

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

2019. December

### Állampapírok

Decemberben összességében kicsit emelkedtek a hozamok a magyar kötvénypiacon. Az MNB a korábbi lefelé mutató aszimmetrikus inflációs kilátások helyett, már szimmetrikusnak látja a kockázatokat Magyarországon. Ezért a jövőben monetáris lazítás nem várható az MNB-től, azonban továbbra is laza monetáris politikát folytathatnak.

A hónapban nem hajtottunk végre nagyobb lépést. Stratégiánkon nem változtattunk, mert továbbra is úgy gondoljuk, hogy az infláció megjelenésével tovább emelkedhetnek a kamatok. Hó végén az általunk fair értékhez képest olcsóbbnak tartott MÁK 2028/A papírból vásároltunk a portfóliókba megtartva a 12%os alulsúlyt a benchmarkhoz képest. A Max Composite Index enyhén 20 ponttal emelkedett decemberben.

### Részvények (Hazai és régiós)

Decemberben a legnagyobb változtatást a RICHTER esetében eszközöltünk, ahol a jelentős árfolyamelkedést látva (közel 30 százalék az utolsó negyedévben) vágunk vissza a pozíciónkból 6400-as árfolyam mellett. Ezzel a gyógyszerpapír elveszítette az Alap legnagyobb részvénypozíciója címet, amit még májusban szerzett meg 5200 forintos árfolyam környékén történt vásárlásokkal. Első helyét a Mayr-Melnhof Karton vette át, amiben jóval nagyobb felértékelődési potenciált látunk a növekvő ESG trendnek is köszönhetően, kis mértékben még tovább növeltük a pozíciónkat egy hóvégi vásárlással.

A korábbiakhoz hasonlóan a legutolsó hónap is rosszul sikerült a lengyel piac számára, újabb vételeket generálva számunkra. A bankszektorban egyrészt leváltották az államilag kontrollált Bank Pekao vezérigazgatóját, aminek nem örült a piac. Pár nap esés után tovább növeltük a pozíciónkat. Emellett olyan bírósági ítéletek születtek november-decemberben, amelyek szélesíteni látszanak a CHF hitelek problémás körét. Ennek fő vesztese a PKO Bank, amely korábban védettebbnek tűnt a jogilag jobb minőségűnek tűnő szerződése miatt. Az esésben itt is vásárlók voltunk, szerintünk a piac túl rossz scenáriót kezd árazni. Erre utal, hogy a lengyel igazságügyi minisztérium egyeztetéseket kezdeményezett a bankszektorral, ami korlátozhatja a bírósági gyakorlatot.

Harmadik lengyel történés az energia szektorból érkezett, ahol a PKN finomítói felvásárlási ajánlatot tett az Energa áramszolgáltatóra. A kisebbségi befektetők nem örültek az olajcég fő üzletvonalán kívüli kalandozásának, 10% eséssel reagálva a hírre. A helyzetet látva úgy döntöttünk, hogy új elemként beemeljük a PKN-t a portfóliónkba. Egyrészt már olcsónak láttuk ezen a szinten a PKN-t (amit régóta elemzünk), a januártól életbe lépő IMO2020 hajózási szabályozás segítheti a rövidtávú finomítói marginokat. Végül pedig az Energa-t nagyon alulértékeltnek tartjuk ezen a szinten (az Alap egyik meglévő pozíciója), így nem látjuk értékrombolónak a potenciális felvásárlást a PKN számára.

A lengyel bankvásárlásokkal párhuzamosan csökkentettük az OTP részvények súlyát a jelentős rally hatására, valamint eladtuk az összes maradék román BRD Bankot az Alapból, miután már nem látjuk olcsónak, miközben növekvő kockázatokat rejt a rossz román költségvetési helyzet.

A török piacon mérsékelünk a sokat emelkedő MAVI farmergyártó súlyán, amit visszafektettünk a még mindig nagyon olcsó Coca Cola Icecekbe. Emellett jelentősen megnöveltük a török részvényeink devizafedezettségét, mert a török kormány expanzív monetáris politikáját látva úgy gondoljuk, a líra ismét gyengülésnek indulhat. A görög piacon enyhén profitot realizáltunk az Alpha bankban, helyette a Fourlis - helyi IKEA franchise - súlyán emeltünk.

A nyugat-európai ciklikus kitettségeink esetében új elemként bekerült az Alapba nagyon kis súllyal (illikviditás miatt) a norvég ADS tankerhajó vállalat, amely szerintünk nagy nyertese lehet az IMO2020 szabályozásnak, mivel még időben fölrakatta minden hajójára azon katalizátorokat (scrubber), amely extra profithoz juttathatja rövidtávon. Közben tovább mérsékelünk a Ryanair súlyát a brit választások másnapjának eufórikus hangulatában.

### Részvények (Globális)

A decemberi emelkedésben csökkentettük a portfólióban jól teljesítő kitettségeinket, és vásároltunk a lemaradókból: így eladtunk némi Ryanair, Richter és Maersk részvényt, míg vásároltunk egy lengyel közműcég, egy svájci élelmiszergyártócég és a norvég MPCC részvényeiből. Szintén módosítottunk az alap régiós kitettségén: csökkentettük a jól teljesítő amerikai és európai részvényindexekből, helyettük spanyol, dél-koreai és malajziai indexeket vettünk.

### Várakozások

Pompás évet egy pompás decemberrel zártak a részvénytőzsdék, de legalábbis az S&P500, mert Európa ebben a hónapban ismét lemaradt, de legalább a fejlődő piacok tartották a lépést. Sokat segített a kereskedelmi háború látszólagos enyhülése, a Konzervatív párt győzelmével nullára csökkenő rendezetlen

Brexit esélye, a konstans stimulatív jegybankok, meg talán a szezonális is. Ezen kívül a reálgazdaságban korábban látott hanyatlás is mintha jobbra fordult volna, szóval per pillanat minden adott ahhoz, hogy emelkedjenek a részvények - úgyhogy emelkednek is. A kötvényhozamok, az olaj és a réz emelkedése is ragyogóan illik ebbe a képbe, viszont az arany szárnyalása azért arra utal, hogy vannak még félelmek a háttérben. Csak az eufória elfedi.

Budapest, 2020. január 13.

HOLD Alapkezelő