

VAGYONKEZELŐI BESZÁMOLÓ

ALLIANZ ÖNKÉNTES NYUGDÍJPÉNZTÁR

2018. IV. NEGYEDÉV

Allianz Alapkezelő Zrt.
1087 Budapest Könyves Kálmán krt. 48-52.

2019.01.11.

Allianz 

TARTALOM

1

BENCHMARK HOZAMOK ÉS TELJESÍTMÉNYEK

2

MAKROGAZDASÁGI ÖSSZEFOGLALÓ

3

RÉSZVÉNYPIACOK

4

**HITELVISZONYT MEGTESTESÍTŐ
ÉRTÉKPAPÍROK MINŐSÍTÉSE**

5

UTÓLAGOS KÖLTSÉGTÁJÉKOZTATÓ



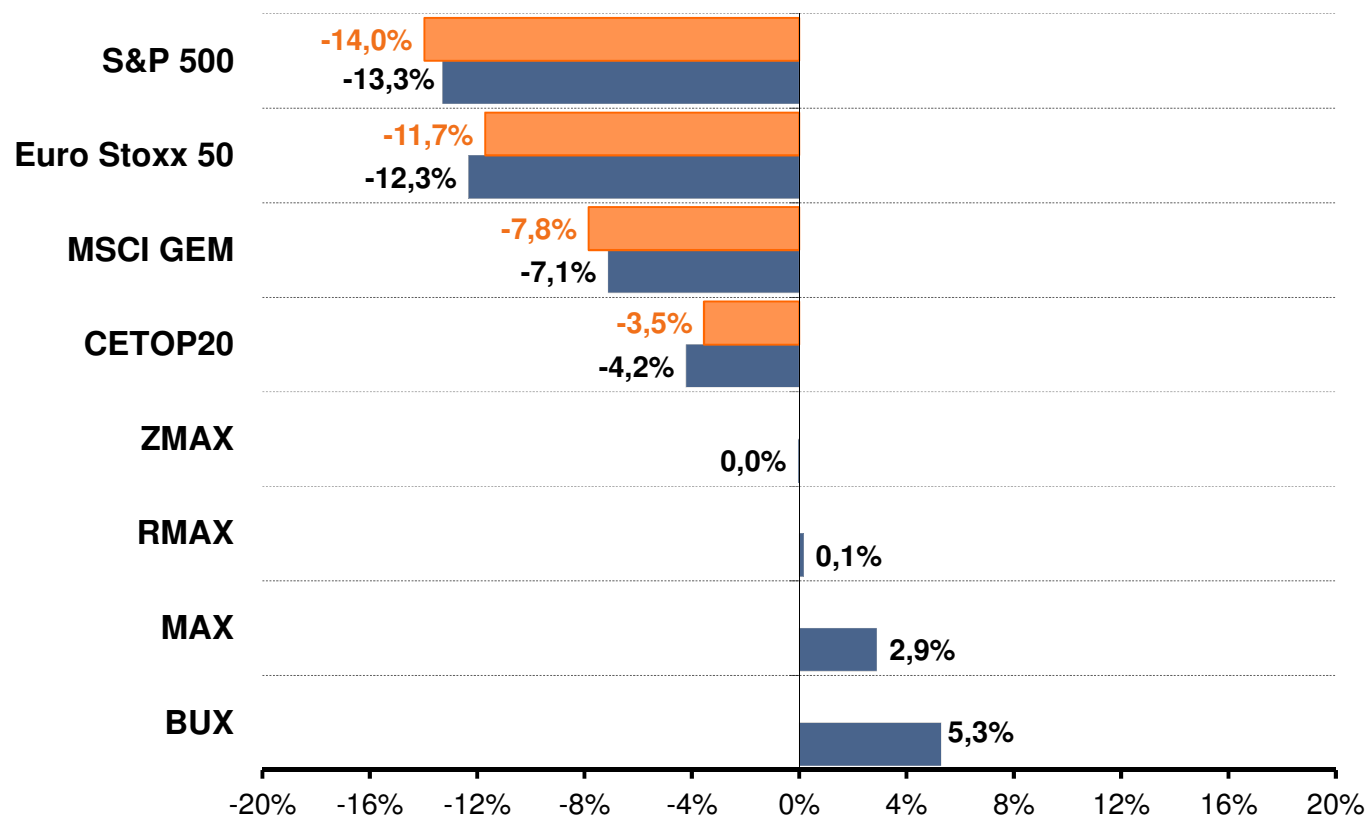
BENCHMARK HOZAMOK ÉS TELJESÍTMÉNYEK

1





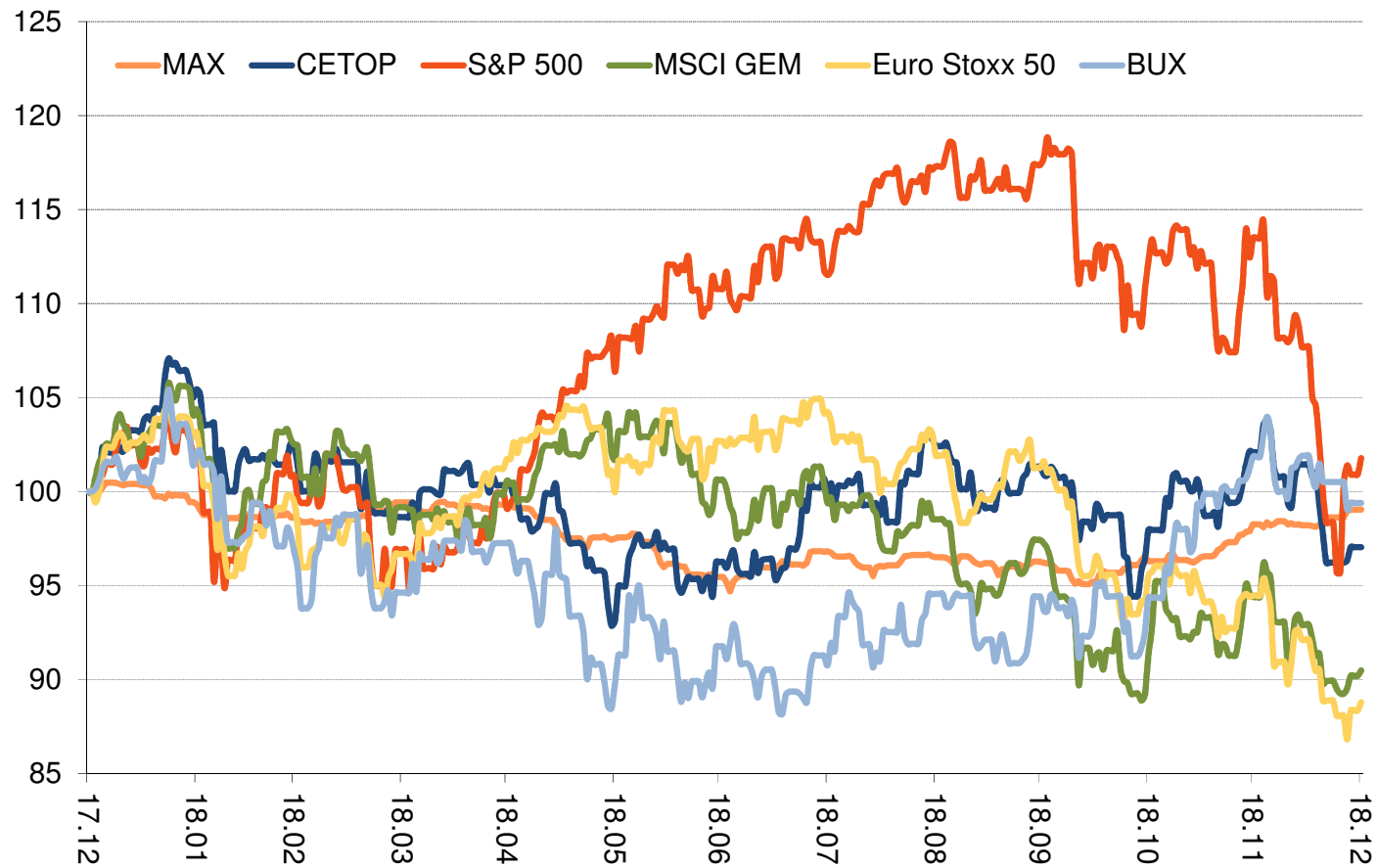
FŐBB INDEXEK TELJESÍTMÉNYE 2018 Q4 (HUF ÉS SAJÁT DEVIZA)



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő



FŐBB INDEXEK ALAKULÁSA 2018 YTD



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

MAKROGAZDASÁGI
ÖSSZEFOGLALÓ

2

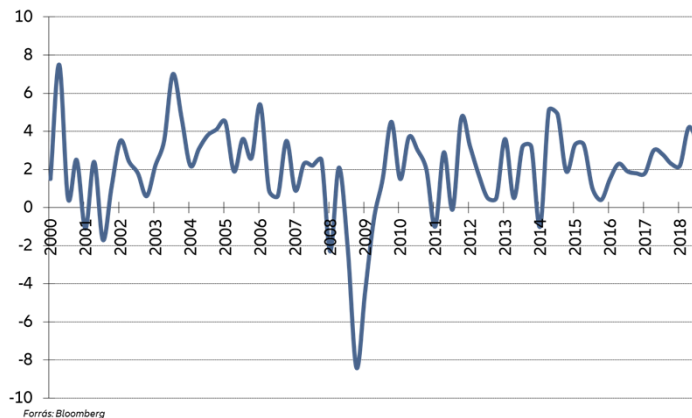




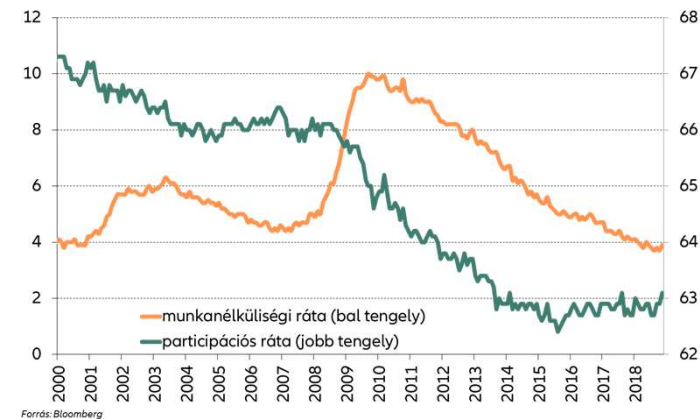
USA GAZDASÁGI ADATOK

- A világ legnagyobb gazdasága 2018 utolsó negyedében sem okozott csalódást. A munkanélküliség alacsony, a gazdasági növekedés magas, az infláció a Fed célja körül alakul. Mindez támogatta a Fed újabb monetáris szigorítását.
- Az USA GDP a harmadik negyedében is erős növekedést mutatott. A felülvizsgálatok során az adatokat kissé lejjebb húzták, de az éves növekedési ütem így is 3,4% lett. Itt még megmutatkoznak az adócsökkentés és az infrastrukturális beruházások hatásai. Kicsit kitekintve viszont érdemes figyelni, hogy számos nagyvállalat (pl. Apple) figyelmeztetést adott ki az elkövetkező időszak értékesítésére/eredményére.
- A munkanélküliség ráta ugyan kissé emelkedett (decemberre vonatkozólag 3,9%-os értéket regisztráltak), de az év egészében enyhe csökkenésről beszélhetünk. A participációs (foglalkoztatási) ráta is enyhe növekedést mutatott, annak ellenére, hogy a demográfiai trendek az Egyesült Államokban is ezzel ellentétesen hatnak.
- Az infláció főleg az olajárak csökkenésének hatására novemberben évi 2,2%-ra csökkent, ezzel nagyjából az előző év végi szintre ért vissza. A Fed által még nagyobb figyelemmel kísért magindex (core PCE) 1,9% maradt (márciustól lényegében ezen a szinten stagnált).

