

Honvéd Klasszikus, Kiegyensúlyozott, Növekedési, Működési és Likviditási Portfólió a HOLD Alapkezelő vagyonkezelésében

2018. december

Állampapírok

Az európai trendeknek megfelelően tovább folytatódott a hozamcsökkenés a magyar kötvénypiacon is. Többszörre a hozamgörbe középső részén lévő állampapírok hozamai csökkentek 30-40 bázispontot, míg a görbe eleje, illetve vége csak enyhén laposodott. A 3 hónapos diszkont kincstárjegy év végére újra nulla közeli szintre emelkedett.

A hónapban egy nagy lépést hajtottunk végre. Eladtuk az összes MÁK 2020/C-t, valamint MÁK 2021/B-t és MÁK 2021/C-t vettünk helyette, megtartva a portfóliók átlagidejét. Míg a MÁK 2020/C csak fél évvel rövidebb papír a 21/C-hez képest, addig közel 70 bázisponttal magasabb hozammal tudtuk megvásárolni a MÁK 2021/C-t. A másik cserénél a MÁK 2021/B hozama többet esett a 21/C-hez képest, ezért itt is nyereséggel tudtuk végrehajtani az ügyletet.

A globális lassulástól való bizonytalanságok miatt továbbra is óvatosak maradtunk az alul-, ill. felülsúlyozással. A portfóliókat MÁK 2021/C vételekkel kiigazítottuk duration semleges szintre. A Max Composite Index 70 bázisponttal erősödött decemberben.

Minél távolabb van egy államkötvény lejáratára, illetve minél hosszabb egy kötvényportfólió átlagideje vagy kamatláb-érzékenysége vagy durationje (amit a bennük lévő kötvények pénzügymozgásaiból lehet kiszámolni), annál nagyobb ingadozásra képes a portfólió napi piaci értéke a kamatszint függvényében. Kedvező makrogazdasági folyamatok (csökkenő kamatlábak) esetén a hosszabb kötvények árfolyama nagyobb emelkedésre képes, mint a rövidebb kötvényeké.

Részvények (Hazai és régiós)

Decemberben egyre inkább eluralkodott a félelem a globális részvénypiacokon a romló gazdasági adatok láttán. Világszerte gyors tágulásnak indultak a vállalati hitelfelárak, ami szintén nem jelent sok jót. Ehhez képest a magyar eszközök egyfajta menedékként viselkedtek, szembemelve a globális trenddel. Mindez számunkra indokolatlannak tűnik, bár jó gazdasági helyzetből indulunk, de nyitott gazdaságként csak idő kérdése, hogy mikor gyűrűznek be a globális problémák (amennyiben folytatódnak). Így a meglévő óvatos részvényalulsúlyunk emelése mellett döntöttünk 40.600 pontos BUX környékén.

Decemberben két markáns erő dominált a részvénypiacokon. Amerika és Európa tovább zuhant, míg Romániában a politikusok szektoradók és rezsicsökkentés bevezetésével gondoskodtak arról, hogy a világ egyik legjobb ideai piaca címre pályázó bukaresti tőzsde végül jóval hátrább kerüljön. A negatív környezetben azonban a lengyel, a horvát és a magyar piac meglepetésre megőrizte az erejét. Mindezek eredőjeként úgy döntöttünk, hogy növeljük a portfólió részvénykitettséget és átsúlyozunk a régiók, országok között.

Az év utolsó hónapjában csökkentettük az amerikai részvények esése esetén emelkedő és a kelet-európai részvényfelülsúly fedezésére tartott S&P 500 short ETF-ek súlyát.

Az elromló globális részvénypiacok közepette érdekes divergenciák alakultak ki a közép-európai piacokon. Szakadt például az Erste Bank, amely osztrákként Nyugat-Európához kötik a befektetők, bár üzletileg nagyrészt régiós. Ugyanakkor a közép-európai bankok (PKO, OTP, Pekaó) jól tartották magukat, ezért felülsúlyt alakítottunk ki az Ersteben, utóbbik eladásából finanszírozva. Az olajszektorban is eladók voltunk MOL és PGNiG esetében – kihasználva, hogy ezen részvények eddig immunisnak mutatkoztak a globális esésben.

Eladtunk a stabil lábakon álló és az elmúlt félévben rallyzó Richter papírjaiból, melynek egyik fontos fundamentuma romlani kezdett. Az olajár hanyatlása következtében gyengülésnek indult rubel árfolyama.

