

# VAGYONKEZELŐI BESZÁMOLÓ

## ALLIANZ ÖNKÉNTES NYUGDÍJPÉNZTÁR

2019. I. NEGYEDÉV

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

2019.04.11.

**Allianz** 

# TARTALOM

**1**

**BENCHMARK HOZAMOK ÉS TELJESÍTMÉNYEK**

**2**

**MAKROGAZDASÁGI ÖSSZEFOGLALÓ**

**3**

**RÉSZVÉNYPIACOK**

**4**

**HITELVISZONYT MEGTESTESÍTŐ  
ÉRTÉKPAPÍROK MINŐSÍTÉSE**

**5**

**UTÓLAGOS KÖLTSÉGTÁJÉKOZTATÓ**



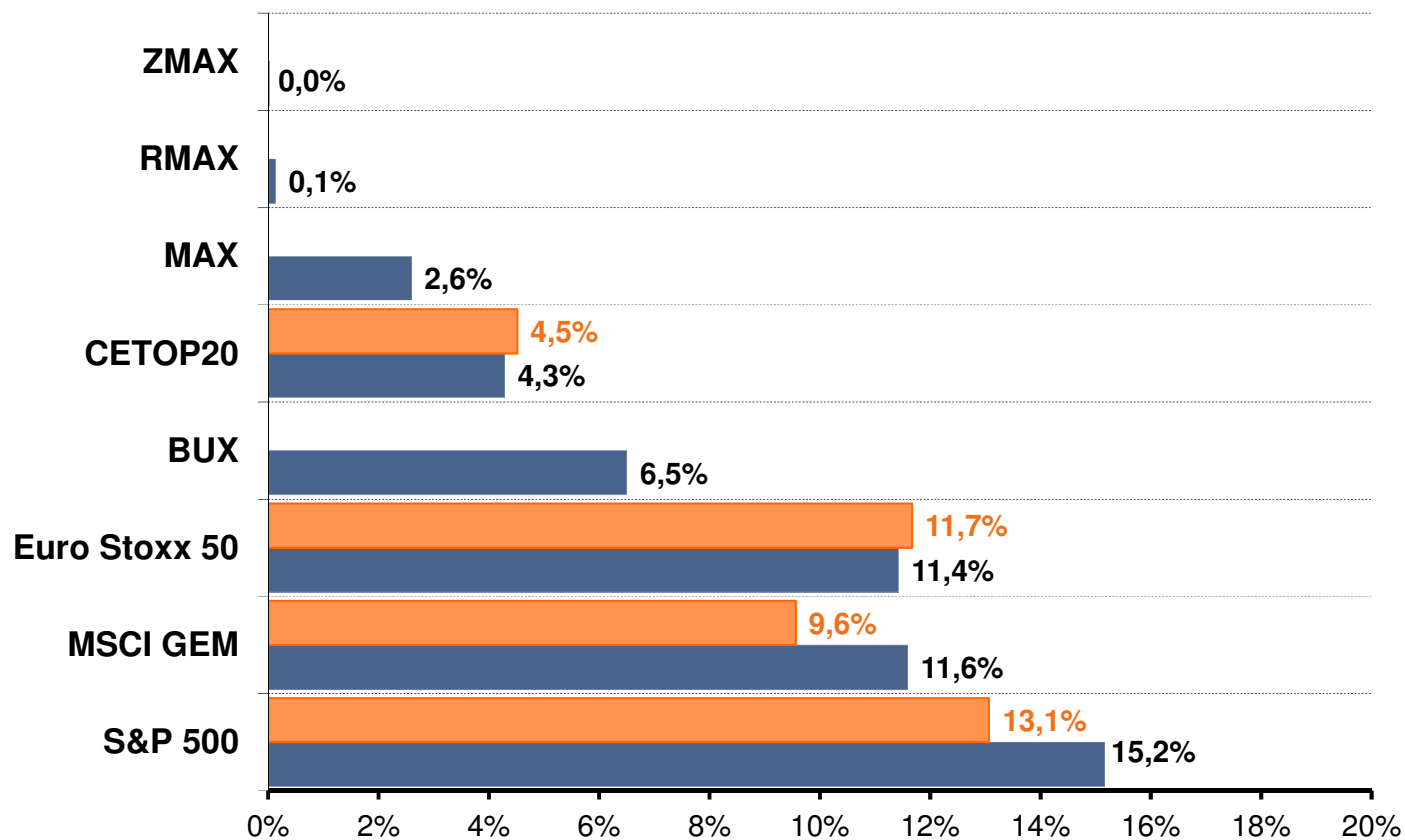
# BENCHMARK HOZAMOK ÉS TELJESÍTMÉNYEK

# 1





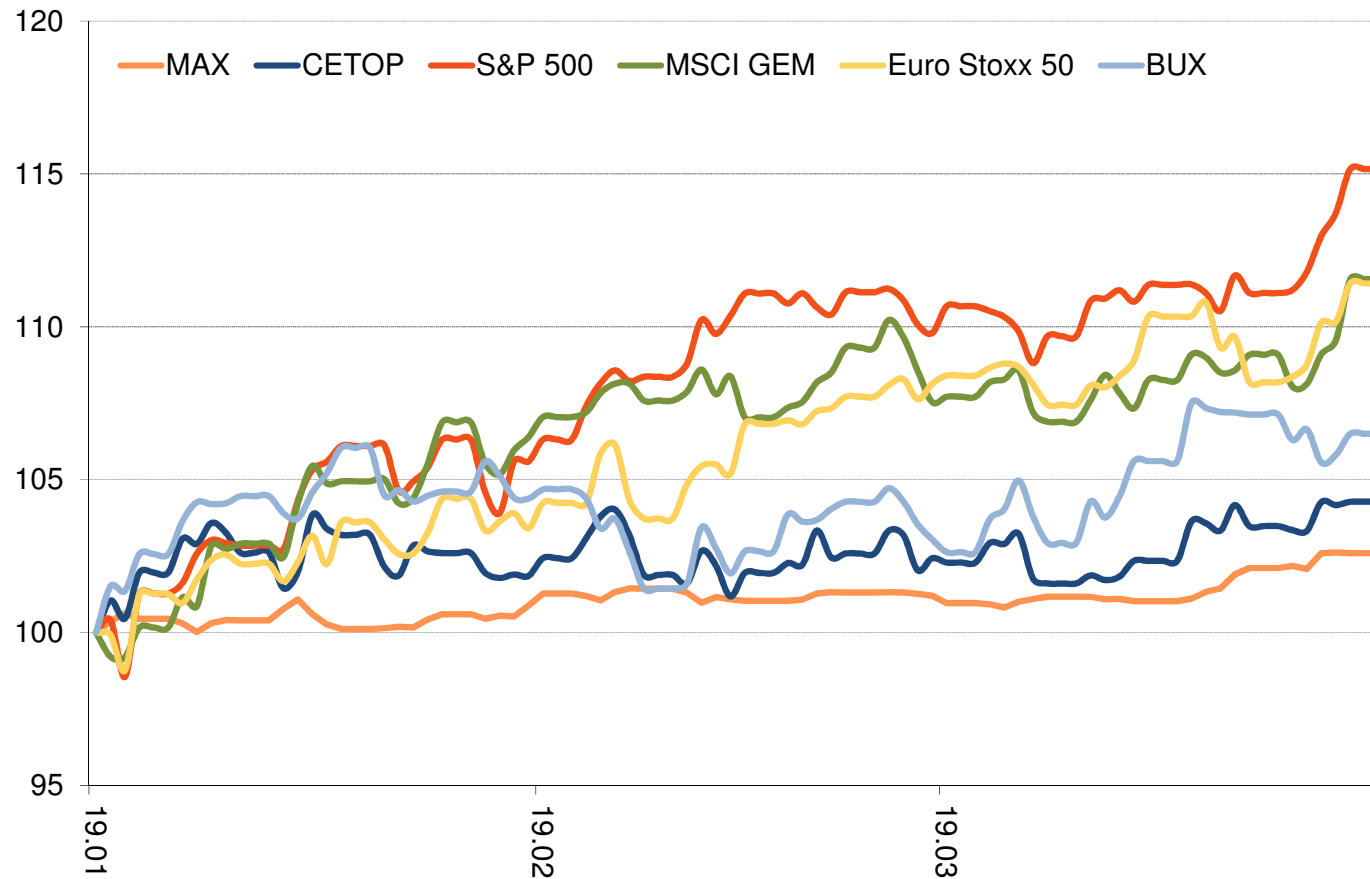
# FŐBB INDEXEK TELJESÍTMÉNYE 2019 Q1 (HUF ÉS SAJÁT DEVIZA)



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő



# FŐBB INDEXEK ALAKULÁSA 2019 YTD



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

MAKROGAZDASÁGI  
ÖSSZEFOGLALÓ

2

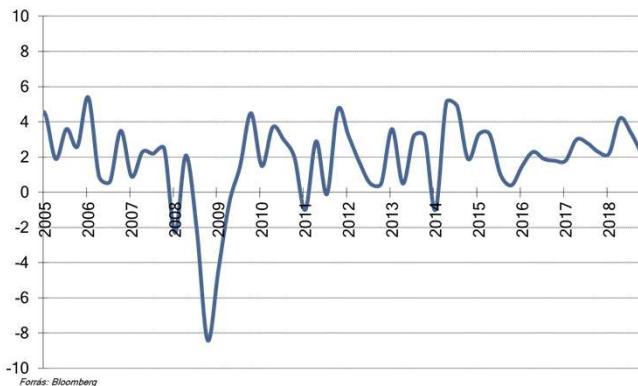




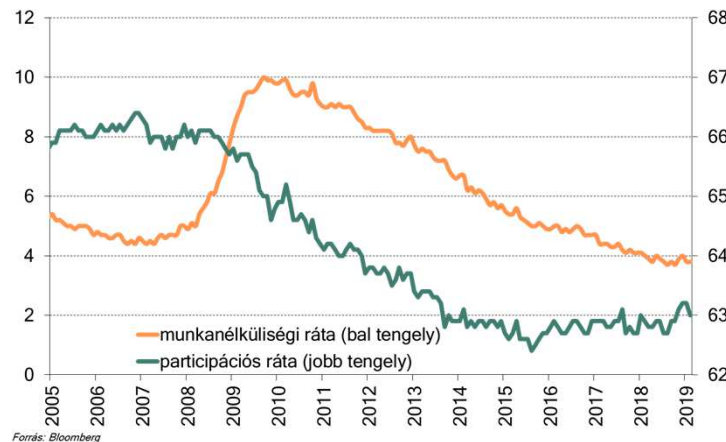
# USA GAZDASÁGI ADATOK

- A világ legnagyobb gazdasága növekszik, de azért érzékelhető a lassulás. Az USA GDP a negyedik negyedévben kissé mérsékeltebb növekedést mutatott az előző értékekhez képest. A felülvizsgálat során az adatot kissé lejjebb is húzták, a 2018-as éves növekedési ütem így végül 2,2% lett. A decemberi kiskereskedelmi eladási adatok bő 1,5%-os visszaesést mutattak, és a februári érték is „mínusz nullás” lett. A februári ipari termelés is épphogy csak növekedett.
- A munkanélküliség ráta már körülbelül egy éve 4% körüli, kicsivel inkább az alatti szinten stagnál (márciusra vonatkozólag 3,8%-os értéket regisztráltak), de persze ezek historikusan igen jó szintek. A participációs (foglalkoztatási) ráta márciusban ugyan kissé visszaesett, de az USA területén is kedvezőtlen demográfiai folyamatok ellenére inkább enyhe emelkedő trend látszik. Tehát összességében javult még kissé a foglalkoztatottság. Az átlagos órabérek növekedési üteme márciusban kicsit alacsonyabb lett a vártnál, de így is 3,2%, és már vagy egy fél éve 3% feletti éves növekedést láthatunk, ami mutatja a munkaerőpiac feszségét.
- Az infláció követve a globális trendeket a 2018-as csúcsoktól lefelé ereszkedett, márciusra évi 1,9%-ot regisztráltak. A Fed által még nagyobb figyelemmel kísért magindex (PCE core) évi 1,8% lett januárra (tavaly márciustól lényegében ezen a szinten stagnált, és az utolsó adat alapján talán most lefelé fordul).