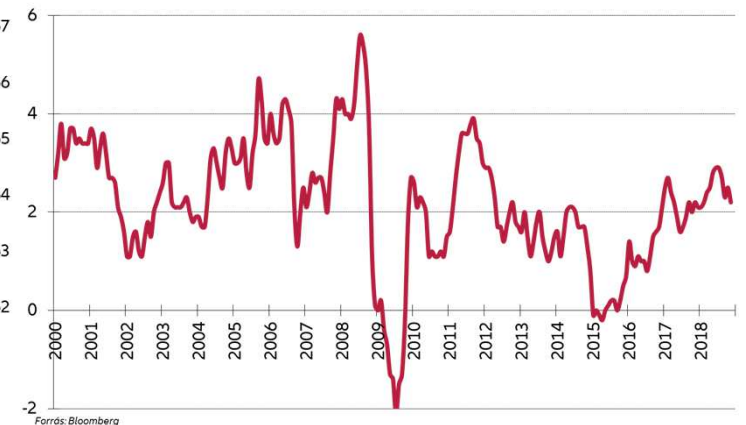
USA reál GDP növekedése



USA munkaerőpiac



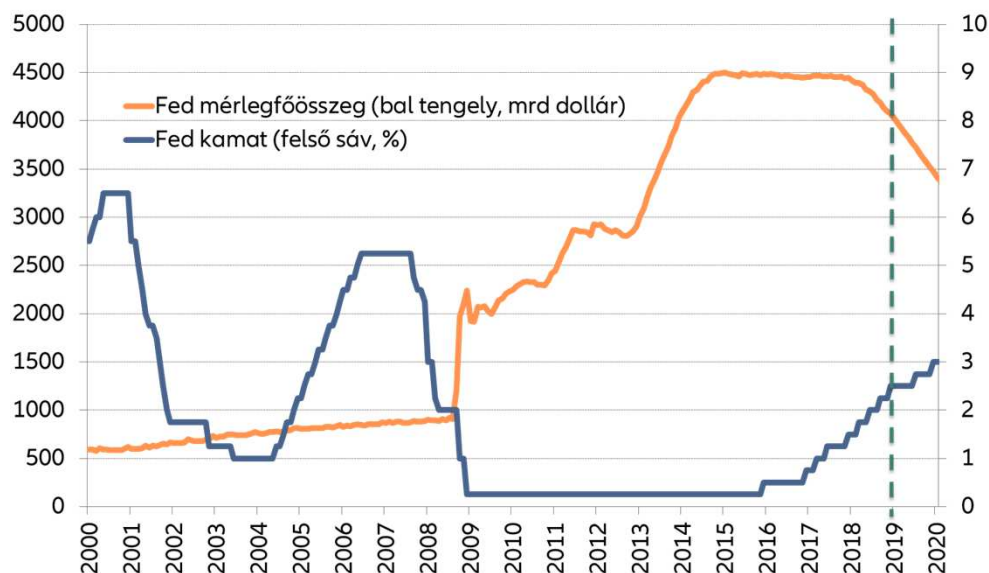
USA infláció





USA – MONETÁRIS POLITIKA

USA monetáris kondíciók



Forrás: Bloomberg, a jövőre vonatkozó adatok saját becslések, egy lehetséges forgatókönyvet mutatnak

- A Fed 2017 őszi határozott meg egy ütemezést a mérleg fokozatos leépítésére, negyedévenként növekvő intenzitással. Ez a meghirdetett „menetrend” szerint zajlott. Októbertől érte el legnagyobb értékét az a havi összeg, amennyit a Fed nem vásárol meg a lejáró értékpapírok helyére. Ez összesen 50 milliárd dollár havonta, 30 milliárd állampapír és 20 milliárd jelzálogkötvény. Korábban lehetett azt olvasni, hogy a Fed nem tervezi a mérleget a válságot megelőző szintre vagy az alá csökkenteni, mivel azonban a válság előtti állományoktól még távol vagyunk, az eszközvásárlás ütemének csökkenésének bejelentése nem várható a közeljövőben (ezt a decemberi nyilatkozatok meg is erősítették).

Vagyonkezelői beszámoló | Allianz Alapkezelő Zrt. |

© Copyright Allianz 2019. január 11.

- A Fed Nyílt Piaci Bizottsága 12.18-12.19-én tartotta 2018 utolsó ülését, ahol a piaci szereplők többségének várakozása szerint újabb 25 bázispontos kamatemelésről határoztak. Ezzel összesen 1 százalékponttal növelve a 2018-as szigorítás mértékét.
- A decemberi üléshez kapcsolódó döntéshozói előrejelzéseknél a 2019-es GDP-re vonatkozó 2,5%-os érték 2,3%-ra csökkent, míg 2020-ra változatlanul 2%-os gazdasági növekedéssel számolnak az FOMC tagok. A PCE maginflációra vonatkozó előrejelzések egytized százalékkal, 2,0%-os értékre csökkentek a 2019-2020-2021 évekre.
- A 2019 végére vonatkozó Fed funds előrejelzés is kéttized százalékponttal lejjebb került (a döntéshozók előrejelzésének mediánjáról beszélünk mindig), ami alapján a döntéshozók erre az évre már három helyett csak két 25 bázispontos kamatemeléssel számolnak.
- A kapcsolódó sajtótájékoztató is megerősítette, hogy innentől kezdve a döntések még kevésbé egy előre kijelölt pályán haladnak majd, hanem adatfüggők lesznek.
- Azóta, 2019 legelején feltehetőleg többek közt az elmúlt időszak heves részvénypiaci mozgásaira reagálva a Fed elnöke többször is arról beszélt, hogy visszafogott inflációs adatok mellett türelmesek lesznek a kamatemelések kapcsán.



USA KERESKEDELEMPOLITIKA, OLAJÁRAK

- A kereskedelmi háború továbbra is fontos téma a tőkepiacokon. A nagy jegybankok (Fed, EKB) is inkább kívárnak a hosszabb távú hatások megítélésével. A tőzsdeindexek 2018-as esésének egy jelentős részét feltehetőleg a kereskedelmi háborús félelmek számlájára írhatjuk.
 - Kínával jelenleg is folynak a tárgyalások, az USA elnöke bizakodónak mutatkozik a megállapodást illetően. (Idei előzmény: Kína felé a korábbi 34 majd 16 milliárdos termékkör után egy újabb 200 milliárdos állományra vetett ki az USA megemelt vámot.)
 - Európával is folynak párhuzamosan a tárgyalások, Magyarország szempontjából is fontos, hogy mi lesz az autótámogatások sorsa.
-
- Az olajár idén eléggé hektikus volt és a kötvénypiacokat is erősen befolyásolta az inflációs várakozásokon keresztül. Miután az USA kilépett az iráni atomalkuból szankciót vezetett be többek között Irán olajkivitelére és nyomást gyakorolt a többi országra is, hogy hasonló lépéseket tegyen. Ez újabb lökést adott az olajárak 2016 óta tartó emelkedő trendjének. Az utolsó negyedévben ugyanakkor jelentős fordulat látszott, és év végéig kb. 40%-os áresést figyelhettünk meg. Az okok közt megemlíthetjük, hogy az USA elnézőbb lett végül az iráni olajat vásárlókkal szemben, és Szaud-Arábia valamint az USA kitermelése csúcsközel volt. Az OPEC év végén kitermelés-csökkentésről határozott, és januárban még ennél nagyobb vágásról is szó esett. Ez megállíthatja a további esést.

Az USA, kínai és német részvénypiacok relatív teljesítménye



Olajár (WTI, dollár/hordó)

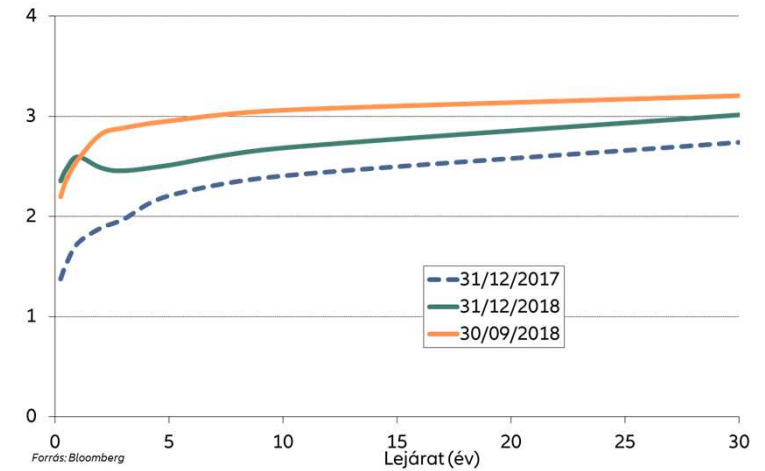




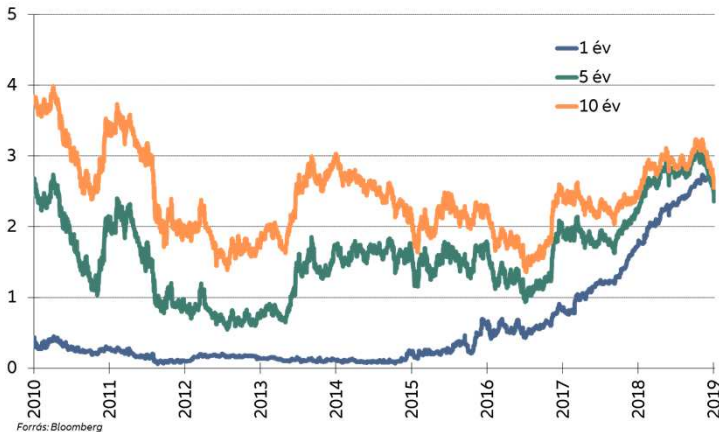
USA ÁLLAMPAPÍRPIAC

- A kamatemelés és a mérleglépítés továbbra is a hosszú amerikai államkötvények hozamának emelkedése felé hat, ugyanakkor a kereskedelmi háborúk és a már hosszan tartó gazdasági válságtól mentes időszak miatt feléledő lassulástól való félelmek, valamint az eső részvénypiacok a további kamatemelések valószínűségét lényegesen csökkentették. E mellett az USA állampapírok menekülő eszközként is funkcionálnak. Ezek okozhatták az USA államkötvény-hozamok jelentős év végi esését.
- A gazdasági recesszió megbízható előrejelzőjének tekintett inverz hozamgörbe még nem jelent meg, de előző évhez képest jelentősen ellaposodott a hozamok lejárat szerkezete 2018-ban.

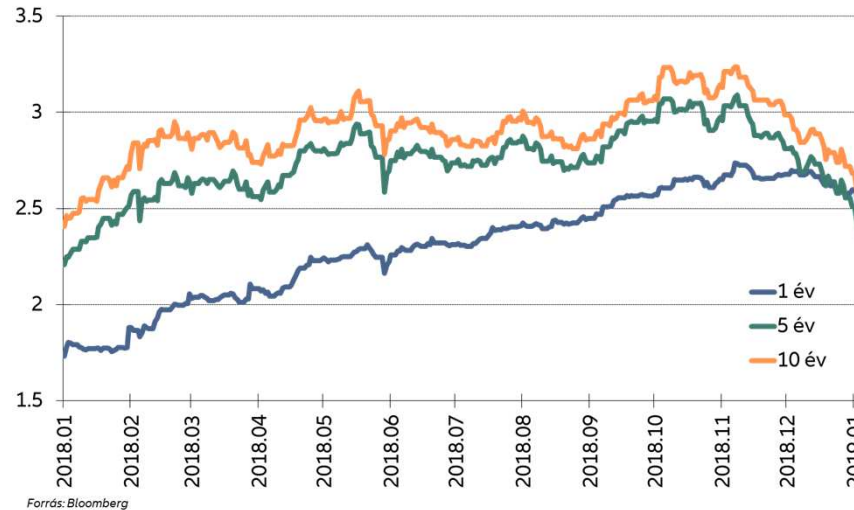
Hozamgörbe



Állampapír hozammozgások



Állampapírpiac 2018-ban

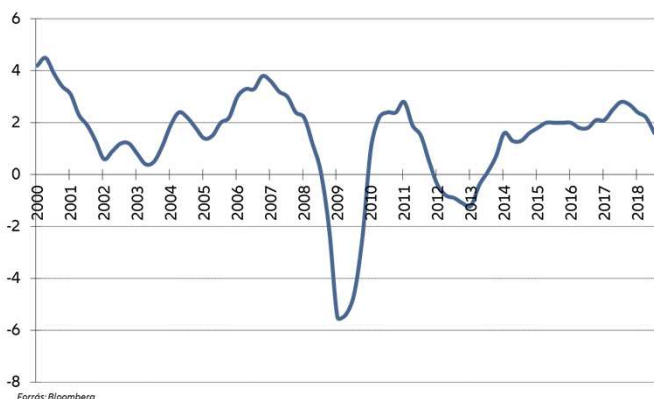




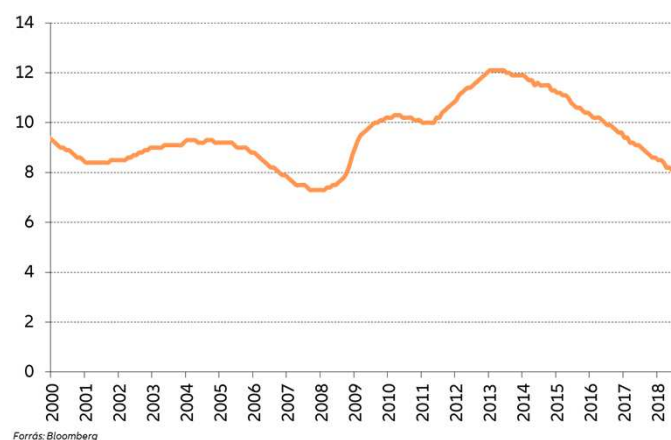
EURÓZÓNÁS GAZDASÁGI ADATOK

- Az Eurózá az USA gazdaságához képest továbbra is visszafogottabb növekedést mutat. A GDP bővülése a 3. negyedév alapján évi 1,6% lett, azaz tovább csökkent az év folyamán. A 4. negyedévben megjelent ipari termelési adatok a várakozásoknál valamivel jobb lettek, a novemberi kiskereskedelmi adat is valamivel erősebb volt a Bloomberg által felmért elemzői becslések mediánjánál, de összességében inkább enyhe gazdasági lassulás kezd körvonalazódni.
- A munkanélküliségi ráta lassú mérséklődése jellemezte az évet, bár az utolsó hónapok már inkább stagnálást mutattak. A régiós különbségek persze továbbra is nagyok, Németországban az év eleji 5,5%-ról 5%-ra csökkent a munkanélküliségi ráta, míg Olaszországban például hasonló mértékű csökkenés ellenére továbbra is 10% feletti értéket mérnek.
- Az infláció már 2016-ban elrugaszkodott a nulla közeli szintekről, és bár 2018-ban többször is közöltek valamivel 2% feletti értéket, év végére – jórészt a meredeken csökkenő olajárak hatására – már csak 1,6% lett az adat. A maginfláció az év folyamán 1% körül ingadozott.
- Tehát a gazdasági növekedés pozitív ugyan, de a dinamikája nem meggyőző, az infláció pedig év végén az EKB céljától lefelé mozdult. Önmagában ezek az EKB első kamatemelésére vonatkozó piaci várakozásokat időben kifelé tolják.

