



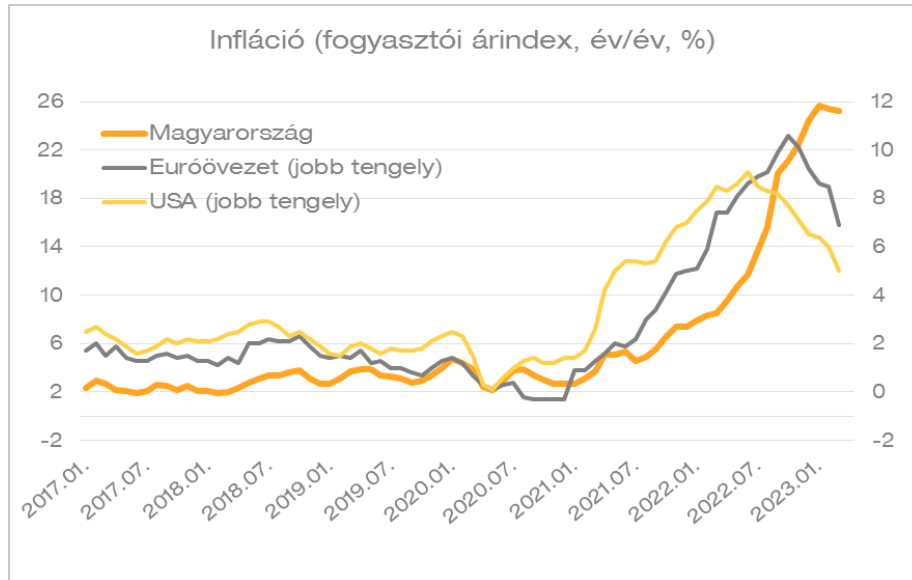
## STRATÉGIAI KITEKINTÉS - 2023 Q1

**2023 első negyedében a kötvénybefektetések is emelkedtek ugyan, de a korábbi piaci várakozásokkal ellentétben ezt a növekedést érdemben meghaladta a globális részvényt piacok teljesítménye. A tavalyi, a megtakarítások szempontjából történelmi léptékkel nézve is kiemelkedően gyenge évet követően 2023 első negyedéve mindenképpen némi megkönnyebbülést okozott. A megelőző negyedévben hangsúlyoztuk, hogy az átlagosan értékelt részvények és kötvények hosszabb távon jó vételi lehetőséget jelenthetnek az inflációtól való túlzott félelem tükrében, ezért a megcélzottnál több részvényt emeltünk a portfóliókba. Ezt a részvény-felülsúlyt azóta leépítettük, hiszen a befektetők egyre szélesebb köre várja már az infláció csökkenését, és egyre jobban előtérbe kerülhet az amerikai gazdaság lassulása, amely kockázat a részvénybefektetések szempontjából. Továbbra is mozgalmas évet várunk 2023-ra, hiszen a befektetések kilátásait befolyásoló fundamentumokban bőszegesen érzékelünk egymással ellentétes indikációt: a várható gazdasági visszaesés, de legalábbis lassulás a főbb gazdaságokban inkább óvatosságra int, míg az inflációs ráták mérséklődése a korábbi félelmekkel ellentétben már a kamatemelési ciklus végét jósolják.**

Érdemben javultak a részvény- és kötvénybefektetések hozamai az elmúlt negyedévben. Az amerikai befektetés irányadónak tekintett úgynevezett 60-40-es (60 százalékban részvényt és 40 százalékban kötvényt tartalmazó) elméleti portfólió hozama az első negyedévben ismét pozitív lett, miután 2022 minden területen az értékvesztés éve volt. Ahogy azt a korábbi Stratégiai Kitekintésünkben is írtuk, az elmúlt száz évben négyszer-öttször előforduló hasonló nagyságrendű visszaesés a megelőző évek alacsony globális inflációval jellemzett korszakának a végéhez kötődött.

A 2010-es évek nagy részében 1-2 százalékos körüli globális infláció a tavalyi év során megközelítette a kétszámjegyű tartományt, éves átlagban 8,7 százalékos lett. Az áremelkedés üteme és az ellene küzdő jegybankok markáns kamatemeléseinek fényében jelentősen átértékelték a befektetők a kötvény- és részvénybefektetések értékét, ami visszatekintve jelentős veszteségeket okozott a portfóliókban, előre tekintve viszont magasabb hozam reményével kecsegtet.