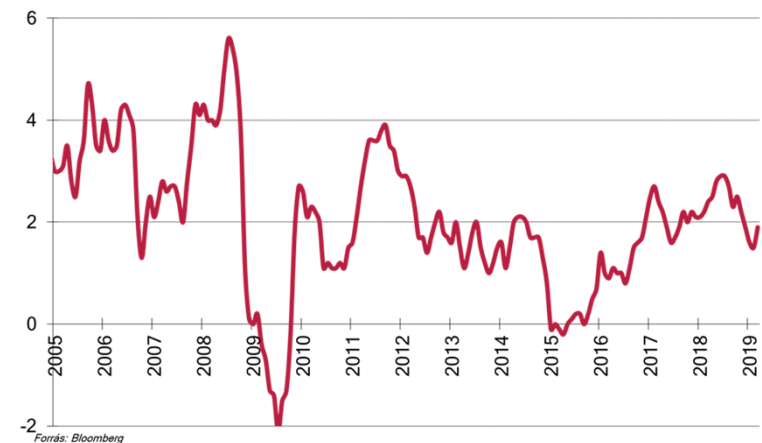
USA reál GDP növekedése



USA munkaerőpiac



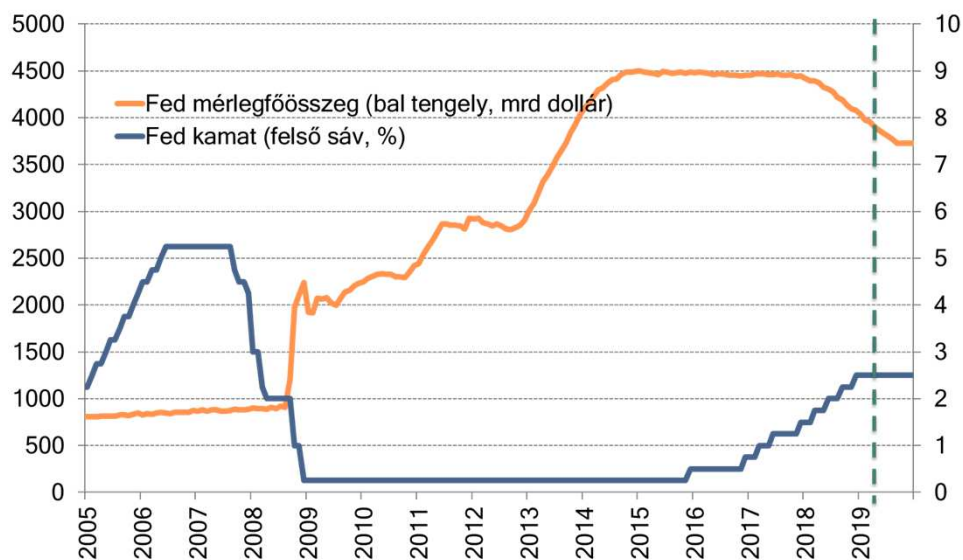
USA infláció





# USA – MONETÁRIS POLITIKA

USA monetáris kondíciók



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

- A Fed Nyílt Piaci Bizottsága 2019. első negyedévében nem emelt a kamatszinteken. A nyilatkozatok szerint a Fed türelmes lesz a következő kamatemeléseket illetően. A korábbi Fed funds előrejelzésekkel ellentétben erre az évre kamatváltozás a jelenlegi makrogazdasági tendenciák (mérsékelt, de pozitív gazdasági növekedés, nem túlzottan visszaeső infláció) mellett nem várható.
  - A márciusi FOMC üléshez kapcsolódó döntéshozói előrejelzéseknél a 2019-es GDP-re vonatkozó korábbi 2,3%-os becslést 2,1%-ra csökkent, és 2020-ra is 0,1 százalékponttal csökkent a szám, 1,9%-os gazdasági növekedéssel számolnak a tagok. A PCE maginflációra vonatkozó előrejelzés 2,0% maradt a 2019-2020-2021 évekre.
  - A 2019 végére vonatkozó Fed funds előrejelzés mediánja is fél százalékponttal lejjebb került decemberhez képest, azaz a döntéshozók erre az évre már nem számolnak kamatemeléssel. 2020-ra megmaradt az egy 25 bázispontos emelés az anyagban (de maga a kamatszint a 2019-es változatlanság miatt fél százalékponttal alacsonyabb a korábban vártnál).
- A Fed 2017 őszen határozott meg egy ütemezést a mérleg fokozatos leépítésére, negyedévenként növekvő intenzitással. Ez eddig 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. Decemberben még Jerome Powell elnök hangsúlyozta, hogy a mérlegleépítés az előre kijelölt pályán halad, és még nem időszzerű ennek felülvizsgálata. A decemberi tőzsdei esés, a rosszabb piaci várakozások és az alacsony inflációs nyomás miatt úgy néz ki változott a kép, és januárban már előkerült mégis a kérdés, és márciusban be is jelentettek egy menetrendet a mérlegszűkítésre vonatkozóan. Ezek szerint májustól az állampapír „nemvásárlás” 30-ról 15 milliárd dollárra csökken, míg októbertől már nem várható további szűkítés (csak átrendezés a két eszköztípuson belül, az állampapírok javára).





# USA BEL- ÉS KERESKEDELEMPOLITIKA

- Január végén lezárult az USA történetében leghosszabb (35 napos) kormányzati leállás. A fő konfliktusforrás a mexikói határra építendő (illetve megerősítendő) fal volt. Az Elnök végül itt erős kompromisszumra kényszerült, de mivel ez az egyik fő választási ígérete volt, ezért más módon csoportosít át forrásokat az építkezésre.
- A márciusban kiadott (egyelőre részleteiben nyilvánosságra nem hozott) Mueller-riport nem tárt fel bizonyítékokat összejátszásra a Trump-kampánystáb és az orosz kormányzat között az elnökválasztás során. A demokraták nem sokkal a bejelentés előtt közölték, hogy mégsem indítanak bizalmatlansági eljárást (impeachment) az Elnök ellen.
- A kereskedelmi háború továbbra is fontos téma a tőkepiacokon. A tőzsdeindexek 2018-as esésének egy jelentős részét feltehetőleg a kereskedelmi háborús félelmek számlájára írhatjuk. Bár 2019 elején a piaci szereplők optimistábbak, a kockázatok nem múltak el.
- Kínával továbbra is folynak a tárgyalások, egyelőre nem növekedett a megemelt importvámmal sújtott kínai árutömeg. Szólnak hírek a szellemi tulajdonnal kapcsolatos előrelépésekről, de a tárgyalások pontos menetrendje nem ismert.
- Európa sem lélegezhet fel: most az Airbus támogatása miatt helyezett kilátásba szigorítást Amerika (nem csak repüléssel kapcsolatos termékekre). A hazánkat is érzékenyen érintő autóvámok tekintetében is csak kivárás látszik egyelőre, a veszély nem múlt el.

Az USA, kínai és német részvénytőzsdék relatív teljesítménye



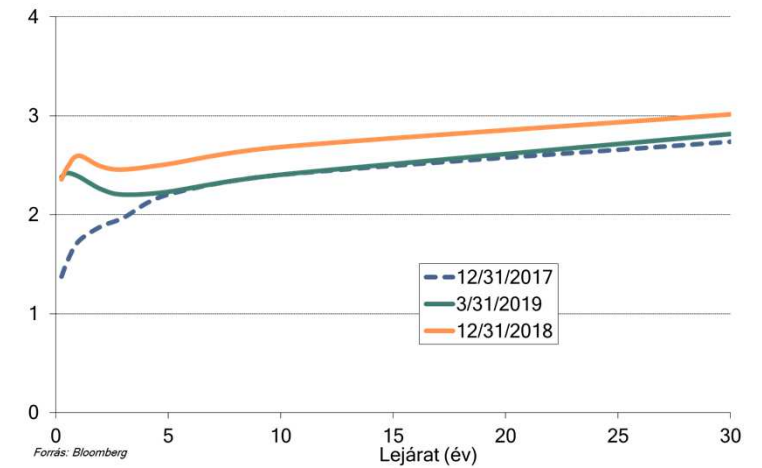
Forrás: Bloomberg



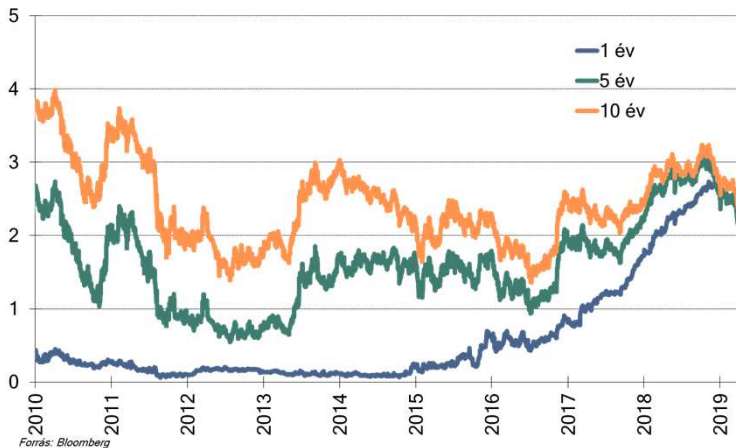
# USA ÁLLAMPAPÍRPIAC

- A decemberi tőzsdei visszaesés, gazdasági lassulástól való félelmek, majd a Fed januári fordulata után a további jelentősebb kamatemelések fokozatosan kiárazódtak, ami a kötvénypiaci hozamok csökkenése irányába hatott. A márciusban bejelentett mérlegleépítési ütemterv ennek további lökést adott, így a 10 éves USA államkötvény hozama március második felében bőven 2,5% alá süllyedt, majd áprilisig korigált valamelyest.
- A gazdasági recesszió előrejelzőjének tekintett inverz hozamgörbe még tartósan és egyértelműen nem jelent meg (10év-3hónap rövid ideig tartózkodott negatív tartományban március végén), de továbbra is lapos a hozamgörbe.

