

# TotalReturn

2017. JÚNIUS

[www.totalreturn.hu](http://www.totalreturn.hu)

MAGAZIN

Mennyire kell félni a  
*2018-as választástól?*

A lakáspiac sem *nő az égis*

*Arany középút*



# Mennyire kell félni a 2018-as választástól?

A kötvénypiaci befektetőknek imponál az orbáni szigor, ugyanakkor a korábbinál szorosabb német–francia együttműködés nyomás alá helyezheti Magyarországot. Ráadásul éppen a következő EU-költségvetés vitája alatt.

Az elmúlt év csalódást keltő gazdasági növekedése (2 százalék) után idén repülőrajtot vett a magyar gazdaság. Az első negyedéves számok 4,2 százalékos bővülést mutattak – az előző év azonos időszakához képest –, ami a konszenzusos elemzői várakozásokat (3,2%) jelentősen meghaladta. Nem csoda, hogy dübörög a gazdaság: az európai konjunktúra rég volt ilyen erős. Emellett a hazai bruttó bérek 10%-os növekedése húzza a lakossági fogyasztást, és a beruházások is lendületet vetek az újra beinduló uniós pénzek nyomán. A bizalmi indexek magas értékei további optimizmusra adnak okot, mind az európai, mind a hazai növekedés jól alakulhat idén, a kormány 2017 egészére is 4% feletti bővülést vár.

## DRUKKOLHAT A KORMÁNY

Váratlan külső sok hiányában tehát úgy tűnik, az idei évvel nem lesz gond, de mi várható jövőre? A 2018-as költségvetési tervezet alapján a kormány továbbra is hasonlóan kedvező folyamatokkal számol: 4,3%-os növekedés és 3%-os infláció szerepel a tervekben. A költségvetési hiánycél pedig a korábban vártnál nagyobb, 2,4%, de ezen ne csodálkozzunk a választási



évből. Ránézésre ez a hiányszám így is bőven beleillik az Orbán-kormányoktól már-már megszokottan fegyelmezett fiskális politikába.

Ugyanakkor a mögöttes folyamatok már nem ilyen kedvezőek. A költségvetés elsődleges (kamatkiadások előtti) egyenlege tovább csökken, nulla közelébe, pedig 2012-ben még 2% fölött volt. A strukturális (azaz gazdasági ciklusokkal korrigált) egyenleg pedig még ennél is nagyobb mértékben romlik. Ez azt jelenti, hogy az adósságpálya kedvezőtlenből alakulhat, illetve a költségvetés prociklikus jellege fokozódik. Azaz egy váratlan gazdasági lassulás még inkább negatív hatással lesz a költségvetési bevételekre. Éppen ezért különösen fontos, hogy a kiinduló növekedési és inflációs feltételezések mennyire helytállóak. Ha a 2018-as tényleges növekedés vagy infláció a becsültnél 1%-kal alacsonyabb, ez akár 175 milliárdos kiesést is okozhat a bevételek oldalán. Szóval drukkolhat a kormány, hogy minden a várakozásoknak megfelelően alakuljon.

## MEDDIG MARAD AZ ALACSONY KAMAT?

A fiskális politikán kívül a másik fontos tényező – amivel a növekedést befolyásolni tudják a gazdaságirá-

Bakos Ádám, a kötvény üzletág vezetője, Aegon Alapkezelő Zrt.

nyítók – a jegybanki politika. Noha a lakossági befektetők még mindig 1,75% kamatot kapnak a rövid lakossági állampapírokra, az alapkamat már régóta 0,9%. A bankok és egyéb, nem-lakossági befektetők számára elérhető rövid kamatok pedig 0 közelében vannak. Eközben az ideai inflációs becslés 2,5%, míg jövőre, ahogy látuk, 3%-kal tervezi a kormány. Emelkedő inflációs környezetben hogyan és meddig maradhat ilyen alacsony a kamat, vagyis laza a jegybanki politika? Ez egy nagyon fontos kérdés, mert a végre éledező hitelkeresletet visszavethetik a magasabb kamatok, ami pedig a növekedésre több csatornán keresztül (beruházások, fogyasztás) is kedvezőtlenül hat. Így azt gondoljuk, hogy a választásokig még akkor sem kerül sor kamatemelésre, ha ezt külső körülmények vagy inflációs meglepetések indokolnák. Ebben nagy segítségére van az országnak a folyó fizetési mérleg hatalmas többlete, ami annak ellenére sem kezdett

