

VAGYONKEZELŐI BESZÁMOLÓ

ALLIANZ ÖNKÉNTES NYUGDÍJPÉNZTÁR

2026. I. NEGYEDÉV

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

2026.04.10.





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

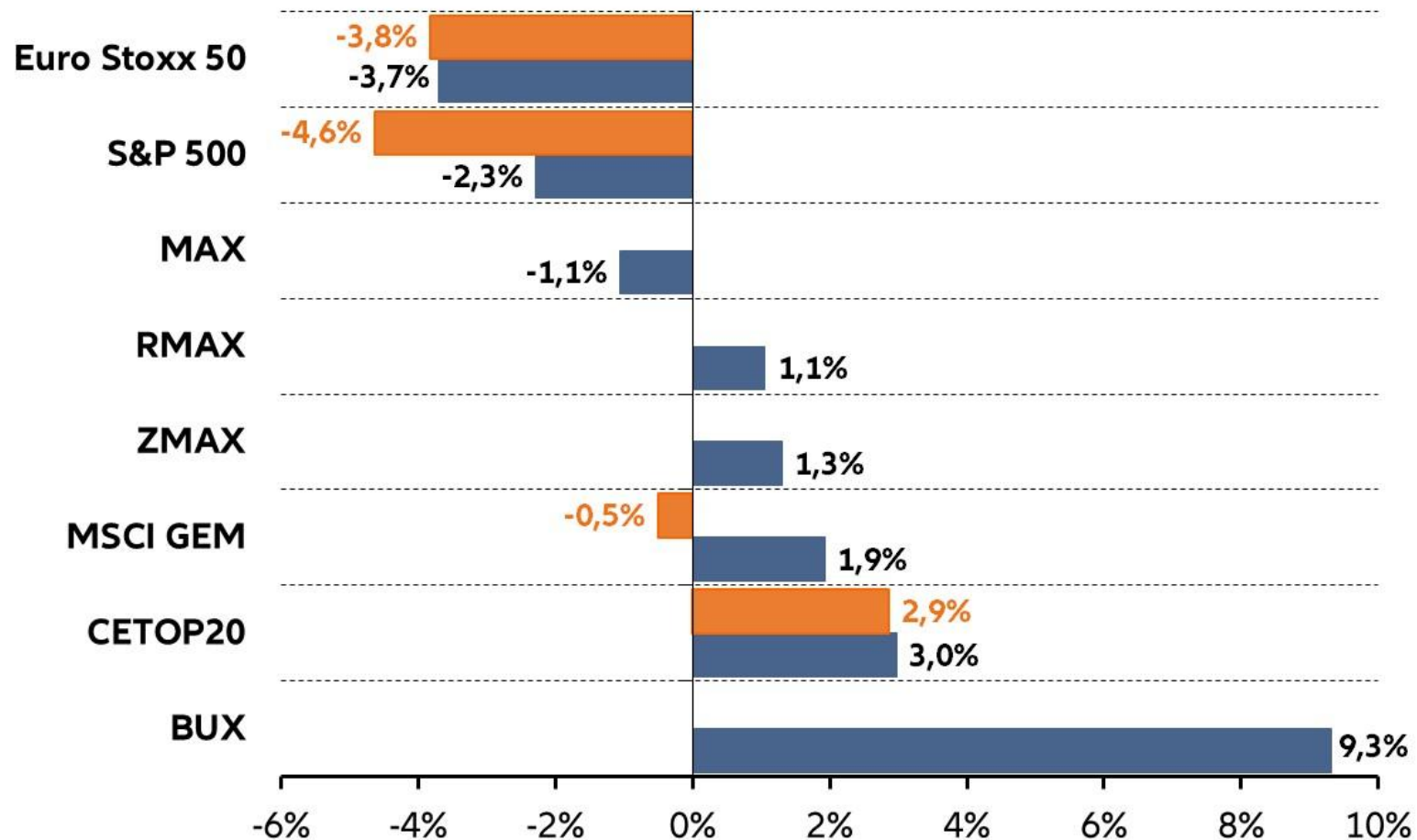
BENCHMARK HOZAMOK ÉS TELJESÍTMÉNYEK

1





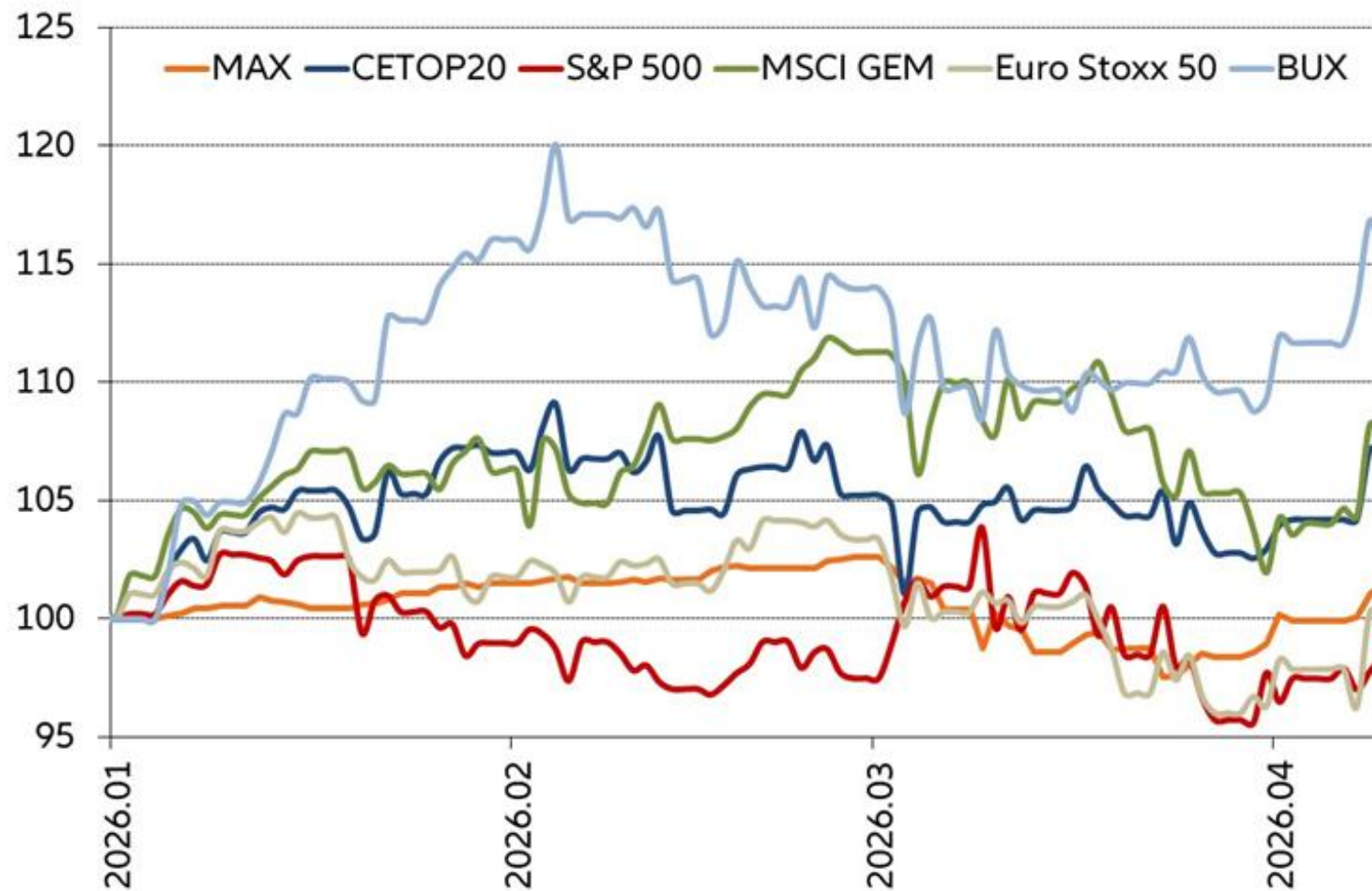
FŐBB INDEXEK TELJESÍTMÉNYE 2026 YTD (HUF ÉS SAJÁT DEVIZA)



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő



FŐBB INDEXEK ALAKULÁSA 2026 (HUF)



Forrás: Bloomberg

MAKROGAZDASÁGI
ÖSSZEFOGLALÓ

2

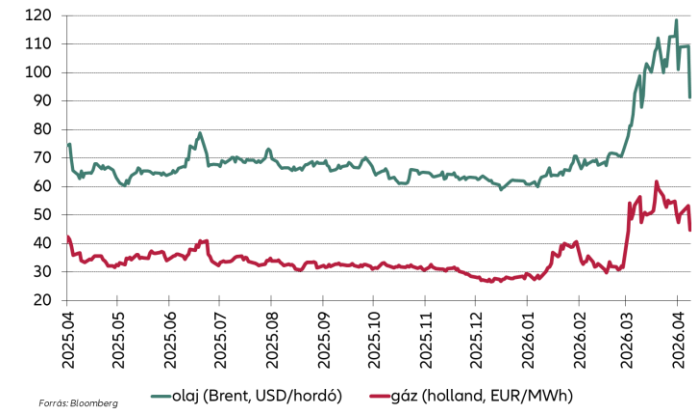




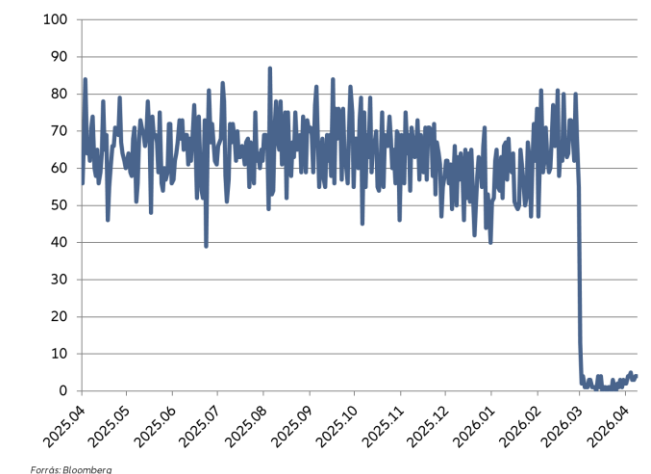
IRÁNI HÁBORÚ

- Február utolsó napján az USA és Izrael összehangolt katonai műveletet indított Irán ellen. Ennek során az iráni vezetés már az első napokban elveszítette számos tagját, és jelentősen csökkent az ország légvédelmi és támadó képessége. Irán ugyanakkor minden nap rakéta- és drónsapásokat hajtott végre, melyek részben amerikai katonai és üzleti érdekeltségeket, másrészt a térségbeli olaj és gáz infrastruktúrát célozták. Ezen túl, Irán gyakorlatilag lezárta Hormuzi-szorost, ahol a világ olajforgalmának nagyjából ötöde áthalad.
- Az olaj ára (brent és WTI egyaránt) a határidős jegyzések szerint 120 dollár közeli szinteken is járt, ugyanakkor a tényleges piaci ár 150 dollár körüli is lehetett. A világ számos országa hozzányúlt a stratégiai készletekhez, ami csökkentette a sokkot.
- A részvénypiacok mellett a kötvények is estek, mivel az események megkérdőjelezték a monetáris politika eddigi irányultságát. Az olajár-emelkedésnek önmagában lehet egyszeri árszint-emelő hatása, ekkor az infláció megugrása átmenetinek tekinthető. A hosszabb távon kijavítható károk (pl. gáz- és olajmezők kiesése), illetve más piacokra átgyűrűző hatások (pl. szállítás, turizmus, műtrágyán keresztül élelmiszer, héliumon keresztül chipgyártás) miatt ugyanakkor számolni kell tartósabb hatásokkal is. A helyzetet árnyalja, hogy közben a gazdasági növekedéssel kapcsolatos kilátások is borúsabbak lettek, ami önmagában a kamatvágás felé hatna.
- Irán harci kedve fennmaradt, miközben a gazdasági károk a fejlett piacokon is jelentősen növekedtek. A szövetségesek nagy része nem támogatta az USA hadműveleteit, és az amerikai időközi választások szempontjából is nőttek a kockázatok. Az USA elnöke így egyre inkább hajlandónak tűnt a megállapodásra, bár a felek álláspontja számos kérdésben lényegesen eltért. Végül 04.08-án egy kéthetes tűzszünetről állapodtak meg, ami tartalmazta a Hormuzi-szoros megnyitását is. Ennek hatására az olaj bőven 100 dollár alá zuhant, a tőzsdék megugrottak, a hozamok jelentősen estek.
- Sajnos a helyzet még igen törékeny, a békekötésig még számos egyeztetés szükséges, az olajpiac és a tágabb gazdasági károk pedig csak lassabban állnak majd helyre.

