

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

2022. február

### **Állampapírok**

Februárban ismét 50 bázispontos emelést hajtott végre az MNB, így 3,4% lett az alapkamat. Az egyhetes betétben szintén egy egyszeri 30 bázispontos emelés történt, ezzel 4,60%-ra emelkedett a kamat. A hozamgörbe rövid részén 100-130 bázispontos emelkedést láthattunk februárban, míg a középső és hosszú része 40-70 bázispontot emelkedett a hónapban, így gyakorlatilag teljesen lapossá vált a hozamgörbe.

A januári mozgalmas magyar kötvénypiacca ellentétben most nem láttunk olyan lehetőséget, amit érdemesnek tartottunk volna megcsinálni. Az ukrán-orosz konfliktus miatt rendkívül bizonytalan a helyzet, valamint az infláció is hónapról hónapra kellemetlen meglepetést okozva gyorsul. Ilyen fokú bizonytalanság mellett jobban szeretünk semleges pozícióban maradni. A portfóliókat a benchmarkhoz képest 0-1%-os szinten hagytuk hó végével. A Max Composite Index közel 190 bázisponttal csökkent februárban.

### **Részvények (Hazai és Régiós)**

Február jelentős esést hozott a globális és különösen a hazai részvénypiacon köszönhetően a kirobbanó orosz-ukrán háborúnak. Az esésben az OTP és Richter járt az élen. Mindkét vállalat érdemi operációval rendelkezik mindkét országban, a globális befektetők pedig jelentős mértékben táraztak ki ezen részvényekből, részben vélhetően azért is, mert befagyott az orosz részvénypiac.

OTP esetében az esést nem csak a két országbeli operációk értékvesztése indokolja, hanem a háború következményeként könnyen recesszió alakulhat ki Európában az elszálló energiaáraknak köszönhetően. Richter sokkal kevésbé kitett, a cégérték nagyobbik felét a cariprazine adja, amely nem érzékeny a gazdasági ciklusokra, ráadásul az értéke dollárban van, amely jelentősen felértékelődött a forinthez képest.

A pánikban először emeltünk a Richter felülsúlyunkon, majd később eladtuk ezen részvényeket, ezt kétszer tettük így meg. Végül a hónap végén 6.900-nál ismét növeltük a felülsúlyunkat. Ennél az árnál gyakorlatilag a cégérték pusztán a cariprazine-t és a mérlegben lévő készpénzt árazza, a generikus/nőgyógyászati portfóliót teljesen nullára árazza a piac.

Az OTP esetében óvatosabbak voltunk a romló fundamentumok miatt, a pánik első hullámában ugyan kialakítottunk egy enyhe felülsúlyt, de azt a visszapattanásban le is zártuk.

A hónap eseményeihez tartozik még, hogy a Magyar Telekom közzétett ugyan egy új osztalékpolitikát és némileg emelt a részvényesi juttatáson, de annak mértéke messze elmaradt a szerintünk indokoltnál. Nem változtattunk a felülsúlyozott pozíciókon. Közben a társaság fundamentumai jól alakultak.

A hónap közepén megváltozott a CETOP-index összetétele, társasági események hatására kikerült az Avast és O2. Utóbbiból nem tartottunk az Alapba, mert nem láttunk benne értékeltségi tartalékot. A kikerülés lecsökkentette az alulsúlyunkat, amivel szemben KRKA és BRD alulsúly növelést léptünk.

Szintén a hónap közepén növeltük a lengyel bank alulsúlyunkat, mivel emelkedő politikai kockázatokat láttunk arra, hogy a banki kamatmarzsok ne tudjanak annyira kitágulni kamatplafon intézkedések miatt, mint azt korábban gondoltuk. Az eladásokkal párhuzamosan VIG biztosítót vettünk és zártunk a meglévő Russell 2000 short ETF pozícióból.

A hónap végén extrém volatilitást hozott a piacra az orosz-ukrán háború kirobbanása. Különösen igaz volt ez Közép-Európában, ahol a globális szereplők a kitétség csökkentése mellett döntöttek a háborús helyzet közelsége miatt. Ebből adódóan a piaci árak függvényében rengeteg relatív fogadást kötöttünk a régiós bankokban, ahol a legnagyobb mozgások mentek vége. Kezdetben a közvetlen orosz kitétséggel nem rendelkező lengyel bankokat büntette a piac, amiben vevők voltunk, majd, amikor aránytalanul nagy pánik alakult ki a szintén közvetlen leányvállalattal az érintett országokban rendelkező Erstében, akkor a korábban vettem lengyel pozícióinkat Erstére cseréltük.

