése is. Ez inkább emlékeztet arra az időszakra, amikor a Szputnyik okozott technológiai gyorsulást a hidegháború idején. A mesterséges intelligenciába és digitális infrastruktúrába áramló tőke így nem csupán rövid távú fellángolásnak tűnik, hanem egy mélyebb, hosszú távú strukturális átalakulás kezdetének is tekinthető.

Összességében a AI beruházások jelenleg egyszerre hordoznak buborékkockázatot és hosszú távú lehetőségeket. A hiperskálázók hatalmas adatközpont-projektekbe és chipvásárlásokba öntik a tőkét, ezek a beruházások még nem termelnek jelentős bevételt, miközben a körkörös finanszírozási modellek sérülékennyé teszik a rendszert. Hosszú távon azonban az AI-infrastruktúra kiépítése valódi gazdasági átalakulást indíthat el, ahogy az internet vagy a felhő szolgáltatások esetében is történt. A rövid távú túlkapaszkodások korrekciója után az AI-felfutás szekuláris keresletet generál olyan területeken, mint a szoftverfejlesztők, adatközpont-ingatlanok, optikai hálózatok, energiaszolgáltatók, hálózat fejlesztés, hűtés, infrastruktúra-eszközök – itt kifejezetten jó strukturális növekedést várnak.

Német fiskális élénkítés

Gazdasági stagnálás találkozik példátlan mértékű fiskális élénkítéssel

Jagadics Bálint, elemző

A német gazdaság évtizedeken át a költségvetési fegyelem alkotmányos elvére épült – ez jelentette a stabilitás alapkövét. A 2025 végére kialakuló válság azonban alapjaiban rengette meg ezt a modellt. A 2021-es szintnél továbbra is mintegy 30%-kal magasabb energiaárak miatt a német ipar versenyképessége komoly veszélybe került.

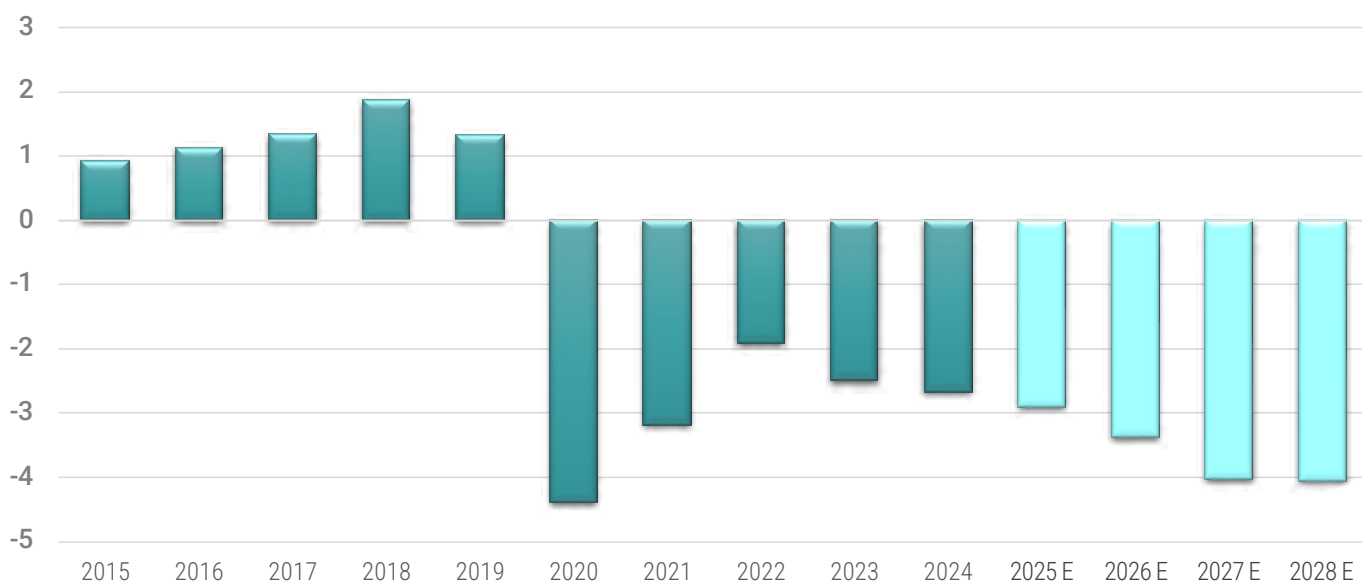
Németország most kénytelen szembenézni az évtizedes alacsony beruházási szint következményeivel. A merev fiskális szigor fenntartásához való ragaszkodás közben Berlin figyelmen kívül hagyta a romló infrastruktúrát és az ipar modernizációjának elmaradását. Mára a nem cselekvés költsége magasabbá vált, mint az eladósodás költsége: ennek felismerése egy radikális fordulathoz vezetett, és a kormány hatalmas, hitelből finanszírozott programot indított az ország gazdasági alapjainak újraépítésére.



