VAGYONKEZELŐI BESZÁMOLÓ

ALLIANZ ÖNKÉNTES NYUGDÍJPÉNZTÁR

2025. IV. NEGYEDÉV

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

2026.01.10.

Allianz

TARTALOM

1 BENCHMARK HOZAMOK ÉS TELJESÍTMÉNYEK

2 MAKROGAZDASÁGI ÖSSZEFOGLALÓ

3 RÉSZVÉNYPIACOK

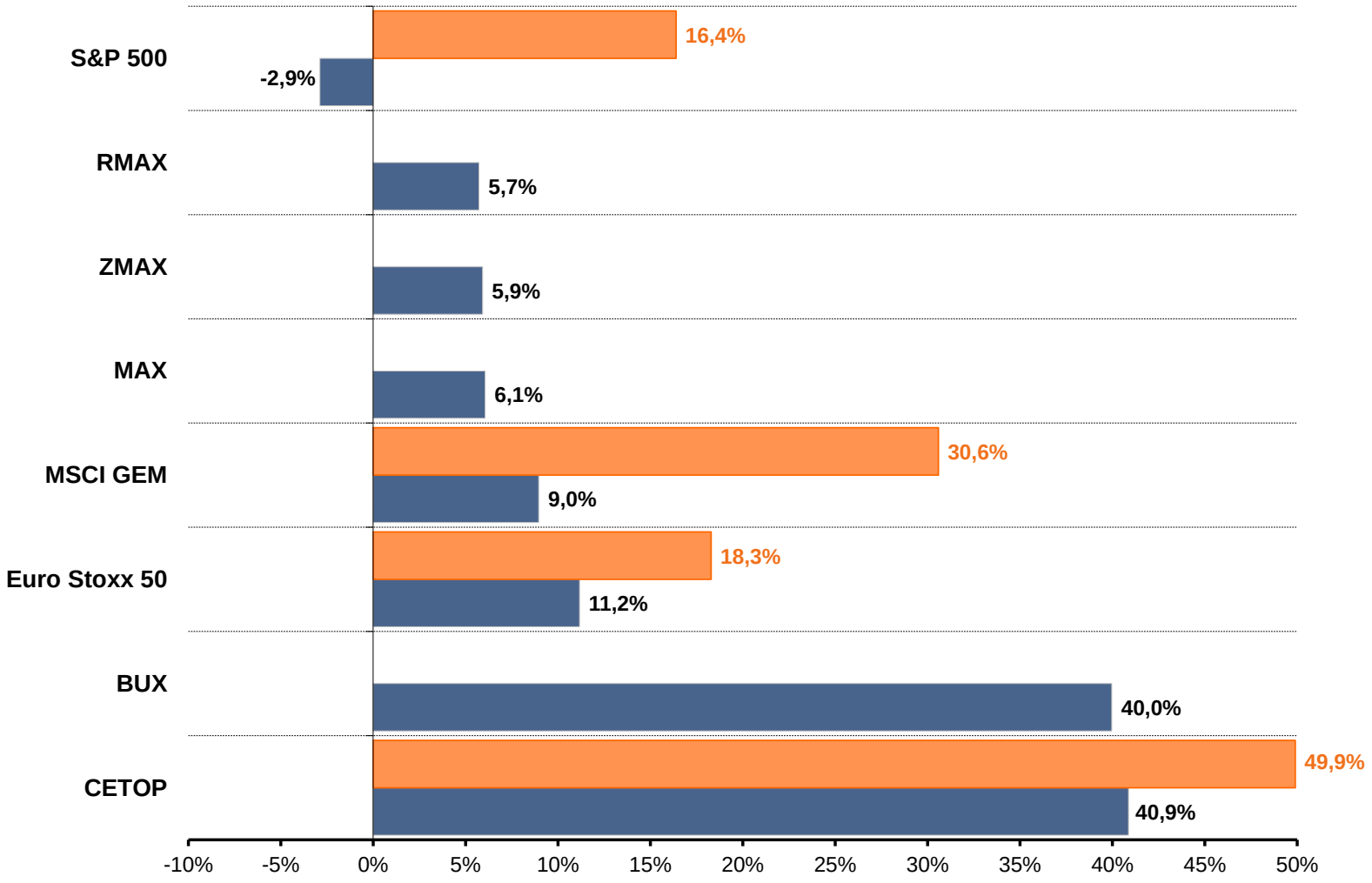
4 EGYÉB TÁBLÁK, ADATOK, INFORMÁCIÓK

© Copyright Allianz 2026. január 10.

BENCHMARK HOZAMOK ÉS TELJESÍTMÉNYEK

1

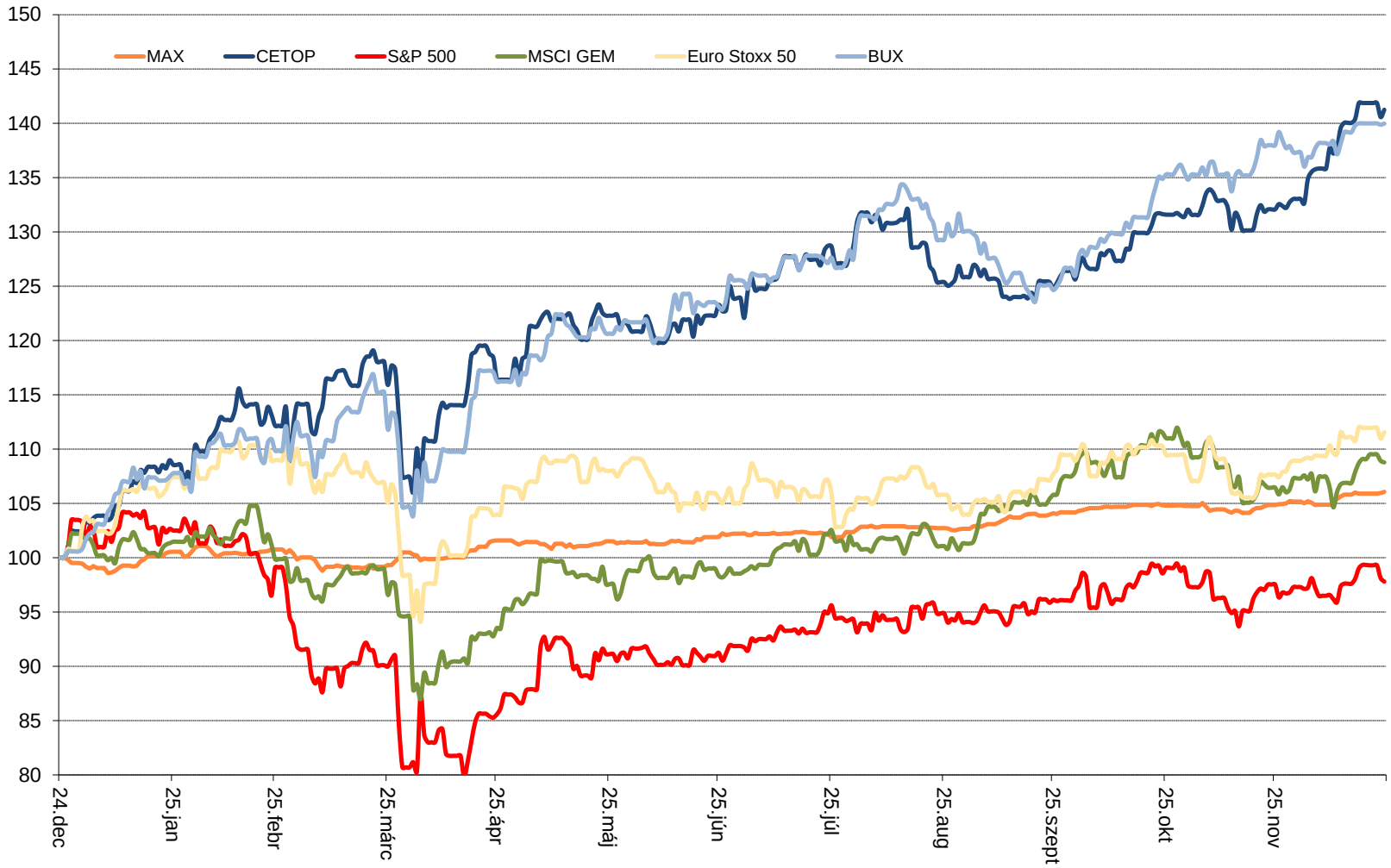
FŐBB INDEXEK TELJESÍTMÉNYE 2025 YTD (HUF ÉS SAJÁT DEVIZA)



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

© Copyright Allianz 2026. január 10.

FŐBB INDEXEK ALAKULÁSA 2025 (HUF)



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

© Copyright Allianz 2026. január 10.

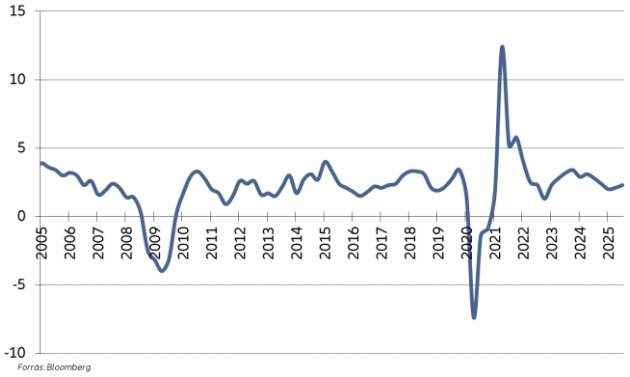
MAKROGAZDASÁGI ÖSSZEFOGLALÓ

2

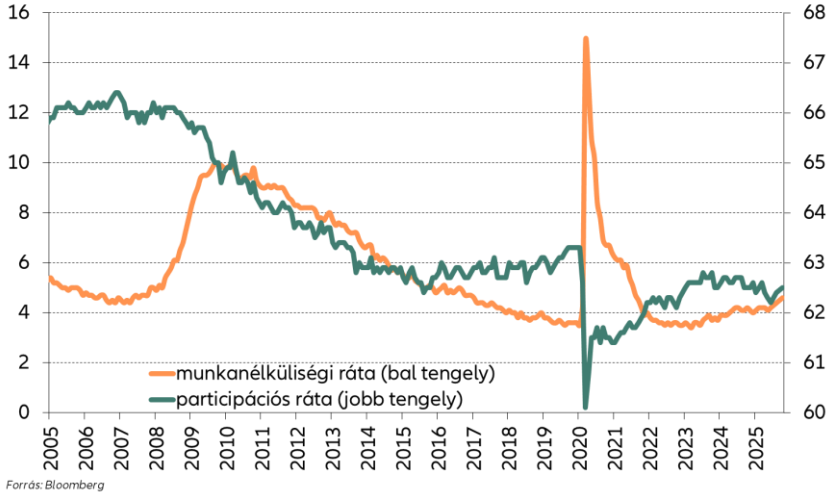
USA GAZDASÁGI ADATOK

- Az első negyedév – feltehetőleg vámbejelentések miatt esetinek tekinthető - enyhe csökkenése után a második és harmadik negyedéves USA GDP kiemelkedően jó lett, a nem évesített negyedéves növekedés 1% körüli volt mindkét esetben, az év/év adat pedig 2% fölötti. A Bloombergnek leadott növekedési előrejelzések 2026.01.07-én 2%-ot mutatnak 2025-re, 2,1%-ot 2026-ra (mindkettő magasabb, mint negyedéve láttuk).
- Kínával a kereskedelmi kapcsolatok a második félévben „rendeződtek". Az USA a vámtételek racionális szintekre mérséklése mellett számos más együttműködést is kötött, a belpolitikai szempontból is fontos mezőgazdasági (szója export) együttműködésén túl biztosította a ritkaföldfémekhez való hozzáférést. A két ország kapcsolata ugyanakkor továbbra sem mentes a feszültségektől, inkább talán tűzszünetet lehetne említeni, mint a kereskedelmi háború végét. A következő időszakban felértékelődik a nyersanyagokhoz való hozzáférés, az olcsó energia és a hatékony termelés (utóbbi kapcsán emeljük ki a mesterséges intelligencia szerepét).
- A munkanélküliségi ráta enyhén nőtt, novemberben 4,6%-on állt, ami hosszabb kitekintésben még mindig nagyon kedvező, de év elején még láttunk 4%-ot is. A bérnövekedés 3,5%-ra lassult.
- A piac szeptemberben még a vámok miatt magasan ragadó (vagy tovább emelkedő) inflációtól tartott, de a pénzromlás üteme novemberben 2,7%-ra mérséklődött.
- Az adatokat érdemes óvatosan kezelni, mivel a hosszú kormányzati leállás miatt még nem biztos, hogy a valós tendenciákat mutatják (a decemberi heti munkanélküliségi adatok például kedvezőbb fordulatot is vettek).

