

VAGYONKEZELŐI BESZÁMOLÓ

ALLIANZ ÖNKÉNTES NYUGDÍJPÉNZTÁR

2025. II. NEGYEDÉV

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

2025.07.08.





TARTALOM	1	BENCHMARK HOZAMOK ÉS TELJESÍTMÉNYEK
	2	MAKROGAZDASÁGI ÖSSZEFOGLALÓ
	3	RÉSZVÉNYPIACOK
	4	EGYÉB TÁBLÁK, ADATOK, INFORMÁCIÓK

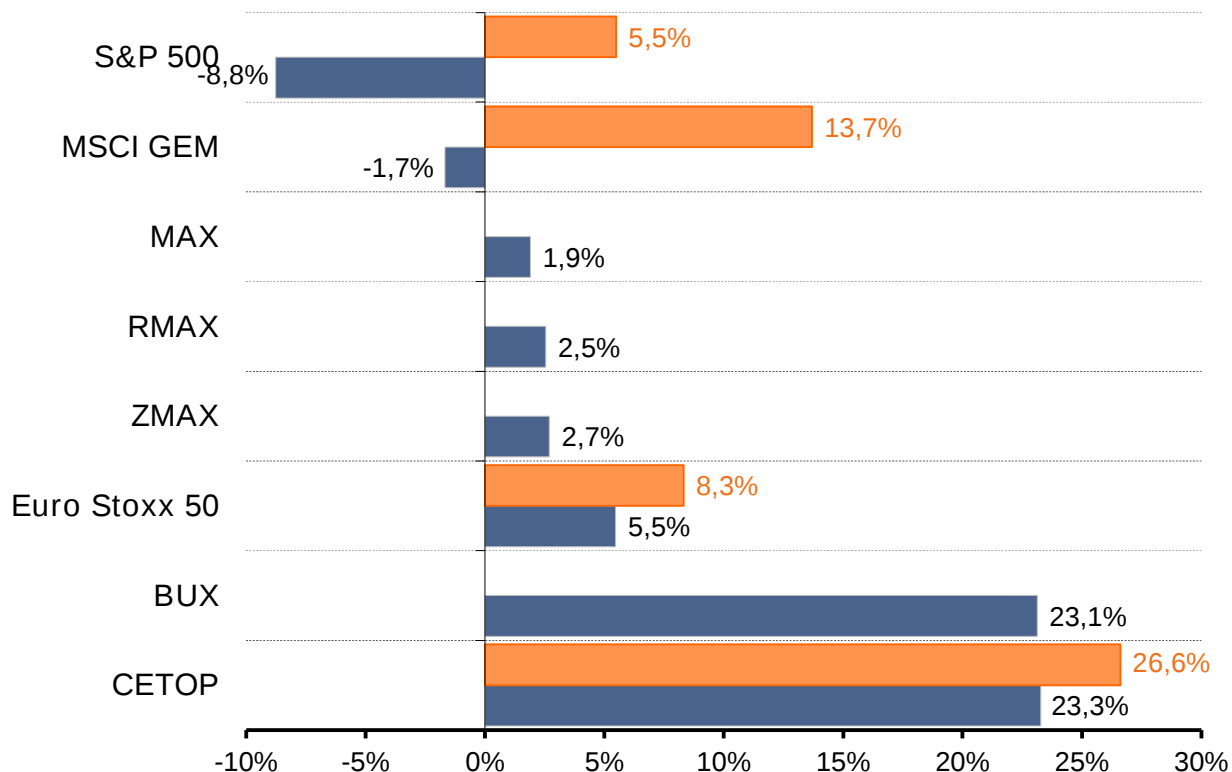
BENCHMARK HOZAMOK ÉS TELJESÍTMÉNYEK

1





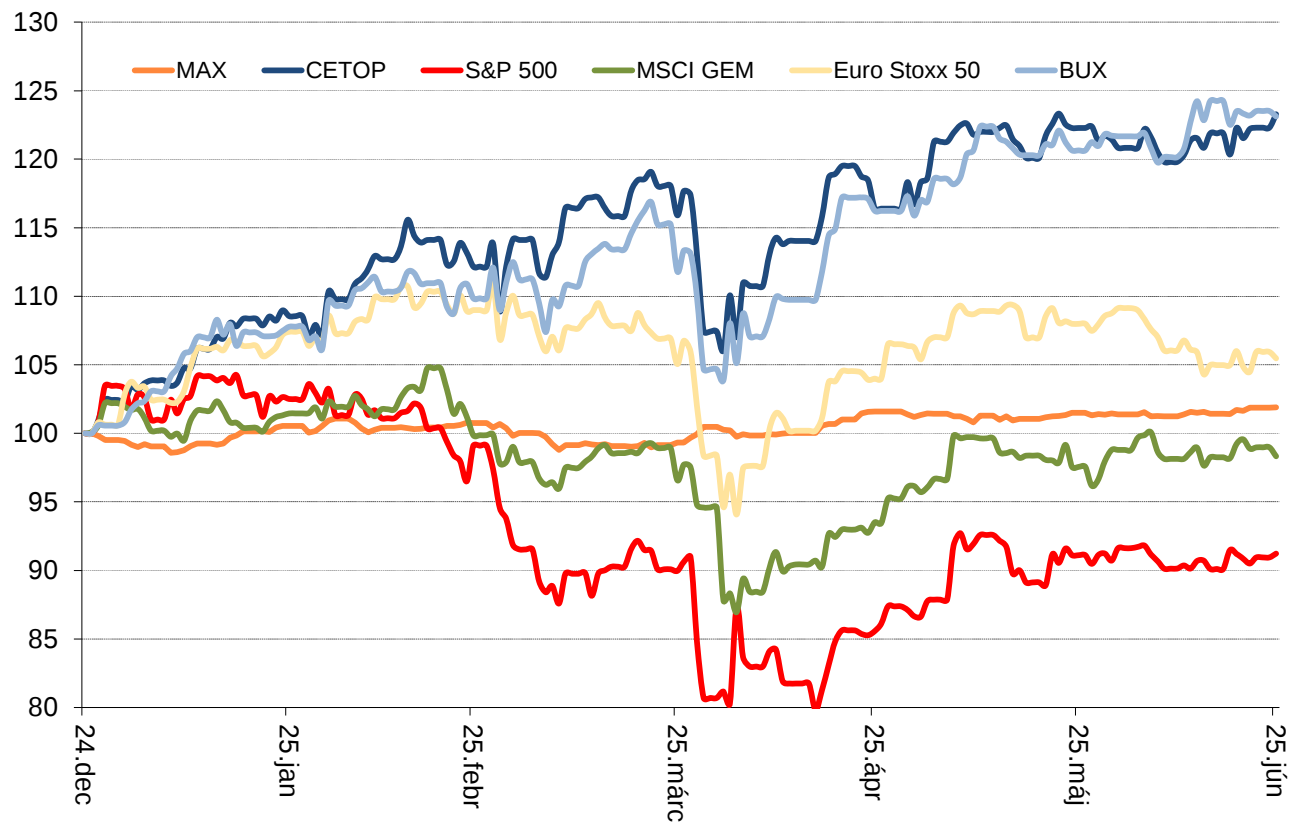
FŐBB INDEXEK TELJESÍTMÉNYE 2025 YTD (HUF ÉS SAJÁT DEVIZA)



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő



FŐBB INDEXEK ALAKULÁSA 2025 (HUF)



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

MAKROGAZDASÁGI
ÖSSZEFOGLALÓ

2





USA KERESKEDELMI HÁBORÚ

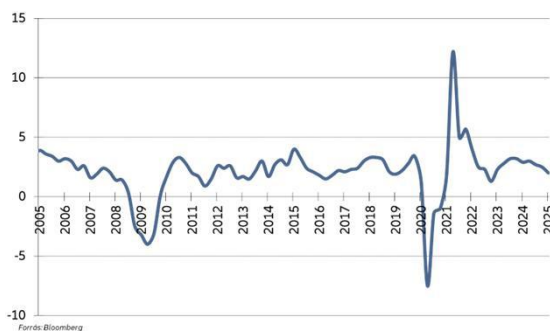
- A negyedéves piaci mozgások egyik fő oka az USA kereskedelempolitika április eleji („Liberation Day”) hirtelen és jelentős szigorodása, illetve az ezt követő sokszor ellentétes lépések. Donald Trump elnök már az előző ciklusában is emelt vámokat, elsősorban Kínával szemben, de számos más régi partnerrel (Kanada, Mexikó, EU) kapcsolatban is fogalmazott meg még fenntartásokat akkor és a mostani beiktatása körüli időkben is. Az amerikai elnök számos egyoldalú kereskedelmi gyakorlatot (vám és egyéb kereskedelmet gátló intézkedések) kifogásol, amire hivatkozva 2025. április 2-án legalább 10%-os vámot vetett ki az ország importjának meghatározó részére.
- Számos, az USA-val szemben jelentős kereskedelmi többletet realizáló (tehát USA szempontjából deficitet növelő) ország esetében ennél azonban lényegesen nagyobb kulcsokat láthatunk, amik a piaci várakozásokat lényegesen meghaladták. Ezek közül kiemelnénk a Kínára kivetett összességében 50% feletti vámterhet. Az EU-val szemben is emelt vámtételt alkalmazott, de a kínaihoz képest kisebb mértékben.
- Az intézkedések célja többértű, ezek közül az alábbiakat azonosítottuk: az USA jelentős kereskedelmi deficitének lefaragása, az USA vállalatok termelésének hazahozatala, az USA-ba exportáló külföldi társaságok USA területén történő gyáralapítása, vámbevételekből adócsökkentés finanszírozása. A kereskedelmi deficit csökkentése nem csak abban merülne ki, hogy a vámok hatására csökken az USA területére irányuló áruforgalom (USA import), hanem nem titkolt, sőt kimondottan fontos cél, hogy az igen jelentős vámtételek hatására az országokat bilaterálisan tárgyalóasztalhoz ültesse, és új termékek vásárlását érje el (USA export). A nyersanyagokhoz való hozzáférés is fontos lehet. E mellett természetesen észrevehető motívum az USA erejének és nagyhatalmi státuszának hangsúlyozása.
- Az országok egy jelentős része rövid időn belül tárgyalásokat kezdeményezett. Kína nem hajlott erre a kompromisszumra, hanem az USA importjára drasztikusan megemelt saját vámtételekkel és kiviteli korlátozásokkal válaszolt. A heves piaci eséseket és a legtöbb ország konstruktív hozzáállását látva Trump elnök április 9-én az intézkedések 90 napos felfüggesztését jelentette be. Egyedül Kína reakciója jelentett kivételt, ahol is a vámtételek további, 100% fölé emeléséről olvashattunk. Később több körben is voltak Kínával tárgyalások, így végül mindkét fél engedett, és a vámok mellett egyéb kérdésekről is megállapodtak, mint például a ritkaföldfémek elérhetőségéről az USA számára.
- Nagyobb visszhangot kapott még a britekkel történő megállapodás, azonban számos esetben lassulni látszik a megegyezési folyamat. Így kérdéses, hogy július elején hány ország esetében hosszít a határidőn Trump elnök, mikor és hova emelkednek végül ténylegesen a vámok.
- Az EU ugyan jelentett be kezdeti válaszlépéseket, de ezt az ottani döntéshozók vélhetőleg inkább csak jelzésértékűnek szánták. Azóta számos területen készítettek elő nagyhatalmú ellenlépéseket, bár a fő irány továbbra is inkább a megegyezés lehet.