Ez a döntés hosszú távon megalapozza a gazdaság jövőjét, ugyanakkor új pénzügyi realitást teremt. A program finanszírozása a közpénzügyek mélyreható átrendeződését igényli. A becslések szerint ahogy a kormány egyre aktívabban használja saját mérlegét, az államháztartási többletek helyét fokozatosan az emelkedő kamatkiadások veszik át.

A hozzá kapcsolódó grafikon jól érzékelteti a változás nagyságrendjét: az új fiskális expanziós csomag éves szinten a GDP mintegy 2,5%-ának megfelelő forrást mozgathat meg. Összehasonlításképpen: ez a fiskális impulzus jóval meghaladja a COVID-időszak NGEU (Next Generation EU) programját, és relatív értelemben még a Marshall-szegély jelentőségét is – azt a legendás újjáépítési csomagot, amely a II. világháború romjai közül emelte ki Nyugat-Németországot. A tőke nem rövid távú stabilizációra irányul, hanem a gazdaság szerkezeti átalakítását célozza: mintegy 500 milliárd eurót fordít a fizikai és digitális infrastruktúra modernizálására – a vasúti hálózattól a zöldenergia-hálózatokig – miközben a védelmi kiadásokat tartósan a GDP 2%-a fölé emeli.

Német költségvetési hiány (%)



Forrás: IMF, VIG Alapkezelő

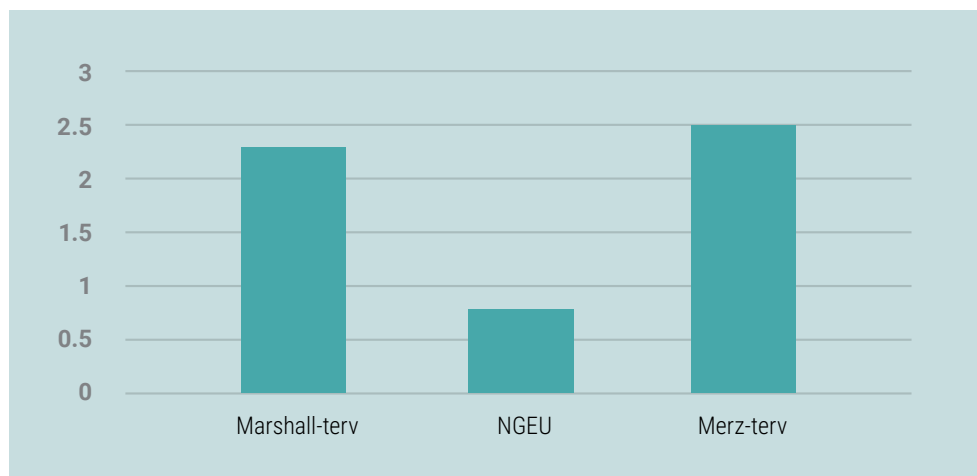
Noha a jogszabályi keret 2025-ben megszületett, a gazdasági hatás nem jelenik meg azonnal. A költségvetés elfogadása és a források tényleges felhasználása között természetes időbeli késés van. Ez magyarázza, hogy a GDP-növekedés a jelenlegi stagnálás közeléből 2026-ban már 1,4%-ra ugorhat, amikor a rekordméretű állami beruházások elérik a reálgazdaságot.

