

# VAGYONKEZELŐI BESZÁMOLÓ

## ALLIANZ ÖNKÉNTES NYUGDÍJPÉNZTÁR

2026. II. NEGYEDÉV

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

2026.07.09.





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

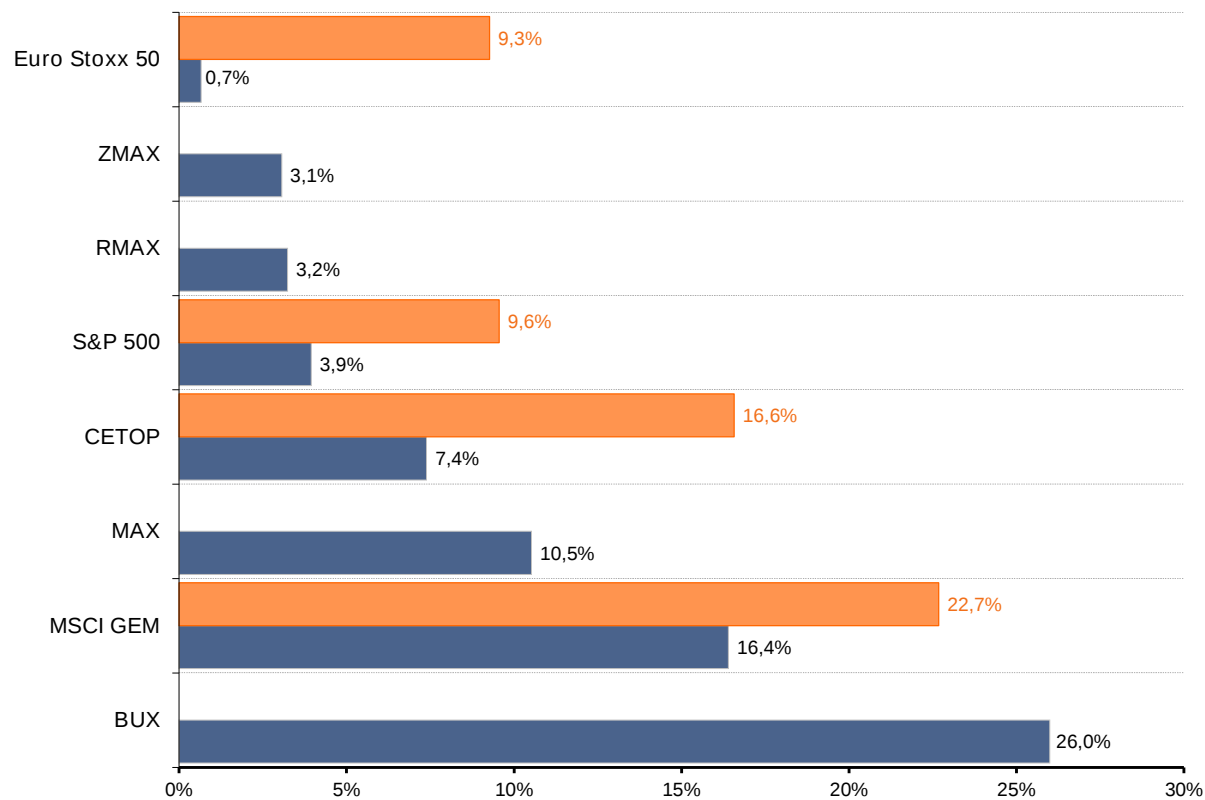
# BENCHMARK HOZAMOK ÉS TELJESÍTMÉNYEK

# 1





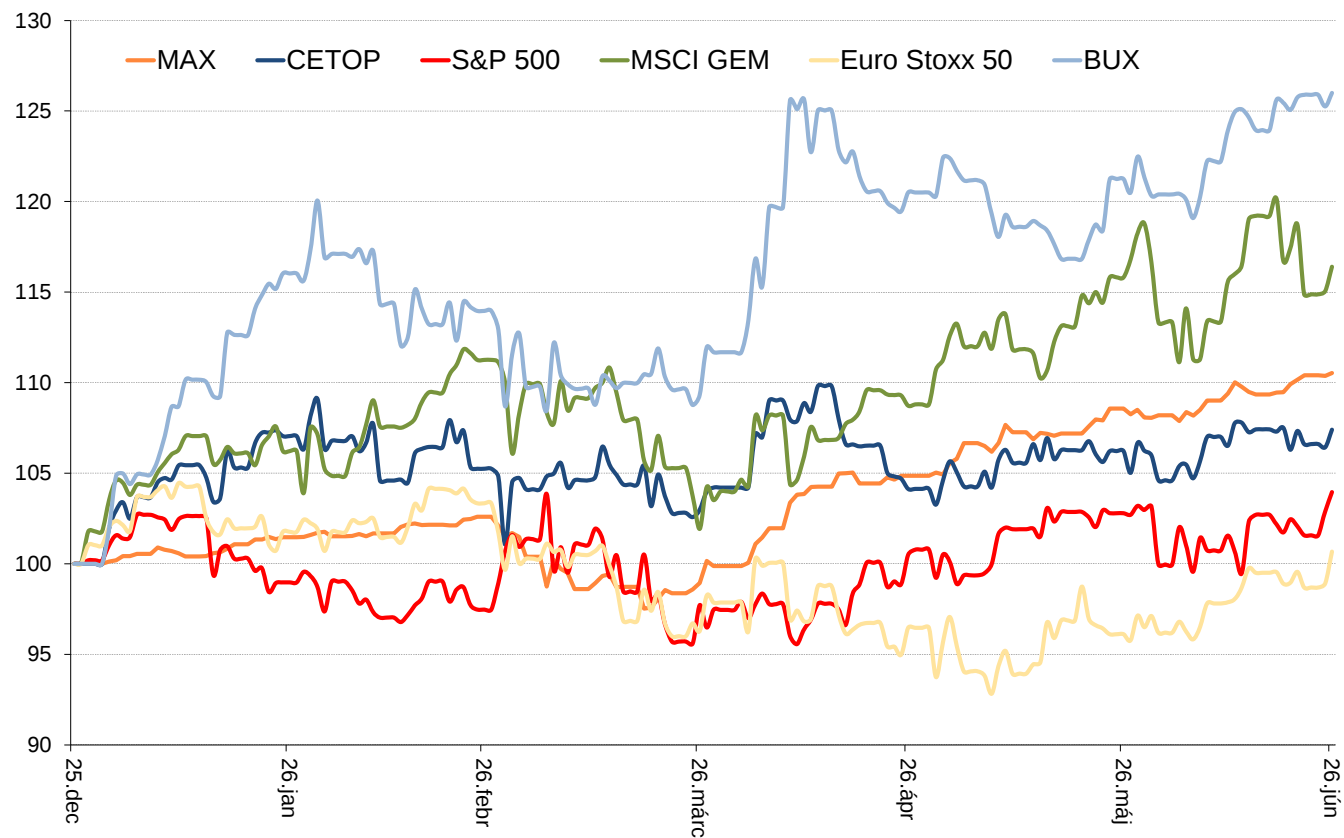
## FŐBB INDEXEK TELJESÍTMÉNYE 2026 YTD (HUF ÉS SAJÁT DEVIZA)



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő



## FŐBB INDEXEK ALAKULÁSA 2026 (HUF)



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

# MAKROGAZDASÁGI ÖSSZEFOGLALÓ

# 2

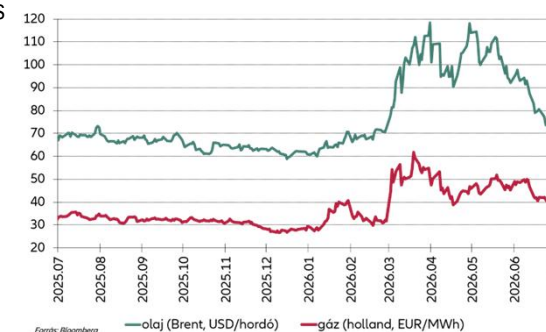




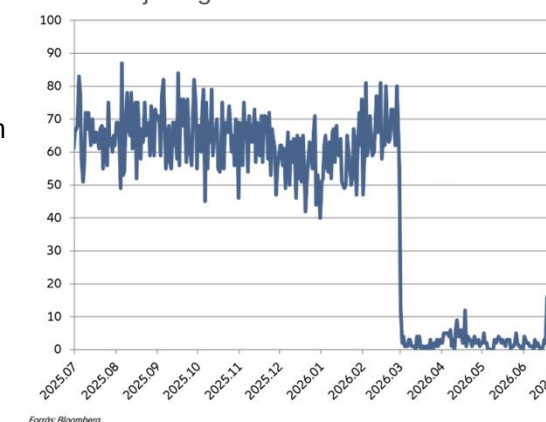
# IRÁNI HÁBORÚ

- 2026.02.28-án kezdte meg az USA és Izrael az összehangolt katonai műveletet Irán ellen. Ennek során az iráni vezetés már az első napokban elveszítette számos tagját, és jelentősen csökkent az ország légvédelmi, rakéta-/drónkilövő képessége és haditengerészete. Irán válaszul rakéta- és dróncsapásokat hajtott végre, melyek részben amerikai katonai és üzleti érdekeltségeket, másrészt a térség olaj és gáz infrastruktúráját célozták.
- A későbbi megállapodásokhoz a fő tárgyalási erőt ugyanakkor az jelentette, hogy Irán le tudta zárni a Hormuzi-szorost, ahol a világ olajforgalmának nagyjából ötöde áthalad. Az olajtermelő országok egy részének azonban voltak kerülő megoldásai, az amerikai termelés is nőtt, számos szankciót felfüggesztettek (pl. Iránnal és Oroszországgal szemben), ezek mellett az olajtartalékok felszabadítása is az olajárak „elszállása” ellen hatott.
