

# VAGYONKEZELŐI BESZÁMOLÓ

## ALLIANZ ÖNKÉNTES NYUGDÍJPÉNZTÁR

2019. IV. NEGYEDÉV

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

2020.01.13.

**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





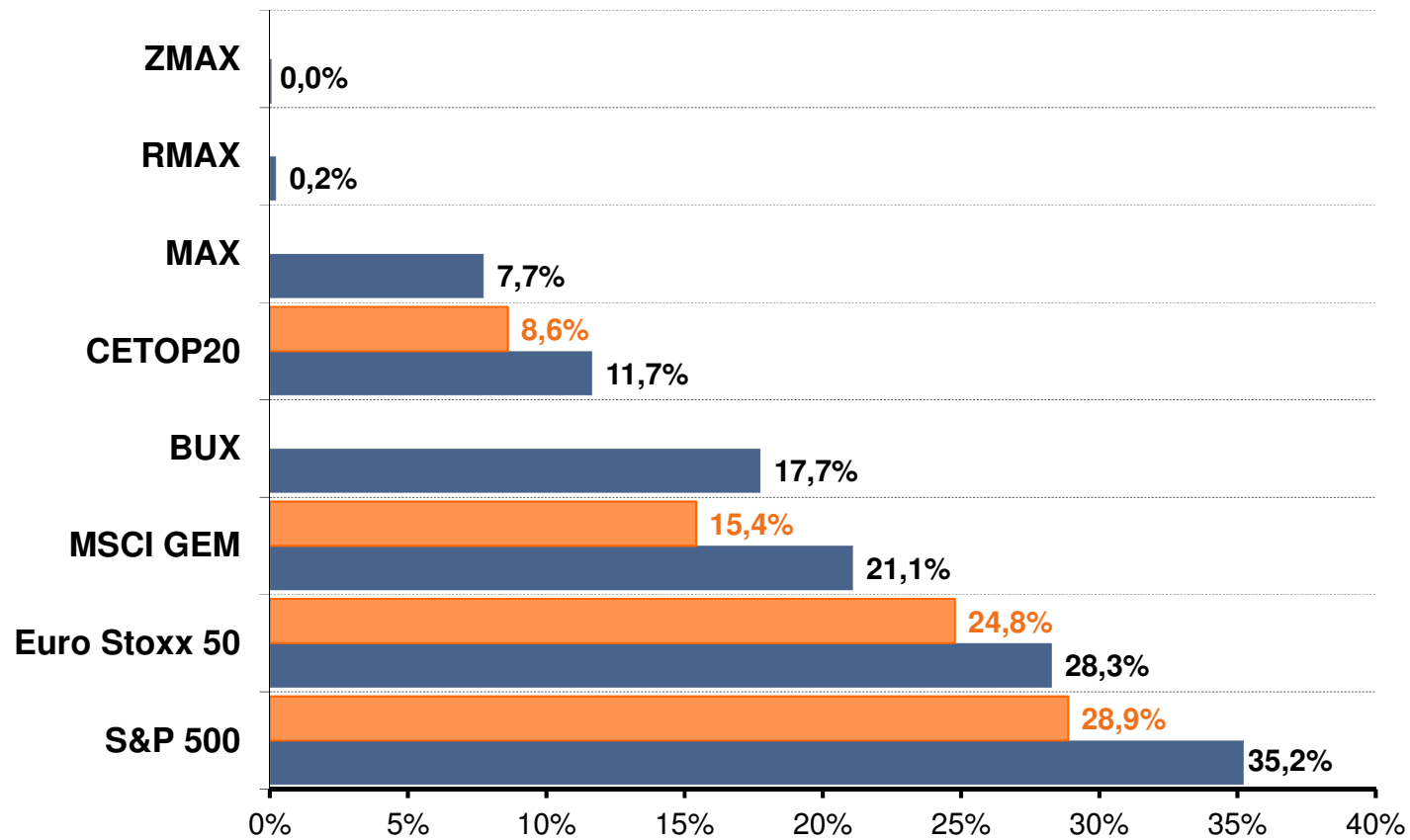
# PORTFÓLIÓK TELJESÍTMÉNYE 2019.09.30-TÓL 2019.12.31-IG

Portfóliókezelt állomány	Portfóliókezelői bruttó hozam	Benchmark hozam	Alul / Felülteljesítés	Kezdő dátum	Kezdő vagyon	Záró dátum	Záró vagyon
Allianz Önk. Klassz.	0,30%	0,09%	0,20%	2019.09.30	6 910 002 863	2019.12.31	6 800 128 111
Allianz Önk. Kiegyen	1,34%	1,23%	0,11%	2019.09.30	169 365 186 375	2019.12.31	171 457 029 390
Allianz Önk. Növek.	3,26%	3,09%	0,17%	2019.09.30	21 818 196 942	2019.12.31	23 082 051 136
Allianz Önk. Kockáz.	6,02%	5,68%	0,34%	2019.09.30	6 089 711 160	2019.12.31	6 571 809 601
Allianz Önk. Likvid	0,31%	0,17%	0,14%	2019.09.30	356 033 763	2019.12.31	370 504 687
Allianz Önk. Működ.	0,32%	0,17%	0,15%	2019.09.30	2 406 174 840	2019.12.31	2 350 003 298

A portfóliókezelői bruttó hozam a portfóliókezelő teljesítményét hivatott mérni, mely nem feltétlenül egyezik meg a jogszabályban előírt bruttó és nettó hozammal metodikai különbség miatt.



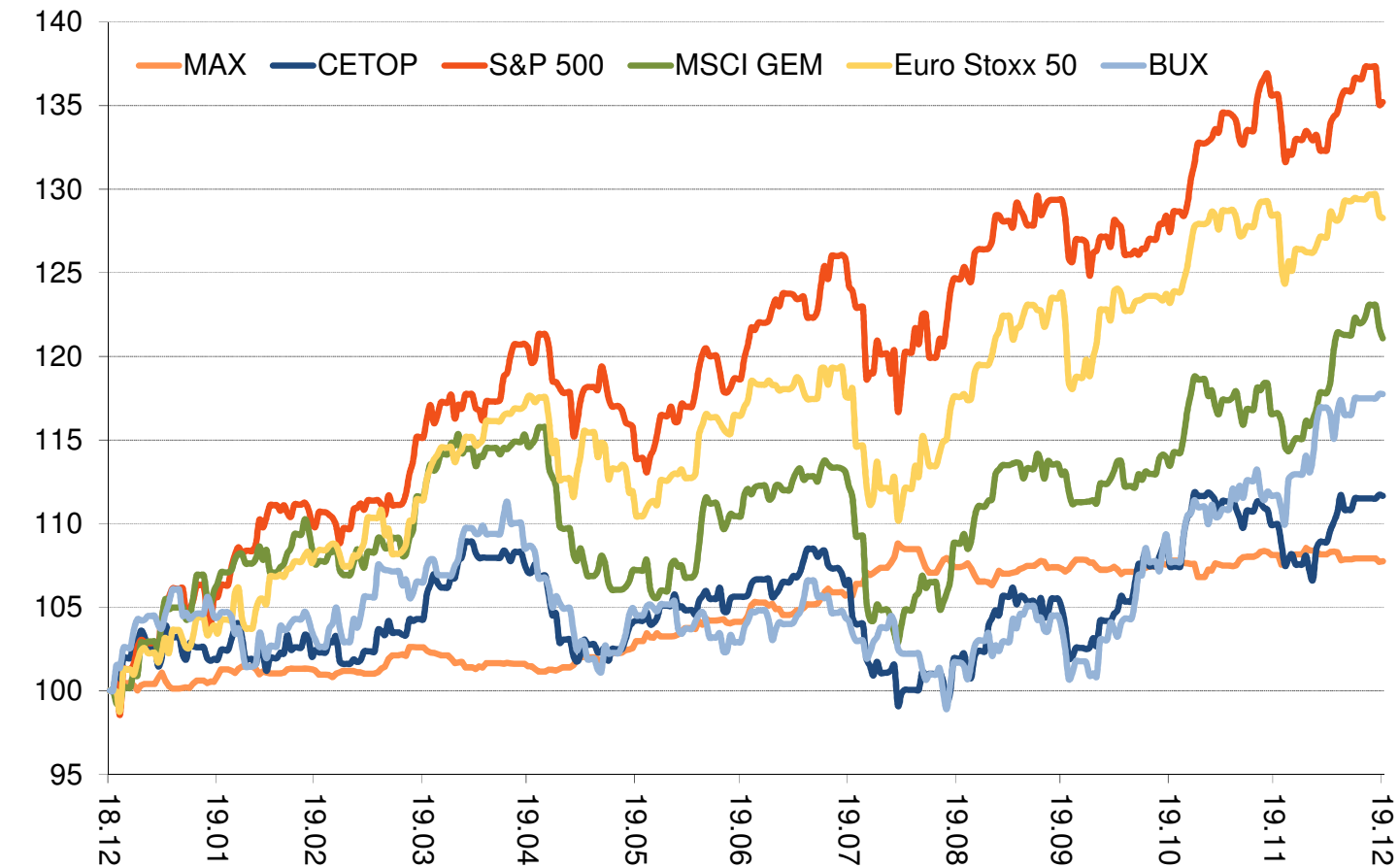
# FŐBB INDEXEK TELJESÍTMÉNYE 2019 YTD (HUF ÉS SAJÁT DEVIZA)



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő



# FŐBB INDEXEK ALAKULÁSA 2019 YTD



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő



# PORTFÓLIÓK TELJESÍTMÉNY FELBONTÁSA 2019.09.30-TÓL 2019.12.31-IG

KIEGYENSÜLYÖZOTT PORTFÓLIÓ						
	Kezdő dátum	2019.09.30		Záró dátum	2019.12.31	
	Portfólió hozam	1,34%		BM hozam	1,23%	
	Alul/felülteljesítés	0,11%				
	Eszközallokáció hozzájárulás	Eszközcsoport hozzájárulás	Eszközcsoport hozama	Eszközcsoport BM hozama	Eszközcsoport aktuális súlya	Eszközcsoport BM aktuális súlya
<b>Összesen</b>	<b>0,06%</b>	<b>0,05%</b>	<b>1,34%</b>	<b>1,23%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>
RESZVÉNY	0,05%	0,00%	6,35%	6,35%	17,30%	16,00%
KOTVÉNY	0,01%	0,05%	0,34%	0,27%	82,70%	84,00%

NÖVEKEDÉSI PORTFÓLIÓ						
	Kezdő dátum	2019.09.30		Záró dátum	2019.12.31	
	Portfólió hozam	3,26%		BM hozam	3,09%	
	Alul/felülteljesítés	0,17%				
	Eszközallokáció hozzájárulás	Eszközcsoport hozzájárulás	Eszközcsoport hozama	Eszközcsoport BM hozama	Eszközcsoport aktuális súlya	Eszközcsoport BM aktuális súlya
<b>Összesen</b>	<b>0,05%</b>	<b>0,12%</b>	<b>3,26%</b>	<b>3,09%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>
RESZVÉNY	0,03%	0,11%	6,76%	6,51%	46,15%	45,00%
KOTVÉNY	0,02%	0,01%	0,35%	0,33%	53,85%	55,00%

KOCKÁZATVALLALÓ PORTFÓLIÓ						
	Kezdő dátum	2019.09.30		Záró dátum	2019.12.31	
	Portfólió hozam	6,02%		BM hozam	5,68%	
	Alul/felülteljesítés	0,34%				
	Eszközallokáció hozzájárulás	Eszközcsoport hozzájárulás	Eszközcsoport hozama	Eszközcsoport BM hozama	Eszközcsoport aktuális súlya	Eszközcsoport BM aktuális súlya
<b>Összesen</b>	<b>0,17%</b>	<b>0,17%</b>	<b>6,02%</b>	<b>5,68%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>
RESZVÉNY	0,02%	0,16%	6,50%	6,32%	90,91%	90,00%
KOTVÉNY	0,15%	0,01%	0,14%	0,01%	9,09%	10,00%

MAKROGAZDASÁGI  
ÖSSZEFOGLALÓ

2



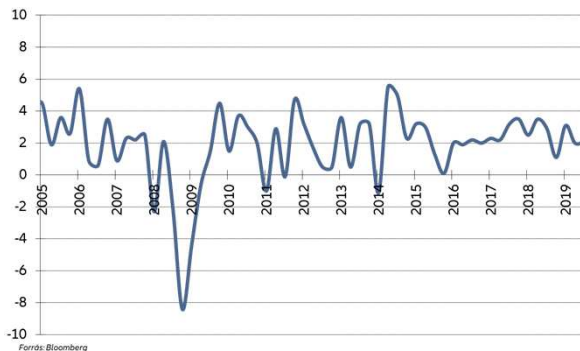




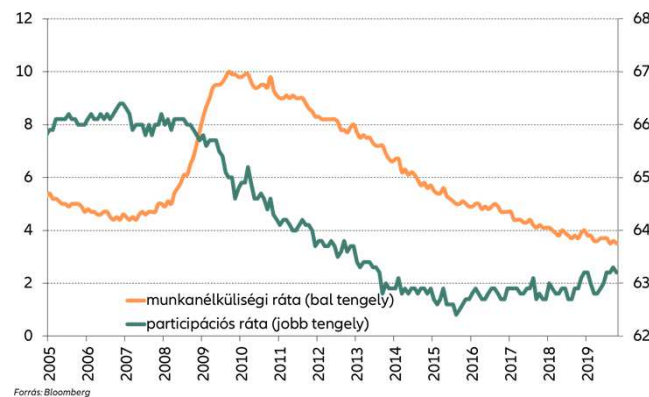
# USA GAZDASÁGI ADATOK

- Az USA harmadik negyedéves évesített gazdasági növekedése az előző negyedév hasonló értéke után ismét 2,1% lett, ami a kereskedelmi háborús feszültségeket és a többi nagy gazdaság hasonló adatát figyelembe véve még mindig szép érték. A kiskereskedelem is inkább bővülést mutat, a november például 0,2% körüli növekedést hozott. Az ipari termelési adatok gyengébbek, de például a legutóbbi (novemberi) érték 1,1% havi bővülést mutatott az előző hónapok enyhe csökkenése után.
- A munkanélküliségi ráta már 2018-ban 4% körüli szinten mozgott, 2019-ben pedig további javulást figyelhettünk meg, a szeptemberi érték 3,5%, amihez hasonló adatért az 1960-as évek végéig kell visszanyúlni. Egy kicsi emelkedés után a november ismét 3,5% lett. A participációs (foglalkoztatási) ráta az előző időszak jelentős romlása után 2014-től lényegében stagnáló, utóbbi egy-két évben talán inkább enyhén javuló tendenciát mutat. A mezőgazdaságon kívüli foglalkoztatás novemberben közel 270 ezer fős bővülést mutatott, ami jelentősen meghaladta a várakozásokat. Tehát a munkaerőpiac továbbra is erős, sőt még mindig enyhén erősödő. Az órabérek növekedési üteme a feszes munkaerőpiac ellenére továbbra sem szállt el, kicsivel 3% felett stagnált 2019-ben.
- Az infláció 2018 első felében látott gyorsulása 2018 vége felé megfordult és bár 2019-ben inkább enyhe emelkedést láthatunk bele az adatokba, inflációs nyomásról azóta sem beszélhetünk, az infláció a Fed célja körül, sőt inkább alatta alakult. A novemberi áremelkedési ütem évi 2,1% volt. A Fed által még inkább figyelemmel kísért magindex (PCE core) az év folyamán egy szűk, 1,6-1,8%-os sávban oldalazott.

