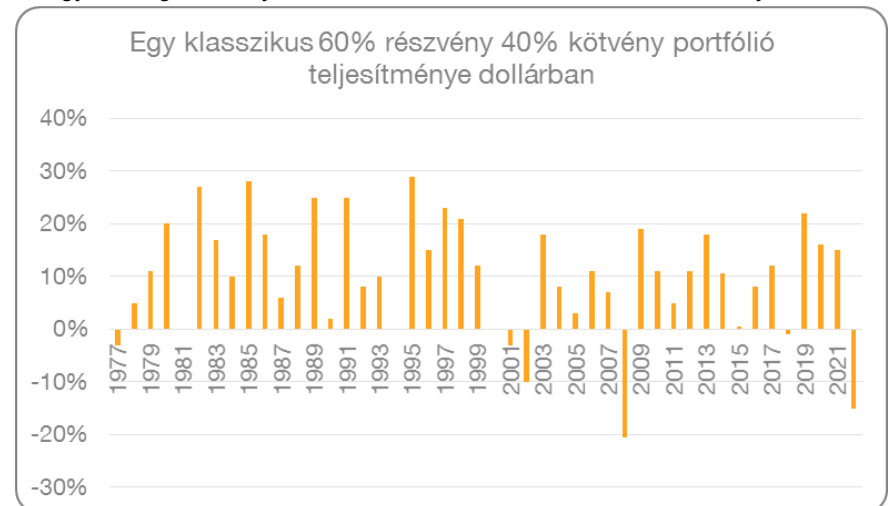


STRATÉGIAI KITEKINTÉS - 2022 Q4

2022 utolsó negyedében minimálisan emelkedtek a részvénytörzsek euróban – bár összességében év elejéhez képest továbbra is jelentős negatív tartományban tartózkodnak az árfolyamváltások. A kötvények szintén mozgalmas évet tudhatnak maguk mögött, egy átlagos kötvényindex 2021 év végéhez képest 17 százalékos esést – 2022-ben a kötvénybefektetők még a részvénytulajdonosoknál is rosszabbul érezték magukat. Historikusan kevésbé fordult elő, hogy szinte minden eszközosztály, tehát a részvény és a kötvény is egyszerre esett, hasonló mértékű mozgást utoljára a 2000-es évek elején illetve a nagy pénzügyi válságkor láthattunk. Örömmel az ürességben, hogy ezeket az időszakokat jelentős pozitív hozamok követték az esetek nagy részében. Az infláció tetőzésével, jegybanki szigorítás lassulásával vagy megszűnésével egyetemben a 2023-as év már optimizmusra adhat okot, annak ellenére, hogy egész évben velünk maradhat a nagyléptékű mozgás a kötvény- és részvénytörzseken.

MAKROGAZDASÁGI ÉS PIACI KILÁTÁSOK

Befektetői szemszögből nézve az elmúlt évtizedek egyik legnehezebb évén vagyunk túl: 2022 azon kevés időszakok egyike volt, amikor az átlagos kötvény- és részvénybefektetések egyaránt estek régiótól szinte függetlenül. Ilyen mértékű esésre és együttmozgásra utoljára 2007-2008-ban, illetve a 2000-es évek elején került sor.



Forrás: Vanguard

Egy tipikus nemzetközi portfólió a Vanguard számításai szerint 100 éve nem hozott ilyen rossz visszatekintő hozamot, függetlenül a kockázatosabbnak vélt részvények súlyától, a kötvények is hasonló mértékben estek a tavalyi évben. Ennek a ritkán látható túladottságnak optimista vetülete, hogy hosszú távon valószínűleg mindkét eszközosztály (tehát részvény és kötvény is) pozitív hozammal fog kecsegtetni.

Mi okozta a globális befektetések tavalyi rossz teljesítményét?

Egyértelműen az inflációs folyamatok felpörgése okolható a piaci árfolyamok megbicsaklásával. A legnagyobb arculcsapása a piacoknak elsősorban az infláció hirtelen és váratlan, nagymértékű emelkedéséből fakadt. Bár voltak hangok korábban is, amelyek a globális infláció visszatérésére figyelmeztettek, ekkora áremelkedés egyáltalán nem volt benne a piaci résztvevők gondolkodásában.