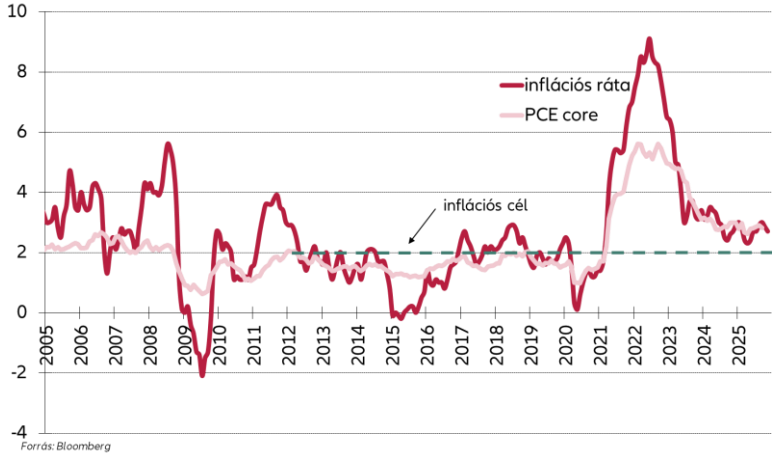
USA reál GDP növekedése (év/év)



USA munkaerőpiac

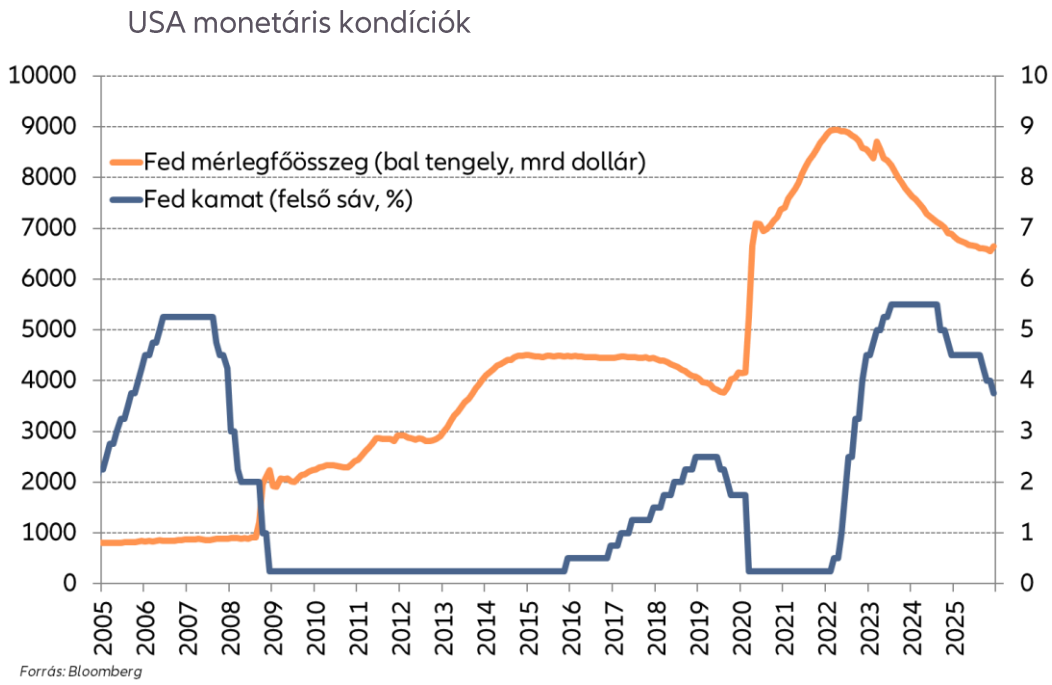


USA infláció



© Copyright Allianz 2026. január 10.

USA – MONETÁRIS POLITIKA



Forrás: Bloomberg

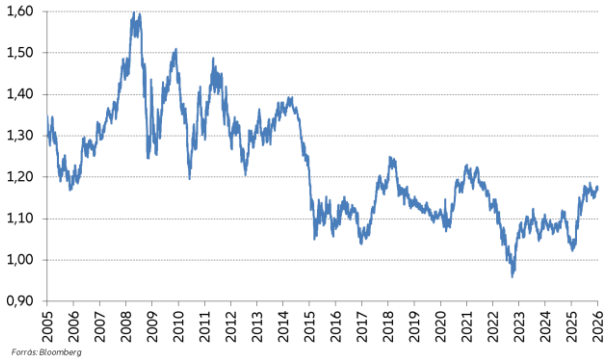
- A Fed hosszabb tartás után szeptemberben végül kamatot vágott (25 bázispont), amit a következő két ülésen is hasonló döntés követett. Így év végére a megcélzott kamatsáv 3,5-3,75 lett. Mindegyik lépés megfelel az ülést közvetlen megelőző elemzői konszenzusnak, ám ez kicsit megtévesztő, mivel a kamatvágási várakozások az ülések között gyakran lényegesen változtak a bejövő gazdasági adatok, valamint politikai hírek (nemzetközi kereskedelmi feszültségek vagy éppen a kormányzati leállás) fényében. A Fed decemberi döntéshozói előrejelzése alapján egy, a január eleji piaci árazás szerint inkább kettő 25 bázispontos lazítás várható 2026-ra.
- A kamatvágás irányába hat, ha a munkanélküliségi ráta tovább emelkedik, és/vagy ha az infláció tovább csökken a 2%-os cél felé. Mint korábban írtuk, a kormányzati leállás miatt nehéz ezekben most tisztán látni. Az alacsonyabb infláció felé mutat, hogy a kormányzat bizonyos USA-ban nem termelt termékekre vonatkozó vámtételeket csökkentett, az olajár (a környezeti célok hátrébb sorolása miatt megindult amerikai termelés és a venezuelai beavatkozásnak is köszönhetően is) csökkenő pályán van, a munkaerőköltséget illetve termelékenységet pedig az AI javíthatja.
- A mérlegleépítés (QT) üteme áprilistól lecsökkent, majd decemberrel leállt. Már korábban is jelezte a Fed, hogy majd esedékes lesz ismét a mérlegbővítés, hogy a bankok számára bőséges tartalékok álljanak rendelkezésre, de talán meglepő volt, hogy erről már decemberben döntöttek is. A mérleg szerkezete ugyanakkor változik: a lejáró jelzálogfedezetű értékpapírok helyére állampapírokat vesznek, e mellett rövidülni fog az átlagos futamidő is.
- A Fed döntéshozók a 2026-os GDP növekedésre vonatkozó előrejelzésüket szeptember után decemberben is emelték (ezúttal 2,3%-ra). A PCE infláció és maginfláció kapcsán most alacsonyabb értéket valószínűsítenek (2,4% illetve 2,5%).
- Mivel Jerome Powel elnöki mandátuma tavasszal lejár, hamarosan esedékes az utód bejelentése. Év elején a leginkább esélyesnek tartott két jelölt Kevin Hassett (a Fehér Ház gazdasági tanácsadó testületének igazgatója) és Kevin Warsh (korábbi Fed kormányzó).

© Copyright Allianz 2026. január 10.

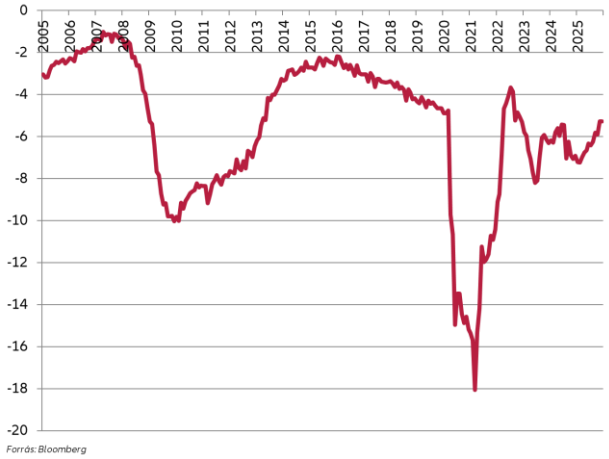
USA ÁLLAMPAPÍRPIAC

- Míg az év elején a hozammozgásokat a vámokkal kapcsolatos bejelentések mozgatták, a második negyedévben nyugodtabb volt a befektetői hangulat. A szeptemberben megjelent, gyengébb munkanélküliségi adok érzékelhető hozamcsökkenést eredményeztek.
- Októberben kezdődött az USA történetének eddigi leghosszabb kormányzati leállása. November közepéig állt a hivatalok többsége, így a gazdasági adatközlések nagy része is elmaradt, illetve néhány fontos adat az újranyitás után sem lesz már elérhető (például az októberi munkanélküliség). Ez megnehezítette a gazdasági döntéshozatalt, így inkább csak oldalaztak a negyedik negyedévben az USA állampapír hozamok, a leghosszabb lejáratokon enyhe gyengülést is megfigyelhettünk.
- Az év folyamán meredekebbé váló hozamgörbe azt jelzi, hogy továbbra is lehetnek piaci félelmek az USA költségvetés hosszú távú fenntarthatóságával és az inflációval kapcsolatban. Fontos lenne többek közt, hogy (1) a Legfelfőbb Bíróság ne rendelje el a vámok visszavonását, (2) a bevételek csak kisebb része kerüljön „kiosztásra" a lakosság részére, (3) az adócsökkentések jelentős növekedést (árupiaci kínálatot, többlet adóbevételt) hozzanak, (4) a leállás torzító hatásától mentes inflációs adatok is jók legyenek.
- A dollár a második félévben nem mozgott jelentősen. Rövid távon nem igazolódtak a dollár tartalékdeviza szerepének csökkenésére vonatkozó félelmek.

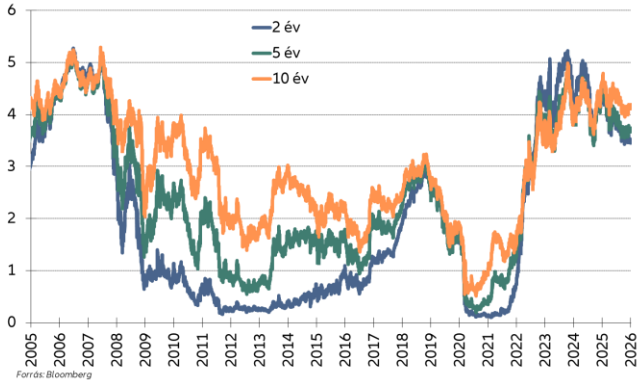
EURUSD árfolyam



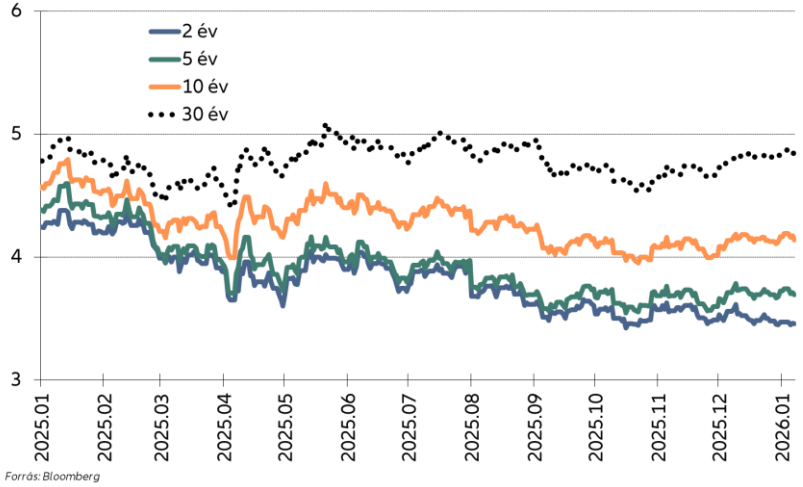
USA szövetségi deficit/GDP (gördülő, %)