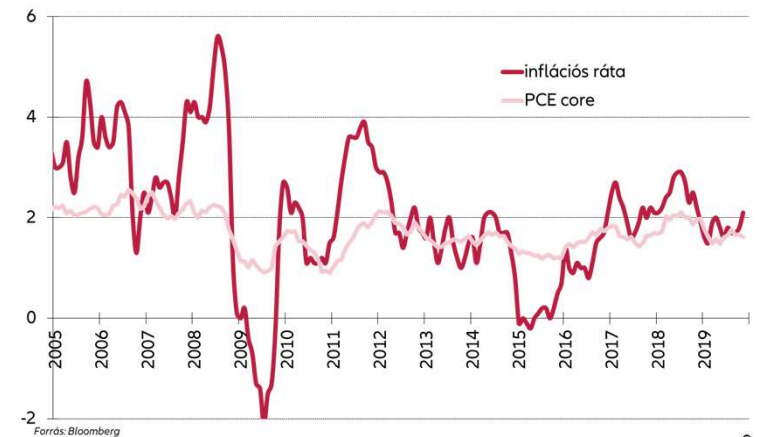
USA reál GDP növekedése



USA munkaerőpiac



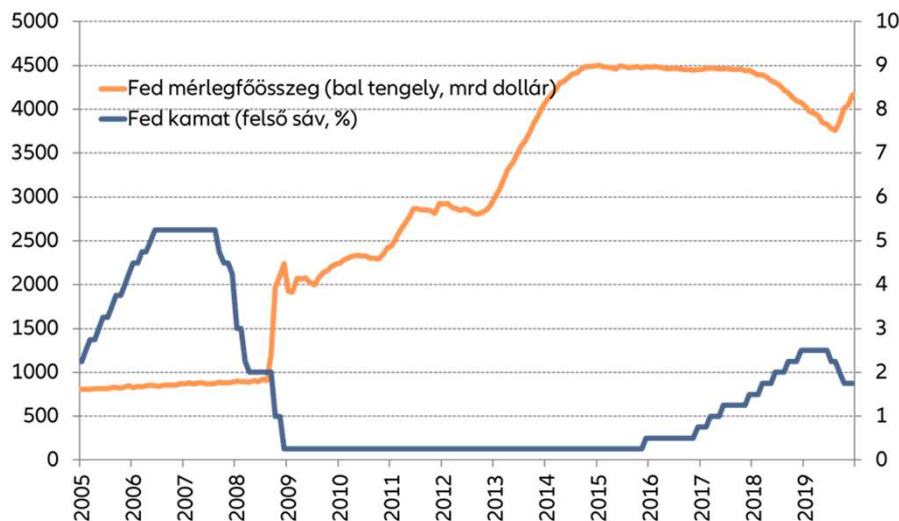
USA infláció





# USA – MONETÁRIS POLITIKA

USA monetáris kondíciók



Forrás: Bloomberg

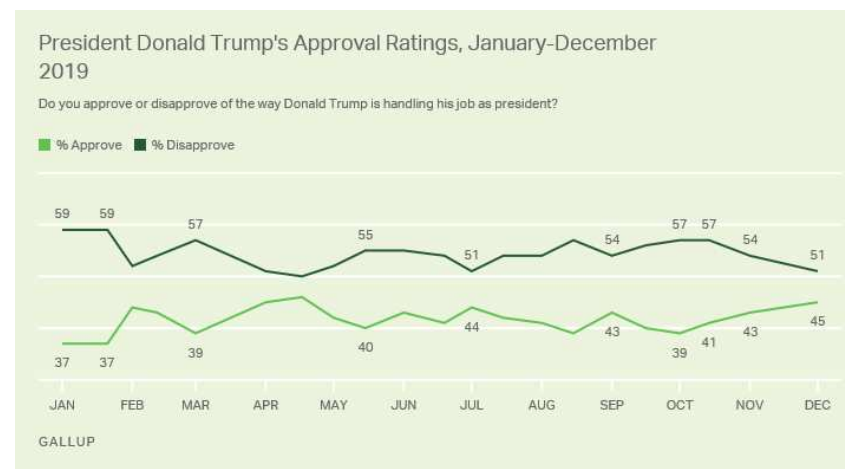
- Az elmúlt évek fokozatos és folyamatos szigorítása után az év első felében egyre nyilvánvalóbbá vált, hogy a kereskedelmi feszültségek és a lassuló globális gazdaság hatására lazítás jöhet. A júliusi 25bp-os kamatvágás volt az első a sorban, melyet szeptemberben és októberben egy-egy újabb hasonló lépés követett, ezzel 1,5-1,75% lett a megcélzott rövid kamatszint.
- A decemberi közlemény és a sajtótájékoztató alapján a döntéshozók monetáris politikát megfelelőnek ítélik, a gazdasági előrejelzések közül csak a munkanélküliség becslésénél látni érzékelhető csökkenést. A hosszú távú munkanélküliségi becslés az egy évvel ezelőtti 4,4%-ról 4,1%-ra csökkent. A gazdasági növekedésre 1,9%-ot, az inflációra 2%-ot láthatunk az anyagban.
- A Fed kamatpályára vonatkozóan szintén lejjebb toldottak a várakozások egy év alatt, ami a hosszú időhorizontnál csak negyed százalék körüli csökkenés a mediánban, de 2020-ra és 2021-re nagyságrendileg egy százalékpont.
- A Fed 2017 őszén határozott meg egy ütemtervet a mérleg fokozatos leépítésére, negyedévenként növekvő intenzitással. A havi csökkenés 2018 októbertől érte el legnagyobb értékét: összesen 50 milliárd dollárt (30 milliárd állampapír és 20 milliárd jelzálogkötvény). A 2018. év végi tőzsdei esés, romló gazdasági kilátások és az alacsony inflációs nyomás hatására 2019 márciusban bejelentették, hogy májustól az állampapír „nemvásárlás” 30-ról 15 milliárd dollárra csökken, míg októbertől már nem lesz mérlegszűkítés (csak átrendezés a két eszköztípuson belül, az állampapírok javára). A júliusi ülésen a kamatvágás mellett döntés született arról is, hogy a mérlegleépítés két hónappal hamarabb, augusztus végével befejeződik.
- Október elején a Fed döntött arról, hogy rendszeresen USA kincstárjegyet vásárol, az ehhez kapcsolódó lejáratokat pedig újra befekteti. Ezzel a Fed mérleg ismét növekedésnek indult, ugyanakkor ez minőségében nem azonos a korábbi mennyiségi lazításokkal (QE), mert a mostani lépés a bankközi likviditás fenntartására, a rövid piaci kamatlábak célsávban tartására szolgál, nem pedig a hosszú hozamok befolyásolására.



## USA BELPOLITIKA

- A márciusban kiadott Mueller-riport nem tárt fel bizonyítékot összejárásra a Trump-kampánystáb és az orosz kormányzat között az elnökválasztás során. A demokraták így nem is indítottak impeachment eljárást az elnök ellen, hiszen ennek keresztülvételének esélye, potenciális politikai hozadéka minimális lett. A Mueller riport azért még hónapokig beszéd tárgya volt, a demokrata politikusok próbálják továbbvinni a Donald Trump által csak „boszorkányüldözésnek” nevezett vizsgálatokat.
- Az ellenzék azóta új témával igyekszik aláásni Trump támogatottságát: egy júliusi USA-ukrán elnöki telefonbeszélgetés miatt kezdték meg végül az eljárást. A vádak elsődlegesen arról szólnak, hogy az USA elnöke egy Ukrajnának járó támogatást tartott vissza azért, hogy az ukrán elnök a demokrata elnökjelölt és korábbi alelnök (Joe Biden) fiának ukrán ügyét kivizsgálja. A demokrata többségű Képviselőház decemberben meg is szavazta az elnök elleni felelősségrevonási eljárás folytatását. A Szenátushoz még nem került benyújtásra az anyag. A késlekedés oka talán az, hogy az eddigi vizsgálatok eredménye nem alapozza meg kellően Trump elmozdítását, így jó esély lenne rá, hogy a republikánus többségű Szenátus végül ne szavazza meg az elnök elmozdítását. Ebben az esetben egyébként az alelnök venné át a tisztséget, de nyilván a választások szempontjából a kormányzó pártnak nem jelentene sok jót. Egy sikertelen eljárás a demokratákra vissza is üthet, amennyiben „mellékesen” terhelő tanúvallomások hangzanak el Biden fiára.
- Február elején megkezdődik az előválasztási folyamat, majd július közepén, a demokraták kongresszusán dől el, ki lesz Trump ellenfele. A republikánusok esetében nincs is kérdés, mivel a másik két elnökjelölt előtt Donald Trump magasan vezet, míg a demokratáknál Joe Biden a legesélyesebb, de Bernie Sanders és Elizabeth Warren is jelentős támogatottsággal bír, rajtuk kívül pedig tíznél is több jelölt van még versenyben. Maga az elnökválasztás november elején lesz.
- Donald Trump többek közt a republikánusok egysége, a jó állapotban lévő USA gazdaság, magasan álló részvényárfolyamok miatt egyáltalán nem tekinthető esélytelennek, de az kétségtelen, hogy az elnöki munkájának támogatottsága a közvéleménykutató intézetek szerint nem túl magas, a Gallup decemberben 45%-os elfogadottságot mért, míg az amerikai elnökök az 1938-2019 időszakban átlagosan 53%-ot értek el.

Donald Trump elfogadottsága



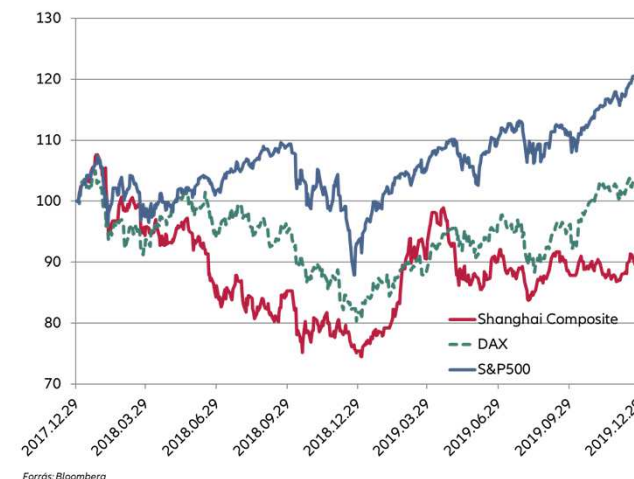
Forrás: <https://news.gallup.com/poll/271691/trump-approval-inches-support-impeachment-dips.aspx> 11



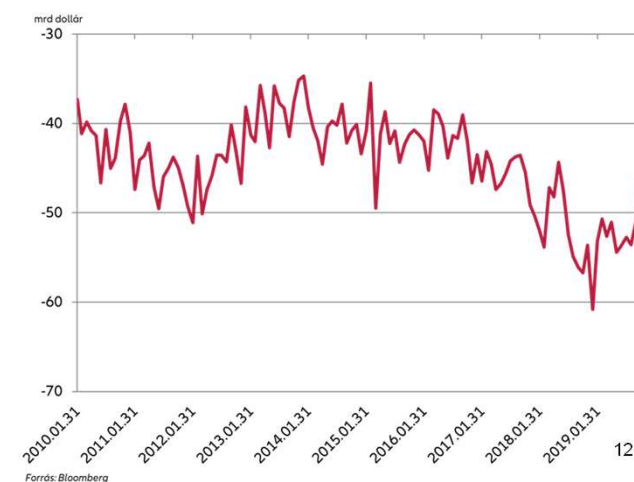
## USA KERESKEDELEMPOLITIKA

- A kereskedelmi háború már két éve kiemelten fontos téma a tőkepiacokon. 2019 elején a piaci szereplők optimistábbak voltak, és a tárgyalásokról is inkább biztató kormányzati nyilatkozatokat olvastunk. Májusban ugyanakkor újra negatív fordulatot vettek az események, az amerikai fél állítása szerint Kína több korábban már egyeztetettnek hitt pontból kihátrált. Az USA elnök gyakorlatilag minden kínai importra bevezetett adót, majd emelt bizonyos vámtételeken. A Huawei is egyre nehezebb helyzetbe került. Időleges enyhülést a június végi G20 csúcstalálkozó hozott, ahol a két elnök a tárgyalások folytatásában állapodott meg.
- Ősszel újra romlott a helyzet, újabb technológiai cégek kerülnek feketelistára. Az év vége felé pedig Trump elnök elég határozottan nyilatkozta, hogy neki nem sürgős a megállapodás. Így félt, hogy december közepétől a kínai termékek maradék részére is életbe léptesse a pótvámot az USA. A számok egyelőre Trumpot igazolták, hiszen az USA gazdasága, részvénytőzsa mind abszolút, mind relatív értelemben jól teljesített az elmúlt két évben. E mellett a külkereskedelemben is megfordulni látszik a romló tendencia, az infláció pedig egyelőre nem indult látványos növekedésnek. Kína esetében ugyanakkor sok hír érkezett lassulásról, emiatt szükségessé váló monetáris és fiskális stimulusról, és a kínai infláció sem tekinthető alacsonynak.
- A fenti érvek feltehetőleg közrejátszottak abban, hogy év végére körvonalazódjon egy első körös megállapodás, amely aláírása 2020 elején várható. A feleknek ugyanakkor több lényeges kérdésben erősen szemben állnak az érkei, így egy átfogó megoldás összehozásáig még számtalan fordulatot láthatunk.
- Európa szempontjából sem volt egyszerű az év: az Airbus támogatása miatt az USA a WTO jóváhagyását követően védővámokat vezetett be, nem csak repüléssel kapcsolatos termékekre. A hazánkat is érzékenyen érintő autóvámok tekintetében nem volt jelentősebb hír, de egyelőre nem lélegezhetünk fel.