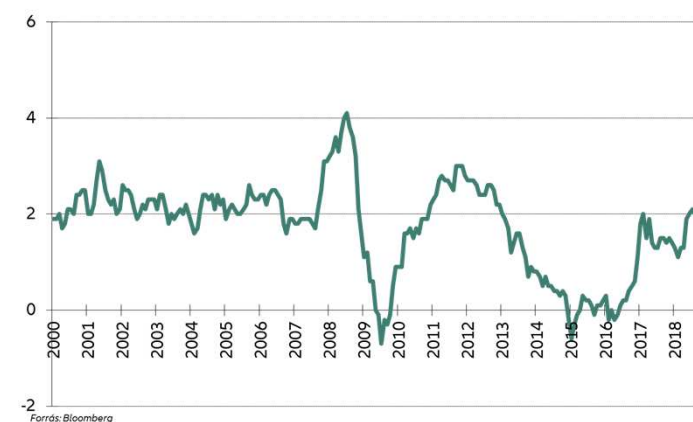
Eurózá reál GDP növekedés



Eurózá munkanélküliségi ráta



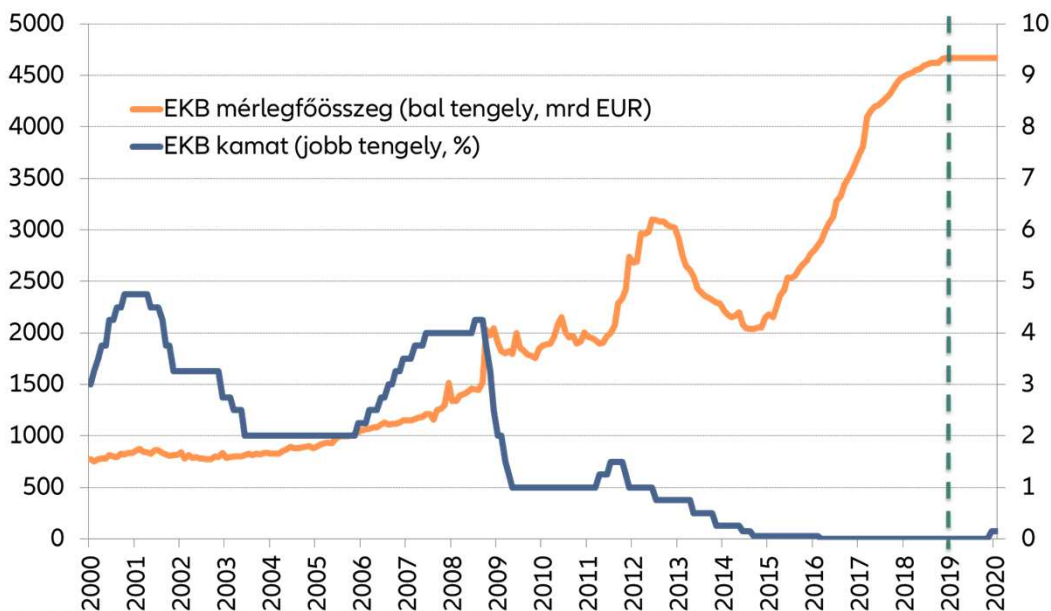
Eurózá infláció





EKB – MONETÁRIS POLITIKA

EKB monetáris kondíciók



Forrás: Bloomberg, a jövőre vonatkozó adatok saját becslések, egy lehetséges forgatókönyvet mutatnak

- Az Európai Központi Bank Kormányzótanácsa legutóbb 12.13-án tartott kamatdöntő ülést. Itt az előzetes várakozásoknak megfelelően ismét változatlanok maradtak a kamatkondíciók.
- Az eszközvásárlás kapcsán az EKB tartotta magát a júniusi ülésen elhatározott ütemtervhez, miszerint 2018.09.30-ig 30 milliárd euró, majd az utolsó negyedévben 15 milliárd euró volt a kötvényvásárlások havi összege, és év végével a programot leállították. Mivel a bejövő adatok alapján a piaci szereplők gyakorlatilag biztosra vehették a program decemberi kifutását, az érdeklődés középpontjában a már meglévő eszközök újrabefektetése, illetve az első kamatemelés időzítése állt.
- Az első kamatemelés időpontjával kapcsolatban a decemberi ülés nem hozott újdonságot, és gyakorlatilag megismételte a még szintén júniusban adott iránymutatást, miszerint a jelenlegi alacsony kamatok legalább 2019 nyaráig fennmaradnak (és ameddig az inflációs cél elérése miatt szükséges).

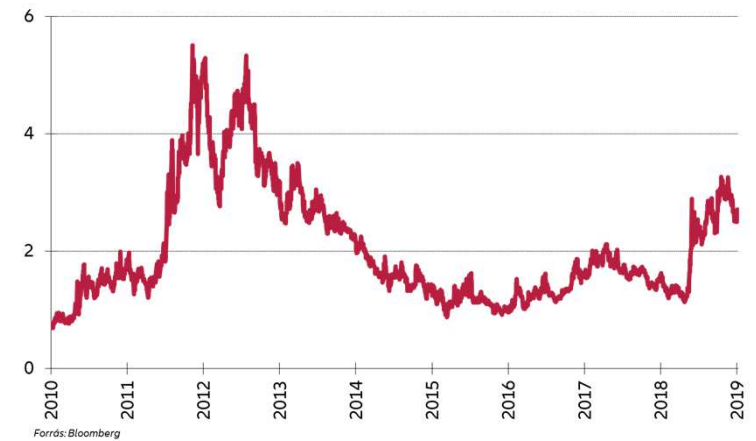
- Az újrabefektetés témájában decemberben annyit tudtunk meg, hogy a lejáratokat az EKB teljes egészében meg kívánja újítani, és ez csak jóval az első kamatemelés után változhat majd. A pontos időpontot még nem érdemes feszegetni, hiszen növekedési és inflációs adatoktól függ, de 2019-re még a fentiek miatt nem kell ezzel számolni.
- Az MNB többször kijelentette, hogy a monetáris politikája fő irányának meghatározásakor az EKB döntéseit kiemelten figyelemmel kíséri. A decemberi kamatdöntő ülésen láthattunk ezzel kapcsolatban egy kis finomítást, miszerint az MNB is úgy látja (ahogy a piac), hogy az EKB kamatemelése kitolódhat, azonban az elsődleges a hazai monetáris politika szempontjából a magyar inflációs folyamat lesz.



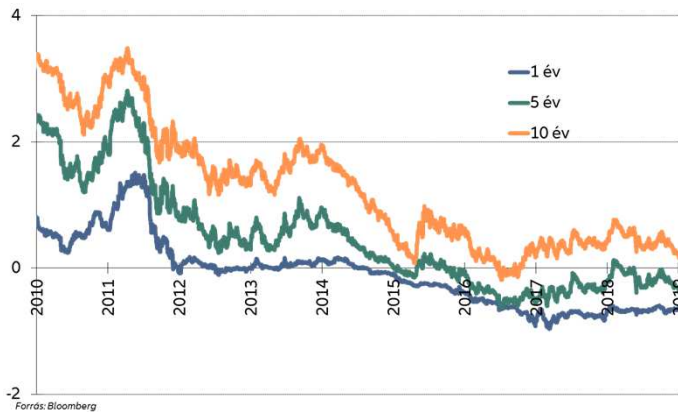
EURÓZÓNÁS ÁLLAMPAPÍRPIAC

- A gazdaság lassulása, az olajár esése nyomán mérséklődő inflációs folyamatok, az eső tőzszeindexek ismét erősítették a német állampapírokat. A 10 éves lejáraton ugyan még nem láttunk negatív szinteket, mint 2016-ban, de a 0,2% körüli év végi hozam már nincs messze ettől. Az EKB eszközvásárlásának leállása ugyanakkor erre a piacra is fog hatni. Az EKB az eszközvásárlásokat az adott ország részesedése alapján végezte (GDP és népességszámmal függ össze), ahol Németországnak a legnagyobb a súlya, miközben a szigorú német költségvetésnek a kibocsátási igénye visszafogott.
- A harmadik negyedév végén az olasz kormány a költségvetési hiány növelését jelentette be, ami a hozamok elszállását és az EU vezetők rosszállását váltotta ki. Elkerülendő az emelkedő kamatkidadásokat és az EU-s szankciókat az olaszok finomítottak költségvetési céljaikon, ami a kötvénypiacokon is erősödést hozott. A tíz éves olasz államkötvény hozama még novemberben is 3,5% felett állt, ami év végéig 2,75 közelébe mérséklődött. A német állampapírokhoz viszonyított spread is érzékelhetően csökkent.

A 10 éves olasz és német államkötvények hozamkülönbsége

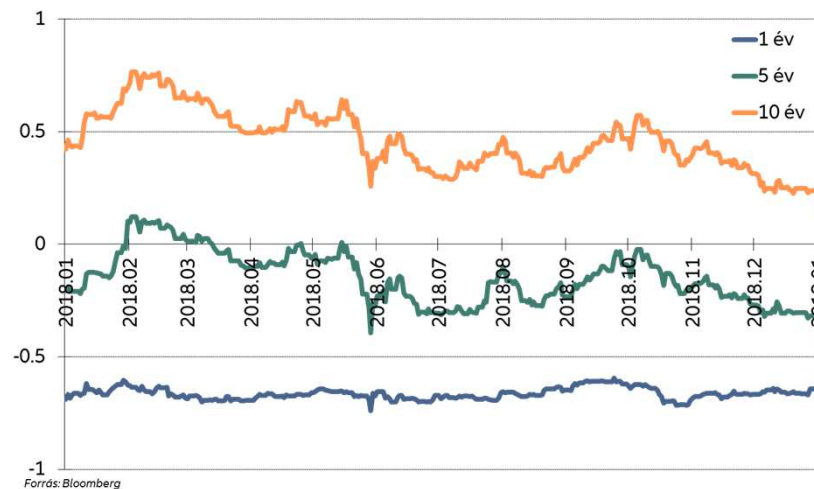


Állampapír hozammozgások (német)



Vagyonkezelői beszámoló | Allianz Alapkezelő Zrt. |
© Copyright Allianz 2019. január 11.

Állampapír hozammozgások 2018-ban (német)





EGYÉB PIACOK, KOCKÁZATOK

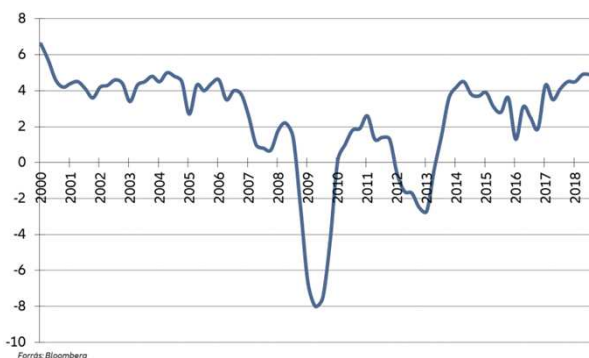
- Japánban 2018-ban kezdett kimutathatóvá válni az infláció, a hónapok felében 1% feletti értéket láttunk. Az novemberi évesített adaton azonban meglátszott már az olajár, 0,8% lett (előző hónapban 1,4%). A harmadik negyedéves GDP adat az előzetes adatoknál nagyobb visszaesést mutatott, -0,6% lett az előző negyedévhez képest. Ez közel akkora visszaesés, mint a második negyedéves emelkedés volt. A monetáris politika a negyedik negyedévben nagy újdonságot nem hozott, még az előző negyedévben volt egy kisebb finomhangolás: a 10 éves japán államkötvény hozamára a megcélzott 0%-os szinthez képest immár +/-0,2 százalékpont a toleranciasáv, azaz 0,2%-os szintig engedte fel a Bank of Japan a hozamot, ami egy enyhe szigorításnak felel meg. A piaci hozamszint akkor ennek megfelelően enyhén felfelé mozdult el, de a gazdasági visszaesés és az olajárak hatására év végén ismét 0% közelébe került.
- A cseh jegybank novemberben ismét 25 bázispontos kamatemelésről döntött, így már 1,75% az alapkamat. A 2012 végén 0,05%-ig visszavágott kamatot először 2017 nyarán emelték meg.
- Decemberben a svéd jegybank 25 bázisponttal megemelte a 2016 áprilisa óta rekord alacsony -0,5%-os alapkamatot.
- A török jegybank szeptemberben 17,75%-ról 24%-ra emelte az egy hetes repo kamatlábat, ami év elején még 8%-os szinten volt. A szeptemberi inflációs adat közel 25%-os éves pénzromlást mutatott, ahonnan 20% körüli szintre csökkent az infláció. A török líra is erősödött év végéig. A munkanélküliség, ipari termelés, gazdasági növekedés azonban még romlani látszik, így nem kizárt, hogy 2019-ben is lesz még fókuszban Törökország.
- Argentína is elszálló inflációval küzd, a jegybank itt is drasztikus lépésre kényszerült, szeptember végén már 60% volt az alapkamat, ami október elején már napi szinten emelkedett és hamar meg is közelítette a 75%-ot. Innen fordulatot láttunk és decemberben már ismét 60% alatti 7 napos kamatszint volt az irányadó. Itt is megismételhetjük a Törökországnál elmondottakat: az árfolyam stabilizálódott, de sok makrogazdasági adat további romlást mutat, így a kockázatok nem szűntek meg.
- A Brexit kapcsán még mindig nagy a bizonytalanság. Az EU és Nagy Britannia tárgyalásai ugyan lezárultak, de ezt a brit parlamentnek még el kellene fogadnia (tervek szerint januárban). Mivel a feltételeket a képviselők jó része nem tartja túl előnyösnek, a megszavazása eléggé kérdéses. Továbbra is van esély így a megállapodás nélküli kilépésre, illetve a szerződés elutasítása esetén nem lehetetlen új népszavazás kiírására sem. Igaz ugyanakkor, hogy ez utóbbi egyrészt politikailag megkérdőjelezhető döntés lenne, másrészt a közvélemény-kutatások alapján a benmaradásra esetleg szavazók aránya még most sem elsőprő. Kiszivárgott egy negyedik forgatókönyv is, ami a március végi határidő kitolása lenne.