el szűkülni, hogy a beinduló lakossági fogyasztás elvileg növeli az importot. Ez a GDP éves 4-5%-ára rúgó deviza-beáramlás azt jelenti, hogy nyugodtan alullóhatja a kamatszintet a Magyar Nemzeti Bank – nem kell attól félnie, hogy a forint jelentősen leértékelődne. Tehát a makrokép elég kedvező. Bár a fiskális lazítás és az emelkedő infláció az állampapírhozámok emelkedésének irányába mutatnak, jelentős hozamemelkedéssel azonban addig nem számolunk, amíg a rövid lejáratú kamatok nem kezdenek növekedni. Fontos figyelni a fizetési mérlegre, annak trendszerű szűküléséig a forintot sem várjuk a korábbi szintek fölé – azaz 315 forintos eurónál magasabb keresztárfolyamon.

## AZ EGYSZERŰ (TÖBBSÉG) A NAGYSZERŰ

Jelentenek-e kockázatot a 2018-as parlamenti választások? Persze, a politikai rizikó mindig megnő ezekben az időszakokban. Még akkor is,

ha a közvélemény-kutatások szerint viszonylag egyértelmű lesz a kimenetel. Annak ellenére, hogy a kormány nem a legnépszerűbb a befektetők körében, valószínűleg egy kétharmad nélküli Orbán-kormányra örülne a legjobban a piac. A „status quo”-t mindig szeretik a befektetők. Erre jó példa Erdogan török elnök esete: a hatalmát megerősítő referendum óta az isztambuli tőzsde csúcsokat dönt, és a líra árfolyama is erős. A kötvény típusú eszközök befektetőinek pedig kifejezetten imponál az Orbán-kormányok 2010 óta tartó adósságcsökkentése és szigorú költségvetési politikája. Látunk ugyanakkor némi kockázatot az őszi német választások után. Bármelyik kancellárjelölt is győzne, az integrációpárti új francia elnökkel karöltve nyomás alá helyezhetik a sok szempontból renitens kelet-európai államokat. Különösen, hogy a 2020-tól kezdődő EU-költségvetés vitája is lassan aktuálissá válik majd.



Valószínűleg egy kétharmad nélküli Orbán-kormányra örülne a legjobban a piac



# Mi történik a világban?

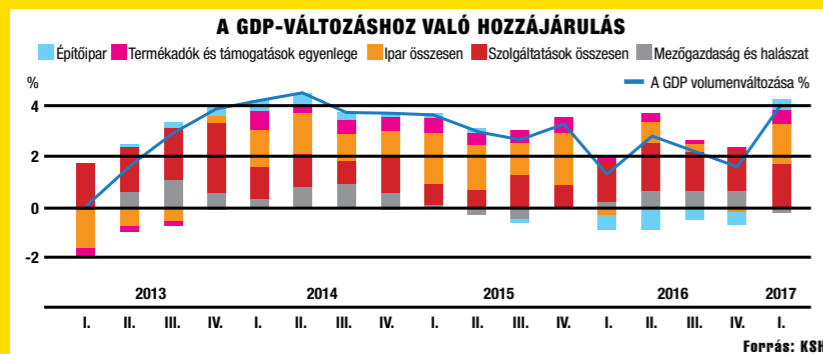
## KILÓTT A MAGYAR GDP

**A tény:** még az első adatoknál is nagyobb mértékben, a tavalyi év azonos időszakához viszonyítva 4,2 százalékkal nőtt a magyar gazdaság teljesítménye az idei első negyedévben. Ez már európai mércével is sok.

**Előzmények:** utoljára 2014 tavaszán mértek ilyen lendületes (+4,5%) gazdasági növekedést. Tavaly nyár óta pedig erőteljes lassulásról, európai „sereghajtásról”, az uniós pénzek gyenge hatékonyságú felhasználásáról

szólott a fáma. Most viszont az EU-ban – Lengyelországgal holtversenyben – a magyar adat a 6. legjobb. Egyébként az éllovas Románia 5,7, míg például Ausztria csak 2,3%-kal gyarapodott. A tavalyi utolsó három hónapoz képest pedig már az 5. legjobbak voltunk az uniós rangsorban, elsősorban a feldolgozóiparnak és a lábra kapó építőiparnak (+25%!) köszönhetően.