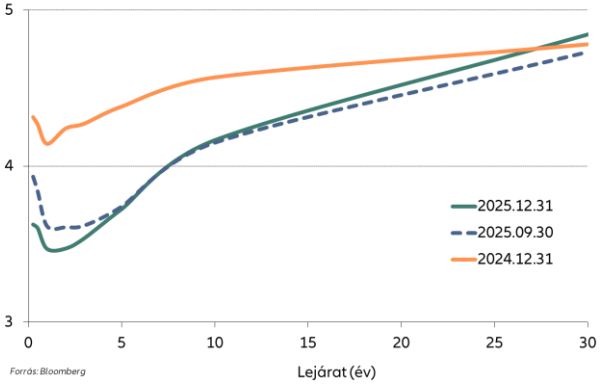
Állampapír hozammozgások



Állampapírpiac az elmúlt évben



Hozamgörbe

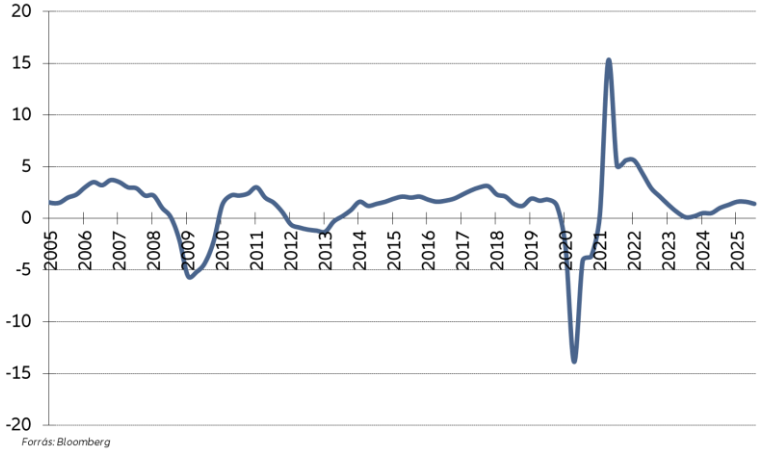


© Copyright Allianz 2026. január 10.

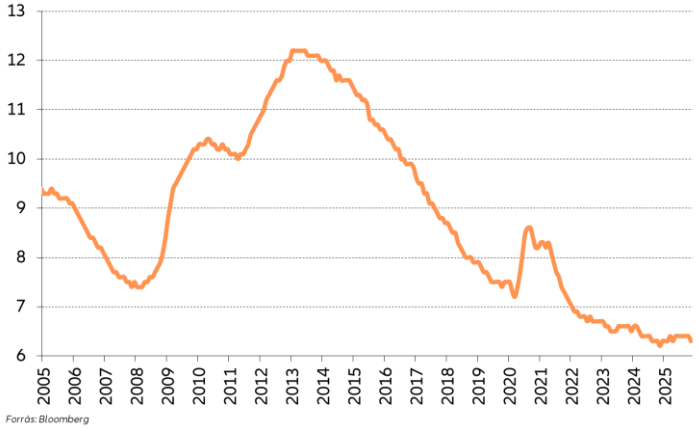
EURÓZÓNÁS GAZDASÁGI ADATOK

- Az eurózóna harmadik negyedéves GDP növekedése javult kissé, 0,3% lett (negyedév/negyedév). Az év/év adat 1,4%, hasonló az előző negyedévben látottakhoz. A Bloombergnek küldött előrejelzések középértéke 2025-re és 2026-ra is emelkedett kissé, jelenleg 1,4%-ot, illetve 1,2%-ot látunk. Javítja a kilátásokat az olcsóbb energia, a növekvő hadi- és infrastrukturális kiadások, a reálbérek emelkedésének fogyasztásösztönző, valamint az AI vállalati alkalmazásának termelékenységet javító hatása. A kiskereskedelmi eladások növekedési üteme továbbra is visszafogott, az ipar esetében ugyanakkor a korábbi folyamatos esések után már egy lassú bővülést látunk (igaz alacsony bázisról).
- A munkanélküliségi ráta továbbra is alacsony szinteken áll (szinte szó szerint, mert a legtöbb adatközlés 2025-ben 6,4% volt). A bérek az inflációs célokhoz képest magasabb növekedést mutatnak, de ez a fogyasztói árakba nem gyűrűzik be.
- Az eurózóna inflációja és maginflációja egyaránt az EKB 2%-os céljánál áll. Az EKB által gyűjtött inflációs várakozások ugyan kissé a cél felettiek, de stabilak. A termelői árak augusztustól az év/év adatokat nézve csökkenést mutatnak (negatívak).

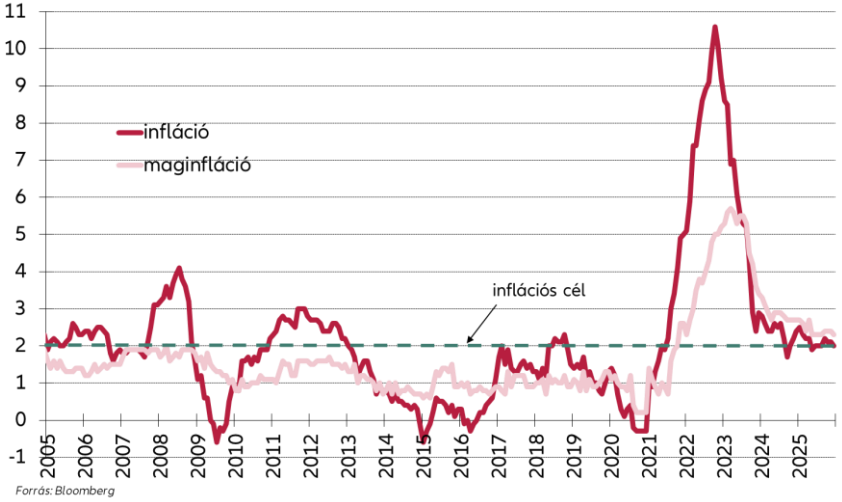
Eurózóna reál GDP növekedés (év/év)



Eurózóna munkanélküliségi ráta



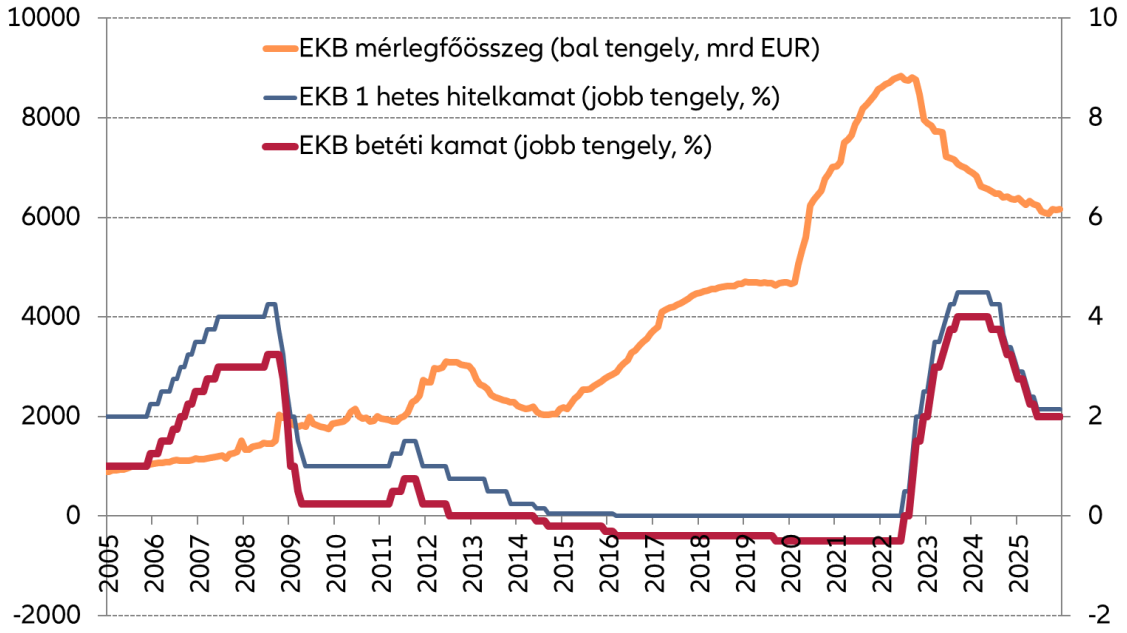
Eurózóna infláció



© Copyright Allianz 2026. január 10.

EKB – MONETÁRIS POLITIKA

EKB monetáris kondíciók



Forrás: Bloomberg

- Az EKB a második félévben nem nyúlt a kamatszintekhez. A decemberi ülés sajtótájékoztatóján már távlatban a kamatemelés lehetősége is felmerült, de a decemberi előzetes inflációs adatok fényében ez a szcenárió későbbre tolódott (lényegében kiárazódott).
- A jövőbeli kamatváltozások tekintetében új iránymutatást (forward guidance) továbbra sem kaptunk. A döntéshozók ülésről ülésre döntenek, alapvetően három fő kérdéskör figyelembevételével: inflációs kilátások a megjelent gazdasági és pénzügyi adatok fényében, a mögöttes inflációs folyamatok, és a monetáris transzmisszió erőssége.
- Jelenleg (január elején) a piaci árazások nem jeleznek elmozdulást 2026-ra az EKB kamatokban. Ezt felülírhatja például, ha a Fed a következő hónapokban (vagy éppen az új Fed elnök első időszakában) több kamatvágást is végrehajt. Ekkor előállhat egy gyengülő dollár-erősödő euró forgatókönyv, ami az EKB inflációs célját veszélyezteti (alálőne a 2%-nak), így az EKB kamatot vághat.

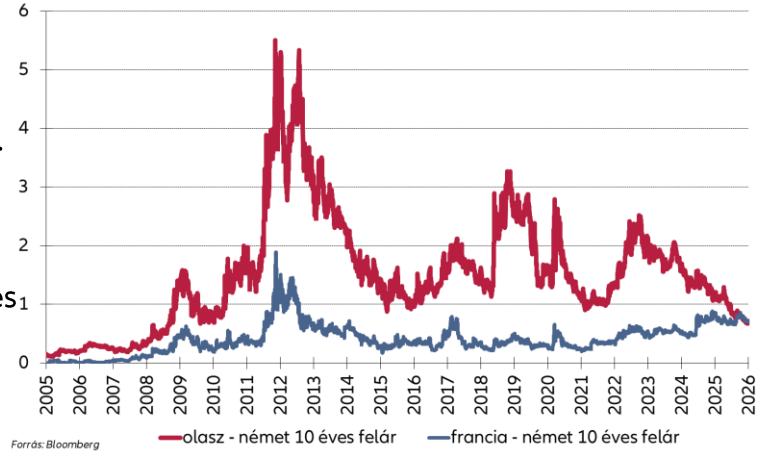
- Az EKB elemzői stábja a szeptemberi előrejelzésekhez képest csak kisebb módosításokat hajtott végre. A 2026-os inflációt és maginflációt egyaránt pár tized százalékponttal magasabbra várják, 1,9%, illetve 2,2% az új előrejelzés (2027-re kicsivel 2% alá prognosztizálják az áremelkedést). A gazdasági növekedés terén kissé optimistább lett a kép: a 2026-os bővülés 1% helyett 1,2% lehet, míg jövőre 1,4%-os lett prognózis.
- A negyedévben az eszközvásárlások ütemezését érintő új döntés nem született. A korábbi években végrehajtott összes értékpapír-vásárlási program állományai a lejáratok ütemében folyamatosan csökkennek.

© Copyright Allianz 2026. január 10.