HAZAI GAZDASÁGI ADATOK

- A 2018. harmadik negyedéves GDP adat 4,9%-os éves növekedést mutatott, így feltehetőleg a 2018-as éves adattal sem kell majd szégyenkezni (első negyedéves GDP növekedési adat 4,5%, a második negyedéves 4,9%).
- A munkanélküliségi ráta további lassú csökkenést mutat, 3,6% lett a novemberre vonatkozó adat. A szeptember-novemberi időszakban a foglalkoztatottak átlagos száma 4,494 millió volt, ami 44 ezer fős bővülés az előző év azonos időszakához képest. A 15-64 évesek foglalkoztatási rátája is tovább növekedett, 69,7%-on állt (a decemberi adat 68,7% volt). A bérnövekedés a feszült munkaerőpiacon továbbra is bőven 10% feletti éves szinten (az októberi adat 10,8%). A bértárgyalások eredményeképpen a minimálbér és a garantált bérminimum 2019-ben és 2020-ban egyaránt 8-8%-kal növekszik.
- Az infláció az év első felében nőtt, októberre az éves adat 3,8%-ra ért, azonban az olajár összeszakadásának köszönhetően a novemberi szám már csak 3,1% lett. A Monetáris Tanács decemberi ülése foglalkozott a volatilisává váló inflációs mutató kérdésével, és így az alapfolyamatokat megragadó indexek (köztük leginkább az adószűrt maginfláció) nagyobb hangsúlyt kapnak, de maga az inflációs cél nem változott, az továbbra is a fogyasztói árindex.

Magyar reál GDP növekedése



Vagyonkezelői beszámoló | Allianz Alapkezelő Zrt. |
© Copyright Allianz 2019. január 11.

Hazai munkanélküliségi ráta



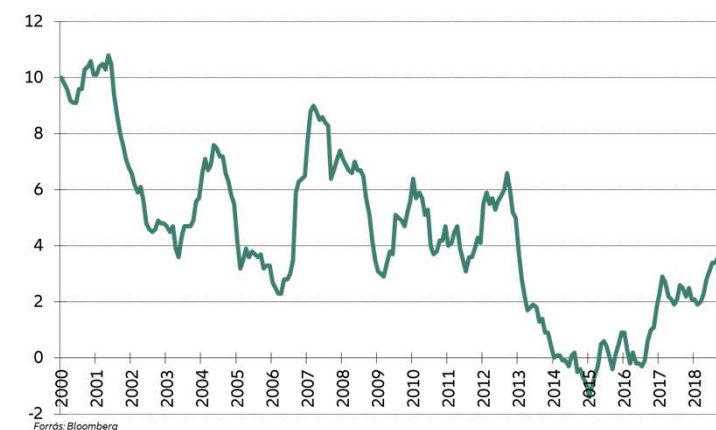
Forrás: Bloomberg

EURHUF árfolyam



Forrás: Bloomberg

Infláció

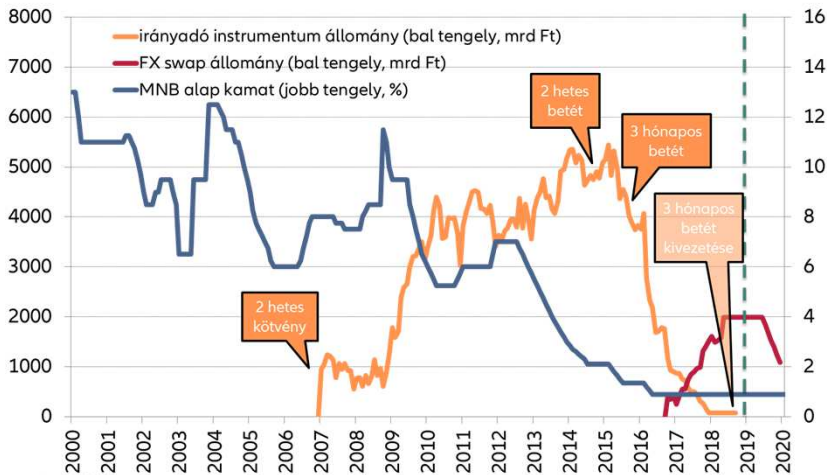


Forrás: Bloomberg



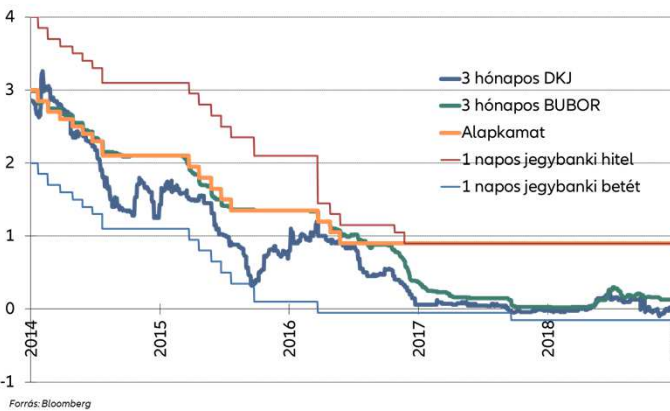
HAZAI MONETÁRIS POLITIKA

Hazai monetáris kondíciók (alapkamat, FX swap állomány)



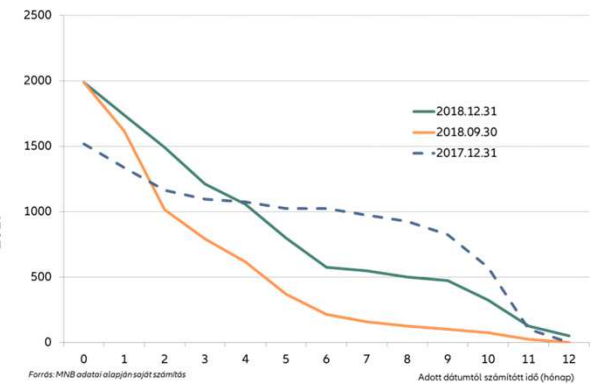
Forrás: Bloomberg, MNB, a jövőre vonatkozó adatok saját becslések, egy lehetséges forgatókönyvet mutatnak

Hazai monetáris kondíciók (kamatok) és rövid hozamok



Forrás: Bloomberg

FX swap állomány lefutása (mrd Ft)



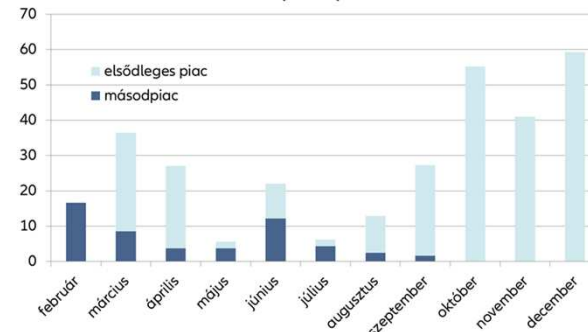
Forrás: MNB adatai alapján saját számítás

Adott dátumtól számított idő (hónap)

- A negyedév folyamán sem változtatott az MNB a kamatkondíciókon (alapkamat, kamatfolyosó). A Bubor szintek továbbra is a kamatfolyosó aljához vannak közelebb.
- A forint likviditást nyújtó FX swap állomány stagnált, kicsivel 2000 milliárd forint alatti szinten maradt. A lejárat szerkezet az utolsó negyedévben kicsit hosszabb irányba tolódott, de az év során összességében rövidült.
- A 2018 elején indított nem konvencionális eszközök (kamatcsere, más néven MIRS tenderek és jelzáloglevél-vásárlások) decemberrel zárultak. A jelzáloglevél-vásárlási program keretében összesen 300 milliárd körüli értékben vett az MNB, a megkötött IRS ügyletek összes névértéke 1015 milliárd volt.

Jelzálogpiaci vásárlások (milliárd forint névérték)

MNB jelzáloglevél-vásárlások (mrd Ft)



Forrás: MNB



HAZAI MONETÁRIS POLITIKA – AZ ESZKÖZTÁR ÁTALAKUL

- A 2018-as év során az igazán jelentős döntések 09.18-én születtek. A fő üzenet az volt, hogy az MNB felkészült a monetáris kondíciók szigorítására, ami most még egyelőre nem időszzerű, de az valószínű, hogy a következő 5-8 negyedévben a jelenlegi laza monetáris kondíciók már nem fenntarthatók. A további lépések az inflációs folyamatoktól függenek elsősorban. Döntés született a hozamgörbe hosszú végén ható nem konvencionális eszközök kivezetéséről. Ennek megfelelően a monetáris politikai célú IRS (MIRS) és a jelzáloglevél-vásárlási programok év végével befejeződtek. A másik aktívan használt, hozamgörbe éven belüli részére ható nem konvencionális eszköz a forint likviditást nyújtó FX swap tender kapcsán kiderült, hogy a most látható időhorizonton az állománya várhatóan nem lesz nulla, és az MNB minden eddigi lejáraton aktív maradhat. Az eddigi irányadó 3 hónapos betéti eszköz kivezetésre került. Ennek állománya már hónapok óta 50 milliárd forintban volt korlátozva, azaz jelentős hatása a pénzügyi kondíciókra amúgy sem volt már. Az irányadó kamatláb ezután a banki kötelező tartalékokra fizetett kamat lesz, ami ugyanúgy 0,9%, mint a 3 hónapos betét kamata volt.
- Az MNB a piaci kamatokra mostantól elsősorban a kamatfolyosón (egynapos betéti és hitelkamat) és az FX swap állományon keresztül kíván hatni. Az FX swappal kiszorítandó likviditást negyedévente, az Inflációs jelentéshez kapcsolódó ülésen határozza meg a Monetáris Tanács. A következő ilyen alkalom márciusban lesz.
- Új, 2019-ben elindított eszköz a KKV hitelezésen belül a fix kamatú hitelek arányát célzó új NHP (NHP fix), aminek pénzügyi gyakorolt hatása az MNB szándéka szerint a hozzá kapcsolódó preferenciális betéttel semlegesül.
- A novemberi magyar infláció a várakozásoknál jobban csökkent, 3,1% lett. Az inflációs alapfolyamatok ugyanakkor még emelkedést mutatnak. A decemberi kamatdöntő ülésen az MNB is kiemelte ezt, szigorúbb is lett a közlemény hangvétele: ez alapján amennyiben a következő hónapokban hasonló marad a tendencia, szigorodhatnak a monetáris kondíciók, annak ellenére, hogy az EKB kamatemelése kitolódhat. Az alapkamat és a kamatfolyosó nem változott, viszont az előző döntéseknek köszönhetően december végével lezárultak a monetáris politikai célú IRS tenderek és az elsődleges piaci (aukciós) jegybanki jelzáloglevél-vételek is. Az FX swapok állománya nem változott az év utolsó negyedévében sem, és a következő negyedévre a kiszorított likviditás változatlansága mellett döntött a Monetáris Tanács.
- Januárban jelent meg a hír, hogy az idén októberben 15%-ról 20%-ra emelt jelzáloghitel-finanszírozás megfelelési mutatót (JMM) 2019-ben 25%-ra emeli tovább az MNB. A mutatót azt szabályozza, hogy a fennálló lakossági jelzáloghitel-állomány mekkora hányadát kell jelzáloglevélből finanszírozni a bankoknak. A 2018 év végi jelentős kibocsátási tevékenység (utolsó negyedévben 300 milliárd forint feletti állomány) során a bankok igyekeztek a lehető legjobban kihasználni az MNB jelzáloglevél-vásárlási programját, így a 20%-os szintnek biztos bőven megfelelnek, ugyanakkor az új hitelezés, valamint az időközben lejáratú jelzáloglevél állomány miatt feltehetőleg lesz jelentős kibocsátás 2019-ben is, így feltehetőleg az intézményi befektetőknek is lehetősége nyílik majd azonos lejáratú állampapír feletti hozamszinten kötvényszerzésre.