Hozamgörbe

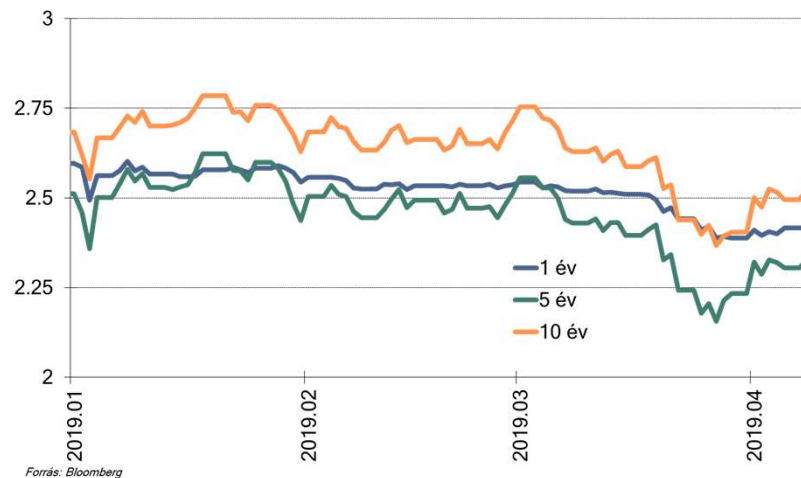


Állampapír hozammozgások



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

Állampapírpiac 2019-ben

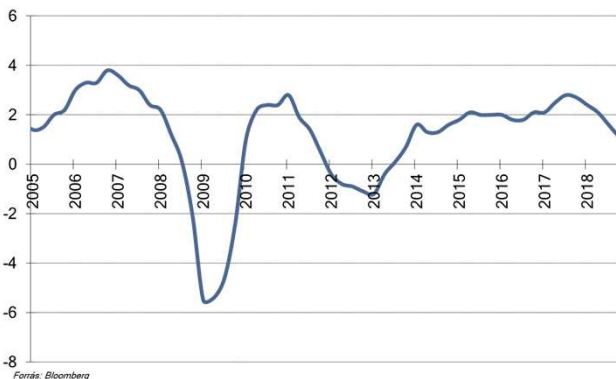




# EURÓZÓNÁS GAZDASÁGI ADATOK

- Az eurózána az USA gazdaságához képest még inkább visszafogottabb növekedést mutat. A GDP bővülése 2018-ra évi 1,1% lett, azaz tovább csökkent. Ami azonban talán még kifejezőbb, hogy az Európa motorjának tartott Németország 4. negyedéves növekedése az előző negyedévhez képest 0% lett, ami azt jelenti, hogy a 3. negyedéves 0,2%-os csökkenés után éppen csak elkerülte a technikai recessziót. Az új év első negyedévében megjelent eurózána ipari termelési adatok jelentős lassulásról árulkodnak, a novemberi és decemberi negatív adatok után (decemberi éves változás 4,2% zsugorodás volt), a legutoljára napvilágot látott januári adat már valamivel jobb, 1,4% lett (éves szinten így is csak -1,1%). A decemberi -1,6%-os havi kiskereskedelmi adat után már pozitív számokat láthattunk januárra és februárra vonatkozóan.
- A munkanélküliségi ráta lassú mérséklődése folytatódott az év elején is az eurózánaiban (február: 7,8%). A régiós különbségek persze továbbra is nagyok, Németországban márciusra a decemberi 5%-ról 4,9%-ra csökkent a munkanélküliségi ráta, míg Olaszországban leheletnyi emelkedés után februárra 10,7% feletti értéket mértek.
- Az inflációt nézve 2018-ban ugyan többször is közöltek valamivel 2% feletti értéket, év végére – jórészt a meredeken csökkenő olajárak hatására – már csak évi 1,6%, márciusra pedig 1,4% lett ez az adat (előzetes). A maginfláció 2018-ban 1% körül ingadozott, de idén az is csökkenésnek indult, márciusra 0,8%-ot láthattunk (előzetes adat).
- Tehát az eurózána gazdasági növekedése még pozitív ugyan, de továbbra is inkább gyengének nevezhető, és lefelé mutatnak a kockázatok, az infláció 2018 végétől az EKB céljától lefelé mozdult. Ezek hozzájárultak ahhoz, hogy az EKB első kamatemelésére vonatkozó piaci várakozásokat kifelé tolódjanak.

Eurózána reál GDP növekedés



Eurózána munkanélküliségi ráta



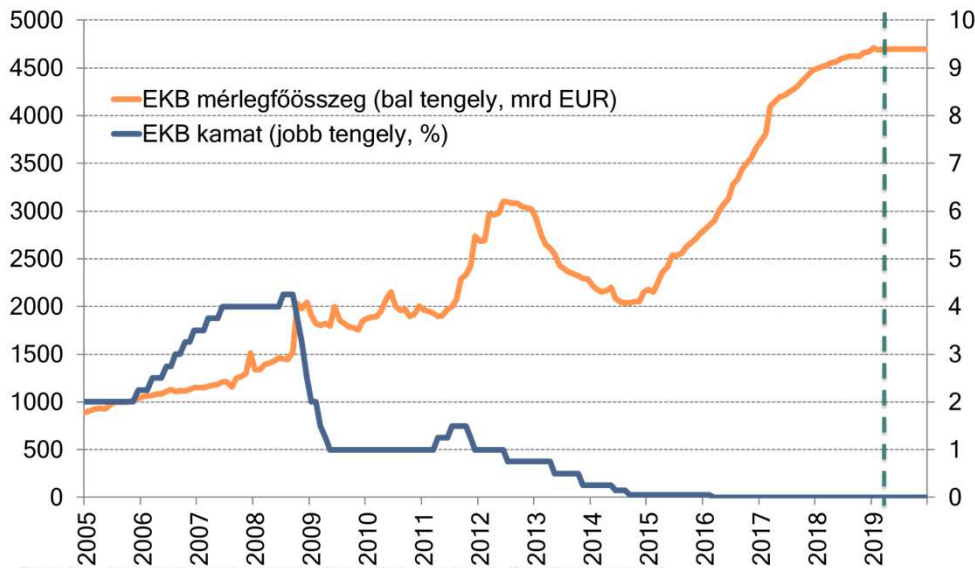
Eurózána infláció





# EKB – MONETÁRIS POLITIKA

EKB monetáris kondíciók



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

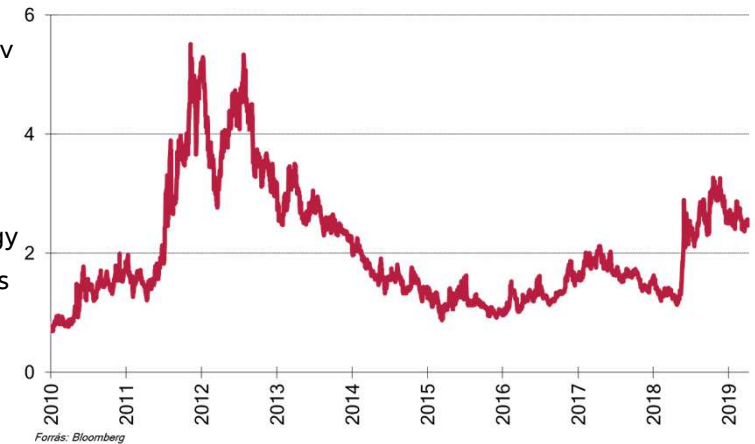
- Az Európai Központi Bank Kormányzótanácsa a negyedév során az előzetes várakozásoknak megfelelően továbbra is változatlanul hagyta a kamatkondíciókat.
- Az eszközvásárlás a korábbi döntéseknek megfelelően idén már csak a lejáró értékpapírok újrabefektetését jelentette, az EKB mérlegében lévő értékpapírok állománya érdemben nem változott.
- A márciusi kamatdöntő ülés hozott jelentősebb változásokat. Az EKB érzékelve a gyengébb gazdasági növekedéssel kapcsolatos adatokat és a visszacsorgó inflációt:
  - csökkentette a GDP-re (0,6 százalékponttal 2019-re) és az árnövekedésre (idei évre 0,4 százalékponttal) vonatkozó előrejelzéseit,
  - kitolta az első kamatemelés időpontjára vonatkozó iránymutatást, azzal, hogy idén már nem várható kamatemelés (a korábbi üzenet alapján szeptember előtt nem lehetett változást várni a kamatszintekben),
  - bejelentették a bankok részére a hosszú távú refinanszírozási hitelelőlehetőség újraindítását (TLTRO 3), bár ennek részletei még kidolgozás alatt állnak.
- Az MNB többször kijelentette, hogy a monetáris politikájának fő irányának meghatározásakor az EKB döntéseit kiemelten figyelemmel kíséri. A tavaly 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. Az azonban biztos, hogy a hazai monetáris politika szempontjából az eurózónás gazdasági és monetáris folyamatok kiemelt jelentőséggel bírnak.



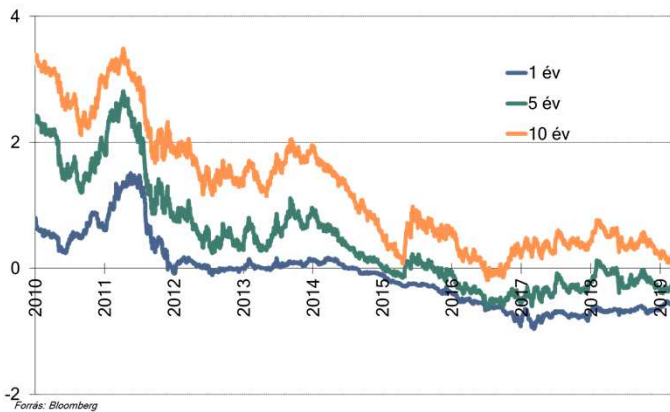
# EURÓZÓNA ÁLLAMPAPÍRPIAC

- A gazdaság lassulása, az ismét mérséklődő infláció, a szigorítástól eltántorodott Fed és így a kamatemelést időben még távolabbra toló EKB erősítették a német állampapírokat. A 10 éves lejáraton 2016 után ismét negatív szinteket láttunk. Április elejére a szintek korrigáltak kissé, de csak a 0 körüli szintig.
- A perifériaként emlegetett olasz, portugál és spanyol kötvénypiacokon jelentősebb lokális félelmek nem voltak tapasztalhatók, így ezekben az országokban is erősödést láthattunk idén.
- A jövőre nézve kulcsfontosságú, hogy az USA kamatemelés egy esetlegesen ismét meglendülő gazdaságnak vagy inflációnak köszönhetően újraindul-e. Fontos kockázatot jelentenek az USA kereskedelempolitikai fejlemények és Európában nem elhanyagolható egy esetleges rendezetlen Brexit hatása sem.