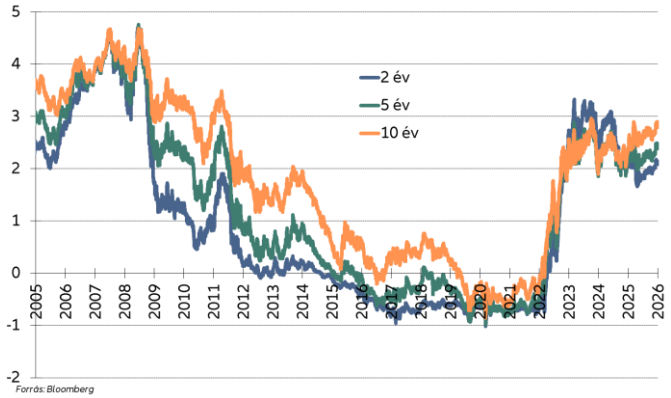
EURÓZÓNÁS ÁLLAMPAPÍRPIAC

- Idén márciusban láttunk egy nagyobb megugrást a német hozamokban, ami a márciusi hadiipari és infrastrukturális beruházásokhoz, valamint az ezzel kapcsolatban eltörölt adósságfék szabályokhoz köthető. Rövid idő alatt stabilizálódott a helyzet, részben amiatt, hogy a befektetők felismerték, ezek a kiadások időben elnyújtva jelentkeznek csak majd. E mellett az USA vámbejelentések egyik nagy nyertese a német állampapír piac volt.
- A költségvetési lazítás ugyanakkor nyomásként nehezedik a hosszú hozamokara: májustól inkább lassú gyengülést láttunk. Az első félév EKB lazításai a rövid hozamokat lefelé húzták. Összességében a német hozamgörbe így meredekebbé vált.
- Az olasz 10 éves kötvényhozam némethez képest számolt felára folytatta a 2023-tól látott trendszerű szűkülését. Az eszközvásárlások leállása és a kereskedelempolitikai feszültségek sem hatottak negatívan a spreadre. Az olasz költségvetés befektetői megítélése sokat javult két év alatt (idén az S&P, a Fitch és a Moody's is a rating javítása mellett döntött). A francia belpolitikai bizonytalanság ugyanakkor az ottani felárakat 2025-ben magasan tartotta.

A 10 éves állampapír hozamkülönbözetek

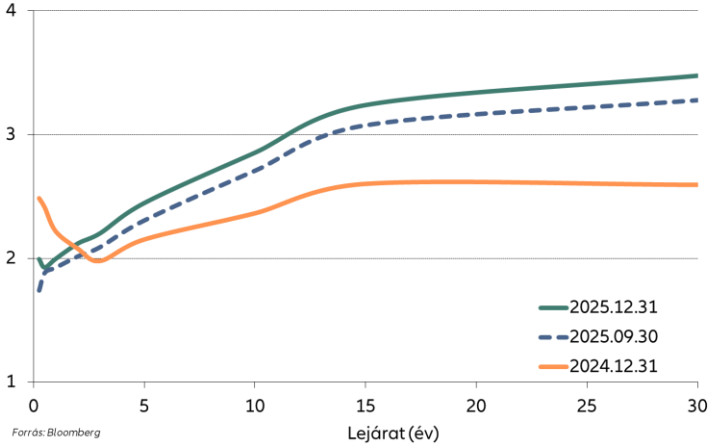


Állampapír hozammozgások (német)



Állampapír hozammozgások az elmúlt évben (német)

Állampapír hozamgörbe (német)

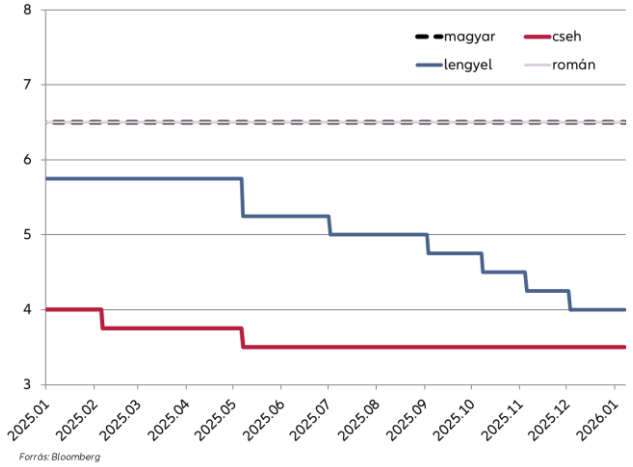


© Copyright Allianz 2026. január 10.

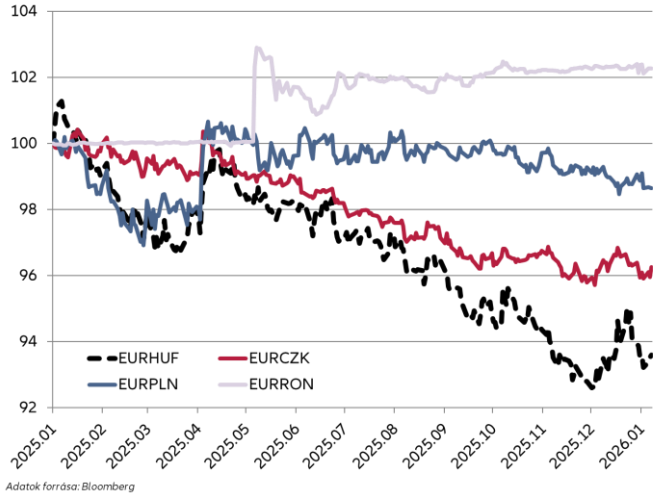
RÉGIÓS PIACOK

- A lengyel dezinflációs folyamat nem állt meg az év utolsó negyedévében sem, a januári 5% fölötti értékről 2,4%-ra ért (decemberi előzetes adat) az infláció. Ez a kedvező folyamat jelentős kamatvágás előtt nyitotta meg az utat: a májusi 50 bp után a második félév minden ülésén 25-25 bázisponttal, 4%-ra mérsékelte a lengyel jegybank az irányadó rátát. A zloty árfolyamában még az áprilisi kamatdöntés hozott egy nagyobb gyengülést, ezt követően már inkább oldalirányú volt a mozgás, majd az utolsó negyedévben a kamatvágások ellenére kisebb erősödést láthattunk. Az áprilisi kamatdöntéshez köthető hozamesést követően a lengyel kötvénypiac jó ideig inkább csak oldalazott, majd az év utolsó hónapjaiban lassú erősödést mutatott.
- A cseh infláció régiós viszonylatban igen alacsony volt egész évben. Nyáron kis emelkedést láttunk, ám a decemberi előzetes érték 2,1% lett. A korona erősödő trendben volt az év nagyobb részében, bár ez az utolsó negyedévben már kevésbé volt hangsúlyos. A kötvénypiacon egy enyhe gyengülést figyelhettünk meg 2025-ben. A jegybank a májusi kamatvágás után 3,5%-on tartotta az alapkamatot. A döntéshozók nyilatkozatai óvatosak voltak, egyelőre nincs megelőlegezett irány sem.
- A román infláció év elejétől látott növekedése augusztusban kicsivel 10% alatt megállt, de érdemi javulást sem láttunk azóta. A jegybanknak nem volt mozgástere a kamatcsökkentésre idén. A korábban igen stabilan tartott devizaárfolyam is kimozdult májusban, ami kötvénypiacon is turbulens időszak volt. Ezt követően az árfolyam stabilizálódott, a 10 éves hozam pedig erősödött (az év eleji szint alatt zárta az évet).

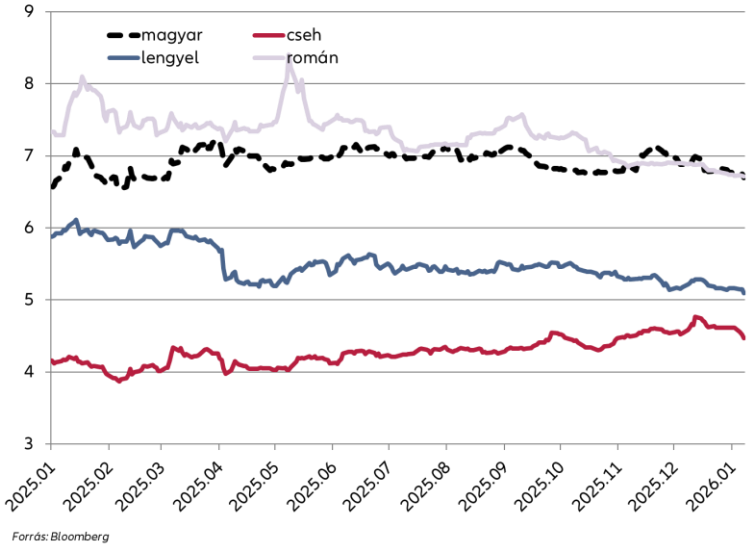
A régiós alapkamat szintek



A régiós devizák relatív teljesítménye



10 éves kötvényhozamok

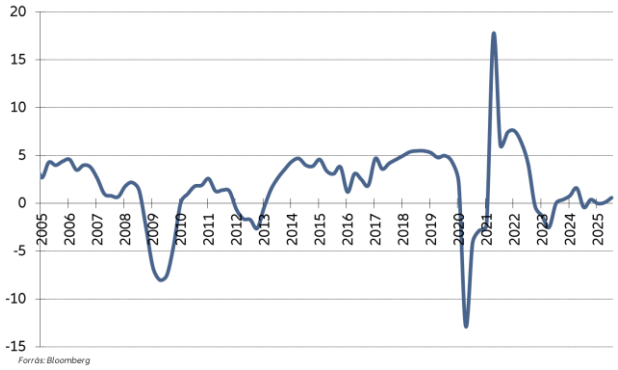


© Copyright Allianz 2026. január 10.

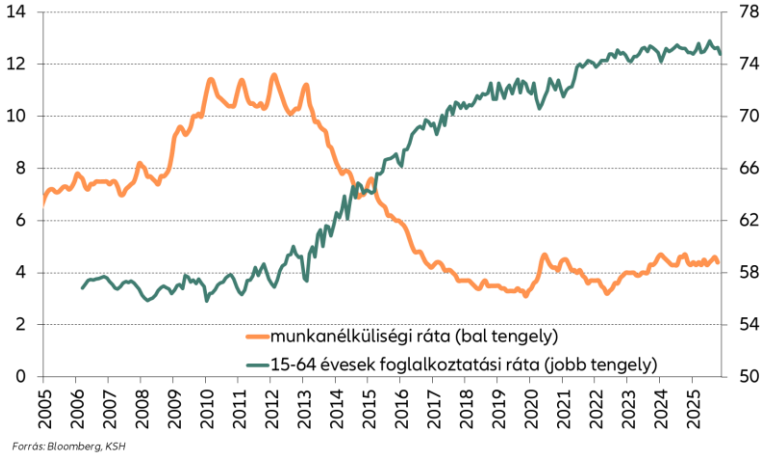
HAZAI GAZDASÁGI ADATOK

- A magyar gazdaság a harmadik negyedévben stagnált negyedéves alapon. Az éves növekedés az elemzői becslésektől elmaradva 0,6% lett, ami régiós összevetésben is alacsonynak számít. A kormány korábban a lakossági fogyasztás élénkülésétől sokat várt, de a kiskereskedelmi forgalom csak 3% körül növekedett az elmúlt hónapok adatközlése szerint. Az ipari termelés még mindig szűkül év/év alapon, az új beruházások termelésének elindítása több esetben csúszott, a német gyenge növekedés sem támogató. Az szja döntések, a lakossági és vállalati kamattámogatások és a 14. havi nyugdíj visszaépítése mind segíthetnek a növekedés beindításában, de az állami beruházásokra az alacsony növekedés miatt nyomott adóbevételek és az előbb említett egyenlegrontó intézkedések miatt feltehetőleg kevés tér marad. A Bloombergnek nyilatkozó elemzők 2025-re már csak 0,4%-os, míg 2026-ra 2,3%-os növekedést várnak (ez egybevág az MNB előrejelzésével: itt a releváns értékek 0,5%, illetve 2,4%).
- A munkanélküliségi ráta 2025-ben lényegében 4,4% körül stagnált, a foglalkoztatottság emelkedése is megállni látszik. Historikusan ugyanakkor ezek erős értékek. A munkaerőpiac feszítettségének oldódására az MNB is felhívta már a figyelmet, ez inflációs szempontból kedvező. A bérnövekedés nem sokat változik, magas szinten van, a legfrissebb adatok szerint 8-10% körül ingadozik. A 2026-os minimálbér-emelés kétszámjegyű lett, ami továbbra is jelentős reálbérrel támogatja a lakossági fogyasztást, illetve az ingatlanpiacot 2026-ra is.
- Az inflációs folyamatok 2025 év elején kedvezőtlenül alakultak. A szolgáltatások és az élelmiszerek áremelkedése volt különösen problematikus. A Kormány aktív beavatkozása segített a folyamatok megfordításában. A nemzetközi élelmiszerpiaci fejlemények és az energiaárak alakulása miatt az MNB decemberben optimistábbá vált, 2026-ra 3,2%-ot várnak (az elemzői becslések mediánja jelenleg 3,6%).