**Következmény:** javuló növekedési kilátások és óriási tőzsdei emelkedés. A neves amerikai Morgan Stanley bankház a korábbi 2,9-ről 3,8%-ra, a JP Morgan pedig 3,6-ről 4%-ra emelte idei GDP-növekedési várakozását. A BUX index történelme során először lépte át a 35 ezer pontot.

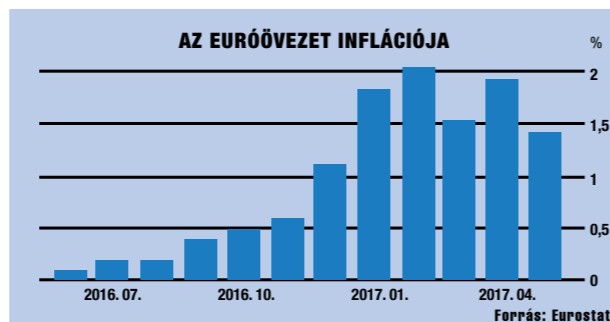


## CSAK ÓVATOSAN OPTIMISTA MARIO DRAGHI

**A tény:** nem csökkentette az irányadó kamatlábat az Európai Központi Bank. Mario Draghi, az euróövezet jegybankjának elnöke szerint a gazdasági növekedés ugyanis lendületesebb lehet, mint korábban gondolták – de nem sokkal.

**Előzmények:** az eurót hivatalos fizetőszközként használó 19 ország gazdaságának talpra állítása érdekében tavaly március óta már 0%-on áll az irányadó eurókammat. A központi stimulus segíti egy havi 80 milliárd eurós kötvényvásárlási program is, a keretösszeg fokozatos csökkentése azonban – amit sok elemző borítékolt – most egyelőre elmarad. Draghi ugyanis leszögezte: amíg a növekedés hajtotta infláció nem éri el a 2%-ot (májusban csak 1,4% volt), továbbra is a monetáris enyhítés pártján áll.

**Következmény:** Draghi kitartása a laza monetáris politika mellett az eurókamatok további csökkenését vetíti előre. Ezt látszik alátámasztani a piaci kötvényhozamok mérséklődése is: a 10 éves futamidejű német állampapírok éves hozama 0,267%-ra, az olaszé 2,088%-a mérséklődött, ami április óta nem látott mélypont.



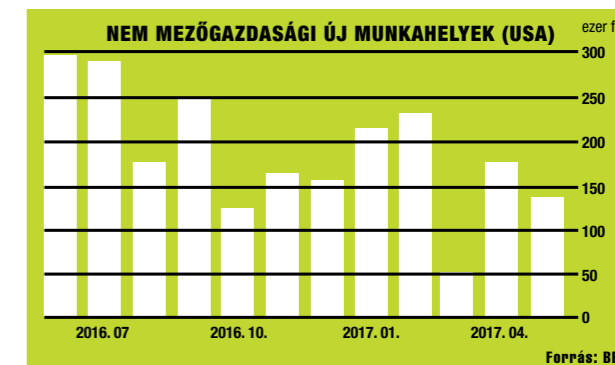
## ELRONTHATATLAN JÓKEDV AZ USA-BAN

**A tény:** a várt 182 ezerrel szemben mindössze 138 ezerrel nőtt a mezőgazdaságon kívül foglalkoztatottak száma májusban a tengerentúlon. Ráadásul a megelőző 2 havi adatot is lefelé korrigálták, összességében 66 ezer fővel. Hiába.