A KRKA részvényei pár nap alatt 25 százalékot esett az orosz kitétség miatt. Ezért ezen, jelentős mértékű alulsúlyunk bezárása mellett döntöttünk. Vásároltunk még PZU biztosítóból, ahol az esés mértéke messze meghaladta az általunk fundamentálisan indokoltat. Ugyanakkor kevesebbet estek a román bankok ezen napokban, így ott az alulsúlyok növelése mellett döntöttünk. Bezártuk a KOC pozícióinkat is, mert relatíve jól tartotta magát.

Az energiaszektorban eladtuk a görög olajfinomító, Motor Oil részvényeit azon megfontolásból, hogy a kínálati oldali nehézségek okozta olaj és gázáremelkedés a gazdaság lassulását kiváltva kedvezőtlen hatást gyakorolhat a finomítók profitabilitására. Eladtuk a maradék román energiaszolgáltató, Electrica részvényeket is.

Az egyedi regionális részvényfelülsúlyok fedezésére használt amerikai részvényindex eséséből profitáló ETF-eket, az eséstől hasonlóan védelmet nyújtó, német DAX index ETF-re cseréltük.

Bízva abban, hogy az orosz-ukrán háború senkinek nem érdeke, és ezért a helyzet deszkalálódására számítottunk, vonzónak találtuk az orosz, és orosz kapcsolt eszközök árazását, ezért opportunista módon

kisebb pozíciókat vállaltunk ezen eszközökben már korábban és februárban is. Többek között Tinkoff és Sberbank vételekkel fogadtunk a helyzet rendeződésére.

A háború kitörése előtt kiszálltunk a januári mélypontról felpattanó Gazprom részvényekből, majd hasonlóan jártunk el a Tinkoff részvények egy részével. Utóbbiak helyére az aránytalanul bevert X5 élelmiszerkereskedő részvényeiből és az értékének közel 80 százalékát elvesztő „orosz Facebook”, VK részvényeiben is vevők voltunk.

Összességében igen mérsékelt orosz kitettséget építettünk ki január és február során. Az általuk okozott (átmeneti?) veszteséget pedig bőven túlkompenzálta a portfólió egyéb pozícióin elkönyvelt nyereség.

### **Részvények (Globális)**

Az orosz-ukrán feszültségekre majd háborúra való tekintettel aktívan kereskedtünk februárban az Alapban. A részvénypiaci esések során egyrészt növeltük a részvénykitettséget, másrészt eladtunk a háborús helyzetben jól teljesítő papírjainkból, elsősorban olajkapcsolt részvényeket. Ezzel szemben óvatosan növeltük azoknak a papíroknak a súlyát, melyek az értékeléseink szerint sokat estek, bankrészvényeket vettünk, de vásároltunk a lengyel PZU és a Richter részvényeiből is.

### **Várakozások**

Egy időre biztos véget ért a kamatemelések és az infláció miatti aggodalom, lett helyette nagyobb. Ami ráadásul az inflációt is felpörgeti, bár egy gazdasági káosz okozta recesszió azért le szokta törni azt az inflációt. Mindenesetre a világ új és szomorú képe, hogy minél közelebb van egy vállalat az orosz-ukrán háborúhoz, vagy az abból eredő gazdasági káoszhoz, annál jobban esik. Ráadásul gyakorlatilag egész Európa érintett egyrészt az energiaárakon és ellátáson, másrészt a potenciális recesszió, harmadrészt a portfólió eladásokon keresztül. Egy OTP bank lefelezését is inkább a legutolsó okkal lehet magyarázni, de egy Danone részvény is esett 15%-ot. Úgyhogy a világot most az orosz-ukrán hírek fogják mozgatni, amiben az azért feltűnő, hogy az amerikai indexek nincsenek lejjebb, mint fél éve.

Budapest, 2022. március 10.

HOLD Alapkezelő