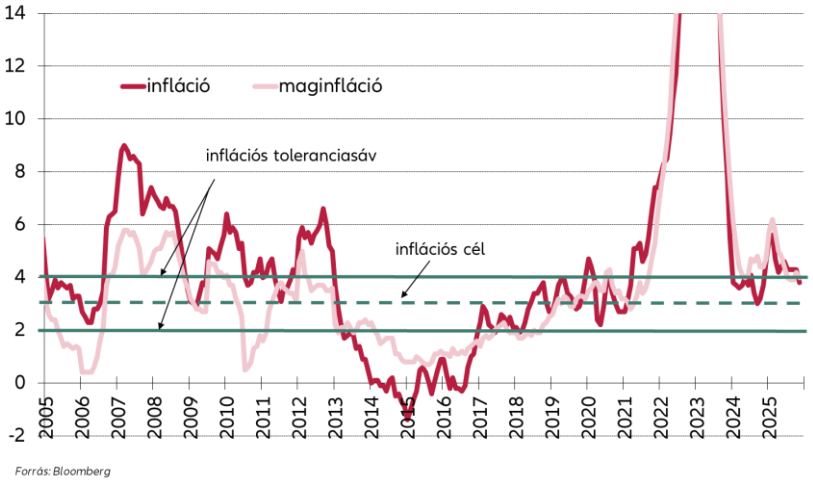
Magyar reál GDP növekedése (év/év)



Hazai munkanélküliségi ráta



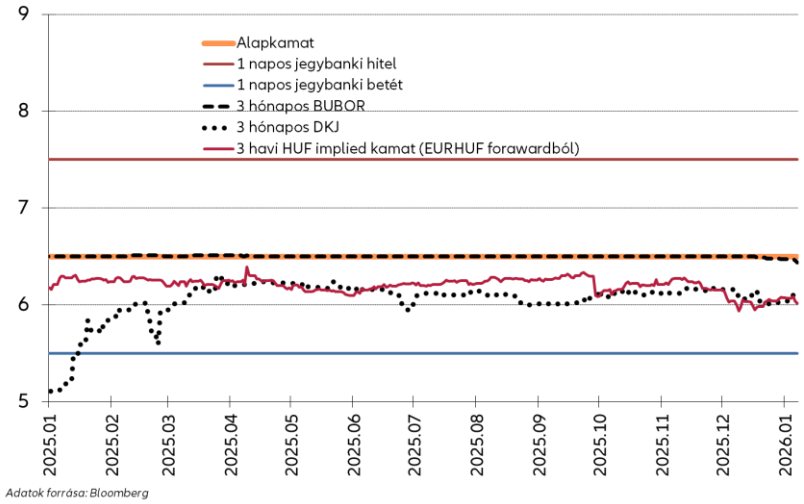
Infláció



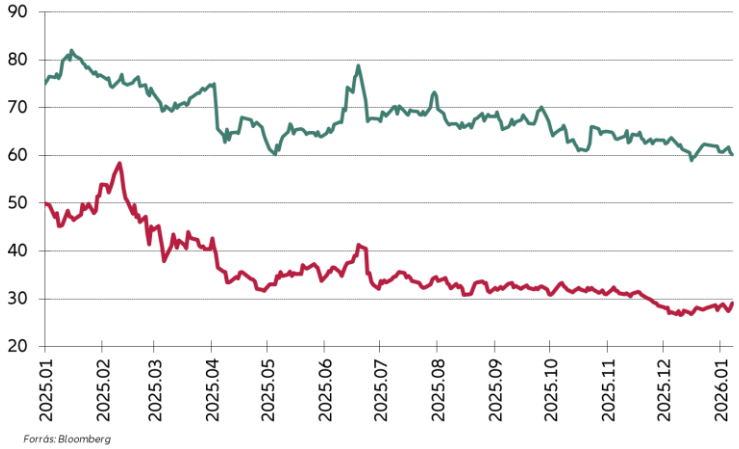
© Copyright Allianz 2026. január 10.

HAZAI MONETÁRIS POLITIKA

MNB kamatkondíciók és egyes pénzpiaci kamatok



Brent olajár (zöld) és holland gázár (piros)



EURHUF árfolyam

- Az MNB 2025-ben végig 6,5% szinten tartotta az irányadó kamatot. Hiába nőtt a Fed és EKB kamatvágásokkal a fejlett piacokhoz mért kamatkülönbözet, lengyel és a cseh lazítással pedig a régiós spread, az inflációs kockázatok miatt nem volt lehetőség kamatcsökkentésre. A jegybank 2025-ben végig hangsúlyozta, hogy a forint gyengülése nem szolgálja érdemben a gazdasági növekedést, míg az importált termékeken és a várakozásokon keresztül inflációs veszélyeket hordoz. A kamatdöntésekhez kapcsolódó sajtótájékoztatók decemberig kimondottan szigorú hangvételt ütöttek meg.
- A kormány (különösen NGM) oldaláról időnként hallható volt vélemény a magas kamatszintekre vonatkozóan, de a bírálatok nem voltak olyan erősek, hogy jelentős piacgyengítő hatással bírtak volna. Decemberben ugyanakkor változott az MNB kommunikációja is. Az év eleji átárazások miatt még óvatosak, de a 2026-os inflációs előrejelzést is lényegesen (3,8%-ról 3,2%-ra!) lejjebb vitték. A nemzetközi élelmiszerárak, az energiaárak csökkenése és a forint ereje mind ebbe az irányba hat. Ha a tényadatok is kedvezőek lesznek, hamarosan időszerű lesz a kamatvágás.
- A kötelező tartalékráta 10%-ról 8%-ra történő mérsékléséről született még júliusban döntés, de ez kifutó jegybanki hitelek miatt nem volt még lazításnak értelmezhető.

© Copyright Allianz 2026. január 10.

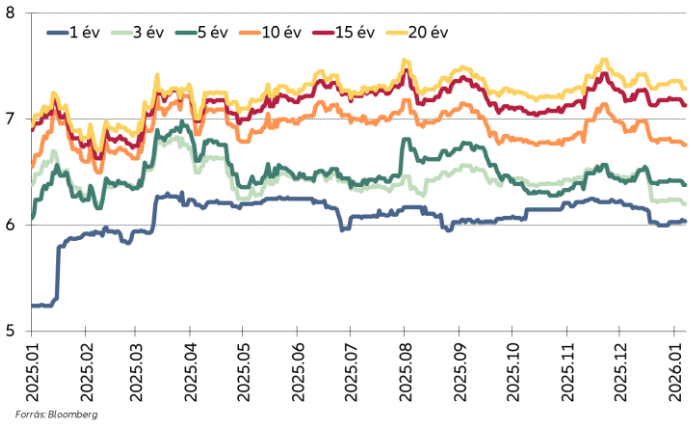
HAZAI KÖTVÉNYPIAC

- A magyar állampapír-piacon idén nem igazán látszott trend, és a volatilitás is alacsony volt. Év elején inkább gyengülésről, év végén erősödésről beszélhetünk, de az előző évekhez képest a mozgás igen visszafogott volt. Az állam finanszírozás igénye magas volt, a terveket folyamatosan emelték, de a szabályozói hatások (extraprofit adó csökkentés miatt banki és biztosítói vásárlások) mellett külföldi kereslet is stabilizálta a piacot. A hitelminősítők sem változtattak idén az adósbesoroláson, csak a kilátások romlottak (legutóbb decemberben a Fitch esetében).
- A **fix államkötvények aukciói** iránt egész évben magas kereslet mutatkozott, a negyedik negyedév is erős lett, a vártnak megfelelően. Korábban az öt éves futamidő volt a legkeresettebb, mivel a banki és biztosítói vásárlások számára ez a legkedvezőbb, de a második félévben a hosszabb lejáratokon is nőtt az érdeklődés. Mivel a vásárlások idén eléggé eloszlottak időben, és a nem benchmark sorozatokból is folyamatos volt a kínálat, így elmaradt a nagy rali év végén, és a hozamgörbén sem alakult ki látványos alul-/felülértékeltség.
- A **zöld kibocsátások** 2025-ben negyedévente egy-két alkalommal voltak. Ezúttal, a negyedik negyedévben egy 2032/G és egy 2051/G aukció volt terítéken, az előbbire bőséges, míg az utóbbira (feltehetőleg a hosszú futamidő és alacsony sorozatméret miatt) gyér érdeklődés mellett.
- A **DKJ-k** iránt az október-novemberi kamatfizetések, a 2025/C lejárat, valamint az év végén jellemző „pénzköltések” okán jelentősen megnőtt a kereslet. Azonban a magas kínálat miatt a hozamszintek érdemben nem változtak.
- A **változó kamatozású állampapírok** kereslete a negyedik negyedévben erősen megugrott, decemberben mindkét aukció 250 milliárd feletti érdeklődést vonzott. Mivel a kibocsátások is szokatlanul magasak voltak, az árak csak mérsékelten emelkedtek.
- A **2026-os finanszírozási terv** alapján egy 2025-öshöz hasonló nettó forrásbevonás várható, a szerkezetben ugyanakkor átrendeződés látszik. Forint esetében például magasabb a lakossági és a DKJ terv, míg a devizán belül kerekítve 800 milliárd forintnak megfelelő összegben megjelenik az EU-s SAFE hitel. Összességében mind a forint, mind a deviza intézményi kibocsátás érzékelhetően kisebb lehet, bár a tényleges finanszírozási igény az elmúlt években év közben emelkedett, a szerkezeten belül pedig az ÁKK rendszerint igazodik az egyes részpiacok keresletéhez.
- A 2026-ra tervezett **deviza kibocsátás** jelentős része az előző éveknek megfelelően januárban teljesült. Jelentős túlkereslet mellett 3 milliárd eurónyi kötvény került piacra.
- Az **államilag garantált** forint aukciók egész évben rendszeresek voltak, a negyedik negyedévben bő 300 milliárd volt a kibocsátott összeg. A felárak tovább csökkentek.
- A forint **jelzáloglevél-piac** az intézményi oldalon nem volt túl aktív 2025-ben. A lakáshitelek felfutása és a JMM változása 2026-ra kis élénkülést hozhat.

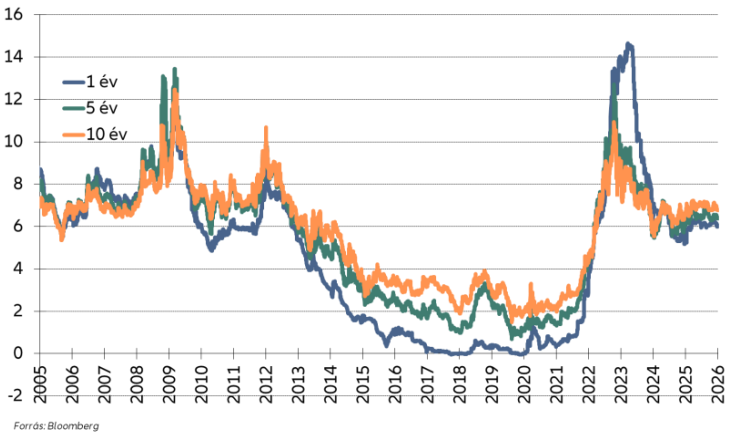
© Copyright Allianz 2026. január 10.