Az infláció a fejlett gazdaságokban jelenleg már csökkenő trendben van, az USA-ban tavaly nyáron, az eurózónában pedig ősszel érte el csúcspontját.



Forrás: Bloomberg, KSH

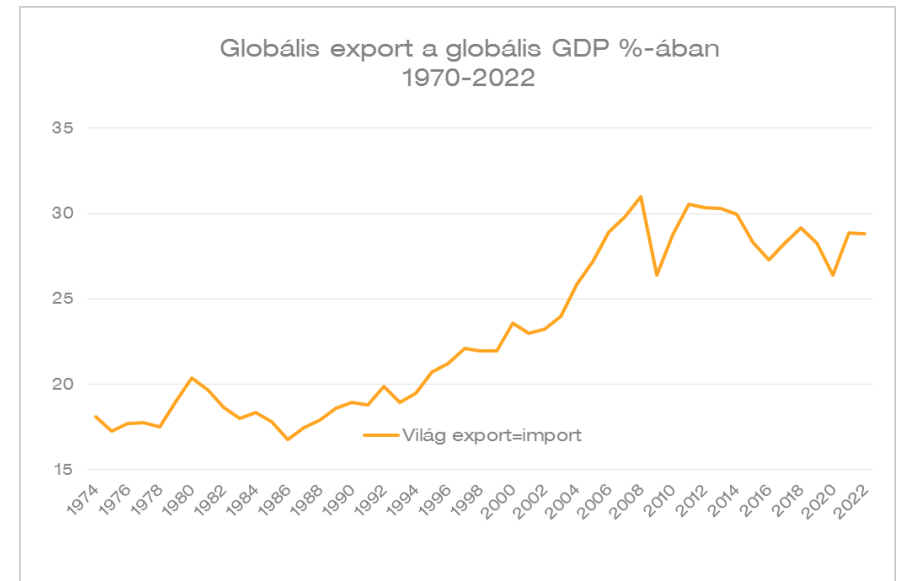
Az energia és az iparcikkek árainak esése segítik ezt a folyamatot: az infláció átmenetinek tekinthető okai már jelenleg is múltóban vannak a nagy gazdaságokban, ezért reális, hogy a jegybankok hamarosan eljutnak a kamatemelési ciklusuk tetejéhez. A világ tőkepiacainak szempontjából legfontosabb esetben, vagyis az amerikai jegybank esetében már csak maximum egy kis lépést várnak a befektetők, de az euróövezet jegybankja, az EKB lépései is meg vannak számlálva. Arra ugyanakkor jelenleg nem számítunk, hogy a 2021-et megelőző időszak alacsony inflációja hamarosan visszatérne:

Egyre valószínűbbnek tűnik ugyanis, hogy azok a feltételek, amelyek a korábbi alacsony inflációs környezetet okozták, megváltoztak. Ennek eredményeképpen pedig a jelenleginél ugyan alacsonyabb, de a pár évvel ezelőttinél meg átlagban magasabb inflációs környezet alakulhat ki a 2020-as évtized hátralévő részében.

Miért gondoljuk azt, hogy az inflációs környezet nem csökken le a megelőző évtized 1-2 százalékos szintjére?

Az alacsony inflációs környezet az egyre költséghatékonyabb globális termelési rendszer kiépülésével párhuzamosan alakult ki. Évtizedeken keresztül zajlott a modern történelem legnagyobb globalizációs hulláma, amely hatalmas termelési kapacitások kiépítéséhez vezetett a fejlődő gazdaságokban, a termelési láncok, vagyis a termékek előállításának egyes fázisai pedig behálózzák a világot.

Már vagy tíz éve zajlik ennek a globálisan optimalizált, a megelőző évtizedekben a kelet-ázsiai gazdaságok erőltetett beruházási tempójával felpumpált, ezért rendkívül költséghatékony termelésnek megágyazó láncolat repedezése, de erre az elmúlt évek történései csak ráerősítettek.