MAGYAR INFLÁCIÓS FOLYAMATOK



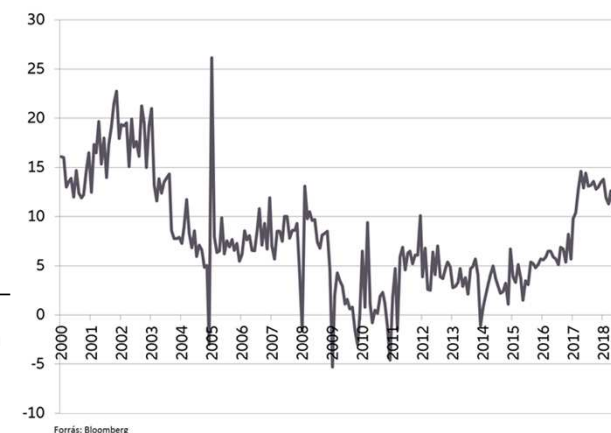
Az MNB monetáris politikájának elsődleges célja az infláció 3%-os céljának elérése és fenntartása. Mivel az infláció az elmúlt években jelentősen a cél alatt tartózkodott, így az MNB nagyobb súlyt fektethetett egyéb szempontokra (pl. reálgazdaság ösztönzése). Ugyanakkor az év nagy részében az infláció egyértelmű emelkedő trendben volt, így a hangsúly nyár elejétől visszahelyeződött az elsődleges célra – ezt az MNB a közleményekben is kiemelte. Így került sor a 2018 év elején bevezetett eszközök kivezetésére, a monetáris keretrendszer átalakítására, illetve annak hangsúlyozására, hogy az MNB felkészült a monetáris kondíciók szigorítására.

A Jegybank a decemberi, visszacsökkenő inflációs számra sem váltott ismét lazító üzemmódba, hanem – a Fed-hez hasonlóan – hangsúlyozta, hogy a szigorítás megkezdése adatfüggő lesz. Amit kiemeltek, hogy a volatilis „headline” adat mellett kiemelten figyelik az adószűrt maginflációt, ami decemberben még további emelkedő tendenciát mutatott.

Alább kicsit kifejtettünk egy infláció emelkedése irányába ható és egy csökkentő tényezőt:

- A bruttó **bérnövekedés** a költségek oldaláról emelheti az inflációt. A társasági adó csökkentése és a munkát terhelő adók mérséklődése ezt eddig ellensúlyozta, viszont ez a hatás kifut, mérséklődik. A gyors bérnövekedés ugyanakkor nem biztos, hogy megáll, hiszen a mostani minimálbér-tárgyalások 8-8%-os emelést hoztak az idei és a következő évre. A jelenlegi piaci környezetben kisebb az esély, hogy az eladók (termelők, szolgáltatók, kereskedők) ne hárítsák át ezt a költségnövekedést a vevőkre (a bérköltség/GDP arány már érezhetően növekedett). Másik csatornán is hat a béremelkedés: növekszik a fogyasztás, ami a termékek keresletnövekedésén keresztül hajthatja fel a fogyasztói árakat.
- Az **olajár** a 2018 év eleji értékről október elejéig emelkedő tendenciát mutatott (nagyságrendileg 35%-ot emelkedett), majd meredeken lecsökkent. Összességében 2018 során nagyjából 20%-kal került lejjebb. Az olajár csökkenése láthatólag közvetlenül bekerül a fogyasztói árakba (személygépjárművek üzemanyaga), másik része kicsit áttételesen, késleltetve a termelési költségek (alapanyag, szállítási költségek) csökkenése révén jelenik meg az inflációban, illetve mivel jól megfogható kiadási tétel a fogyasztáson belül, az inflációs várakozásokat is alakítja, ami szintén egy közvetett hatásnak nevezhető. Itt érdemes még szólni a gyakran emlegetett bázis hatásról, mivel az mindig az egy évvel korábbi olajárhoz képest mért elmozdulás számít, így amennyiben az árak a jelenlegi alacsony szinten stabilizálódnak, akkor az áttételes hatások kifutása után már újabb csökkentő hatása nem lesz, és így az ezzel ellentétes alapfolyamatok (bérnövekedés, fogyasztásnövekedés) ismét előtérbe kerülhetnek.

Bérnövekedés (éves)



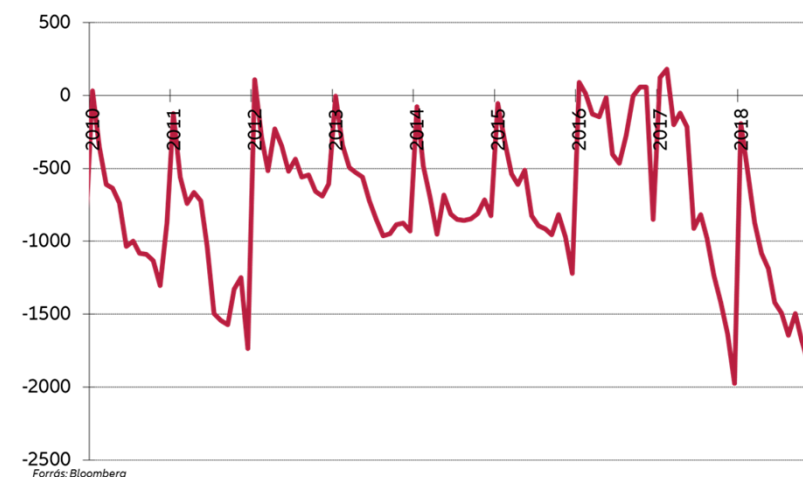
Forrás: Bloomberg



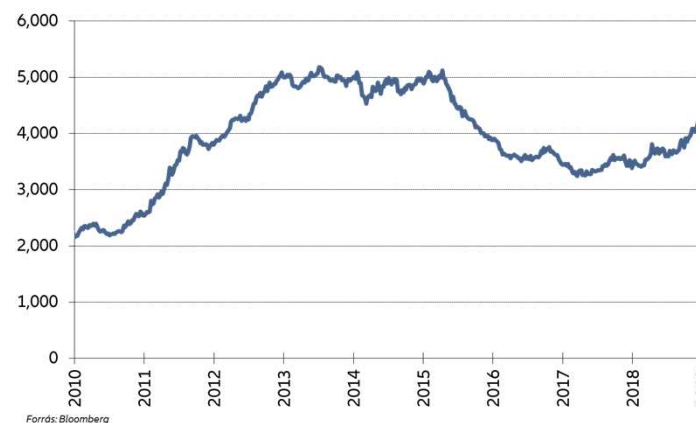
HAZAI ÁLLAMPAPÍR-PIAC

- Az forint állampapírok kínálati oldalát az államháztartás pénzforgalmi egyenlege jelentősen befolyásolja. Az év egészére elmondhatjuk, hogy ez nem alakult túl jól, mivel a kormányzat jelentős összegeket fizetett ki EU-pályázatok megelőlegezésére, míg az EU ezen összegek csak töredékét utalta. A harmadik negyedév végére és év végén érkeztek jelentősebb utalások az Európai Uniótól.
- Az államkötvény-aukciók jellemzően jó kereslet mellett zajlottak, így a nagyobb pénzforgalmi hiány gond nélkül finanszírozható volt. Az ÁKK december végén szokás szerint visszafogta a kibocsátási aktivitást. A 3 hónapos DKJ hozama ismét 0% alá csökkent, sőt -0,15% aukciós átlaghozamot is láthattunk az év végi pénzköltési hajrában.
- A márciusi jen és októberi euró kötvénykibocsátás után decemberben újabb panda kötvény (jüan) sorozattal lépett piacra Magyarország. Az ÁKK kibocsátási terve alapján ugyanakkor 2019-re már nem várhatunk devizás kötvényértékesítést, és ezzel az államadósság devizaaránya 20%-ról 17%-ra csökkenhet. A hangsúly így a lakossági papírok mellett az intézményi államkötvényeken lesz.
- Az első három negyedévben a kedvezőtlen nemzetközi környezet (szigorító jegybankok, emelkedő fejlett piaci hozamok hatására nyomás alá kerülő fejlődő régió, Olaszországgal kapcsolatos félelmek), a magas pénzforgalmi hiány miatti kibocsátási nyomás és az emelkedő infláció hatására magyar hozamok emelkedő tendenciát mutattak, ami az év utolsó hónapjaiban fordult meg. A 10 éves benchmark hozam az október közepi évi maximális értékéről közel egy százalékpontot esett év végéig. A hozamgörbe így sokat laposodott az utolsó negyedévben. Az év eleji történelmi mélyponttól így is gyengébben fejeződött be 2018: januárban a 10 éves benchmark hozam rövid ideig 2% alatt is tartózkodott, míg az évet 3,01%-on zártuk.

Államháztartási hiány (pénzforgalmi, kumulált, milliárd forint)



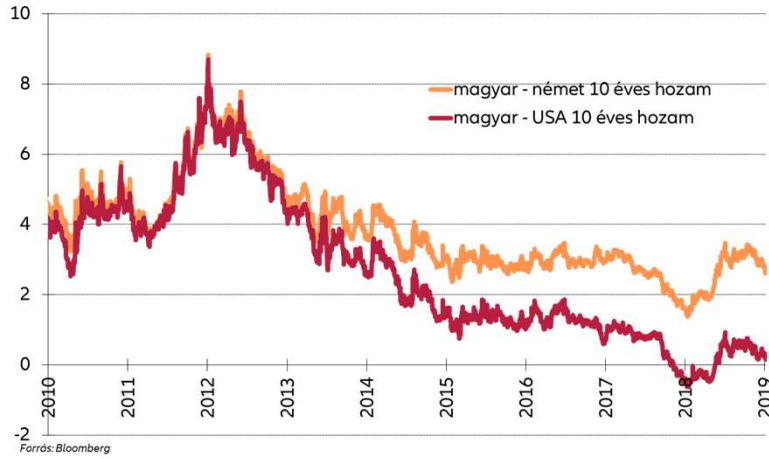
Külföldi állampapír-állomány



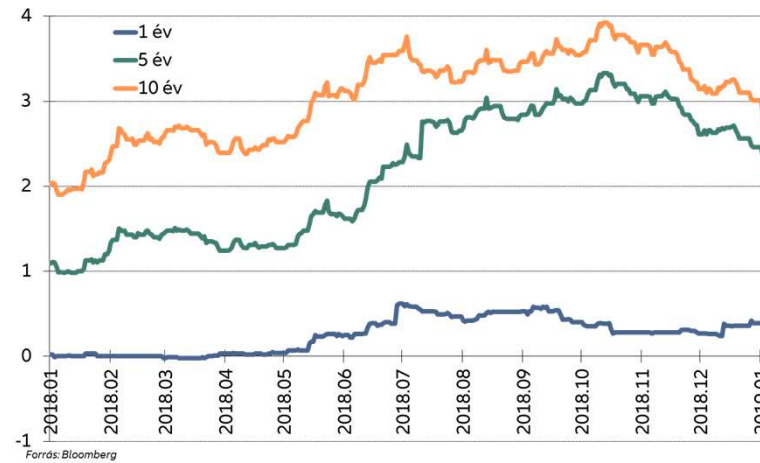


HAZAI ÁLLAMPAPÍRPIAC - GRAFIKONOK

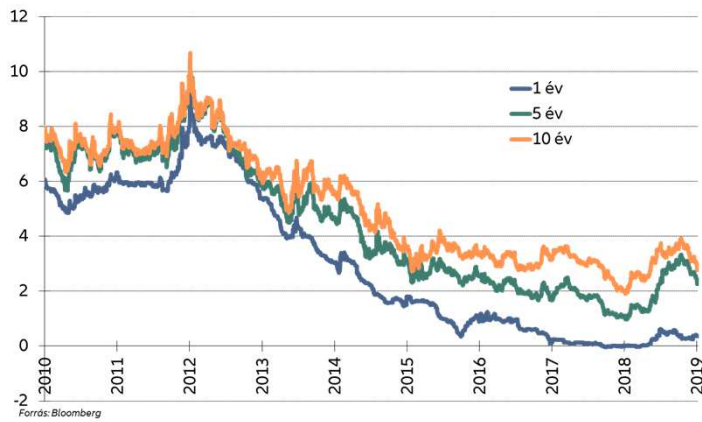
Nemzetközi összehasonlítás



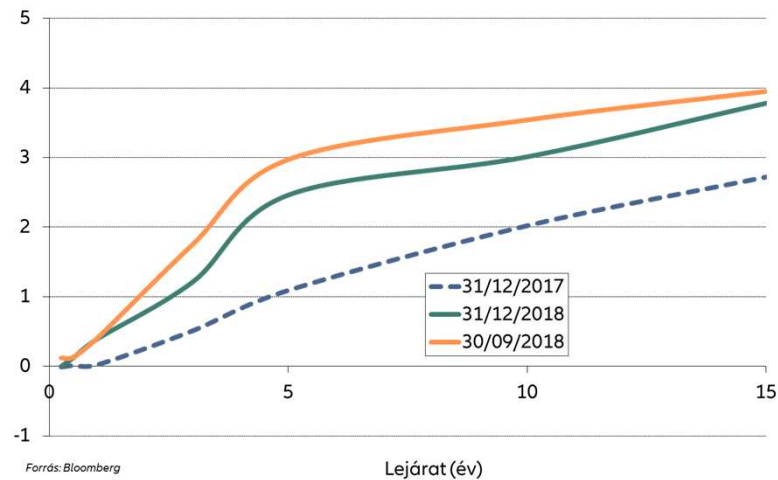
Állampapír hozamok 2018-ban



Állampapír hozammozgások



Hozamgörbe





POZÍCIÓK A NEGYEDÉV SORÁN

Állampapírok, duration súlyok

- Az éven belüli lejáratokon a hosszabb futamidejű papírokat részesítettük előnyben
- Növeltük az éven túli, változó kamatozású államkötvények arányát
- Az 5 évnél hosszabb lejáratokon jellemzően a benchmarkhoz képest magasabb súlyokat tartottunk