- 04.08-án tűzszünetről jöttek hírek, aminek része volt a Hormuzi-szoros megnyitása. Ezt követően a nagyobb összecsapások helyett a kölcsönös fenyegetések váltak a dominánssá, viszont a szoros ténylegesen nem nyílt meg. Az USA erre tengeri blokáddal válaszolt, melynek célja az iráni gazdaság megroppantása volt. Az amerikaiak nem tudták teljesen feloldani a szoros iráni lezárását, azonban a későbbiekben a vezetők felfedték, hogy kisebb hajókkal az Ománhoz közeli tengeri folyosón sikerült lényeges olajmennyiséget átszállítani.
- A magasan ragadt olajárak, a gyorsan csökkenő nemzetközi olajtartalékok és egy világszintű gazdasági visszaesés növekvő esélye engedékenyebbé tették az amerikai elnököt, és számos korábbi vörös vonalat átlépve végül június közepén aláírták a felek a békekötés keretrendszereként értelmezhető szándéknyilatkozatot.
- A világ számára a legfontosabb, hogy döntöttek a szoros 60 napos megnyitásáról. A következő napokban látszott, hogy ezúttal ténylegesen megnőtt a hajóforgalom. A jövőre nézve azonban kérdés, hogy Irán el tudja-e érni, hogy valamiféle vámot szedjen az áthaladó szállítmányokra. A háború megindításának fő céljában, az iráni nukleáris képességek korlátozásában szintén látszik előrelépés, azonban még nem nyilvánvaló, hogy ténylegesen miben sikerül megállapodni.