Forrás: Világbank

A koronavírus válságban átmenetileg jelentős termelési és logisztikai kapacitások estek ki, emelkedtek a szállítási költségek, sok termék esetében fizikai hiányok léptek fel. Az oroszok ukrajnai bevonulását követő energiáremelkedés szintén inflációs hatású volt: amíg átalakulnak az energiaszállítási útvonalak, az árak átmenetileg megemelkednek. Bár ezeknek az egyedi eseményeknek a hatása részben már korrigálódott, mégis hozzájárulnak ahhoz a folyamathoz, amit deglobalizációnak

hívunk. A tengerentúli beszállítói láncok megbízhatóságába vetett hit ugyanis csökkent, és az is nyilvánvalóvá vált, hogy a geopolitikai szempontok felülírnak tisztán költséghatékonysági szempontokat. Ezekkel való szembesülés a termelési kapacitások hazatelepítésére ösztönöz (lásd chipgyártói tervek az USA-ban és az EU-ban, vagy az amerikai termelést előtérbe helyező, megtévesztően „Inflációcsökkentési Törvény”-nek nevezett program). A pusztán költséghatékonysági megfontolásokat egyéb biztonsági szempontok elhomályosítják, ami a termelés regionális megszervezésének irányába vezet és az eddiginél drágább kibocsátást eredményez. Ilyen környezetben várhatóan az áremelkedések üteme emelkedhet, és a korábbi évtizednél magasabb inflációs és kamatkörnyezetet eredményezhet.

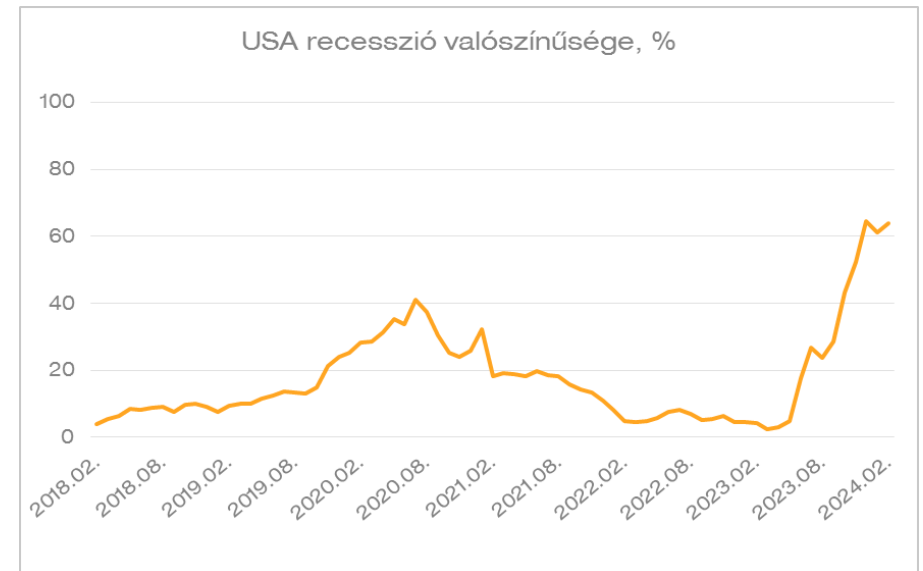
A tartós moderált inflációs környezetben tapasztalatok szerint a **részvények jól teljesíthetnek**, hiszen ilyen periódusokban az eredményességük lépést tud tartani az infláció szintjével. A mérsékelt, egyszámjegyű inflációval könnyen együtt tud élni a gazdaság, mindaddig, amíg a gazdasági környezet kiszámíthatósága nem romlik érdemben.

Ami pedig ilyen értelemben ellenszemet jelenthet, az a magasabb inflációs képünket alátámasztó globális átalakulásokból és feszültségekből fakadó kockázatok megjelenése. Minél több előre kiszámíthatatlan, a globális gazdaság szempontjából jelentősnek mondható esemény nehezíti a tisztánlátást, annál magasabb megtérülést várnak el a befektetők a kockázatos befektetésektől, hogy helyet kapjanak a portfóliókban.

Ilyen kiemelt, jelenleg azonosítható kockázat lehet a következő negyedévekre várható gazdasági teljesítmény. A nagy jegybankok kamatemelései jelentősen megdrágították a hitelhez jutás költségeit, ami két csatornán keresztül is a beruházások lassulását okozza: egyrészt a magasabb kamatok csökkentik a gazdaságosan megtérülő befektetési lehetőségeknek a körét, másrészt a banki hitelezési hajlandóság is csökken.