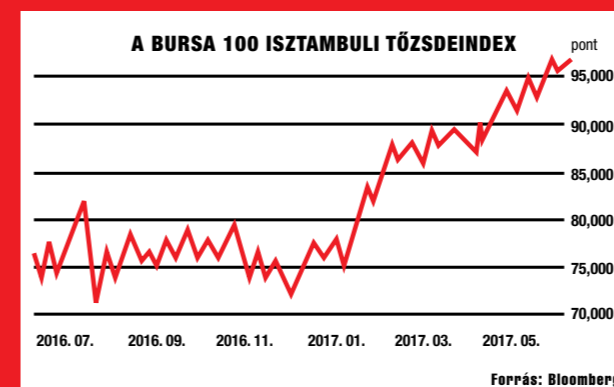
**Előzmények:** idén eddig átlagosan havi 185 ezer fővel gyarapodott az alkalmazásban állók száma. A mostani csökkenés legalábbis aggasztó a kétharmad részt lakossági fogyasztásból táplálkozó amerikai gazdaság erősödése szempontjából. A teljes kibocsátást mérő GDP növekedési üteme az idei első negyedévben mindössze 1,2% volt, döntően a beruházások és a kormányzati költségek visszafogása miatt. Ha a lakosság sem vásárol, beüthet a krach.

**Következmény:** a jó hír a rossz hír. A piaci szereplők azonban kevésbé agresszív kamatemelési pályával számolnak, a legnagyobb iparvállalatok tőzsdei árfolyam változását követő Dow Jones index történelmi csúcson zárt. Csupán a technológiai papírok estek átmenetileg, az értékelé-

si modellek frissítésével (de a Nasdaq index még így is 15%-os pluszban van az idén). A befektetői „félelmet” mérő VIX volatilitás barométer 26 éves mélypontja közelében van, ami a befektetők optimizmusát mutatja a Donald Trump elleni vizsgálatok vagy éppen a brit választások ellenére is.



## PARADICSOMI ÁLLAPOTOK TÖRÖKORSZÁGBAN



**A tény:** az orosz kormány megszüntette több fontos mezőgazdasági termék behozatalának tilalmát. Emellett ismét zöld utat kaptak a török építőipari és turizmusban érdekelt cégek. Bár a paradicsom még mindig tiltólistán van.

**Előzmények:** a két ország közti feszültség még 2015 novemberében éleződött ki, miután Törökország lelőtt egy orosz vadászpilót, amely Szíria felől veszélyeztette a légterét. Ekkor került számos – a török export szempontjából létfontosságú – termék a tiltólistára. Mostantól azonban ezek köre csökken például a fagyasztott csirkével, uborkával, gyümölcsökkel, és ismét az orosz piacra léphetnek a nagy múltú török építőipari



holdingok is. Az Antalyában már kora tavasszal termő paradicsom azonban egyelőre nem, Oroszország ugyanis a saját termelését akarja felfuttatni.

**Következmény:** a gesztus értékű lépés jól mutatja Putyin és Erdogan elnökök közeledését. A török gazdaság számára hagyományosan az egyik legfontosabb kereskedelmi partnernek számító Oroszország „pénztárcájának” megnyílása óriási lehetőség. A tőzsde máris jelentős emelkedéssel honorálta a megállapodást: a legnagyobb török vállalatok részvényárfolyamát követő Bursa Istanbul 100 index – történelmi csúcson zárta – megközelítette a 100 ezer pontos álomhatárt.

# Arany középút

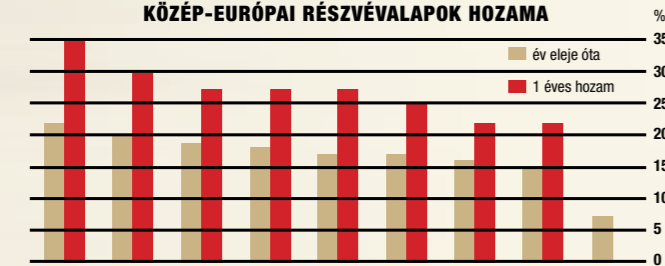
**A növekedés borítékolt, a sérülékenység egyre kisebb, a részvények pedig olcsóak szűkebb pátriáinkban.**

Elképesztő mértékű felértékelődésben vannak a közép-európai részvényalapok. Év eleje óta 20 százalékkal, az elmúlt 12 hónapban 30 százalékkal drágultak a régiós tőzsdéken investáló legsikeresebbek befektetési jegyei. A három éve még lemaradónak számító budapesti, bukaresti vagy épp varsói börze beérte, sőt meg is előzte nemzetközi vetélytársait. Ráadásul a felfelé mutató árfolyamtrend a következő hónapokban is megmaradhat. Miután a fejlődő piacoknak mostanra sikerült ledolgozniuk a 2015 áprilisa óta tartó veszteségeket, londoni stratégiák a régió felülsúlyozását javasolják a fejlődő piaci portfóliók finomhangolásánál.