Az okok többrétűek voltak (amerikai lakáspiaci helyzet, a világgazdasági termelési folyamatok akadozása, az energiaárak, a fém- és agrártermékek drágulása, melyre az orosz agresszió is rásegített, a COVID utáni időszak szélsőségesen változó fogyasztási és munkaerőpiaci mintái...), ám az eredmény az inflációs folyamatokon keresztül egységesen a hozamvárások emelkedésében kulminálódott. Az elvárt hozamok emelkedése a kötvényekre negatívan hatott. A kibocsátott kötvényekért ilyenkor a korábbinál kevesebbet adnak a befektetők, tehát esnek a kötvényárfolyamok.

Részvények esetében is hasonló a folyamat, hiszen a jövőben várható osztalékokért cserébe kevesebbet adnak magasabb hozamvárások esetén a befektetők, nem beszélve a növekvő infláció miatti reálgazdasági kockázat-emelkedésről, a kiszámíthatóság csökkenéséről. Ez a tervezhetőséget rontja, csökkenti a részvényvásárlási étvágyat.

Az inflációs környezet ilyen hirtelen és érdemi megváltozása, valamint az erre adott monetáris politikai reakció tehát mindkét, a globális portfóliók gerincét adó eszközosztálynak veszteséget okozott.

Mik a hosszútávú befektetési trendek?

Bár a tavalyi részvény- és kötvénypiaci hozamok nem voltak fényesek, nagyon hosszú időszakot tekintve egyértelmű, hogy a kockázatosnak tekinthető eszközök hozamai érdemben meghaladják az inflációt. Az alábbi, a JPMorgan-tól származó ábrán látható, mit eredményez egy átlagos részvénypiaci indexbe és kötvényportfólióba történő befektetés a pusztán látraszóló bankbetétben vagy a párnaciában tartott „stratégiával” szemben. A teljesítmények csak a reál (inflációt meghaladó) hozamot mutatják, 1 dollár 1900-ban történő befektetésének fényében.

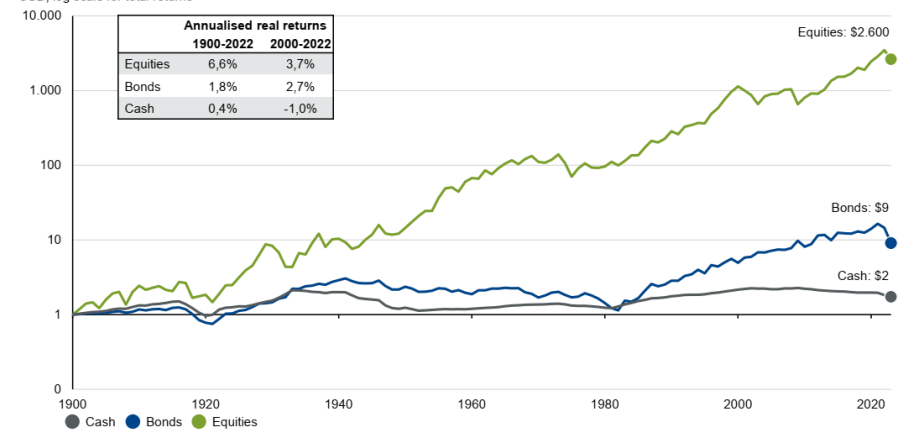
A hosszú távú befektetések reálértékének alakulása

Long-term asset returns

GTM Europe 89

Total return of \$1 in real terms

USD, log scale for total returns



Source: Bloomberg, Bloomberg Barclays, FactSet, Shiller, Siegel, Standard & Poor's, J.P. Morgan Asset Management. Pre-2010 returns: Shiller, Siegel; from 2010: Equities: S&P 500; Bonds: Bloomberg Barclays US Treasury 20+ year Total Return Index; Cash: Bloomberg Barclays US Treasury Bills Total Return Index. Past performance is not a reliable indicator of current and future results. *Guide to the Markets - Europe*. Data as of 31 December 2022.