A 10 éves olasz és német államkötvények hozamkülönbsége

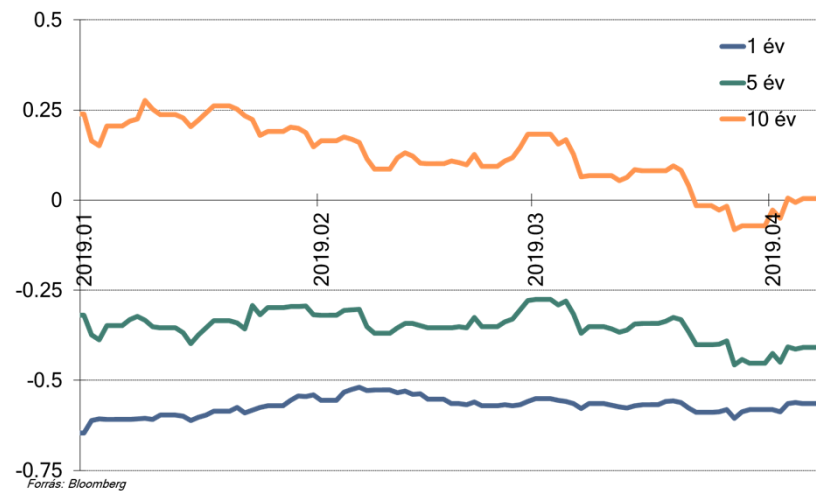


Állampapír hozammozgások (német)



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

Állampapír hozammozgások 2019-ben (német)





# OLAJÁR

- Az olajár 2018-ban igen hektikus volt, és a kötvénypiacokat is erősen befolyásolta az inflációs várakozásokon keresztül. Decemberben a tőzsdei esések segítették az olajárak további mérséklődését, azonban 2019 első negyedében ismét emelkedő tendencia látszott.
- Miután az USA 2018-ban 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 és 2018 első felében folytatódó emelkedő trendjének. Utolsó negyedévben ugyanakkor jelentős fordulat látszott, és év végéig olyan 40%-os áresést figyelhettünk meg. Az okok közt megemlíthetjük, hogy az USA végül elnézőbb lett az iráni olajat vásárlókkal szemben. A retorika azonban idén ismét megfordult, ami hozzájárult ahhoz, hogy ismét emelkedő pályát lássunk az olaj piacán.
- A 2018 utolsó negyedévben látott áresést követően az OPEC a kitermelés-csökkentésről határozott.
- Az USA egy bírósága hatálytalanította az Elnök egy rendeletét, amely visszavonta elődje Jeges-tengerre vonatkozó kitermelési tilalmát. Ezzel a jövőbeli USA kitermeléssel kapcsolatos várakozások csökkenhetnek.
- Venezuelában – a világ egyik nagy olajtermelő országában – gazdasági és politikai válság tört ki. Az infláció szárnyal, számos fogyasztási cikkből hiány van. Az elnök (Nicolás Maduro) élvezzi Oroszország támogatását, míg az ellenzék vezére (Juan Guaidó) az Egyesült Államokhoz közelebb áll. Az USA az állami olajvállalatra szankciót vezetett be.
- Líbiában is háborús zavargások vannak. Halifa Haftár tábornok a főváros ellen indult.

Olajár (WTI, dollár/hordó)



Forrás: Bloomberg



## EGYÉB PIACOK, KOCKÁZATOK

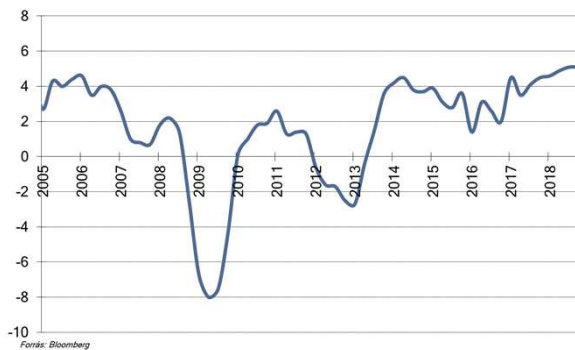
- **Japánban** sem volt meggyőző a gazdasági növekedés 2018-ban: az első negyedévben regisztrált minimális csökkenést fél százalékos emelkedés, majd körülbelül ugyanekkora csökkenés és az utolsó negyedévben ismét fél százalékos emelkedés jellemezte. A januári kiskereskedelmi forgalom nagyjából 2%-os zsugorodást mutatott havi alapon, februárban nagyjából stagnálást láttunk az előzetes adatok alapján (februári éves adat 0,4% bővülés). Az ipari termelés is erősebben visszaesett januárban (közel -3,5%), a februári előzetes adat 1,4% bővülés (éves szinten így is 1%-os visszaesés). A 2018-ban már kézzelfogható 1% körül ingadozó infláció ismét mérséklődni látszik: februárra már mindössze 0,2%-os éves értéket közöltek, a magindex egyelőre még csak enyhén csökkenő, 0,7% lett. A monetáris politika 2019 első negyedévében nagy meglepetést nem tartogatott: a 10 éves japán államkötvény hozamára a megcélzott 0%-os szinthez képest továbbra is +/-0,2 százalékpont toleranciasáv tartozik. A piaci hozamszint a globális kötvénypiaci erősödésben március végéig egészen -0,1% közelébe esett.
- A **kínai piacok** számára is kedvező a nemzetközi kamatkörnyezet, és a kereskedelmi tárgyalásokkal kapcsolatban is inkább pozitív a befektetői hangulat. E mellett a kínai hatóságok a globális lassulási félelmekre válaszul több monetáris és fiskális lazító intézkedést hoztak, ami támogathatja a jövőbeli gazdasági növekedést. A negyedik negyedéves GDP adat a vártak megfelelő 6,4% lett, a februári éves kiskereskedelmi adat 8,2%-os növekedés (a decemberi szám is 8,2% volt), a februári ipari termelés évi 5,3%-os bővülést mutatott (valamivel várt alatt). Természetesen a hivatalos kínai statisztikai adatokat mindig némi gyanakvás övezi.
- A **török** líra ismét gyengülni kezdett. A gazdasági adatok nem túl biztatóak, a 2018-as GDP adat -3% lett, a januári ipari termelési adat éves szinten 7%-ot meghaladó szűkülést mutat, az infláció a negyedév folyamán 20% körül alakult. A jegybank 24%-on hagyta az egy hetes repo kamatlábat, de voltak adminisztratív pénzügyi intézkedések, amik időlegesen az egekbe lökték a rövid implikált swap piaci kamatokat. A 10 éves kötvényhozamok is emelkedtek valamelyest, március végén 18% közelében voltak, ahonnan kissé korrigáltak.
- A **Brexit** kapcsán még mindig nagy a bizonytalanság. Az EU és Nagy Britannia tárgyalásai ugyan lezárultak, de a brit parlamentnek háromszori szavazásra sem tudta elfogadni a megállapodást. Így a megállapodás nélküli kilépésre folyamatosan nőtt az esély az elmúlt hónapokban. A 03.29-i eredeti Brexit határidőt Nagy-Britannia és az EU kitolta, de mivel a brit törvényhozás nem szavazta meg a kilépési megállapodást, az új határidő bizonytalan.



# HAZAI GAZDASÁGI ADATOK

- A magyar gazdaság 2018-ban kimagasló, 5,1%-os éves növekedést mutatott, ami az előzetes becslést is árnyalatnyival meghaladta. Előremutatóan is jók a kilátások, hiszen februárra a kiskereskedelem éves bővülése a várakozásokat bőven meghaladva 8,4% volt. Ugyanerre az időszakra vonatkozó ipari termelési adat is 5,9% lett, holott az Audi sztrájk is lefelé húzta.
- A munkanélküliségi ráta lassú csökkenése a negyedévben nem folytatódott, 3,6% maradt a februárra vonatkozó adat is. A december-februári időszakban a foglalkoztatottak átlagos száma 4,497 millió volt, ami 56 ezer fővel haladja meg az előző év azonos időszakát. A 15-64 évesek foglalkoztatási rátája is tovább növekedett kissé, 69,8%-on állt (egy évvel korábban 68,7% volt). A bérnövekedés a feszült munkaerőpiacon továbbra is bőven 10% feletti éves szinten (a januári adat 10,6%). A bértárgyalások eredményeképpen a minimálbér és a garantált bérminimum 2019-ben és 2020-ban egyaránt 8-8%-kal növekedett, de számos nagyvállalatnál olvashattunk sztrájkokról és 10%-ot jócskán meghaladó emelésekről, így a következő hónapok adatai is tartogatnak izgalmakat.
- Az infláció az év első negyedévében ismét meredeken nőtt, a márciusi éves adat 3,7% lett, a KSH által közölt maginfláció is 3,8%-ra, míg az MNB Monetáris Tanácsa által kiemelten figyelt adózó nélküli maginfláció 3,5%-ra gyorsult.

Magyar reál GDP növekedése



Hazai munkanélküliségi ráta



Infláció

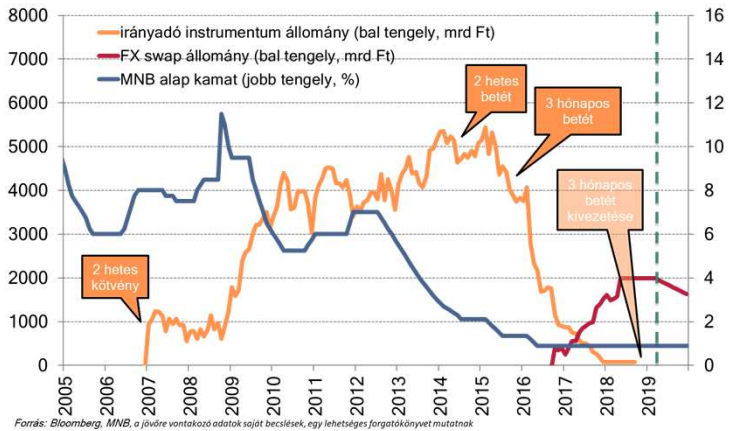




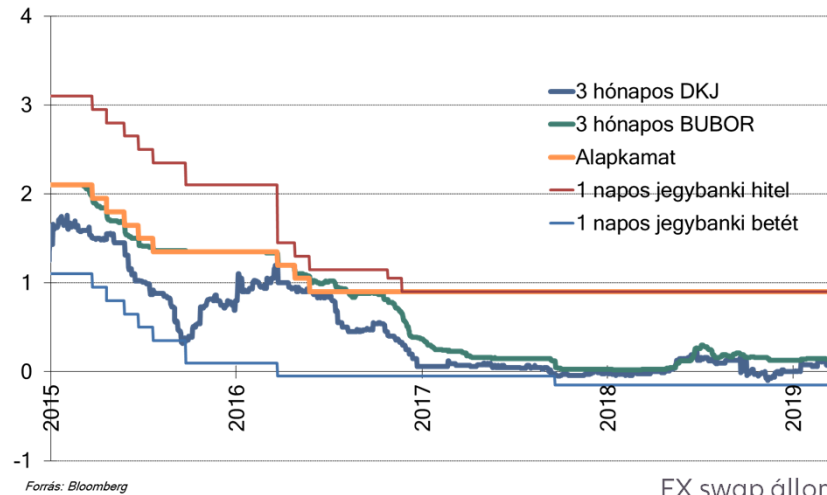


# HAZAI MONETÁRIS POLITIKA

Hazai monetáris kondíciók (alapkamat, FX swap állomány)

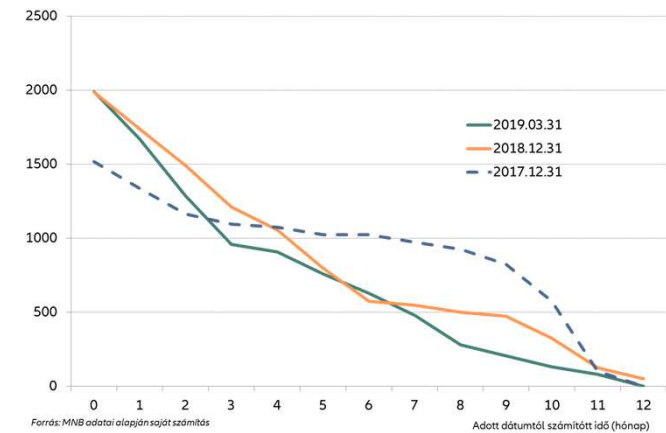


Hazai monetáris kondíciók (kamatok) és rövid hozamok



- Márciusban döntés született a betéti kamatláb 10 bázispontos emeléséről. A többi kamatkondíció változatlan maradt.
- A forint likviditást nyújtó FX swap állomány stagnált, kicsivel 2000 milliárd forint alatti szinten maradt, ugyanakkor a márciusi kamatdöntő ülésen hozott döntés értelmében ez fokozatosan, várhatóan nagyjából 130 milliárd forinttal fog csökkenni a 2. negyedév során.
- A lejárat szerkezet az elmúlt negyedévben lényegesen nem változott.
- 2019-ben már nem volt jelzáloglevél-vásárlási program, ugyanakkor hamarosan elindul egy új vállalati kötvényvásárlási program (Növekedési Kötvényprogram)