Az USA, kínai és német részvénytőzsze relatív teljesítménye



Az USA külkereskedelmi egyenlege

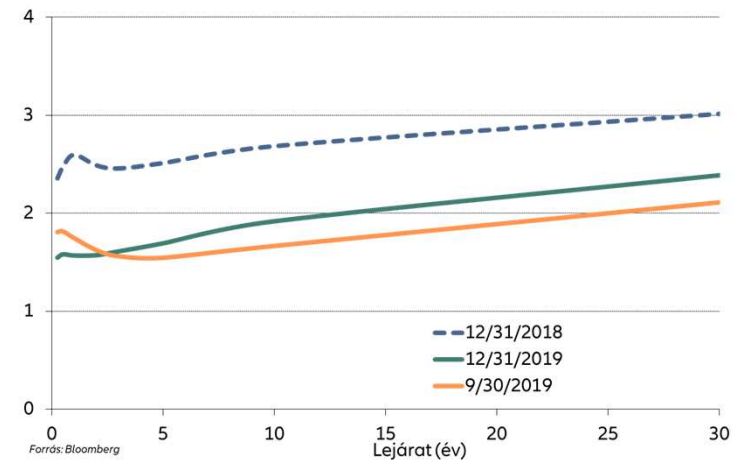




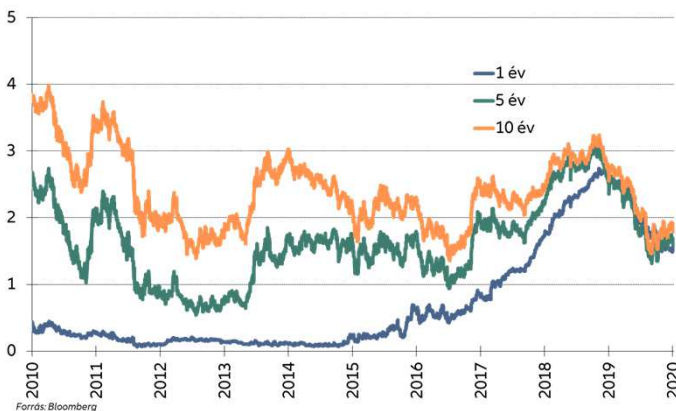
# USA ÁLLAMPAPÍRPIAC

- A kereskedelmi háborús félelmek, valamint a Fed fokozatos elmozdulása a szigorítástól a lazítás felé a kötvénypiaci hozamok csökkenésének irányába hatottak. A 10 éves USA államkötvény hozama a harmadik negyedévben már 1,5% alá is benézett, ami a 2018 második felében látott csúcshoz képest már 150 bázispontot meghaladó hozamesést jelentett. Az év végéig egy enyhe emelkedést láttunk, de így is egy jelentős, 100 bázispontot közelítő volt az éves lefelé mozdulás a 10 éves lejáraton.
- A Fed várakozásokat még jobban tükröző 2 éves hozam szintén nagyságrendileg 100 bázispontot menetelt, az utolsó negyedévben lényegében csak oldalazott már, és 1,6% körüli szinten zárta az évet. A gazdasági recesszió jó előrejelzőjének tekintett inverz hozamgörbe tartósan nem alakult ki, az év utolsó hónapjaiban kissé nőtt is a görbe meredeksége.

Hozamgörbe



Állampapír hozammozgások



Vagyonkezelői beszámoló | Allianz Alapkezelő Zrt. |  
© Copyright Allianz 2020. január 13.

Állampapírpiac 2019-ben





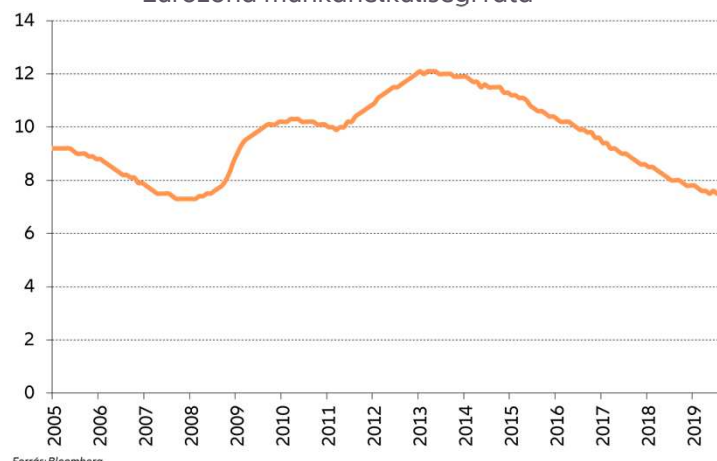
# EURÓZÓNÁS GAZDASÁGI ADATOK

- Az USA gazdasága nem száguld, azonban a negyedéves GDP adatok nem utalnak közeli recesszióra, a munkaerőpiaci adatok rekordszinteken, a fogyasztás is bővül, inkább csak az iparon érződik egyfajta megtorpanás. Az eurózónára tekintve közel sem ilyen kedvező a kép, bár kevésbé tűnik rossznak a tendencia mint amit fél-egy éve gondolhattunk. A GDP bővülése már egy jó pár negyedéve kicsivel évi 1% feletti, a zóna motorjának tartott Németország gyengélkedik, de a második negyedéves -0,1% után a harmadikra 0,1%-os negyedévre vonatkozó bővülést regisztráltak, év/év alapon pedig utóbbira 1%-ot. Az eurózóna ipari termelése az októberi adat szerint is csökkent (-2,2% egy év alatt), a kiskereskedelem bővülése ugyanakkor jobb képet mutat, novemberben 2,2%-kal haladta meg az egy évvel korábbi volument.
- Az eurózónás munkanélküliségi ráta lassú mérséklődése az első negyedév után inkább stagnálásba váltott (november: 7,5%). Németországban 5,0% körül ingadozik ez a mutató, míg Olaszországban 2012 eleje után csak idén májusra csökkent 10% alá, novemberben 9,7%-on állt.
- Az inflációt nézve 2018-ban ugyan többször is közeltek valamivel 2% feletti értéket, aztán egy jelentős csökkenésnek lehettünk tanúi: 2019 októberre 0,7%-ra olvadt az áremelkedés, ami már az EKB kicsivel 2% alatti céljától jelentősen eltávolodott. A decemberi előzetes adat ugyanakkor már 1,3%. A maginfláció is mintha emelkedne kissé, a decemberi becslés szintén évi 1,3% lett.
- Tehát az eurózóna gazdasági növekedése még pozitív ugyan, de továbbra is inkább gyengének nevezhető. A negatív kockázatok év végén csökkentek kissé, ugyanakkor nem nyugodhatnak meg még a gazdaságpolitikusok. Mindezek alapján az EKB-től továbbra is laza monetáris politikát várhatunk, viszont további lazítás egyelőre nem tűnik indokoltnak.

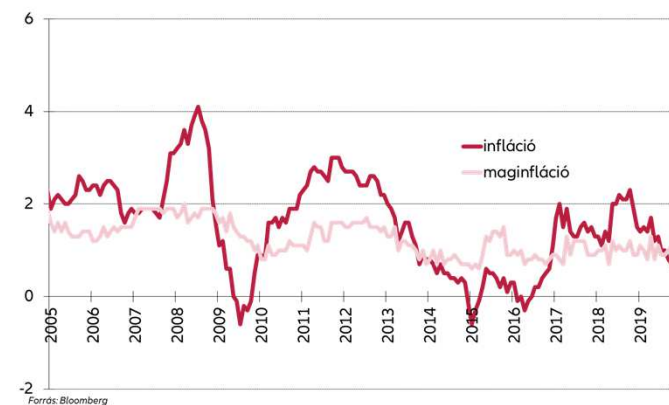
Eurózóna reál GDP növekedés



Eurózóna munkanélküliségi ráta



Eurózóna infláció

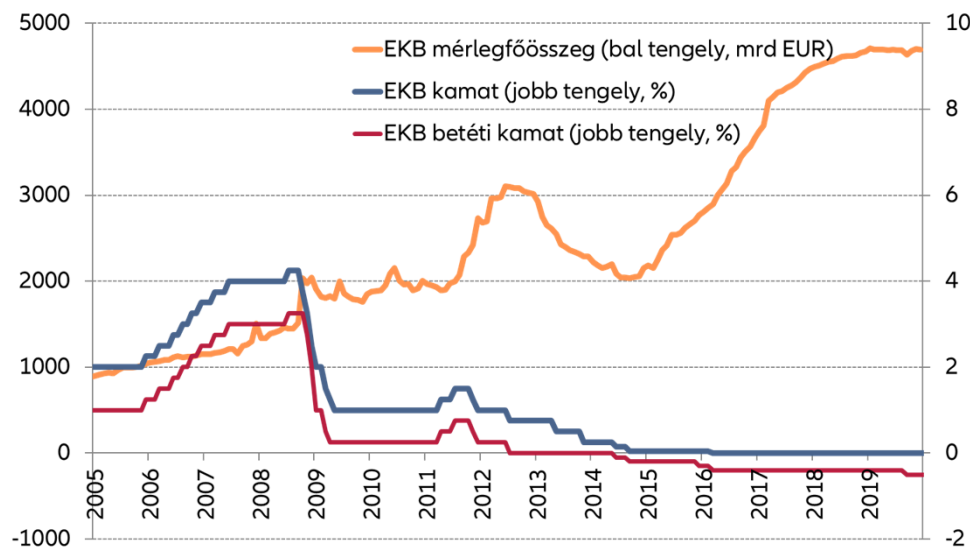






# EKB – MONETÁRIS POLITIKA

EKB monetáris kondíciók



Forrás: Bloomberg

- A kamatok jövőbeli alakulására vonatkozó előrejelzés (forward guidance) is jelentősen átalakult szeptemberben, konkrét dátumot nem tartalmaz már: addig lesznek a jelenlegi vagy alacsonyabb szinteken az EKB kamatszintek, amíg az inflációs kilátások nem közelítenek jelentősen az EKB inflációs céljához, és ezt az inflációs mutatók alakulása is igazolja.
- Ezen felül novembertől az eszközvásárlási program is újraindult, havi 20 milliárd euró értékben, a lejáró állomány folyamatos újra befektetése mellett.
- A negyedik negyedévben nem volt érdemi változás az eurózóna monetáris politikájában. A GDP-előrejelzést kicsit lefelé, inflációt felfelé húzták. A decemberi sajtótájékoztatót már az új EKB elnök Christine Lagarde tartotta. Az eddigi megnyilatkozások alapján Lagarde alatt is támogató marad a monetáris politika.

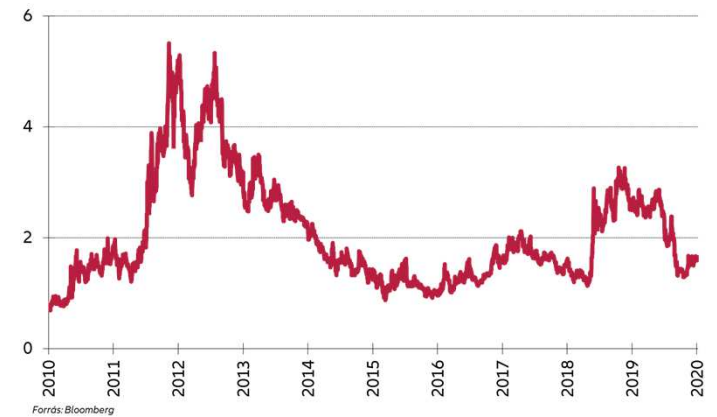
- 2019-ben a márciusi kamatdöntő ülés hozott először jelentősebb változásokat. Az EKB érzelve a gyengébb gazdasági növekedésre utaló adatokat és a visszacsorgó inflációt, így csökkentette a GDP-re és az áremelkedésre vonatkozó előrejelzéseit, kitolta az első kamatemelés időpontjára vonatkozó iránymutatást, bejelentették a bankok részére a hosszú távú refinanszírozási hitellehetőség újraindítását (TLTRO 3).
- Júniusban is a lazítás fele tolódott a hangvétel: az alacsony kamatokra vonatkozó iránymutatás 2020 közepéig került kitolásra.
- Az EKB 09.12-én végül jelentős lazítási „csomagot” jelentett be. Az alapkamat ugyan nem változott, a betéti kamatlábat ugyanakkor 10bp-tal, -0,5%-ra csökkentették. Bizonyos banki tartalékok az intézkedés mellékhatásainak csökkentése végett mentesülhetnek a negatív kamatoktól. E mellett a TLTRO III kamata is kedvezőbb lehet az aktívan hitelező bankok számára.