Olaj- és gázár



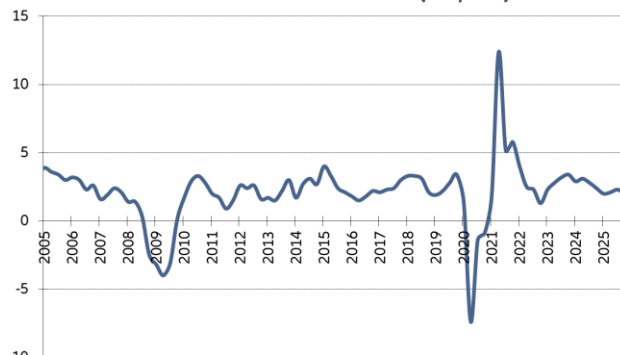
Hajóforgalom a Hormuz-i szoroson



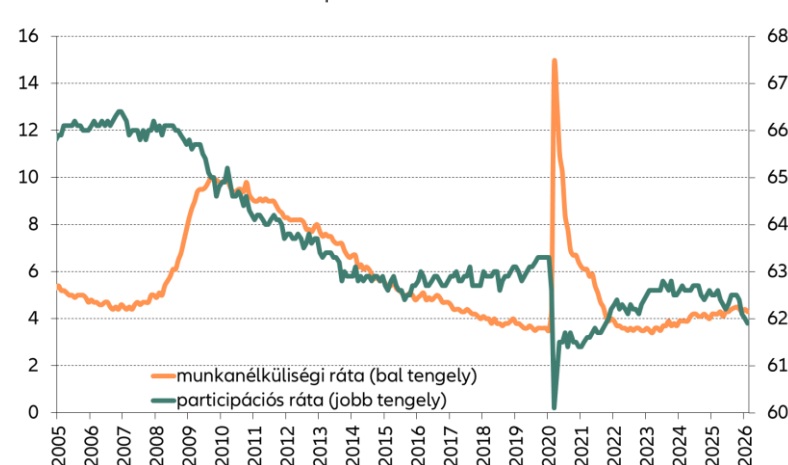
USA GAZDASÁGI ADATOK

- Az előző két negyedév 1-1% körüli negyedéves (negyedév/negyedév, nem évesített) növekedése után a negyedik negyedév csupán 0,2%-os bővülést hozott (második becslés). Az év/év adat ugyanakkor lényegesen nem csökkent, 2% lett. A lassulásban benne lehet az USA történetének eddig leghosszabb kormányzati leállásának hatása. A Bloombergnek leadott növekedési előrejelzések 2026.04.08-án 2,3%-ot mutatnak az idei évre, 2%-ot 2027-re (az előbbi ugyan kissé magasabb, mint amit negyedéve láttuk, de az iráni konfliktus miatt a bizonytalanság nőtt, március elején még 2,5% volt a várakozás).
- Kínával a kereskedelmi kapcsolatok 2025. második félévben nagyban rendeződtek, bár a kapcsolatot talán még képlékenynek neveznénk. A két vezető március végén-április elején találkozott volna megvitatni a kétoldalú együttműködéseket, de az iráni háború miatt ezt elhalasztották. Most május közepi dátum szerepel a tervek közt. Izgalmas kérdés még, hogy a gazdasági bizonytalanságok fényében a pár hónappal ezelőtt tervezett AI beruházások mennyire valósulnak meg, és ha igen, tényleg tudják-e hozni azt a megtérülést (vállalatok bevétele növekedését), amit maguk a vállalatok és a piaci szereplők elvárnak.
- A munkanélküliségi ráta novemberben még enyhén nőtt, de a decemberi adat kedvezőbb lett és a mostani első negyedévben 4,3-4,4% volt, ami historikusan is igen kedvező. A bérnövekedés 3,5%-ra lassult.
- A piac tavaly egészen szeptemberig még a vámok miatt magasan ragadó (vagy tovább emelkedő) inflációtól tartott, de a pénzromlás üteme novemberben 2,7%-ra mérséklődött, ami januárban tovább csökkent (2,4%-ra). A februári érték is ennyi volt, a márciusi esetében az elemzők a jelen dokumentum írásakor 3,4%-ot várnak.

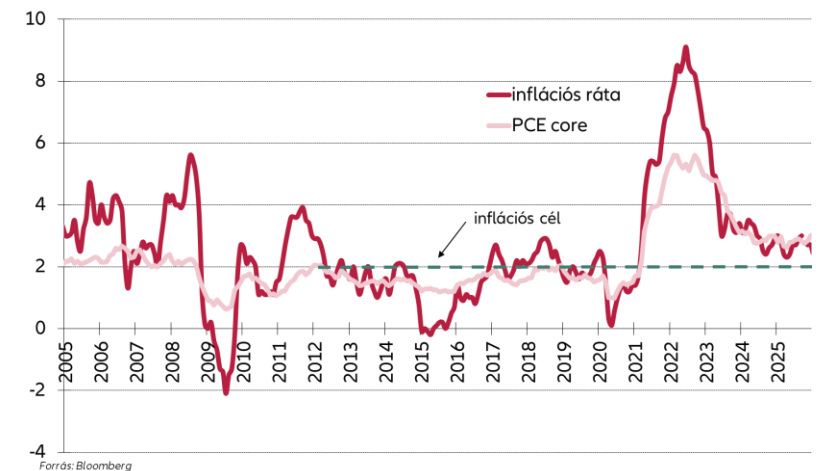
USA reál GDP növekedése (év/év)



USA munkaerőpiac



USA infláció



USA – MONETÁRIS POLITIKA

USA monetáris kondíciók



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. Az első negyedévben nem változott a kamatszint.
- A Fed decemberi döntéshozói előrejelzése alapján egy kamatvágás várható 2026-ra, ami nem változott a decemberi előrejelzéshez képest, azonban ez a kamatpálya még március közepén készült. Január elején a piac még kettő 25 bázispontos lazítást várt (piaci árakból visszszámolt várakozás), míg 04.08-án inkább tartás valószínű év végéig.
- A kamatvágás irányába hat, ha a munkanélküliségi ráta ismét emelkedni kezd, de ehhez szükség van arra is, hogy az adatok azt mutassák, hogy az energiaárak emelkedése nem tartós, és nem épül bele a várakozásokba (béremelések, vállalati árképzés). Most az olajár minden figyelmet elvett, de vissza fog hamarosan térni az AI hatásának kérdése, például mennyire növeli a termelékenységet (ez csökkenti az inflációs nyomást), illetve mennyire váltja ki a humán munkaerőt (ez növeli a munkanélküliséget).
- A mérlegleépítés (QT) üteme 2025. áprilistól lecsökkent, majd decemberrel leállt. Kicsit meglepő lehetett ennek fényében, hogy a Fed már decemberben döntött a mérleg újabb bővítéséről, hogy a bankrendszer bőséges likviditását biztosítsa. A mérleg szerkezete ugyanakkor változik: a lejáró jelzálogfedezetű értékpapírok helyére állampapírokat vesznek, e mellett rövidülni fog az átlagos futamidő is (elsősorban kincstárjegyekre koncentrálnak a vásárlások).
- A Fed döntéshozók a 2026-os GDP növekedésre vonatkozó előrejelzésüket márciusban is emelték kissé (ezúttal 2,4%-ra), 2027-re pedig jelentősebben (2% helyett 2,3%-ra). A PCE infláció és maginfláció kapcsán 2026-ra viszont szintén pár tized százalékponttal magasabb értékeket várnak (2,7-2,7%). 2027-re minimális a várakozások emelkedése (2,2-2,2%-ra módosították)
- Az új Fed elnök Trump elnök bejelentése alapján Kevin Warsh (korábbi Fed kormányzó) lesz, a beiktatása azonban még nem történt meg.



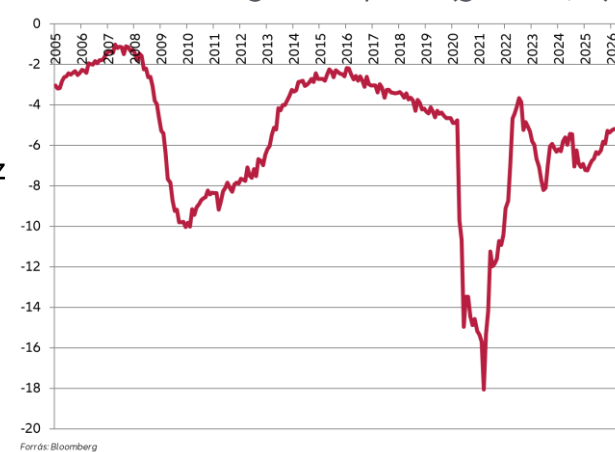
USA ÁLLAMPAPÍRPIAC

- Míg tavaly év elején a hozammozgásokat a vámokkal kapcsolatos bejelentések mozgatták, az iráni háborúig inkább oldalazást, enyhe erősödést figyelhettünk meg. Az USA történetének leghosszabb kormányzati leállása sem hozott jelentős hozamemelkedést.
- Az iráni konfliktus során a dollár tudott erősödni, menekülőeszközként funkcionált, de az államkötvényekre ez kevésbé volt jellemző, mivel – ahogy korábban említettük – a befektetők tartósabb inflációs hatásoktól is kezdtek tartani, ami a várt kamatpálya felfelé tolódását eredményezte. Március vége felé már megjelentek a vevők, akik azzal számoltak, hogy az olajár megugrása keresleti sokkot is hozhat a gazdaságban és emiatt kamatvágás jöhet, vagy legalábbis mégsem lesz szükség a jegybanki kamatok emelésére.
- Hosszabb távú kitekintésben a dollár és a hosszú hozamok márciusi mozgása sem tekinthető kiugróan nagynak.
- Érdekes lehet még a hozamok szempontjából a költségvetés helyzete. A bevételi oldalt nézve a negyedév fontos híre, hogy az USA legfelsőbb bírósága a Trump elnök által tavaly áprilistól kivetett vámok egy jelentős részét érvénytelennek nyilvánította, mivel az elnök túllépte hatáskörét. A végzés ugyanakkor számos egyéb jogkört említ, amit hasonló esetben alkalmazni lehet. Ennek megfelelően egy általános 10%-os vám ideiglenes bevezetésére azonnal sor is került, miközben a tartósabb, célzott vámemelésekhez az alátámasztó vizsgálatok megindultak. A kiadási oldalon figyelmet érdemel, hogy az iráni háború következtében a védelmi kiadások nőnek majd, amit részben más tételekből történő elvonással terveznek fedezni (pl. egészségügy).