Az érdemi kamatemelések jellemzően kihívásokat jelentenek a bankok számára, hiszen a gyorsan átárazódó betéteket gyűjtő és hosszú távú befektetésekre kihelyező bankrendszer azon tagjai, akik a jó konjunktúra idejében elszámították magukat és kevés tartalékkal futottak neki a jegybanki szigornak könnyen bajba kerülhetnek.

Az eddigi banki problémák (Silicon Valley Bank, Credit Suisse) egyedi események voltak ugyan, de mindketten a megváltozó makrogazdasági körülményeknek estek áldozatul. Úgy gondoljuk, hogy ezek az események elszigetelt történések voltak, és azonnali, határozott jegybanki beavatkozás (mentőakciók) miatt nem vetettek rendszerszintű hullámokat, de jelzik a bankrendszeren belüli kockázatokat, és mindenképpen odáig vezettek, hogy a bankok rég látott óvatossággal állnak az új hitelek nyújtásához. Hitel nélkül pedig jelentősen megnő a gazdasági visszaesés kockázata.



Forrás: Cleveland FED

A fejlett világ hosszú lejáratú kötvényeinek hozamai idén már a fentebb írt kilátásoknak megfelelően nem változtak érdemben annak ellenére, hogy az infláció ellenes fellépésük jegyében lezajlott jegybanki kamatemelések a rövid lejáratú kötvények hozamait tovább emelték. A kötvények esetében az jelenthet érdemi kockázatot a jelenlegi hozamokban, ha a fejlett gazdaságok a vártnál kevésbé lassulnak.

## Magyar gazdasági helyzet és 2023-as kilátások

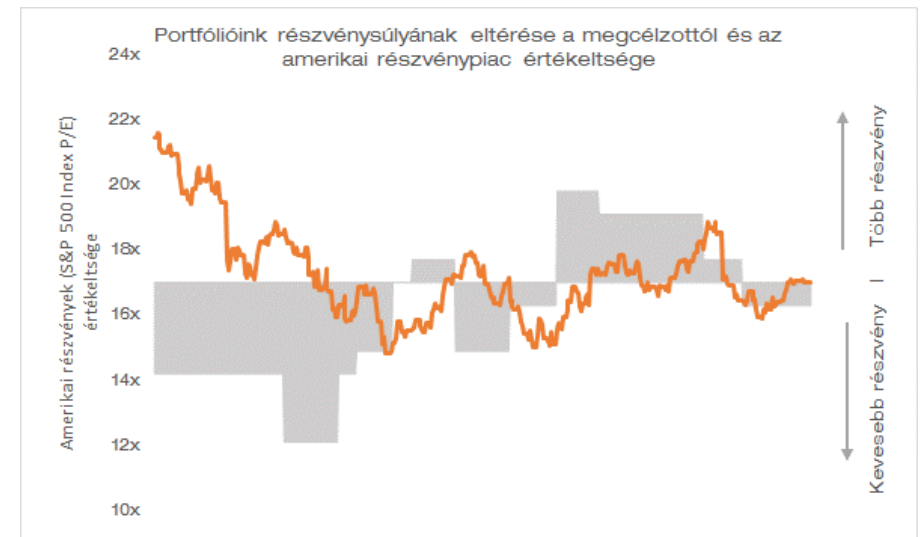
A 2022-es sokkok hatását még nem heverte ki a hazai infláció, hiszen 2023 első negyedévében is több évtizedes csúcsok közelében volt. Néhány hónapig még lassú ütemben folytatódhat az infláció csökkenése, de igazi áttörés ősszel érkezhethet és az utolsó negyedévben már egyszámjegyű inflációra is látszik esély. A magas első féléves infláció miatt azonban a 2023-as éves átlagos áremelkedés így is kissé meghaladhatja a 2022-est.

Az infláció második féléves mérséklődéséhez hozzájárulhat a háztartások fogyasztásának visszaesése, az erősebb forint és a tavalyinál alacsonyabb európai földgázár is. Támogató lesz nem mellesleg az előbb említett javuló nemzetközi inflációs környezet is. Várakozásaink szerint az infláció letöréséhez a Magyar Nemzeti Bank a nyártól várható fokozatos csökkentések ellenére továbbra is magas irányadó kamatszinttel járul hozzá. A magas kamatok és a javuló importköltségek (energiaár-csökkenés) miatt arra számítunk, hogy a forint tavalyi trendszerű erőteljes gyengülése nem ismétlődik meg.