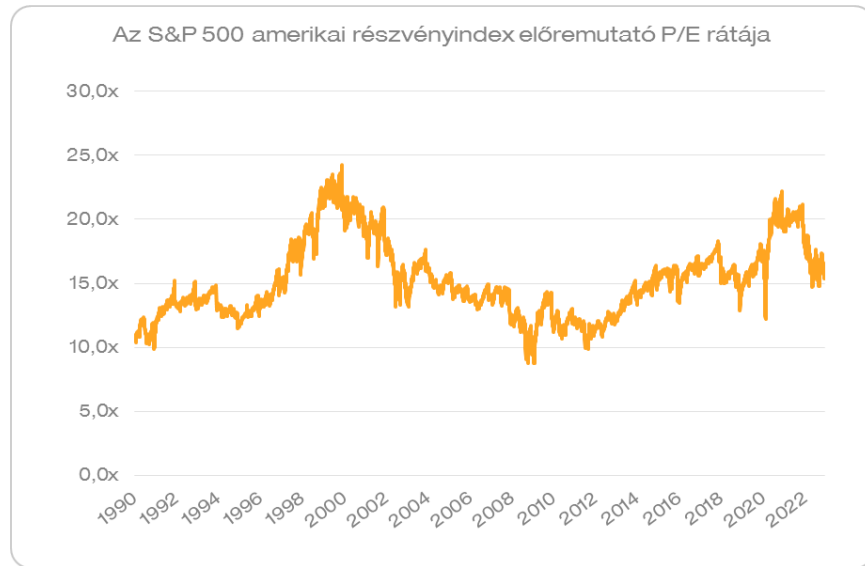
J.P.Morgan
ASSET MANAGEMENT

Forrás: JPMorgan

*Equities – részvények; Bonds – kötvények; Cash – bankbetétek; 1900-ban eszközölt 1 dollár befektetés mai reálértéke, vagyis az inflációt meghaladó eredménye

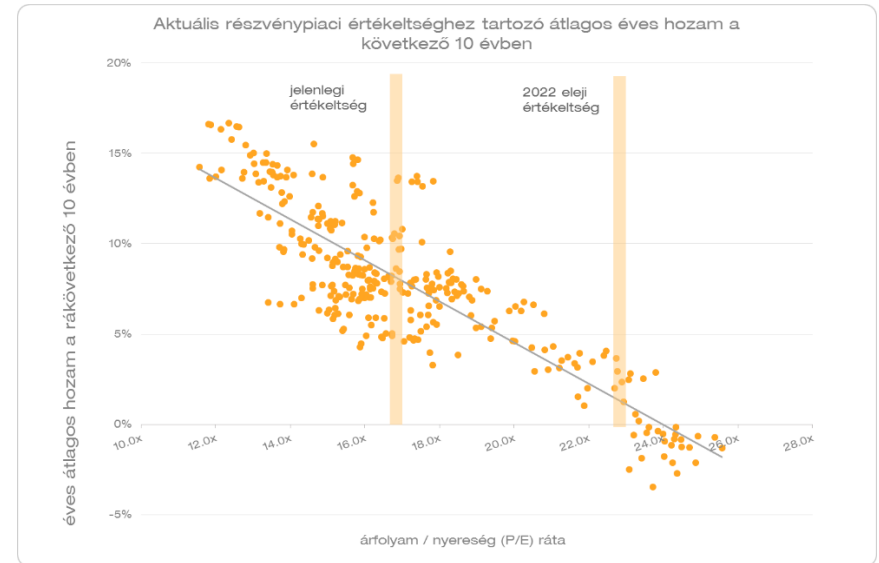
Összhangban az első ábrával, a hosszú távú trendet azonban átmeneti visszaesések tartkítják: háborúk, recessziók, inflációs periódusok okozták a befektetések értékének átmeneti esését.