# EURÓZÓNÁS ÁLLAMPAPÍRPIAC

- A gazdaság lassulása, a mérséklődő infláció, a Fed kamatvágásai és persze az EKB lazítás mind erősítették az európai állampapírpiacot az első három negyedévben. A német állampapírok esetében a 10 éves lejárat 2016 után 2019 márciusban ismét negatívba fordult. Az esés itt nem állt meg, augusztus végén -0,7% körüli értékeket láttunk. Év végéig azonban a hozamok ismét emelkedtek, a 10 éves hozam -0,2 körül zárt. Az emelkedés okai közül említhetjük, hogy az EKB szeptemberben meglépett csomagja után újabb lazítás rövid távon nem várható, a német és az eurózónás gazdasági adatok nem romlottak tovább, illetve az év legvégén az USA is békülékenyebb hangot ütött meg a kereskedelmi háború terén.
- A perifériaként emlegetett olasz, portugál és spanyol kötvénypiacokon jelentősebb lokális félelmek nem voltak tapasztalhatók, az olasz költségvetéssel kapcsolatos aggodalmak is enyhültek, így ezen országok piacain is jelentős erősödést láthattunk az év nagyobb részén. Év végén itt is volt hozamemelkedés, de a némethez képest a spread nem tárgult lényegesen.

A 10 éves olasz és német államkötvények hozamkülönbsége

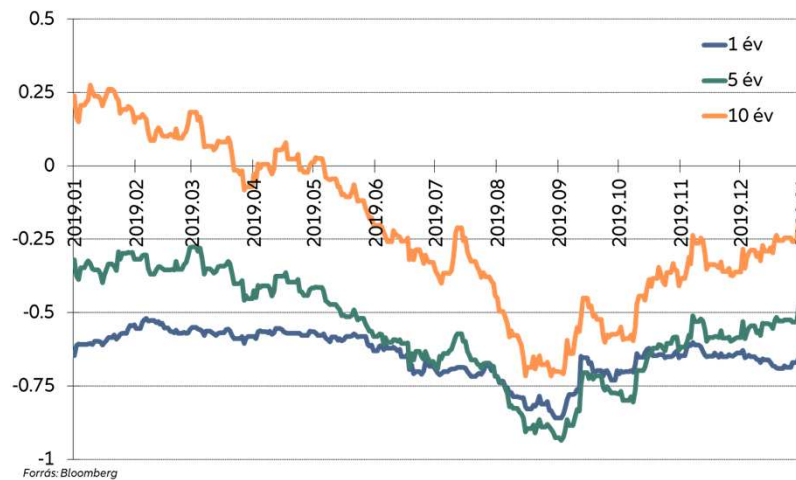


Állampapír hozammozgások (német)



Vagyonkezelői beszámoló | Allianz Alapkezelő Zrt. |  
© Copyright Allianz 2020. január 13.

Állampapír hozammozgások 2019-ben (német)







## EGYÉB PIACOK, KOCKÁZATOK

- **Japánban** a harmadik negyedévben 0,4%-os negyedéves gazdasági növekedést regisztráltak, 2018 negyedik negyedévével nagyságrendileg hasonló értékeket láttunk. A novemberi adat szerint a kiskereskedelmi forgalom évi 2,1%-kal csökkent, de ebben októberi egyszeri negatív hatások is közrejátszottak. Az ipar Japánban is szenved, a novemberi előzetes érték évi 8,1%-os szűkülést mutatott. A 2018-ban még 1% körül ingadozó áremelkedési ütem fokozatosan ismét lassult: 2019 szeptemberre már csak évi 0,2%-ot mutattak ki, de a novemberi adat 0,5% lett. A kép azért sem olyan borús, mert a friss élelmiszer és energiaárak nélkül számolt magindex az év folyamán stabil volt, végül kis emelkedést is mutatott, novemberre 0,8% lett. A monetáris politika 2019-ben lényegesen nem változott. A hangvétel a többi nagy jegybank lazításával párhuzamosan valamelyest lazább irányba mozdult, de Kuroda jegybankelnök egy utóbbi azon nyilatkozata érdekes volt, hogy a negatív kamatlábak alkalmazásának is vannak határai, tehát nem lehet korlátlanul kamatot vágni a pénzügyi közvetítőrendszerre gyakorolt negatív hatás nélkül. A piaci hozamszint a globális kötvénypiaci erősödési hullámban a 10 éves lejáratra augusztusig közel -0,3%-ig esett, év végéig viszont ismét 0% közelébe ért, ahol nagyjából az évet is kezdte.
- A **kínai** hatóságok a globális lassulási félelmekre válaszul több monetáris és fiskális lazító intézkedést hoznak, ami támogathatja a jövőbeli gazdasági növekedést. A 2019 harmadik negyedéves GDP adat 6% lett, az éves kiskereskedelmi adat 8%-os növekedést, az ipari termelés 6,2%-os bővülést mutatott novemberben. Az utolsó havi adatokat leszámítva a statisztikák enyhe lassulásról árulkodnak.
- A **török** infláció a 2018 októberi évi 25% körüli csúcsról 2019 szeptemberre 10% alá mérséklődött, decemberben 11,8%-on állt. Annak ellenére, hogy az új jegybankelnök az egyhetes repó rátát 2019 júliustól a 24%-os szintről több lépésben 12%-ra csökkentette, a deviza összességében stabilnak mondható maradt, csak enyhén gyengült a dollárral és az euróval szemben. A gazdasági növekedés is három negyedév negatív száma után 2019 harmadik negyedévére már pluszban állt, évi 0,9%-ot mutatott. A 10 éves kötvényhozamok év végére 10% közelébe ereszkedtek a korábbi 15-20%-os szintekről.
- Az **olaj** ára inkább az év első felében mutatott jelentősebb mozgásokat, a harmadik negyedévtől stagnálásról beszélhetünk. Ennek oka, hogy az árat felfelé hajtó tényezők (például az iráni szankciók, Szaúdi Arábia egyik jelentős olajfeldolgozó üzemét ért dróntámadás) és a lefelé ható erők (USA növekvő energiaexportja, kereskedelmi háborús félelmek) nagyjából kioltották egymást. 2019 végén a globális lassulási félelmek csökkenésével láthattunk egy enyhe áremelkedést, de emelkedő trendről még nem beszélhetünk.

Olajár (WTI, dollár/hordó)

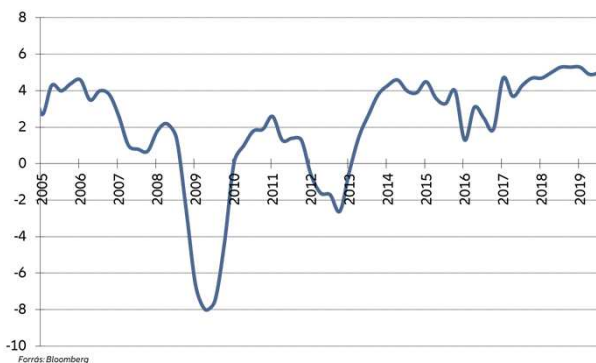




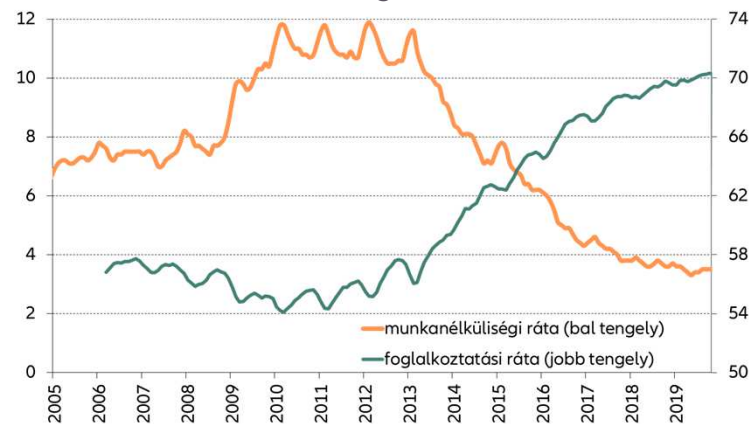
# HAZAI GAZDASÁGI ADATOK

- A magyar gazdaság 2019 harmadik negyedéves GDP adata évi 5%-os reálnövekedés mutatott, nagyjából az elemzői várakozásokkal összhangban (2018-ban és 2019 első két negyedévében is hasonlóan kimagasló, 5% körüli éves növekedést láttunk). Előremutatóan sem rosszak a kilátások, a kiskereskedelemben novemberben 7,3%-os bővülést regisztráltak az előző év azonos időszakához képest. Az ipari termelési adat ugyanezre a hónapra 5,7%-os éves növekedés lett.
- A munkaerőpiac további lassú javulását figyelhetjük meg 2019-ben. Az novemberi munkanélküliségi ráta 3,5%-os értéke hajszálnyival alacsonyabb az előző év decemberi számánál (3,6%), e mellett a szeptember-november időszakban a foglalkoztatottak átlagos száma 4 millió 517 ezer fő volt, ami 23 ezer fővel haladja meg az előző év azonos időszakát. A 15-64 évesek foglalkoztatási rátája is tovább növekedett árnyalatnyival, 70,2% lett a friss adat (egy évvel korábban 69,7% volt). A bérnövekedés a feszes munkaerőpiacon továbbra is 10% körüli (jórészt feletti) éves szinten alakul: októberre 11,6%-ot közölt a KSH.
- Az infláció az év első három negyedévében inkább a toleranciasáv felső értékéhez közelített, a szeptemberi adat ugyan 2,8% lett, de az inflációs alapfolyamatokat jelző mutatók akkor sem mutattak az áremelkedés tartós mérséklődésének irányába, a maginfláció 3,9% lett, az MNB által kiemelten figyelt adószűrt maginfláció pedig 3,4%. Novemberre az infláció már ismét 3% fölé gyorsult (3,4%), a maginfláció is 4%, az adószűrt maginfláció 3,6% lett.

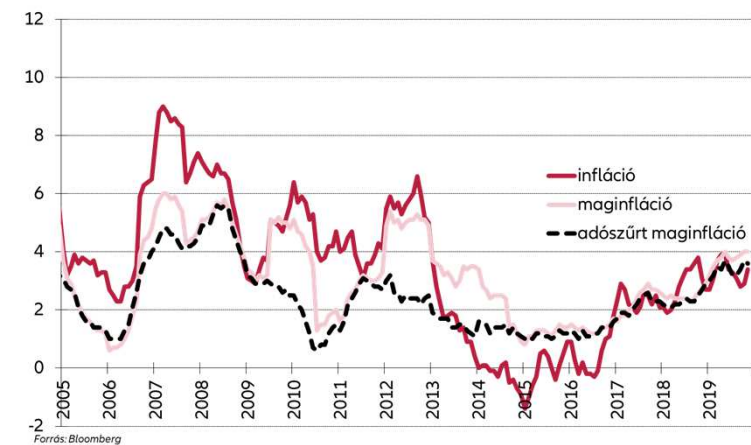
Magyar reál GDP növekedése



Hazai munkanélküliségi ráta



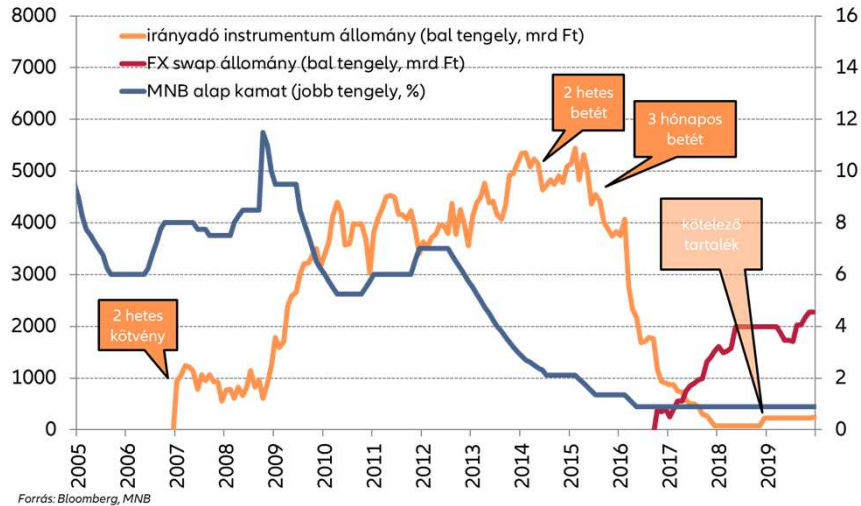
Infláció



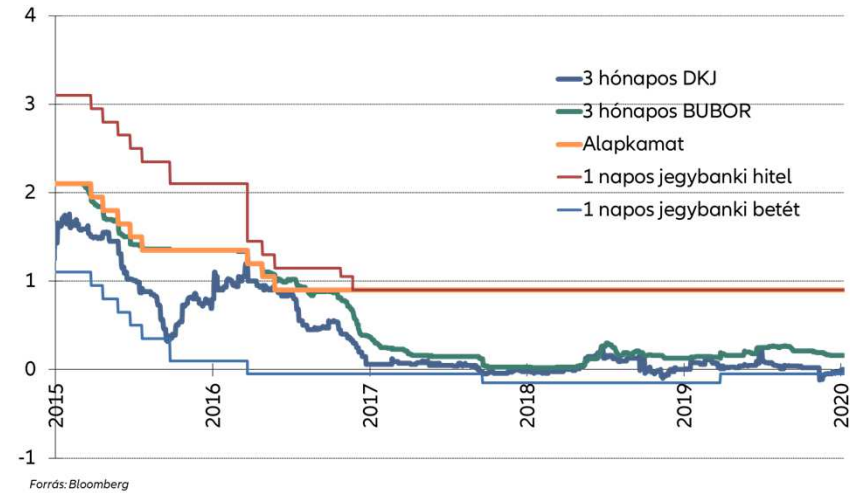


# HAZAI MONETÁRIS POLITIKA

Hazai monetáris kondíciók (alapkamat, FX swap állomány)