Egyelőre sem a jegybanki politika oldaláról, sem a hazai költségvetés irányából nincs mozgástér a gazdaság élénkítésére. A magas kamatterhek az állami költségvetés lehetőségeit is korlátozzák, de a vállalati beruházások sem fognak pörögni kétszámjegyű hitelkamatok mellett. A 2023-as év GDP-növekedés szempontjából az utóbbi évtized leggyengébb éve közé tartozhat.

A második félévre várt gyorsabb inflációcsökkenés, illetve várható jegybanki kamatsökkentések érdemben hozzájárulhatnak az állampapírok hozamának csökkenéséhez, ezáltal a magyar államkötvények árfolyamának emelkedéséhez.

**Befektetési stratégiánkat** a fent említett folyamatok határozzák meg. Hosszabb távon bízunk abban, hogy a részvények a mérsékelt inflációs környezetben jól teljesíthetnek, de az év során arra számítunk, hogy a gazdasági növekedéssel, jegybanki kamatpolitikával, inflációval, befektetői pozícionáltsággal és egyéb geopolitikai eseményekkel kapcsolatos fejlemények adnak lehetőséget arra, hogy a részvénykitettségenket aktívan menedzseljük. Az elmúlt negyedévben némileg csökkentettük a részvénykitettségenket azzal párhuzamosan, ahogyan a részvénypiacok árazása emelkedett. A második negyedévre a megcélzott részvénykitettséghoz közeli, attól némileg elmaradó részvénysúllyal fordultunk rá.



Forrás: Bloomberg, Concorde

## A PORTFÓLIÓK VÁRható TELJESÍTMÉNYE

A portfóliók hozamát nehéz az aktuálisan elérhető kötvénybefektetések hozamaihoz hasonlítani több okból is. Egyrészt a kötvények által ígért hozam mindig előrettekintő, azaz a megvásárlástól lejáratiig történő tartás esetén érvényes, szemben a portfóliókezelés során bemutatott hozamokkal, amelyek a megelőző időszakra vonatkoznak. Előre tekintve érdemes megjegyezni, hogy a vagyonkezelés során természetesen mi is hasonló eszközökkel dolgozunk, és építünk be a portfóliókba, mint amelyek jelenleg a legjobb előrettekintő hozamot ígérő instrumentumok:

- eurós államkötvények;
- szakmai befektetők részére hozzáférhető vállalati kötvények;
- a forint védelmére magasan tartott kamatok.

Utóbbiak természetesen befektetési jegyeken keresztül.

Többéves horizontra kitekintve – kiindulva az eddigi történelmi tapasztalatokból – a részvénytartás többeltozammal szolgálhat a portfóliókban, még akkor is, ha átmenetileg a részvénytapi ingadozások okozhatnak kilengéseket a portfóliók értékében.

## ESZKÖZALLOKÁCIÓ, TRANZAKCIÓK

A 2022-es év vége a fejlődő piaci részvényeknek kedvezett, különös tekintettel a kínai járványügyi politikában bekövetkező gyökeres változást követően, mely tudta támasztani az érintett papírok árfolyamait, így a hangulatban jelentkező fordulatot figyelembe véve profitot realizáltunk a kínai részvénykitettségen a jelenlegi negyedév folyamán. Az év eleji részvénytapi csökkenés után a megcélzott részvénytapi nagyjából megfelelő kitettséggel rendelkezik a portfólió, a makrogazdasági bizonytalanságok és a bankszektorttal kapcsolatos félelmek alakulásának függvényében, a piaci fejleményeket figyelemmel kísérve ígéreates belépési pontokat keresünk. A 2023-as év elején vonzóznak számító magas kötvényhozamokat kihasználva hosszú lejáratú román államkötvénnyel bővítettük a portfóliót, hogy ezen keresztül az idej évben várható hozamcsökkenésből profitálni tudjunk.

## 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 védelem 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 információ alapuló döntésből eredő esetleges károkért. A fenti kiadványban foglalt információ felhasználása automatikusan a jelen jogfenntartási nyilatkozatban foglaltak elfogadását jelenti