

HONVÉD KLASSZIKUS, KIEGYENSÚLYOZOTT, NÖVEKEDÉSI, MŰKÖDÉSI ÉS LIKVIDITÁSI PORTFÓLIÓ A HOLD ALAPKEZELŐ VAGYONKEZELÉSÉBEN

2023. május

Állampapírok

A globális hozamemelkedés ellenére a magyar kötvénypiacon további hozamcsökkenést láthattunk májusban. Míg a rövid kötvények 20-50, addig a hosszabb kötvények 10-20 bázispontot jöttek le az áprilisi szintekről. Hosszú idő után először kamatot csökkentett az MNB. 18%-ról 17%-ra mérsékelte a jegybank az egynapos betéti gyorstender szintjét, ezzel megkezdődött az irányadó kamat közelítése az alapkamathoz. Amennyiben az inflációs kockázatok jobban nem nőnek, várhatóan szeptember környékén fogja elérni a 13%-os alapkamatot. Globálisan egyre több országban figyelhető meg az inflációs fordulat, azonban a korábban vártnál hosszabb folyamat lehet.

A hónapban több kötvénycserét is csináltunk a portfóliókban. Eladtuk a portfóliókból az összes MÁK 2026/F-et és duration semlegesén MÁK 2026/D-t vettünk helyette. A 4 hónappal hosszabb papírt 7 bázisponttal alacsonyabban vásároltuk, azonban a csökkenő hozamgörbén ennek a papírnak a hozamának lejjebb kellene lennie. Továbbá eladtuk a MÁK 2031/A papírok közel 2/3-át és helyette duration semlegesén MÁK 2032/A-t vásároltuk. Itt szintén a csökkenő hozamgörbe alacsonyabb hozamszintet tenne indokolttá a MÁK 2032/A-nál, azonban 20 bázisponttal magasabban vettük a MÁK 2031/A-hoz képest. Csökkentettünk a MÁK 2028/B papírok súlyán és helyette a fél évvel hosszabb MÁK 2028/A-t vásároltuk. A MÁK 2028/A-t 11,5 bázisponttal lejjebb vásároltuk, míg ennek a papírnak nagyjából 20-25 bázisponttal alacsonyabban kellene lennie a MÁK 2028/B-hez képest.

Az inflációs kockázatok és bizonytalanságok miatt továbbra is óvatosabbak maradtunk, ezért a portfóliókat a benchmarkhoz képest duration semleges szintre igazítottuk és MÁK 2041/A-t (7,20%-on) adtuk el. A Max Composite Index 110 bázispontot nőtt májusban.

Részvények (Hazai és Régiós)

Májusban folytatódott a részvénytársasági emelkedés a gazdasági aggodalmak, a recessziós félelmek, az infláció elleni töretlen monetáris küzdelem ellenére. Nyugat-Európa új csúcsra emelkedett, Kelet-Európa pedig tovább faragott a még meglévő "háborús" mínuszából. A piaci optimizmusra kontráriánus módon a részvényfelülsúly csökkentésével válaszoltunk.

Görögországban az inkumbens Új Demokrácia a vártnál meggyőzőbben húzta be a parlamenti választást, ami az ortodox, piacbarát, EU-párti (gazdaság)politika folytatódását szavatolja. Az athéni tőzsde hatalmas emelkedéssel ünnepelte az Új Demokrácia győzelmét és egyben a rettegett, "anti-establishment" Sziriza párt bukását. A vállalatok közelebb kúsztak a fair értékükhöz, így indokoltnak láttuk csökkenteni a görög részvénytársaságon. Kezdetben a bankok hasonló mértékben emelkedtek, így ezt kihasználva Alpha Bankban növeltük a kitettségenket az Eurobank kárára, mivel az jobban kellett volna reagáljon a pozitív hírre a görög piacra való nagyobb kitettsége és nagyobb tőkeáttétele miatt. A 15-20 százalékos emelkedő nemzeti

villamosenergia társaság, PPC és a görög Ikeákat birtokló Fourlis súlyán is csökkentettünk.

Bekerült a portfólióba két további CairoMezz-hez hasonló részvény. Ezek az Alpha Bank és a Piraeus Bank korábban eladott nem teljesítő hitelállományának bankról leválasztott része. A pozícióra szintén opcióként tekintünk, ezért habár nem vásároltunk belőlük sokat, de egy jó görög makrohelyzet esetén a pozíció a sokszorosát érhetik.

A villamosenergia szektorban eladók voltunk az osztrák EVN-ben is, miután az emelkedő árfolyam, kedvezőtlen kormányzati törekvéssel, a magas áramár miatti extraprofit nagyobb adóztatásának tervével találta szemben magát. A cseheknél viszont a CEZ bő 15 százalékos negatív korrekciója után az alulsúlyunk csökkentéséről döntöttünk.

Május fontos eseménye volt az immár szokásos éves Magyar Telekom visszavásárlási aukció. Előtte sokat emelkedett az árfolyam és az aukcióban még ki szokott alakulni egy 3-4%-os prémium a tőzsdei árhoz képest. Ezért indokoltnak láttuk a pozíciónk csökkentését, mivel még semmit nem adtunk el az elmúlt fél év emelkedésének hatására. Összességében nagyjából a felülsúlyunk negyedét adtuk el 443-as átlagár környékén. Azért nem többet, mert ezeken a szinteken is jelentősen alulértékeltek látjuk a társaság részvényeit.

A hónap végén vevők voltunk még a román Banca Transylvaniában, ami vélhetően a közelgő Óriási méretű Hidroelectrica tőzsdei bevezetés miatti "helycsinálás" miatt is lemaradó volt a regionális szektortársakhoz képest. Ezzel szemben viszont növeltük a jól teljesítő cseh Komerční Bank és lengyel Pekao Bankban meglévő alulsúlyunkat.

Részvények (Globális)

Az elmúlt hónapban csökkentettünk a részvényarányunkon, amit alapvetően az európai kitettségek mérséklésével értünk el. Egyedi részvények szintjén ebben a hónapban kevésbé voltunk aktívak. Eladtunk jól teljesítő PZU részvényeket, illetve a Magyar Telekom kitettségekünket is csökkentettük. Ez utóbbi apropója az immár szokásos éves Magyar Telekom visszavásárlási aukció volt. Mivel előtte sokat emelkedett az árfolyam és az aukcióban még ki szokott alakulni egy 3-4%-os prémium a tőzsdei árhoz képest, ezért indokoltnak láttuk a pozíciónk csökkentését.

Várakozások

Újabb buborékunk van, ráadásul egy rendkívül koncentrált buborék: AI. Ez pedig repíti az amerikai piac legnagyobb, technológiai jellegű papírjait, így leginkább a Nasdaq-ot. Mivel eközben a világ földhözragadtabb része még mindig infláció és recesszió bővületében retteg, ezért olyasmi a helyzet, mint 2020-ban volt. Aki a pandémiától félt, az nem vásárolt részvényt, aki viszont nem félt, az kitalált magának sztorikat és taroltak a képtelen részvények. A munkaerőpiac továbbra is rendben, az infláció meg csökkenget, szóval a reálgazdaság is inkább enyhül – kivéve persze Magyarországot, ahol a kormánynak mindet sikerült erre az időszakra ráomlasztani és most megszorításokkal súlyosbítani. Ez a forint árfolyamán nem érződik – ott az extrém magas kamatok érződnek.

Budapest, 2023. június 07.

HOLD Alapkezelő