Olaj- és gázár



Hajóforgalom a Hormuzi-szoroson

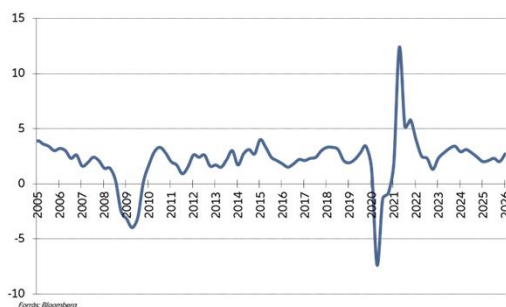




# USA GAZDASÁGI ADATOK

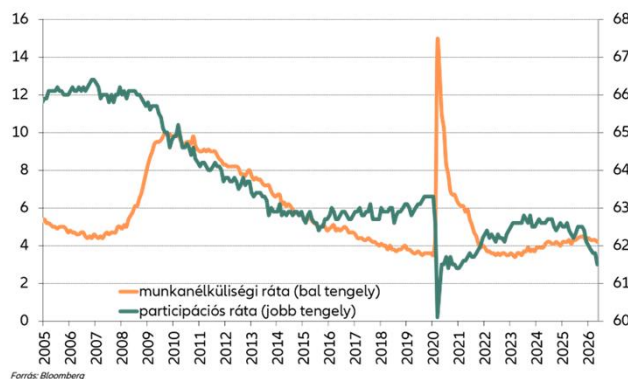
- Az előző negyedévben a hosszú kormányzati leállás miatti szerény, 0,1%-os negyedéves (negyedév/negyedév, nem évesített) növekedést láttunk, ám az idei első negyedév már ismét 0,5% körüli bővülést hozott. Az év/év adat is nőtt, 2,7% lett. A Bloombergnek leadott növekedési előrejelzések 2026.07.06-án 2,1%-ot mutatnak az idei évre és jövőre is (az előbbi feltehetőleg az iráni konfliktus miatt kissé alacsonyabb, mint amit negyedéve láttunk).
- Kínával a kereskedelmi kapcsolatok a 2025. második félévben nagyban rendeződtek, de a helyzetet teljesen megnyugtatónak nem lehet jellemezni. A két vezető találkozóját az iráni háború miatt elhalasztották de május közepén végül Trump elnök Kínába látogatott, ahol voltak amerikai részsikerek (pl. mezőgazdasági termékek, Boeing rendelések), de áttörésről semmiképpen nem beszélhetünk (pl. vámok, NVIDIA chippek). A kínai elnök hangsúlyozta Tajvan fontosságát, és feltehetőleg egyeztettek Iránnal kapcsolatban is, mivel Kína a hagyományos kínai-iráni együttműködés ellenére az USA-iráni háború során végig visszafogott volt. Szeptemberben várható a következő magas szintű találkozó.
- Továbbra is fontos kérdés az AI beruházások megtérülése, illetve általános gazdasági hatása (növekedés, infláció).
- A munkanélküliségi ráta enyhén csökkenő pályán van, az új munkahelyek bővülése is jellemzően várt feletti. A bérnövekedés lassan, de lejjebb araszol.
- Az iráni konfliktus elején gyorsan emelkedő olajár növelte az inflációs félelmeket, azonban a harci cselekmények csökkenésével és a Hormuzi-szoros forgalmának növekedésével bizakodóbbak lehetünk. A májusi tényadat még magas (4,2%). Az elemzők jelenleg 3,4%-ot várnak az idei évre, ami egyezik a negyedévvél korábbival.

USA reál GDP növekedése (év/év)

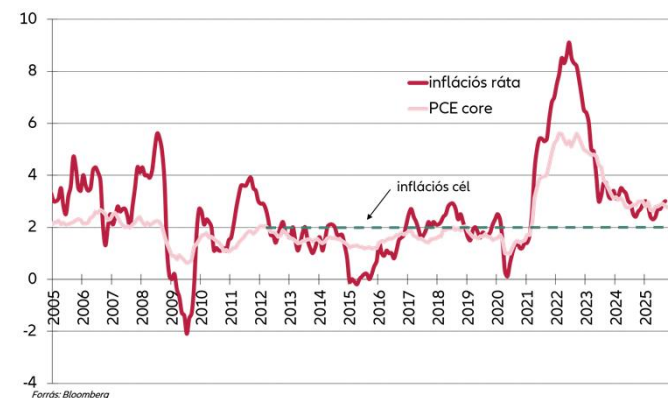


Vagyonkezelői beszámoló | Allianz Alapkezelő Zrt. |  
© Copyright Allianz 2026. július 9.

