

VAGYONKEZELŐI BESZÁMOLÓ

ALLIANZ ÖNKÉNTES NYUGDÍJPÉNZTÁR

2025. III. NEGYEDÉV

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

2025.10.10.





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

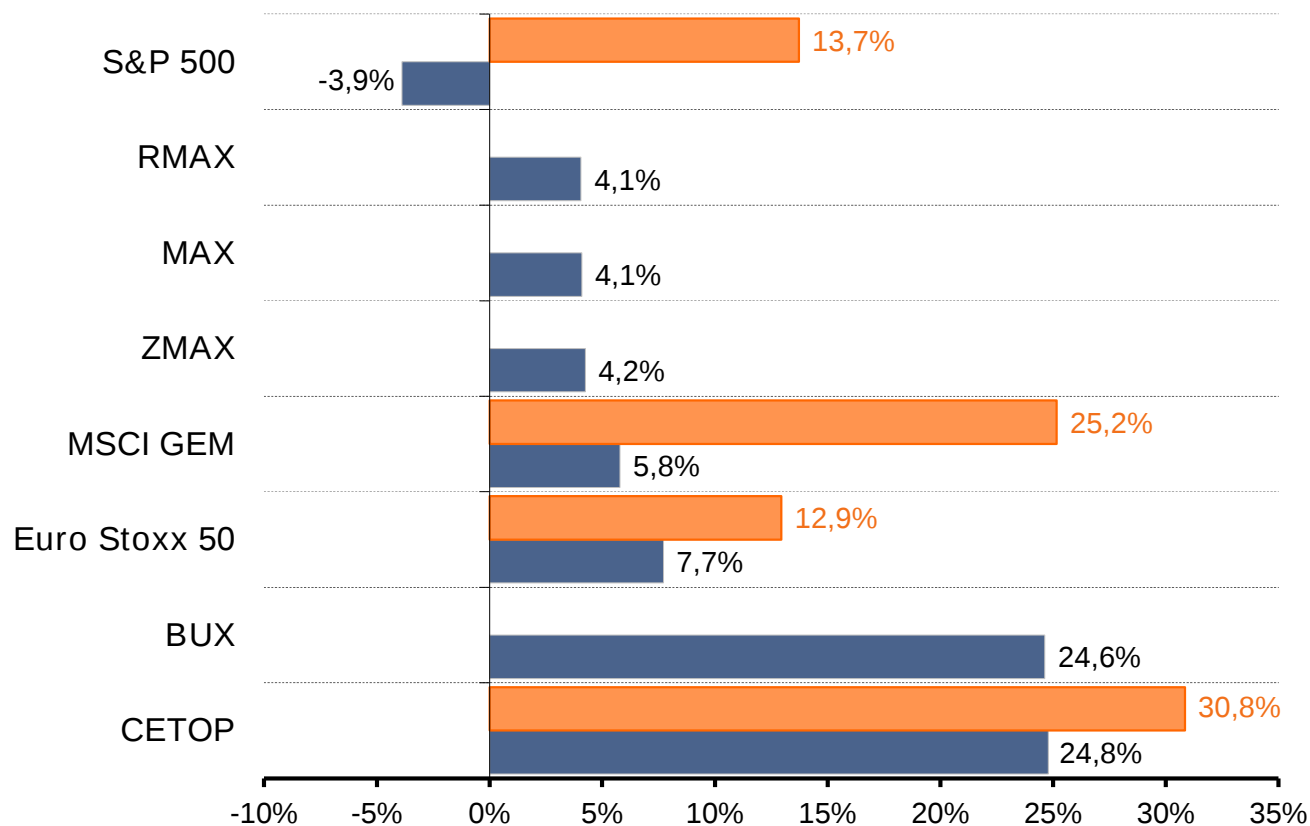
BENCHMARK HOZAMOK ÉS TELJESÍTMÉNYEK

1





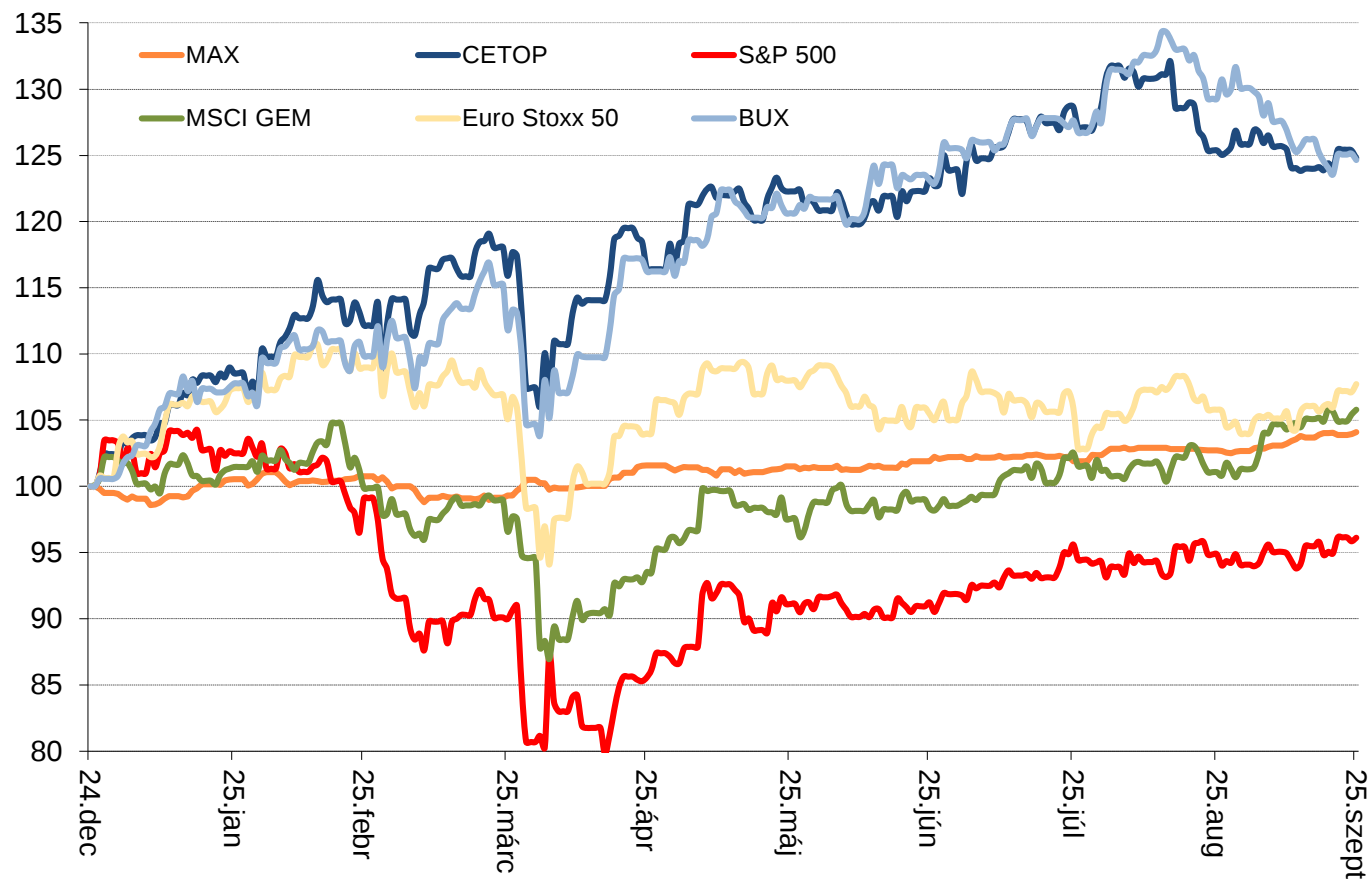
FŐBB INDEXEK TELJESÍTMÉNYE 2025 YTD (HUF ÉS SAJÁT DEVIZA)



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő



FŐBB INDEXEK ALAKULÁSA 2025 (HUF)



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

MAKROGAZDASÁGI ÖSSZEFOGLALÓ

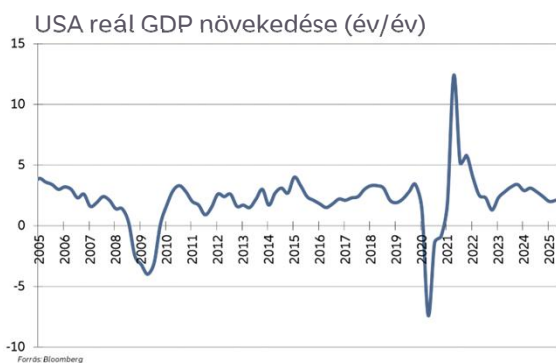
2



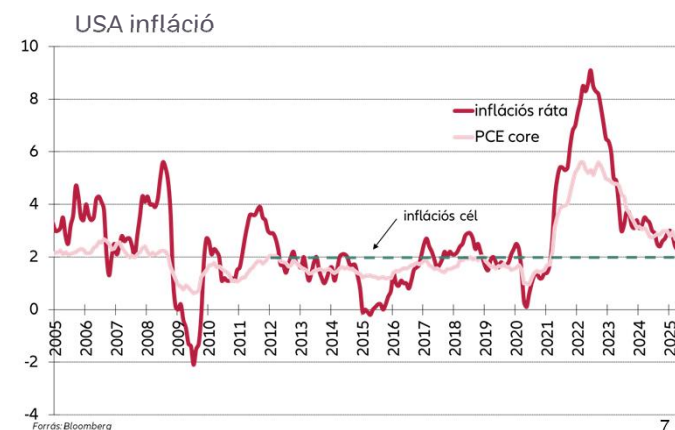
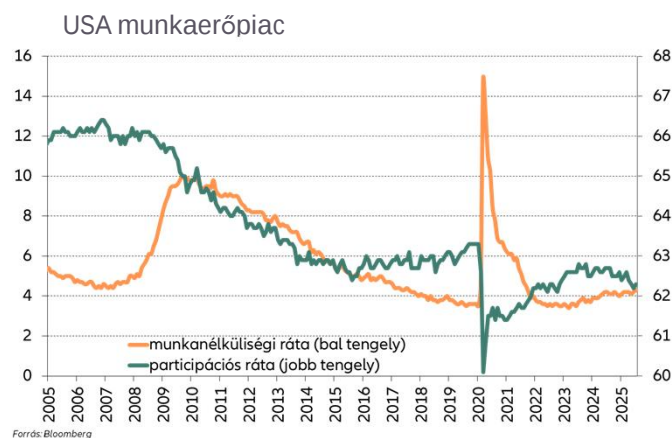