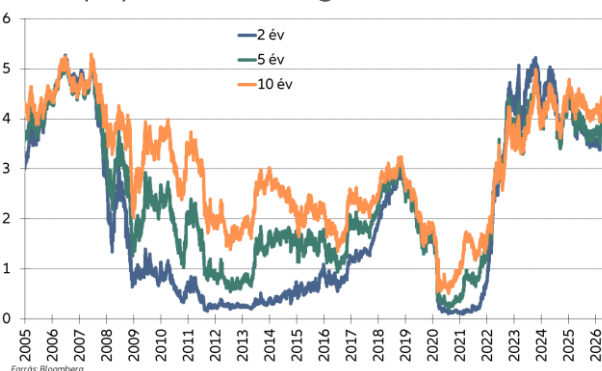
EURUSD árfolyam



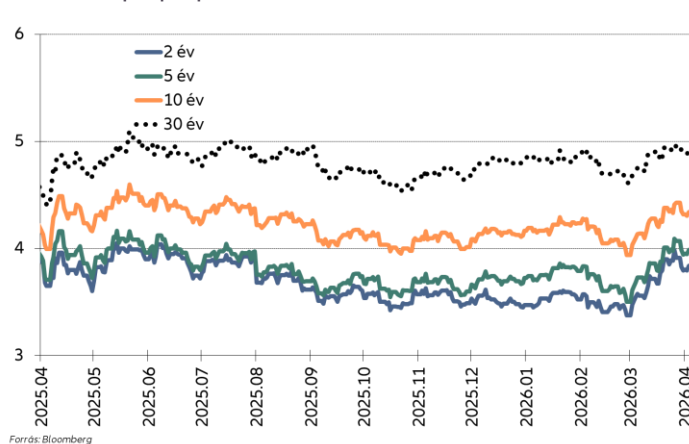
USA szövetségi deficit/GDP (gördülő, %)



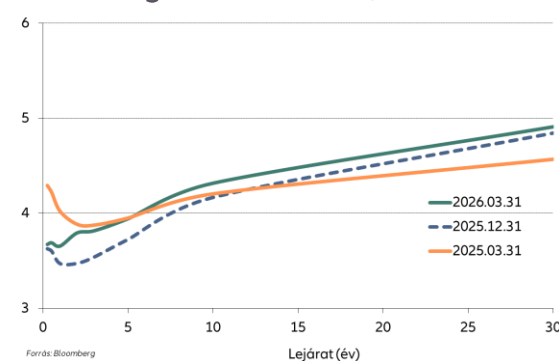
Állampapír hozammozgások



Állampapírpiac az elmúlt évben



Hozamgörbe

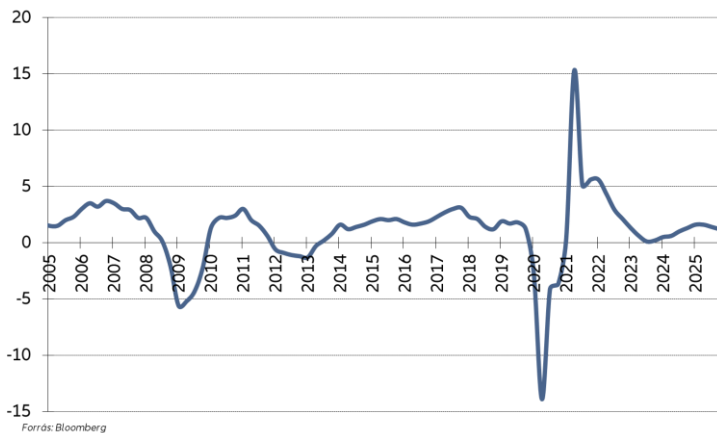




EURÓZÓNÁS GAZDASÁGI ADATOK

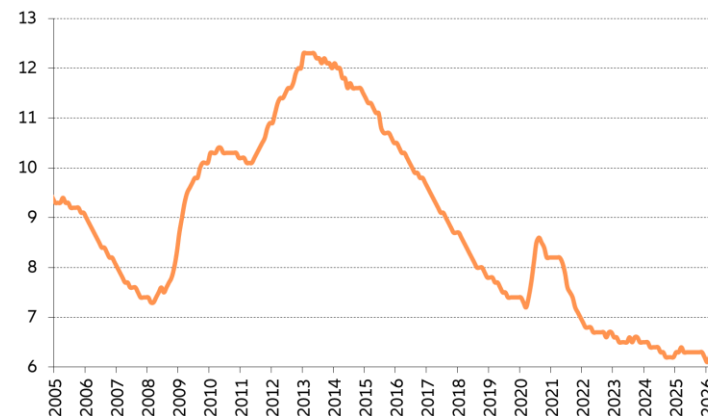
- Az eurózána negyedik negyedéves GDP növekedése az előzőhöz hasonlóan szerény, 0,2% lett (negyedév/negyedév). Az év/év adat kissé tovább, 1,2%-re mérséklődött. A Bloombergnek küldött előrejelzések középértéke 2026-ra enyhén csökkent, jelenleg 1,1%-ot látunk. A kiskereskedelmi eladások növekedési üteme továbbra is visszafogott, a januári ipari termelés változása (év/év) pedig ismét negatívba fordult.
- Az emelkedő energiaárak az EU-t hátrányosabban érintik, mint az Egyesült Államokat. Az EU-ban ugyan a zöld energia nagy hangsúlyt kapott az elmúlt években, de az atomenergia visszaszorulása és a zöld energia termelési változékonyságának kiegyenlítése miatt a gázbehozatal magas maradt. Az olaj esetében pedig Oroszországról részben pont az arab államok felé történt az import szerkezetének súlypont-eltolódása. A saját kitermelés környezetvédelmi okokból csak korlátozottan emelhető.
- A munkanélküliségi ráta továbbra is alacsony szinteken áll, lényegében 2024. végétől hasonlóan erős értékeket látunk.
- Az eurózána adatai közül elérhető már a márciusi előzetes inflációs és maginflációs mutató. Az előbbi 1,9%-ról 2,5%-ra nőtt, míg az utóbbi gyakorlatilag változatlan, 2,3%. Ennél természetesen több lesz az iráni konfliktus hatása, mivel az olajár emelkedése nem jelentkezett azonnal (késleltetett megjelenés az üzemanyag-árakban), és teljes körűen (ideiglenes hatósági intézkedések, árkorlátozások, később várható másodkörös hatások: szállítás, műtrágya, várakozások stb.).

Eurózána reál GDP növekedés (év/év)



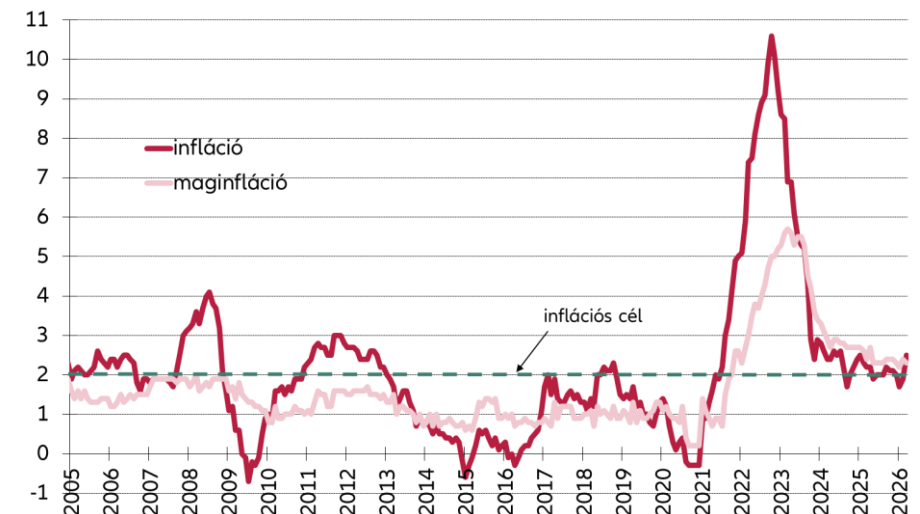
Forrás: Bloomberg

Eurózána munkanélküliségi ráta



Forrás: Bloomberg

Eurózána infláció

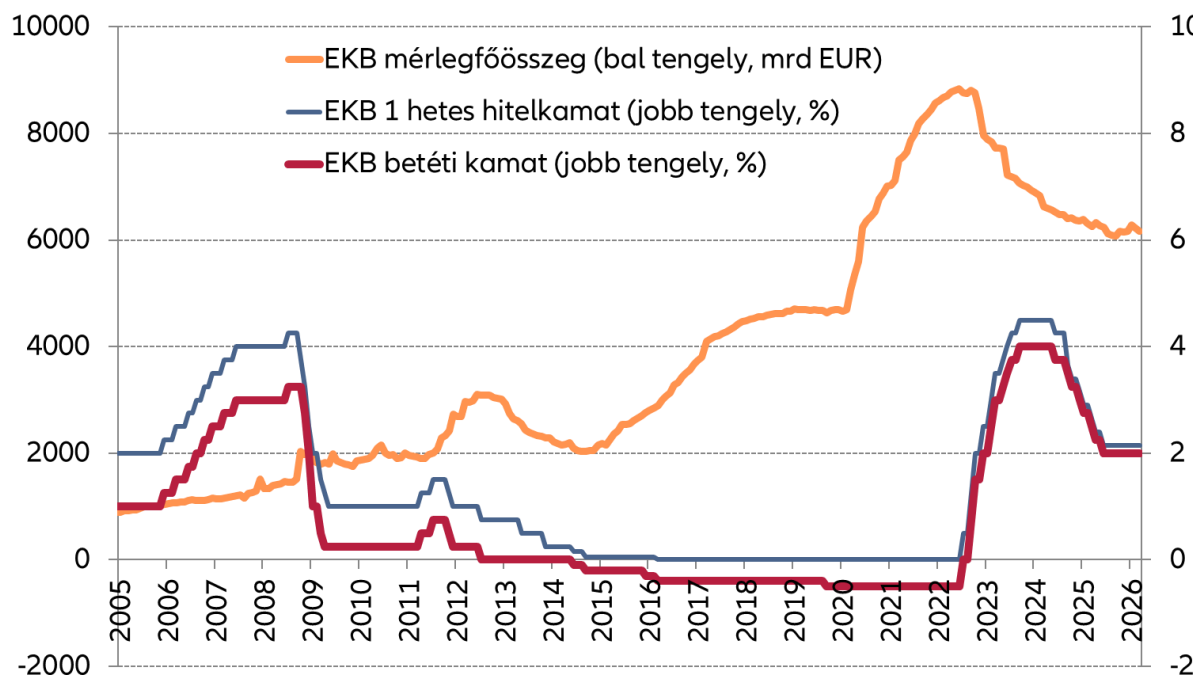


Forrás: Bloomberg



EKB – MONETÁRIS POLITIKA

EKB monetáris kondíciók



Forrás: Bloomberg

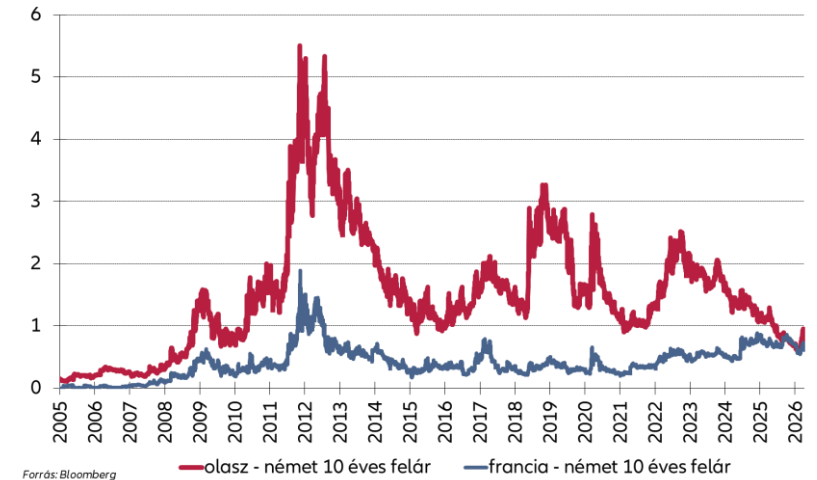
- Az EKB 2025. második felévtől nem nyúlt a kamatszintekhez. A decemberi ülés sajtótájékoztatóján már távlatban kicsengett a kamatemelés lehetősége is.
 - A márciusi ülésen a döntéshozók alaposan megvizsgálták a lehetséges forgatókönyveket, de a várakozásnak megfelelően egyöntetű döntéssel a tartás mellett szavaztak. A kockázatok a lassabb növekedés és az emelkedő infláció felé mutatnak.
 - A jövőbeli kamatváltozások tekintetében az iránymutatás (forward guidance) teljesen változatlan a negyedévben is. Az EKB ülésről ülésre dönt, alapvetően három fő kérdéskör figyelembevételével: inflációs kilátások a megjelent gazdasági és pénzügyi adatok fényében, a mögöttes inflációs folyamatok, és a monetáris transzmisszió erőssége.
 - Az év elején a piaci árazások 2026-ra az EKB kamatok tartását jelezték előre. Az olajársokk hatására a piaci árakból visszszámolt kamatpálya felfelé tolódott, így április elején kettő 25 bázispontos emelésnek megfelelő lépés látszik év végéig.
- Az EKB elemzői stábjában a 2026-os inflációt a decemberi 1,9% helyett most 2,6%-ra várja, míg a későbbi évekre vonatkozóan csak kisebb módosításokat láttunk. A maginflációs előrejelzés 2027-re emelkedett kicsit jobban (1,9%-ról 2,2%-ra). A gazdasági növekedés kapcsán a 2026-os bővülést látják most borúsabban az elemzők, 1,2% helyett 0,9% a prognózis. A kedvezőtlen forgatókönyv egyébként 2026-os inflációra 3,5%-kal, míg a súlyos scenárió 4,4%-kal számol (utóbbi esetben 2027-re és 2028-ra is jelentős kedvezőtlen hatás húzódik át).
 - A negyedévben az eszközvásárlások ütemezését érintő új döntés most nem született. A korábbi években végrehajtott összes értékpapír-vásárlási program állományai a lejáratok ütemében folyamatosan csökkennek.