HAZAI ÁLLAMPAPÍRPIAC - GRAFIKONOK

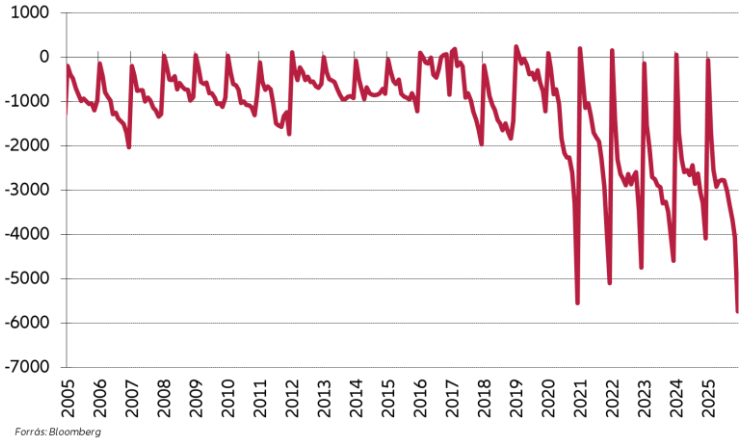
Állampapír hozamok az elmúlt évben



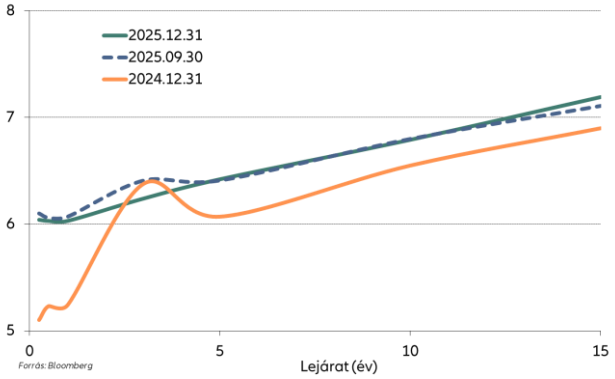
Állampapír hozammozgások



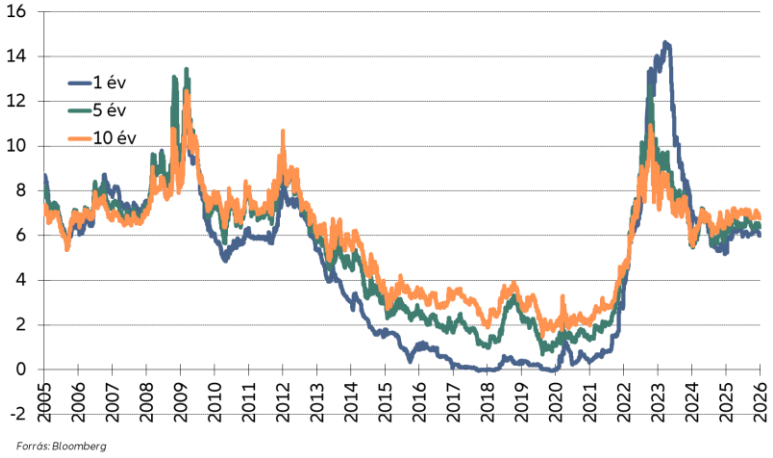
Kumulált államháztartási hiány (mrd)



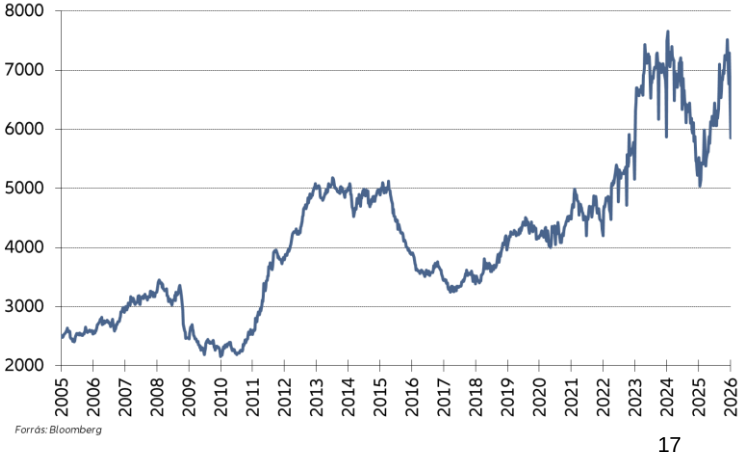
Hozamgörbe



Nemzetközi összehasonlítás (10 éves futamidő)



Külföldiek HUF állampapír állománya (mrd)



© Copyright Allianz 2026. január 10.

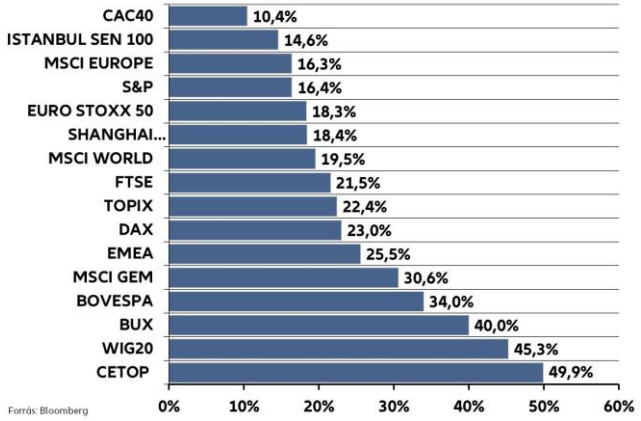
RÉSZVÉNYPIACOK

3

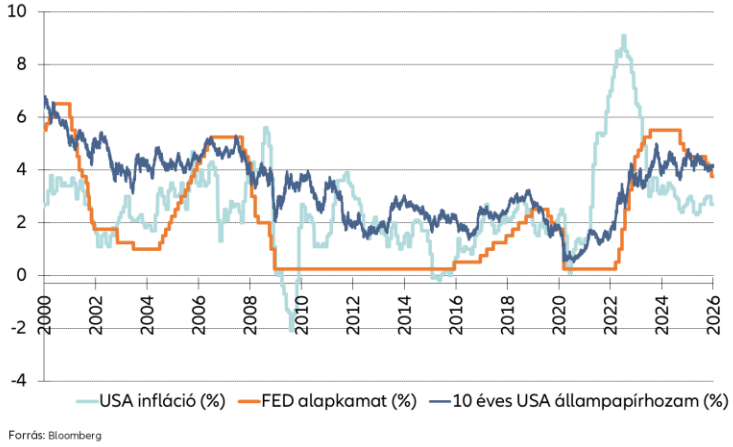
NEMZETKÖZI RÉSZVÉNYPIACOK

- 2025 döcögősen indult, a 4,8%-ig emelkedő 10 éves USA kötvényhozam jelentős ellenszelet jelentett. Ezt követően jött némi megnyugvás, de február közepétől a vámokkal kapcsolatos hírek és az elmérgesedő geopolitikai konfliktusok elrontották a hangulatot. Az április 2-i Liberation Day-en elhangzó vámbejelentés lökte igazán mélybe a indexeket. Kínával odáig fajult a vita, hogy az USA 145%-os, Kína pedig 125%-os kulcsot helyezett kilátásba. Az USA-ból jelentős tőkekivonás indult, a részvénypiac, a dollár és a kötvénypiac is beszakadt. Erre Trump elnök 90 napra felfüggesztette a vámokat, felpattantak a részvények. Később több index is új historikus csúcsra ment, amit a vártnál kedvezőbb feltételekkel (15-20%) elfogadott vámmegállapodások (pl. Vietnám, Japán, EU, Dél-Korea) is segítettek. Az érintetteknek persze illett valamit felajánlani cserébe (jellemzően USA beruházásokat). Kína továbbra is nehéz diót jelentett. Trump 100%-os vámmal fenyegetőzött, de a ritkaföldfémek exportkorlátozásának hatására békülékenyebb hangnemre váltott. Lényegében a vám 47%-ra csökken, cserébe Kína 1 évig nem korlátozza a szállításokat.
- A vámháború mellett az AI-boom, a Q3-as vállalati eredményszámok és a FED kamatvágásai is egyre nagyobb figyelmet kaptak. A magas államadóssággal kapcsolatos félelmek továbbra is (világszerte) érezhetőek, így a szeptembertől végrehajtott három 25 bázispontos kamatcsökkentés hatása a hosszú oldali hozamokban kevésbé látszik. A fejlett részvénypiacok nem olcsók, de a kötvényeknél továbbra is vonzóbbnak tűnnek. A geopolitikai feszültségek, a jegybankok vásárlásai, a magas adósságok miatti félelmek és a felélénkülő spekuláció miatt az arany tovább menetelt: 4.500 dollár felett is járt az unciánkénti árfolyam, végül 65% körüli pluszban zárta az évet.

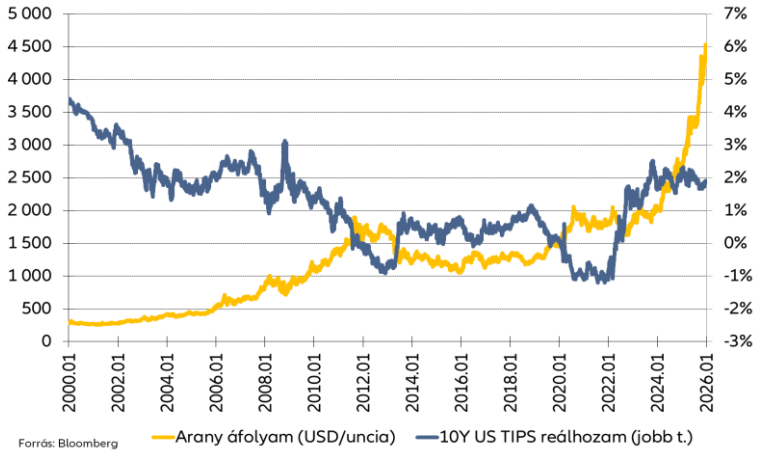
Részvényindexek teljesítménye 2025



FED alapkamat és USA hozamszintek alakulása



Arany árfolyam és a 10 éves TIPS reálhozam alakulása



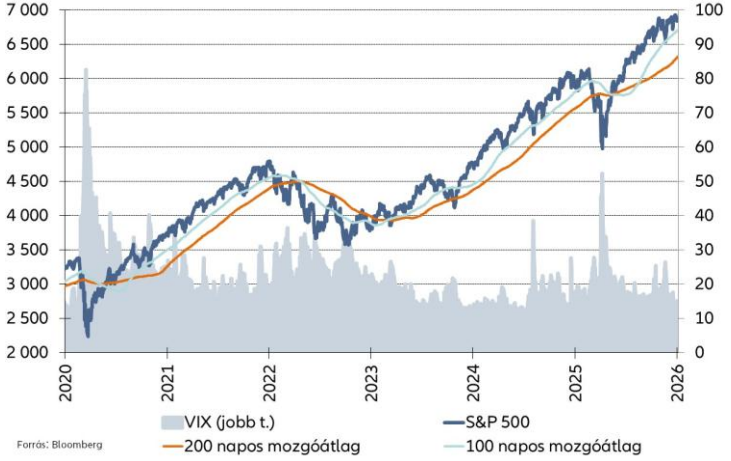
© Copyright Allianz 2026. január 10.