A növekedés ára ugyanakkor a közpénzügyek szerkezeti átalakulása. A bruttó államadósság várhatóan folyamatosan emelkedik, 2027-re elérve a GDP 67-68%-át – jelentős elmozdulást jelezve az eddigi adósságcsökkentési pályáról. A munkaerőhiánnyal küzdő gazdaságba érkező állami tőkeinjekció várhatóan tartósan magas inflációs környezetet eredményez, 2% körüli vagy azt meghaladó szinten, mivel a bérek és az építőipari költségek tovább emelkedhetnek.

A kormány fiskális fordulata Németország fennmaradásának szükséges feltétele, de korántsem garantált megoldás. Bár a hatalmas beruházási program megakadályozza a lefelé tartó spirált, az a „gazdasági csoda”, amelyben sok befektető reménykedik, számos akadályba ütközhet. A siker kulcsa az, hogy képes lesz-e az állam kezelni a súlyos munkaerőhiányt és a hírhedten lassú bürokráciát, amely könnyen akadályozhatja a források kifizetését. Megfelelő dereguláció és szakképzett munkaerő nélkül az 500 milliárd eurós program inkább költség-növekedést, semmint valódi ipari teljesítményt eredményezhet. A védelmi kiadások multiplikátora ráadásul várhatóan alacsony marad.

Végző soron Németország egy esélyt vásárolt magának a gazdasági alapok modernizálására – ám a végrehajtási kockázat továbbra is jelentős, ezért gyors fordulat helyett inkább lassú és nehézkes kilábalás valószínű.

A kiadások aránya a kedvezményezett gazdaság éves GDP-jéhez viszonyítva (%)



Forrás: BNP Paribas, EC, VIG Alapkezelő



Jogi nyilatkozat

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 Asset Management Hungary

H-1091 Budapest, Üllői út 1.



email: alapkezel@am.vig



vigam.hu



[linkedin.com/company/vig-asset-management-hungary](https://www.linkedin.com/company/vig-asset-management-hungary)





30 éve ittthon

A VIG Alapkezelő jogelődjei révén 30 éves múlttra tekint vissza a hazai és régiós vagyonkezelői szektorban. Budapesten dolgozunk, de aktívak vagyunk a Balti államoktól egészen az Adriai tengerig, ahol rengeteg

magánember, család, valamint magyar és külföldi biztosítók és nyugdíjpénztárak vagyonát kezeljük – mindezt a bizalom, a felelősségvállalás és a hosszú távú értékteremtés jegyében.

200 éve Európában

A VIG Alapkezelő a Közép- és Kelet-Európában piacvezető, 200 éves múlttal rendelkező Vienna Insurance Group (VIG) tagja. A hagyományokban gazdag, erős márkákkal és szoros ügyfélkapcsolatokkal rendelkező

csoporthoz 30 ország több mint 50 biztosítótársasága és nyugdíjalapja tartozik, ahol mintegy 30 000 munkatárs gondoskodik 33 millió ügyfél mindennapi igényeiről.





Díjaink

Szakértelmünket alátámasztja, hogy a 2025-ös évben négy fontos szakmai díjat is elnyertünk.

A rangos Portfolio Investment and Wealth Management Awards „Az Év Intézményi Alapkezelője” elismeréssel jutalmazott, „Az Év Magyarországon Kezelt Alapja” pedig a VIG Közép-Európai Részvény Befektetési Alap lett. A Privátbankár.hu Klasszis ESG díjak

közül szintén két trófeát hódítottunk el: „Az Év ESG Alapkezelője” 2. helyezés mellett „A Legjobb Abszolút Hozamú és Származtatott ESG Alap” a VIG Maraton ESG Abszolút Hozamú Alap lett.