USA GAZDASÁGI ADATOK

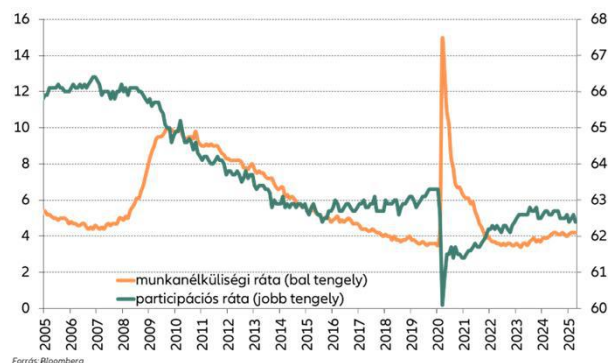
- Az első negyedéves USA GDP majdnem három év folyamatos növekedése után 0,1%-kal csökkent az előző negyedévhez képest (ez évesítve -0,5%, az év/év módon számolt bővülés 2%). Az adatot érdemes ugyanakkor külön kezelni, hiszen a komponensekre nézve látszik, hogy a nettó export húzta le az értéket. Ennek legfőképpen az az oka, hogy az áprilisi vámbejelentések előtt sok behozatalt előre hoztak. Ezek egy része nem került elfogyasztásra, hanem a készletek növekedését okozta, ez részben ellensúlyozta is a GDP esését. A Bloombergnek leadott növekedési előrejelzések július elején 1,5%-ot mutatnak 2025-re, ami szerényebb az előző negyedévben látottnál. Az elnök által bejelentett vámemelések rövid távon rontják a növekedési kilátásokat, hosszabb távon kérdés, hogy mennyire sikerül új nemzetközi megállapodásokat kötni, illetve a termelést az USA területére visszahozni. Annak már most vannak előjelei, hogy a világkereskedelem jelentősen átrendeződhet az USA rovására, és a dollár (illetve az USA államkötvények) tartalék szerepe is erodálódik.
- A munkanélküliségi ráta nem mozdult érdemben, májusban 4,2%-on állt. A bérnövekedés továbbra is magas, 4% közeli.
- A negyedévben megjelent inflációs adatok mind 2,5% alatt voltak már. A maginfláció ugyan csökkent, de még mindig csak épp 3% alá került. A vámok és a gazdasági növekedés kockázata ugyanakkor az inflációs kilátásokat is bizonytalanná teszik, amit jól mutat, hogy a Michigan Egyetem által gyűjtött éves horizontú inflációs várakozás 7% körüli magasságban is járt.

USA reál GDP növekedése (év/év)

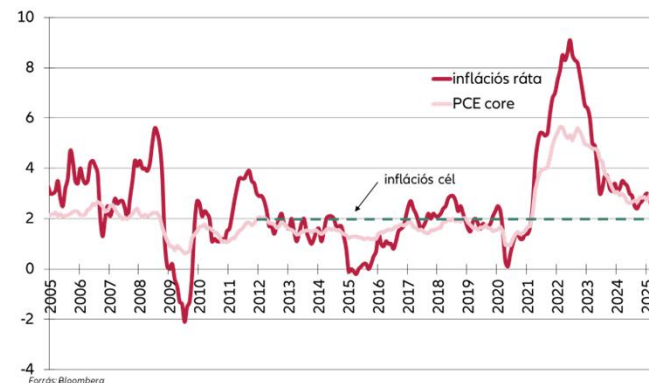


Vagyonkezelői beszámoló | Allianz Alapkezelő Zrt. |
© Copyright Allianz 2025. július 8.

USA munkaerőpiac



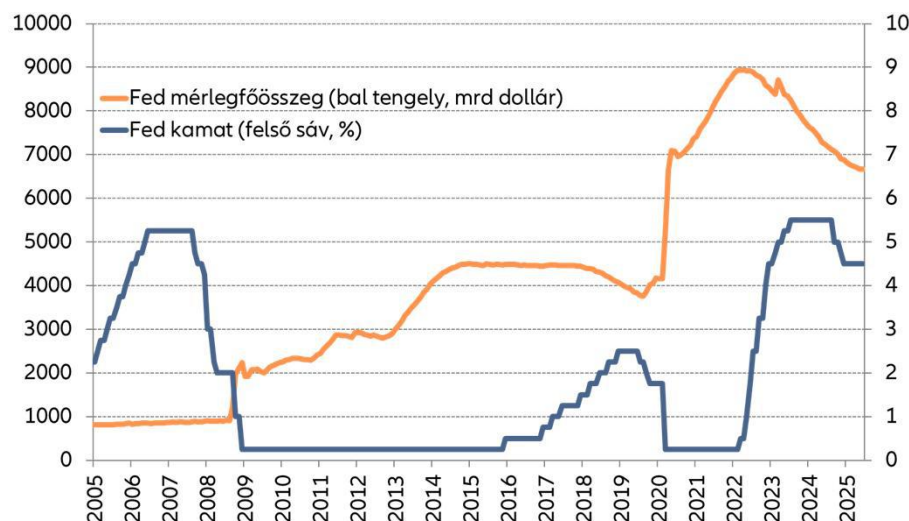
USA infláció





USA – MONETÁRIS POLITIKA

USA monetáris kondíciók



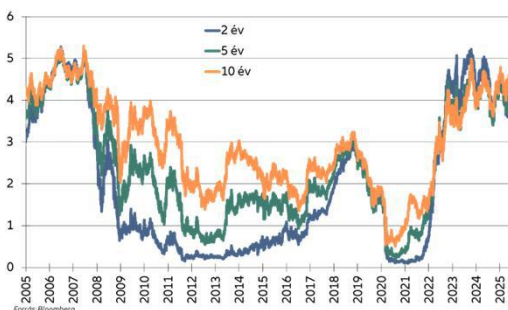
- A Fed idén eddig tartotta a decemberi vágással beállított 4,25-4,5%-os rövid kamatszintet. A drasztikus vámemelések bejelentésére a piac jelentős lazítást kezdett árazni, de a Fed döntéshozók a kimondottan erős munkaerőpiac és a vámok inflációt emelő hatása miatt a tartás mellett döntöttek a második negyedévben is.
- A vámok inflációemelő hatása egyébként azért nehezen számszerűsíthető, mert egyrészt a tényleges szintek sem tekinthetők véglegesnek, másrészt a hosszú távú hatások is bizonytalanok. Tankönyv szerint egy egyszeri árszint emelkedésről lenne szó, ami egyszeri megugrást okoz az inflációs statisztikában, de egy év múlva a havi mozgás kiesik a bázisból, így visszaesik az év/év érték. Az inflációs várakozások megugrása ugyanakkor jelzi, hogy itt lehetnek tovaugyűrűző hatások: az infláció veszélyét érezve magasabb bérkövetelések, ami költség oldalon a hazai termékek, szolgáltatások árát is emelheti.

- A mérlegleépítés (QT) üteme tavaly júliustól havi 95 milliárdról 60 milliárdra csökkent, majd 2025. áprilistól 40 milliárd dollárra. Az állampapír részt vágták erőteljesebben, így ott már gyakorlatilag meg is állt az állománycsökkenés. Már korábban kommunikálták a célt, miszerint hosszabb távon az állomány döntő részét állampapírból álljon.
- A Fed döntéshozók a GDP növekedésre vonatkozó előrejelzésüket ezúttal is visszavágták. Az idei évre 1,7% helyett 1,4%-os, a következő évekre ennél kisebb lépésben csökkentve, 1,6%-os növekedést várnak. A munkanélküliség némileg magasabban, 4,5% körül alakulhat a következő évekre. A PCE infláció és maginfláció kapcsán növekedtek a számok: 2025-ben 3% körül lehet mindkét mutató, majd lassan mérséklődnek. A kamatpályához is hozzányúltak a döntéshozók, 2026-ban és 2027-ben is egy-egy 25 bázispontos „egységgel” feljebb tolódott a pálya. Idén a dot-plot alapján kettő kamatvágás lehet a döntéshozók szerint, a piaci árazások ennél valamivel optimistábbak, bár a korábbi négy vágást most nem tartják már reálisnak a szereplők.