USA munkaerőpiac



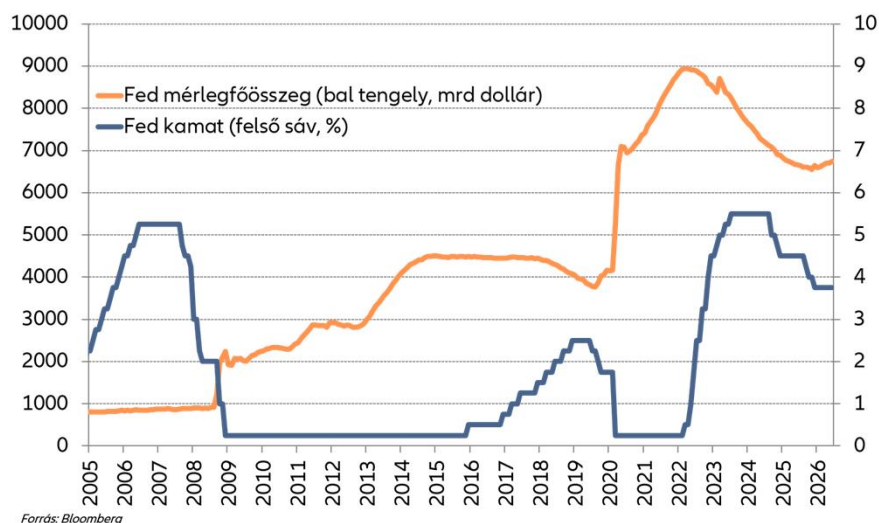
USA infláció





# USA – MONETÁRIS POLITIKA

USA monetáris kondíciók



- Júniusban láthattuk először Kevin Warsh-t Fed elnöki minőségben. A kamatszinteket tartották (3,5-3,75%), a döntés utáni közlemény és sajtótájékoztató is rövidebb lett. A jövőbeli kamatpályára vonatkozó úgynevezett előretekintő iránymutatást (forward guidance) a Fed már nem ad. Warsh korábbi megnyilvánulásai alapján a döntéshozói várakozásokat sem biztos, hogy a jövőben nyilvánosságra hozzák majd. A változások hátterében az áll, hogy az új Fed elnök szerint ezzel a gazdasági adatok értelmezése során a piacok túlságosan a Fed kamatdöntéseire koncentrálnak.
- Számos reform is jöhet még a Fed-del kapcsolatban a következő hónapokban. A főbb témakörökre munkacsoportok jöttek létre külsős (akadémiai és piaci) szakemberek bevonásával. A vizsgált kérdések: kommunikáció, mérleg, gazdasági adatok, munkaerőpiac, inflációs keretrendszer. Ami lényeges, hogy a 2%-os inflációs cél megmarad, és Warsh többször kiemelte, hogy a Fed elkötelezett a cél elérésében.

- A határidős piacok még év elején 2026. decemberére 2-3 darab 25 bázispontos vágást áraztak. Az iráni események hatására ez kiárazódott. A júniusi Fed ülés (inflációs cél hangsúlyozása) pedig némi kamatemelési félelmet hozott.
- A Fed mérlegével kapcsolatban új döntés nem született, a „bőséges tartalékok” rendszerének megfelelően enyhén növekvő mérleget látunk, ahol 3 éven belüli hátralévő futamidejű amerikai állampapírok az új vásárlások, a lejáratok (jelzálogfedezetű értékpapírok is) pedig kincstárjegyekbe kerülnek újrabefektetésre.
- A Fed döntéshozók a 2026-os GDP növekedésre vonatkozó előrejelzésüket júniusban mérsékeltek kissé (2,2%-ra), 2027-re továbbra is 2,3%-ot várnak. A PCE inflációra és maginflációra vonatkozó 2026-os várakozás lényegesen emelkedett (2,7-2,7%-ról 3,6 illetve 3,3%-ra). 2027-re minimális a várakozások emelkedése.