Betétek

- Kööttünk le betétet éven belüli lejáratra

„Feláras” kötvények

- Változó kamatozású jelzáloglevelek egy részét változó államilag garantált kötvényre cseréltünk
- Kis tételben lejáráthoz közeli fix jelzáloglevelet cseréltünk hosszabbra

Részvények

- A negyedik negyedévben a fejlett részvényeket az idő nagy részében kisebb alulsúlyon vagy benchmark szinten tartottuk. Hasonlóan jártunk el a globális feltörekvő piaci kitétséggel is.
- A magyar piacon és a többi közép-kelet európai országban a szokásoknak megfelelően kisebb alul/felülsúly pozíciókkal igyekeztünk többelhozamot elérni. A negyedév során zártuk a korábban kiépített OTP és Richter alulsúlyokat illetve leépítettük az enyhe Magyar Telekom felülsúlyt. A román tőzsde körüli bizonytalanság miatt az ottani részvényeket benchmark szint környékén tartottuk. A lengyel és cseh piacokon folyamatosan kerestük a megfelelő belépési pontokat, de az október-december időszakban nem vállaltunk aktív pozíciókat ezeken a piacokon.

RÉSZVÉNYPIACOK

3

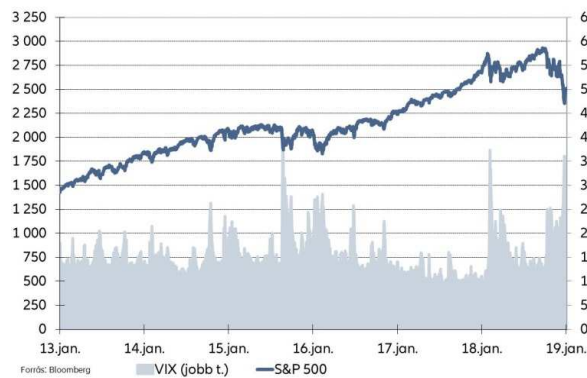


NEMZETKÖZI RÉSZVÉNYPIACOK



2018-at a globális gazdasági ciklus érett fázisába történő lépése mellett, a FED szigorító politikája miatti likviditás szűkülés és az ennek következtében megugró volatilitás jellemezte. Az előző években látott Goldilocks korszakot (alacsony infláció, erős gazdasági növekedés) korszakot jellemző „buy the dip” (eséseket megvevő) magatartás után szelektívebbé váltak a befektetők. A 10 éves amerikai állampapírhozam emelkedésével és a dollár erősödésével párhuzamosan - ahogy ilyenkor az lenni szokott - az egyedi problémákkal (belső és külső egyensúlytalanságok) is küzdő feltörekvő országokat büntették először a befektetők (Törökország, Argentína, Brazília). Ehhez a körhöz csatlakozott a Trump nevével fémjelzett protekcionista kereskedelmi intézkedések (eddig 250 Mrd dolláros vám a kínai árukra, 110 Mrd az amerikai termékekre) áldozataként Kína és a másodkörös hatások kárvallottjaként, valamint saját strukturális problémáitól szenvedő Eurózóna. Ezzel szemben az adóreformmal, infrastrukturális beruházásokkal és erős gazdasági adatokkal megtámogatott amerikai piacok tovább állták a sarat és szeptember végén még újabb historikus csúcsra tudtak emelkedni.

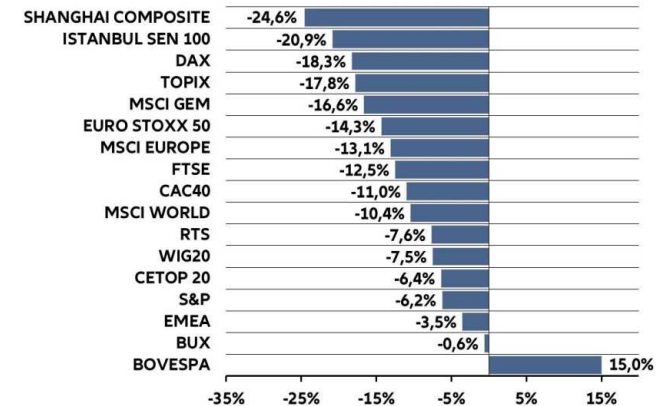
S&P 500 index árfolyama és a VIX index



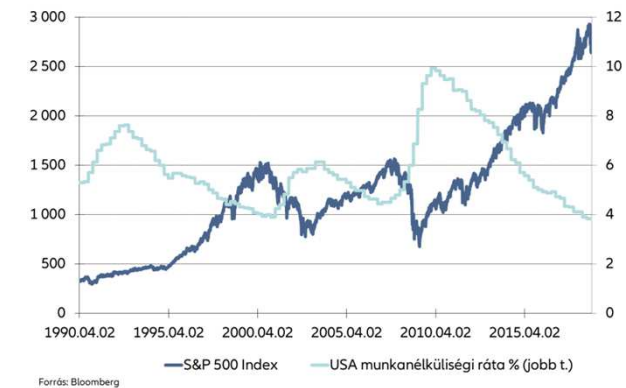
S&P 500 index árfolyama és 12 havi EPS előrejelzés



Részvényindexek teljesítménye 2018-ban



S&P 500 index és a munkanélküliség alakulása



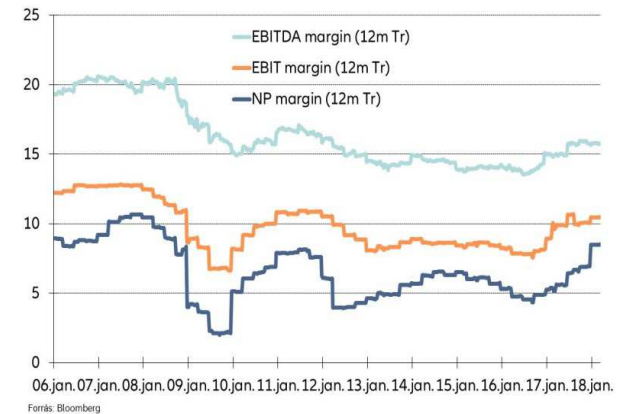
NEMZETKÖZI RÉSZVÉNYPIACOK



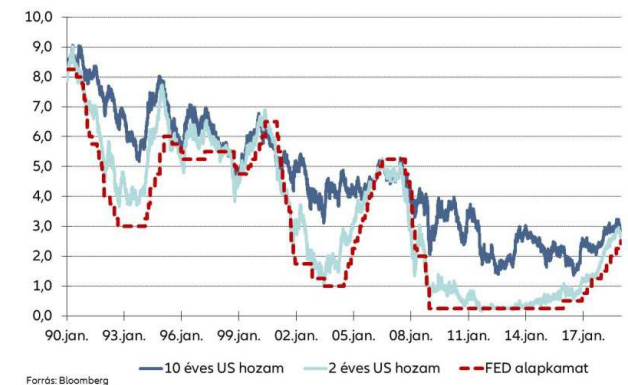
A pozitív hangulat azonban a tengerentúlon sem tudott kitartani, miután felismerték a befektetők, hogy a növekedés jelenlegi dinamikája nem fenntartható. A gazdasági ciklus végének közeledtével a világgazdasági növekedésre vonatkozó várakozások is lassulnak. Az IMF például 2019-re vonatkozó növekedési prognózisát 3,7%-ra mérsékelte a korábbi 3,9%-ról. Az árbevételek visszaesése mellett a működési költségek is emelkedhetnek a magas kapacitáskihasználtság (pl. munkaerő) és a magas alapanyagárak (kivétel az olaj) következtében, miközben a FED kamatemelései a finanszírozást drágítják. Emiatt a vállalati marzsok is erodálódhatnak, ráadásul közben az adóreform hatásai is beépülnek a bázisba. Ezt a pesszimista scenáriót a piacok heves árfolyamreakciói mellett a pesszimista menedzsment előrejelzések is alátámasztják. Hiába tudtak Q3-ban a S&P 500 cégei az EPS várakozásokhoz képest még 6,6%-os pozitív meglepetést mutatni (év/év alapon 26% feletti volt a növekedés), a jövőre vonatkozó prognózisok már jóval szolidabbak.

A növekedéssel kapcsolatos aggályok ellenére a FED decemberben tovább szigorított, 2,5%-ra emelve ezzel az alapkamatot, miközben a mérlegfőösszeg csökkentése elérte a havi 50 Mrd dollárt. A piaci turbulenciák ellenére jövőre továbbra is terveznek két szigorítást, miközben a piac már inkább kamatvágást áraz. Mindeközben a Trump körüli politikai kavalkád (folyamatos személyi változások a kabinetben, kétes orosz kapcsolatok, időközi választás, Powell és a FED kritizálása, részleges kormányzati leállás, stb.) és a hozamgörbe laposodása (2-10 éves hozamkülönbség csökkenése) sem javította a hangulatot. Meg is látszott mindez a részvények teljesítményén. Q4-ben 14%-ot zuhant az S&P 500, ezzel a teljes évet 6,2%-os mínuszban zárta. Beszédes, hogy mikulás-rali helyett 9,2%-ot esett az index decemberben, utoljára 1931-ben volt ennél gyengébb az utolsó havi teljesítmény. A szeptember végéig a növekedés motorját jelentő, növekedési kilátásoknak jelentősen kitett „FAANG” (Facebook, Amazon, Apple, Netflix, Google) technológiai részvények már alulteljesítőek voltak Q4-ben.

S&P 500 index vállalati marzsok alakulása



Fed alapkamat, 2 és 10 éves US hozam alakulása



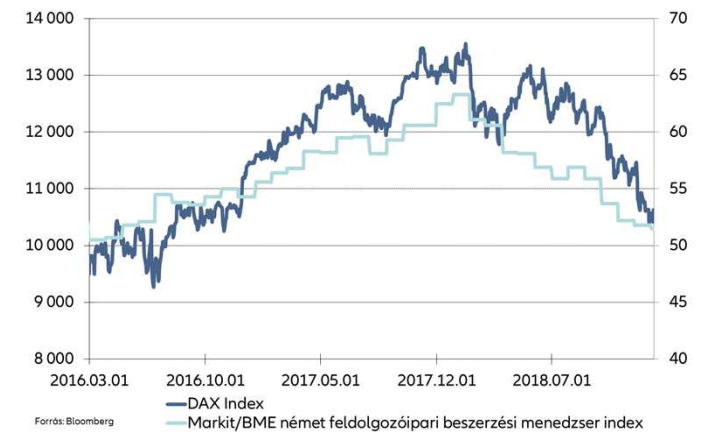
NEMZETKÖZI RÉSZVÉNYPIACOK



Európában már nem sikerült újra elérni a január végi csúcsoakat az indexeknek az év során. A visszafogott növekedési adatokra (Q3-as GDP 1,6% év/év) és a gyenge várakozásokat tükröző német hangulatindexekre tekintve (ZEW, IFO, feldolgozóipari BMI) indokolt is a pesszimizmus. Annak ellenére, hogy az EKB még mindig jóval támogatóbb politikát folytat, mint a FED (eszközvásárlások 2018 végével futnak ki, kamatemelés 2019 nyaráig nem várható) továbbra is a kockázatok látszanak erősebbnek. A strukturális problémák mellett (északi országok előrébb járnak a gazdasági ciklusban mint a déliek), főként a jelentős külkereskedelmi partner, Kína gazdasági lassulása, az olasz költségvetéssel kapcsolatos problémák (bár a túlzott deficit eljárást egyelőre sikerült elkerülni), a politikai változások (Merkel távozása a CDU éléről, EU parlamenti választások) és a továbbra is fennálló rendezetlen „hard Brexit” lehetősége is jelentős kockázatokat hordoznak. Utóbbi esetében továbbra sem fogadta el a brit kormány a megállapodásra vonatkozó javaslatot, miközben a 2019. március 31-i határidő vészesen közeleg.