USA GAZDASÁGI ADATOK

- Az első negyedév – feltehetőleg vámbejelentések miatt esetinek tekinthető - enyhe csökkenése után a második negyedéves USA GDP kiemelkedően jó lett (főleg a revíziók utáni adat), a nem évesített negyedéves növekedés közel 1%, míg az év/év adat is kicsivel 2% fölötti lett. A Bloombergnek leadott növekedési előrejelzések október elején 1,8%-ot mutatnak 2025-re, ami most kissé magasabb, mint negyedéve láttuk, a 2026-as elemzői várakozás szintén 1,8%.
- A vámokkal kapcsolatos híreket nézve talán a kínai megállapodás lehet a legjelentősebb, itt az USA a ritkaföldfémek ellátását is igyekezett biztosítani. Indiával szemben ugyanakkor még jelentős büntetővám maradt életben, részben az indiai orosz olajvásárlások miatt. Ez ugyanakkor tovább növelte a világ katonai mellett gazdasági értelemben vett blokkosodásának kockázatát, ami hosszabb távon negatívan hathat a világkereskedelemre, így a növekedésre, és a nemzetközi munkamegosztás csökkenésével felfelé ható inflációs hatás is jelentkezhet majd.
- A munkanélküliségi ráta enyhén emelkedett, augusztusban 4,3%-on állt. A bérnövekedés továbbra is magas, csak kicsivel 4% alatti.
- Az inflációs adatok 3% közelében ragadtak, és a megemelt vámok árakba beépülése még feltehetőleg nem is teljes. Itt a kérdés, hogy egy egyszeri árszínvonal-emelkedés valósul meg, vagy tartósabb inflációs nyomás keletkezik.
- A költségvetésről a döntéshozóknak nem sikerült megállapodni, így a szövetségi kormányzat részlegesen leállt, ami jár valamennyi fogyasztáskieséssel. Az elnök alkupozíciójának javítása érdekében elbocsátásokat is kilátásba helyezett. Piaci szempontból ugyanakkor egy adóssághatár-vitánál kisebb a kockázat.



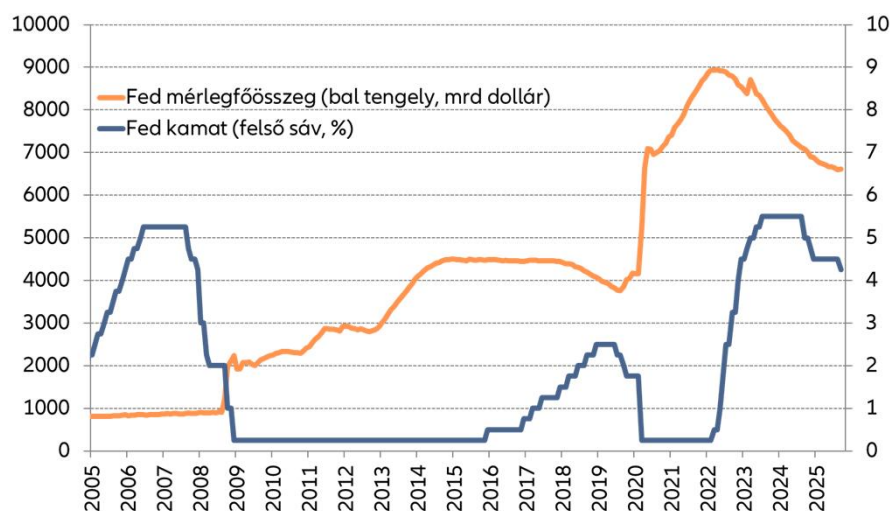
Vagyongazdálkodási beszámoló | Allianz Alapkezelő Zrt. |
© Copyright Allianz 2025. október 10.





USA – MONETÁRIS POLITIKA

USA monetáris kondíciók



Forrás: Bloomberg

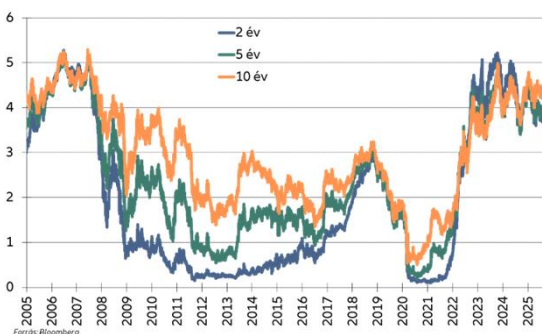
- A Fed egy hosszabb tartás után szeptemberben végül kamatot csökkentett. A 25 bázispontos vágás a piaci várakozásokkal megegyezett.
 - A döntéshozók még továbbra is látnak felfelé mutató inflációs kockázatokat a vámemelések miatt, de a tényadatokban egyelőre csak visszafogott hatások azonosíthatók. Igaz, az abszolút szint sem megnyugtató, hiszen a 2%-os céltól nem elhanyagolható a differencia. E mellett a bérnövekedés is magas maradt, ami költség és fogyasztás oldalról is emelheti az inflációt.
 - A munkaerőpiaci adatok ugyanakkor enyhe romlást mutatnak. A munkanélküliségi ráta is felfelé araszolt, de például az alulfoglalkoztatási, az aktivitási mutatók, valamint a nyitott álláshelyek is kedvezően irányba mozdultak. E mellett egy nagyobb revízió is történt a foglalkoztatási adatokban a júliusi kamatdöntéshez képest.
 - A kamatsáv 4-4,25% lett. Ez az EKB 2%-os irányadó kamata felett van érezhetően. Ugyan a növekedési és inflációs folyamatok eltérőek, de Trump elnök növekedésorientált megközelítésében alacsonyabb kamatszintek a kívánatosak, így vélhetően az új szavazó tagok és a jövő tavasszal hivatalba lépő Fed elnök inkább a laza monetáris politika felé hajlik majd.
- A mérlegleépítés (QT) üteme 2025. áprilistól 40 milliárd dollárra mérséklődött. Az állampapír rész csökkentésének célszámát vágták vissza erőteljesebben, így ott már gyakorlatilag nincs állománycsökkenés. A Fed mérlegsűkítés jelenleg leginkább a jelzálogfedezetű értékpapírok kifutásával zajlik.
 - A Fed döntéshozók a GDP növekedésre vonatkozó előrejelzésüket ezúttal emelték, az idei és a következő évre is két tized százalékponttal (1,6% illetve 1,8% értékekre). A munkanélküliség kapcsán árnyalatnyit alacsonyabbak a várakozások (4,4% 2026-ra). A PCE infláció és maginfláció kapcsán 2026-ra magasabb értékeket látunk (2,4% helyett 2,6% a várakozások mediánja). Mindez a túlzott kamatvágási várakozásokat hűti. Ettől függetlenül a kamatszint csökkenését látják a döntéshozók: idén még kettő 25 pontos vágás, 2026-2027-re 1-1 szerepel most a kamatdöntéshez kiadott anyagban.



USA ÁLLAMPAPÍRPIAC

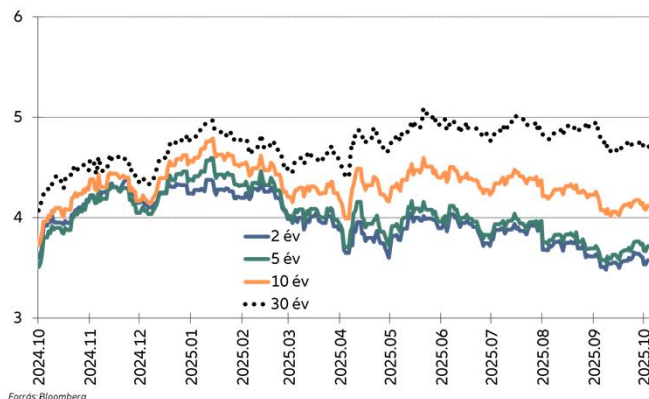
- Míg az előző időszak hozammozgásait a vámokkal kapcsolatos bejelentések tették hektikussá, a második negyedévben nyugodtabb volt a befektetői hangulat. A szeptemberben megjelent, vártnál rosszabb munkanélküliségi adatok egy érzékelhető hozamcsökkenést hoztak, amit a megnyugtatónak mondható inflációs közlés megerősített. A Fed kamatdöntéshez kapcsolódó gazdasági előrejelzés, a sajtótájékoztató és az egyéb döntéshozói megnyilvánulások ugyanakkor a piaci optimizmust mérsékeltek.
- A hozamgörbe negyedéves elmozdulását nézve minimális lefelé tolódást figyelhetünk meg a legtöbb lejáraton. Egyedül a rövid futamidőkön van nagyobb differencia, ami a kamatcsökkentéssel magyarázható. A hozamgörbe meredekebbé válása azt tükrözi, hogy továbbra is lehetnek piaci félelmek az USA költségvetés hosszú távú fenntarthatóságával és az inflációval kapcsolatban. Bár a vámok érzékelhető bevételt jelentenek, ezek kisebb részét kioszthatja a kormányzat a lakosságnak, ami tovább fűtheti a fogyasztást. Másrészt a kormányzati költségcsökkentés és hatékonyságjavítás Elon Musk távozását követően háttérbe szorulni látszik.
- A dollár piacát is inkább stabilnak mondhatjuk a tárgynegyedévre vonatkozóan. Rövid távon nem igazolódtak a dollár tartalékdeviza szerepének csökkenésére vonatkozó félelmek, és feltehetőleg a jól teljesítő gazdaság és az emelkedő tőzsdeindexek is a gyengülés megállítása felé hatottak.