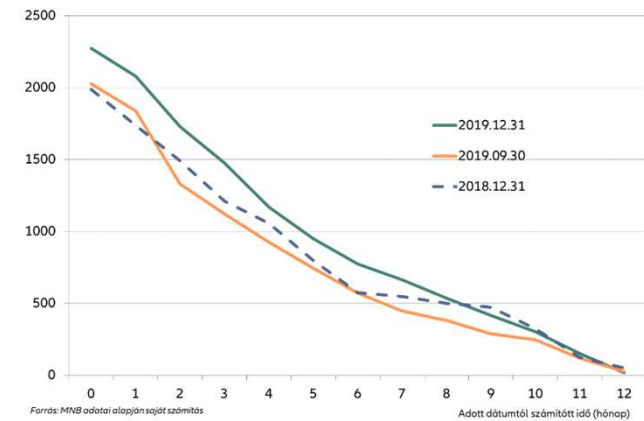
Hazai monetáris kondíciók (kamatok) és rövid hozamok



Forrás: Bloomberg

- Márciusban született döntés a betéti kamatláb jelképesnek tekinthető, 10 bázispontos emeléséről. Az év hátralévő részében a kamatkondíciók nem változtak. A kiszorítandó likviditás márciusban és júniusban is csökkentésre került.
- Szeptemberben ugyanakkor a nagy jegybankok intézkedései és az ismét mérséklődő hazai infláció lehetővé tették, hogy a kiszorított likviditás megcélzott állománya ismét növekedjen. Ez egy enyhe lazító lépésnek fogható fel. Az MNB – mint korábban a kis szigorítások esetében – ezt lazítást sem kívánta egy ciklus kezdetének beállítani, hangsúlyozták, a további lépések is adatvezéreltek lesznek. A korábbi szimmetrikus inflációs kockázatokkal szemben ugyanakkor a döntéshozók szerint szeptemberre a lefelé mutató hatások erősödtek. Ezt megfogalmazást a decemberi ülés változtatta ismét vissza szimmetrikussá.
- Látható tehát, hogy a külső környezet gyors változását a hazai jegybank is kénytelen volt óvatos fordulatokkal követni.

FX swap állomány lefutása (mrd Ft)



Forrás: MNB adatai alapján saját számítás

Adott dátumtól számított idő (hónap)



# MAGYAR INFLÁCIÓS FOLYAMATOK

Az infláció szempontjából továbbra is kettősséget figyelhetünk meg: a belső folyamatok inkább emelik, a külsők csökkentik a hazai pénzromlás ütemét. Ennek egyensúlya a jelenlegi jegybanki kommunikációnak az egyik lényeges pontja. Ezek hatásának nagysága és időbeli szinkronja nagyban befolyásolja, hogy az MNB lazítja vagy szigorítja a monetáris kondíciókat. A Monetáris Tanács döntéshozói szerint a globális lassulási félelmek mérséklődnek. Ez az alacsony importált inflációt emelheti, miközben a hazai folyamatok továbbra is az áremelkedés ütemének fokozódása irányába hatnak.

Azt láthatjuk az alábbi ábrán is, hogy a legtöbb termékcsoporthoz trendszerűen nő az áremelkedés üteme, kivéve a meglehetősen nagy súllyal szereplő iparcikkekénél. Tekintsünk át néhány pénzromlást befolyásoló külső és belső tényezőt:

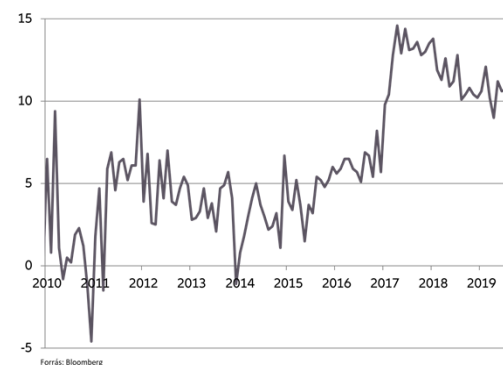
## Belső hatások alakulása:

- Már három éve 10% körüli vagy afeletti bruttó bérnövekedést látunk. A kérdés, hogy ez hogyan hat az inflációs várakozásokra. Az Inflációs jelentésben lévő ábra ebben folyamatos enyhe emelkedést mutat.
- A családvédelmi akcióterv (CSOK, babaváró hitel) is növeli az elkölthető jövedelmet.
- Kérdés, hogy a megnövekedett bér, juttatások mekkora hányada lesz fogyasztási cikkekre költve. A lakossági kötvények segíthetnek magasan tartani a megtakarítási rátát, ezáltal mérsékelni az inflációs nyomást.
- A tervekben csökkenő államháztartási hiány szerepel. Ha ez megvalósul, ennek lehet deflációs hatása.

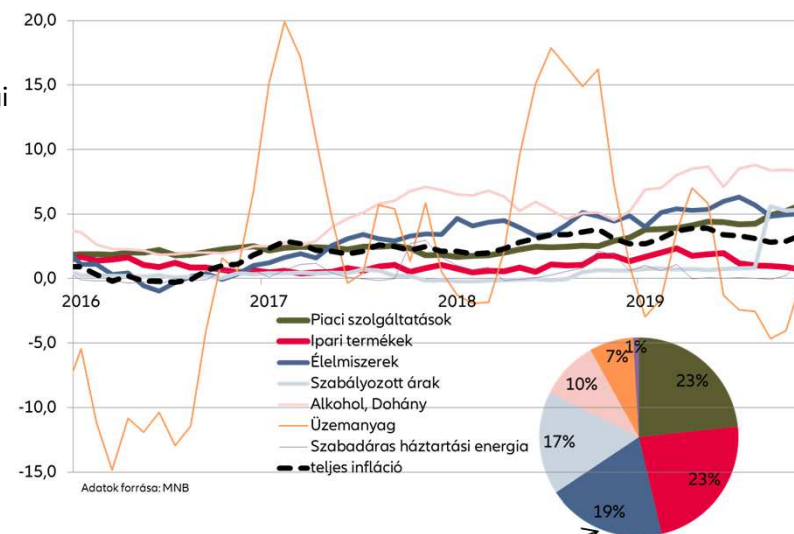
## Külső tényezők:

- A kereskedelmi konfliktusok egyelőre nem oldódtak meg, de most talán mérséklődnek. A lassulási félelmek oldódásával emelkedhet a globális infláció.
- Az olajár eddig az infláció mérséklődése felé hatott, de a szintek is emelkedhetnek most, illetve a 2018-as magas árak is kiestek a bázisból.
- Az EURHUF árfolyam egy hosszabb távú emelkedő trendben van, amely az importált termékek árát növeli.

Bérnövekedés (éves)



Hazai infláció és felbontása termékcsoporthokra



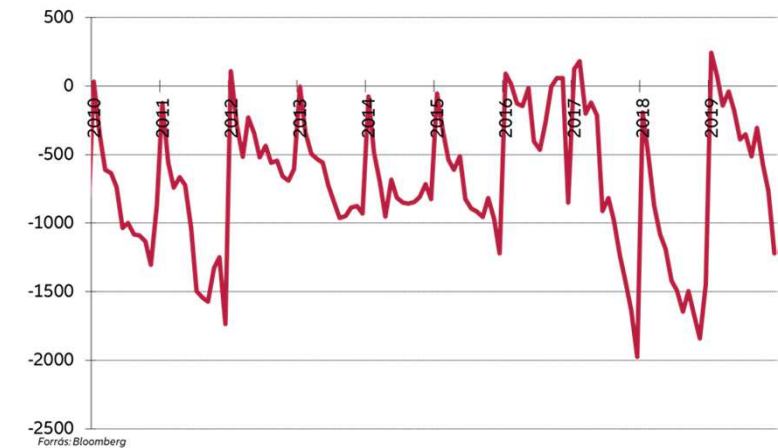


# HAZAI ÁLLAMPAPÍRPIAC

## Állampapírok

- Az államháztartás pénzforgalmi egyenlege az előző évben nem alakult túl jól, mivel a kormányzat jelentős összegeket fizetett ki EU-pályázatok megelőlegezésére, míg az EU ezen összegek csak töredékét utalta az év legnagyobb részében. 2019 sokkal kiegyensúlyozottabb volt ebből a szempontból, az EU-s kifizetések egyenlege is kedvezőbb, e mellett az adóbevételek is magasabbak a vártnál. Ez utóbbit támogatja gazdaság dinamikus bővülése, valamint a gazdaság fehérédése, többek közt az online számlázásnak köszönhetően. Az ÁFA bevétel például 500 milliárdot meghaladón bővült 2019-ben, az szja növekedése 200 milliárd felett alakulhatott. Ez a tendencia lehetőséget biztosított a korábban beígért júliusi járulékcsökkentésre, illetve a kiadási oldal emelésére is (többek közt babaváró hitel, egészségügynek juttatott források). Az adócsökkentési illetve kiadásnövelő intézkedések ugyanakkor mértékletesek voltak és eredőjük nem hozta az államháztartási hiány megugrását, ami a finanszírozási igényt is kordában tartotta.
- Az államkötvény-aukciók jellemzően jó kereslet mellett zajlottak az egész évben. Az ÁKK év elején általában növeli a kibocsátási aktivitást, 2019-ben azonban a kedvező költségvetési folyamatok miatt ez nem volt észrevehető, év vége felé haladva pedig további volumencsökkenést figyelhettünk meg. Különösen a kincstárjegyek esetében volt ez látványos: év elején 25-30 milliárd, míg az év utolsó második felében már csak többnyire 15 milliárd forint volt a meghirdetett összeg aukciónként. A 3 hónapos DKJ hozama így ismét 0% alá esett, de az év utolsó aukcióján az éves DKJ is -0,02% átlaghozammal ment el.
- A hosszabb lejáratokon is csökkent a felajánlás, év elején még 65-70 milliárd volt a jellemző a fix kötvényaukciós napokon, az év utolsó két aukcióján aukciónként 35 milliárdra apadt. E mellett látszik, hogy az ÁKK a lejáratok hosszítására törekszik, korábban kéthavonta voltak jellemzően a 15 éves kötvényaukciók, míg augusztusban például háromszor lett felkínálva ez a papír, és az év hátralevő részén is lényegesen gyakoribbá váltak a 15 éves kibocsátások.
- A hozamok a negyedik negyedévben jellemzően emelkedtek kissé. A hazai állampapírhozamok ugyanakkor az év folyamán 100-150bp-ot ereszkedtek.
- 2019-ben – összhangban az ÁKK kibocsátási tervével – nem volt devizakötvény-kibocsátás.

Államháztartási hiány (pénzforgalmi, kumulált, mrd forint)

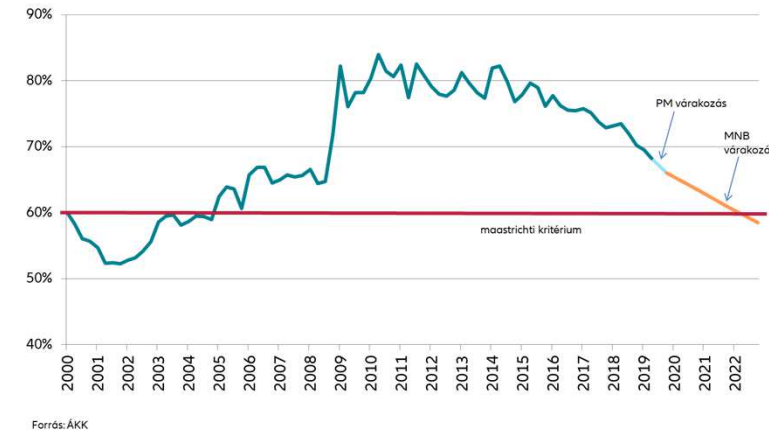




# ÁLLAMPAPÍR-FINANSZÍROZÁSI TERVEK 2020-RA

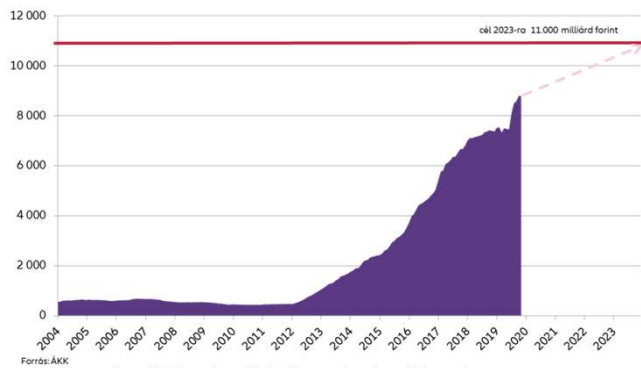
- Az egyik kormányzati cél az államadósság/GDP mutató további csökkentése. Az MNB számításai szerint 2022-re elérhetjük a masstrichti 60%-os kritériumot, ami részben a dinamikusan növekvő gazdaságnak, részben a szigorúbb költségvetési politikának köszönhető. Ez csökkenti a nettó finanszírozási igényt 2019-hez képest, tehát a lejáró állampapírokon felül kevesebb kibocsátás is elegendő a költségvetési cél tartásához.
- Ha az adósság szerkezetét nézzük, továbbra is cél a devizaarány mérséklése (2020 év végén 15% körüli lehet), de ezt bőven ellensúlyozza a lakossági állomány növelése (itt 2023 végéig 11 ezer milliárd az elérendő).
- Ezek alapján összességében megállapíthatjuk, hogy a magyar intézményi állampapír-piacon tovább csökken a kínálati oldal, ami önmagában a hozamok csökkenése irányába hat. Mivel a lakossági papírok futamideje még mindig viszonylag rövid, devizában (ahol hosszú lejárat lenne elérhető) pedig csak minimális kibocsátás várható, így nem véletlen, hogy az ÁKK az intézményi kibocsátások futamidejének kitolására törekszik. Ez már látszott 2019 második felében, 2020-ra ugyanakkor már „hivatalosan” is gyakoribbá válnak a 10 évnél hosszabb aukciók. E mellett, az eddigi leghosszabb, 15 éves benchmark után bevezetik a 20 éves lejáratot is.