A problémákat tetézték a szektorális és vállalat specifikus gondok. Az autógyártók esetében jelentősek a dízel botrány következményei. Jelenleg az új üzemanyag fogyasztási és káros anyag kibocsátási szabványra (WLTP) történő átállás miatti gyárleállások nehezítik az autógyártók életét, hosszú távon pedig a villanyautó gyártásra történő átállás beruházási költségei miatt aggódhatnak. A pénzügyi szektor esetében továbbra is az alacsony kamat- és szigorodó szabályozói környezet jelenti a legfőbb gondot, miközben a Bayer a Monsanto rákkeltő gyomirtó miatt fizetendő 289 millió dolláros büntetést nyögi. Nem csoda hát, hogy az Eurózána részvényeit tömörítő Stoxx 50 index Q4-ben 11,7%-ot esett, miközben a DAX 13,8%-ot. Teljes éves teljesítményük ezzel rendre -14,3 és -18,3%.

DAX index és a német feldolgozóipari BMI



Stoxx 600 index és egyes szektorindexei

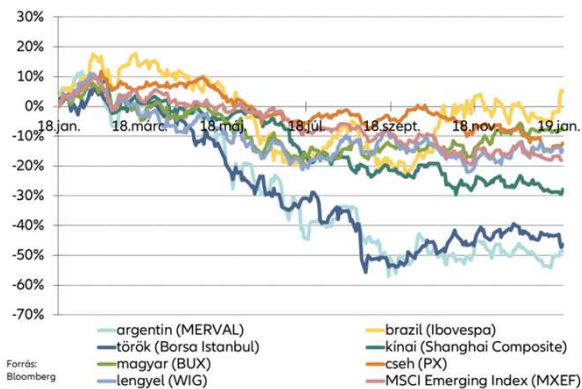




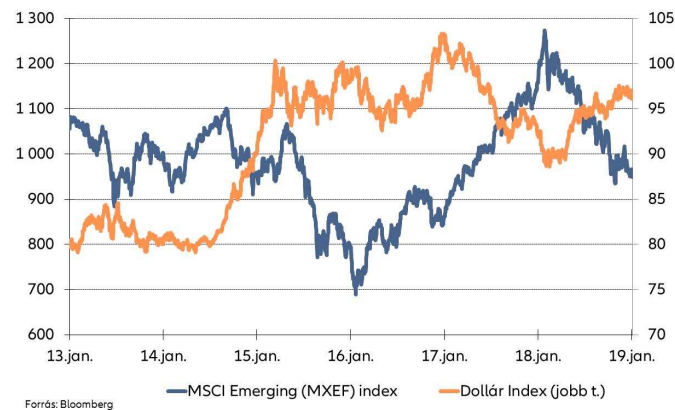
NEMZETKÖZI RÉSZVÉNYPIACOK

Az év során összűz alá kerülő feltörekvő országok piacain némileg csökkent a nyomás az év végéhez közeledve, így Q4-ben már nem láttunk újabb mélypontot a globális feltörekvő indexben. Ez részben a gócpontokat jelentő argentin és török piacokon a válságkezelés érdekében hozott monetáris és fiskális intézkedéseknek (illetve az ezekre vonatkozó ígéreteknek) köszönhető. A fő indok viszont inkább talán az, hogy a negyedik negyedévben tetőzni látszott a dollár erősödése és a piaci konszenzus innen már inkább a gyengülés irányába mutat, valamint az USA hosszú hozamok is jelentősen csökkentek. Eközben még az olajár zuhanása sem tudott újabb pánikot okozni. Ez részben annak is köszönhető, hogy egyre kisebb az energiacégek súlya a feltörekvő indexekben, a szolgáltató (főleg pénzügyi és informatikai) cégek javára. A meghatározó jelentőségű kínai piac esetében továbbra sincs okunk optimizmusra. A válságot megelőző és a válság utáni kilábalás éveire jellemző bőven 10% feletti GDP növekedés az elmúlt években 8%, majd 7% alá zsugorodott. Legutóbb 6,5%-ot mértek és amíg nem történik megegyezés az USA-val a kereskedelmi vitában nincs sok esély javulásra. Ezt a kínai vezetés is felismerte, így 2019-re jönnek a lazító intézkedések (tartalékráta és adó csökkentések, infrastrukturális állami beruházások). Kérdéses azonban ezek fedezete és hatásossága. Kína teljes adóssága már így is meghaladta a GDP 260%-át.

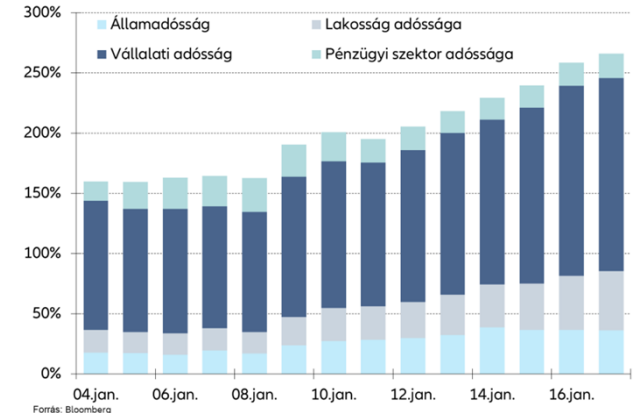
Feltörekvő piaci indexek teljesítménye dollárban



MSCI Emerging index és a dollár index



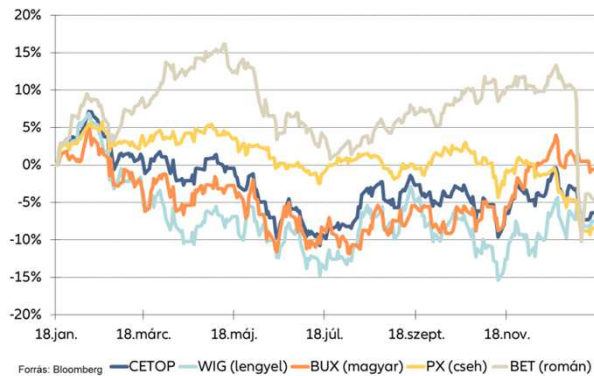
Kína GDP arányos adósságának alakulása



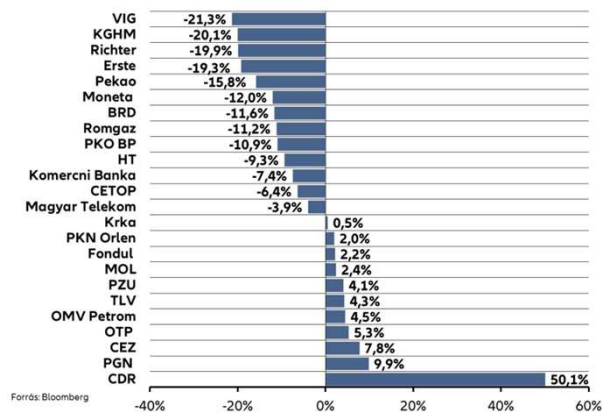
RÉGIÓS RÉSZVÉNYPIACOK



Régiós indexek idei teljesítménye



CETOP részvények teljesítménye 2018-ban



A régiós részvénypiacok felülteljesítőnek bizonyultak, ám nominális értelemben itt sem jöttek össze pozitív hozamok éves szinten. Az erősebb fundamentumoknak és kisebb külső sérülékenységnek köszönhetően valamivel kedvezőbben tudták átvészelni az év első felében jelentkező feltörekvő piaci sokkokat is, mint globális feltörekvő társaik. A CETOP index Q4-ben 3,5%-ot esett, idei teljesítménye ezzel -6,4%. A tengerentúlhoz hasonlóan azonban itt is közeledünk a gazdasági ciklus végéhez, a jegybankok is kezdik behúzni a féket. A román és a cseh jegybank már a szigorítás útjára lépett, amihez vélhetően a magyar és a lengyel is csatlakozik 2019-ben.

Az egyes régiós piacok teljesítményeit tekintve szembeötlő a román részvénypiac év végi vesszőfutása. Ennek oka, hogy a román kormány az elszálló költségvetési hiány megfékezésére az év utolsó napjaiban átfogó (részben szektoriális különadókkal operáló) csomagot jelentett be. Ennek első olvasata szerint jelentős teher nehezedne a Romániában működő bankokra, energiaipari cégekre és telekom szolgáltatókra. A tervzet szerint a bankok eszközállományuk 0,3%-át fizetnék be az államkasszába. Az energiaipari és telekom cégek az árbevételük 3%-át kitevő különadó mellett várhatóan még a rezsicsökkentéssel és az extra magas frekvenciadíjakkal is meg kell birkózzanak a jövőben.

A lengyel piac az utolsó negyedévben a bankbotránytól volt hangos. A pénzügyi felügyelet (KNF) vezetőjét megvádolták, hogy „védelmi pénz” ellenében felajánlotta két helyi banknak (Getin Noble, Idea Bank) a támogatását. A hírre mindkét bankot megrohanták a betétesek és a teljes lengyel bankszektort elkezdtek adni a befektetők. Félő volt, hogy ha kártalanításra kerülne sor kifogyna a helyi garanciaalap a pénzből. A jegybank végül beavatkozott és csökkentette a devizahitelek miatti magas tartalékképzési követelményt, így némileg csillapodtak a kedélyek.

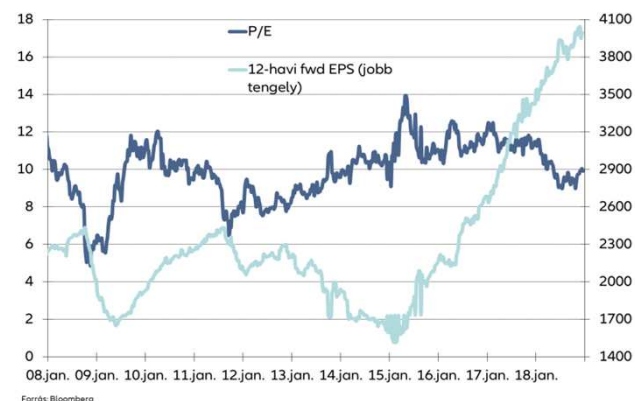
HAZAI RÉSZVÉNYPIAC

A BUX index még a régiós társakat is felülteljesítette. Az 5,3%-os Q4-es emelkedést követően -0,6% lett a teljes évi teljesítmény. Az előretékintő 12 havi EPS várakozások a globális trendnek megfelelően az év végéhez közeledve azonban már nálunk is mérséklődtek. Az elmúlt 3 év átlagos P/E alapú értékeltéséhez képest számolt 10% feletti diszkont pont ezért nem feltétlenül jelent most kedvező beszállási lehetőséget, hiszen az eredményvárakozások növekedési dinamikájának visszaesése tartósan alacsonyabb P/E rátákat indukálhat.

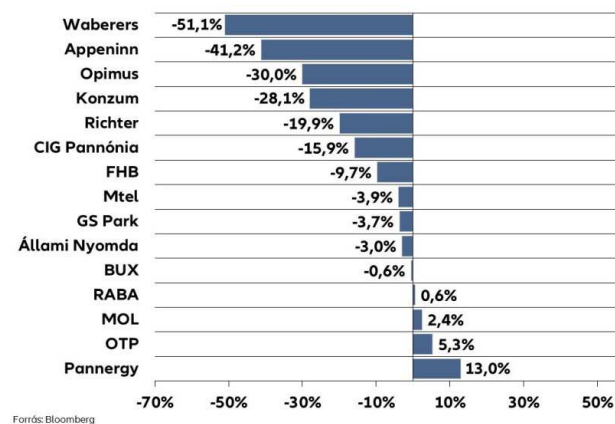
Q3-ban rekord profitról (85,4 Mrd) számolt be az OTP. Az első három negyedév eredménye ezzel 241 Mrd forint, így meglehet a Csányi Sándor által várt éves 1 Mrd euró. A bankcsoport Bulgária után Szerbiában terjeszkedik. Az orosz-ukrán konfliktus még gondot jelenthet, hiszen a profit 12%-a származik ezekről a piacokról. A MOL Q3-as tisztított EBITDA-ja (197,4 milliárd Ft) 5%-kal haladta meg az elemzői várakozásokat. A menedzsment várakozása továbbra is 2,4 Mrd dollár a teljes évre vonatkozóan. Az olajárak utolsó negyedéves mélyrepülése, a finomítói marzsok javulásával katalizátorként hathat. Meglehetősen gyengére sikerült a Richter Q3-as jelentése. Főként az Esmya miatti bevételecsökkenés és a gyenge rubel jelentett nyomást. Az árfolyam Q4-ben már emelkedni tudott, amit az átváltható kötvények visszavásárlása és a saját részvény vásárlások miatti keresletnövekedés is támogathatott. Az MTEL nagyot emelkedett az utolsó negyedévben. A cég felvásárlásával kapcsolatos pletykák mellett ezt a Digi piacra lépését nehezítő körülmények (GVH vizsgálat, különadó és extra drága frekvenciadíjak Romániában) is hajtották. Nyomás alatt van továbbra is a Waberers. Bár az olajár esésével némileg javulhatott az iparági környezet, negatívum, hogy az EU szigorítaná a kiküldetésen lévő kamionsofőrökre vonatkozó szabályokat.