Állampapír hozammozgások

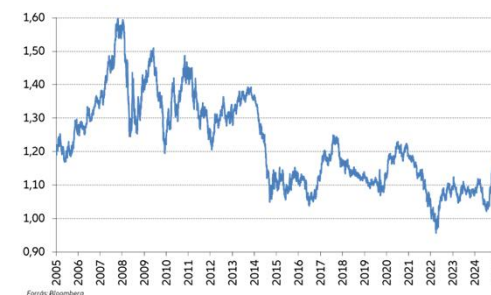


Vagyonkezelői beszámoló | Allianz Alapkezelő Zrt. |
© Copyright Allianz 2025. október 10.

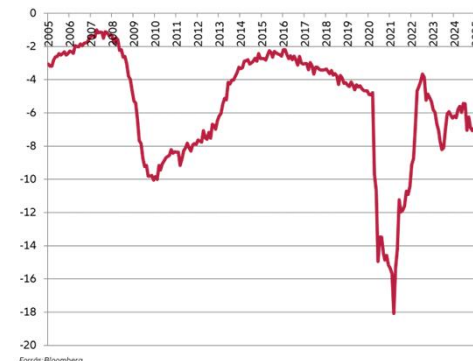
Állampapírpiac az elmúlt évben



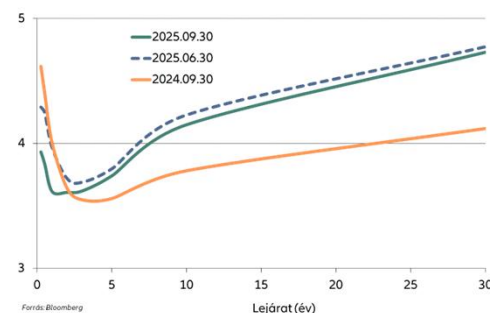
EURUSD árfolyam



USA szövetségi deficit/GDP (gördülő, %)



Hozamgörbe

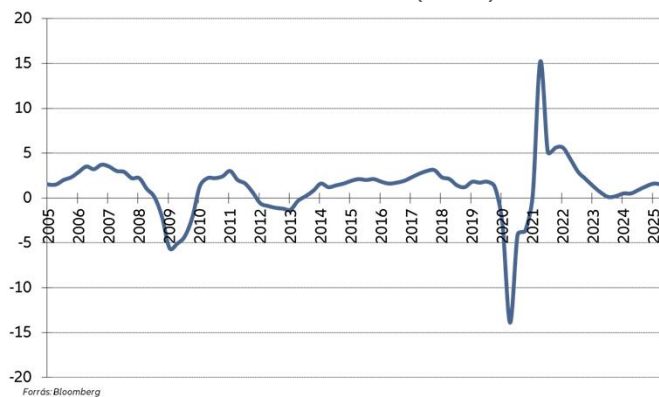




EURÓZÓNÁS GAZDASÁGI ADATOK

- Az eurózona második negyedéves GDP növekedése csupán 0,1% lett, ami az előző időszakhoz képest visszaesett (az USA vámok és vámtárgyalások feltehetőleg mindkét adatot – eltérő irányba – befolyásolták), az év/év adat viszont 1,5% maradt. A Bloombergnek küldött előrejelzések középértéke az idei évre kicsit emelkedett, jelenleg 1,3%-ot látunk. Jövőre 1,1% az elemzői várakozás. Az előző negyedéves riport alkalmával megállapítottuk, hogy az ipari termelés a korábbi szűkülések utáni alacsony bázisról talán már növekedésnek indul. Ezt a harmadik negyedévben megjelent adatok sem cáfolták. A kiskereskedelmi eladások bővülése ugyanakkor most inkább kissé lejjebb csúszott.
- A munkanélküliségi ráta továbbra is alacsony szinteken áll. A bérek az inflációs célokhoz képest erőteljesebben növekednek, de ez egyelőre a fogyasztói árakba nem gyűrűzik be, a vállalatok marzscsökkenése ezt kompenzálja.
- Az eurózona inflációja és maginflációja egyaránt az EKB 2%-os céljánál van. Az EKB által gyűjtött inflációs várakozások ugyan kissé a cél felettiek, de stabilak, és a negyedév során sem nőttek lényegében tovább. A termelői árak ismét csökkentek, a növekedés 0 körüli.

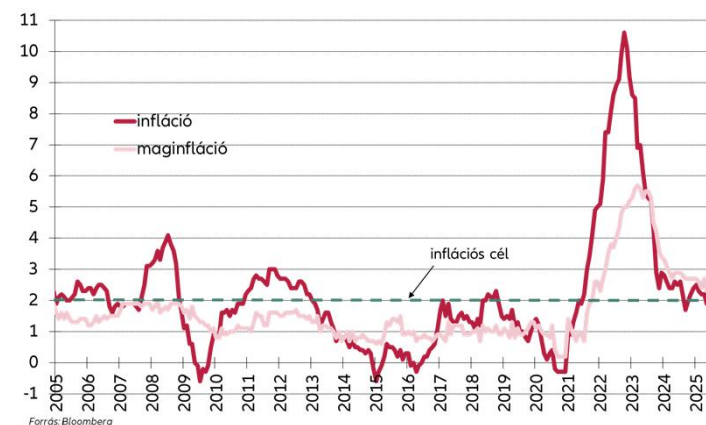
Eurózona reál GDP növekedés (év/év)



Eurózona munkanélküliségi ráta



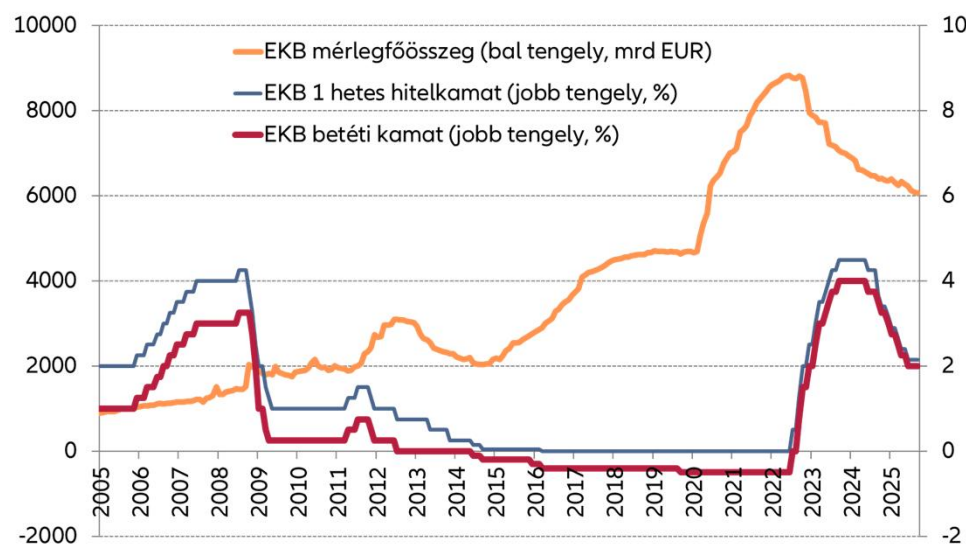
Eurózona infláció





EKB – MONETÁRIS POLITIKA

EKB monetáris kondíciók



Forrás: Bloomberg

- Az EKB a negyedévben nem nyúlt a kamatszintekhez. A júniusi ülésen már utaltak rá, hogy a kamatvágásokat szüneteltethetik, mivel már sokat lazítottak, a munkaerőpiac is rekord erős szinten áll, az infláció a cél körül ingadozik, de a kockázatok sem elhanyagolhatók (ld. vámok).
- 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, valamint a monetáris transzmisszió erőssége.
- A jövőbeli kamatpályára vonatkozóan azt gondolhatjuk, hogy amennyiben folytatódnak az USA kamatcsökkentések, az emiatt euróra nehezedő felértékelődési nyomás az infláció csökkenése felé növeli meg a kockázatot, egyben a versenyképességre, és így a növekedési kilátásokra is hátrányosan hatna. Ez a további kamatcsökkentések felé terelheti az EKB-t.

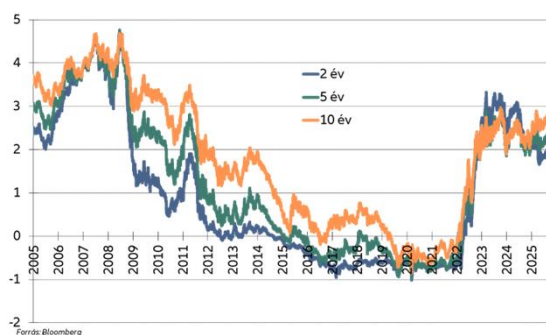
- Az EKB elemzői stábja a júniusi előrejelzésekhez képest csak kisebb módosításokat hajtott végre. A 2025-ös és 2026-os inflációt egyaránt 0,1-0,1 százalékponttal magasabbra várják, 2,1%, illetve 1,7% az új előrejelzés. A maginflációs folyamatokban nem látnak érdemi változást így az idén 2,4%, jövőre 1,9% lehet. A GDP-ben is csak minimális volt a módosítás, az idei bővülés 1,2% lehet, míg jövő évi 1%.
- A negyedévben az eszközvásárlások ütemezését érintő új döntés nem született. A korábbi években végrehajtott összes értékpapír-vásárlási program újrabefektetése megszűnt, az állományok így a lejáratok ütemében folyamatosan csökkennek.



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 piac, 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 volt: a befektetők egy része az USA vonatkozásában emelkedő inflációs kockázatokat, erőltetett kamatcsökkentést, vámok miatt töredező ellátási láncok okán gazdasági visszaesést vizionált, míg az európai piacokon a fent említett beruházások és a mérsékelt infláció relatíve vonzóvá tette a régió gazdaságát.
- A hadi- és infrastrukturális programok finanszírozási igénye (és úgy általában a magas költségvetési deficit) ugyanakkor nyomásként nehezedik a hosszú hozamokara: a negyedévben inkább lassú gyengülést láttunk.
- Az olasz 10 éves kötvényhozam némethez képest számolt felára folytatta az elmúlt évek trendszerű szűkülését. Az eszközvásárlások leállása és a kereskedelempolitikai feszültségek sem hatottak negatívan. A francia politikai bizonytalanság ugyanakkor az ottani felárakat ismét növelte.