A román bankok karácsony előtti napokban bő 20 százalékot zuhantak a bankadó bevezetésének hírére és meglepetésre a viszonylag csekély román kitettséggel rendelkező Erste részvényei is jelentős nyomás alá kerültek. Véleményünk szerint a bankadó jelentős része áthárítható lesz, azaz a végén a bankok ügyfelei fizetik majd meg, ezért az esést követően vásároltunk a Banca Transylvania és az Erste részvényeiből. E lépésekkel szemben is csökkentettünk a lengyel Pekaó bankban meglévő felülsúlyunkon és növeltük az OTP-ben meglévő alulsúlyunkat.

Bekerült a portfólióba a lengyel élelmiszerbolt láncot üzemeltető Jeronimo Martins részvénye is, mely lépést a szintén lengyel és az élelmiszerkereskedelem eltérő szegmenseiben jelenlévő Eurocash pozíció csökkentéséből finanszíroztunk. Így diverzifikáltuk a pozíciónkat csökkentve az élelmiszerkereskedelem beharcaiból eredő kockázatokat és megőriztük az iparág profitabilitásának fellendülésére tett fogadásunkat.

Részvények (Globális)

Decemberben is fennmaradt a magas volatilitás a részvénypiacokon, ennek megfelelően sokat léptünk az alapban. Miután az amerikai ingatlanszektorban és az olajszolgáltatók piacán túlzásnak érezzük a kialakult pesszimizmust, ezért 50-50 bázispont S&P 500 ETF-et ezekre a szektorokra cseréltünk.

Miután a bizonytalanság növekedésével az arany jól teljesített, cseréltünk aranyat is az olajszolgáltatókra való kitettségre.

Eladtunk angol részvényeket tartalmazó ETF-et, amiből eurózóna ETF-et vásároltunk, miután előbbiben még látunk negatív kockázatot a Brexit negatív kimenetelei miatt.

25 bázispont Erste részvényt is vettünk az alapba, miután a román bankadó hírére szerintünk túlságosan sokat esett az árfolyam, pedig az Erstet csak marginálisan érinti majd ez a hatás.

A hónap során összesen körülbelül 250 bázisponttal növeltük a részvényarányt az alapban, ezeket jórészt S&P 500 részvények vásárlásával tettük, miután a részvények jelentősen olcsóbbakká váltak a nagy esések következtében.

Várakozások

Rég nem látott általános részvénypiaci esést hozott a negyedik negyedév. 2018 végére egyre több befektető ismerte fel, hogy itt nem egy „szokásos” korrekcióról van szó, hanem igazi medve piacról. Januárban kidurrant a „Mindenbuborék” és – bár az amerikai részvénypiac szeptember-októberben még új csúcsra tudott emelkedni – azóta az összes eszköz ára esik: a fejlett és fejlődő piaci részvényeké, vállalati kötvényeké, a nyersanyagoké, a fejlődő piaci devizáké, de globálisan megállt (néhol csak lassul) az ingatlanárak emelkedése, esnek a műkincsek árai és összeomlottak a

kriptodevizák. Az év eleji hozamemelkedés miatt 2018-ban (pár európai és japán államkötvényektől eltekintve) még a fejlett piaci állampapírokkal sem lehetett pénzt keresni. (A negyedik negyedévben már jól teljesített az arany, de 2018-as hozama még így is mínuszos. 2018-ban a dollár volt a nyerő.) Az év utolsó három hónapjában szinte az összes fontosabb tőzsdeindex kétszámjegyű mértékben esett, így az év egészét tekintve az MSCI fejlett és fejlődő piaci részvényindexe 9 és 15 százalékos mínuszban zárt. A 2018-as esztendő tehát a megelőző év ellentétje volt: akkor szinte minden ára emelkedett, most mindené esett. Az elmúlt 100 évben nem fordult elő, hogy ilyen sok eszközosztály ára esett volna (utoljára 1920-ban volt ehhez fogható év)...

A részvénypiaci zuhanás elindította a kötvénypiacra menekülést, így a fejlett hozamokban is nagy csökkenést láttunk a negyedév során. De a legnagyobb vesztes egyértelműen az olaj ára volt, amely mintegy 40%-ot esett, miután nem csak a lassulási félelmek, de az is bántotta, hogy Trump mégsem követeli meg a teljes embargót Iránnal szemben. A régióink ismét biztonsági zónaként működött e menekülésben, a BUX 10%-ot emelkedett a negyedévben. Egyedül a román piac kapott óriási pofont, miután a kormány a költségvetési lyukakat különadók kivetésével tervezi betömökni.

Budapest, 2019. január 11.

HOLD Alapkezelő