USA ÁLLAMPAPÍRPIAC

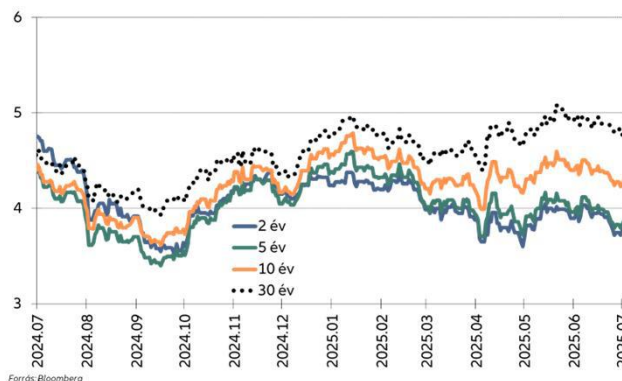
- A negyedév hozammozgásait a vámokkal kapcsolatos bejelentések alapvetően befolyásolták. A kezdeti „csomag” („Liberation Day”) után az USA kötvényhozamok jelentősen csökkentek, ami összecseng a megszokott menekülőeszköz viselkedéssel: a tőzsdei esések, a kockázatvállalás csökkenése során sokszor amerikai állampapírt vesznek a befektetők.
- Ezt követően egy határozottabb emelkedést láttunk, különösen a hosszabb futamidőkön (a 30 éves 5% fölé ért). A sajtóban sokat lehetett olvasni arról, hogy az USA állampapírok elveszítik menekülő eszköz szerepüket és a dollár a tartalékdeviza szerepét. Való igaz, hogy a folyamatosan érkező, nagy hatású, de sokszor egymással ellentétes hírek növelik a kockázati prémiumot. A dollár rendszerből történő kizárás réme szintén mérsékelheti bizonyos országok dollár tartalékolási hajlandóságát. Az új USA adminisztráció nagyszabású adócsökkentési tervei pedig a kínálati oldalról emelhetik a hosszú hozamokat. Ugyanakkor akár a hozamok, akár a dollár hosszabb időszakot átfogó grafikonjára rátekintünk, egyelőre még trendforduló nem azonosítható.
- A hozamgörbe alakja június végén nem sokban tér el az április végétől, kicsit nagyobb meredekséget látunk: a rövidebb lejáratok kissé lejjebb, a hosszabbak feljebb kerültek. Támogatja a hosszabb lejáratokat, hogy a pénzügyminisztérium ebben a szegmensben a kibocsátások csökkentését tervezi.

Állampapír hozammozgások

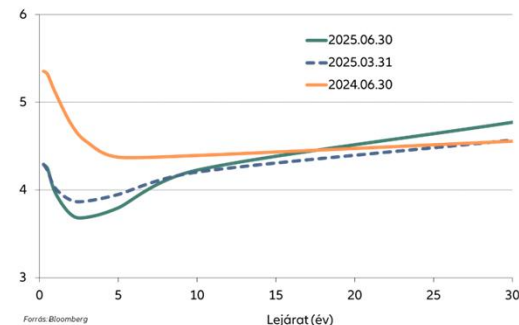


Vagyonkezelői beszámoló | Allianz Alapkezelő Zrt. |
© Copyright Allianz 2025. július 8.

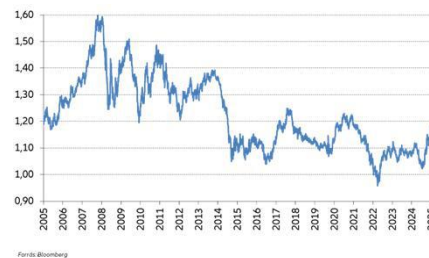
Állampapírpiac az elmúlt évben



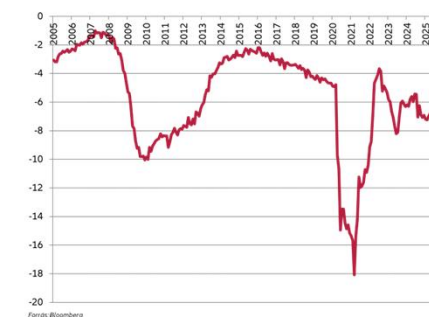
Hozamgörbe



EURUSD árfolyam



USA szövetségi deficit/GDP (gördülő, %)

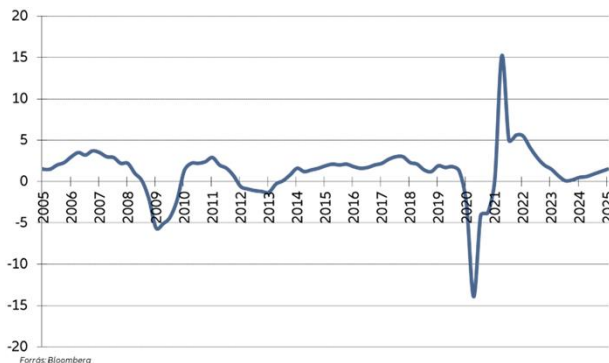




EURÓZÓNÁS GAZDASÁGI ADATOK

- Az eurózána első negyedéves GDP növekedése 0,6% lett, az év/év adat már 1,5%-ra nőtt. A Bloombergnek küldött előrejelzések középértéke az idei évre lényegében nem változott, jelenleg 1%. Az ipari termelés a korábbi szűkülések utáni alacsony bázisról talán már növekedésnek indul, és a kiskereskedelmi eladások is pár százalékos éves bővülést mutatnak. Az első negyedévben bejelentett fegyverkezési és infrastrukturális beruházások a GDP emelkedése, míg a vámháború a csökkenés irányába mutat.
- A munkanélküliségi ráta továbbra is alacsony szinteken áll, az EKB ebben inflációs kockázatot egyelőre továbbra sem lát (a bérnövekedést a vállalatok eladási ár növelése helyett a profitmarzsukból kompenzálják).
- Az eurózána inflációja és maginflációja egyaránt az EKB 2%-os céljánál van. Az EKB által gyűjtött inflációs várakozások ugyan kissé a cél felettiek, de stabilak maradtak és még áprilisban sem nőttek igazán. A termelői árak éves növekedési számai ugyan idén már pozitívak, de a februári 3%-os érték márciusra és áprilisra rendre csökkent. Az euró elmúlt hónapokban látható erősödése az infláció csökkenése felé, és esetleg a versenyképesség így a gazdasági növekedés ellen hat, ami a további kamatcsökkentések felé terelheti az EKB-t. Ebben jelenleg még megosztottak a döntéshozók.

Eurózána reál GDP növekedés (év/év)

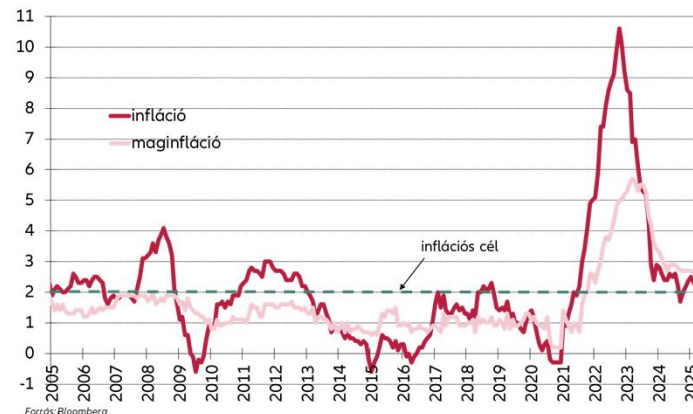


Vagyonkezelői beszámoló | Allianz Alapkezelő Zrt. |
© Copyright Allianz 2025. július 8.

Eurózána munkanélküliségi ráta



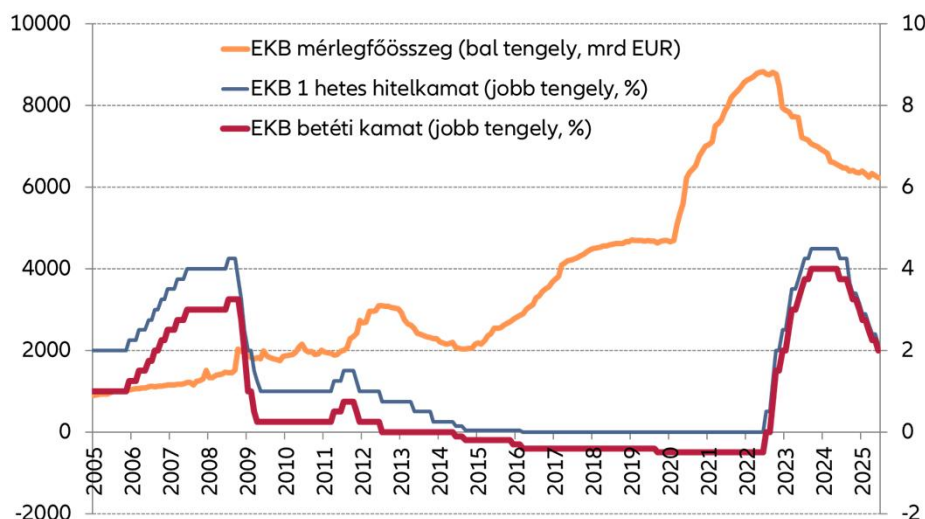
Eurózána infláció





EKB – MONETÁRIS POLITIKA

EKB monetáris kondíciók



Forrás: Bloomberg

- Az EKB az elmúlt üléseken folytatta a 25 bázispontos kamatvágási ciklusát. Mivel már elég sok kumulált vágásról döntöttek, ráadásul az infláció a cél körül ingadozik és a munkaerőpiac is rekord alacsony szinten áll, e mellett a kockázatok sem elhanyagolhatók (ld. vámok), a döntéshozók a következő ülésen minden bizonnyal megfontolják a kamatok szinten tartását.
- A jövőbeli kamatváltozások tekintetében új iránymutatást (forward guidance) nem kaptunk. A döntéshozók továbbra is három fő kérdéskör figyelembevételével mérlegelnek majd: inflációs kilátások a megjelent gazdasági és pénzügyi adatok fényében, a mögöttes inflációs folyamatok, és a monetáris transzmisszió erőssége.

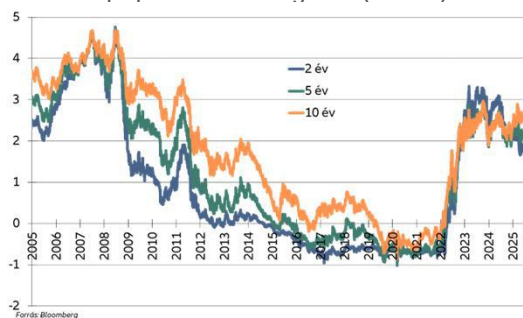
- Az EKB elemzői stábjában a márciusi előrejelzésekhez képest csak kisebb módosításokat hajtott végre. A 2025-ös inflációt 2,3% helyett 2%-ra, míg a jövő évet 1,9% helyett 1,6%-ra várják. A kamatdöntéshöz kapcsolódó sajtótájékoztatóban ezt az olajárakra vonatkozó előrejelzés csökkentésével és erősebb euróárfolyam feltételezésével magyarázták. A maginfláció tekintetében az idei évre árnyalatnyit emelték az előrejelzést, így most 2,4%-ot várnak. A GDP-ben gyakorlatilag nem volt változtatás, az idei bővülés 0,9% körül alakulhat, a növekedés pedig a következő években enyhén gyorsulhat.
- A negyedévben az eszközvásárlások ütemezését érintő új döntés nem született. A korábbi években végrehajtott összes értékpapír-vásárlási programra megállapítható, hogy már nem újítja meg az EKB, az állományok így a lejáratok ütemében folyamatosan csökkennek majd.