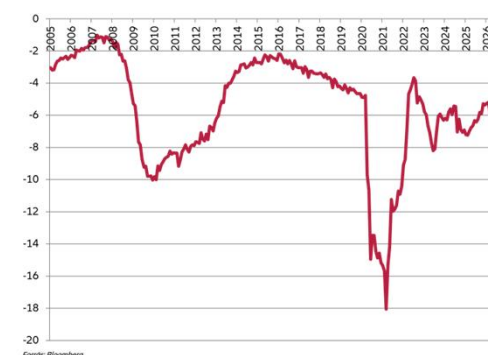
# USA ÁLLAMPAPÍRPIAC

- Az iráni konfliktus során a dollár tudott erősödni kissé, de az államkötvények gyengültek, mivel a befektetők inflációs várakozásai emelkedtek. Március vége felé már megjelentek a vevők, akik azzal számoltak, hogy az olajár keresleti sokkot is hozhat a gazdaságban és emiatt kamatvágás jöhet, vagy legalábbis mégsem lesz szükség a jegybanki kamatok emelésére.
- A második negyedév még kötvénypiaci gyengülést hozott, de májusban már látszott, hogy a nyílt összecsapásokat tárgyalások váltják fel, az olajpiac számos ponton a vártnál jobban alkalmazkodott és a Hormuzi-szoroson is kezdett a forgalom megjelenni.
- Fontos eleme volt a júniusi Fed sajtótájékoztatónak az inflációs cél fontossága, ez okozott is némi kötvénypiaci gyengülést (főleg a monetáris politikára érzékenyebb 2 éves szegmensben), mivel erősítette a kamatemelési várakozásokat. Hosszú távon ugyanakkor elképzelhető, hogy ez inkább a dollár értékének a megőrzése és az inflációs várakozások mérséklésével a hosszú kamatok *csökkentése* irányába hat.

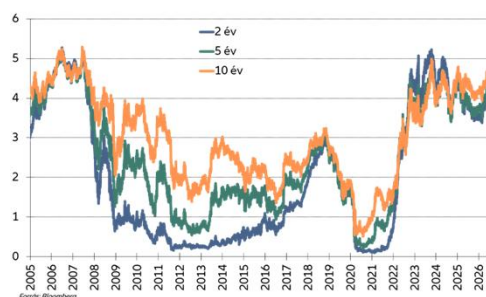
EURUSD árfolyam



USA szövetségi deficit/GDP (gördülő, %)

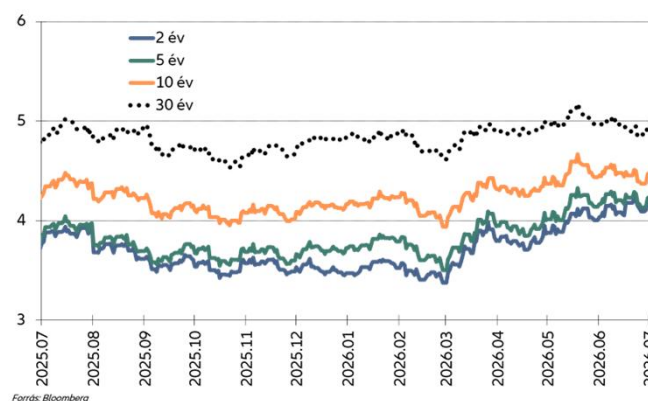


Állampapír hozammozgások

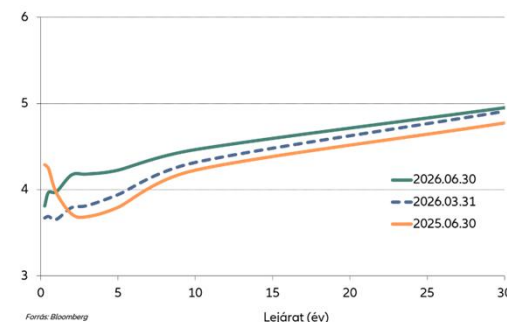


Vagyonkezelői beszámoló | Allianz Alapkezelő Zrt. |  
© Copyright Allianz 2026. július 9.