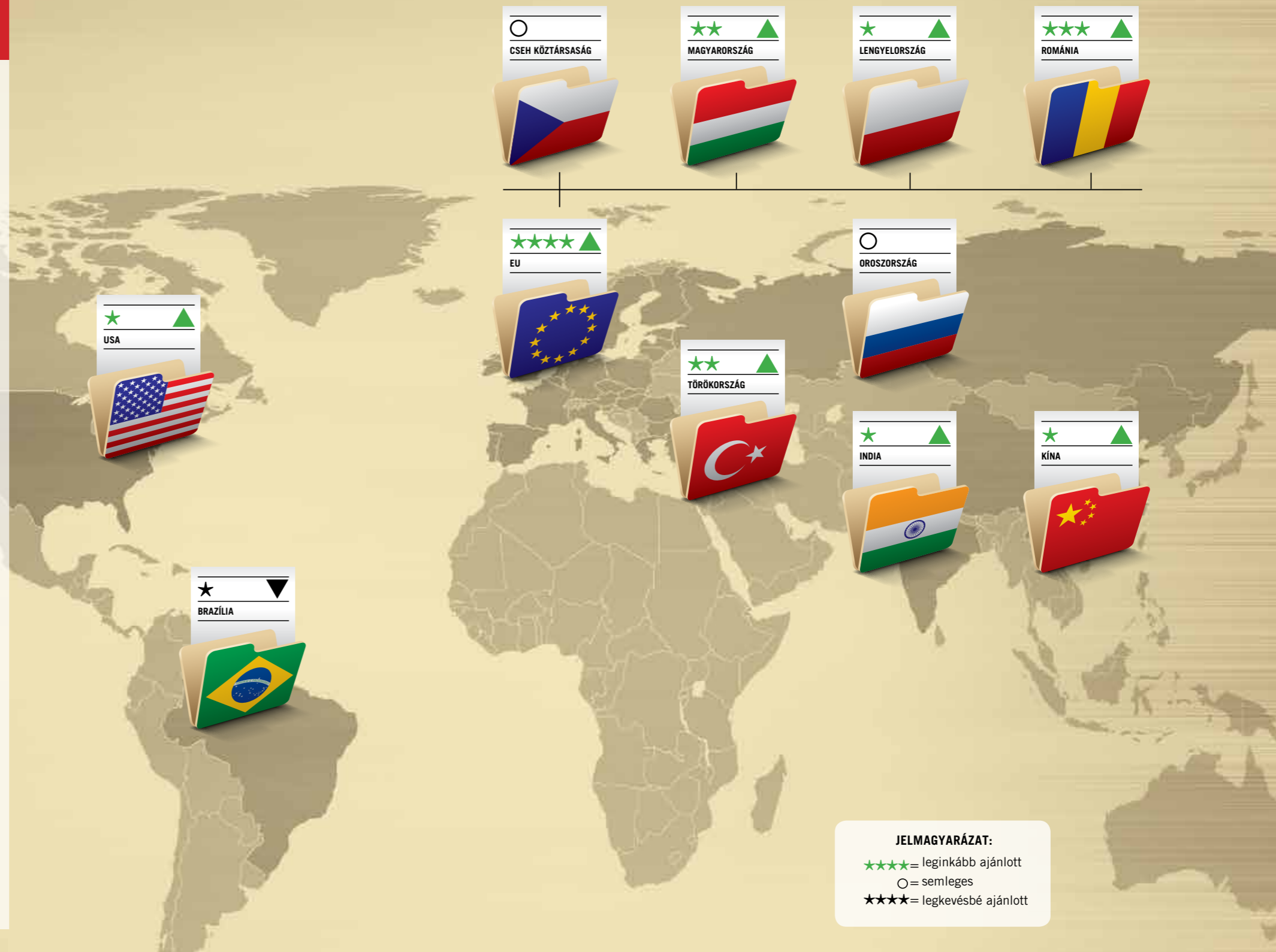
Keith Parker és Andrew Abramczyk, a Barclay's bankház globális részvénystratégiái szerint a helyi nemzeti valuták alacsony reálárfolyama és a kedvező fizetésimérleg-egyenlegek miatt ezek a piacok kevésbé sérülékenyek, a kockázatokhoz mérten pedig kifejezetten olcsónak számítanak. A Budapesti Értéktőzsdén a részvények átlagosan az egy papírra jutó nyereség (P/E) 10,8-szorosán, míg Moszkvában mindössze 5,3-szorosán forognak – eközben a fejlődő piacok átlaga a 12,1-szeres szorzó.