EURÓZÓNÁS ÁLLAMPAPÍRPIAC

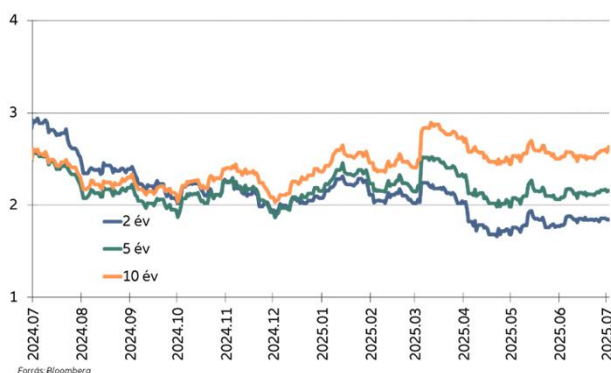
- Idén először márciusban láttunk nagyobb elmozdulást a német hozamokban. Ez a márciusi jelentős hadiipari és infrastrukturális beruházásokhoz, valamint az ezzel kapcsolatban eltörölt adósságfék szabályokhoz köthető. Ekkor a finanszírozási igény növekedése miatt jelentősen megugrottak a hozamok. Utána azonban ismét nagyobb lelkesedéssel kezdték venni a befektetők a kötvényeket, ami részben amiatt lehetett, hogy ezek a kiadások azért időben elnyújtva jelentkeznek majd. E mellett az USA vámbeljelentések egyik nagy nyertese volt a német állampapír piac, feltehetőleg több befektető (esetleg jegybankok is) súlyozott át az amerikai piacról Európába nem csak részvény-, hanem kötvénypénzeket is.
- A német hozamgörbe érdemben nem változott az előző negyedév végi állapothoz képest, a rövidebb oldal kicsit lejjebb került.
- Az olasz 10 éves kötvényhozam némethez képest számolt felára a 2022-es kiugró értékekhez képest trendszerűen szűkült. Ebben az elmúlt hónapokban sem láttunk változást. Az eszközvásárlások csökkenése ezt a folyamatot tartósan nem írta felül, és a kereskedelempolitikai feszültségek idején sem láttunk hatalmas ugrást sőt a bejelentések utáni első napokat leszámítva egyértelműen felárszűkülés látszott.

Állampapír hozammozgások (német)

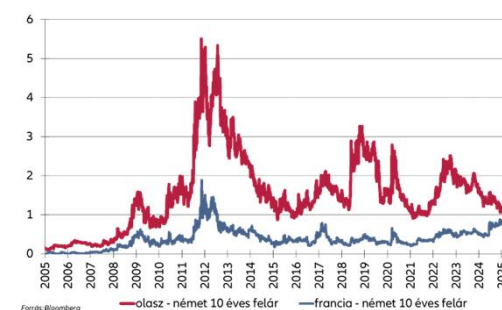


Vagyonkezelői beszámoló | Allianz Alapkezelő Zrt. |
© Copyright Allianz 2025. július 8.

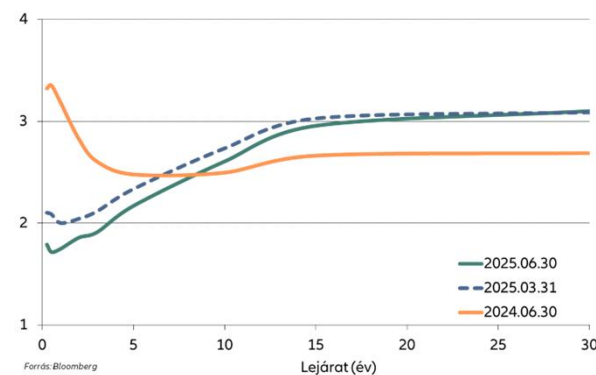
Állampapír hozammozgások az elmúlt évben (német)



A 10 éves állampapír hozamkülönbségek



Állampapír hozamgörbe (német)

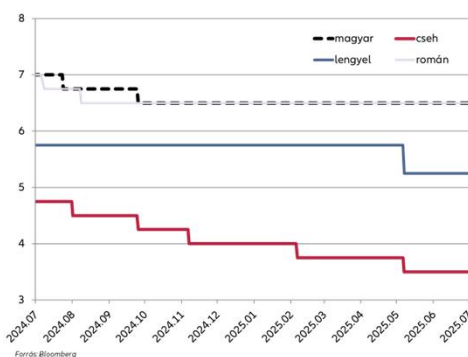




RÉGIÓS PIACOK

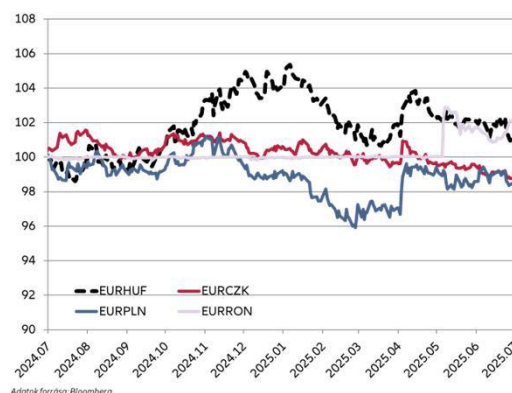
- A lengyel infláció az előző két negyedévben látott 5% közeli értékekről 4%-os tartományba mérséklődött, a maginfláció pedig közel 3%-a ért. A kedvező inflációs folyamatok lehetőséget teremtettek a lengyel jegybank számára, hogy a hosszabb időn keresztül 5,75%-on tartott alapkamatot májusban egy nagyobb, 50 bázispontos lépésben 5,25%-ra csökkentse. A lazítást a jegybankelnök már az előző, áprilisi ülés kapcsán megelőlegezte, ami egy jelentős fordulatot volt a hangvételben. Ez meg is mutatkozott zloty árfolyamváltozásában, ahol pár nap alatt 3% gyengülést láttunk az euróhoz képest. Utána stabilizálódott az árfolyam. Az áprilisi fordulat a jegybanki kommunikációban egy érzékelhető ralit hozott a kötvénypiacon, utána itt is csak kisebb mozgásokat láttunk.
- A cseh pénzromlás is kedvezőbb lett: míg előző negyedévben 3% közeli adatközléseket láttunk, az áprilisi adat 1,8% lett, és a májusi 2,4% is közel volt a jegybanki célhoz. A cseh jegybank a kedvező inflációs környezetben folytathatta a monetáris lazítást, bár idén már a kamatvágások dinamikája mérséklődött: február után májusban volt 25 bázispontos kamatcsökkentés. A korona és a kötvénypiac továbbra is stabil maradt.
- Romániában nehéz most kedvező gazdasági statisztikát találni, és sajnos ez az inflációról is elmondható. Míg az előző negyedévekben magas, de legalább stabilan 5% körüli volt az árnövekedés, májusban ismét enyhe emelkedést láttunk. Romániában a kedvezőtlen gazdasági adatok mellett a politikai bizonytalanság miatt sem volt a jegybanknak mozgástere a kamatcsökkentésre. A korábban igen stabilan tartott devizaárfolyam is kimozdult, és a kötvénypiacon is volt turbulens időszak.

A régiós alapkamat szintek



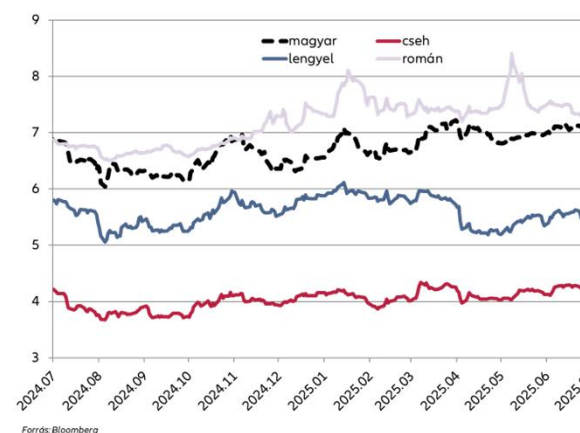
Vagyonkezelői beszámoló | Allianz Alapkezelő Zrt. |
© Copyright Allianz 2025. július 8.

