

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

2022. szeptember

### Állampapírok

Óriási hozamemelkedés történt a magyar kötvénypiacon szeptemberben, amihez globális és hazai tényezők is hozzájárultak. Az amerikai inflációs adat magasabb lett a vártnál, így a Fed és a többi fejlett piaci jegybank is gyorsabb kamatemelési pályát kommunikált a korábban vártnál. Mind az EKB, mind a Fed 75 bázisponttal emelte az irányadó kamatot. A fejlett piaci hosszú hozamok is tovább emelkedtek, felfelé húzva a magyar kötvények hozamát is. Itthon az MNB 13 százalékra emelte az alapkamatot és egyben jelezte – a korábban kommunikálttal ellentétesen – hogy ezzel befejezte az alapkamat emelését. Emellett pedig bevezeti az egyhetes betét helyett a jegybanki rövid kötvényt, valamint hosszabb betéti instrumentumot is tervez. Mindezek eredményeképpen a magyar éven belüli állampapírhozamok 330-430 bázisponttal emelkedtek, az RMAX így 0,71%-ot veszített az értékéből szeptemberben. A hosszabb kötvényhozamok 50-100 bázisponttal nőttek és a MAX index 2,99%-ot esett ebben a hónapban.

A szeptemberi hónapot a benchmarkénál enyhén magasabb átlagidővel indítottuk, a duration túlsúlyt pedig a hónap közepén két lépésben tovább növeltük. Azt gondoljuk, hogy a következő évben látványos dezinfláció jöhet a fejlett világban (kínálati problémák oldódása, globális lassulás és recessziós veszély, szigorú monetáris politikák keresletvisszafogó hatása, energiasokk enyhülése), így a fejlett piaci hozamok csökkenni fognak a következő fél-egy évben. Emellett a magyar monetáris politika a régiós országokéhoz képest sokkal többet szigorított, a hazai 12-13 százalékos hozamszint már indokolatlanul magas a(z) egyébként hasonló gazdasági folyamatokat mutató) cseh-lengyel-román 6-7-8 százalékos kamatszinthez képest. Ráadásul az EU-s pénzek tekintetében is a korábban vártnál kedvezőbb hírek láttak napvilágot szeptemberben. Mindezek alapján 2034/A, majd később 2032/A jelű kötvényeket vásároltunk. Ezen kívül az időközben relatíve drágává vált 2028/A jelű papírokat 2026/F és 2034/A kombinációjára cseréltük (duration semlegesesen).

### Részvények (Hazai és Régiós)

Szeptemberben nem változtattunk a hazai részvény portfólió összetételén. A bluechip papírok közül MTEL, MOL és OTP esetében vagyunk felülsúlyban, közülük az első a legjelentősebb mértékű. Azt gondoljuk, a piac alul becsüli a távközlésben várható áremeléseket és csak a magasabb kamatszint negatív hatására fókuszál.

A szeptemberi esésben összességében óvatosan növeltük a részvényarányt S&P 500 vétel segítségével, de továbbra is kis

alulsúlyban maradtunk a benchmarkhoz képest. Eladtunk a relatív jól teljesítő török részvényekből (Anadolu Efes és MSCI Turkey), helyette lengyel indexet vásároltunk. Szintén adtunk el a jól teljesítő energia papírokból is (Motor Oil, Valaris), ezzel szemben a sokat eső POSTNL és Maersk részvényekben növeltük a kitettségünket.

Szeptember meglehetősen gyengére sikerült a globális részvénypiacokon, az általános eladási hullámban tovább meneteltek lefelé a lengyel részvények, amit nem láttunk fundamentálisan megalapozottnak, így lényegesen emeltünk a lengyel bankok felülsúlyán. Ezúttal a román piacot is elérték az eladások, itt az alulsúlyunk csökkentése mellett döntöttünk a Banca Transilvania esetében.

A vételekkel szemben eladtuk az Alap jól teljesítő török pozícióját, az Anadolu Efes-t, valamint mérsékeltségű az árukat jobban tartó és kevésbé alulértékelt KRKA és Richter részvényekből.

Az energiaszektorban növeltünk a PKN felülsúlyunkon, miután tovább esett az extra-adó hírekre, amit megítélésünk szerint már messze tükröz az árfolyama, a vétellel szemben MOL-ban voltunk eladók, ahol kisebb felértékelődési potenciált látunk a lengyel céghez képest. Továbbá vevők voltunk a román Petrom piacán.

Bekerült a portfólióba két benchmarkon kívüli cég is. A korábban már birtokolt görög olajfinomító Motor Oil, mely az extraadó hírekre dobta le magáról az elmúlt hónapok emelkedését és az osztrák EVN. Utóbbi birtokolja a legnagyobb osztrák áramtermelő társaság, Verbund részvényeinek 13 százalékát és a piaci öntésben annyit zuhant, hogy a társaság alapbusinessének vállalatértéke nullára értékelődött le. Mindemellett csökkentettünk a hónap elején felülteljesítő Kazatomprom uránbánya és Valaris olajfűtőtársaság pozíciókon.

A hónap folyamán változott a CETOP index összetétele, kikerült a CD Projekt és a helyét az élelmiszer-kiskereskedő DINO foglalta el. Utóbbi társaságot meglehetősen túlértékeltnek látjuk, ezért itt kevesebbet vásároltunk a benchmarksúlyhoz képest, alulsúlyozva a részvényt. A benchmark változása miatt érdemben csökkent a cseh Moneta alulsúlya is.

### **Részvények (Globális)**

A szeptemberi esésben összességében óvatosan növeltük a részvényarányt S&P 500 vétel segítségével, de továbbra is kis alulsúlyban maradtunk a benchmarkhoz képest. Eladtunk a relatív jól teljesítő török részvényekből (Anadolu Efes és MSCI Turkey), helyette lengyel indexet vásároltunk. Szintén adtunk el a jól teljesítő energia papírokból is (Motor Oil, Valaris), ezzel szemben a sokat eső POSTNL és Maersk részvényekben növeltük a kitettségünket.

## Várakozások

Ha a szeptember volt a nyár utáni első valós hónap, akkor nem sok jó vár idén a befektetőkre. Folytatódott (újrakezdődött) az évre jellemző minden esik mentalitás. Fejlett piaci részvények és fejlődők, fejlett piaci kötvények és fejlődők... illetve egy kivétel van, de az se nagy öröm: a dollár a világ legerősebb devizája továbbra is, ahogy az a pánikokban lenni szokott. Ezúttal talán a jegybankok ámokfutása volt a fő kolompos, akik úgy tesznek, mintha az inflációt a kamatok állítanák meg. De a brit kormány is rendesen odatette magát egy mesterien időzített "kitömjük a gazdagokat" programmal - ha már pánik, legyen kövér. Eközben a háború egyre kevésbé érződik az árakban, a nyersanyagpiaci zuhanás lehet a közelgő recesszió jele. Viszont az inflációval még nemigen történt semmi - a vevő valamiért még nem adta meg magát. Kivéve a forint vevők, őket senki nem találja.

Budapest, 2022. október 10.

HOLD Alapkezelő