Állampapír hozammozgások (német)

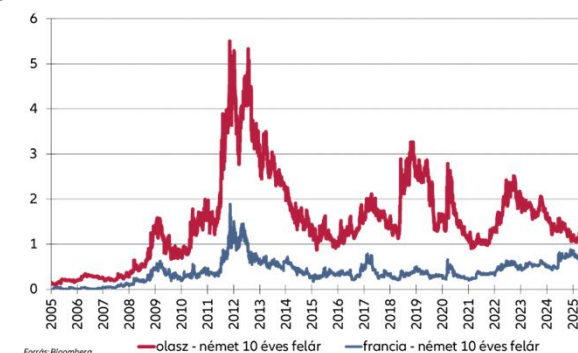


Vagyongazdálkodási beszámoló | Allianz Alapkezelő Zrt. |
© Copyright Allianz 2025. október 10.

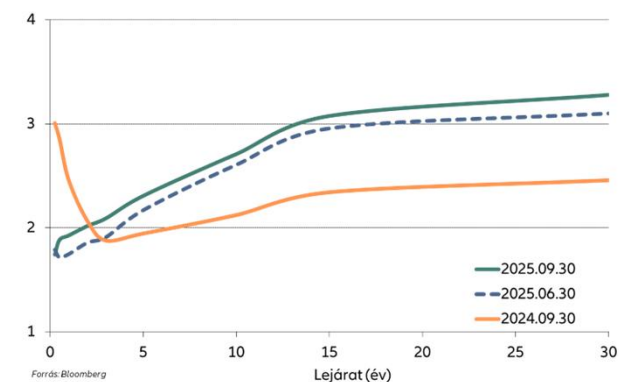
Állampapír hozammozgások az elmúlt évben (német)



A 10 éves állampapír hozamkülönbségek



Állampapír hozamgörbe (német)

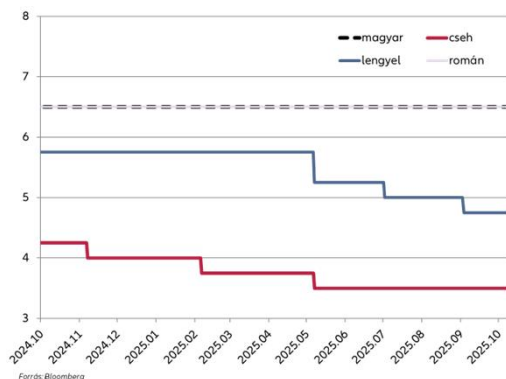




RÉGIÓS PIACOK

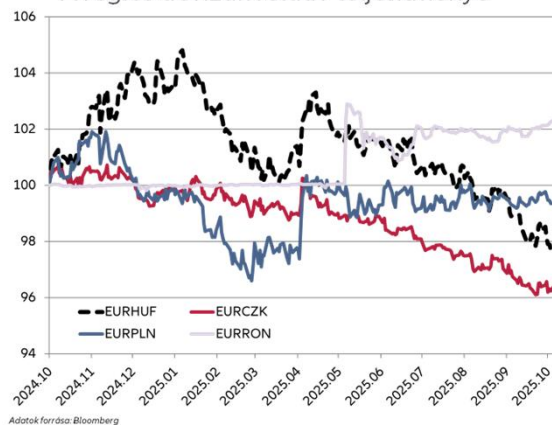
- A lengyel infláció tovább mérséklődött, a júniusi 4% fölötti értékről 3% alá ért. A kedvező inflációs folyamatok lehetővé tették a lengyel jegybank számára, hogy az alapkamatot júliusban és szeptemberben is 25-25 bázisponttal, 4,75%-ra csökkentse. A zloty árfolyamában még az áprilisi kamatdöntés hozott egy nagyobb gyengülést, amikor ténylegesen még nem vágott a jegybank, hanem csak előre jelezte a fordulatot a sajtótájékoztató. Ezt követően stabilizálódott az árfolyam, és bár júliusra tartást várt a piac, a döntés (vágás) nem okozott turbulenciát. Az áprilisi kamatdöntéshez köthető hozamesést követően a lengyel kötvénypiac inkább csak oldalazott.
- A cseh infláció továbbra is igen kedvező. Az áprilisi 1,8% után 3% közeli értékeket is láttunk, ám a szeptemberi előzetes már ismét 2,3% lett. A korona erősödött, de a kötvénypiacon egy enyhe gyengülést figyelhattunk meg. A jegybank a májusi kamatvágás után 3,5%-on tartotta az alapkamatot. A döntéshozók az elmúlt hetekben inkább óvatos nyilatkozatokat tettek, amiből nem következik további kamatcsökkentés. A felefelé mutató inflációs kockázatokra, bérnövekedésre kell majd figyelni.
- A román statisztikai adatok az elmúlt hónapokban gyenge növekedési, egyúttal romló inflációs számokat mutatnak. A gazdaság lényegében stagnál, az infláció már közelíti a kétszámjegyű tartományt. A politikai bizonytalanság miatt sem volt a jegybanknak mozgástere a kamatcsökkentésre. A korábban igen stabilan tartott devizaárfolyam is kimozdult májusban, ami kötvénypiacon is turbulens időszak volt. Ezt követően az árfolyam stabilizálódott és a 10 éves hozam is visszatért az év eleji szintre.

A régiós alapkamat szintek



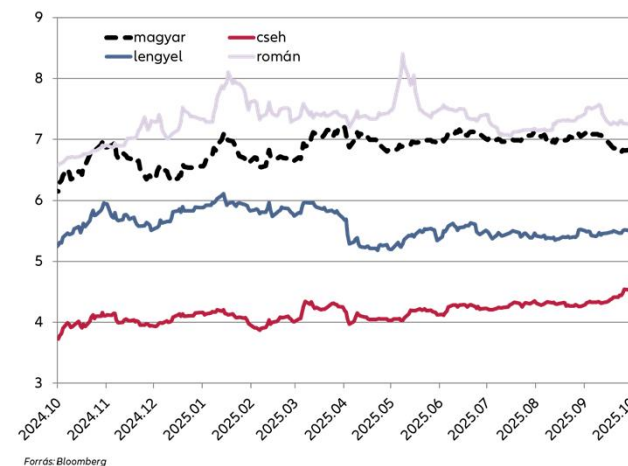
Vagyongazdálkodási beszámoló | Allianz Alapkezelő Zrt. |
© Copyright Allianz 2025. október 10.

A régiós devizák relatív teljesítménye



Adatok forrása: Bloomberg

10 éves kötvényhozamok



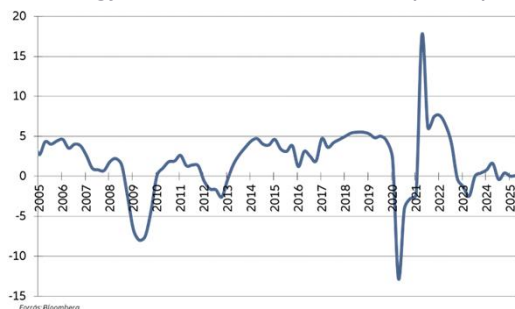
Forrás: Bloomberg



HAZAI GAZDASÁGI ADATOK

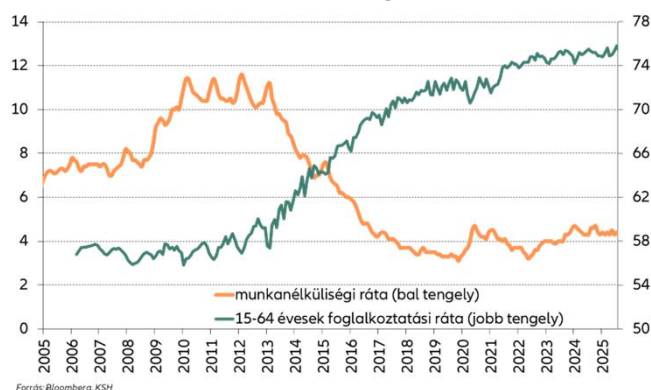
- A magyar gazdaság a második negyedévben a várttól kicsit jobb, 0,4%-os növekedést produkált. Ez az előző negyedéves enyhe csökkenéshez képest jó hír volt, ugyanakkor az éves növekedés még nem tudott szignifikánsan 0 fölé érni. A kormány korábban a lakossági fogyasztás élénkülésétől sokat várt, de a kiskereskedelmi adatok sajnos egyelőre csak visszafogott bővülést mutatnak. Az inflációs kötvények magas kamatterhét ugyan maga mögött hagyta a költségvetés, de a hitelminősítések miatt az egyenleg nem szaladhat el. Az szja döntések, a lakossági és vállalati kamattámogatások segíthetnek a növekedés beindításában, de az állami beruházásokra feltehetőleg nem marad túl sok keret. Az export élénkülése új kapacitások termőbe fordulásával szintén segíthet, de itt volt csúszás, és a gyenge európai (ezen belül német) kereslet továbbra sem segít. A Bloombergnek nyilatkozó elemzők 2025-re már csak 0,8%-os bővülést várnak, ami az MNB-hez képest még optimista (0,6% az előrejelzés). Jövőre az elemzők 2,6%-os, az MNB előrejelzéssel foglalkozó közgazdászai 2,8%-os növekedéssel számolnak.
- A munkanélküliségi rátában nagy változások nem történtek, a foglalkoztatottság kicsit emelkedett. Az MNB lát a feszesség oldódása felé mutató folyamatokat, ami inflációs szempontból kedvező. A bérnövekedés nem sokat változik, 8-10% körül ingadozik.
- 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. Azóta a Kormány aktív beavatkozása lefelé tolta az inflációs mutatót. Az elmúlt hónapokban az infláció 4,3%-on stagnált, de év elején elképzelhető, hogy ideiglenesen a toleranciasávba kerül (kedvező devizaárfolyam, energiaárak, bázishatások). Az MNB 2025-ben éves átlagban most 4,6%-os inflációval számol, de 2026-ra enyhén, 3,8%-ra emelte a várakozását.