A régiós devizák relatív teljesítménye



Adatok forrása: Bloomberg

10 éves kötvényhozamok



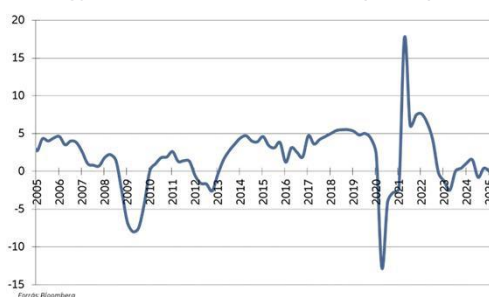
Forrás: Bloomberg



HAZAI GAZDASÁGI ADATOK

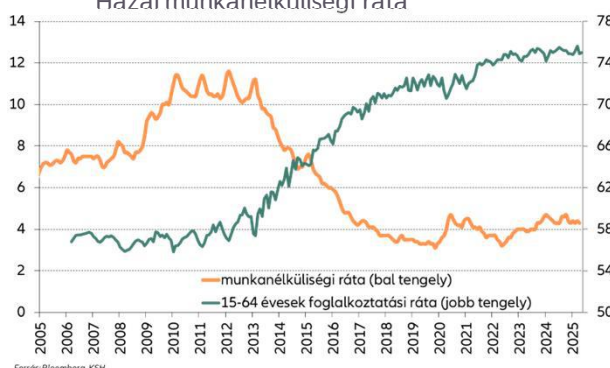
- A magyar gazdaság a negyedik negyedévben bízatóan növekedésnek indult és kikerült a technikai recesszióból. Az első negyedév ugyanakkor ismét borús lett: a -0,2% negyedéves és 0 év/év változás jócskán elmarad a kormányzati (és elemzői) várakozásoktól. A fogyasztás sem igazán lendült be, de a beruházási oldal szűkülése az igazán fájó. Az állami megrendeléseket a magas kamatteher és a hiánycsökkentési törekvések korlátozzák. Előre tekintve ugyanakkor a forrásköltség az inflációs lakossági kötvények átárazása után nagyban mérséklődik. A magánszektor beruházás-élénkítésére kormányzati (és esetleg jegybanki) programok indulnak. A Bloombergnek nyilatkozó elemzők 2025-re már csak 1,2%-os, az MNB a legfrissebb inflációs jelentésében 0,8%-os növekedéssel számol. A kiskereskedelmi forgalmi adatok szempontjából a januári és az áprilisi 5% körüli adat bízató. Az ipari termelés ugyanakkor továbbra is mélyrepülésben van.
- A munkanélküliségi rátában az év végi enyhe romlás visszakorrigált, a foglalkoztatottság is még igen magas szinten áll. A bérnövekedés 10% körül maradt, ami a fogyasztást támogathatná, de a fogyasztói bizalmi index most inkább romlott.
- Az inflációs folyamatok év elején kedvezőtlenül alakultak. A korábban is magasan ragadt szolgáltatás áremelkedés mellett az élelmiszerek is sokat drágultak. Az infláció így 5% fölé emelkedett. A kormányzat egyrészt a kiskereskedelmi láncok árrésére bizonyos termékek esetében maximumot határozott meg, tárgyaltak továbbá a banki, biztosítói és a telekommunikációs szereplőkkel, akik nem emeltek díjat. A pénzromlás ugyanakkor még nem alakul megnyugtatóan, az áprilisi 4,2% után a májusi adat ismét kis emelkedést mutatott. Az MNB 2025-ben éves átlagban most 4,7%-os inflációval számol, míg 2026-ra 3,7%-ot becsül.

Magyar reál GDP növekedése (év/év)

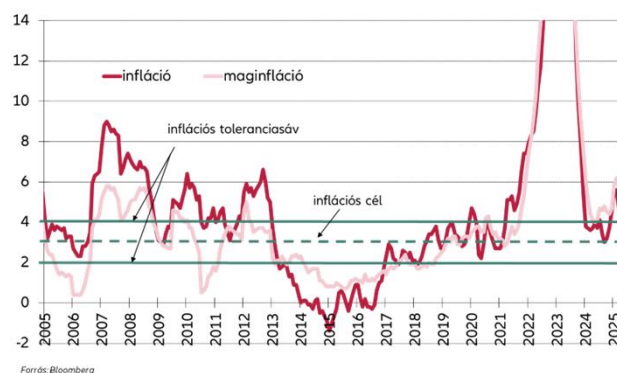


Vagyonkezelői beszámoló | Allianz Alapkezelő Zrt. |
© Copyright Allianz 2025. július 8.

Hazai munkanélküliségi ráta



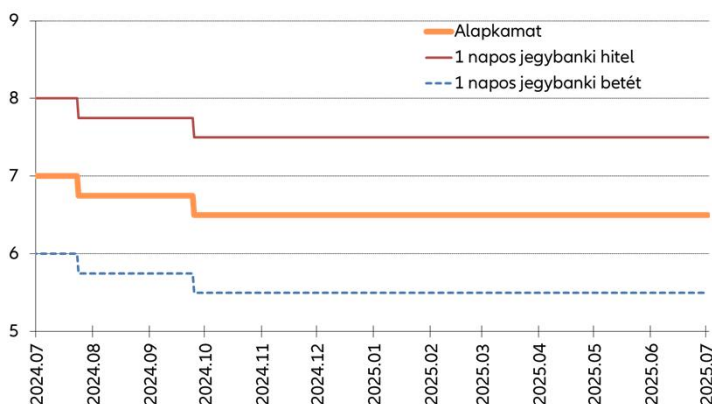
Infláció





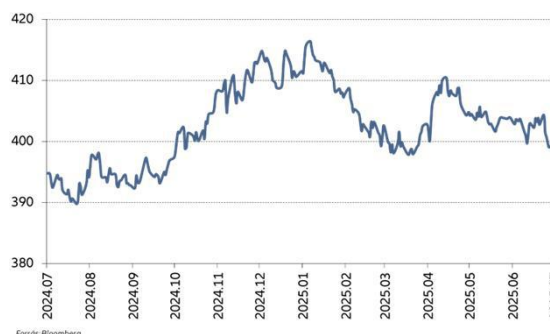
HAZAI MONETÁRIS POLITIKA

MNB kamatkondíciók



Forrás: Bloomberg

EURHUF árfolyam



Forrás: Bloomberg

Olajár (WTI)



Forrás: Bloomberg

- Az MNB már jó ideje 6,5 százalékos szinten tartja az irányadó kamatot. Hiába nőtt a Fed és EKB kamatvágásokkal a fejlett piacokhoz mért kamatkülönbözet, a lengyel és a cseh lazítással pedig a régiós spread, a forint gyengülésének veszélye miatt nem volt lehetőség kamatcsökkentésre, sőt fontos volt, hogy a jegybank folyamatosan hangsúlyozza az óvatos megközelítést. A külkereskedelmi egyenleg folyamatosan erősíti a hazai devizát, de a kedvezőtlen inflációs folyamatok ez ellen hatnak.
- Még az előző évben voltak piaci félelmek az új jegybanki vezetés inflációs elkötelezettségével kapcsolatban, de az átmenet rendben lezajlott, az üzenetek szigorúak maradtak és a lazítás ténylegesen el is maradt. Az inflációs célban változás nincs napirenden, a jegybanki eszköztárban sem várható alapvető változás. A nem szorosan jegybanki tevékenységek leépítésének irányába tett lépések is javítják a megítélést.
- Az MNB mérlege a korábbi pandémiás fedezett hitelek kifizetésével csökkenne, de ez ellen hat a devizakötvényekből befolyó euró (a dollár kötvények ellenértékét is euróra swapolja az ÁKK), bár ez a devizatartalékokat növeli, így a stabilitás felé hat.



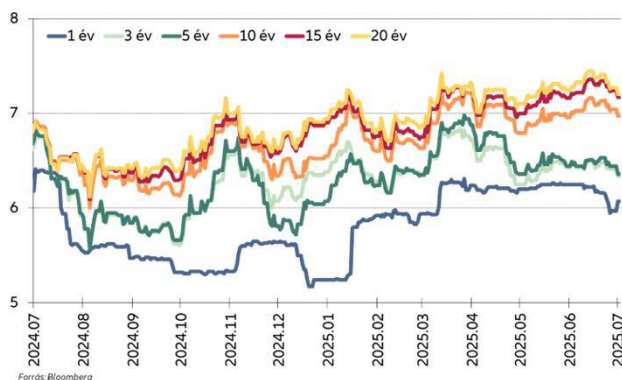
HAZAI KÖTVÉNYPIAC

- § A magyar állampapír-piacon az első negyedévben látott gyengülési trend a hosszabb lejáratokon folytatódott (bár június második fele erős lett), míg az öt év körüli futamidőig inkább csökkenő hozamokat láttunk. A vámháborús bizonytalanságok a gyengülés felé hatottak, a közel-keleti konfliktusnak jelentős, tartós hatását nem érzékeltük. A szabályozói hatások (extraprofit adó csökkentés miatt banki és biztosítói vásárlások) jelenleg is éreztetik hatásukat a keresleten, de vélhetőleg év vége felé ezek erősödni fognak, és a módosuló befektetési alap szabályok is a hozamcsökkenés felé hatnak. E mellett az ÁKK a kibocsátási tervvel jól áll, ami a kínálat szokásos év végi visszafogását eredményezheti. Ugyanakkor a választások közeledtével lehetnek új költségvetést negatívan érintő intézkedések, és a külföldi befektetói óvatosság is nőhet.
- § A fix államkötvények aukciói összességében sikeresnek mondhatók voltak. Továbbra is az öt éves futamidő volt a legkeresettebb, mivel a banki és biztosítói vásárlások számára ez a legkedvezőbb. A hosszabb lejáratokon a kereslet többször érezhetően elvékonyodott, főleg a 10 év feletti futamidőszegmensben, de ott az ÁKK sem volt agresszív az elfogadások terén. A hozamgörbén az intézményi vásárlások miatt ismét látni eltéréseket az egyes futamidőszegmensek, illetve papírok árazásában, bár az ÁKK a nem benchmark állampapírok kibocsátására is hangsúlyt fordít. Júniusban jelent meg a kibocsátási terv újabb aktualizálása. Mivel a kormány emelte a deficitcél, így az összes forrásigény is megnőtt. Ezen belül ugyanakkor az intézményi forint tervet mérsékeltek, a nemzetközit emelték.
- § A zöld kibocsátások továbbra sem gyakoriak, két 2051/G aukciót tartott az ÁKK a negyedévben, a hosszú lejárat miatt szerény befektetói érdeklődés mellett.
- § A DKJ-k piacán a kereslet a lejáratokkal hullámzott, de összességében magasnak volt mondható a negyedév során. Kiugró volt a júniusi nagy 2025/B és DKJ lejárat környékén. A hozamok így egy 20-30 pontot csökkentek is, bár egy kisebb visszarendeződés már látszott azóta.
- § A változó kamatozású állampapírok kereslete a második negyedévben sem volt erős. Ez részben az időszak nagyobb részén alapkamathoz relatíve közel álló DKJ aukciós hozamszintekhez, részben a hosszabb fix kötvények kamatswapok feletti magasabb felárával magyarázható.
- § A módosított finanszírozási terv megjelenését követően hamarosan sor került a nemzetközi kötvénykibocsátásra, ahol 5, 10 és 30 éves futamidőn is gyűjtött forrást a Magyar Állam, összességében 4 milliárd dollár értékben, mindegyik lejáratra igen magas érdeklődés mellett. Az év hátralevő részében már csak kisebb devizás volumenre lehet számítani, mivel az ÁKK elérte a 30%-os maximális devizaarány limitet, amit ugyan nem tekinthetünk egy kemény korlátnak, de referenciaként szerepel a döntéshozatalnál.
- § Az államilag garantált forint aukciókon kissé csökkent az elérhető volumen. Ennek oka, hogy ugyan az EXIM továbbra is rendszeresen, jellemzően kéthetente piacra lép, az MFB egy április eleji (a vámháború miatt volatilis környezetben megtartott) aukció után inkább a nemzetközi piac felé fordult. Az EXIM felárak szűkültek a negyedéveben.
- § A forint jelzáloglevél-piac az intézményi oldalon nem volt aktív, két változó kamatozású MBH jelzáloglevél aukciót tudunk csak említeni az időszakban.