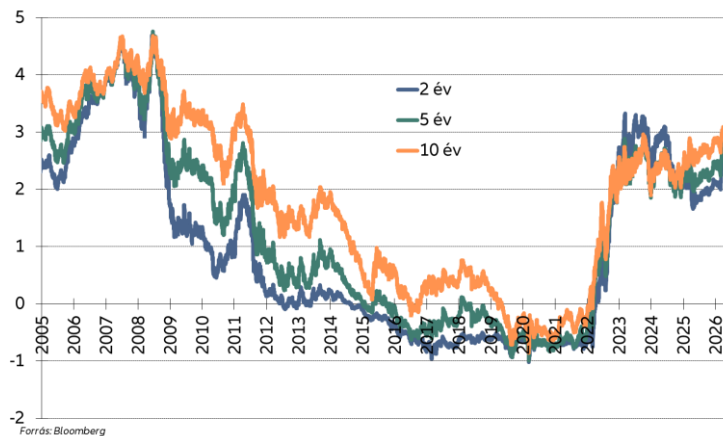
EURÓZÓNÁS ÁLLAMPAPÍRPIAC

- Az eurózána kötvénypiac 2025. elejétől folyamatos nyomás alatt áll. A trendszerű hozamemelkedés oka, hogy a költségvetési hiány- és adósságszintek magasan maradtak, miközben az energiaellátás (zöld átállás), a hadiipari és infrastrukturális kiadások emelése (orosz-ukrán háború, NATO 5% elvárás) ezeknek a mutatóknak a további romlása irányába hat.
- Ahogy korábban írtuk számos tényező miatt az EU-nak magas a kitétsége a Hormuzi-szoros felé, illetve a gázpiacon általában. Ez az iráni konfliktus kirobbanását követően a hozamok megugrása felé hatott, bár hosszabb kitekintésben drámai mozgásnak nem nevezhetjük. A kéthetes tűzszünet bejelentését követően egy gyors rálít láttunk az európai kötvénypiacon, akár 20-30 bázispont nagyságrendben.
- Az olasz és a francia kötvények német állampapírokhoz képest mért felára is megnőtt a kockázatvállalási hajlandóság visszaesésével párhuzamosan, de „elszállás” itt sem volt, és az áprilisi visszarendeződés a spreadek esetében is kézzelfogható volt.

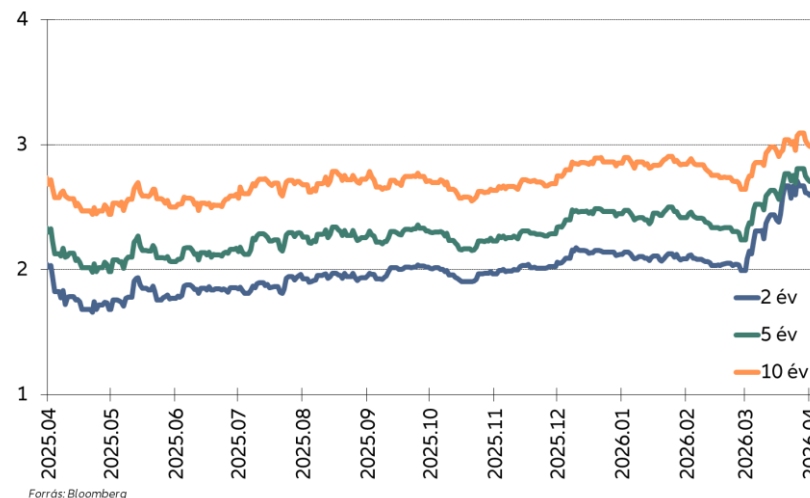
A 10 éves állampapír hozamkülönbségek



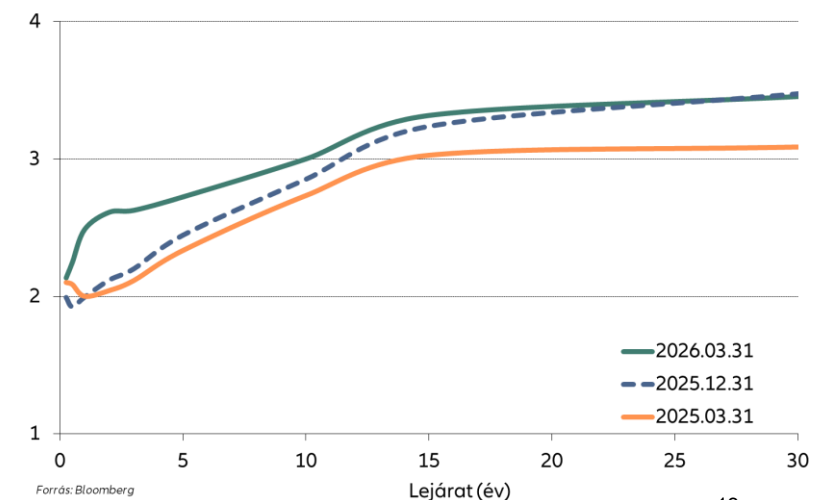
Állampapír hozammozgások (német)



Állampapír hozammozgások az elmúlt évben (német)



Állampapír hozamgörbe (német)

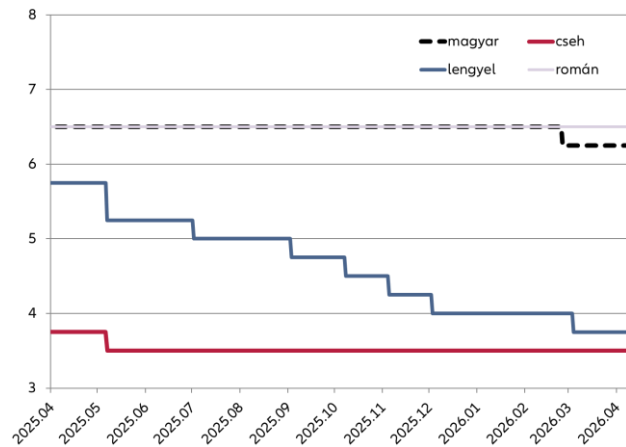




RÉGIÓS PIACOK

- A lengyel infláció a februári adatig bezáróan csökkenő pályán volt, akkor 2,1%-on állt (a revidiált januári adat is ennyi lett). A kedvező folyamat annyira magabiztossá tette a lengyel jegybankot, hogy a januári és februári tartást követően, a március eleji ülésen az iráni események fényében is 25 bázispontos kamatvágás mellett döntöttek. Ez egyébként megegyezett a piaci várakozással, és ezzel az irányadó ráta 3,75%-ra mérséklődött. A döntés követő sajtótájékoztató természetesen óvatos hangvételű volt, de azért a jegybankelnök kilátásba helyezte, hogy amennyiben az iráni konfliktus nagyjából két hónap alatt rendeződik, akkor akár lehetőség lehet újabb kamatvágásra is. A legutóbbi döntéshozói megnyilatkozások inkább tartást valószínűsítettek. Ez irányba mutat a márciusi előzetes inflációs adat, amely 3%-ra emelkedett. A zloty árfolyama azért egy bő 1,5% -ot gyengült a kamatdöntés napján, de utána stabilizálódott, lényegében az volt a márciusi csúcs.
- A cseh infláció februárban már csupán 1,4% volt, és a márciusi előzetes adat is csak 1,9%-ra növekedett. Ez segíthetett abban, hogy a korona meglehetősen ellenálló volt a március során.
- A román infláció augusztus óta 10% közeli szinten áll, a márciusi értéket a jelen anyag írásakor még nem publikálták. A jegybank helyben hagyta a 6,5%-os alapkamatot ebben a negyedévben is. A devizaárfolyamot sikerült stabilan tartani.
- A hozamok márciusban emelkedtek a régióban, nagyjából a fundamentumoknak megfelelő relatív gyengülést láthattunk. Majd hónap végén-április elején korrekció jött.

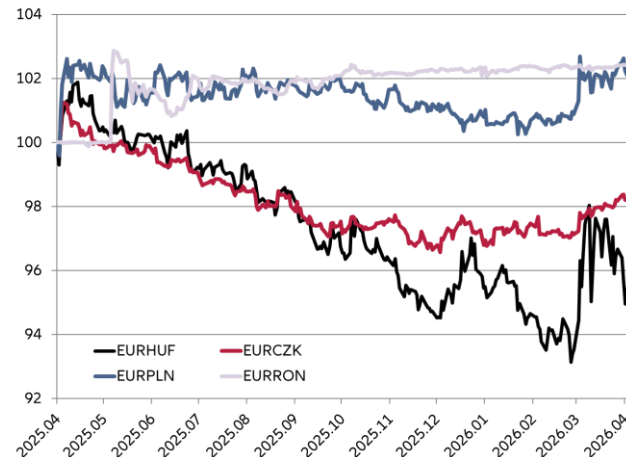
A régiós alapkamat szintek



Forrás: Bloomberg

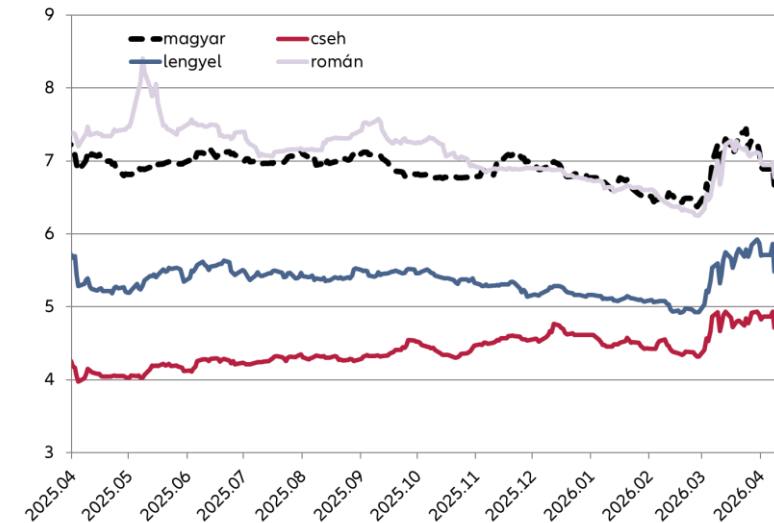
Vagyonkezelői beszámoló | Allianz Alapkezelő Zrt. |
© Copyright Allianz 2026. április 10.