Kár lenne azonban kivetíteni a tavalyi hozamokat a befektetéseink ma ígért hozamával. Azok a befektetések, amelyek az elmúlt évben az értékük csökkenésével alkalmazkodtak a megváltozott (inflációs, hozamvárásai) realitásokhoz, most a korábbinál vonzóbb értékelésen vannak, előrettekintve magasabb hozampotenciállal kecsegtetnek.



Forrás: Bloomberg, Concorde

A részvény piac jelenlegi értékelttségét elnézve elmondható, hogy a múltban az ilyen árazást következő évtizedekben az amerikai piac magas egyszámjegy átlagos növekedést produkált, szemben az egy évvel ezelőtti értékelttséghez tatózó, nullától alig különböző évtizedes viszonylatban várható teljesítménytől azzal együtt, hogy a mostani piaci kilátásokban továbbra is sok a bizonytalanság.



Forrás: Bloomberg, Concorde

A közeljövő teljesítményét igen nehéz megmondani, hiszen nem tudjuk, hogy hol változik meg a befektetők nagy részének percepciója, és ez pontosan mikor vezet el a piaci fordulathoz (esetleg láttuk-e már a piac alját). Míg a kötvények esetében sokkal több érv utal arra, hogy a hozamemelkedés – és így az árfolyamok igazodása a magasabb inflációs környezethez – már befejeződött és így előrettekintve a kiugró kockázatokat leszámítva pozitív hozamot várhatunk, a részvények esetében korántsem ilyen egyszerű a képlet.

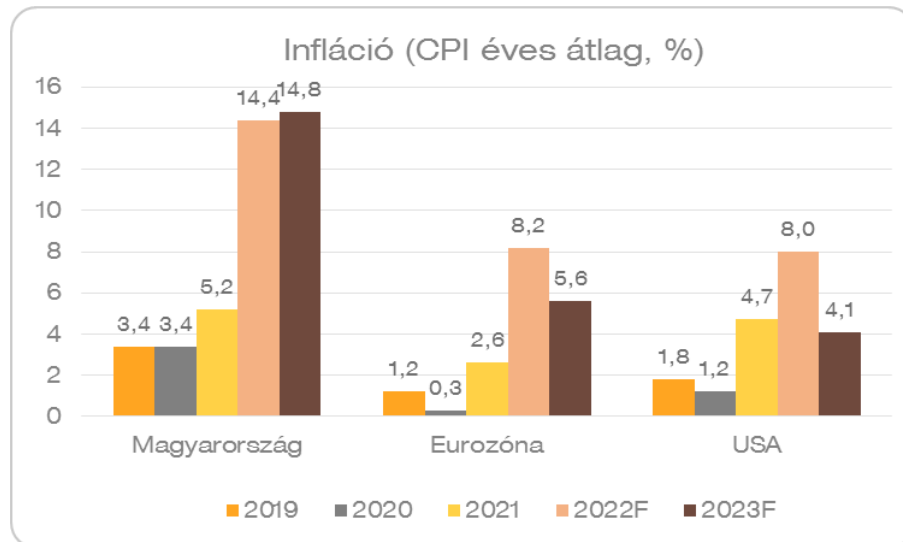
Az infláció mellett ugyanis a most kibontakozóban lévő – vagy már éppen zajló – recessziós folyamatok is értelemszerűen erősen befolyásolják a kilátásokat. Nem beszélve arról a kockázatról, amit a meglepetésszerű inflációs sokk kapcsán túlbuzgóvá vált jegybanki hozzáállás okozhat (a kellenél tovább emelik a kamatokat, a kellenél jobban súlyosbítva ezzel a gazdaság folyamatban lévő lassulását vagy visszaesését).

Az idei év kilátásai / kihívásai

1/ Az infláció elleni harc

Az idei évben fog kiderülni, hogy a főbb gazdaságok jegybankárainak tavaly tavasszal elkezdett harca az infláció ellen mennyire volt hatásos – azaz sikerül-e az inflációt tartósan letörni és meddig emelik az irányadó kamatokat.