FX swap állomány lefutása (mrd Ft)





# HAZAI MONETÁRIS POLITIKA – ADATFÜGGŐ LESZ AZ MNB IS

- A 2018-as év során az igazán jelentős döntések a szeptemberi kamatdöntő ülésen születtek. A fő üzenet az volt, hogy az MNB felkészült a monetáris kondíciók szigorítására, ami most még (akkor) egyelőre nem időszerű, de az valószínű, hogy a következő 5-8 negyedévben a laza monetáris kondíciók már nem fenntarthatók. A közlemény szerint további lépések az inflációs folyamatoktól függenek elsősorban. Az MNB a piaci kamatokra 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.
- Az inflációs alapfolyamatok 2018 év végén a csökkenő olajárak ellenére is emelkedést mutattak. A decemberi kamatdöntő ülésen az MNB is kiemelte ezt, és ismét szigorúbb lett a közlemény hangvétele. Ekkor kezdte a jegybank hangsúlyozni a volatilis inflációs környezetben az adószűrt maginflációt. Január közepén egy bécsi konferencián Nagy Márton az MNB alelnöke beszélt újságírók előtt először konkrétan arról, hogy az adószűrt maginfláció a következő hónapokban valószínűleg 3% fölé kerül, ami a Jegybankot szigorító lépésre készítheti.
- A legutóbbi, márciusi ülés jelentőségét növelte, hogy a döntéshez sajtótájékoztató is kapcsolódott. Az egynapos betéti kamatlábat 10 bázisponttal, -0,05%-ra emelte a Monetáris Tanács, és döntött a kiszorítandó likviditás nagyságrendileg 100 milliárdos csökkentéséről, ami az FX swap állomány várhatóan heti 10 milliárdos leépítésével valósul majd meg, de úgy, hogy a bankközi Bubor kamatlábak is lekövessék a betéti kamat emelését. A sajtótájékoztató, illetve a következő nap a sajtóban olvasható MNB alelnöki interjú fő üzenete az volt, hogy az MNB elérte az inflációs célját, és ugyan a belső folyamatok (gazdasági növekedés, bérkiáramlás stb.) továbbra is az infláció emelkedése irányába hatnak, ugyanakkor a külső környezet romlása (különösen az eurózóna növekedési kilátásai) óvatosságra adnak okot. Ezért kamatemelési ciklus nem indult, határozott iránymutatást a kamatpályára az MNB nem ad. Ennek ellenére a Monetáris Tanács az üléseken – elsősorban negyedévente, az Inflációs jelentéshez kapcsolódóan – áttekinti a gazdasági és pénzügyi folyamatokat, és dönthet a monetáris kondíciók változtatásáról, azaz az MNB ezzel adatfüggő „üzemmódba” kapcsol.
- Bejelentésre került, hogy ezentúl lesznek a monetáris politikai döntésekről szóló rendszeres sajtótájékoztatók. Ezek is várhatóan a negyedévente kerülnek megtartásra majd.
- A következő Inflációs jelentést júniusban publikálja a Jegybank, így a 06.25-i kamatdöntő ülés hozhat újabb lépéseket. Érdemes kiemelni, hogy az MNB ezeket a monetáris politika 5-8 negyedéves időhorizontjára tekintettel hozza, tehát néhány beérkező kiugró adat önmagában nem feltétlen változtatja meg a monetáris politika irányultságát. A legutóbb megjelent, márciusi 3,7%-os inflációs és 3,5%-os adószűrt maginflációs adatot is ennek fényében kell értelmezni, különösen, hogy az MNB amúgy is az év nagyobb részében emelkedő inflációs pályával számol.
- Márciusban bejelentésre került egy 300 milliárd keretösszegű vállalati kötvényvásárlási program is, viszont ennek operatív részleteit még nem közzölték.



# MAGYAR INFLÁCIÓS FOLYAMATOK

Az infláció szempontjából a belső folyamatok alapvetően az emelkedés irányába hatnak, itt néhány fő témakört említenénk meg:

- már két éve kétszámjegyű bruttó bérnövekedést látunk, és a sajtócikkekben olvasott sztrájkok és bérmegállapodások alapján nem lenne meglepő hasonló a következő hónapokra is
- az MNB kutatása szerint a nagyvállalatok versenyképessége még így sem sérül, viszont amennyiben a KKV szektorban is hasonló bérnövekedés lesz, ott nagyobb eséllyel kell a költségnövekedést a fogyasztókra áthárítani
- a családvédelmi akcióterv (CSOK, hitel) is növeli az elkölthető jövedelmet
- fontos kérdés, hogy a jövedelmek mekkora része kerül ténylegesen fogyasztásra.

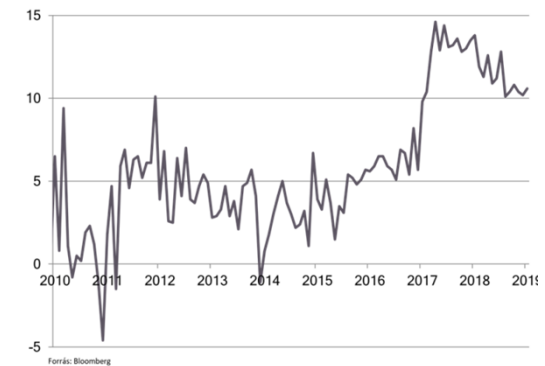
A külső tényezők közül is vizsgáljunk meg néhányat:

- a növekedési félelmek következtében globálisan is érezhető lassulás, de az eurózóna még jobban érintett
- az EURHUF árfolyam és az olajár még a tavalyi csúcsok alatt van, de mindkettő sokat emelkedett idén

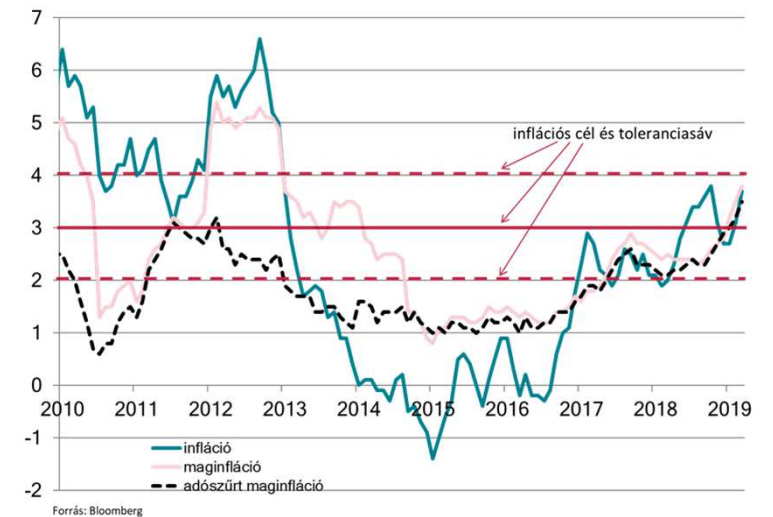
EURHUF árfolyam



Bérnövekedés (éves)



Hazai infláció és maginfláció

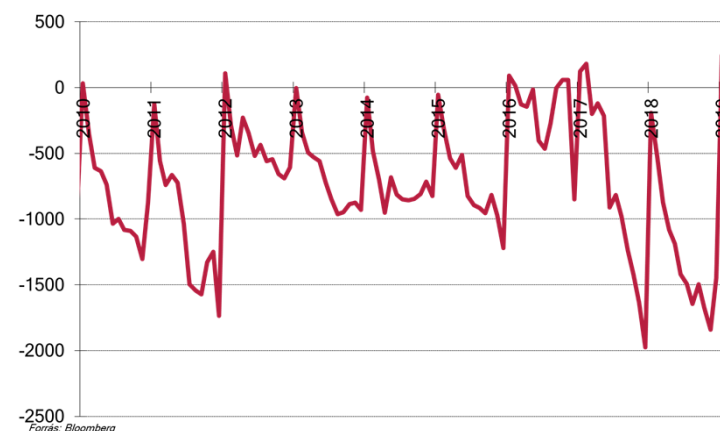




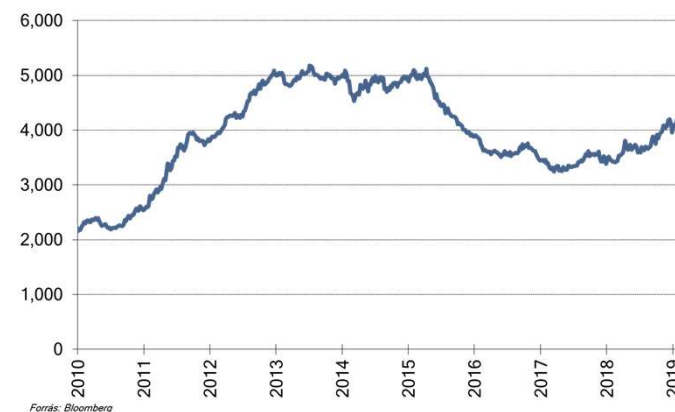
# HAZAI ÁLLAMPAPÍR-PIAC

- Az forint állampapírok kínálati oldalát az államháztartás pénzforgalmi egyenlege jelentősen befolyásolja. Az előző 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. Az év végétől érkeztek jelentősebb utalások az Európai Uniótól. Az új év sokkal jobban indult ebből a szempontból, az EU-s kifizetések egyenlege is kedvezőbb, e mellett az adóbevételek is magasabbak a vártnál, köszönhetően a gazdasági növekedésnek és az online számlázás hatásának.
- Az államkötvény-aukciók jellemzően jó kereslet mellett zajlottak az idei első negyedévben is. Az ÁKK év elején jellemzően növeli a kibocsátási aktivitást, most viszont a kedvező költségvetési folyamatok miatt ez nem volt észrevehető. Különösen a kincstárjegyek esetében láthatunk visszafogott, jellemzően 25-30 milliárdos meghirdetéseket és ráemelés sem volt. A 3 hónapos DKJ hozama így ismét 0% közelébe csökkent. Az éves lejáraton is lefelé volt az irány, 0,29% volt a márciusi utolsó aukció átlaghozama.
- A hosszabb lejáratokon is hozamcsökkenést láttunk az év első három hónapjában. Az ÁKK 3 és 10 éves futamidőkre már új benchmark papírokat bocsát ki. Ha a régi kötvények hozamát nézzük, akkor a 3 és 10 éves futamidőre is közel 50 bázispontos hozamcsökkenést figyelhattunk meg (a 2027/A államkötvény 3% körüli értéken kezdte az évet, és március végén 2,5% alatt láthattuk zárásban, a 2021/C nagyságrendileg 1,2%-ról 0,75%-ra esett).
- A negyedévben – összhangban az ÁKK 2019-re megjelentetett kibocsátási tervével – nem volt devizakötvény-kibocsátás. Március végén volt egy dollár kötvény lejárat. Az év végéig pedig egy kisebb jen kötvény fog törleszteni. Elképzelhető, hogy visszavásárlások is lesznek, az MNB jól érzékelhetően 0%-os devizaarányt tart kívánatosnak, és láthatólag a Kormányzat is ebbe az irányba hajlik. A hangsúly így idén is a lakossági papírok mellett az intézményi államkötvényeken lesz.