HAZAI ÁLLAMPAPÍRPIAC - GRAFIKONOK

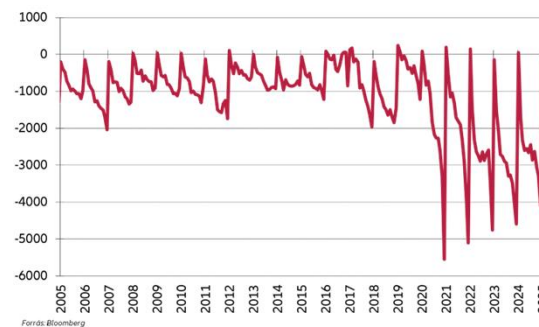
Állampapír hozamok az elmúlt évben



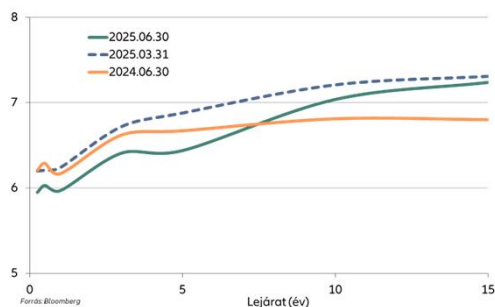
Állampapír hozammozgások



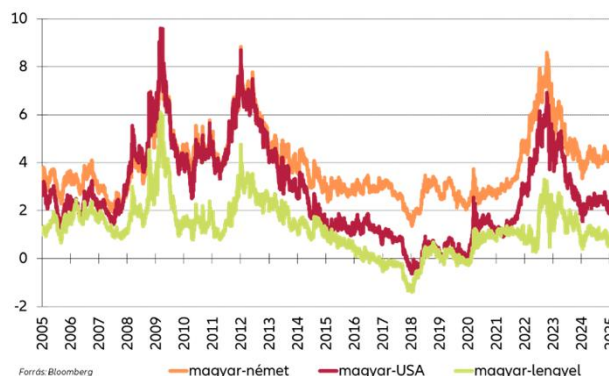
Kumulált államháztartási hiány (mrd)



Hozamgörbe



Nemzetközi összehasonlítás (10 éves futamidő)



Külföldiek HUF állampapír állománya (mrd)



RÉSZVÉNYPIACOK

3

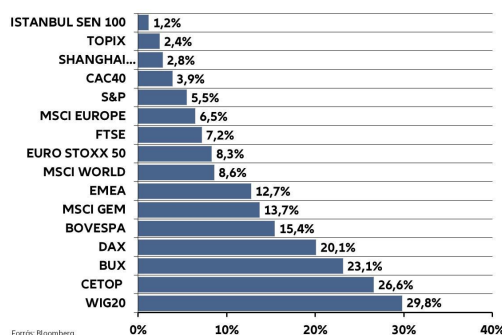




NEMZETKÖZI RÉSZVÉNYPIACOK

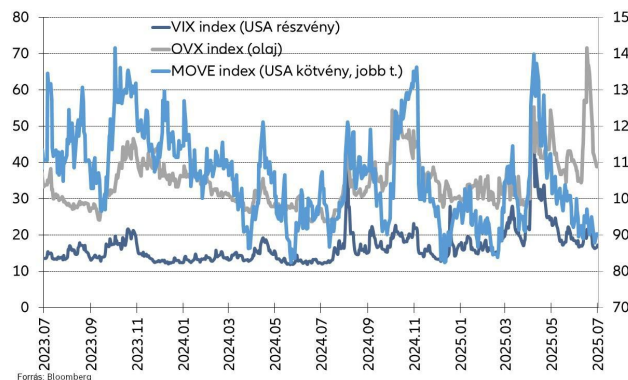
- A 2024 év végi, amerikai választási ígéretekkel hajtott ralit követően az idei év már döcögősebben indult. A 4,8%-ig emelkedő 10 éves USA kötvényhozam jelentős ellenszelet jelentett. Ezt követően jött ugyan némi megnyugvás, de február közepétől a vámokkal kapcsolatos hírfolyam és az elmérgesedő geopolitikai konfliktusok ismét elrontották a hangulatot. Az április 2-i „Liberation Day”-en elhangzó vámbejelentések (10% alapvám és további kb. 60 ország esetében jelentős extra vámtételek) pedig újabb mélységbe lökték az indexeket. Kínával odáig fajult a vita, hogy a tetőpontra az USA 145, Kína pedig 125%-os kulcsot helyezett kilátásba. Ez gyakorlatilag ellehetetlenítette volna az egymással való kereskedelmet. Az USA-ból jelentős tőke kivonás indult, a részvénytőke mellett a dollár és a kötvénypiac (10 éves hozam 4,5%-ig emelkedett) is beszakadt. Erre Trump (Kína kivételével) 90 napra felfüggesztette a vámokat és megkezdődtek a tárgyalások. A részvénytőke erre felpattant, később pedig le is tudták dolgozni a visszaeséseket.
- A bizonytalanság azonban továbbra is hatalmas. A Trump adminisztráció kiszámíthatatlan és agresszív módszerei miatt a befektetők elkezdtek megkérdőjelezni a dollár tartalékdeviza szerepét. Ezt jelzi, hogy idén 14%-ot gyengült az euróhoz képest a zöldhasú. Az USA államadóssággal kapcsolatos félelmek is kiújultak. A Moody's levágta az adósbesorolást a legjobb („Aaa”) szintről. Az eladósodottság a GDP 120%-a felett jár miközben Trump adócsomagja tovább növelné a költségvetési hiányt. A DOGE nem tudott érdemi kiadáscsökkentést elérni, Musk el is veszítette kormányzati pozícióját. A japán hozamok is kúsznak felfele, aminek veszélyeire a tavaly augusztusi korrekció már felhívta a figyelmet. Az USA a fellángoló izraeli-iráni konfliktusba közvetlenül is beavatkozott, de az ezt követő tűzszüneti megállapodás egyelőre megnyugvást hozott.

Részvényindexek teljesítménye 2025 H1

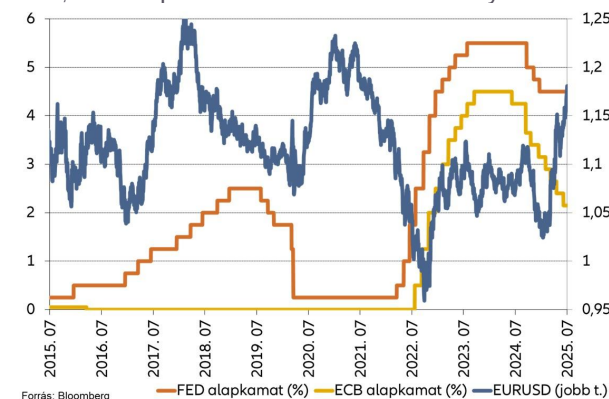


Vagyonkezelői beszámoló | Allianz Alapkezelő Zrt. |
© Copyright Allianz 2025. július 8.

„Félelemindexek” (opciókba árazott volatilitás) alakulása



FED, ECB alapkamatok és az EURUSD árfolyam



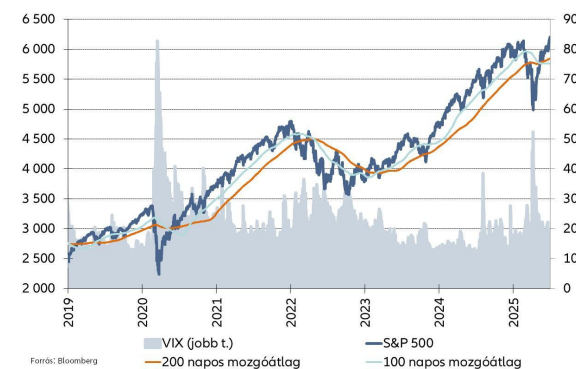
NEMZETKÖZI RÉSZVÉNYPIACOK - USA



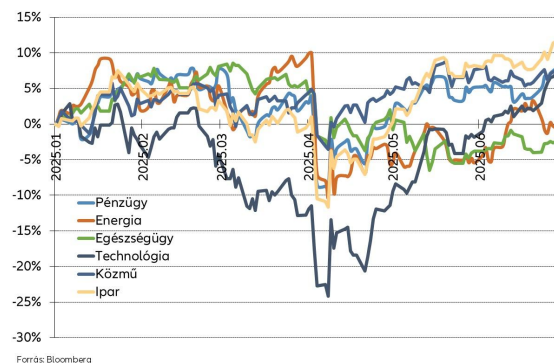
- Kezdetben folytatódott a február közepétől indult lejtmenet az S&P 500 esetében. A „Liberation Day”-en történt vámbejelentéseit követően 4.900 pont alatt is járt az S&P 500. A február közepi historikus csúcstól (6.144 pont) számítva ez épp a medvepiac technikai határát jelző 20% körüli mínuszt jelentett. A VIX „félelemindex” is kiugróan magasán járt ekkor, 50 feletti értéket vett fel. Trump extra vámokra vonatkozó 90 napos felfüggesztését követően hatalmas felpattanás következett. Beindultak a vámtárgyalások és bár Trump többször élesen bírálta Powell-t a FED kamatcsökkentések elmaradása miatt, végül megerősítette, hogy nem akarja idő előtt eltávolítani posztjából. Később az USA-UK vámmegállapodást követően Kínával is létrejött egy egyezmény, ami tovább növelte az optimizmust. Az Izrael és Irán közti tűzszüneti megállapodást is kedvezően fogadták a piacok, így végül új historikus csúcsra tudott emelkedni a vezető index, Q2-ben 10,6%-ot emelkedve, amivel 5,5%-nál jár idén.
- A Q2-ben látott hajrá főként a kiújuló AI ráliban kiemelkedően teljesítő technológiai szektornak volt köszönhető. A tengerentúli index idei lemaradása azonban továbbra is látványos, éreztetve, hogy megingott az USA-ba vetett feltétlen bizalom. Egyes soft adatok (pl. ISM feldolgozóipari PMI) már az amerikai gazdaság lassulását jelzik, igaz a kemény adatok továbbra sem mutatják recesszió jeleit. A Q1-es GDP visszaesést jelzett, ám ez főként a vámok bevezetése előtti import megugrásának tudható be. A Q1-es vállalati eredmények kedvezően alakultak. 12,7%-kal nőtt az aggregált eredmény, miközben az elemzők 10% alatti növekedést vártak. További bizakodásra adhat okot, hogy a bizonytalanságok ellenére nem rontották érdemben a vállalatok az idei évre vonatkozó kilátásaikat. A FED viszont egyelőre kivár a tisztánlátás végett. A piac öszre árazza a következő vágást, a jelentősebb lépéseket csak jövőre várják (Powell mandátuma 2026. májusában jár le). Az áprilisi mélyponton ugyan 10 éves historikus átlag környékére süllyedt az előretekintő P/E árazás, az időszak végére azonban ismét feszítetté vált (22 környéke).