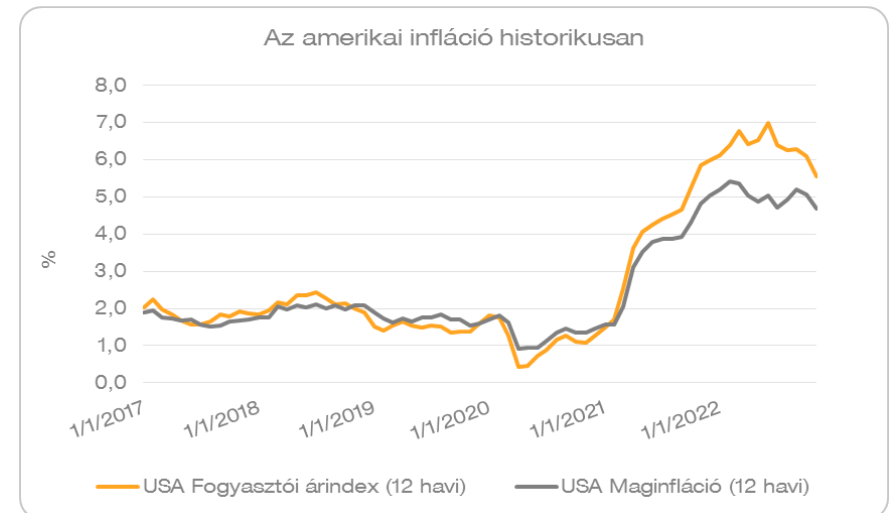
Idén a fejlett piaci régiókban az infláció lassulását várják, de még senki nem számít arra, hogy a korábbi évekhez hasonlóan teljesen eltűnne a drágulás a világból.



Forrás: Bloomberg, EC, IMF

A pénzromlás sebességében az USA-ban már vannak pozitív jelek, néhány termékben már látszik az árdinamika lassulása pl. energia, használt autók, így az infláció további érdemi csökkenésére 2023-ban komoly az esély. Minél hamarabb elégednek meg a jegybankok az inflációs folyamatokkal, annál hamarabb jöhet el a kamatemelési ciklus vége, és annál hamarabb kezdenek el árazni a részvénypiacok a recessziót követő fellendülést.

Az amerikai jegybank számításai szerint az inflációs folyamatok mélyén zajló fejleményeket megragadó mutatók az elmúlt hónapokban az inflációs dinamika érdemi csökkenését mutatják.

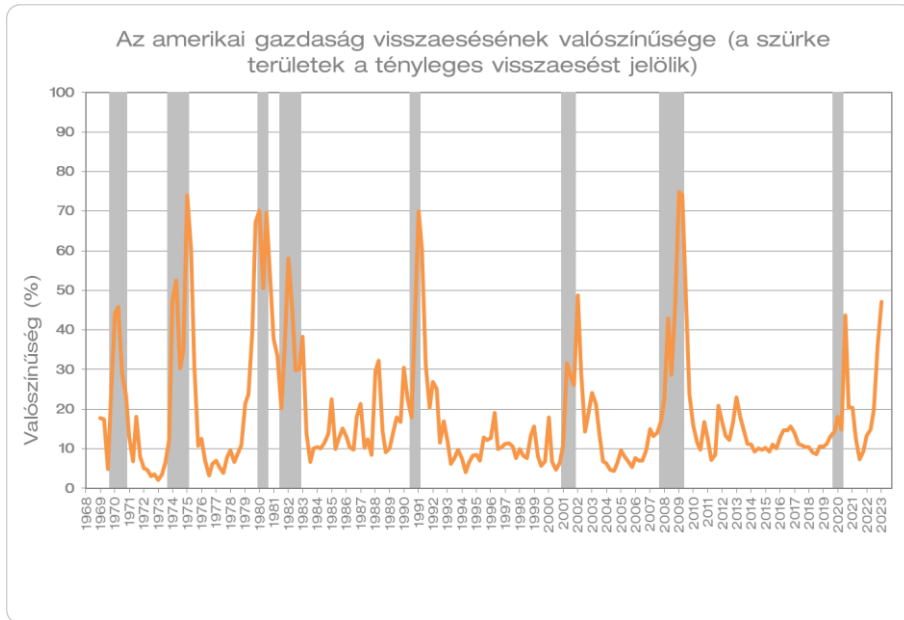


Forrás: Bloomberg

Ennek ellenére a FED és az EKB is minden jel szerint folytatni fogja a monetáris politika szigorítását legalább az év első hónapjaiban, félve attól, hogy az infláció a közelmúltban beindult csökkenés után mégis a célnál magasabb szinten akarna beragadni.