Államháztartási hiány (pénzforgalmi, kumulált, milliárd forint)



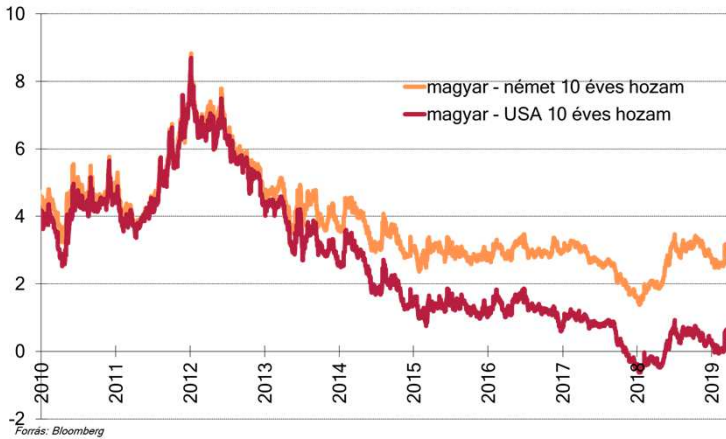
Külföldi állampapír-állomány



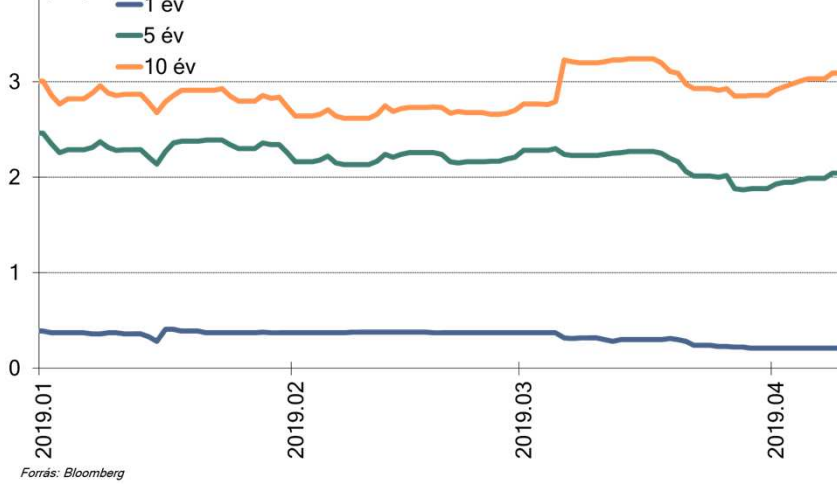


# HAZAI ÁLLAMPAPÍRPIAC - GRAFIKONOK

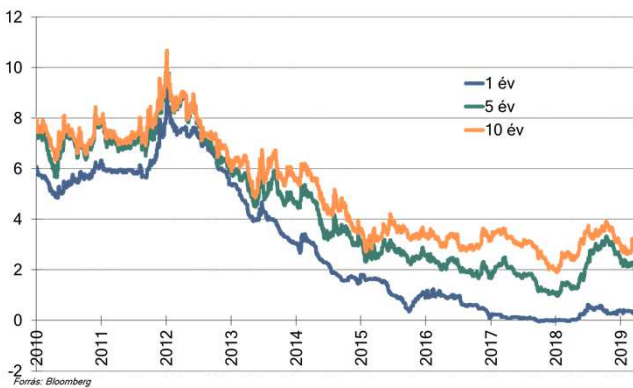
Nemzetközi összehasonlítás



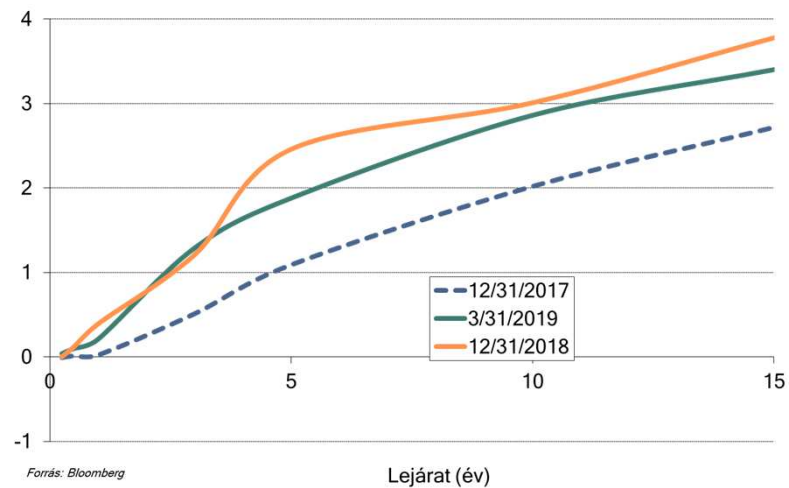
Állampapír hozamok 2018-ban



Állampapír hozammozgások



Hozamgörbe





# POZÍCIÓK A NEGYEDÉV SORÁN

## Állampapírok, duration súlyok

- Az éven belüli lejáratokon a rövidebb futamidejű papírokat részesítettük előnyben
- Tovább növeltük az éven túli, változó kamatozású államkötvények arányát
- Az éven túli fix kamatozású kötvényeknél a 2020-as lejáratokat alulsúlyoztuk, a hosszabb lejáratokat felülsúlyoztuk
- Összességében a benchmarktól a negyedév folyamán csak kismértékben tértünk el

## „Feláras” kötvények

- Államilag garantált (MFB és EXIM) fix kamatozású kötvényeket vettünk 2-5 éves futamidőkre
- 5 éves fix kamatozású jelzáloglevelt vettünk
- Kiegyensúlyozott és Növekedési portfóliókból lejáratához közeli jelzáloglevelet adtunk el

## Részvények

- Az első negyedévben a fejlett részvényeket az idő nagy részében benchmark szinten tartottuk, kisebb mértékű taktikai pozíciókat vettünk csak fel. Hasonlóan jártunk el a globális feltörekvő piaci kitettséggel is.
- A magyar piacon és a többi közép-kelet európai országban a szokásoknak megfelelően kisebb alul/felülsúly pozíciókkal igyekeztünk többelthozamot elérni (példák):
  - Január közepén a dinamikus csökkenő gázárak ellenére a lengyel PGNIG számottevően emelkedett, így 1% alulsúlyt építettünk ki, amit egy hónappal később zártunk is (kb. 8%-kal lejjebb)
  - A román bankadó kapcsán kialakult fejetlenség hatására az érintett pénzügyintézetek jelentősen veszítettek értékükből. Az Erste árfolyamába a worst case épült be. Ezért 1% felülsúlyt építettünk ki január közepén. A felülsúlyt március elején zártuk le hozzávetőleg 10%-os nyereséggel.
  - A gazdaság dinamizmusában bekövetkező lassulás egyik jele a réz készletállomány emelkedése, és a réz árának csökkenése volt. Ezért január közepén 1% alulsúlyt vettünk fel KGHM-ben. Sajnos a várakozások azóta fordultak, és a egyelőre veszteség van a pozíción. Várakozásunk szerint a második negyedévben javul a pozíció.

RÉSZVÉNYPIACOK

3



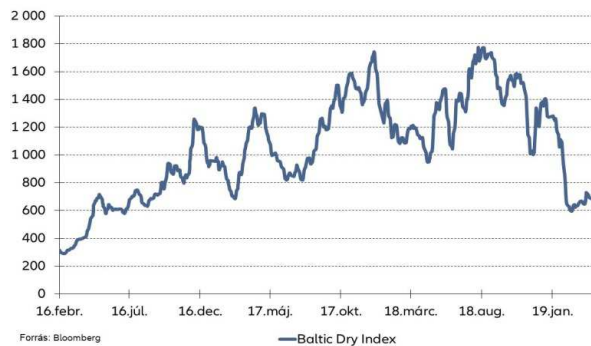


# NEMZETKÖZI RÉSZVÉNYPIACOK

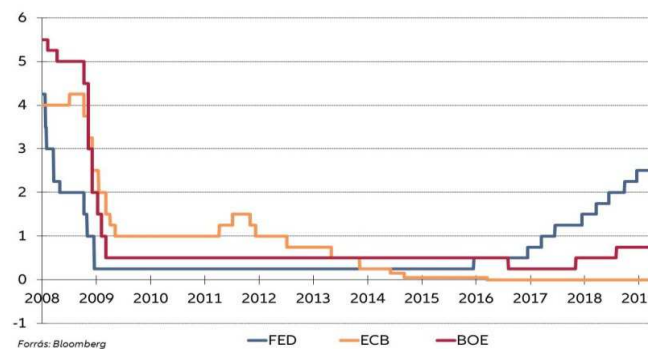
2018-ban megtapasztalhattuk a likviditásszűkítés mellett gyengülő növekedési kilátások hatását a részvénypiacokon. Először a feltörekvő piacok és Európa felett borult be az ég, az év végére pedig a tengerentúlon is elromlott a hangulat. A vámháborúval is sújtott világkereskedelem lassulását a tengeri szállítmányozás költségét mérő Baltic Dry Index visszaesése kiválóan reprezentálja. A gazdasági adatok terén 2019 sem hozott eddig érdemi javulást. Az IMF év eleje óta összességében 0,4 százalékponttal 3,3 %-ra csökkentette ideit, és 0,1 százalékponttal 3,6%-ra jövő évi világgazdasági növekedésre vonatkozó várakozását, miközben az elemzők egyre nagyobb valószínűséget adnak egy 1-2 év belül érkező amerikai recesszióknak.

Mindezek következtében a vezető jegybankok válaszul a szigorítási ciklus leállítása (FED), illetve kezdetének eltolása (EKB) mellett döntöttek. Fiskális téren is tovább folytatódik az élénkítés, a Trump-féle fiskális stimulust követően a kínai vezetés is hasonló jellegű gazdaságösztönzést jelentett be. Ezek a szokásosnak megfelelően drogként hatottak a piacokra, melyek ettől új erőre kaptak Q1-ben. Kérdés, hogy az agresszív pro-ciklikus intézkedéseket követően mire lesz elég a fennmaradó muníció, ha tényleg beköszönt a visszaesés.

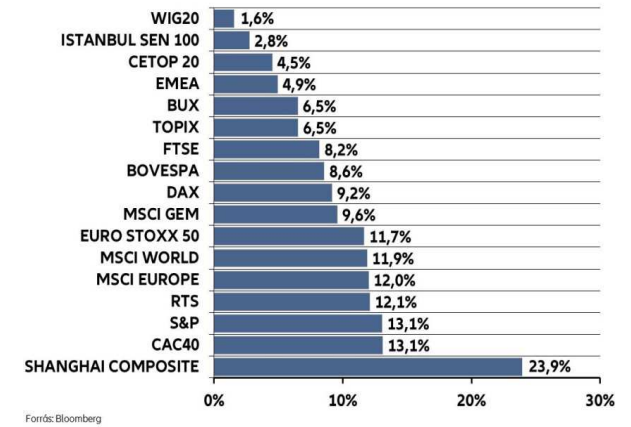
Baltic Dry Index alakulása



Jegybanki alapkamatok alakulása (%)



Részvényindexek teljesítménye 2019Q1



FED, EKB, BOJ mérlegfőösszeg alakulása (Mrd USD)







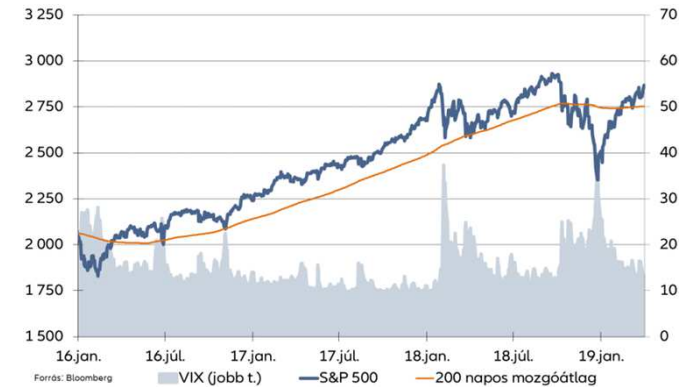
# NEMZETKÖZI RÉSZVÉNYPIACOK - USA

Az USA-ban is felfelé menetbe kapcsolt a hullámvasút. Az S&P tavalyi decemberi „mini pánikban” elszenvedett, 1931 óta nem látott mértékű utolsó havi esését (-9,18%), az 1987 óta mért legmagasabb mértékű első havi erősödés követte (7,9%). A kedvező hangulat negyedév végéig kitartott, ám az első havi felpattanást követően azért lanyhult a lendület. Az emelkedéshez a fő hajtóanyagot a FED biztosította, miután elállt idei évre vonatkozó kamatemelési terveitől. A korábban várt 2-3 szigorítás helyett jövőre is mindössze csak egy emelést terveznek jelenleg, miközben a piac már kamatsökkentésre számít. Ezen felül a jegybanki mérleg leépítését májustól részben, szeptembertől pedig teljes egészében leállítják. Pozitívum továbbá, hogy az amerikai-kínai kereskedelmi vitában is enyhülni látszanak a felek, a kiszivárgó hírek szerint közelebb kerültek a megállapodáshoz. Sok konkrétumot azonban továbbra sem lehet tudni, a megállapodás határidejét határozatlan időre elhalasztották.