Ugyanakkor a devizák saját korábbi értékükhöz mérten alulértékeltek: a zloty reáléffektív árfolyama 10,9 százalékos, a forinté 11,7, a román lejé 4,8 százalékos deficitet mutat. Ezalatt a fizetési mérleg Magyarországon 5%-os, Csehországban 0,9, Szlovákiában 0,3%-os pluszban áll. A beszerzésimenedzser-indexek pedig mindenhol – és az exportpiacokon is – expanziót mutatnak, így a stratégiák szerint elsősorban a magyar, orosz, cseh és lengyel részvények arányát érdemes a már túlságosan drága nyersanyagexportőr országok (mint Dél-Afrika és Brazília) tőzsdei papírjainak rovására növelni.

**KÖZÉP-EURÓPAI RÉSZVÉVALAPOK HOZAMA**



Forrás: BAMOSZ (2017. június 10. állapot)



**JELMAGYARÁZAT:**  
 ★★★★★ = leginkább ajánlott  
 ○ = semleges  
 ★★★★★ = legkevésbé ajánlott

# A lakáspiac sem nő az évig

Bő két év múlva negyedével drágítja az újépítésű ingatlanokat az uniós áfa-előírás. De a forintkamatok emelkedése is komoly veszélyforrás az ingatlanvásárlók számára.

**Tőzsdei hüvelykujjszabály, hogy ha már a háziasszonyok is részvényt vesznek, kezdetünk aggódni – az emelkedés a vége felé közelít. Vonhatunk majd párhuzamot az ingatlanpiaccal?**

Annyiban biztosan, hogy most már jó ideje nőnek az árak, a szinte semmit sem fizető bankbetétekből sokan csoportosítják át megtakarításaikat. Az emelkedés 2014 végén kezdődött, és azóta gyakorlatilag töretlen. Országosan tekintve évente átlagosan 10 százalékos a négyzetméterárak emelkedése, de Budapesten már 25 százalék. Ahol pedig alacsony bázisról indult, ott ennél is több. A panelprogramoknak és rezsiszűkítésnek köszönhetően egyes lakótelepeken volt, hogy megduplázódtak az árak. Óbudán, a Pók utcai lakótelepen 25–30 milliót is megadnak egy jó állapotú panellakásért.

**Míg néhány éve előfordult, hogy a vevők licitáltak egy lakásra, ma már egyre gyakrabban az eladó enged.**

Mindig akadnak eltérő dinamikájú szakaszok. Míg 2015-ben csakugyan mindent el lehetett adni, most már érezhetően lassul az ütem. Pár éve 30–50 nap alatt lehetett értékesíteni egy lakást, ma már 60–90 nap kell hozzá. „Látótávolságba” került sok újépítésű ingatlan átadása, a vevő

pedig kivár. Ha négyzetméterenként csak 100–150 ezer forint a különbség, nem veszi meg a 70–80 éves épületben található. 2018 végéig 15–20 ezer lakást is átadhatnak. Ennél többről születtek tervek, de egyszerűen nincs elegendő építőipari kapacitás. Hiába van meg a telek, a terv, a vevő részéről pedig a pénz, hitel vagy csok, előfordult, hogy egy nagy budapesti fejlesztésnél a beruházó kénytelen volt visszaadni a lakásokra adott foglalót.

**Mindez jelentősen drágíthatja az eladási árakat. És akkor még nem beszéltünk a 2019. december 31-i határidőről, amikor az újépítésű lakások értékesítését terhelő áfa 5 százalékról 27-re nőhet. Lehet, hogy már nem is lesz jó üzlet negyedével drágábban vásárolni?**

Nem is nagyon van ma olyan beruházás, ami 2020 utánra nyúlik át, és tapasztalataink szerint a vevők szintén előrehozzák a vásárlást. Egy ekkora áremelkedést valószínűleg nem bírna el a hazai vásárlóerő. Gondoljunk bele, a budapesti átlag bruttó 650 ezer forint, és egyik napról a másikra ugyanezért már 800 ezer forintot kellene fizetni. Ilyen négyzetméteráron ma még a legjobb fekvésű projektekben, mondjuk a Duna parton is lehet lakást találni.