Magyar reál GDP növekedése (év/év)

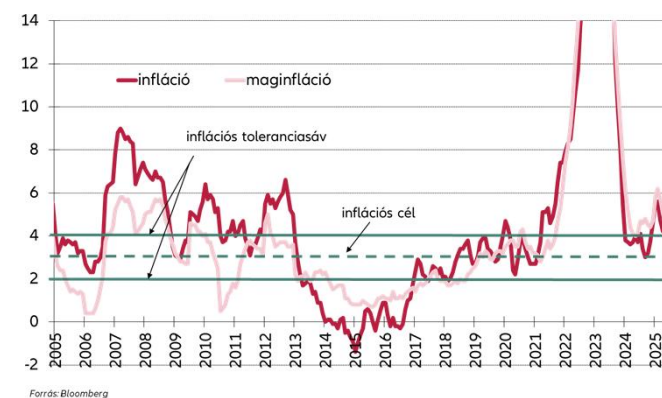


Vagyongkezelői beszámoló | Allianz Alapkezelő Zrt. |
© Copyright Allianz 2025. október 10.

Hazai munkanélküliségi ráta



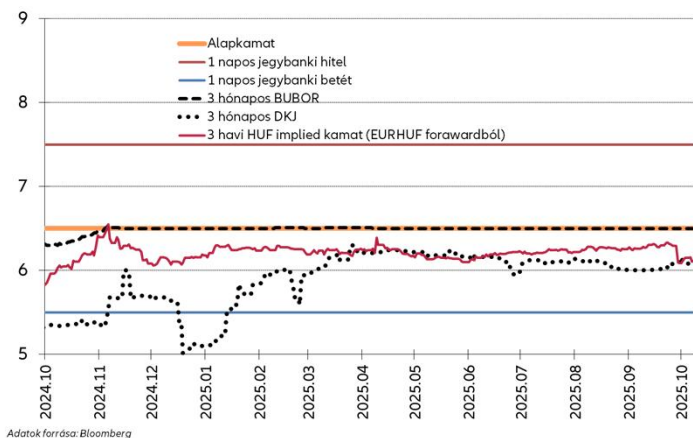
Infláció



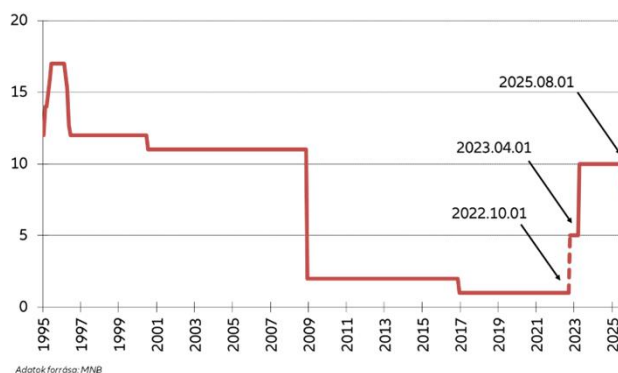


HAZAI MONETÁRIS POLITIKA

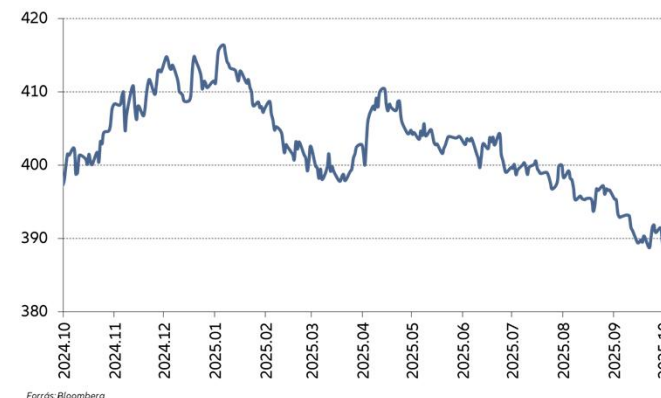
MNB kamatkondíciók és egyes pénzügyi kamatok



A kötelező tartalékráta alakulása



EURHUF árfolyam



- Az MNB immár egy éve 6,5 százalékos szinten tartja 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 kamatsökkentésre. Az elmúlt időszak monetáris politikájának meghatározott eleme, hogy a pénzügyi stabilitás kiemelten fontos, és a forint gyengülése nem szolgálja érdemben a gazdasági növekedést, míg az importált termékeken és a várakozásokon keresztül inflációs veszélyeket hordoz. A kamatdöntésekhez kapcsolódó sajtótájékoztatók rendre szigorú hangvételt ütöttek meg. Elhangzott utalás arra, hogy a Fed kamatsökkentése sem hozhat feltétlen monetáris fordulatot nálunk. Ugyanez igaz arra az esetre, ha a hazai infláció *ideiglenesen* a toleranciasávon belülre kerül.
- Október elején a nemzetgazdasági miniszter érvelt ugyan a túl magas kamatszint ellen, de az ezt követően megjelent jegybanki nyilatkozatok egyelőre a szigorú monetáris politika fenntartása mellett foglaltak állást.
- Júliusban döntés született a kötelező tartalékráta 10%-ról 8%-ra történő mérsékléséről (ezen belül a nem kamatozó rész 2,5%, nem változik). Ezt önmagában egy lazító lépésként lehetne értelmezni, de érdemes figyelembe venni, hogy a pandémia idején bankoknak nyújtott kedvező kamatozású 5 éves fedezett hitelek idei lejáratával a bankközi likviditás ceteris paribus szűkülne.



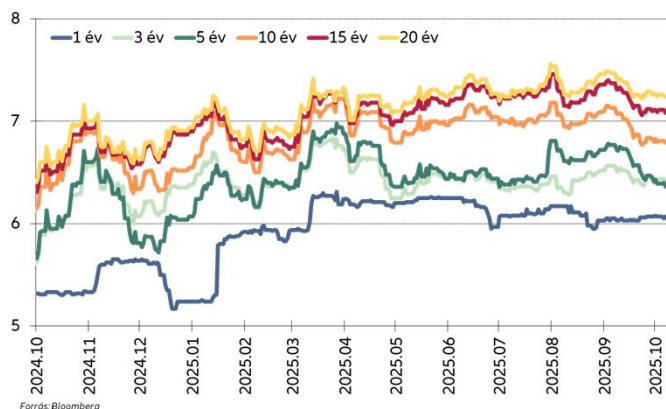
HAZAI KÖTVÉNYPIAC

- § A magyar állampapír-piacon az első félévben látott gyengülési trend megállt, inkább sávozásról beszélhetünk. A szabályozói hatások (extraprofit adó csökkentés miatt banki és biztosítói vásárlások) mellett külföldi kereslet is lehetett a stabilizálódás, illetve a szeptemberi erősödés mögött. Év végéhez közeledve a hazai intézményi kereslet tovább emelkedhet (módosuló befektetési alap szabályok, illetve az év végén jellemzően érzékelhető számlapénz csökkentési tendencia is hatnak majd). Eközben az ÁKK a kibocsátási tervvel jól áll, ami a kínálat szokásos év végi visszafogását eredményezheti. Ugyanakkor a választások közeledtével nőhet a bizonytalanság, lehetnek újabb költségvetési élénkítési intézkedések, és az év végi hitelminősítói döntések is változtathatják a kockázatvállalást.
- § A fix államkötvények aukciói kimondottan sikeresek voltak. Korábban az öt éves futamidő volt a legkeresettebb, mivel a banki és biztosítói vásárlások számára ez a legkedvezőbb, de a mostani negyedévben a hosszabb lejáratokon is nőtt az érdeklődés. Az ÁKK jelentősen emelte is a kibocsátási összegeket a meghirdetethez képest. A hozamgörbén az intézményi vásárlások miatt lehet látni eltéréseket az egyes futamidőszegmensek, illetve papírok árazásában, bár az ÁKK továbbra is hangsúlyt fordít a nem benchmark kibocsátásokra. Ez az egyensúly év végével változhat.
- § A zöld kibocsátások az elmúlt negyedévekben csak egy-egy alkalommal voltak. Ezúttal két 2051/G aukció is volt, az első még gyér, de a második a lejáráthoz képest évek óta nem látott magas érdeklődés mellett zajlott.
- § A DKJ-k a júniusi 2025/B és DKJ lejárattól távolodva egyre gyéresebb kereslettel szembesültek. Az ÁKK ugyanakkor a kibocsátásokat jellemzően visszavágta, így a hozamok lényegesen nem tudtak emelkedni.
- § A változó kamatozású állampapírok kereslete a harmadik negyedévben sem volt erős. A szeptemberi aukció ugyan több befektetői érdeklődést vonzott, de a nettó ár csökkent. Ez részben a hosszabb fix kötvények kamatswapok feletti magasabb felárával magyarázható. Év végével elképzelhető, hogy a korábbi évekhez hasonlóan növekszik az intézményi kereslet a változó kötvényekben.
- § Az államilag garantált forint aukciókon az előző negyedévhez hasonló volt a kibocsátott összérték. A nyári hónapokban ritkábbak voltak az aukciók, de szeptembertől az EXIM mellett ismét megjelent az MFB is. A felárak tovább szűkültek a negyedévben.
- § A forint jelzáloglevél-piac az intézményi oldalon nem volt túl aktív a harmadik negyedévben sem, egy változó kamatozású MBH és egy fix Unicredit jelzáloglevél aukcióról tudunk csak beszámolni. A kedvezményes lakáshitel volumenének felfutása és a jelzáloghitel-finanszírozás megfelelési mutató (JMM) szabályában történő szigorítás is abba az irányba mutat, hogy a következő időszakban ismét megélénkülhet a jelzáloglevél-kibocsátói aktivitás.