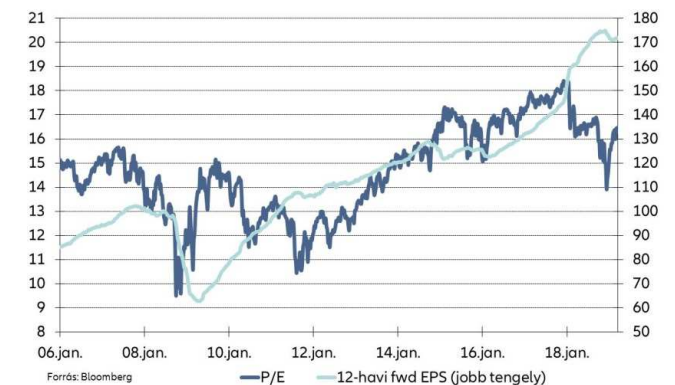
Az idén látott vállalati jelentésekre sem lehet eddig összességében panasz. A 2018 Q4-es vállalati eredmények aggregáltan 12%-kal tudtak emelkedni év/év alapon. A teljes évet így 22%-os növekedéssel zárták, ami 1%-os pozitív meglepetést jelent a Bloomberg elemzői konszenzusához képest. Részben ennek is köszönhető, hogy a februári mélypontot követően újra emelkedésnek tudott indulni az előretekinthető 12 havi EPS várakozás. Az idei évre jelenleg 9% feletti EPS növekedést várnak ami pozitívnak tekinthető főleg, hogy a tavalyi adócsökkentések már nem támogatják tovább az eredményhányad javulását. Ezzel szemben a saját részvény vásárlások továbbra is hathatós támogatást nyújtanak, az alacsony finanszírozási költségek és a külföldről hazautalt jövedelmek továbbra is ebbe az irányba terelik a vállalatokat.

Öröndetes, hogy a vezető technológia részvények (FAANG) újra felülteljesítővé váltak. A Facebook (27%), az Amazon (18%), az Apple (20%), a Netflix (33%) és a Google (12%) is egyaránt jól szerepeltek.

Az S&P 500 árfolyam és a VIX index



S&P 500 EPS várakozás és P/E



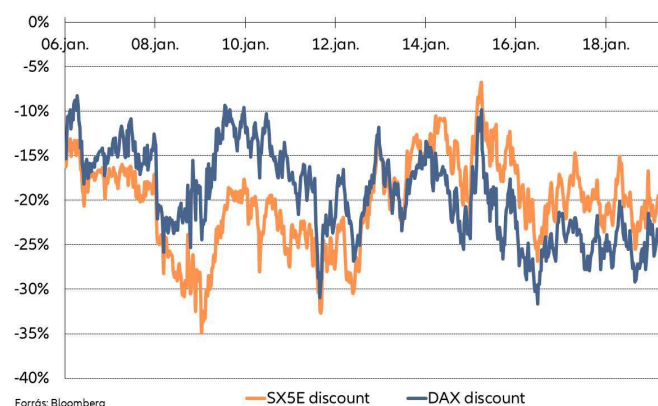


# NEMZETKÖZI RÉSZVÉNYPIACOK - EURÓPA

Stoxx 50 index és feldolgozóipari BMI adatok



Stoxx 50 és DAX P/E alapú diszkont az S&P-hez képest



Tavalyi gyenge teljesítményük után korrigálni tudtak az európai részvénytörzsek is. A Euro Stoxx 50 index 11,7%-kal a DAX index 9,2%-kal tudott emelkedni. Ennek ellenére továbbra is jelentős az árazási diszkont az S&P 500-al szemben, ami indokoltnak is tűnik. A kínai gazdaság lassulása, a Brexit-saga, az olasz recesszió, a német autógyártók nehézségei és a pénzügyi szektor problémái egyaránt nehezítik az európai piacok helyzetét. Ezt a gyenge eurózónás növekedési adatok mellett (2018Q4 1,1% év/év) a süllyedő BMI értékek is alátámasztják. A feldolgozóipari konjunktúramutató esetében az német, francia, olasz és spanyol mutató egyaránt 50 alá került, így nem meglepő, hogy az eurózónás kompozit is összehúzódásról árulkodik. A leggyengébb adat ráadásul Németországból érkezett. Némi reménykedésre adhat okot, hogy az ipar gyengélkedése részben átmeneti hatásnak tudható be. Az autógyárak esetében a WLTP környezetvédelmi szabványra történő átállás okoz gyárleállásokat. Persze a ciklikus lassulás és a elektromos autózásra való átállás magas beruházás-szükséglete ettől még továbbra is gondot jelent.

A problémákat látva az EKB sem tétlenkedett. Az adatvezérelt politikát folytatva idén már nem emelnének kamatot. Ezen felül szeptembertől elindul a hitelezés felpörgetése érdekében a harmadik TLTRO program. Készülődik egy olyan intézkedéscsomag is, ami mérsékelné a negatív kamatok miatt a kereskedelmi bankok jegybanksi betéteken elszenvedett veszteségeit. Vélhetően ez többszintű betéti kamatok alkalmazásával tudna megvalósulni ami Svédországban, Svájcban és Japánban már működő modell. A Commerzbank (19%) és Deutsche Bank (4%) sorsa is hamarosan eldőlhethet. Továbbra is fontolgatják az egyesülést, bár a DB katari nagytulajdonosa nincsen elragadtatva egy esetleges tőkeemelésről. Brexit téren továbbra sincs megállapodás, May javaslatát többször is leszavazták és nem sikerült alternatív javaslatot sem elfogadni. A növekvő valószínűségű hard Brexit mellett a további halasztás a másik opció. Kérdés az EU milyen feltételeket ír elő ehhez.



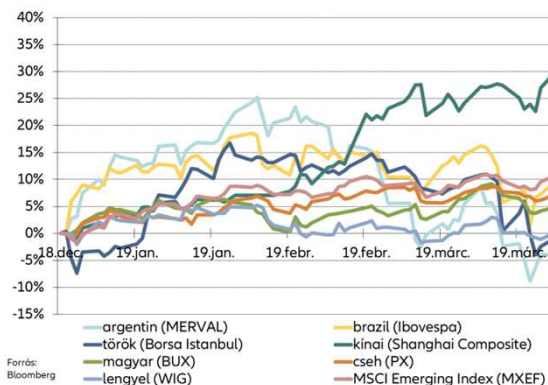
# NEMZETKÖZI RÉSZVÉNYPIACOK - FELTÖREKVŐ

A tavalyi év során össztűz alá kerülő feltörekvő országok piaci is lélegzethez jutottak idén, így 9,6%-kal tudott eddig erősödni az MSCI Emerging (MXEF) index. Az emelkedést támogatta a dollárhozamok csökkenése és a várakozás, hogy a FED szigorítási ciklusának leállása miatt a dollár erősödése is megállhat. Az alapkezelői felmérések adatai és az MSCI Emerging index árazási diszkontjának olvadása is azt jelzik, hogy a befektetők újra beleszerettek a feltörekvő piacokba.

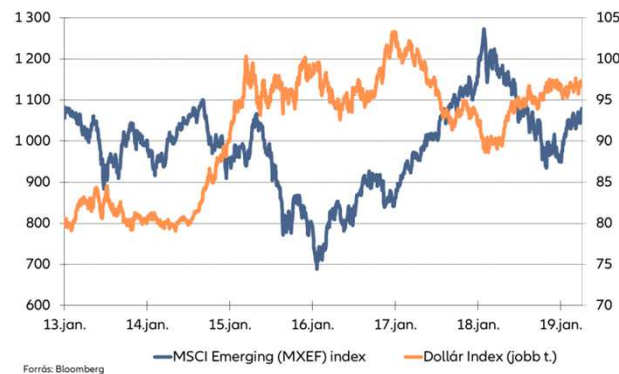
A meghatározó jelentőségű kínai piac szárnyalt, a Shanghai Composite 23,9%-kal került eddig idén feljebb. Ez részben a kereskedelmi háború enyhülésével, részben helyi fejleményekkel magyarázható. Igaz a kínai vezetés 6-6,5% közé csökkentette idei GDP növekedésre vonatkozó várakozását a tavalyi 6,6% után, ennek eléréséhez további monetáris és fiskális ösztönzőket helyezett kilátásba. Ezek a bankok tőketartalék-követelményeinek további csökkentésében, valamint adócsökkentésben és a hadiipari kiadások növelésében öltének testet. A korábban a túlzott eladósodottság miatt behúzott hitelfék újbóli kiengedését a piac kedvezően fogadta.

A tavaly kisebb válságokat átélő argentin és török piacokon is normalizálódni látszik a helyzet, bár utóbbi esetében a helyközi választások okoznak azért izgalmakat. Az Erdogan vezette AKP összességében erősebbnek bizonyult a riválisoknál, azonban a stratégiaileg fontos Ankarát és Isztambult elvesztették.