**Mekkora az esély rá, hogy ez tényleg bekövetkezik?**

A jelenlegi kedvezményes áfának biztos vége lesz. Hogy folytatódik-e, azt most nehéz megmondani. Tudni kell, hogy az EU adójogszabályaiban ez a leginkább harmonizált adónem. Pontosan meg van határozva, hogy például a jelenlegi esetben milyen szociális céllal magyarázva tudjuk a megengedett 4 éves periódust maximálisan kihasználni. 2020-tól új program kell, amivel ezt a kedvezményes áfakulcsot esetleg ismét alkalmazni lehet. Ez a 2020-as dátum a pénzügypolitikáért felelős államtitkár szerint – amint egy nemrég tartott konferencián mondta – még messze van. Ám egy ingatlanfejlesztőnél 2–2,5 év amíg egy nagyobb projekt végigmegy.

**Ha nem kommunikálják legalább a szándékot, ez bizonytalanságot okoz a piacon.**

Carpe diem: mindent felépítenek, mindent megvesznek és utána a vízözön.

Jön az áremelés, a visszaeső építkezési kedv. A legutóbbi válság nagy tanulsága: ha nem épülnek új lakások, ami minőséget javít, minden vevő „visszalép” egy szintet. Egyre romlik a használt lakások átlagos állapota, minősége. Legyünk őszinték, a mai



Balogh László • vezető elemző, Ingtalan.com

3 százalékos átlagos áremelkedési ütemmel számol). Ez pedig az ingatlanbefektetés alternatív és közvetlen költségét egyaránt növeli. Hosszú távú befektetés ez, és mi csak 2–3 évre látunk előre.

**Milyen veszélyeket hordoz mindez a lakástulajdonosok számára? Az ingatlan manapság az egyik legbiztosabb befektetésnek tartják.**

Leginkább az, hogy a kamatemelkedéssel drágulnak majd a hitelek. Most e téren boom van, nagyon olcsón lehet bankkölcsönhöz jutni – saját felméréseink szerint a lakásvásárlók 59 százaléka tervezi is a hitelfelvételt. És sokan változó kamattal adósodnak el, mert azzal havonta pár ezer forintot lehet spórolni a törlesztő részleten egy fix kamatozású konstrukcióhoz képest. De képzeljük el, ha a mai 0,9 százalékos jegybanki alapkamat mondjuk az ötszörösére nő néhány év alatt. Katastrófa lenne, ha – mint a svájci frank alapú kölcsönöknél – megint finanszírozhatatlan hitelek állnának a ma kettesével-hármasával vásárolt lakások mögött.

**Adódik a kérdés, hogy ha az ingatlan el akarom helyezni a hozamkockázat által meghatározott befektetési palettán, vajon a részvényvel vagy a kötvénnyel vessem-e össze?**

Nehéz kérdés. A kötvények kamata általában fix, jó esetben a lakásadásnak is ilyen a bérleti díja – de persze utóbbinál karbantartási költségek, kieső hónapok is előfordulhatnak. Ha részvényt veszek, akkor vagy az árfolyam-emelkedésre vagy az osztalékra játszom. Egy ingatlannál persze szintén mindkettőre. Egyébként mára annyira felfutott az ingatlan mint befektetés, hogy sokan a bérleti díj 10 százalékaért cserébe menedzselik a kiadást: előszűrik a bérlőjelölteket, meghirdetik a lakást, tanácsot adnak, hogy mit kell tenni a jobb kiadhatóságért.

**Mekkora hozammal lehet számolni az elkövetkező években?**

Már idén is 10 százalék alatt lehet az országos átlag, hosszabb távon a négyzetméterárak emelkedése jó, ha lépést tart az inflációval. A tapasztalatok alapján az ingatlanpiac az egész gazdasággal együtt megy – vagy nem megy. Ma jobbára az uniós pénzeknek köszönhetően zakatol, de ki tudja, a következő uniós ciklusban – ami szintén 2020-tól kezdődik – ez hogyan lesz. Ha elfogynak a „brüsszeli” pénzek, akkor lassul a gazdaság, nem nőnek a fizetések, ami az ingatlanpiacra úgyszintén erős hatással lesz.