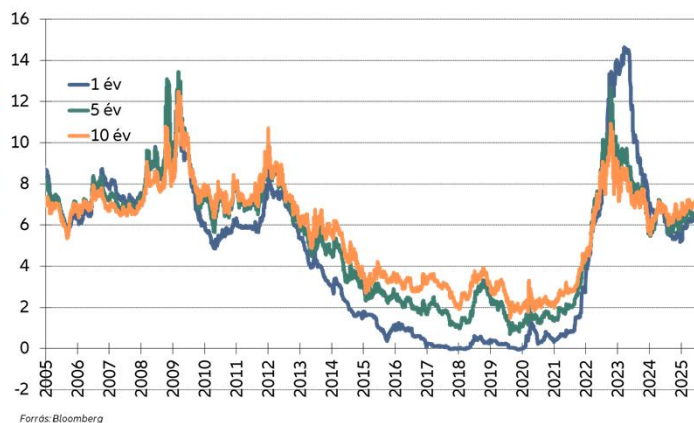


HAZAI ÁLLAMPAPÍRPIAC - GRAFIKONOK

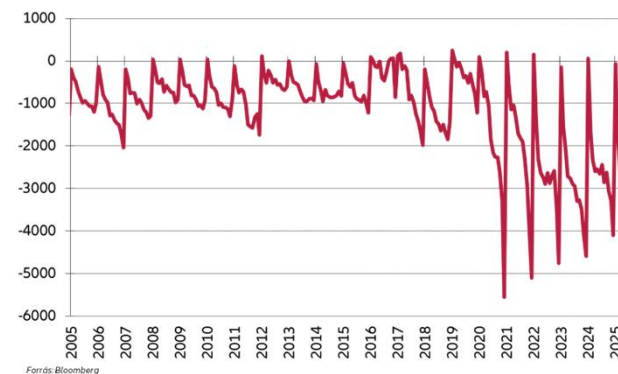
Állampapír hozamok az elmúlt évben



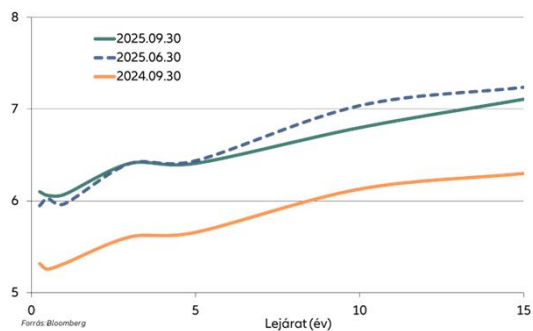
Állampapír hozammozgások



Kumulált államháztartási hiány (mrd)

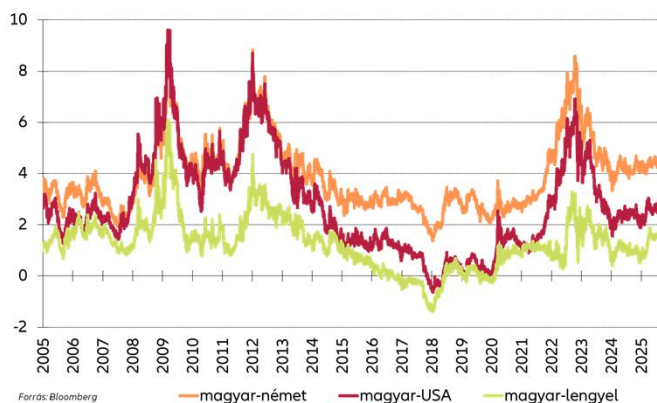


Hozamgörbe



Vagyongazdálkodási beszámláló | Allianz Alapkezelő Zrt. |
© Copyright Allianz 2025. október 10.

Nemzetközi összehasonlítás (10 éves futamidő)



Külföldiek HUF állampapír állománya (mrd)



RÉSZVÉNYPIACOK

3

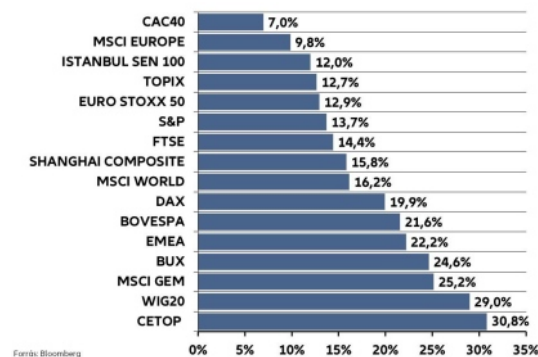




NEMZETKÖZI RÉSZVÉNYPIACOK

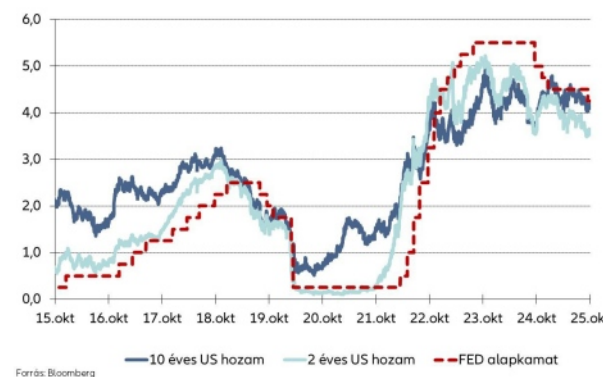
- A 2024 végi, amerikai választási ígéretekkel hajtott ralit követően az idei év döcögösen indult. A 4,8%-ig emelkedő 10 éves USA kötvényhozam ellenszelet jelentett. Ezt követően jött némi megnyugvás, de február közepétől a vámokkal kapcsolatos hírfolyam és az elmérgesedő geopolitikai konfliktusok elrontották a hangulatot. Az április 2-i „Liberation Day”-en elhangzó vámbejelentések pedig újabb mélységbe lökték az indexeket. Kínával odáig fajult a vita, hogy az USA 145, Kína pedig 125%-os kulcsot helyezett kilátásba. Az USA-ból jelentős tőke kivonás indult, a részvénytőke mellett a dollár és a kötvénypiac is beszakadt. Erre Trump 90 napra felfüggesztette a vámokat és megkezdődtek a tárgyalások. A részvénytőke felpattantak és elkezdtek ledolgozni a visszaesést. Később egyes indexek új historikus csúcsra tudtak menni.
- Q3-ban több tényező is enyhítette a feszültségeket. A vámmegállapodások általában (pl. Vietnám, Japán, EU, Dél-Korea) a kezdetinél kedvezőbb feltételekkel (15-20%) véglegesedtek. Az ennél magasabb tételeket Trump továbbra is nyomásgyakorlásra használja (ld. India „büntetése” az orosz olajimport miatt). A vámok növekedése ellenére a Q2-es USA GDP és a vállalati eredmények is kedvezően alakultak. Trump adócsökkentési programjának („Big Beautiful Bill”) elfogadása is kedvező fogadtatásra talált. Hogy ezt mennyire tudják fedezni a vámbevételek, az persze továbbra is kérdéses. Tovább erősödtek az USA államadóssággal kapcsolatos félelmek, a világ jelentős részén problémát jelent a magas eladósodottság. Nem véletlen, hogy Trump nyomást gyakorol a FED-re. Szeptemberben már láthattuk az idei első kamatcsökkentést, ami további hajtóerőt jelent a részvénytőkepiacoknak is. Persze az aranyba fektetőknek sem lehet okuk panaszra, 4.000 dollár/uncia felett jár az árfolyam.

Részvényindexek teljesítménye 2025 YTD



Vagyonkezelői beszámoló | Allianz Alapkezelő Zrt. |
© Copyright Allianz 2025. október 10.

FED alapkamat és USA hozamszintek alakulása



Arany árfolyam és a 10 éves TIPS reálhozam alakulása





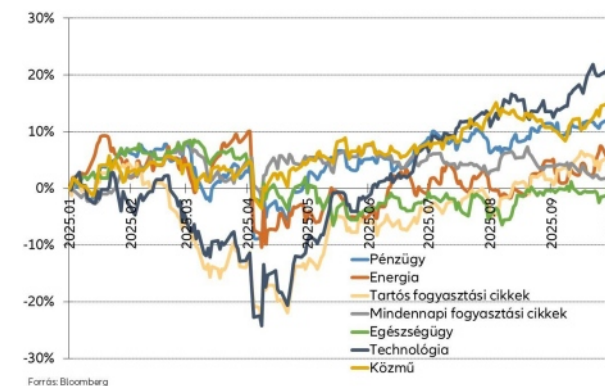
NEMZETKÖZI RÉSZVÉNYPIACOK - USA

- A „Liberation Day” utáni mélypontján járt 4.900 pont alatt is az S&P 500. A február közepi csúctól (6.144 pont) számítva ez a medvepiac technikai határát jelző 20% körüli mínuszt jelentett. A VIX „félelemindex” is kiugróan magasan (50 felett) volt ekkor. Trump extra vámokra vonatkozó 90 napos felfüggesztését követően azonban felpattanás következett. Elkezdődtek a vámtárgyalások, érkeztek a (rész)sikerek és egyre inkább a FED kamatpályája került fókuszba. Jackson Hole után fokozódtak a kamatvágási várakozások. A gyengülő munkaerőpiac adott erre okot, miközben a Q2-es USA GDP (3,8%) várt feletti lett, az infláció (2,9%) pedig cél felett van. Persze Trump és Bessent is „bízta” a döntéshozókat. Szeptemberben végül 25 bázisponttal vágott a FED, de ezt követően (a sajtótájékoztatón és nyilatkozatokban) igyekeztek hűteni a várakozásokat.
- Jól alakult a Q2-es jelentési szezon. 7,6%-kal a várt felett alakult az aggregált eredmény, ami 12,7%-os emelkedést jelez év/év alapon. Emelkedtek az eredményvárakozások is, ám a 7,8%-os árfolyamemelkedésnél kisebb mértékben. Ennek hatására a P/E árazás még feszítettebbé vált (23 környéke). 13,7%-nál jár a vezető benchmark idén. Érdeemes megjegyezni, hogy euróban mérve továbbra is 0 körüli a teljesítmény.
- Q3-ban is az AI sztorival hajtott technológiai szektor húzta fel a piacot. Érezhetően forrósodik a levegő, ami óvatosságra adhat okot. Röpködnek a százmilliárd dolláros beruházások, miközben ezek megtérülése kérdéses. A hardvert szállító NVIDIA-t persze ez nem zavarja. Az Intelbe 5, az OpenAI-ba pedig 100 milliárd dolláros befektetést eszközöl, aminek egy részéből persze további NVIDIA termékeket vásárolhatnak. Az Oracle Q2-es jelentésekor között gigantikus, 455 milliárd dolláros rendelésállomány is hajtotta a ralit.
- Az AI növekvő energiaigénye miatt a közműcégek is szépen erősödtek. Az egészségügyi szektor is elkezdett éledezni. Trump bejelentette a 100%-os importvámot a gyógyszerekre, ám a Pfizerrel kötött megállapodás precedenst jelenthet. A cég árkedvezményt nyújt a fogyasztóknak, ezzel mentesülve a vámok alól.