2/ A globális gazdasági visszaesés

Egyelőre makrogazdasági fronton a várakozások továbbra is nagy valószínűséget adnak a gazdasági visszaesésnek az idei év első felében.



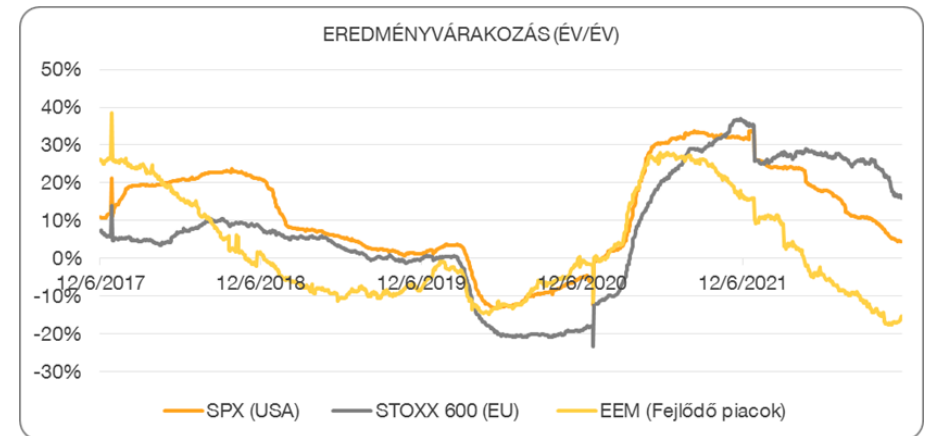
Forrás: NewYork FED

Az elmúlt évtizedek recessziós időszakainak tapasztalatai alapján a részvénypiacok még bőven a gazdasági visszaesés vége előtt elkezdik árazni a normalizálódást. Visszaulva a korábbi megállapításunkra: nehéz megmondani, hiszen nem tudjuk, hogy hol változik meg a befektetők nagy részének percepciója, és ez pontosan mikor vezet el a piaci fordulathoz (esetleg láttuk-e már a piac alját).

Szintén tapasztalat, hogy a medve piacok legmélyén láthatjuk a legnagyobb részvénypiaci áremelkedéseket. Az elmúlt két évtized adatai alapján az a befektető, aki a tíz legnagyobb emelkedést mutató napon nem volt befektetve, az az átlagos éves 10,3 százalékos S&P500 hozammal szemben mindössze átlagosan 6,1 százalékos teljesítményt ért el a 2002 és 2022 vége közti időszakban! A piac „időzítésének” azaz a szélsőséges pozícionáltságnak ezért óriási a kockázata.

A részvénypiaci kilátásokon belül természetesen kiemelten fontos a regionális különbségek figyelembe vétele. Az év eleji gyengébb növekedési képből adódóan a

vállalati profitokra irányuló kilátások is romlottak a 2023-as évre, ám a régiók között nagyok a különbségek. Amerikában a recesszió ellenére továbbra is még (a korábbiaknál alacsonyabb, de még pozitív) profitbővülést mutatnak az eredményvárakozások, míg a feltörekvő piacok esetén az elemzők kifejezetten csökkenő profitokat várnak elsősorban Kína miatt. Ez azt is jelenti, hogy egy negatívabb jövedelmezőséggel kecsegtető scenárió megvalósulása a fejlődő piaci eszközökben már kisebb negatív meglepetést tudna okozni, miután a befektetők már alaphelyzetben is ilyen növekedési kilátást áraznak.