Vagyonkezelői beszámoló | Allianz Alapkezelő Zrt. |
© Copyright Allianz 2025. július 8.

S&P 500 árfolyam és a VIX index alakulása



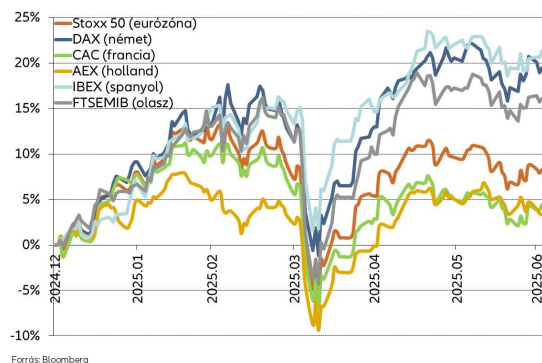
S&P 500 szektorok teljesítménye 2025 H1





NEMZETKÖZI RÉSZVÉNYPIACOK - EURÓZÓNA

Főbb eurozónás indexek teljesítménye 2025 H1



STOXX 50 és védelmi, autóipari szektorindex 2025 H1



Vagyonkezelői beszámoló | Allianz Alapkezelő Zrt. |
© Copyright Allianz 2025. július 8.

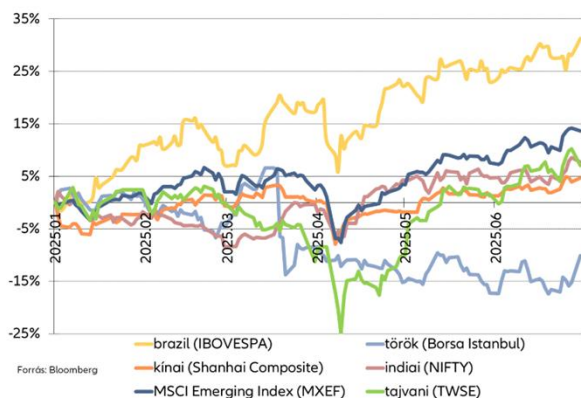
- A vámháború hatása természetesen az eurozónás piacokon is érezhető volt, azonban itt is fordulni tudott a széljárás. A DAX továbbra is kiemelkedően teljesített, és járt újabb historikus csúcson (24.323 pont) is. Q2-ben 7,9 %-kal tudott erősödni, míg a Stoxx 50 mérsékeltebb 1,1%-os erősödéssel zárt. Idén rendre 20,1% és 8,3%-nál járnak. A régió gazdasági teljesítménye javulni tudott Q1-ben (+0,6% negyedév/negyedév), ami javarészt a vámok miatti előrehozott exportnak volt betudható. Az alacsony versenyképesség, a magasabb energiaár, a gyenge ipar, a növekvő vámteher és az USA, mint (NATO) szövetséges eltávolodása is gondot jelent. Az energiaárak idei süllyedése ugyan pozitívum, de az izraeli-iráni konfliktus során látott áremelkedés emlékeztetett a kockázatokra. Az USA piacokról történő tőke kivonás egyik nyertese mégis kétségkívül a jóval kisebb méretű és kedvezőbb árazású európai tőkepiac. A reményeket az USA-tól való eltávolodás hatására erősödő európai összefogás is táplálja. Ez végre a versenyképesség javulásának irányába hathat (közös érdekképviselés, dereguláció, stb.). A német politikai helyzet stabilizációja (kormánykoalíció kialakulása és Merz beiktatása) is kedvező fejlemény.
- A védelmi kiadások GDP 5%-ára növelése érdekében hozott intézkedések (800 milliárd eurós ReArm Europe, 500 milliárd eurós német fiskális program, adósságszabályok enyhítése, német adóssághűk lazítása, stb.) is fokozzák a várakozásokat. A védelmi szektor teljesítményén remekül nyomon követhető mindez. Viszonylag kevés régiós cég (pl. Rheinmetall, Leonardo) tud azonnal bekapcsolódni a termelésbe, ezek részvényei el is szálltak idén. A pénzügyi szektor is kimagaslóan teljesített annak ellenére, hogy az EKB folytatta az alapkamat csökkentését 2%-ig. Innentől már mindössze egy 25 bázispontos vágást vár a piac 2025-re. A jelentős európai autószerkezet esetében továbbra sem látszanak javulás jelei.
- Az eurozónás jelentési szezon Q1-ben sem sikerült túl acélosra. Ugyan a Stoxx 50 és a DAX esetében is (kb. 6%-kal) várt felett alakult az aggregált profit, év/év alapon még így is visszaesés látszott. Az ideji jelentős árfolyamemelkedés főként a P/E alapú árazási szorzók tágulásának köszönhető, ezzel már a DAX és a Stoxx 50 is a 10 éves historikus átlag felett jár. Az S&P 500-hoz mért árazási diszkont is szűkült, de továbbra is van még tér az emelkedésre.



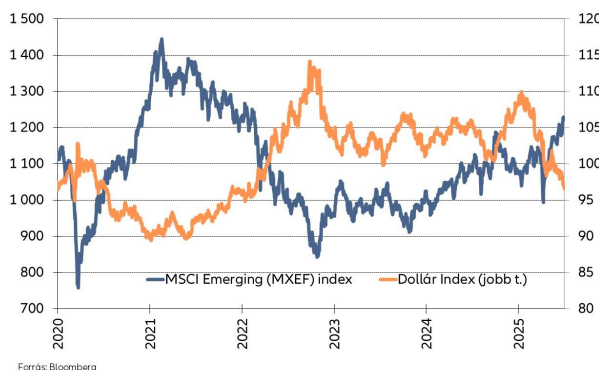
NEMZETKÖZI RÉSZVÉNYPIACOK - FELTÖREKVŐ

- A kezdeti beszakadást követő hegymenetben végül 11%-kal került feljebb a globális feltörekvőpiaci MXEF index Q2-ben, ezzel idén 13,7%-nál jár. Ezt főként a hatalmas dollárgyengülés támogatta. A hírek szerint ugyan megvan a Kínával való végleges vámmegállapodás (és a ritkaföldfémek szállításának felgyorsításáról is megegyeztek), de így is 55% lehet a teher. Nem meglepő, hogy megugrott a kínai export a környező országokba. Vélhetően ezen árucikkek egy része az USA felé áramolhat tovább. Kína továbbra is defláció közeli állapotban van. Az elemzők idénre 4,5%-ra süllyedő GDP növekedést és (a fiskális élénkítések miatt) 5,6%-ra emelkedő költségvetési hiányt várnak.
- A vámháború miatt keresleti félelmek, az OPEC termelés növeléséről (napi 411 ezer hordóval) és a szaúdi kőolaj felárának csökkentéséről szóló döntések hatására áprilisban beszakadtak az olajárak. Ekkor még volt remény, hogy az iráni rezsimmel is megkezdődhetnek a tárgyalások az olajexport elleni szankciók feloldásáról. Május elején azonban már felfelé kúsztak az árak a beinduló vámtárgyalások és az Irán ellen szigorodó retorika hatására. Az OPEC ugyan tovább folytatta az önkéntes termelés visszafogás mérséklését, de ez már kevésbé tűnt jelentősnek az Izrael és Irán között kirobbanó háború kockázataival szemben. A napi 2 millió hordós (főként Ázsiába irányuló) iráni export, és a Hormuzi-szoros (globális napi olajforgalom 20%-a itt halad át) miatt izgulhattunk. Az amerikai bombázást követően kötött tűzszünet végül lenyugtatta a kedélyeket.