Állampapírpiac az elmúlt évben



Hozamgörbe

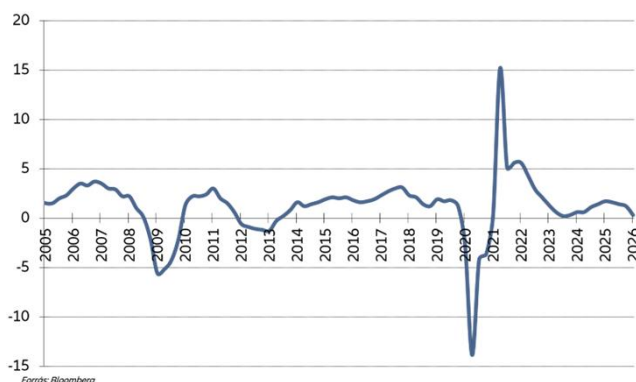




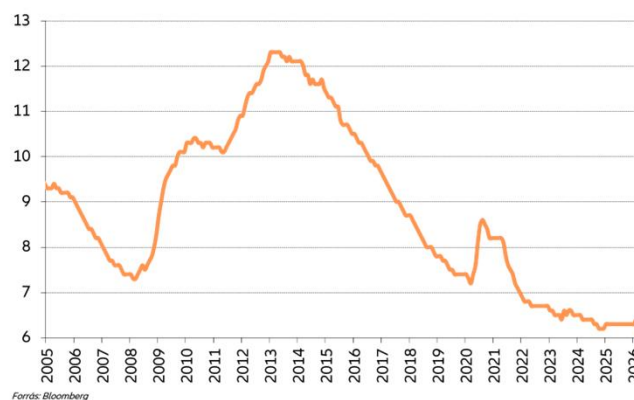
# EURÓZÓNÁS GAZDASÁGI ADATOK

- Az eurózóna gazdasága 2026 első negyedében 0,2%-kal szűkült (negyedév/negyedév). Az év/év reál GDP növekedési adat is 0,3%-ra mérséklődött. A Bloombergnek küldött előrejelzések középtérte 2026-ra ismét csökkent, jelenleg 0,6%-ot látunk (2027-re a várakozás 1,2%). A kiskereskedelmi eladások növekedési üteme továbbra is visszafogott, 1-2% körüli, az ipari termelés áprilisi változása (év/év) pedig csak enyhén pozitív.
- Az emelkedő energiaárak az EU-t hátrányosabban érintik, mint az Egyesült Államokat. Az olaj és gáz esetében Oroszországról részben pont az arab államok felé történt az import szerkezetének súlypont-eltolódása, a saját kitermelés környezetvédelmi okokból csak korlátozottan emelhető. Az iráni események újabb lökést adhatnak a zöldenergia-beruházásoknak.
- A munkanélküliségi ráta továbbra is alacsony, lényegében 2024 végétől hasonlóan erős értékeket látunk.
- Az eurózóna inflációja áprilisa 3%-ra, majd a következő hónapban 3,2%-ra nőtt. Az elemzői várakozásoknál jobb júniusi előzetes érték (2,8%) ugyanakkor bizakodásra ad okot. A maginfláció májusban 2,6% volt, de június itt is kis enyhülést hozott (2,4%).

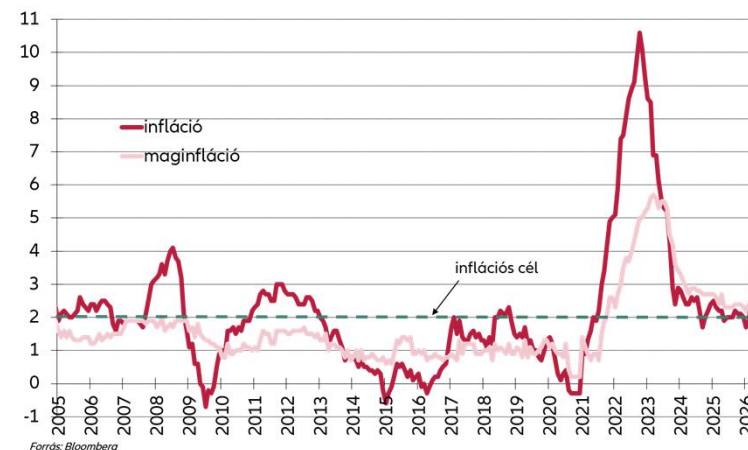
Eurózóna reál GDP növekedés (év/év)



Eurózóna munkanélküliségi ráta



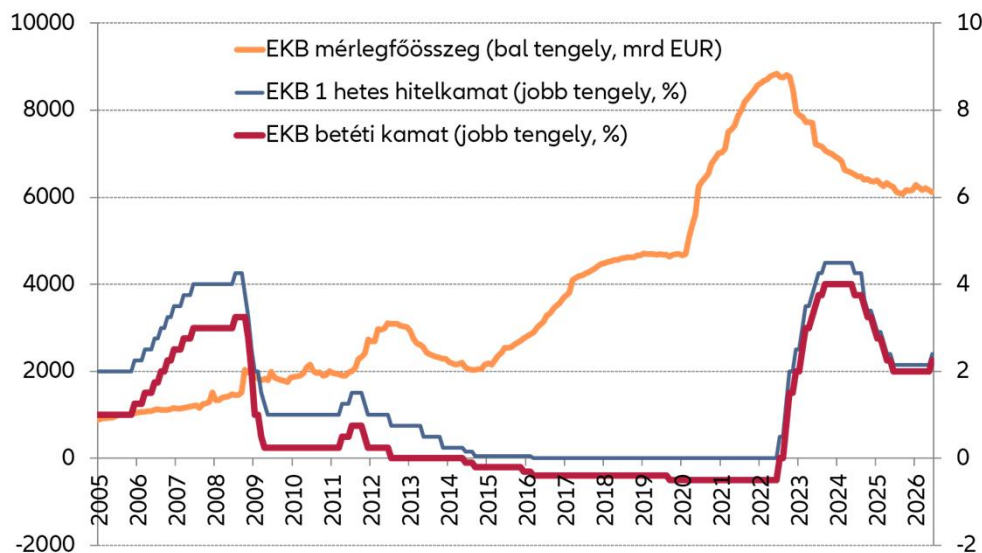
Eurózóna infláció





# EKB – MONETÁRIS POLITIKA

EKB monetáris kondíciók



Forrás: Bloomberg

- Az EKB az inflációs kockázatok miatt júniusban a piaci várakozásoknak megfelelően 25 bázisponttal, 2,25%-ra emelte az irányadó betéti kamatát. A döntés utáni közlemény igyekezett a kamatemelési ciklus látszatát elkerülni (adatfüggő, ülésről-ülésre döntések), de a későbbi döntéshozói megnyilatkozások további szigorítást jeleztek előre. Az olajpiaci helyzet megnyugvását követően azonban az EKB elnöke már kevésbé „héja” üzeneteket küldött, ami mérsékelte a kamatemelési várakozásokat.
- A jövőbeli kamatváltozások tekintetében az iránymutatást (forward guidance) ezúttal sem változott. A döntéshozók ülésről ülésre döntenek, alapvetően három fő kérdéskör figyelembevételével: inflációs kilátások a megjelent gazdasági és pénzügyi adatok fényében, a mögöttes inflációs folyamatok és a monetáris transzmisszió erőssége.