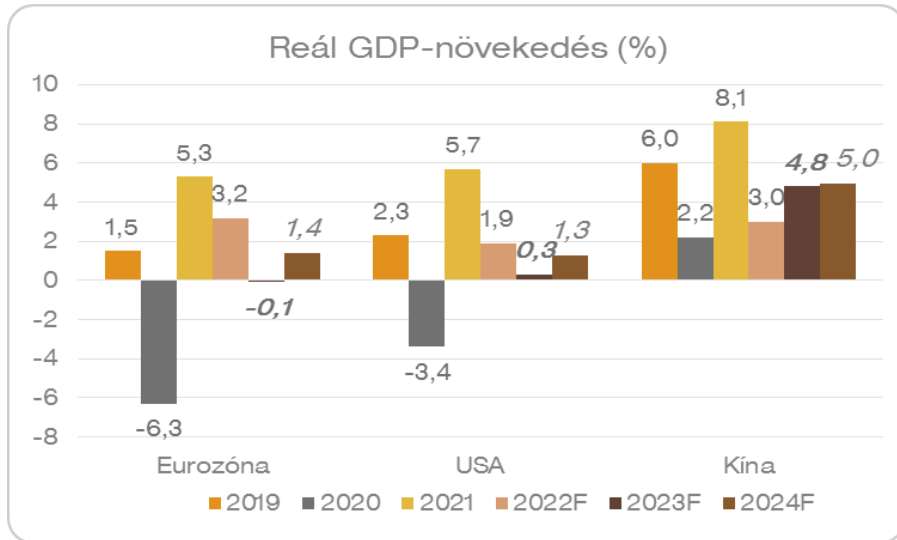


Forrás: Bloomberg

Befektetési stratégiánkat a fent említett folyamatok határozzák meg.

Ahogy említettük, a 2023-as évben bőven megmaradhat az árfolyamok volatilitása szinte minden eszközosztályban, de az esetleges piaci mélypontok további kockázatos kitettség növelésére adhatnak alkalmat.

Az év első felében a kötvényeket már kellően vonzóknak tartjuk a magas kamatszint miatt, különösen ha az infláció csökkenésnek indul. A részvényekben nem látunk erős trendet, a várt recesszió miatt még lehetnek piaci korrekciók – különösen az amerikai piacon, ám jelenleg a pesszimista részvénypozícionáltság és olcsóbbá vált értékelttség miatt úgy gondoljuk, indokolt lehet legalább átmenetileg a megcélzottéhoz képest magasabb részvénysúlyt tartani.



Forrás: Bloomberg, EC, IMF

Kockázatok terén mind felfelé, mind lefelé vannak tényezők, amik befolyásolják stratégiánkat. Bármelyik forgatókönyv valósul is meg, 2023-ban továbbra is szükség lesz a portfóliók aktív menedzselésére, mert a piaci környezet várakozásaink szerint nagyon gyorsan fog változni. Értelemszerűen más befektetési stratégiát fogunk követni akkor, ha például tartósan magasabban marad az infláció és másképp fog alakulni az allokációnk akkor, ha tartós recesszió és magas munkanélküliség lesz.

Optimista esetben bátrabban vállalnánk fel további részvénykitettséget, ha az infláció a vártnál gyorsabban esne le, a fejlett gazdaságok (nyilván mint mindig, elsősorban az Egyesült Államokra gondolunk) lassulása visszafogott lenne és nem csapna át recesszióba, ha Kína mihamarabb visszatérne a világgazdaság vérkeringésébe, és

természetesen ha a szomszédunkban dúló háborúban valami csoda folytán a tartós béke irányába mutató lépések történnének. Amitől most félünk: az minden előbb felsorolt lehetőségnek az ellentéte, ami a jegybankok további szigorával, magas energiaárakkal és a nemzetközi kereskedelem akadozásával járna.

Vagyonkezelésünk széles termékpalettája és rugalmassága lehetővé teszi a gyors reagálást a volatilis piacokon.



Forrás: Concorde, Bloomberg

JOGI NYILATKOZAT

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