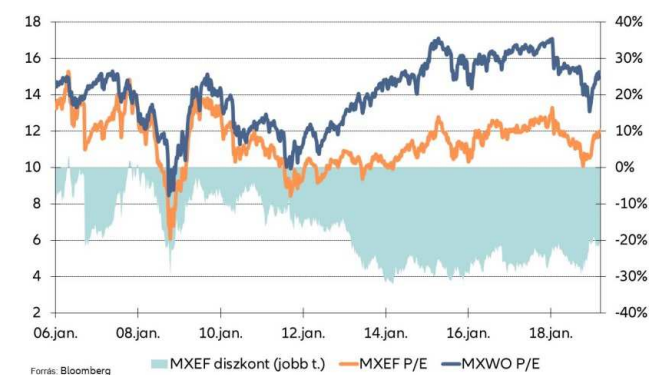
Feltörekvő piaci indexek teljesítménye dollárban



MSCI Emerging index és a dollár index



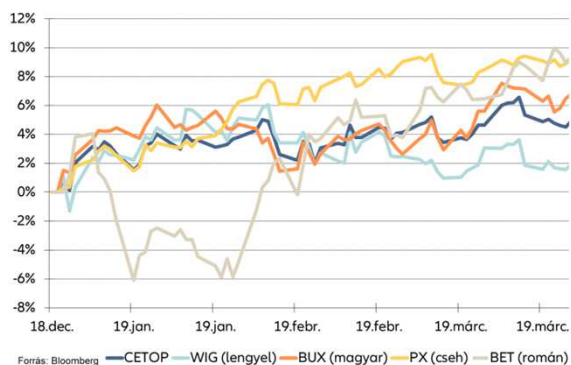
MSCI Emerging P/E alapú árazási diszkont



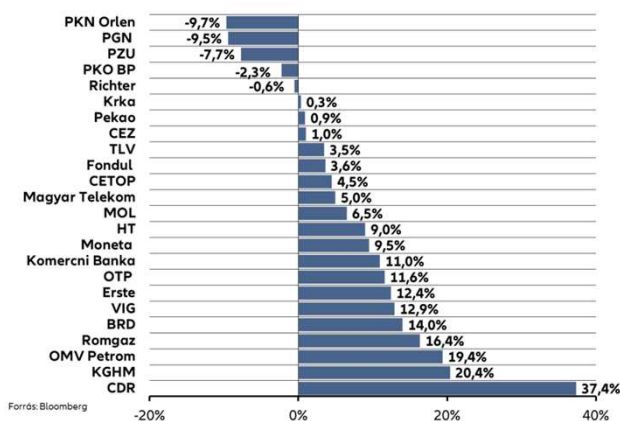
# RÉGIÓS RÉSZVÉNYPIACOK



## Régiós indexek ideai teljesítménye



## CETOP részvények teljesítménye 2019Q1-ben



A régiós részvénypiacok is kivették részüket az emelkedésből. A fundamentumok továbbra is támogatóbbak, mint tőlünk nyugatabbra. Érdekes azért résen lenni, hiszen a régió kis, nyitott gazdaságai számos szállal kapcsolódnak a nyugat-európai iparhoz, elég csak az autógyárakra gondolnunk. A külpiaconról begyűrűző gyengülés jeleire a mi térségünkben is engedékenyebbé válhatnak a jegybankok – ahogy azt hazánk esetében már láthattuk is –, miközben a belső keresletet az erős hitel- és bérkiáramlás továbbra is támogatja.

A CETOP index 4,5%-ot tudott erősödni Q1-ben. Sikerülhetett volna erősebben is a negyedév, ha a teljesítményt a nagy súllyal szereplő lengyel papírok kevésbé húzzák vissza. A PKN működését a gyengébb iparági környezet (összeomló benzin árrés, alacsony Ural-Brent különbözet), a PGNiG-ét az alacsony gázár nehezítette. A PZU-nak sem sikerült túl jól a negyedév, de a várakozásokat felülmúló gyorsjelentés, a várhatóan visszafogottabb verseny a gépjármű biztosítások piacán és a 6,5%-os osztalékhozam mind a stabilizálódást segíthetik. A román piacon következett be a legélesebb hangulatváltozás, nagyrészt a korábban bevezetett szektorális különadók mérséklésének köszönhetően. A bankszektorra kivetett kapzsisági illeték a helyi bankok mellett a többi román kitétséggel rendelkező bankot is kedvezőtlenül érinti. A kormány eredeti terve szerint a bankközi kamatlábak (ROBOR) mértékétől függően akár az eszközállomány 1,2%-ra is rúghatott volna a teher, ami a román operáció eredményének jelentős részét elvihette volna. Később azonban főként a jegybank és a hitelminősítők nyomására 0,4%-ra módosult a mérték, ami a hitelezés élénkítéséhez kapcsolódó kedvezményekkel csökkenthető. A lengyel számítógépes játékfejlesztője ismét a legjobb teljesítmény az indexben. A CDR továbbra is szárnyal, a várakozások azonban már igen magasak, 35 feletti értéket jelez az előretekintő 12 havi P/E mutató.

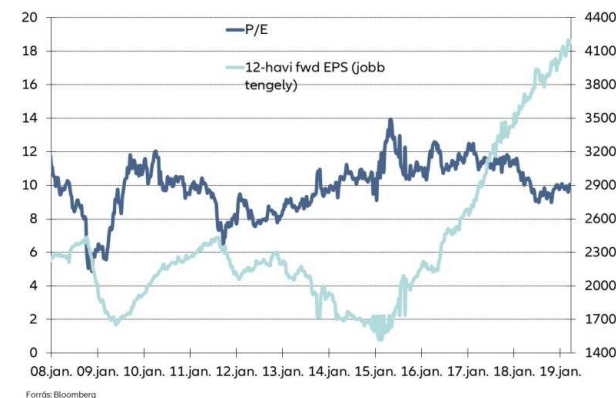
# HAZAI RÉSZVÉNYPIAC



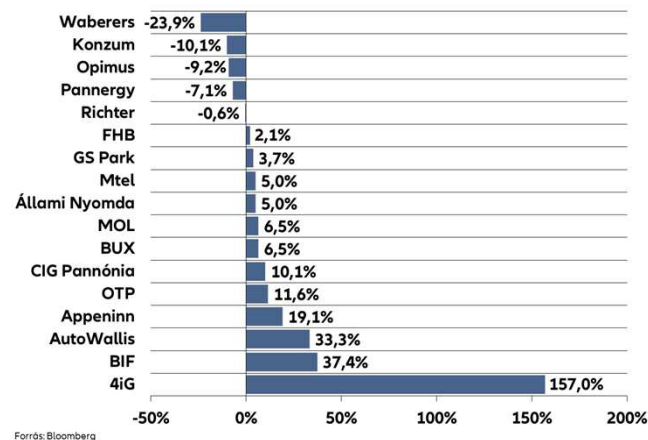
A BUX index a negyedévet 6,5%-os erősődéssel, a historikus csúcsot jelentő 42.000 pont környékén zárta. A globális trendekkel ellentétben az előretekintő 12 havi EPS várakozás jelentősen, mintegy 5%-kal tudott emelkedni éve elejéhez képest. Az elmúlt 3 év átlagos P/E mutatójához mért diszkont jelenleg 7,5% körüli. Amennyiben a régiós gazdaságok teljesítménye a Nyugat-Európa felől érkező kockázatok ellenére is kedvező marad nem számít túlzónak ez az árazás.

Az OTP kulcsszerepet játszott a csúcsdöntésben, hiszen a bankpapír is új szintekre merészkedett, 13.000 forint felett is kereskedtek vele. Az új árfolyamcsúcshoz rekord profit is társult, 2018-at 325,3 Mrd forintos eredménnyel zárták. Továbbra is a hitelállományok emelkedése és az akvizíciók jelenthetik az emelkedés motorját, miközben a kamatmarzsok stabilizálódásában is van potenciál. A működési költségek emelkedése a másik oldalon fejtörést okozhat. A MOL-nak egyelőre nem sikerült historikus csúcsra kerülni, pedig a tavalyi évet szintén a várakozásokat meghaladó eredménnyel (2,69 Mrd dolláros tisztított EBITDA) zárta. Q1-et ezzel szemben némileg beárnyékolja az összeomló benzin árrés miatt 3,1 dollár/hordóra (év/év -42%) zuhanó finomítói marzs. Az MTEL teljesítményét támogatta a 10 éves magyar hozam mérséklődése. A tavalyi számok is kedvezően alakultak, de a 68 forint körüli részvényenkénti cash flow és az alacsony eladósodottság ellenére továbbra is csak 25 forintot fizet a társaság. A jövő évi előrejelzést azonban 27 forintra emelték. Év elején még a 6.000 forintos szintet ostromolta a Richter, azonban a Q4-es 16,4 Mrd forintos veszteséget (nagy részét újabb Esmya leírás miatt) követően jött a kijózanodás. A gyengülő forint és a cariprazine újabb indikációban történő FDA jóváhagyása javíthat a hangulaton. A Rába és az ÉMÁSZ helyére a 4iG, az AutoWallis és a BIF érkezett a hazai benchmarkba a negyedéves index-felülvizsgálat során.

BUX index EPS várakozás és P/E



Főbb magyar részvények teljesítménye 2019Q1



HITELVISZONYT MEGTESTESÍTŐ  
ÉRTÉKPAPÍROK MINŐSÍTÉSE

4





# ALACSONY MINŐSÍTÉSŰ HITELVISZONYT MEGTESTESÍTŐ ÉRTÉKPAPÍROK PORTFÓLIÓNKÉNT 2019.03.31-ÉN

Alacsony minősítésű hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok 2019.03.31-én			
Portfólió	Értékpapír megnevezése	Névérték	Minősítés oka

Nincs ilyen papír jelenleg.

UTÓLAGOS  
KÖLTSÉGTÁJÉKOZTATÓ

5







# KÖLTSÉGEK 2019 Q1

Allianz Önkéntes Nyugdíjpénztár Kiegyensúlyozott portfolió - 2019 Q1			
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	293 709 238	0,18%
A befektetési szolgáltatás nyújtása során kezdeményezett tranzakciókkal kapcsolatos	Brókeri jutalék	2 419 629	0,00%
	Egyéb tranzakciós, letétkezelői, felügyeleti díjak	10 106 311	0,01%
	Kötvények, FX-ek implicit díja	39 708 158	0,02%
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 2019 Q1

Allianz Önkéntes Nyugdíjpénztár Klasszikus portfólió - 2019 Q1			
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	10 613 170	0,15%
A befektetési szolgáltatás nyújtása során kezdeményezett tranzakciókkal kapcsolatos	Brókeri jutalék	0	0,00%
	Egyéb tranzakciós, letétkezelői, felügyeleti díjak	392 225	0,01%
	Kötvények, FX-ek implicit díja	770 593	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 2019 Q1

Allianz Önkéntes Nyugdíjpénztár Kockázatvállaló portfólió - 2019 Q1			
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	9 218 339	0,18%
A befektetési szolgáltatás nyújtása során kezdeményezett tranzakciókkal kapcsolatos	Brókeri jutalék	437 603	0,01%
	Egyéb tranzakciós, letétkezelői, felügyeleti díjak	654 736	0,01%
	Kötvények, FX-ek implicit díja	24 157	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 2019 Q1

Allianz Önkéntes Nyugdíjpénztár Likvid - 2019 Q1			
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	509 462	0,15%
A befektetési szolgáltatás nyújtása során kezdeményezett tranzakciókkal kapcsolatos	Brókeri jutalék	0	0,00%
	Egyéb tranzakciós, letétkezelői, felügyeleti díjak	19 368	0,01%
	Kötvények, FX-ek implicit díja	51 519	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 2019 Q1

Allianz Önkéntes Nyugdíjpénztár Működési - 2019 Q1			
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	3 291 791	0,15%
A befektetési szolgáltatás nyújtása során kezdeményezett tranzakciókkal kapcsolatos	Brókeri jutalék	0	0,00%
	Egyéb tranzakciós, letétkezelői, felügyeleti díjak	158 018	0,01%
	Kötvények, FX-ek implicit díja	394 832	0,02%
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 2019 Q1

Allianz Önkéntes Nyugdíjpenztár Növekedési portfólió - 2019 Q1			
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	34 222 822	0,18%
A befektetési szolgáltatás nyújtása során kezdeményezett tranzakciókkal kapcsolatos	Brókeri jutalék	786 498	0,00%
	Egyéb tranzakciós, letétkezelői, felügyeleti díjak	1 529 636	0,01%
	Kötvények, FX-ek implicit díja	3 637 148	0,02%
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.