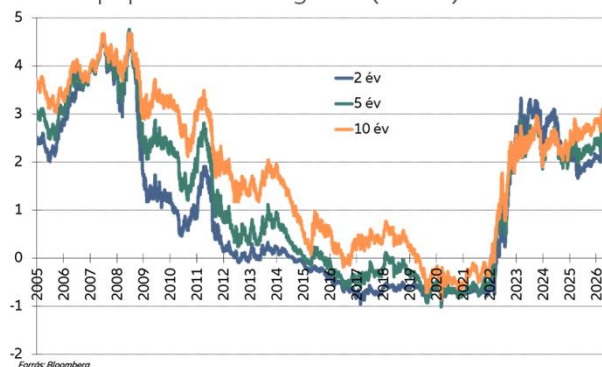
- Míg az év elején a piac gyakorlatilag nem várt változást év végéig az EKB irányadó kamatában, márciusban már 2-3 emelés látszott. Az EKB júniusi üléséhez kapcsolódó kommunikáció is ebbe az irányba mutatott, az iráni helyzet javulásával párhuzamosan viszont kicsit kezdtek az árazások a tartás felé tolni.
- Az EKB elemzői stábjában a 2026-os inflációt a márciusi 2,6% helyett most 3%-ra várja, míg a későbbi évekre vonatkozóan csak kisebb módosításokat láttunk. A maginflációs előrejelzés is emelkedett. A gazdasági növekedés kapcsán csak minimális változásokat látunk. Az EKB szerint 2026-ra 0,8% lehet az eurózona reál GDP növekedése.
- A negyedéven a mérleggel kapcsolatban döntés most sem született. A korábbi években végrehajtott összes értékpapír-vásárlási program állományai a lejáratok ütemében folyamatosan csökkennek.



# EURÓZÓNÁS ÁLLAMPAPÍRPIAC

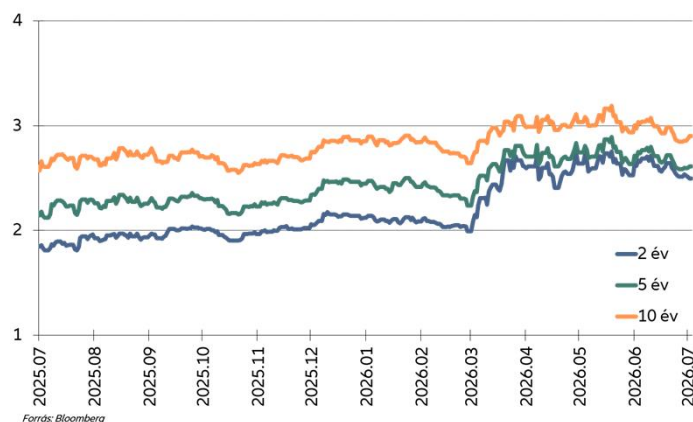
- Az eurózána kötvénypiac 2025 elejétől folyamatos nyomás alatt áll, mivel a tagállamok költségvetési hiánya magas, miközben a védelmi, energetikai és infrastrukturális kiadások finanszírozási igénye nőtt.
- Mivel az EU-nak számottevő a kitettsége a Hormuzi-szoros irányába, ez az iráni konfliktus kirobbanását követően a hozamok megugrása felé hatott, bár hosszabb kitekintésben ez inkább csak mérsékelt gyengülésnek nevezhető. A kéthetes áprilisi tűzszünet bejelentését követően egy gyors rallyt láttunk az európai kötvénypiacon, akár 20-30 bázispont nagyságrendben, de mivel a szoros végül mégsem vált átjárhatóvá, inkább még csak a konszolidáció felé haladtunk. Május közepétől – az USA piachoz hasonlóan – enyhe erősödés bontakozott ki.
- Az olasz és a francia kötvények német állampapírokhoz képest mért felára is megnőtt a kockázatvállalási hajlandóság visszaesésével párhuzamosan, de „elszállás” itt sem volt, és áprilistól lassú javulást figyelhettünk meg. Az EKB továbbra is rendelkezik olyan eszközzel (TPI) amivel célzottan csökkentheti egy-egy ország állampapír-piacának relatív gyengeségét, de az áprilisi mozgások még messze lehetnek attól, hogy ebben elérjék a döntéshozók ingerküszöbét.

Állampapír hozammozgások (német)



Vagyonkezelői beszámoló | Allianz Alapkezelő Zrt. |  
© Copyright Allianz 2026. július 9.