Az államháztartás (maastrichti) adóssága (a GDP %-ában)



Forrás: ÁKK

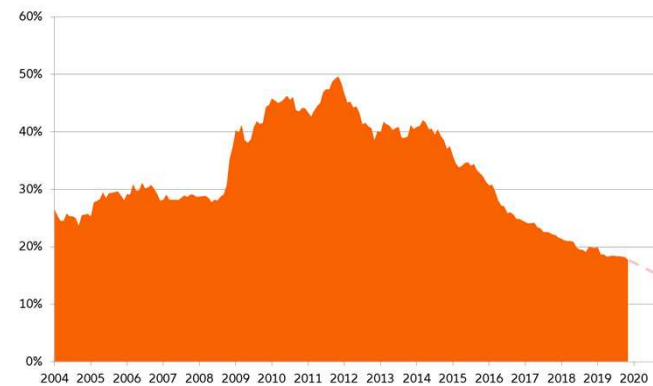
Lakossági állomány



Forrás: ÁKK

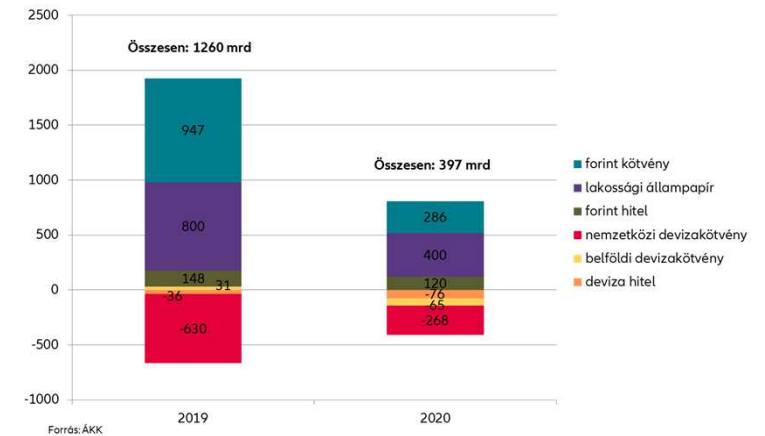
Vagyonkezelői beszámoló | Allianz Alapkezelő Zrt. |  
© Copyright Allianz 2020. január 13.

Az államadósság devizaaránya



Forrás: ÁKK

Nettó kibocsátási terv (mrd forint)



Forrás: ÁKK





# HAZAI JELZÁLOGLEVÉL- ÉS VÁLLALATI KÖTVÉNYPIAC

## Jelzáloglevelek

- Októbertől 20%-ról 25%-ra emelkedett az MNB által elvárt JMM arányszám, ami azt mutatja meg, hogy a jelzáloghitelek mekkora hányadát kell finanszírozzák a bankok jelzáloglevéllel. Ez a piac növekedése felé hat. A jelzáloglevelek hitelminősítése az állampapírokhoz hasonló, ugyanakkor jellemzően magasabb hozamon vehetők meg. A leggyakrabban nyilvános kibocsátással megjelenő kibocsátó jelenleg a Takarékszövetkezet Jelzálogbank, de az Erste jelzálogleveleiből is van időről időre kínálat.
- Az MNB 2018-ban és 2019-ben is emelte a JMM mutatót 5-5 százalékponttal, és a mostani 25% arány még viszonylag alacsonynak tűnik a makroprudenciális célokat is figyelembe véve, így nem lenne meglepő egy újabb bejelentés 2020-ban. Ez azt eredményezné, hogy az amúgy is növekvő hitelállományt a bankok még arányban is nagyobb jelzáloglevél-állománnyal kell finanszírozzák, ami a piac méretét növelné, és egyes kötvénykibocsátással ritkán megjelenő szereplőket is magasabb aktivitásra ösztönözne, így tovább emelné a 2017-től ismét emelkedő pályára állt jelzáloglevél-állományt.

Jelzáloglevél-állomány



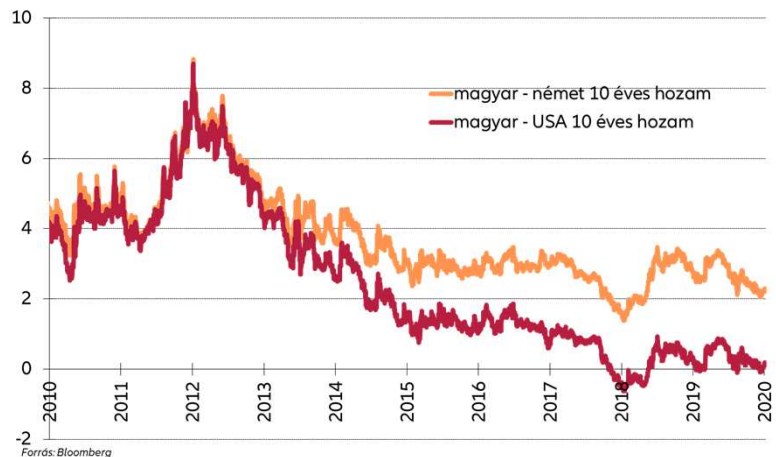
## Vállalati kötvények

- Az MNB vállalati kötvényprogramja (NKP) 2019 nyarán indult el 300 milliárd forintos keretösszegben. Ennek keretében hasonlóan a korábbi jelzáloglevél-vásárlási programhoz az MNB a kibocsátáskor a mennyiség felét, a másodpiaccal együtt pedig a teljes állomány 70%-át veheti meg, de legfeljebb cégcsoportonként 20 milliárd forintot. Az NKP felélesztheti a jelenleg még meglehetősen fejletlen magyar vállalati kötvénypiacot, mert mind a kibocsátók mind a potenciális befektetők figyelmét felhívja erre a finanszírozási formára.
- Az NKP magyar, 3-10 éves futamidejű, legalább 1 milliárd névértékű kibocsátásokra vonatkozik. A kibocsátó és a kibocsátás is legalább B+ szinten minősített kell legyen. A kötvények a BÉT-re bevezetésre kerülnek, minimális mennyiségekre árjegyzési kötelezettség is van.
- A program a jelentős érdeklődés miatt decemberben kibővítésre került. Ennek során az MNB az általa vásárolható állomány felső határát 450 milliárd forintra emelte.
- 2019-ben 14 vállalat bocsátott ki a program hatálya alatt, bő 280 milliárd forint névértékben.



# HAZAI ÁLLAMPAPÍRPIAC - GRAFIKONOK

Nemzetközi összehasonlítás



Állampapír hozamok 2019-ben

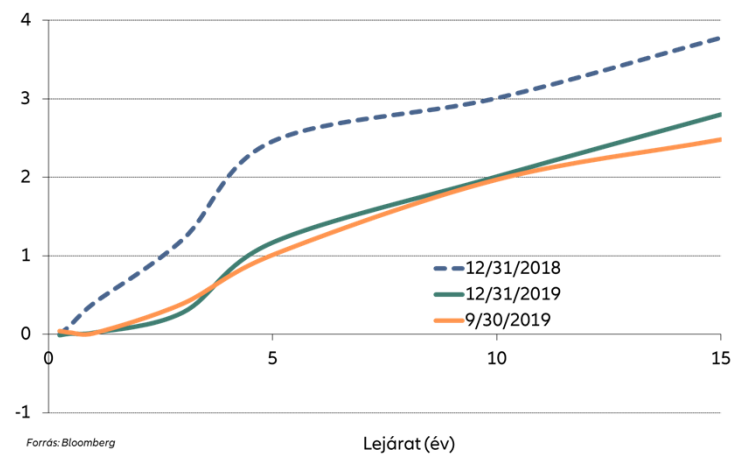


Állampapír hozammozgások



Forrás: Bloomberg

Hozamgörbe





RÉSZVÉNYPIACOK

3

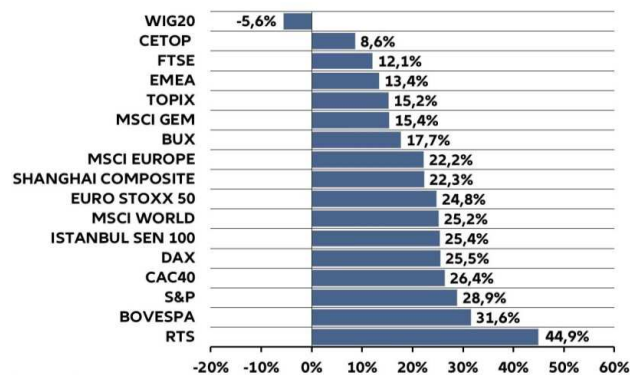




# NEMZETKÖZI RÉSZVÉNYPIACOK

A 2018-as gyengélkedést követően 2019-et a részvénypiacok néhány kivételtől eltekintve jelentős pluszban tudták zárni. Bár a gazdasági ciklus végének közeledte és az ezzel járó lassulás az USA-Kína kereskedelmi csörtével fűszerezve jelentős kockázatokat hordozott a globális piacokon, a jegybankok erre adott reakciója (monetáris lazítás) meg tudta nyugtatni a befektetőket. Így kitartott a bikapiac, mely lassan 11. évébe lép. Az év végéhez közeledve ráadásul a várva-várt kereskedelmi részmegállapodást is bejelentették. Ennek értelmében az USA nem léptet életbe újabb vámokat, sőt az eddigieket fokozatosan csökkenti, miközben a kínai fél részéről magában foglalja a mezőgazdasági import növelését, a pénzügyi nyitást és a szellemi tulajdon védelmét. Ezek hatására felerősödött a befektetők kockázatvállalási hajlandósága az év második felében. Főként, hogy az újrainduló kamatsökkentések és pénznyomda hatására mintegy 17 Mrd dollárnyi állampapír forgott negatív hozammal, miközben a részvénypiacok rendre lokális és/vagy historikus csúcsokra emelkednek. Utóbbi ráadásul kiváltotta a „FOMO”-nak (Fear of missing out) nevezett pszichológia hatást, senki nem akart kimaradni az emelkedésből. A saját részvény vásárlások is tovább támogatták a vételi oldalt, bár azért már kezdenek óvatosabbá válni a cégek ilyen tekintetben, tartalékolva az inségesebb időkre. Ez érthető is, hiszen bármikor újra elromolhat a hangulat és a kereskedelmi háborús tüzszünet sem jelenti még a háború végét, márpedig a feldolgozóiparnak láthatóan nagyon hiányzik a világkereskedelem felpörgése a feldolgozóipari BMI-k tanulsága szerint.

Részvényindexek teljesítménye 2019



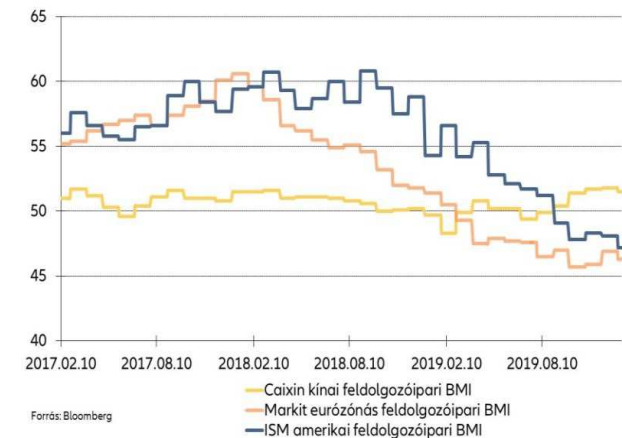
Forrás: Bloomberg

Az S&P 500 és a fogyasztói bizalmi index alakulása



Forrás: Bloomberg — S&P 500 Index — Conference Board fogyasztói bizalmi index (jobb t.)