A régiós devizák relatív teljesítménye



Adatok forrása: Bloomberg

10 éves kötvényhozamok

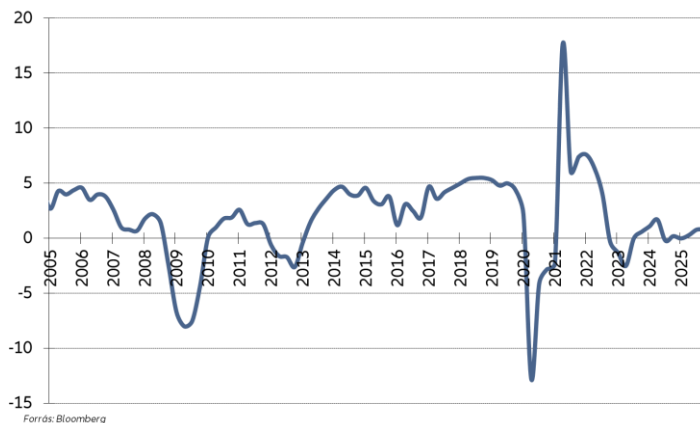


Forrás: Bloomberg

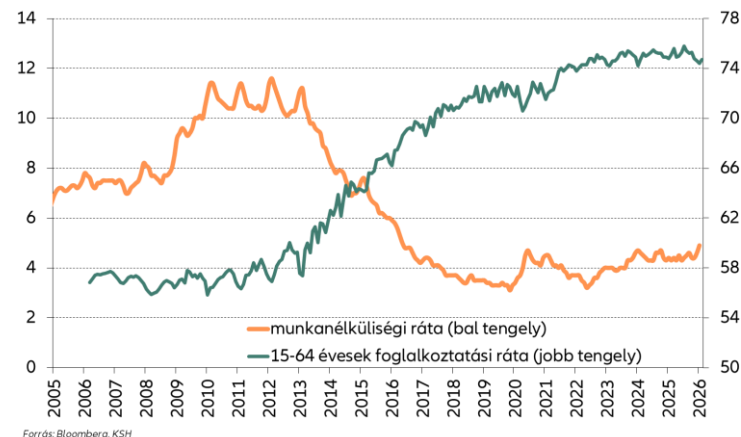
HAZAI GAZDASÁGI ADATOK

- A magyar GDP a tavalyi év utolsó negyedében az előző negyedévhez képest a várakozástól elmaradó 0,2%-os bővülést mutatott. Az éves növekedés az elemzői becslésnek megfelelő 0,8% lett, ami a cseh és lengyel értékekhez képest alacsonynak számít, de a román értéknél némileg magasabb. A kiskereskedelmi adatokban idén láttunk némi további élénkülést, a kormány számos keresletélénkítő intézkedése is ebbe az irányba hat. Az ipari termelés ugyanakkor még mindig nem mutat érdemi pozitív fordulatot. A Bloombergnek nyilatkozó elemzők 2026-ra már csak 2%-os növekedéssel számolnak (a márciusi inflációs jelentésben az MNB is lejjebb húzta az előrejelzését 1,7%-ra).
- A munkanélküliségi ráta enyhén emelkedni látszik, a foglalkoztatottság pedig kissé csökkent az utóbbi hónapokban. Historikusan ugyanakkor ezek még mindig igen kedvező értékek. A bérnövekedés a minimálbér-emeléssel és az egyszeri kormányzati intézkedésekkel (pl. fegyverpénz) ismét megugrott.
- Az inflációs folyamatok év elején igen kedvező irányt mutattak. A szolgáltatások és az élelmiszerek áremelkedése is lejjebb ereszkedett. A Kormány aktív beavatkozása (pl. kiskereskedelmi árresztop) továbbra is támogató volt. Az iráni események hatására az MNB 3,2%-ról 3,8%-ra emelte a 2026-os előrejelzését (de a 2027-est is 3,3%-ról 3,7%-ra rontotta). A Bloomberg által megkérdezett elemzők válaszainak középértéke jelenleg az idei évre vonatkozóan 3,3%, de az adatok mögé nézve látszik, hogy ez még sok régebbi értéket is tartalmaz, az április első napjaiban beérkezett válaszok ennél jellemzően magasabbak, 3,1-4,5% közt szóródnak.

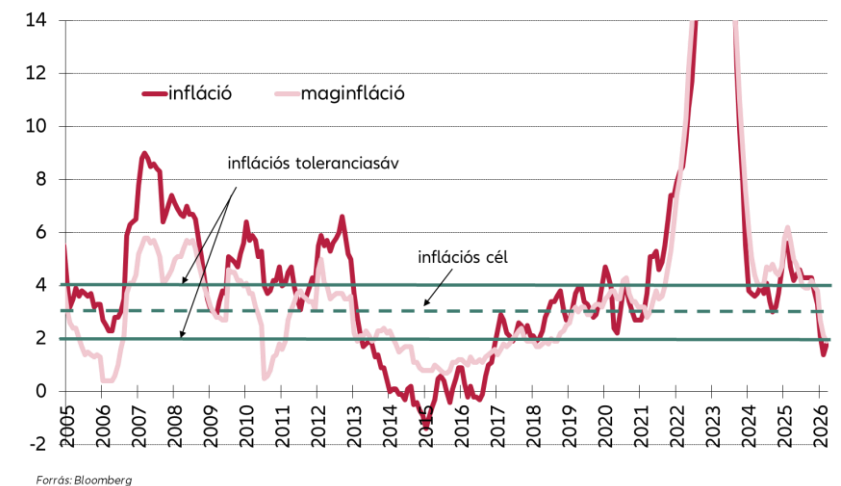
Magyar reál GDP növekedése (év/év)



Hazai munkanélküliségi ráta

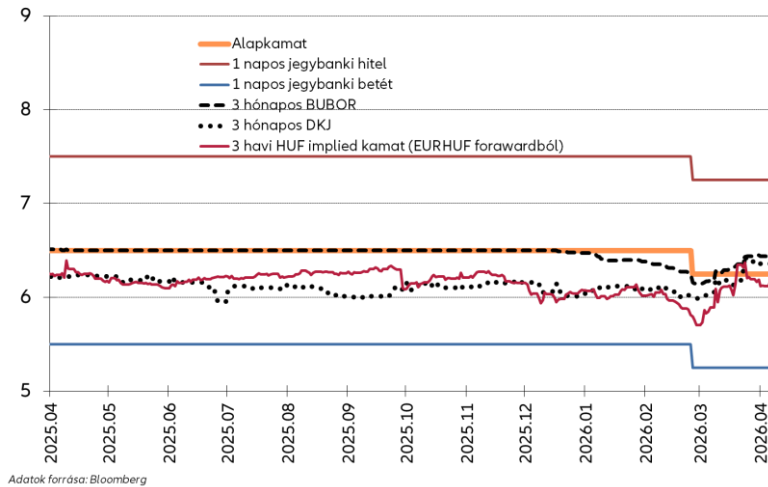


Infláció

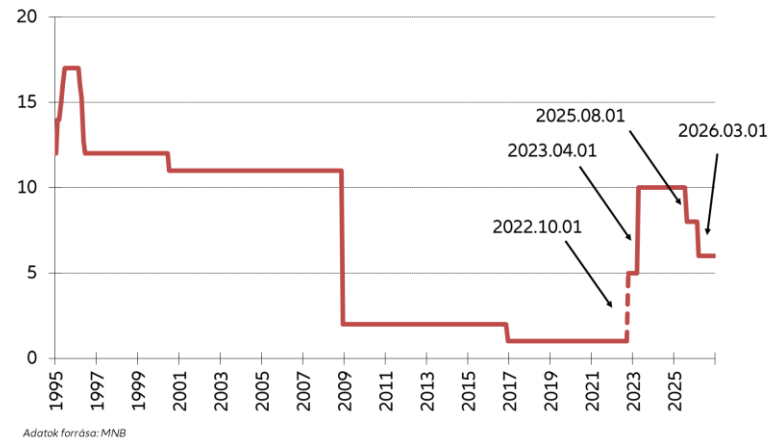


HAZAI MONETÁRIS POLITIKA

MNB kamatkondíciók és egyes pénzpiaci kamatok



A kötelező tartalékráta alakulása



EURHUF árfolyam



- Az MNB 2025-ben végig 6,5% szinten tartotta az irányadó kamatot, és 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. Decemberben változott az MNB kommunikációja is, az inflációt tekintve kifejezetten optimista lett (nemzetközi élelmiszerárak, az energiaárak csökkenése, a forint ereje). Végül a februári ülésen került sor az irányadó ráta 25 bázispontos mérséklésére. A sajtótájékoztató meghagyta a következő lépésként a tartás lehetőségét, de a piac inkább újabb kamatvágásra készült.
- A kötelező tartalékráta márciustól 8%-ról 6%-ra csökkent, elsősorban a pandémiás eszközök lejáratái miatt. Tehát ezt együtt értelmezve a korábbi csökkentéshez hasonlóan ez most sem tekinthető lazító lépésnek. A tartalékráta a jelenlegi szinten amúgy is még mindig magasnak számít nemzetközi összehasonlításban.
- A márciusi iráni események miatt végül a vágás nem lett volna megalapozott. A magas energiakitetés és a feszített költségvetés miatt a hazai deviza- és kötvénypiac inkább alulteljesítő volt. Még a 03.10-i nem kamatdöntős ülést érdemes megemlíteni, mivel ekkor határoztak arról, hogy a jegybank a következő hónapokban biztosítja az energiainport kapcsán megnövekedett devizaigényt, az egyébként rekord szinteken álló jegybanki tartalék terhére.



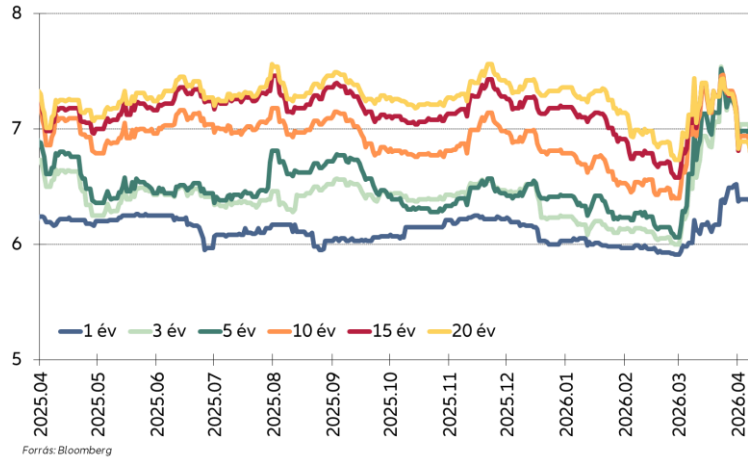
HAZAI KÖTVÉNYPIAC

- A magyar állampapír-piacon idén márciusig egy határozott erősödő trend rajzolódott ki. Ennek oka részben a kedvező inflációs folyamatokban és az így megnyíló kamatvágási lehetőségekben, részben az EU-val középtávon rendeződő kapcsolat reményében kereshető. A külföldi szereplők állománya is tovább nőtt a negyedévben. A magyar eszközök az iráni háborúval kapcsolatos piaci hangulatromlás során a magas energiakitettséggel és a kedvezőtlen költségvetési/államadóssági folyamatok miatt alulteljesítők voltak, de nagy törés a hazai és külföldi befektetői bizalomban sem keletkezett. 03.23-tól fordulat következett be, a kéthetes tűzszünet bejelentésének napján pedig egy nagyjából 30 bázispontos masszív erősödés jött. A 10 éves hozamszint jegyzése a február végi 6,4 körüli szint után márciusban 7,8 közelében is járt (napközi adat). A piac nagyon gyorsan mozgott, sokszor irányt váltott, a likviditás is csökkent, így sok mozgás a gyakorlatban nem nagyon volt lekereskedhető.
- A **fix államkötvények aukciói** iránt 2026. első két hónapjában kiugró érdeklődés mutatkozott. A fent vázolt optimista várakozások mellett az extraprofit adóval kapcsolatos intézményi keresletet is említhetjük okként. Az öt és tíz éves futamidő egyaránt nagyon népszerű volt, de az e feletti sorozatok is könnyen vevőre találtak. Az ÁKK pedig a kedvező piaci helyzetet kihasználva rendszeresen jelentősen megemelte a kibocsátások mennyiségét. Ezzel a kibocsátó márciusban relatíve kényelmes helyzetbe került, amikor időlegesen a befektetői kereslet visszacsökkent. Március végétől ugyanakkor ismét igen sok ajánlatot adtak be a befektetők az aukciókon.
- A **zöld kibocsátások** a negyedévben: két 2032/G és egy 2051/G aukció, erős érdeklődés mellett.
- A **DKJ-k** iránt január első felében láttunk nagyobb keresletet. Ezt követően a befektetői aktivitás visszafogottabbá vált. A hozamszintek ugyanakkor érdemben nem változtak, mivel az ÁKK magas keresletnél növelte, míg alacsony esetben visszavágta a kibocsátást.
- A **változó kamatozású állampapírok** kereslete szintén január első felében volt kiugró, utána igencsak elvékonyodott. Az ÁKK új, 2036-os lejáratú kötvénnyel jelent meg.
- A **2026-os finanszírozási terv** időarányos teljesülése igen megnyugtatónak mondható. Az első negyedévben a nettó finanszírozási igény a forint intézményi piacon lényegében már teljesült is. Persze az előző években a finanszírozási terv év közben többször módosult is, e mellett a jelenlegi ingatlan nemzetközi környezetben még talán amúgy sem lenne célszerű a kibocsátások jelentős visszafogása. Az ugyanakkor elképzelhető, hogy az ÁKK érdeklődése előbb-utóbb, az olajpiac megnyugvása után a csereaukciók felé tolódik majd el, illetve megjelennek majd a visszavásárlási aukciók.
- 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 a negyedéven ismét gyakoriak voltak, 400 milliárd feletti összeget számoltunk. A felárak márciusban sem emelkedtek lényegesen.
- A forint **jelzáloglevél-piac** az intézményi oldalon ebben a negyedévben sem volt aktív, de két fix Erste és egy változó MBH jelzáloglevelet így is vehettek a befektetők.