BUX index EPS várakozás és P/E



Főbb magyar részvények teljesítménye 2018



HITELVISZONYT MEGTESTESÍTŐ
ÉRTÉKPAPÍROK MINŐSÍTÉSE

4





ALACSONY MINŐSÍTÉSŰ HITELVISZONYT MEGTESTESÍTŐ ÉRTÉKPAPÍROK PORTFÓLIÓNKÉNT 2018.12.31-ÉN

| Alacsony minősítésű hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok 2018.12.31-én | | | |
|---|------------------------|----------|---------------|
| Portfólió | Értékpapír megnevezése | Névérték | Minősítés oka |
| | | | |
| | | | |
| | | | |
| | | | |
| | | | |
| | | | |

Nincs ilyen papír jelenleg.

UTÓLAGOS
KÖLTSÉGTÁJÉKOZTATÓ

5





KÖLTSÉGEK 2018 Q4

| Allianz Önkéntes Nyugdíjpénztár Kiegyensúlyozott portfolió - 2018 Q4 | | | |
|---|--|--|---------------------|
| Közlendő költségtételek | | Értékek összegben (Portfólió alapdevizanemben) | Értékek százalékban |
| A befektetési szolgáltatás nyújtásával kapcsolatos egyszeri költségek | Brókeri jutalék egyszeri | 0 | 0,00% |
| | Egyéb tranzakciós, letétkezelői, felügyeleti díjak egyszeri | 0 | 0,00% |
| | Kötvények, FX-ek implicit díja egyszeri | 0 | 0,00% |
| A befektetési szolgáltatás nyújtásával kapcsolatos folyamatos költségek | Portfóliókezelési díj | 301 709 451 | 0,19% |
| A befektetési szolgáltatás nyújtása során kezdeményezett tranzakciókkal kapcsolatos | Brókeri jutalék | 3 951 608 | 0,00% |
| | Egyéb tranzakciós, letétkezelői, felügyeleti díjak | 10 413 273 | 0,01% |
| | Kötvények, FX-ek implicit díja | -5 239 420 | 0,00% |
| A kiegészítő szolgáltatásokkal kapcsolatos költségek | A fenti költségek között nem szereplő, kiegészítő szolgáltatásokkal kapcsolatos költségek és díjak | Letétkezeléssel összefüggő egyéb díjak | n.a. |
| Eseti költségek | | 0 | 0,00% |

Költségek hozamra gyakorolt hatása:

- A portfóliókezelési díjat nem tartalmazza a portfóliókezelői bruttó hozam, így a portfólió tényleges hozama a táblázat szerinti értékkel kisebb lesz.
- A tranzakciókkal kapcsolatos költségek közül a brókeri jutalék illetve a kötvények, FX-ek implicit díjait a portfóliókezelői bruttó hozam már tartalmazza.
- A tranzakciókkal kapcsolatos egyéb tranzakciós, letétkezelői, felügyeleti díjakat a portfóliókezelői bruttó hozam nem tartalmazza, így a portfólió tényleges hozama a táblázat szerinti értékkel kisebb lesz.



KÖLTSÉGEK 2018 Q4

| Allianz Önkéntes Nyugdíjpénztár Klasszikus portfólió - 2018 Q4 | | | |
|---|--|--|---------------------|
| Közlendő költségtételek | | Értékek összegben (Portfólió alapdevizanemben) | Értékek százalékban |
| A befektetési szolgáltatás nyújtásával kapcsolatos egyszeri költségek | Brókeri jutalék egyszeri | 0 | 0,00% |
| | Egyéb tranzakciós, letétkezelői, felügyeleti díjak egyszeri | 0 | 0,00% |
| | Kötvények, FX-ek implicit díja egyszeri | 0 | 0,00% |
| A befektetési szolgáltatás nyújtásával kapcsolatos folyamatos költségek | Portfóliókezelési díj | 10 731 687 | 0,15% |
| A befektetési szolgáltatás nyújtása során kezdeményezett tranzakciókkal kapcsolatos | Brókeri jutalék | 0 | 0,00% |
| | Egyéb tranzakciós, letétkezelői, felügyeleti díjak | 394 475 | 0,01% |
| | Kötvények, FX-ek implicit díja | -25 858 | 0,00% |
| A kiegészítő szolgáltatásokkal kapcsolatos költségek | A fenti költségek között nem szereplő, kiegészítő szolgáltatásokkal kapcsolatos költségek és díjak | Letétkezeléssel összefüggő egyéb díjak | n.a. |
| Eseti költségek | | 0 | 0,00% |

Költségek hozamra gyakorolt hatása:

- A portfóliókezelési díjat nem tartalmazza a portfóliókezelői bruttó hozam, így a portfólió tényleges hozama a táblázat szerinti értékkel kisebb lesz.
- A tranzakciókkal kapcsolatos költségek közül a brókeri jutalék illetve a kötvények, FX-ek implicit díjait a portfóliókezelői bruttó hozam már tartalmazza.
- A tranzakciókkal kapcsolatos egyéb tranzakciós, letétkezelői, felügyeleti díjakat a portfóliókezelői bruttó hozam nem tartalmazza, így a portfólió tényleges hozama a táblázat szerinti értékkel kisebb lesz.



KÖLTSÉGEK 2018 Q4

| Allianz Önkéntes Nyugdíjpénztár Kockázatvállaló portfólió - 2018 Q4 | | | |
|---|--|--|---------------------|
| Közlendő költségtételek | | Értékek összegben (Portfólió alapdevizanemben) | Értékek százalékban |
| A befektetési szolgáltatás nyújtásával kapcsolatos egyszeri költségek | Brókeri jutalék egyszeri | 0 | 0,00% |
| | Egyéb tranzakciós, letétkezelői, felügyeleti díjak egyszeri | 0 | 0,00% |
| | Kötvények, FX-ek implicit díja egyszeri | 0 | 0,00% |
| A befektetési szolgáltatás nyújtásával kapcsolatos folyamatos költségek | Portfóliókezelési díj | 9 108 214 | 0,19% |
| A befektetési szolgáltatás nyújtása során kezdeményezett tranzakciókkal kapcsolatos | Brókeri jutalék | 263 351 | 0,01% |
| | Egyéb tranzakciós, letétkezelői, felügyeleti díjak | 639 924 | 0,01% |
| | Kötvények, FX-ek implicit díja | 65 740 | 0,00% |
| A kiegészítő szolgáltatásokkal kapcsolatos költségek | A fenti költségek között nem szereplő, kiegészítő szolgáltatásokkal kapcsolatos költségek és díjak | Letétkezeléssel összefüggő egyéb díjak | n.a. |
| Eseti költségek | | 0 | 0,00% |

Költségek hozamra gyakorolt hatása:

- A portfóliókezelési díjat nem tartalmazza a portfóliókezelői bruttó hozam, így a portfólió tényleges hozama a táblázat szerinti értékkel kisebb lesz.
- A tranzakciókkal kapcsolatos költségek közül a brókeri jutalék illetve a kötvények, FX-ek implicit díjait a portfóliókezelői bruttó hozam már tartalmazza.
- A tranzakciókkal kapcsolatos egyéb tranzakciós, letétkezelői, felügyeleti díjakat a portfóliókezelői bruttó hozam nem tartalmazza, így a portfólió tényleges hozama a táblázat szerinti értékkel kisebb lesz.



KÖLTSÉGEK 2018 Q4

| Allianz Önkéntes Nyugdíjpénztár Likvid - 2018 Q4 | | | |
|---|---|--|---------------------|
| Közlendő költségtételek | | Értékek összegben (Portfólió alapdevizanemben) | Értékek százalékban |
| A befektetési szolgáltatás nyújtásával kapcsolatos egyszeri költségek | Brókeri jutalék egyszeri | 0 | 0,00% |
| | Egyéb tranzakciós, letétkezelői, felügyeleti díjak egyszeri | 0 | 0,00% |
| | Kötvények, FX-ek implicit díja egyszeri | 0 | 0,00% |
| A befektetési szolgáltatás nyújtásával kapcsolatos folyamatos költségek | Portfóliókezelési díj | 494 103 | 0,15% |
| A befektetési szolgáltatás nyújtása során kezdeményezett tranzakciókkal kapcsolatos | Brókeri jutalék | 0 | 0,00% |
| | Egyéb tranzakciós, letétkezelői, felügyeleti díjak | 12 263 | 0,00% |
| | Kötvények, FX-ek implicit díja | 41 416 | 0,01% |
| A kiegészítő szolgáltatásokkal kapcsolatos költségek | A fenti költségek között nem szereplő, kiegészítő szolgáltatásokkal kapcsolatos költségek és díjak | Letétkezeléssel összefüggő egyéb díjak | n.a. |
| Eseti költségek | | 0 | 0,00% |

Költségek hozamra gyakorolt hatása:

- A portfóliókezelési díjat nem tartalmazza a portfóliókezelői bruttó hozam, így a portfólió tényleges hozama a táblázat szerinti értékkel kisebb lesz.
- A tranzakciókkal kapcsolatos költségek közül a brókeri jutalék illetve a kötvények, FX-ek implicit díjait a portfóliókezelői bruttó hozam már tartalmazza.
- A tranzakciókkal kapcsolatos egyéb tranzakciós, letétkezelői, felügyeleti díjakat a portfóliókezelői bruttó hozam nem tartalmazza, így a portfólió tényleges hozama a táblázat szerinti értékkel kisebb lesz.



KÖLTSÉGEK 2018 Q4

| Allianz Önkéntes Nyugdíjpénztár Működési - 2018 Q4 | | | |
|---|--|--|---------------------|
| Közlendő költségtételek | | Értékek összegben (Portfólió alapdevizanemben) | Értékek százalékban |
| A befektetési szolgáltatás nyújtásával kapcsolatos egyszeri költségek | Brókeri jutalék egyszeri | 0 | 0,00% |
| | Egyéb tranzakciós, letétkezelői, felügyeleti díjak egyszeri | 0 | 0,00% |
| | Kötvények, FX-ek implicit díja egyszeri | 0 | 0,00% |
| A befektetési szolgáltatás nyújtásával kapcsolatos folyamatos költségek | Portfóliókezelési díj | 3 381 647 | 0,15% |
| A befektetési szolgáltatás nyújtása során kezdeményezett tranzakciókkal kapcsolatos | Brókeri jutalék | 0 | 0,00% |
| | Egyéb tranzakciós, letétkezelői, felügyeleti díjak | 95 227 | 0,00% |
| | Kötvények, FX-ek implicit díja | 178 024 | 0,01% |
| A kiegészítő szolgáltatásokkal kapcsolatos költségek | A fenti költségek között nem szereplő, kiegészítő szolgáltatásokkal kapcsolatos költségek és díjak | Letétkezeléssel összefüggő egyéb díjak | n.a. |
| Eseti költségek | | 0 | 0,00% |

Költségek hozamra gyakorolt hatása:

- A portfóliókezelési díjat nem tartalmazza a portfóliókezelői bruttó hozam, így a portfólió tényleges hozama a táblázat szerinti értékkel kisebb lesz.
- A tranzakciókkal kapcsolatos költségek közül a brókeri jutalék illetve a kötvények, FX-ek implicit díjait a portfóliókezelői bruttó hozam már tartalmazza.
- A tranzakciókkal kapcsolatos egyéb tranzakciós, letétkezelői, felügyeleti díjakat a portfóliókezelői bruttó hozam nem tartalmazza, így a portfólió tényleges hozama a táblázat szerinti értékkel kisebb lesz.



KÖLTSÉGEK 2018 Q4

| Allianz Önkéntes Nyugdíjpenztár Növekedési portfólió - 2018 Q4 | | | |
|--|--|---|----------------------------|
| Közlendő költségtételek | | Értékek összegben (Portfólió alapdevizanemben) | Értékek százalékban |
| A befektetési szolgáltatás nyújtásával kapcsolatos egyszeri költségek | Brókeri jutalék egyszeri | 0 | 0,00% |
| | Egyéb tranzakciós, letétkezelői, felügyeleti díjak egyszeri | 0 | 0,00% |
| | Kötvények, FX-ek implicit díja egyszeri | 0 | 0,00% |
| A befektetési szolgáltatás nyújtásával kapcsolatos folyamatos költségek | Portfóliókezelési díj | 33 148 170 | 0,18% |
| A befektetési szolgáltatás nyújtása során kezdeményezett tranzakciókkal kapcsolatos | Brókeri jutalék | 438 026 | 0,00% |
| | Egyéb tranzakciós, letétkezelői, felügyeleti díjak | 1 439 670 | 0,01% |
| | Kötvények, FX-ek implicit díja | 462 092 | 0,00% |
| A kiegészítő szolgáltatásokkal kapcsolatos költségek | A fenti költségek között nem szereplő, kiegészítő szolgáltatásokkal kapcsolatos költségek és díjak | Letétkezeléssel összefüggő egyéb díjak | n.a. |
| Eseti költségek | | 0 | 0,00% |

Költségek hozamra gyakorolt hatása:

- A portfóliókezelési díjat nem tartalmazza a portfóliókezelői bruttó hozam, így a portfólió tényleges hozama a táblázat szerinti értékkel kisebb lesz.
- A tranzakciókkal kapcsolatos költségek közül a brókeri jutalék illetve a kötvények, FX-ek implicit díjait a portfóliókezelői bruttó hozam már tartalmazza.
- A tranzakciókkal kapcsolatos egyéb tranzakciós, letétkezelői, felügyeleti díjakat a portfóliókezelői bruttó hozam nem tartalmazza, így a portfólió tényleges hozama a táblázat szerinti értékkel kisebb lesz.