Feldolgozóipari BMI-k alakulása



Forrás: Bloomberg

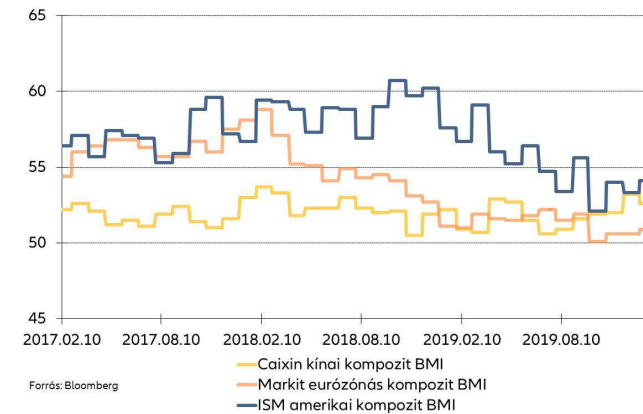
# NEMZETKÖZI RÉSZVÉNYPIACOK - USA



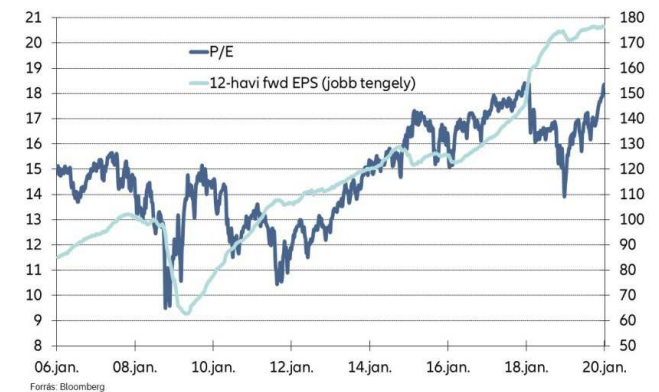
A feldolgozóipar gyengülése az USA-ban is érezhető volt, ám mivel ez viszonylag kis súlyt (kb. 11%) képvisel a GDP-n (2019Q3 2,1% év/év) belül, így hatása kevésbé jelentős. Más perspektívából nézve a tengerentúlon a GDP mintegy 70%-át a belső fogyasztás adja, így egyébként is sokkal ellenállóbb a külső sokkokkal szemben. Mindezt jól reprezentálja a kompozit BMI jóval kedvezőbb alakulása. Ettől függetlenül itt is elkélt a FED segítsége, ami részben lehet Trump unszolásának is az érdeme. Jerome Powell ezt diplomatikusan ciklus közepi kiigazításnak kommunikálta. Végül az év során három alkalommal csökkentettek kamatot, ezzel az 1,75%-os szintre állítva az irányadó rátát. Jelenleg a piaci szereplők még látnak esélyt egy további kamatcsökkentésre 2020-ban, a döntéshozók viszont ennél sokkal rigorózusabbak. Persze az elnökválasztási év sok mindent felülírhat, főként hogy Trump továbbra is szívügyének fogja tekinteni a tőzsde alakulását és mindent meg fog tenni az árak megtámasztása érdekében. Mindezt annak ellenére, hogy vélhetően egyre több idejét fogják lekötöni a fokozódó bel- és külpolitikai csatározások. Elég csak az ellenzéki elnökjelölt Joe Biden lejáratását célzó ukrán zsarolási ügy miatt Trump ellen indult impeachment eljárásra, vagy a fokozódó geopolitikai feszültségekre gondolni. Az elnökségért folyó verseny márpedig fokozódik, az utolsó pillanatban a korábbi New York-i polgármester Michael Bloomberg is feltűnt a porondon demokrata színekben.

A legszélesebb körben követett amerikai részvényindex az S&P 500 (+28,9%) a fejlett piaci indexek közül kimagasló teljesítményt ért el a kedvező környezetben. A második félévben a 3.000 pontos masszív ellenállást követően többször is új historikus csúcsra tudott emelkedni. Óvatosságra adhat okot azonban, hogy közben az eredményvárakozások sokkal mérsékeltebb ütemben növekedtek, így az újból bővülő likviditás és a kockázatok kiárazódása a P/E alapú értékelséget historikusan is meglehetősen magas tartományba hajtotta.

### Kompozit BMI-k alakulása



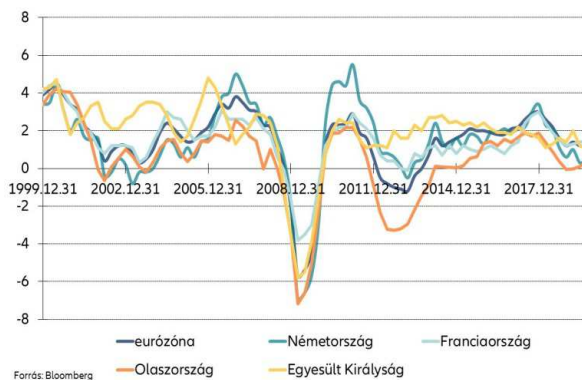
### S&P 500 EPS várakozás és P/E





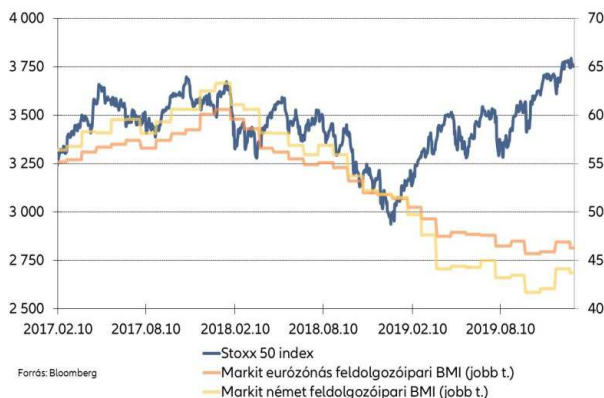
# NEMZETKÖZI RÉSZVÉNYPIACOK - EURÓPA

Eurózónás GDP-k alakulása (% , év/év)



Az év során beérkezett gazdasági adatokat tekintve elmondhatjuk, hogy a nyitottabb eurózónás gazdaságok sokkal jobban megszenvedték a kereskedelmi viaskodást. Ezen belül is szembeötlő az autószeaktor és a pénzügyi szektor strukturális problémáival is sújtott Németország helyzete. Épphogy sikerült elkerülni a tankönyvi definíció szerinti recessziót, miután Q3-ban 0,1%-kal tudott növekedni a gazdaság negyedéves alapon a Q2-ben látott 0,2%-os visszaesés után. Ez a gyenge olasz teljesítménnyel karöltve az eurózána aggregált számait is lefelé húzta. Pozitívum viszont, hogy a feldolgozóipari BMI süllyedését követően – igaz alacsony 50 alatti szinten – de a stabilizálódás jelei látszanak.

Stoxx 50 és a feldolgozóipari BMI alakulása



Az európai részvényindexek teljesítménye (DAX +25,5%, Stoxx 50 +24,8%) mindezek ellenére nem sokkal maradt el a tengerentúliakétól. Ebben közrejátszott, hogy a FED mellett az EKB sem volt rest fordítani monetáris politikájának irányultságán. A betéti kamat 10 bázispontos (-0,5%-ra) történő vágása mellett, az eszközvásárlás havi 20 Mrd eurós keretösszegű újraindítása, a bankok magasabb hitelkihelyezését alacsonyabb forrásköltséggel jutalmazó TLTRO III és a negatív kamatok eredményrombolását tompítandó kétszintű kamatrendszer bevezetése egyaránt segíthetett ebben. A leköszönő Mario Draghi véleménye szerint ezzel a monetáris politika játéktere nagyjából ki is fulladt, szükség esetén a fiskális döntéshozóknak kell átvenni a stafétát. Utóda, Christine Lagarde sem változtatott ezen az állásponton és fenntartja az élénkítő politikát. Érdekesség, hogy jövőre a jegybanki tevékenység mélyreható vizsgálatát irányozta elő, ami akár a középtávú inflációs cél újragondolását is magában foglalhatja.

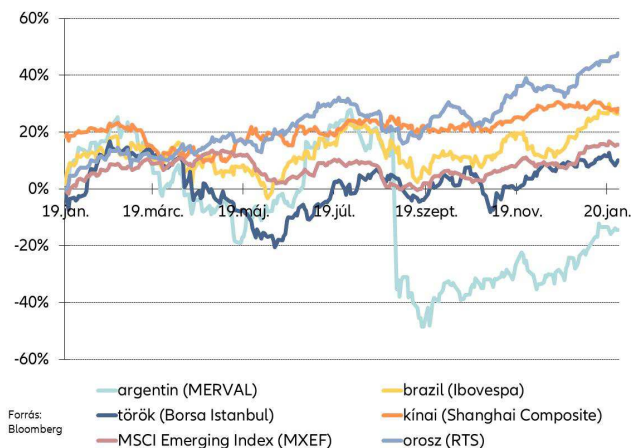
Brexit fronton is kedvező fejlemények zajlottak az év végéhez közeledve. Az október 31-i határidő januárra történő módosítását követően a konzervatív párt Boris Johnson vezetésével nagyarányú győzelmet aratott az előrehozott választásokon, ezzel újra esélyt kapva az EU által jóváhagyott verzió házon belüli elfogadtatására.



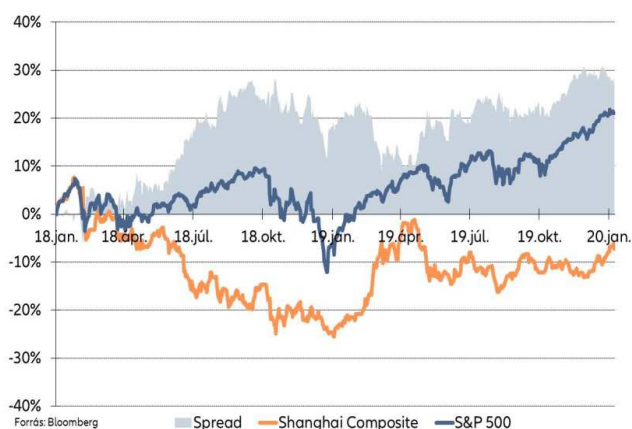
# NEMZETKÖZI RÉSZVÉNYPIACOK - FELTÖREKVŐ

A globális fejlettektől némileg elmaradó mértékű, de jelentős pluszban tudták zárni az évet a globális feltörekvő piacok. Az év végéhez közeledve ezekre is át tudott ragadni az általános kedvező hangulat, amit a FED enyhítések következtében szeptember végétől gyengülő dollárkurzus is segített. A legnagyobb súllyal szereplő, fiskális és monetáris élénkítésekkel egyaránt operáló kínai piac is ki tudott löni a részleges megállapodás hírére. A piac értékítélete szerint azonban továbbra sem kérdéses melyik fél áll nyerésre, elég a kereskedelmi háború indulása óta a két piac között mért teljesítménykülönbség alakulására tekintenünk. Kockázatok továbbra is akadnak elég a hongkongi tüntetésekre, illetve az USA esetleges beavatkozását elfogadó amerikai törvényre gondolnunk. Ennek ellenére az Alibaba hongkongi IPO-ja meglehetősen jól sikerült, 11 Mrd dollárt sikerült bevonni a cégnek a korábbi 2014-es New York-i rekord mértékű 25 Mrd dolláros kibocsátás után. Igaz utóbbit letaszította a trónról decemberben a szaúdi olajvállalat az Aramco régóta várt IPO-ja, ahol a társaság 1,5%-ának értékesítése mellett 25,6 Mrd dollárra rúgott a tranzakció összértéke. Utóbbi időzítése arról tanúskodik, hogy a szaúdiak kedvezőnek ítélik meg a jelenlegi olajár szintet, ami az orosz gazdaság fokozatos talpra állását is segíti a 2014-es krími válság miatti szankciókat követően.

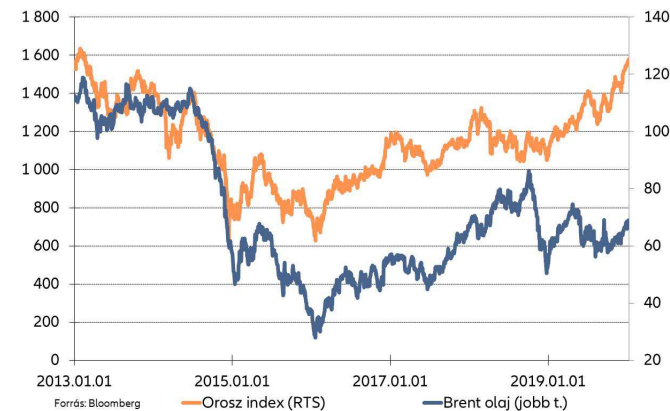
Feltörekvő piaci indexek teljesítménye dollárban 2019



S&P 500 és a Shanghai Composite teljesítménye



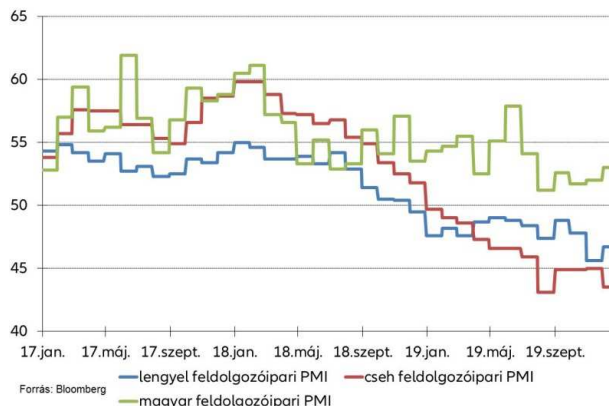
Orosz RTS index és a Brent olaj árának alakulása



# RÉGIÓS RÉSZVÉNYPIACOK

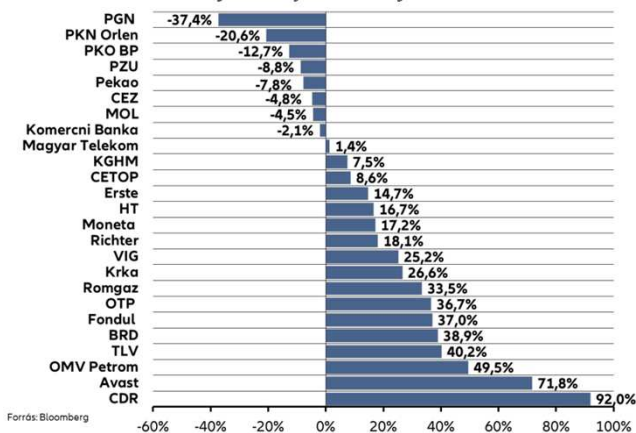


Régiós feldolgozóipari BMI-k



A régiós részvénypiacokat lefedő CETOP (8,6%) index idén szerényebben teljesített a globális feltörekvő piacoknál. Ebben közrejátszott az is, hogy a régiós országok kis nyitott gazdaságaira ezer szálon hat az eurozónás és a német lassulás. Pánikra egyelőre nincsen ok, mert az erős béркиáramlással és hitelezéssel támogatott belső kereslet részben ellensúlyozni tudja a külpiacok gyengeségét. Igaz a régiós országok GDP növekedése is lassul jövőre a várakozások szerint, azonban továbbra is jelentősen felülteljesíthetik eurózónás társaikat. Így a CETOP alulteljesítése mögött sokkal inkább az index durván egyharmadát kitevő lengyel piac gyengélkedése húzódott meg.