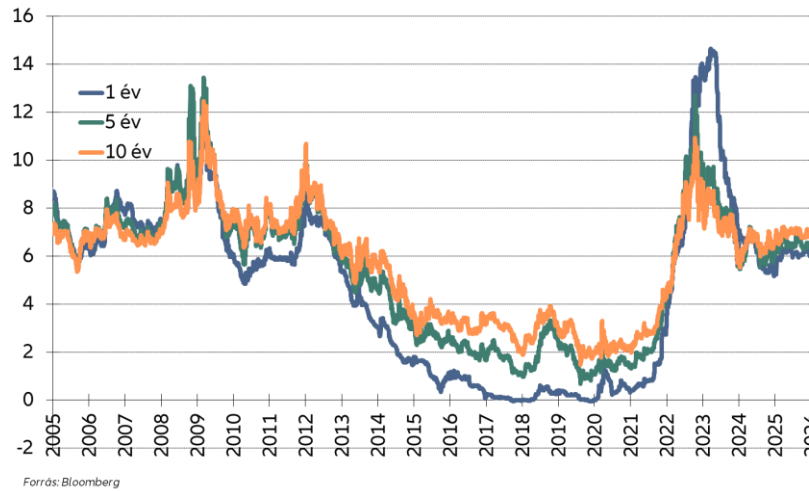


HAZAI ÁLLAMPAPÍRPIAC - GRAFIKONOK

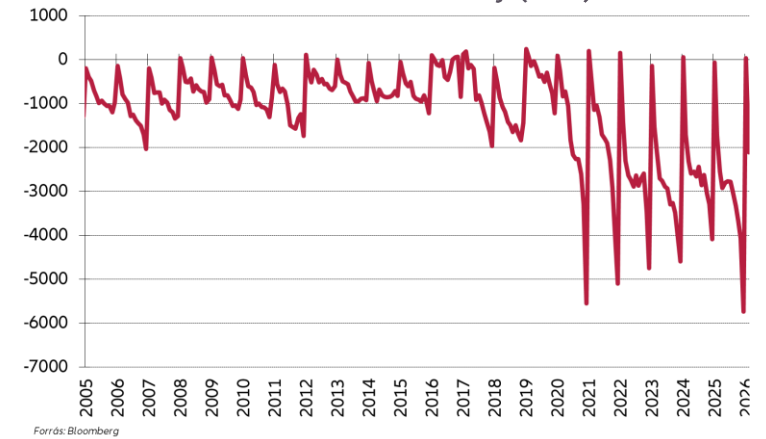
Állampapír hozamok az elmúlt évben



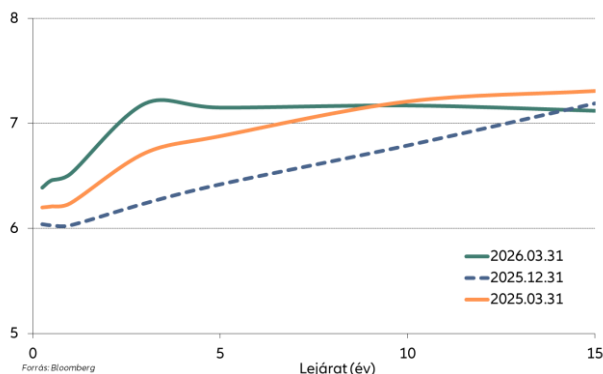
Állampapír hozammozgások



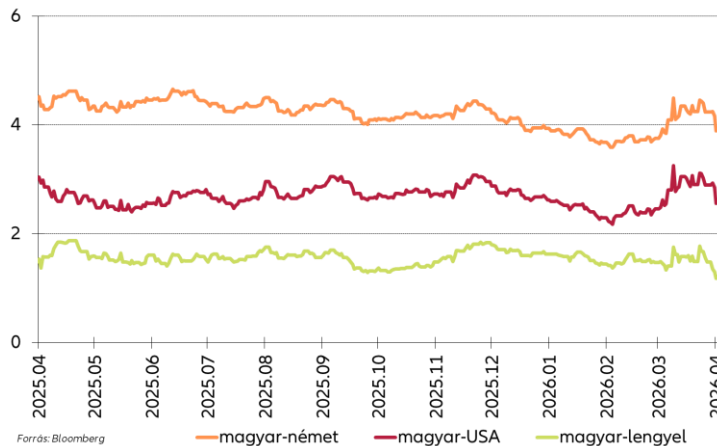
Kumulált államháztartási hiány (mrd)



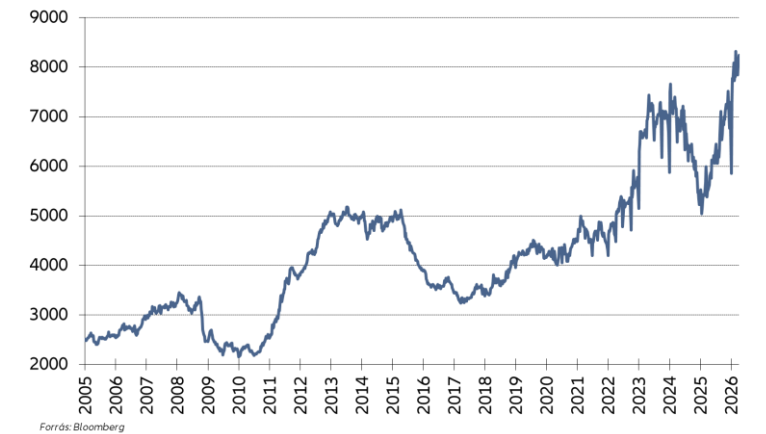
Hozamgörbe



Nemzetközi összehasonlítás (10 éves futamidő)



Külföldiek HUF állampapír állománya (mrd)



RÉSZVÉNYPIACOK

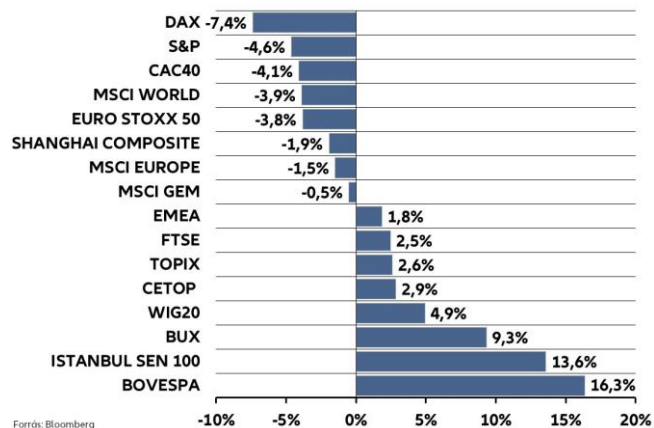
3



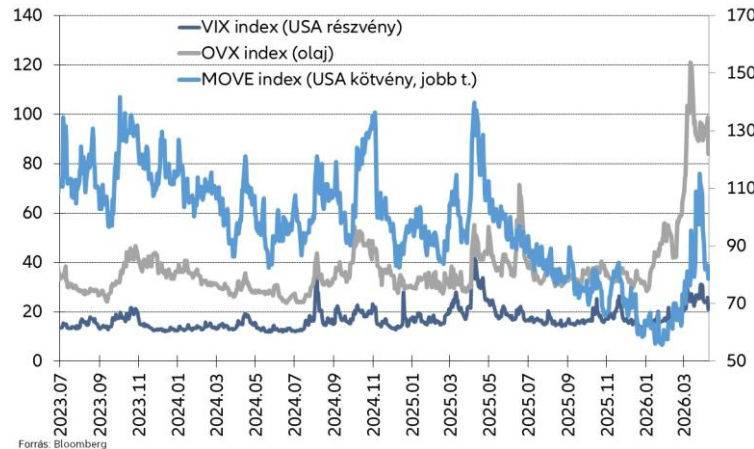
NEMZETKÖZI RÉSZVÉNYPIACOK

- Év elején még új csúcson jártak a részvényindexek, amit az erős tengerentúli növekedés és a FED kamatcsökkentési várakozások is segítettek. A fokozatosan erősödő geopolitikai kockázatok azonban meghozták a korrekciót. Az USA Venezuelában végrehajtott katonai műveletét (Maduro elfogása) még sikerként lehetett elkönyvelni. Ezután Trump újabb büntetővámot helyezett kilátásba azon országokkal szemben, akik nem támogatták Grönland megszerzésére vonatkozó terveit. A davosi Világgazdasági Fórum után ez a szál is el lett varrva. Később az USA legfelsőbb bírósága kimondta, hogy jogtalanul történt a „viszonossági” vámk kivetése. Ezek helyébe globális 10% sarc lépett. Közben az amerikai hadsereg már gyülekezett Irán térségében, majd február 28-án Izraellel közösen megindították a támadást.
- A vélhetően rövidre tervezett (ld. Venezuela) beavatkozás elhúzódott. A bombázásban Irán jelentős veszteségeket szenvedett (vezetők, flotta, rakétaindítók, energetikai infrastruktúra). A rezsim válaszként a Hormuzi-szoros „lezárása” mellett főként a környező országokban lévő amerikai támaszpontokat és energiaipari létesítményeket vette tűz alá. Trump keresve a megoldásokat az elszálló energiaárra, a NATO és a távolkeleti országok segítségét is várna. Bár a közel-keleti energiakitettség Európában és Ázsiában magas (miközben az USA nettó exportőr), az üzemanyagár emelkedését a tengerentúli választók is megérik. Közben közeleg az USA időközi választás. A békekötést nehezítik az Irán által támasztott feltételek (biztonsági garanciák, áthaladási díj a szoroson, szankciók feloldása, kártérítési igény) és Izrael is ragaszkodik stratégiai céljaihoz. Trump április 7-ig adott ultimátumot a megállapodásra, ellenkező esetben az infrastruktúra (olajkutak, finomítók, Kharg-sziget, erőművek, hidak) elleni újabb támadásokat helyezett kilátásba. Irán közben jelezte, hogy hajlandó lenne a békülésre így végül megszületett a kéthetes tűzszüneti megállapodás, a tényleges békekötéshez azonban további tárgyalások szükségesek.