# Nem szégyen a futás, sőt: *hasznos!*

Fókusz, kemény munka, fegyelem, csapatjáték. Ezekre van szükség a sportban, egy vállalat vezetésében – de a sokmilliárdos vagyonok sikeres befektetése során is.

Legcsak nehéz körülmények között sikerült legyőznie az Aegon Alapkezelőnek az OTP Bankot. A mostoha időjárási viszonyok (előbb hőség, majd igazi tavaszi vihar) közepette, május 19–21. között megrendezett XI. Ultrabalaton futóverseny végeredménye szerint ugyanis az előbbi – a 230 céges induló közül – a 22. helyezést érte el, míg a legnagyobb hazai pénzintézet csapata a szintén előkelő 54. helyen végzett. Az Ultrabalaton futóverseny során 218,2 km volt a teljes táv, amelyet csapatban vagy egyénileg teljesítettek a versenyzők. Az Aegon Alapkezelő 12 fős teamje nem sokkal szombat délután rajtolt, és másnap reggel ért célba 18 óra 46 perc és 59 másodperces idővel teljesítve a távot. Ez egyébként az összesen 983 indulóból a 110. helyet jelentette.

A sportban kevesen érnek fel egyedül a csúcsra, vagy ha mégis, nehéz huzamosabb ideig ott maradni. A legnépszerűbb sportágakban a győztesek mindig tudják, mikor adják át a



stafétát csapattársaiknak – felismerik az összefogás erejét. „Márpedig az Ultrabalaton igazi csapatmunka, csakúgy, mint az Alapkezelő befektetési filozófiája” – von párhuzamot az egyik legnagyobb távot (27,8 km) vállaló Pálfi György, aki többek közt az Aegon Maraton aktív kezelésű vegyes alap portfóliómenedzsere, amely tavaly 9,22 százalékos hozamot ért el, mérsékelt kockázat mellett. Az idén az „Év Feltörekvő Portfólió Menedzsere” díjjal kitüntetett szakember szerint ugyanis



a siker titka sokkal inkább tetten érhető a jó munkamegosztásban, mint egy-egy „sztár” teljesítményében – persze az is igaz, hogy csapatkapitányokra, mentorokra szintén szükség van.

Mindenesetre a váltófutás és a befektetés egyaránt igazi teammunka, ahol a végeredmény számít. Mint ahogy az alapkezelő befektetési stratégiájánál is, amelynek kereteit szintén egy közös csapatmunkában kialakított, havonta felülvizsgált, négy szempontú – úgynevezett kvadrant – modell határozza meg. A sportsikerhez persze fontos a kitartás is, hasonlóan az üzleti élethez. Egy hosszabb táv lefutása elsősorban fejben dől el: az erőt is a távhoz mérten kell beosztani, 40 kilométer nem lehet sikeresen teljesíteni például 10 kilométerre szabott erőbedobással. Miként a befektetések menedzselése is szorosan korrelál a meghatározott futamidővel.

Talán nem véletlen, hogy az idén „Az Év Alapkezelője” díjjal jutalmazott Aegon vezető portfóliómenedzserei között több hosszútávfutó is található (például a részvény üzletágat irányító Loncsák András), és Bakos Ádám, a kötvény üz-

letág főnöke szintén komoly távot teljesítve vette ki részét a sikerből. Mind a Balaton körül, mind a nyerő befektetési stratégiák kialakításában – ahol az elején minden bizonytalan, a végeredmény pedig vagy fekete, vagy fehér.



# Az Év Alapkezelője 2017 Aegon Alapkezelő



- **Pálfi György** - Az Év Feltörekvő Portfólió Menedzsere
- **Aegon BondMaxx** - Az Év Legjobb Szabad Kötvény Alapja
- **Aegon MoneyMaxx** - Év Legjobb Abszolút Hozamú Nem Származtatott Alap



[www.aegonalapkezelo.hu](http://www.aegonalapkezelo.hu)