CETOP részvények teljesítménye 2019



Továbbra is szembeötlő a PGNiG hanyatlása. A céget a tavalyi enyhe tél mellett, a növekvő LNG import és a növekedés lassulása miatti keresletcsökkenés hatására zuhanó európai gázárak egyaránt sújtották. Utóbbi probléma év végére az olajszektor (PKN, MOL) szereplőinél is megjelent, amit a finomítói és vegyipari árresek összeomlása tanúsított. A PKN esetében az is gondot okozott, hogy váratlanul bejelentették az állami többségi tulajdonú közműcég az Energa akvizícióját, amit meglehetősen kedvezőtlenül fogadott a piac. A lengyel bankszektor esetében továbbra is végeleáthatatlan a devizahiteles saga. A 124 Mrd zloty értékű svájci frank alapú hitelállomány sorsa jelent nyomást. Bár rendszerszinten ez nem hordoz jelentős kockázatot, eredményszinten azonban akár a szektor négyévnnyi profitját kitevő, 60 Mrd zlotys potenciális veszteséget is okozhatnak a különböző „megoldási javaslatok”. Másrészt az alacsony devizahitel kitettséggel rendelkező bankok (pl. Pekao, Alior) esetében látott árfolyam korrekciók már-már túlzónak tűnnek. A CDR továbbra is szárnyal. A felhasználók epekedve várják a Cyberpunk 2077 megjelenését, aminek EPS hatása fokozatosan épül be a várakozásba.



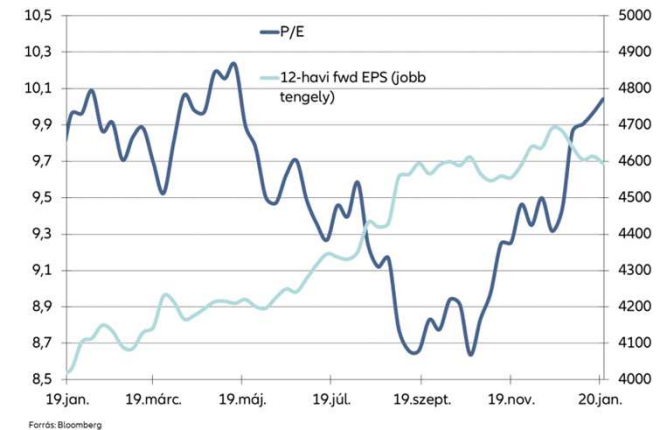
# HAZAI RÉSZVÉNYPIAC

A globális és régiós feltörekvő piacokhoz hasonlóan a BUX index is magára talált nyár végétől, így a teljes évet 17,7%-os pluszban zárta. Közben a P/E alapú értékeltetés is visszarendeződött. A nyár végi meglehetősen nyomott 8,7-es szinteket követően év végére ismét 10 fölé tudott kapaszkodni a mutató értéke. Azonban ez még így is elmarad az elmúlt 5 év 10,8-as átlagától, miközben a globális fejlett és fejlődő piacokon a hosszabb átlagokhoz képest is jelentős prémiumokkal kereskednek.

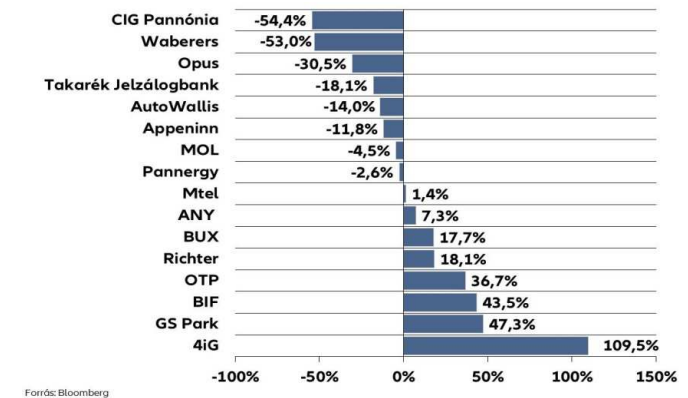
Az OTP rakétája segített hajtani az emelkedést, kereskedtek vele az új historikus csúcsnak számító 16.000 forint közelében is. A gyenge forint árfolyam, az akvizíciók és az organikus növekedés hitelállományra gyakorolt hatása és az alacsony kockázati költségek ellensúlyozni tudták a kamatmarzs csökkenését és a növekvő működési költségeket. A Q1-Q3 időszakot követően 310 Mrd forint az adózott eredmény. A MOL-nál az idei év még jól alakulhat - amit látva a menedzsment 2,4 Mrd dollárra emelte 2019-es tisztított EBITDA várakozását - a jövő évtől azonban az olajtermékek piacát is nyomás alá helyezheti a globális növekedés lassulása. Ennek hatását tompíthatja az új azeri mező integrálása, az IMO 2020 indulása, az erős régiós kisker forgalom (Fresh Corner) és a későbbiekben a poliol üzem elindulása. Az Mtel esetében is akadtak fejlemények. Igaz a T-Systems 4iG számára történő értékesítése meghiúsult, a Digi 5G aukcióból történő kizárása pozitívum. Kérdés, hogy a Telenor 25%-ának állami kézbe kerülésének milyen hatása lesz a szektorban egyébként is élesedő versenyre. A Richter sokáig nyomás alatt volt és járt 4.800 forintos mélységekben is az árfolyam a szerializáció és a romló marzsok hatására. Ezt követően azonban érkezni tudott a fordulat főként a cariprazine új indikációban (bipoláris depresszió) történő forgalmazásának és kedvező értékesítési számainak, valamint a forintgyengülésnek és a saját részvény vásárlásoknak köszönhetően.



BUX index EPS várakozás és P/E



Főbb magyar részvények teljesítménye 2019





# POZÍCIÓK A NEGYEDÉV SORÁN

## Állampapírok, duration súlyok

- Éven belüli lejáratokra igyekeztünk alacsonyabb folyószámla egyenlegeket tartani, a lejáratokat jellemzően újra befektettük.
- Tovább növeltük az éven túli, változó kamatozású államkötvények arányát.
- Az éven túli fix kamatozású kötvényeket felülsúlyoztuk, ezen belül a 2020-as lejáratokat alulsúlyoztuk, a hosszabb lejáratokat felülsúlyoztuk.
- A benchmarkhoz képest jellemzően valamivel magasabb duration-t céloztunk.

## „Feláras” kötvények

- Növeltük jelzáloglevelek, valamint az államilag garantált kötvények arányát
- Kis tételben vállalati kötvényt is vásároltunk (a Kiegyensúlyozott és Növekedési portfóliókba)

## Részvények

- A magyar piacon és a többi közép-kelet európai országban a szokásoknak megfelelően enyhe alul/felülsúly pozíciókkal igyekeztünk többethozamot elérni (példák):
  - Richter részvényeket vettünk, a vártnál dinamikusabban felfutó Vrylar értékesítésben bízva. A pozíciót jelentős haszonnal már a negyedév során lezártuk.
  - Még tovább növeltük a Magyar Telekom felülsúlyunkat. A Digi kizárása az 5G tenderből, valamint az állami szereplő megjelenése a mobil piacon meglátásunk szerint összességében inkább javíthatja/tovább tarthatja fenn az MTEL kiváló cash flow termelő képességét.
  - Növeltük a MOL long pozíciót is az azeri ACG mező megvásárlása és az optimista vállalati célok közzétételét követően.
  - Tartjuk Alteo felülsúlyunkat, ugyanis látunk még potenciált a társaság további EBITDA növekedésében.
  - Pekao longot vettünk fel. A bankszektor körüli bizonytalanság ennek árfolyamát is sújtja, miközben kevésbé érintett, ráadásul jelentős osztalékot fizet.
- A fejlett piacokon rövid ideig enyhe USA alulsúlyt építettünk ki, de látva a piac erejét, ezt rövid idő után zártuk.
- A globális feltörekvő piacokon kisebb mértékű taktikai pozíciókat vettünk csak fel.



# HITELVISZONYT MEGTESTESÍTŐ ÉRTÉKPAPÍROK MINŐSÍTÉSE

# 4





# ALACSONY MINŐSÍTÉSŰ HITELVISZONYT MEGTESTESÍTŐ ÉRTÉKPAPÍROK PORTFÓLIÓNKÉNT 2019.12.31-ÉN

Alacsony minősítésű hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok 2019.12.31-én			
Portfólió	Értékpapír megnevezése	Névérték	Minősítés oka
Allianz Önk. Kiegyen	WING 2024/II	297 500 000	
Allianz Önk. Növek.	WING 2024/II	30 000 000	

A WING 2024/II-t NYP Igazgatósága előterjesztés alapján engedélyezte.

# UTÓLAGOS KÖLTSÉGTÁJÉKOZTATÓ

# 5





# KÖLTSÉGEK 2019 Q4

Allianz Önkéntes Nyugdíjpénztár Kiegyensúlyozott portfólió - 2019 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	256 804 203	0,15%
A befektetési szolgáltatás nyújtása során kezdeményezett tranzakciókkal kapcsolatos	Brókeri jutalék	1 695 932	0,00%
	Egyéb tranzakciós, letétkezelői, felügyeleti díjak	10 527 502	0,01%
	Kötvények, FX-ek implicit díja	-10 528 106	-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 Q4

<b>Allianz Önkéntes Nyugdíjpénztár Klasszikus portfólió - 2019 Q4</b>			
<b>Közlendő költségtételek</b>		<b>Értékek összegben (Portfólió alapdevizanemben)</b>	<b>Értékek százalékban</b>
<b>A befektetési szolgáltatás nyújtásával kapcsolatos egyszeri költségek</b>	<b>Brókeri jutalék egyszeri</b>	0	0,00%
	<b>Egyéb tranzakciós, letétkezelői, felügyeleti díjak egyszeri</b>	0	0,00%
	<b>Kötvények, FX-ek implicit díja egyszeri</b>	0	0,00%
<b>A befektetési szolgáltatás nyújtásával kapcsolatos folyamatos költségek</b>	<b>Portfóliókezelési díj</b>	10 354 258	0,15%
<b>A befektetési szolgáltatás nyújtása során kezdeményezett tranzakciókkal kapcsolatos</b>	<b>Brókeri jutalék</b>	0	0,00%
	<b>Egyéb tranzakciós, letétkezelői, felügyeleti díjak</b>	380 703	0,01%
	<b>Kötvények, FX-ek implicit díja</b>	757 295	0,01%
<b>A kiegészítő szolgáltatásokkal kapcsolatos költségek</b>	A fenti költségek között nem szereplő, kiegészítő szolgáltatásokkal kapcsolatos költségek és díjak	Letétkezeléssel összefüggő egyéb díjak	n.a.
<b>Eseti költségek</b>		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 Q4

Allianz Önkéntes Nyugdíjpénztár Kockázatvállaló portfólió - 2019 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	9 496 320	0,15%
A befektetési szolgáltatás nyújtása során kezdeményezett tranzakciókkal kapcsolatos	Brókeri jutalék	183 201	0,00%
	Egyéb tranzakciós, letétkezelői, felügyeleti díjak	735 291	0,01%
	Kötvények, FX-ek implicit díja	-200 137	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 Q4

Allianz Önkéntes Nyugdíjpénztár Likvid - 2019 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	542 263	0,15%
A befektetési szolgáltatás nyújtása során kezdeményezett tranzakciókkal kapcsolatos	Brókeri jutalék	0	0,00%
	Egyéb tranzakciós, letétkezelői, felügyeleti díjak	13 593	0,00%
	Kötvények, FX-ek implicit díja	42 849	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 Q4

Allianz Önkéntes Nyugdíjpénztár Működési - 2019 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	3 597 947	0,15%
A befektetési szolgáltatás nyújtása során kezdeményezett tranzakciókkal kapcsolatos	Brókeri jutalék	0	0,00%
	Egyéb tranzakciós, letétkezelői, felügyeleti díjak	110 207	0,00%
	Kötvények, FX-ek implicit díja	236 897	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 Q4

Allianz Önkéntes Nyugdíjpenztár Növekedési portfólió - 2019 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	33 826 919	0,15%
A befektetési szolgáltatás nyújtása során kezdeményezett tranzakciókkal kapcsolatos	Brókeri jutalék	268 778	0,00%
	Egyéb tranzakciós, letétkezelői, felügyeleti díjak	1 726 400	0,01%
	Kötvények, FX-ek implicit díja	-3 670 179	-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.