NEMZETKÖZI RÉSZVÉNYPIACOK - USA

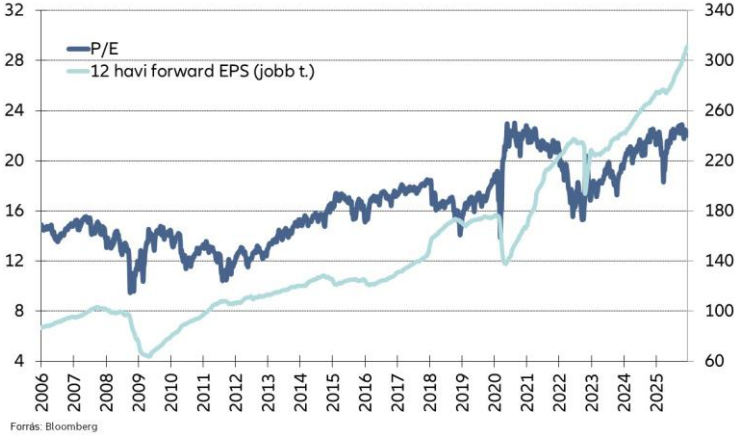
- A Liberation Day utáni mélyponton járt 4.900 pont alatt is az S&P 500. A február közepi csúcstól (6.144 pont) számítva ez a medvepiac határát jelző 20% körüli mínuszt jelentett. A VIX „félelemindex" is kiugró értéken (50 felett) volt ekkor. Trump extra vámokra vonatkozó 90 napos felfüggesztését követően felpattanás következett. Elkezdődtek a vámtárgyalások, érkeztek a (rész)sikerek, közben egyre inkább a FED kamatpályája került fókuszba. Jackson Hole után fokozódtak a kamatvágási várakozások. Persze Trump és Bessent is „bíztatta" a döntéshozókat. Szeptemberben végül 25 bázisponttal vágott a FED, amit még egy októberi és egy decemberi kamatvágás követett. Emellett a QT lezárult, sőt a piaci likviditás stabilizálása érdekében havi 40 milliárd dolláros kincstárjegy vásárlásba kezd a jegybank. Továbbra is a munkaerőpiaci bizonytalanság (ld. gyengülő keresleti oldal, kitelepítések miatt csökkenő kínálat) és egyes vállalati szektorok (pl. ingatlan, tartós fogyasztási cikkek) gyengélkedése áll szemben az erős összesített teljesítménnyel. A vámok ellenére Q3-ban (évesítve) 4,3%-kal nőtt az USA GDP, főként a fogyasztás és az AI beruházások támogatásának hála.

- Q4-ben 2,4%-kal került feljebb az S&P 500. A teljes évet 16,4%-os erősödéssel, 6.846 ponton zárta. Itt megemlítendő, hogy euróban mérve ennél 13,4%-kal alacsonyabb a teljesítmény a jelentős dollárgyengülés miatt. A Q3-as jelentési szezon kiválóan alakult. 6,2%-kal a várt feletti lett az eredmény, ami 13,2%-os emelkedést jelez év/év alapon. Az eredményvárakozás is jelentősen emelkedett, de a P/E árazás így is feszített (22 feletti). Érezhetően érzékenyebbé is vált Q4-ben a tökéletességet árazó piac, több korrekció is volt. Az újabb USA-Kína vámcsörte, a regionális kisbankok (ld. Zions Bankcorporation, Western Alliance) körüli problémák, a gigantikus AI beruházások megtérülésével kapcsolatos aggodalmak és az USA kormányzati leállás is okot adtak ezekhez. A FED lazítás, a fiskális élénkítés (Big Beautiful Bill) és az erős eredménydinamika miatt továbbra is támogató a környezet. Az infláció viszont továbbra is cél feletti (2,7%) és Powell utódjának kijelölése is izgalmakat hozhat.

S&P 500 árfolyam és a VIX index alakulása



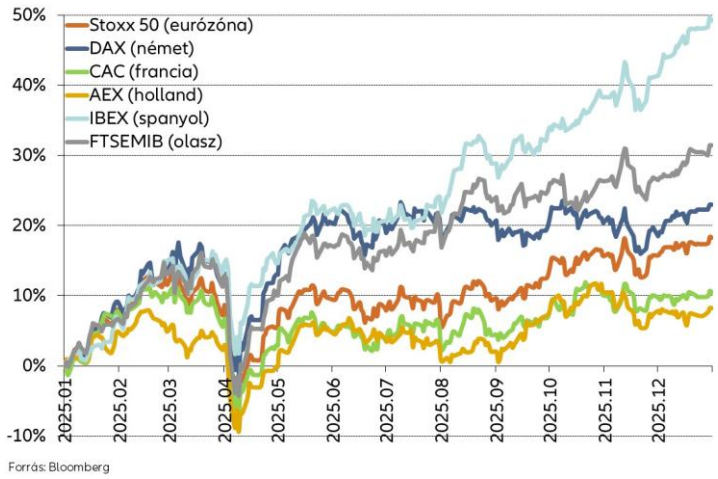
S&P 500 12 havi előretekintő EPS és P/E alakulása



© Copyright Allianz 2026. január 10.

NEMZETKÖZI RÉSZVÉNYPIACOK - EURÓZÓNA

Főbb eurozónás indexek teljesítménye 2025



STOXX 50 és védelmi, autóipari szektorindex 2025

- A Liberation Day utáni ralit követően Q3-ban alábbhagyott a főbb eurozónás részvénypiacok lendülete, Q4-ben azonban tovább tudtak erősödni. A Stoxx 50 4,7%-kal emelkedett, a DAX 2,6%-kal került feljebb. Az évet ezzel rendre 18,3 és 23%-os emelkedéssel zárták. Az alacsony versenyképesség, a magasabb energiaár, a dollárgyengülés és a vámterhek megugrása azonban továbbra is fejtörést okoz a vállalatoknak. Utóbbival kapcsolatban legalább csökkent a bizonytalanság (a 15%-os kulcs a kiindulási alapot jelentő 30% helyett). Mindezek ellenére az európai gazdaság továbbra is elketyeg. Q3-ban 1,4%-os volt az év/év GDP növekedés. A mediterrán országok jelentik a húzóerőt (turizmus), miközben az ipar szenved. Az EKB a magas szolgáltatásinfláció miatt már kisebb mozgástérrel rendelkezik.

- A piac vélhetően már árazza, hogy az energiaárak mérséklődése és a nehézségek hatására javuló európai összefogás a versenyképesség javulása irányába hatnak. A védelmi kiadások növelése érdekében hozott intézkedések (ReArm Europe, adósságszabályok enyhítése, német adósságfék lazítása, SAFE program, stb.) pedig fiskális támogatást jelentenek. Ezek tényleges hatása azonban inkább csak 2026 második felétől lesz erősebben érezhető. A védelmi kiadások növeléséből profitáló védelmi cégek (pl. Rheinmetal, Airbus, Leonardo) árfolyamai el is szálltak 2025-ben. A pénzügyi szektor is remekelt, a sok sebből vérző autószektor helyzete azonban továbbra is kifejezetten nehéz.

- Az eurózónás jelentési szezon Q3-ban is jóval szerényebben alakult mint a tengerentúlon. A Stoxx 50 esetében várt körüli lett az aggregált profit, ami év/év 5,5%-os emelkedést jelez. A DAX esetében a várakozást 7,6%-kal alulmúlják a számok, így 6,7%-os az év/év növekedés. Az áprilist követő árfolyamemelkedés hatására jelentősen emelkedett az eurozónás indexek árazási szintje. A 12 havi előretekintő P/E ezzel már a DAX (15,7) és a Stoxx 50 (16,1) esetében is jóval a 10 éves átlag felett jár. Az S&P 500-hoz mért diszkont valamelyest csökkent Q4-ben, de a historikus átlaghoz képest lenne még felértékelődési potenciál.

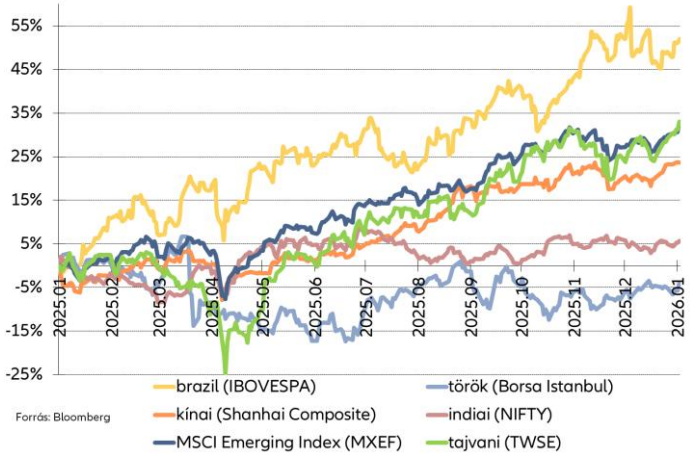
© Copyright Allianz 2026. január 10.

NEMZETKÖZI RÉSZVÉNYPIACOK - FELTÖREKVŐ

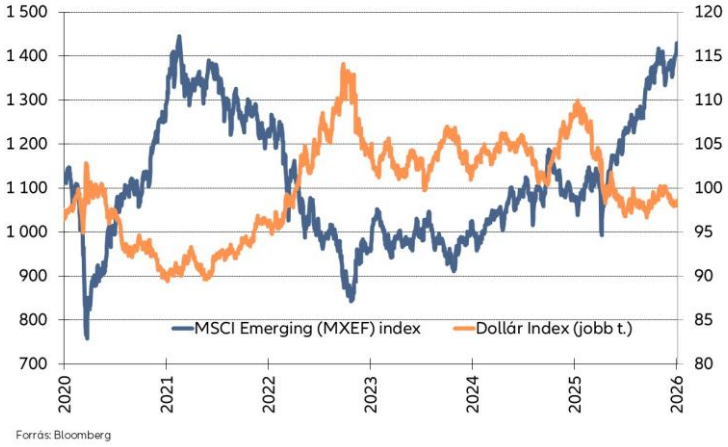
- Q4-ben 4,3%-kal erősödött a globális feltörekvőpiaci (MXEF) index, ezzel 30,6%-os pluszban zárta az évet. A gyenge dollár, a kezdetben mérsékelt értékeltség és a technológia szektor magas súlya (kb. 25%) is támogatta, hogy csökkenjen az elmúlt években látott alulteljesítés. Kína továbbra is küzd az ingatlanpiaci lufi és a vámháború hatásai miatt lassuló növekedéssel, de a GDP még így is 4,8%-kal emelkedett Q3-ban év/év. A vámháború csillapodott (az időközi választásokhoz közeledve ez Trump érdeke is) de biztosra vehető, hogy lesznek még összetűzések. A kínai részvénypiac értékeltsége már kevésbé vonzó, inkább Brazíliát és Indiát preferálják most az elemzők.

- A mérséklődő gazdasági aktivitástól való félelem az olajpiacon továbbra is éreztette hatását. Az év második felétől csökkenő árfolyamtrend alakult ki. Az OPEC+ novemberben és decemberben még folytatta a kitermelésnövelést (havi 147, majd havi 137 ezer hordóval), de a 2026. Q1-re tervezet további termelésnövelést szüneteltetik. Geopolitikai téren a gázai békemegállapodás pozitívum, az orosz Rosznyeft és Lukoil elleni USA szankciók csak átmeneti árfolyamemelkedést eredményeztek. A Lukoil be is jelentette, hogy megválik nemzetközi érdekeltségeitől (finomítok, kúthálózat, kitermelési eszközök, stb.). Trump Venezuela ellen katonai beavatkozást indított drogterrorizmusra hivatkozva. Ezzel a világ legnagyobb olajkészlete feletti ellenőrzést is elérheti, és segítheti az alacsonyabb olajár kialakulását.