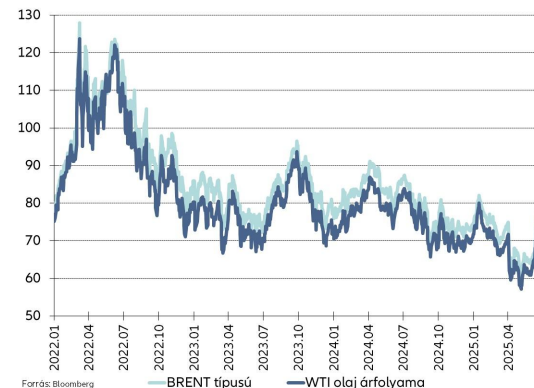
Feltörekvő piacok teljesítménye dollárban 2025 H1



MXEF index és a dollár index alakulása



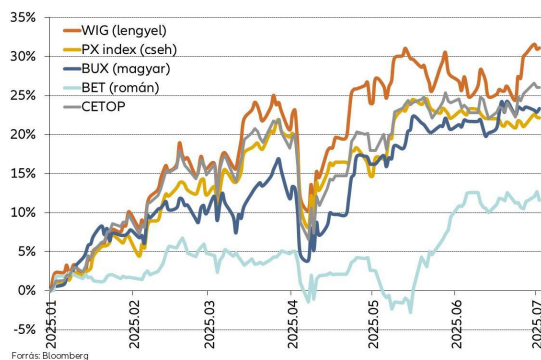
Olajárak alakulása (dollár/hordó)



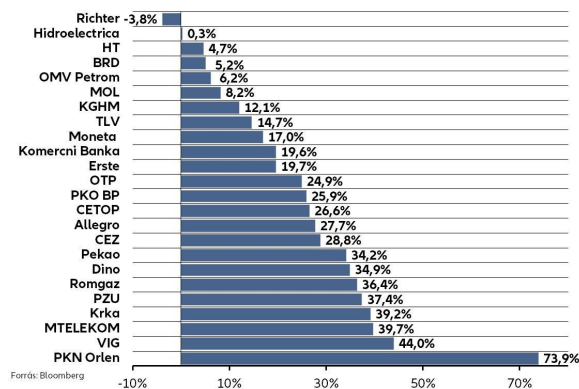


RÉGIÓS RÉSZVÉNYPIACOK

Régiós részvényindexek teljesítménye 2025 H1



CETOP részvények teljesítménye 2025 H1



- Ledolgozta a vámok bejelentését követően látott korrekciót a régiós CETOP index is és új historikus csúcsra is ért. Q2-ben 7,1 %-kal tudott így erősödni, ezzel 26,6%-nál jár idén. Továbbra is kimagasló a régió legfontosabb piacának számító lengyel tőzsde teljesítménye. A cseh és magyar részvények is szépen hozzattek a kiváló idei teljesítményhez. A román piac a régiós társaknál mérsékeltebben tudott erősödni.
- Az EPS várakozás jelentős mértékben tudott emelkedni (8,3%-kal H1-ben), igaz Q2-ben már valamelyest lassult a dinamika. Az idei árfolyamemelkedés így is durván 1/3 részt az EPS várakozás, 2/3 részt a P/E árazási szorzó növekedésének tudható be. Utóbbi ezzel az időszak során már az 5 éves historikus átlag fölé emelkedett, a 10 éveshez képest még mindig jelentős (10% körüli) diszkont látható. A fejlett piacokhoz képest még nagyobb az elmaradás ám ezt indokolhatja, hogy továbbra sem került közelebb az orosz-ukrán háború lezárása.
- A lengyel piac korábbi ralijából átmenetileg kifogta a szelet, hogy szoros versenyben végül az ellenzéki Jog és Igazságosság (PiS) párt jelöltje, Karol Nawrocki nyerte az elnökválasztást. Várhatóan ő még elődjénél is jobban fogja gátolni az EU barát kormányzóerők által végrehajtani tervezett reformokat. Pozitívum azonban, hogy Donald Tusk megnyerte a kormánya ellen kért bizalmi szavazást.
- A magas hazai kereslet miatt kimagasló árazású román piacon is a politikáé volt a főszerep. Az elnökválasztás első fordulójában a szélsőjobbos George Simion győzedelmeskedett, aminek hatására Marcel Cîloaciu miniszterelnök lemondott. Végül a centrista Nicușor Dan nyerte az elnökválasztást, majd beindult az egyeztetés az új miniszterelnökről és a kormánypolitikáról. Ilie Bolojan miniszterelnöksége stabilitás hozhat, ám a fájdalmas intézkedések (pl. ÁFA és jövedéki adóemelés, banki különadó emelés) elkerülhetetlenek.
- Az utóbbi idők legnagyobb európai banki tranzakciója során az Erste Bank megvásárolta a Santander Bank Polska részvényeinek 49%-át mintegy 6,8 milliárd euró értékben.

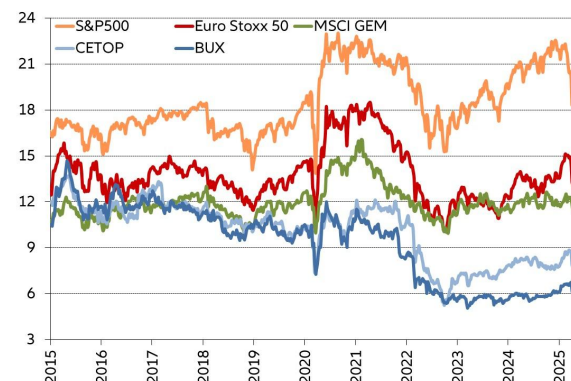


HAZAI RÉSZVÉNYPIAC

- Q2-ben is jól teljesített (10,1%) a BUX index, idén már 23,1%-nál jár. A hazai gazdaság továbbra is gyenge, Q1-ben ismét süllyedt a GDP. A lakossági fogyasztás talán élénkülhet, de a beruházások elmaradása, a gyenge export és a hiányzó EU pénzek ellenszelet jelentenek. A forint ehhez képest kifejezetten jól tartja magát. A külker mérleg erős, a jegybanki alapkamat a vezetőváltást követően is magasán maradt (6,5%). A régióhoz mért árazási diszkont vélhetően a 2026-os választás miatt növekvő politikai kockázatokat is tükrözi.
- Bár 19.000 forintnál is járt az OTP a vámháború miatti kényszerlikvidálások következtében, később új historikus csúcsra emelkedett az árfolyam és Q2-ben is pozitív hozammal (8,4%) tudott zárni. A Q1-es eredmény erős lett (189 milliárd forint), ez az egyszeri tételek (főként különadó) kiszűrésével 300 milliárd forintos rekordot jelentett volna. A kormány által kért „önkéntes” árcsökkentés profithatása marginális (1% alatti) és a kamatstop meghosszabbítására is számíthattak a piaci szereplők. Közben beindult az újabb (150 milliárd forintos) részvényvásárlási program.
- A MOL árfolyama mindössze 0,8%-kal emelkedett Q2-ben, a 275 forintos osztalékfizetés figyelembevételével pedig jóval kedvezőbb a teljesítmény. A Q1-es eredmény is várt felett alakult, igaz ezt jelentős egyszeri tételek (pl. kevesebb karbantartás miatti üzemleállás) segítették. Az orosz energiahordozókról 2027-ig le kell válni, ami a beszerzési árak és a tranzitköltségek növekedését jelentheti, az egyszeri 500 m dolláros beruházási költség mellett.
- A Richter árfolyama gyengélkedett Q2-ben (-2,5%), bár az 509 forintos osztalékupponnal már pozitívabb a kép. A Q1-es jelentés (EBIT 69 milliárd forint) hozta a vártat és a gyógyszerekre vonatkozó „önkéntes árréstop” hatása is elhanyagolható. Trump gyógyszerár csökkentési tervei és a dollárgyengülés már nagyobb veszélyt jelentenek.
- Defenzív papír létére az MTEL járt 23% feletti mínuszban is, végül 9,5%-os pluszban zárt Q2-ben. Ez annak köszönhető, hogy a várakozásoknál kedvezőbb megállapodás jött létre a kormánnyal. A versenytársakhoz hasonlóan az idei áremelés (+3,7%) elmaradt és 2026 H1 végéig nem is emelnek. A Q1-es eredmény (54 milliárd forint) is erős lett. Az osztalékfizetés (100 forint/részvény) és a 39,1 milliárdos részvényvásárlási program is teljesült.

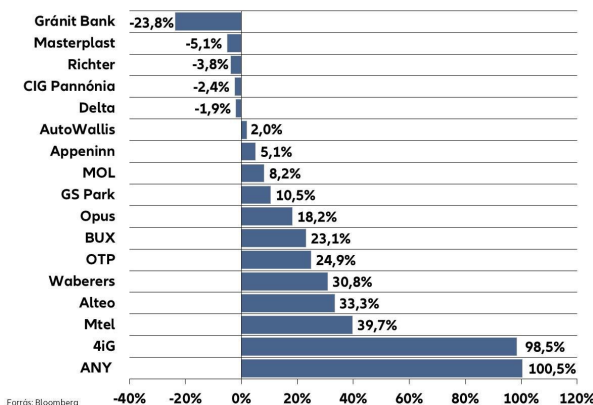
Vagyonkezelői beszámoló | Allianz Alapkezelő Zrt. |
© Copyright Allianz 2025. július 8.

Részvényindexek előretekintő 12 havi P/E árazása



Forrás: Bloomberg

BUX részvények teljesítménye 2025 H1



Forrás: Bloomberg



POZÍCIÓK A NEGYEDÉV SORÁN

Állampapírok, duration súlyok

- Az éven túli lejáratokon a negyedév során jelentős duration eltérések a benchmarkhoz képest nem voltak.
- Változó kamatozású államkötvényekben most nem volt nagyobb tranzakció.
- DKJ-kban a negyedév során vevők voltunk, illetve rövidebbet hosszabbra cseréltünk, mivel a hozamszintek elfogadhatóak voltak és nem akartunk nagyobb duration alulsúlyt tartani a rövid oldalon sem.

„Feláras” kötvények

- Éves EXIM kötvényből vettünk kisebb tételeket, mivel állampapírhoz közeli a hitelkockázatuk és némi felárat is biztosítanak.
- Növeltük a változó jelzáloglevelek állományát is, hasonló okokból.

„Zöld” kötvények

- A zöld kötvények állománya nem mutatott lényeges változást.

Részvények

- A negyedév során folyamatosan voltak egyedi értékpapírválasztásaink a régiókban, melyet neutrál közeli pozícióban tartunk. A legjelentősebb lépés az volt, hogy hosszú évek után leépítettük a Magyar Telekom felülsúly pozíciónkat.
- A globális részvényt piacon az első negyedév közepén vállalt USA alulsúly pozíciót továbbra is tartjuk, mivel nem érezzük szimmetrikusnak a hozam és a kockázat egyensúlyát a jelenlegi árazások mellett.

EGYÉB TÁBLÁK, ADATOK, INFORMÁCIÓK

4



ALACSONY MINŐSÍTÉSŰ HITELVISZONYT MEGTESTESÍTŐ ÉRTÉKPAPÍROK PORTFÓLIÓNKÉNT 2025.06.30-ÁN

Alacsony minősítésű hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok 2025.06.30-án			
Portfólió	Értékpapír megnevezése	Névérték	Minősítés oka
			Nincs ilyen értékpapír



SFDR, SFDR RTS ÉS TAXONÓMIA RENDELET SZERINTI JELENTÉS

2025.06.30-ÁN

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.