S&P 500 árfolyam és a VIX index alakulása



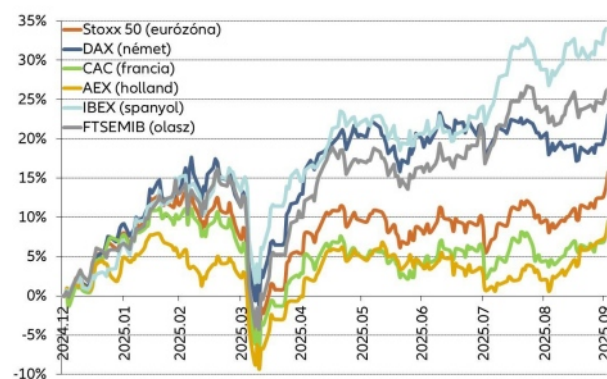
S&P 500 szektorok teljesítménye 2025 YTD





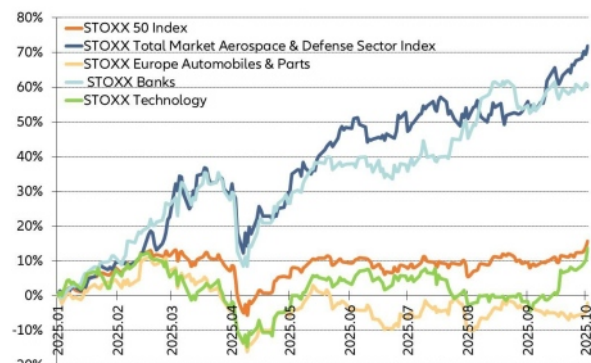
NEMZETKÖZI RÉSZVÉNYPIACOK - EURÓZÓNA

Főbb eurozónás indexek teljesítménye 2025 YTD



Forrás: Bloomberg

STOXX 50 és védelmi, autóiipari szektorindex 2025 YTD



Forrás: Bloomberg

Vagyongkezelői beszámoló | Allianz Alapkezelő Zrt. |
© Copyright Allianz 2025. október 10.

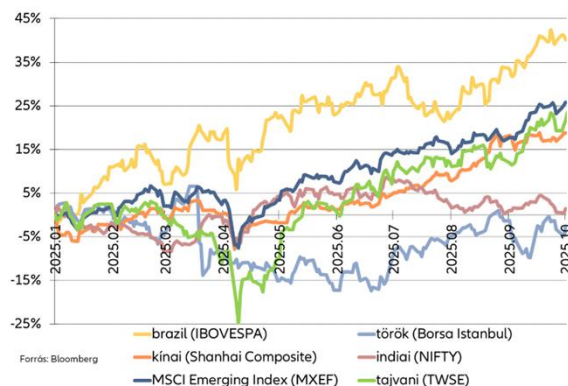
- Az eurozónás részvénypiacok lendülete Q3-ban alábbhagyott. A Stoxx50 ugyan 4,3%-kal tudott erősödni, de ez főként az AI sztoriból profitáló holland (chipgyártó gépeket gyártó) ASML-nek köszönhető. A DAX értéke 0,1%-kal csökkent. Idén ezzel rendre 13,6% és 20%-nál járnak ezek az indexek. Az alacsony versenyképesség és a magasabb energiaár mellett a dollárgyengülés és a vámterhek megugrása további fejtörést okoz a vállalatoknak. Utóbbival kapcsolatban csökkent a bizonytalanság és a 15%-os kulcs kedvezőbb kiindulási alapot jelentő 30%-nál. Cserébe az EU az LNG vásárlások felpörgetése mellett 600 milliárd dollárnyi új beruházást vállalt az USA-ban.
- A politikai helyzet továbbra is törékeny. A németeknél Q2-ben még stabilizálódás volt érezhető (kormánykoalíció megalakulása, Merz beiktatása), azóta viszont csökken a támogatottság. Ráadásul az AfD népszerűsége növekszik. Franciaországban Francois Bayrou miniszterelnök lemondott miután kormánya elbukta a bizalmi szavazást. Macron egy újabb bizalmasát Sebastian Lecornu-t nevezte ki a 44 Mrd eurós megszorítás parlamenti keresztülvételébe, aki már szintén nincs a pozíciójában.
- Az eurózónás jelentési szezon Q2-ben sem sikerült túl acélosra. A Stoxx50 esetében ugyan 7,5%-kal várt felett alakult az aggregált profit, év/év alapon így is mindössze 1,9%-os bővülés látszott. Az idén látott jelentős árfolyamemelkedés főként az árazási szorzók tágulásának köszönhető. Ezzel a 12 havi előretekintő P/E már a DAX és a Stoxx50 esetében is a 10 éves historikus átlag felett jár. Az S&P 500-hoz mért árazási diszkont viszont tágult Q3-ban.
- A jó hírek persze tovább táplálhatják a reményeket. Ilyen az energiaárak idei mérséklődése. A nehézségek pedig erősíthetik az európai összefogást, ami végre a versenyképesség javulása irányába hathat. A védelmi kiadások növelése érdekében hozott intézkedések (ReArm Europe, adósságszabályok enyhítése, német adósságfék lazítása, SAFE program, stb.) is javítják a várakozásokat. Az ezekből profitáló védelmi cégek (pl. Rheinmetal, Airbus) árfolyamai szárnyaltak is idén. A pénzügyi szektor is remekel, az autószektor helyzete azonban továbbra is reménytelennek tűnik.



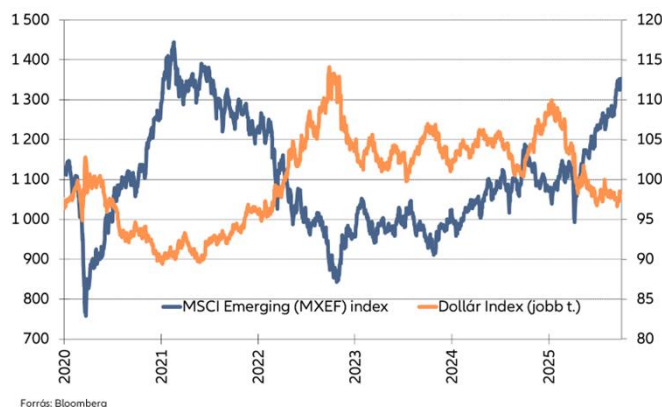
NEMZETKÖZI RÉSZVÉNYPIACOK - FELTÖREKVŐ

- Q3-ban kimagaslóan (+10,1%) teljesített a globális feltörekvő piaci (MXEF) index, ezzel 25,2%-nál jár idén. A jelentős dollárgyengülés, a mérsékeltebb értékeltség és a technológia szektor magas súlya (kb. 25%) is támogatta, hogy elkezdje behozni az elmúlt évek lemaradását. A vámtárgyalások határidejét újabb 90 nappal elhalasztották. A kínai termékekre 30, az amerikaiakra 10%-os kulcs vonatkozik jelenleg. A ritkaföldfémek exportjának gyorsításáról júniusban megállapodtak. Augusztusban Trump engedélyezte az amerikai chipek exportját, de a bevétel 15%-át az állami büdzsébe várja. Kína ezzel szemben arra „kéri” a cégeket, hogy hazai eszközöket vásároljanak.
- Július végén még felszúrt 70 dollárig a WTI az orosz olajexport ellen tervezett újabb szankciók (EU, Trump) hatására. Ez azonban mérsékeltebb volt az év korábbi részében látott geopolitikai konfliktusok (Irán-Izrael) miatti megugrásoknál. Ezután ismét süllyedni kezdett az árfolyam. A lassuló kínai kereslet és a növekvő amerikai kitermelés mellett az OPEC+ rontotta a hangulatot. A kitermelést még a korábbi ütemnél (májusi, júniusi, júliusi 411 ezer hordó) is fokozottabban (548 ezer hordó/nap) növelték augusztusban és szeptemberben. Októbertől havonta további napi 147 ezer hordóval emelnének egészen 2026. szeptemberig. Így addigra a 2,2 milliós után az 1,6 millió hordós korábbi kitermeléscsökkenés is teljesen eltűnne a piacról. Ez azt mutatja, hogy az árak védelme helyett a magasabb kitermelési volumenek irányába mozdulnak el.