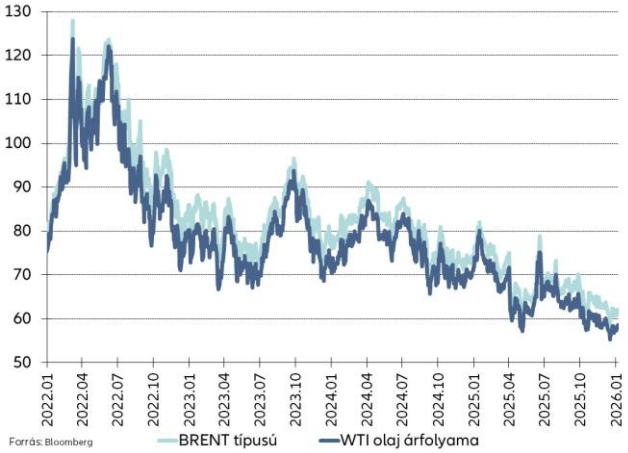
Feltörekvő piacok teljesítménye dollárban 2025



MXEF index és a dollár index alakulása



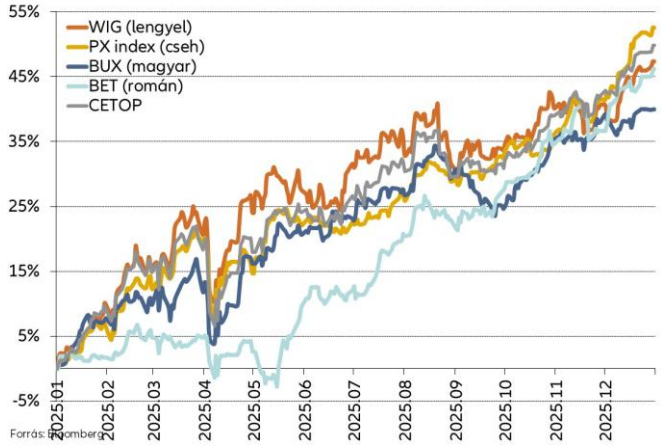
Olajárak alakulása (dollár/hordó)



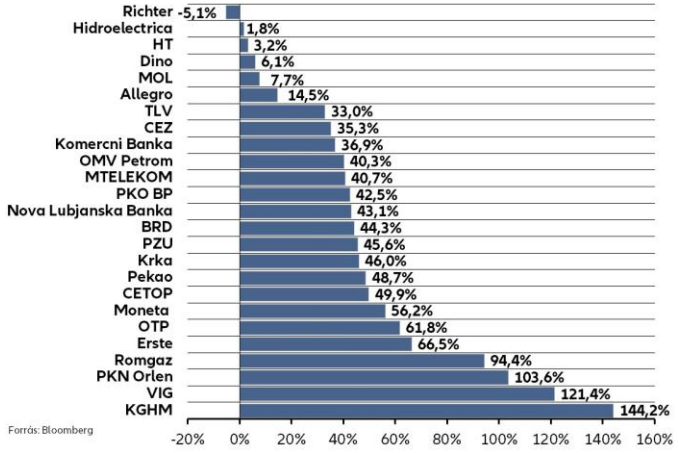
© Copyright Allianz 2026. január 10.

RÉGIÓS RÉSZVÉNYPIACOK

Régiós részvényindexek teljesítménye 2025



CETOP részvények teljesítménye 2025



- Q4-ben is remekül teljesített a régiós részvénypiac, így új historikus csúcsra ment a CETOP index. Az utolsó negyedéves 14,6%-os emelkedés után 49,9%-os emelkedéssel zárta a 2025-ös évet. Az év korábbi részében a legjelentősebb súlyú lengyel tőzsde járt az élen, a hajrában azonban a pénzügyi vállalatokat mintegy 70%-os arányban tartalmazó cseh részvényindex tört előre. A román piac pedig felzárkózott a lengyelhez. A BUX teljesítményére sem lehet panasz, de Q4-ben már alulteljesítés látszik a közeli versenytársakhoz képest.

- A KKE régió növekedési potenciálja továbbra is jóval az eurozóna feletti. Lengyelországban Q3-ban 3,6%-os (év/év) GDP növekedést mértek. Ezt a zártabb gazdasági szerkezet, a reálbérek emelkedése és az EU-s forrásokból történő beruházások is segítették. A hozamok jöttek ugyan lejjebb de még mindig jóval a COVID előtti szintek felett vannak, és a hitelállományok is növekednek. Mindez továbbra is támogatja az indexben legnagyobb súllyal rendelkező pénzügyi szektort. A védelmi kiadások növelésével azonban tovább romlik a költségvetések helyzete. Az ágazati különadók esélye emiatt továbbra is fennáll. Jó példa erre, hogy a lengyel kormány a GDP 5%-ára ugró katonai kiadások fedezésére 19%-ról 30%-ra emelte banki társasági adót. A lakossági adóterhek közvetlen növelését Karol Nawrocki elnök egyébként sem valószínű, hogy elfogadná.

- Az eredményvárakozás (előretekintő 12 havi EPS) továbbra is az árfolyamnál kisebb mértékben emelkedett, így a P/E alapú árazás (10,2) már enyhén a 10 éves átlag fölött jár. A háború előtti szintekhez és a fejlett piaci árazásokhoz képest azonban még bőven van tér erősödésre. A növekvő valószínűségű orosz-ukrán békekötés lehetne ehhez a gyújtópont. A régiós szereplők az újjáépítésből is profitálhatnának.

- A szeptemberi felülvizsgálatot után a szlovén Nova Lubjanska Banka papírjával bővült a CETOP.

© Copyright Allianz 2026. január 10.

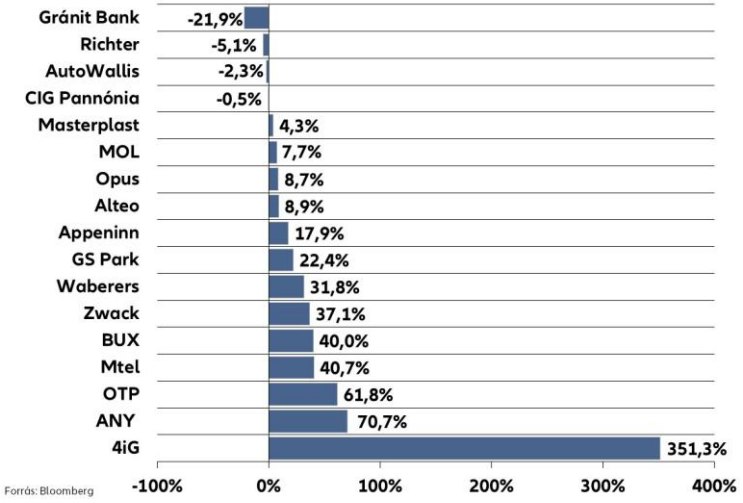
HAZAI RÉSZVÉNYPIAC

- Kiválóan teljesített a BUX index is, a Q4-es (12,3%-os) rali után 40%-os emelkedéssel zárta az évet. A hazai gazdaság azonban továbbra is gyenge, Q3-ban mindössze 0,6%-kal nőtt az év/év GDP. A lakossági fogyasztás bővülése, a beruházások (és ezek termőre fordulása), valamint a külkereskedelem élénkülése segíthetne ezen. A forint így is az egyik legjobban teljesítő deviza volt az év során. A dollárgyengülés, a magas kamatkülönbözet, a jelentős külker többlet és a stabil deviza mellett kiálló jegybank ellensúlyozta a költségvetés helyzetét. A BUX árazása háborús és politikai diszkontot is tükröz, a 2026-os választás további izgalmakat hozhat.

- Új historikus csúcson járt az OTP, 35.500 forint közelében is kereskedtek vele. Az erős Q3-as számok közzétételét követően a banki extraprofitadó duplázása átmenetileg elrontotta a hangulatot. Utána a várt feletti (330 milliárd forintos) Q3-as profit, a mérsékelt árazás és a folytatódó sajátrészvény vásárlás segítette az erősödést.
- A MOL is jól teljesített a geopolitikai bizonytalanságok ellenére. A Q3-as számok várt felett alakultak a kedvező iparági környezetben. Leginkább a downstream járult hozzá a 974 millió dolláros EBITDA-hoz. A kormány washingtoni látogatásán bejelentette, hogy mentesül a cég az orosz kőolajimportra vonatkozó USA szankciók alól. A százhalombattai tűzeset miatti leállást követő munkálatok várhatóan 2026 Q3-ig rontják a produktivitást.
- Továbbra sem tudott érdemben erősödni a Richter, pedig globálisan javult a gyógyszeripar megítélése. Az elmúlt időszakban sorra jöttek az USA kormányzat és a gyógyszergyártók közti vám és támogatott (Medicare) gyógyszerárakra vonatkozó megállapodások. Utóbbi a Vraylar esetében vártnak megfelelően alakult (44% csökkenés 2027-től). A Q3-as EBIT (66,3 milliárd forint) gyenge lett, Q4-re már optimistább a menedzsment.
- Megállt az MTEL ralija Q4-ben. A Q3-as jelentés várt feletti eredményt hozott (55,3 milliárd forint), ami év/év még mindig 24,3%-os növekedést jelez. Ez azonban már főként a távközlési pótadó kivezetésének köszönhető. Az inflációs díjkorrekció „stopját” követően az árbevétel nagyjából stagnál.
- A szeptemberi indexfelülvizsgálat során a Delta helyére a Zwack részvénye került a hazai benchmarkba.

Részvényindexek előretekintő 12 havi P/E árazása

BUX részvények teljesítménye 2025



© Copyright Allianz 2026. január 10.

POZÍCIÓK A NEGYEDÉV SORÁN

Állampapírok, duration súlyok

- Az éven túli lejáratokon októberben enyhe duration felülsúlyt tartottunk, mert hozamcsökkenés irányába ható kereslet-kínálati változásokra készültünk (2026/H MAX-ból kikerülése, intézményi vásárlások, csökkenő ÁKK kibocsátás), ami november első napján a MAX változásával automatikusan semleges körüli szintre állt. E mellett némileg hosszítottunk a futamidőn novemberben a magyar kormányzati delegáció USA útjának sikerét feltételezve. Ezt a 2025-ös és 2026-os(!) költségvetési hiány 5%-ra emelésének bejelentésekor zártuk, pár nap múlva.
- A papírok szintjén az 5-10 éves futamidő szegmensben felülsúlyt tartottunk, mert az intézményi vásárlások itt hatnak a legerősebben.
- Változó kamatozású államkötvényekben vevők voltunk, mivel a hozam a DKJ-nál kedvezőbb, és feltételeztük, hogy év végével keresik majd a floatereket az intézményi szereplők (adóval kapcsolatos vásárlások, pénzállomány csökkentése).
- DKJ-kban sokszor voltunk eladók hosszabb értékpapír vásárlása miatt, de aukciós vételünk is volt, hogy az év végével kapcsolatos várható keresletnövekedésre készüljünk.

„Feláras" kötvények

- MFB kötvényből vettünk aukción, mivel lejáratig várhatóan tarthatók, állampapírhoz közeli a hitelkockázat és némi felárat is biztosít.

„Zöld" kötvények

- A zöld kötvények állománya jelentősen nem változott.

Részvények

- A negyedév során folyamatosan voltak egyedi értékpapírkiválasztásaink a régiónkban, melyet összességében neutrál közeli pozícióban tartunk. A román piacon volt kisebb alulsúly.
- A globális részvénypiacon benchmark közelében tartottuk az elemeket.

© Copyright Allianz 2026. január 10.

EGYÉB TÁBLÁK, ADATOK, INFORMÁCIÓK

4

ALACSONY MINŐSÍTÉSŰ HITELVISZONYT MEGTESTESÍTŐ ÉRTÉKPAPÍROK PORTFÓLIÓNKÉNT 2025.12.31-ÉN

Alacsony minősítésű hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok 2025.12.31-én			
Portfólió	Értékpapír megnevezése	Névérték	Minősítés oka
			Nincs ilyen értékpapír

© Copyright Allianz 2026. január 10.

SFDR, SFDR RTS ÉS TAXONÓMIA RENDELET SZERINTI JELENTÉS 2025.12.31-ÉN

Az Alapkezelő által kezelt portfóliók az Európai Parlament és a Tanács (EU) 2020/852 rendelete 7. cikkében foglaltak alapján az ilyen portfóliók alapjául szolgáló befektetések nem veszik figyelembe a környezeti szempontból fenntartható gazdasági tevékenységekre vonatkozó uniós kritériumokat és nem kerülnek figyelembevételre a befektetési döntéseknek az SFDR rendelet 4. és 7. cikke szerinti, a fenntarthatósági tényezőkre gyakorolt káros hatásai, tekintettel arra, hogy jelenleg nem állnak teljeskörűen rendelkezésre a környezeti és társadalmi tényezőket érő káros hatásokra vonatkozóan számszerűsítő, az Alapkezelő által figyelembe vehető adatok, információk, illetve arra, hogy a portfóliókezelési szerződés nem rendelkezik erről.

© Copyright Allianz 2026. január 10.