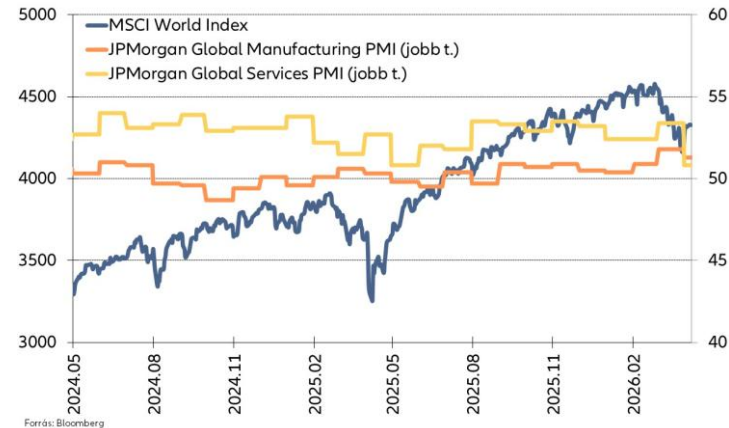
Részvényindexek teljesítménye 2026 Q1



Félelemindexek alakulása



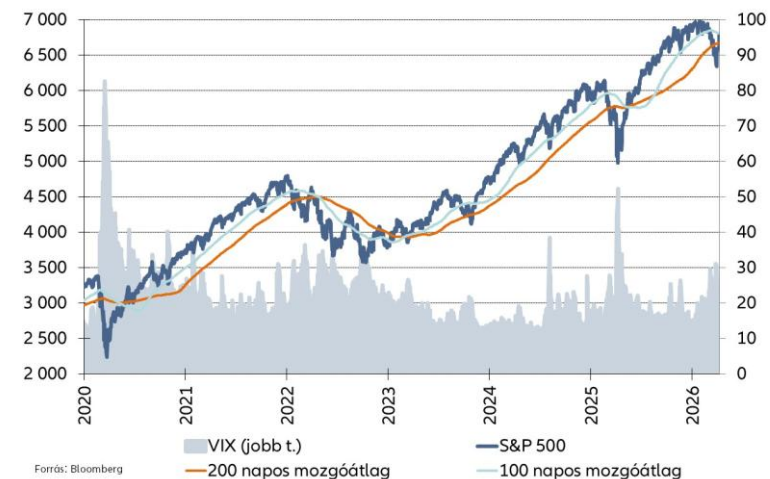
MSCI World Index és a globális PMI-k alakulása



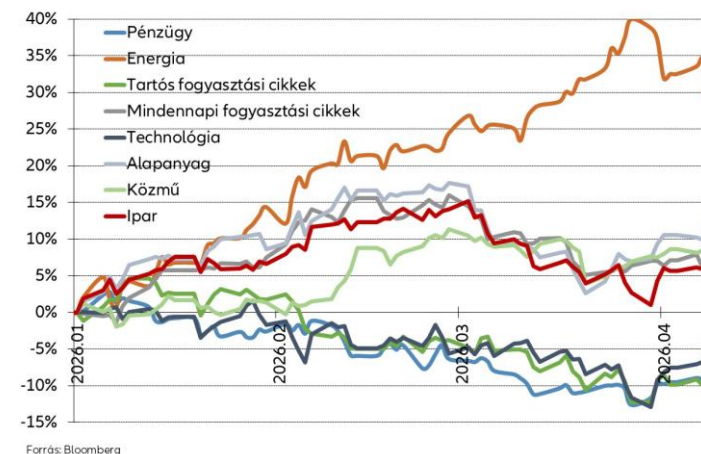
NEMZETKÖZI RÉSZVÉNYPIACOK - USA

- Év elején új historikus csúcson (7.000 pont) járt az S&P 500 index, majd innen a 6.800-7.000 pont közti sávban történő oldalazás következett. Az iráni eszkaláció hatására ebből lefelé kilépve és a 200 napos mozgóátlagot is letörve 6.320 pontnál is járt. A negyedévet végül 4,6%-os mínuszban zárta. Eközben a eredményvárakozás tovább emelkedett, amit az erős Q4-es vállalati jelentések (év/év 13,6%-os eredménynövekedés) segítettek. A kettő eredőjeként az előretékintő 12 havi P/E a 23-as szint környékéről a 10 éves átlag (19) környékére süllyedt.
- Kevin Warsh január végi FED elnöki jelölése kedvezően értékelhető. Igaz a szigorúbb monetáris politika híveként szűkítené a jegybanki mérleget, de helyette deregulációval bővítené a kereskedelmi bankok likviditását. A hírre csökkentek a dollár leértékelődéssel („debasement”) kapcsolatos félelmek, majd vissza is nyerte safe haven szerepét. Közben a nemesfémek piacán is csillapodott az örület a stagflációs és geopolitikai kockázatok ellenére. Ehhez a tőkeáttételes részvénypozíciók pótfedezetének biztosítása és a jegybanki devizapiaci stabilizáló eladások (pl. Törökország) is hozzájárulhattak.
- Az energiaszektor kimagaslóan teljesített Q1-ben. Az iráni háború miatt megugró energiaárak mellett az AI adatközpontok növekvő energiaigénye is támogatta ezt. Idén további 600-700 milliárd dollár értékben terveznek beruházásokat a hyperscalerek. A programozásra szánt AI modellek megjelenésének (pl. Anthropic) hatására rotáció indult a mesterséges intelligencia által kiválthatónak vélt iparágakból (pl. pénzügyi szektor) a „heavy asset” szektorok (pl. alapanyag, ipar, energia, közmű) irányába. A pénzügyi szektor megítélését a kevésbé likvid private credit alapokból történő rekordszintű tőke kivonás is rontotta. Ezek gyakran AI beruházásokat és szoftvercégeket finanszíroznak melyek megtérülése kérdéses. A megváltozott széljárást érzékelteti az NVIDIA várt feletti Q4-es számait követő negatív árfolyamreakció (nettó eredmény 39,6 Mrd dollár; +79% év/év).

S&P 500 árfolyam és a VIX index alakulása

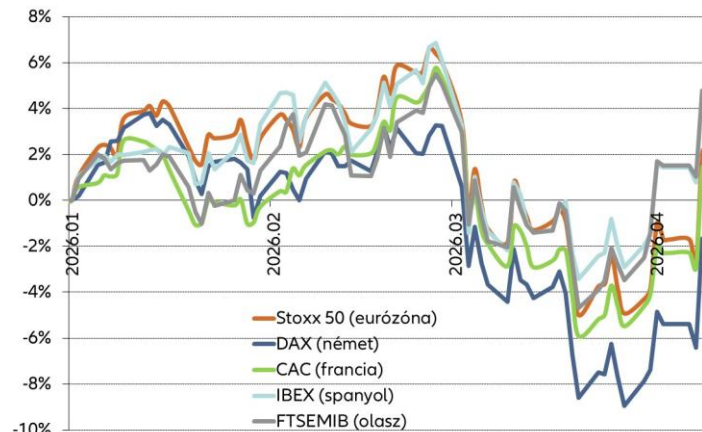


S&P 500 szektorok



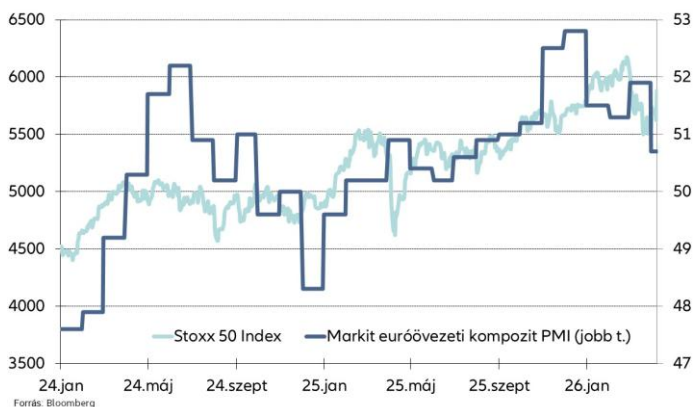
NEMZETKÖZI RÉSZVÉNYPIACOK - EUROZÓNA

Főbb eurozónás indexek teljesítménye 2026 Q1



Forrás: Bloomberg

STOXX 50 index és eurozóna PMI alakulása



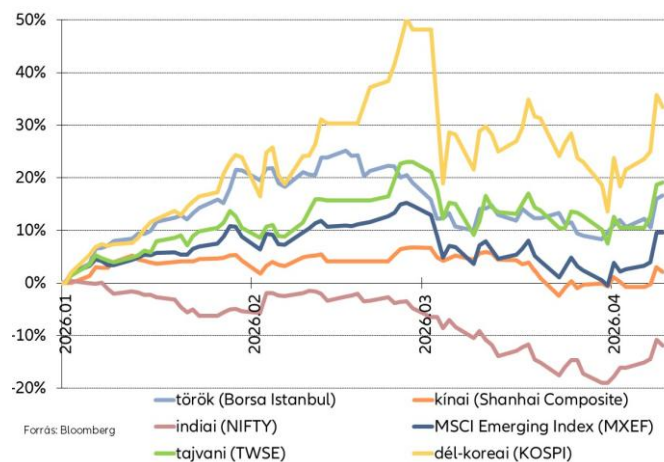
Forrás: Bloomberg

- Az eurozónás részvényindexek is újabb historikus csúcsokkal kezdték az évet, ám a közel-keleti eszkaláció hatására eladási hullám következett. Már pont kezdtek javulni a kilátások a strukturális gazdasági növekedési problémákkal, vámokkal és megugró védelmi kiadásokkal is küzdő régió esetében, erre ismételtén megugró energiaárakkal kell szembenézni. A helyzetet súlyosítja, hogy az orosz energiahordozóktól történő függetlenedés hatására Norvégia és az USA mellett Katar is jelentős földgázbeszállító lett a régióban. Az iráni csapások jelentős károkat okoztak a katar LNG kapacitásban, ezek javítása több évig is eltarthat. A hideg telet követően az ilyenkor szokásos töltöttség szintre (valamivel 30% alá) esett a tartalék, miközben duplázódott az ár. Kulcsfontosságú, hogy milyen árakon történik majd a betárolás. Érdekes még a vegyipari hatásokra is gondolni, főként, hogy a Perzsa-öbölből is akadozhat az import (ld. műtrágya).
- A Stoxx 50 3,8 a DAX 7,4%-os mínuszban zárta Q1-et. A tengerentúlhoz hasonlóan az energiapari és közműcégék felülteljesítettek, a többi iparág esetében nagyrészt gyengébb teljesítményeket láthattunk. A tavaly még remeklő védelmi ipari és pénzügyi szektorok esetében is érdemi volt a korrekciót, az autógyártók kálváriája folytatódott. Amellett, hogy ez meglehetősen energiaintenzív iparág, súlyosítja a helyzetet, hogy a Hormuzi-szoroson keresztül érkezik az alumíniumiport 20%-a. A közel-keleti országok az energiabőségre alapozva hatalmas kohókapacitást építettek ki.
- Az euróövezeti jelentési szezon ismét jóval gyengébben alakult mint a tengerentúlon. 2025 Q4-ben a Stoxx 50 esetében ugyan 4,5%-kal magasabban alakult a vártnál a profit, de így is csak 1% körüli növekedés látszik év/év. A DAX esetében hasonló pozitív meglepetés mellett 7,8%-os volt az év/év visszaesés. Ennek ellenére az eredményvárakozások emelkedni tudtak. Ez az árfolyamcsökkenéssel karöltve az előrettekintő 12 havi P/E-k csökkenését hozta. Ezek még így is a 10 éves átlag felett járnak. Az S&P 500-hoz mért diszkontok tovább sülyedtek, így a 10 éves átlag környékére kerültek.

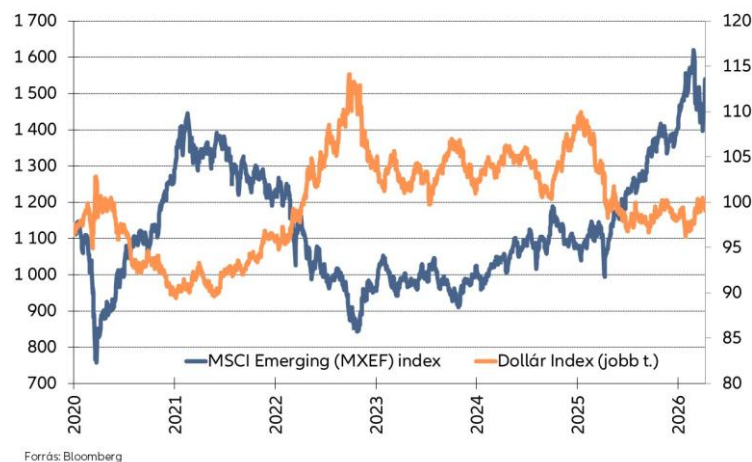
NEMZETKÖZI RÉSZVÉNYPIACOK - FELTÖREKVŐ

- A globális feltörekvőpiaci (MXEF) index az iráni háború kirobbanásáig felülteljesített. A gyenge dollár, a mérsékeltebb értékelttség és a magas súlyú (kb. 33%) technológiai szektor szárnyalása támogatta ezt. A háború miatti risk-off hatására a negyedévet végül kisebb mínuszban zárta (-0,5%). A közel-keleti olaj és földgázexport legnagyobb célpiaca Ázsia, emellett a tajvani héliumimport jelentős része is innen érkezik. Ez a chipgyártási eljárások esetében nélkülözhetetlen. Mindez magyarázza a memóriachip gyártó nagyhatalom Dél-Korea tőzsdéjének megnövekedett bétáját. A május 14-15-re halasztott Trump - Hsi Csin Ping találkozó kiemelten várt esemény.
- Az év elején még a mérséklődő gazdasági aktivitástól való félelem érezte hatását az olajpiacon. A növekvő geopolitikai feszültség hatására a 60 dollár/hordó körüli árfolyamszintekről rugaszkodott el az árfolyam. A Hormuzi-szoros „lezárásával” és az olajipari létesítmények (tározók, finomítók, vezetékek) elleni támadásokkal párhuzamosan gyorsan 100 dollár feletti árfolyamokat láthattunk. A Brent esetében, járt 120 dollár környékén is az olajár. Az infrastruktúrában esett károk következtében még a Hormuzi-szoros újrainyitása esetén is tartósan magasabb árakra érdemes felkészülni. Az olajár stabilizálása érdekében az IEA az OECD országok készleteinek kb. 1/3-át (400 millió hordó) piacra bocsátja, ám ez csak átmenetileg nyújt megoldást. Később ezen készletek visszatöltése prioritást fog élvezni. A becslések szerint Kína is hasonló méretű tartalékkal rendelkezhet. A kínai és indiai olajszállító tankerek korlátozottan (Iránnal történt egyeztetést követően) áthaladhatnak a szoroson.