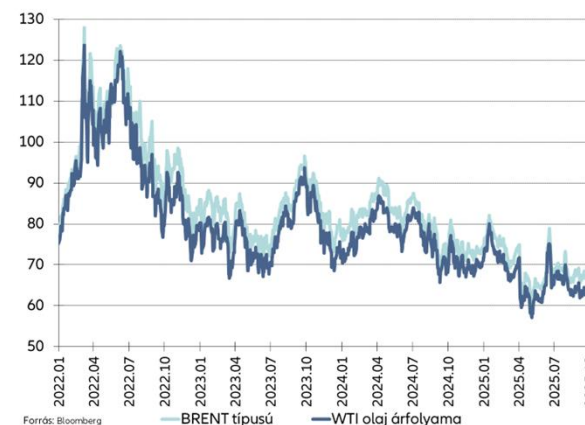
Feltörekvő piacok teljesítménye dollárban 2025 YTD



MXEF index és a dollár index alakulása



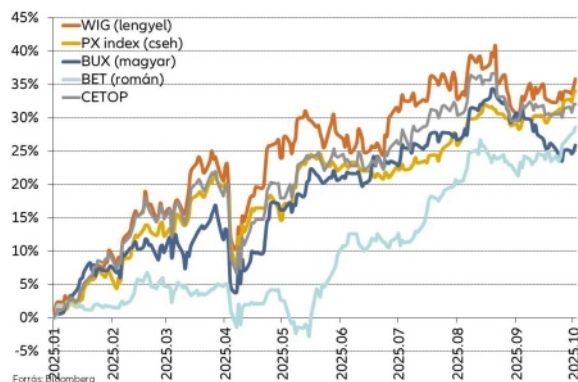
Olajárak alakulása (dollár/hordó)



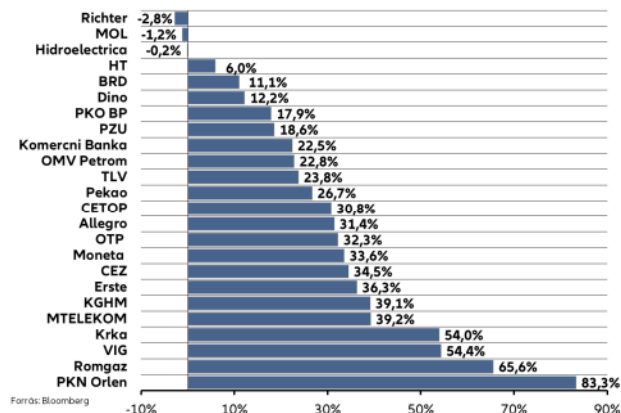


RÉGIÓS RÉSZVÉNYPIACOK

Régiós részvényindexek teljesítménye 2025 YTD



CETOP részvények teljesítménye 2025 YTD



- Augusztus közepéig folytatódott a CETOP menetelése. Ekkor még historikus csúcsra ment, ám ezt követően korrekció indult. Végül még így is 3,3%-kal tudott erősödni Q3-ban, amivel már 30,8%-nál jár idén. Továbbra is élen jár a legjelentősebb súlyú lengyel tőzsde teljesítménye. A cseh piac próbálja vele tartani a tempót. A magyar piac jelentősen leszakadt Q3-ban, emiatt a korábban lemaradó román részvénytőzsde lehagyta.
- Lengyelországban továbbra is jóval az eurozóna átlaga feletti GDP növekedés (Q2-ben 3,4% év/év) látható. A hozamszintek is feljebb ragadtak (a kamatvágások ellenére) a magasabb infláció következtében. Ez továbbra is támogatja az indexben legnagyobb súllyal rendelkező pénzügyi szektort. Az elszállító védelmi kiadások (terv a GDP 5%-a) fedezésére azonban a kormány 30%-ra emelné a bankok társasági adóját a jelenlegi 19%-ról. Ezt a következő években fokozatosan csökkentenék először 26, majd 23%-ra, összesen 20 Mrd zlotyit várva az intézkedéstől. A lakossági adóterhek növekedését nem támogatja, azonban ezt a tervet vélhetően még az egyébként minden ellen ágáló Karol Nawrocki is elfogadja. Az elnök folyamatos vétői miatt az igazságügyi reform végrehajtása is veszélybe került. Emiatt az EU akár ismét be is fagyaszthatja a lengyeleknek szánt forrásokat.
- Az eredményvárakozás (előretekintő 12 havi EPS) továbbra is az árfolyamnál kisebb mértékben emelkedett (eddig nagyjából 9,3%-kal YTD), így a P/E alapú árazás itt is már a 10 éves átlag közelébe emelkedett. A fejlett piacokhoz mért árazási diszkontot továbbra is indokolja, hogy nem került közelebb az orosz-ukrán háború lezárása. Az augusztus közepi alaszkai Trump-Putyin csúcstalálkozót fokozott várakozások előzték meg, ám nem hozott érdemi előrelépést. A Kínai Győzelem Napi Parádén látottak is felfoghatóak egyfajta üzenetként. Ráadásul az utóbbi időben különböző légi járművek (drónok, vadászgépek, stb.) sorozatosan megsértették a NATO légterét.
- A szeptemberi indexfelülvizsgálatot követően október 1-jétől a Nova Ljubljanska Banka bekerült az indexbe.



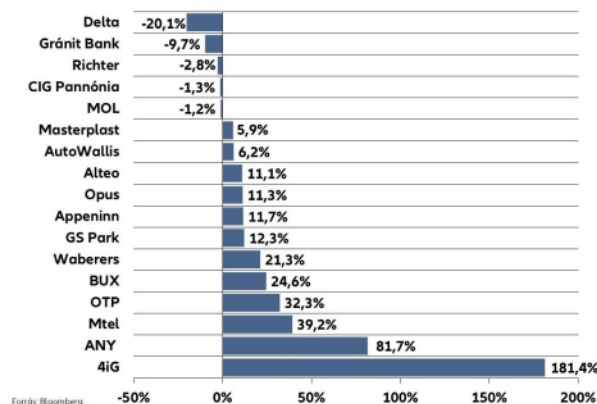
HAZAI RÉSZVÉNYPIAC

- Erősen indította Q3-at a hazai BUX index, ám augusztus közepétől visszaadta a nyereség jelentős részét. Mindössze 1,2%-kal tudott erősödni, de idén így is 24,6%-nál jár. A hazai gazdaság továbbra is gyenge. A lakossági fogyasztás élénkülése és a nagyberuházások (BMW, CATL) termőre fordulása jelenthetnek reményt. A forint ellenben tovább tudott erősödni. A dollárgyengülés, a magas kamatkülönbözet, a külker többlet és a stabil forint mellett érvelő jegybank ellensúlyozza a költségvetés nehéz helyzetét. A BUX növekvő árazási diszkontja vélhetően a 2026-os választás közeledte mellett az orosz energiahordozók behozatala körüli vitákat is tükrözi.
- Járt 31.000 forintnál is az OTP (5,9%), ám augusztus közepétől visszasüllyedt 29.000 forint alá. A Q2-es 330 milliárd forintos profit várt felett alakult, igaz egyszeri tételek segítették. A core tevékenység gyenge továbbra is, a 3%-os kamattámogatott Otthon Start lakáshitel iránti hatalmas kereslet valamennyit javíthat ezen. 30.000 forint alatt folytatódtak a saját részvény vásárlások. 44% felett jár eddig a teljesítés a 150 milliárd forintos keretből.
- A MOL (-8,7%) meglehetősen gyengén teljesített. A Q2-es tisztított EBITDA (685 millió dollár) elmaradt a várttól egy egyszeri tétel (BME akvizíció) következtében. Az idei 3 milliárdos várakozás így is meglehet a menedzsment szerint. A Barátság kőolajvezeték elleni ukrán támadások mellett az EU után már Trump is az orosz energiahordozókról való leválást követeli. Igaz hazánk esetében engedékenyebbnek tűnik. Közben az Adria-vezeték terhelhetőségével kapcsolatos viták tovább rontják a magyar-horvát viszonyt.
- A Richter (1,1%) mérsékelten emelkedett. Q2-ben a bevétel és a tisztított EBIT (79,6 milliárd forint) is jobb lett a vártnál. A profitban (51,8 milliárd forint) viszont elmaradás volt, főként a jelentős dollárgyengülés következtében. A gyógyszerimportvám a hazai gyógyszergyártót csak mérsékelten érintheti (Vraylar nem esik a hatálya alá).
- Az MTEL (-0,3%) a 25 éve nem látott 2.000 forintos szintig tudott erősödni a Q2-es jelentés után. Nagyrészt a távközlési pótlódó kivezetésének hála 56 milliárd forintra emelkedett az eredmény. A menedzsment 200 milliárd fölé emelte idei profitcélját. A 10 éves hozamszint is csökkent, az árfolyam végül mégis 1.800 forintig süllyedt.

Részvényindexek előretekintő 12 havi P/E árazása



BUX részvények teljesítménye 2025 YTD





POZÍCIÓK A NEGYEDÉV SORÁN

Állampapírok, duration súlyok

- Az éven túli lejáratokon a negyedév során jelentős duration eltérés a benchmarkhoz képest nem volt. Felülsúlyt elsősorban az 5-10 éves futamidőszegmensben tartunk, mert év vége felé az intézményi vásárlások miatt itt jelentős túlkereslet várható.
- Változó kamatozású államkötvényekben vevők voltunk, mivel a hozam a DKJ-nál kedvezőbb, és feltehetőleg 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 a novemberi lejáratokra és az év végével kapcsolatos várható keresletnövekedésre készüljünk.

„Feláras” kötvények

- MFB kötvényből vettünk kisebb tételeket aukción, mivel lejáratig várhatóan tarthatók, állampapírhoz közeli a hitelkockázatuk és némi felárat is biztosítanak.
- Növeltük a fix és változó jelzáloglevelek állományát is, hasonló okokból.

„Zöld” kötvények

- A zöld kötvények állománya érdemben nem változott.

Részvények

- A negyedév során folyamatosan voltak egyedi értékpapírválasztásaink a régiókban, melyet összességében neutrál közeli pozícióban tartunk. A román piacon vállaltunk kisebb alulsúlyt.
- A globális részvényt piacon az első negyedév közepén vállalt USA alulsúly pozíciót zártuk, majd benchmark közelében tartottuk ezeket az elemeket.

EGYÉB TÁBLÁK, ADATOK, INFORMÁCIÓK

4



ALACSONY MINŐSÍTÉSŰ HITELVISZONYT MEGTESTESÍTŐ ÉRTÉKPAPÍROK PORTFÓLIÓNKÉNT 2025.09.30-ÁN

Alacsony minősítésű hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok 2025.09.30-án			
Portfólió	Értékpapír megnevezése	Névérték	Minősítés oka

Nincs ilyen értékpapír



SFDR, SFDR RTS ÉS TAXONÓMIA RENDELET SZERINTI JELENTÉS 2025.09.30-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.