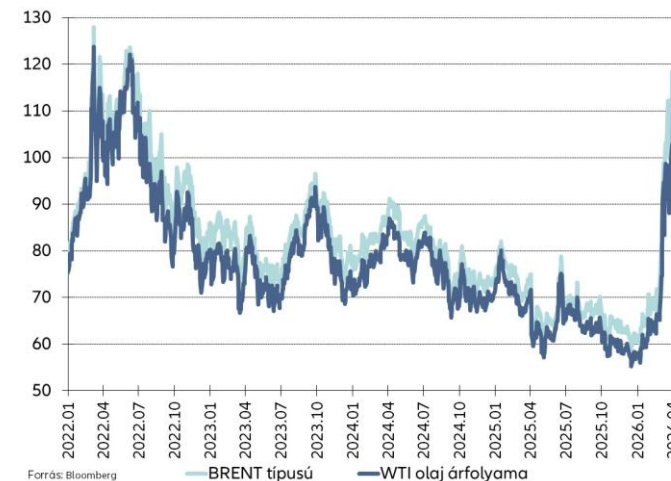
Feltörekvő piacok teljesítménye dollárban 2026 Q1



MXEF index és a dollár index alakulása



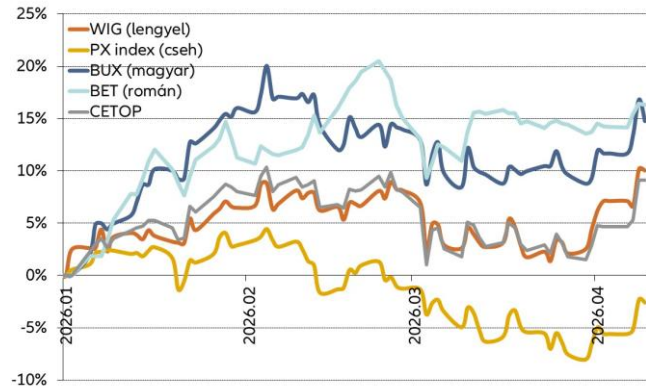
Olajárak alakulása (dollár/hordó)





RÉGIÓS RÉSZVÉNYPIACOK

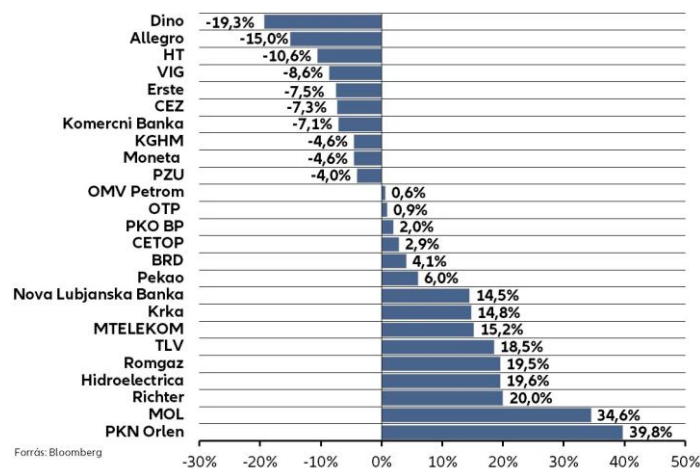
Régiós részvényindexek teljesítménye 2026 Q1



Forrás: Bloomberg

- A kezdeti erősödést követően a régió részvényindexeknél is elromlott a hangulat. A román, a magyar és a lengyel tőzsde még így is jelentősebben tudott erősödni Q1-ben. A cseh alulteljesítő volt. A régiós devizák közül a zloty és a cseh korona gyengült az euróhoz képest, ami ellenszemet jelentett az euróban számolt index esetén. Így összességében 2,9%-kal tudott erősödni az első negyedévben a közép-kelet európai benchmark.
- A régióban is főként a defenzív szektorok és az energiaipari vállalatok esetében láthattunk felülteljesítést. Legnagyobb mértékben a lengyel PKN tudott erősödni, majdnem 40%-kal. Március második felében azonban elfogyott a vételi erő a lengyel kormány intézkedéseinek következtében. A Q1 végén bevezetett üzemanyagárplafon mellett az áfát és a jövedéki adót is csökkentették átmenetileg. A költségvetési hatások ellentételezése érdekében pedig újabb extraprofitadó kivetését is tervezik. A részletszabályok áprilisban várhatóak.

CETOP részvények teljesítménye 2026 Q1



Forrás: Bloomberg

- A régiós index eredményvárakozása (előretekintő 12 havi EPS) továbbra is dinamikus emelkedett, így a P/E alapú árazás visszacsökkent a 10 éves átlag környékére (9,8). A globális (fejlett és feltörekvő) részvénypiacokhoz képest csökkent az árazási diszkont. Az orosz-ukrán háború előtti szintekhez képest továbbra is jelentős a potenciál. Persze itt azt is meg kell jegyezni, hogy a közel-keleti háború az oroszoknak kedvez. Elég a magas olajárakra, az USA szankciók alóli átmeneti mentességre (pl. India átmeneti engedélye, a tengeren „ragadt” orosz olajkészletek értékesíthetősége) és a légvédelmi eszközök (pl. Tomahawk rakéták) megugró keresletére gondolnunk. Persze előbb-utóbb bekövetkezhet a békekötés, de jelentősen romlott az ukrán alkupozíció.
- Április 1-jétől a Hrvatski Telekom részvénye kiesik a CETOP-ból, helyette visszakérül a román Nuclearelectrica.



HAZAI RÉSZVÉNYPIAC

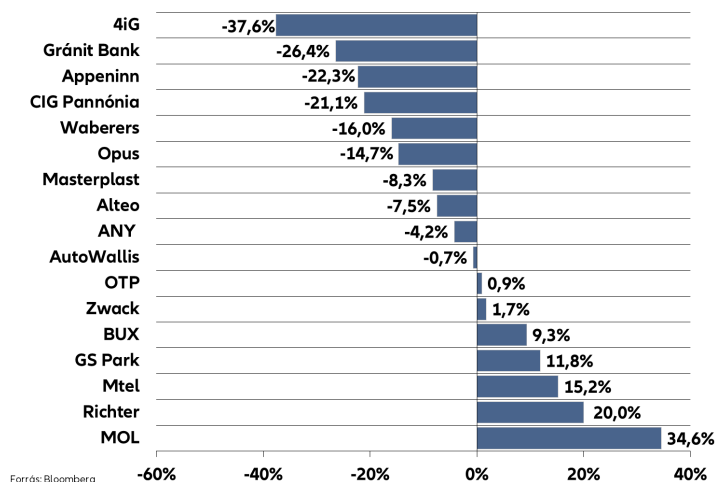
- Februárig kimagaslóan tudott emelkedni a BUX, így Q1-et végül 9,3%-os pluszban zárta. Ehhez hozzájárult a külföldi befektetők megnövekedett étvágya is. A forintot a magas kamatkülönbözet és az infláció várt feletti csökkenése is segítette. Az MNB 25 bázisponttal 6,25%-ra vágta az alapkamatot. A háború kirobbanását követő energiaárrobbanás persze itt is átrajzolta a képet.
- Az OTP is remekül indított, ám a nemzetközi környezet romlása végül elmosta az emelkedést. Technikai tételek hatására Q4-ben minimálisan várt alatt alakult az eredmény (297 milliárd forint). Az alapfolyamatok (hitelállományok, kamatmarzsok, díjbevételek kockázati költségek) azonban rendben vannak, egyedül a működési költségek növekedése negatívum. A tavalyi évet így 1.146 milliárdos rekord eredménnyel zárta. Az osztalékra elkülönített 300 milliárd mellett részvényvisszavásárlásokra és akvizíciókra is bőven akad forrás.
- Hosszú évek oldalazását követően elszállt a MOL árfolyama. Az olajár mellett közrejátszott, hogy a cég kedvező áron szerezheti meg a szerb NIS többségi tulajdonrészét. A Q4-es (877 millió dollár) és a tavalyi évi tisztított EBITDA (3,4 milliárd dollár) is várt felett alakult. Egy január végi támadás következtében ismét leállt a szállítás a Barátság kőolajvezetéken. Helyreállítása politikai megegyezést igényel, hetekig elhúzódhat. A kormány a stratégiai tartalékokból való készletfelszabadítás mellett védett árat vezetett be a benzinre (595 Ft/l) és a gázolajra (615 Ft/l). Emellett a jövedéki adó is csökkentésre került, az eredményhatás marginális lehet.
- A Richter is magára talált és később is kifejezetten jól tartotta magát. A kiváló Q4-es számok (tisztított EBIT 91,7 milliárd forint), a Concorde céláremelése (15.290 forintra) és a jelentős forintgyengülés is segítették ezt.
- Visszatért az MTEL lendülete, is igaz a 10 éves állampapírhozam 7% fölé emelkedése okozott némi megingást. A Q4 vártnak megfelelően alakult, az osztalékfizetés alapjául szolgáló éves eredmény 207 milliárd forint lett. Ebből várt feletti kifizetést javasol a menedzsment (részvényenként kb. 155 forint osztalék és 55 forint visszavásárlás).

Részvényindexek előretékintő 12 havi P/E árazása



Forrás: Bloomberg

BUX részvények teljesítménye 2025



Forrás: Bloomberg

POZÍCIÓK A NEGYEDÉV SORÁN

Állampapírok, duration súlyok

- Az éven túli lejáratokon január-februárban enyhe duration felülsúlyt tartottunk, mert a hozamcsökkenés irányába mutattak az inflációs folyamatok és a piaci trend is kedvező volt. Március első kereskedési napján már adtunk el kötvényeket, és így a negyedév utolsó hónapjában volt a pozíció enyhe duration alulsúlyban is, de magasabb szinteken vásároltunk is, mellyel a negyedév végét semleges közeli kockázattal zártuk.
- Változó kamatozású államkötvényekben inkább eladók voltunk, mert a feláraik nagyon besűkültek.
- DKJ-kban sokszor voltunk eladók hosszabb értékpapír vásárlása miatt, illetve március elején a kamatvágások kiárazódásával. De aukciós vételünk is volt, március végén is.

„Feláras” kötvények

- MFB és EXIM államilag garantált kötvényekből, fix Erste és változó MBH jelzáloglevelekből vettünk aukción, mivel lejáratig várhatóan tarthatók, állampapírhoz közeli a hitelkockázatuk és felárat is biztosítanak.

„Zöld” kötvények

- A negyedév során 2051/G államkötvényből és EJZFN32/A jelzáloglevélből is vásároltunk.

Részvények

- A negyedév során folyamatosan voltak egyedi értékpapírkiválasztásaink a régiókban, melyet összességében enyhe felülsúlyban tartottunk. A román piacon volt/van kisebb alulsúly. A negyedév végére a pozíciókat csökkentettük. Érdemi felülsúlyunk OTP részvényből maradt.
- A globális részvénypiacok tekintetében USA alulsúlyt tartottunk, melyet a negyedév forduló közelében semleges szintre emeltünk.

EGYÉB TÁBLÁK, ADATOK, INFORMÁCIÓK

4





ALACSONY MINŐSÍTÉSŰ HITELVISZONYT MEGTESTESÍTŐ ÉRTÉKPAPÍROK PORTFÓLIÓNKÉNT 2026.03.31-ÉN

Alacsony minőségű hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok 2026.03.31-én			
Portfólió	Értékpapír megnevezése	Névérték	Minősítés oka
			Nincs ilyen értékpapír



SFDR, SFDR RTS ÉS TAXONÓMIA RENDELET SZERINTI JELENTÉS 2026.03.31-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.