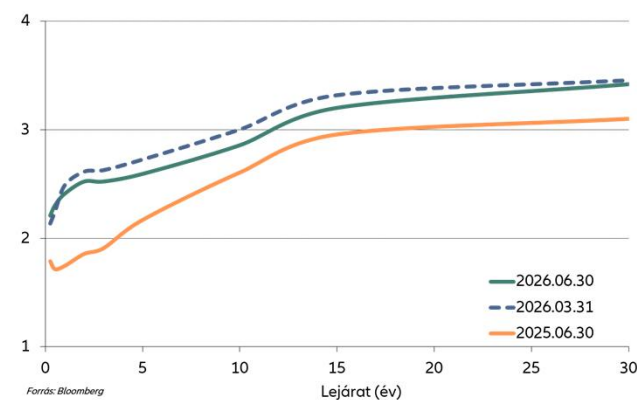
Állampapír hozammozgások az elmúlt évben (német)



A 10 éves állampapír hozamkülönbségek



Állampapír hozamgörbe (német)

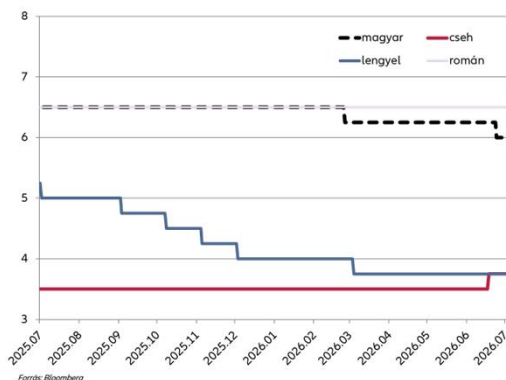




# RÉGIÓS PIACOK

- A lengyel infláció a februári adatig (2,1%) bezáróan csökkenő pályán volt. A kedvező folyamat annyira magabiztossá tette a lengyel jegybankot, hogy a március eleji ülésen az iráni események fényében is 25 bázispontos kamatvágás mellett döntöttek. Az infláció áprilisban 3,2%-ra emelkedett, de a júniusi előzetes adat már csupán 2,5%. A második negyedévben az alapkamat nem változott. A legfrissebb jegybankári nyilatkozatok inkább tartás esetleg további kamatcsökkentés irányába mutatnak. A PLN még a márciusi lazítás és a geopolitikai feszültségek miatt gyengült kissé, de összességében az árfolyam az euróhoz képest az elmúlt egy évben igen stabilnak mondható volt. A 10 éves hozamok közel egy százalékponttal kerültek márciusban feljebb, de az időszak végére már lényegében az év eleji szintek köszönnek vissza.
- A cseh infláció februárig 1,4%-ig mérséklődött, de a kedvezőtlen környezetben emelkedni kezdett. A cseh jegybank júniusban annak ellenére emelte az irányadó kamatot (25 bázisponttal, 3,75%-ra), hogy az olajárban már mérséklődés látszott. A hazai inflációs folyamatokban (magninfláció, bérnövekedés, pénzkínálat) látott tendenciákat ítélték kedvezőtlennek. A legfrissebb megszólalások alapján a lépés nem tekintendő egy szigorítási ciklus kezdetének, inkább megelőző intézkedésről, finomhangolásról van szó. A korona júniusi erősödésében a lépés szerepet játszhatott. A hozamok júniusban a februári szintek közelébe ereszkedtek.
- A román infláció augusztus óta 10% közeli szinten áll, és az iráni háború kissé ismét 10% fölé vitte a mutatót. A jegybank idén még nem változtatott a 6,5%-os alapkamaton. A devizaárfolyam némi gyengülést mutatott, a kötvénypiaci folyamatok lényegében a régiós mintázatot követték.

A régiós alapkamat szintek



Vagyonkezelői beszámoló | Allianz Alapkezelő Zrt. |  
© Copyright Allianz 2026. július 9.

A régiós devizák relatív teljesítménye



Adatok forrása: Bloomberg

10 éves kötvényhozamok



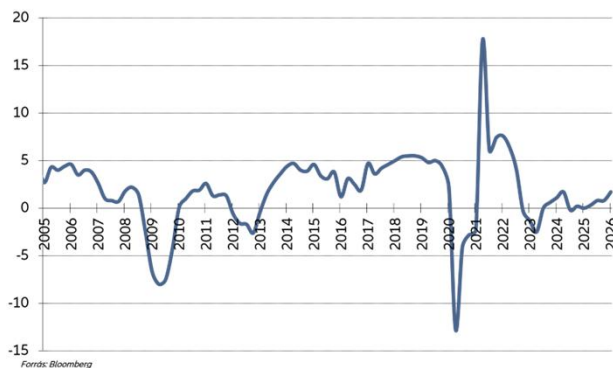
Forrás: Bloomberg



# HAZAI GAZDASÁGI ADATOK

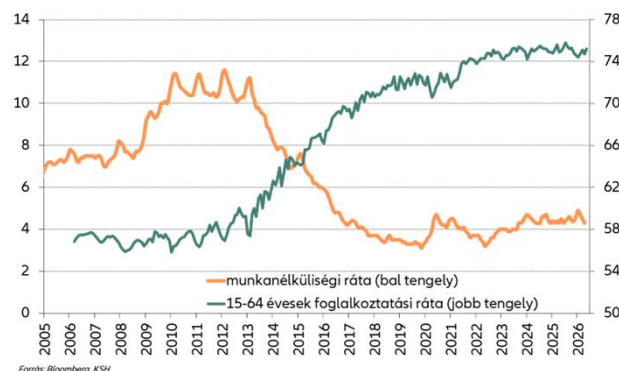
- A magyar GDP az első negyedében ezúttal kicsit magasabb, 0,8%-os bővülést mutatott. Az éves reálnövekedés 1,7% lett, ami a cseh és lengyel értéknél így is alacsonyabb. A kiskereskedelmi adatok (részben a választási pénzköltés hatására) élénkülés jeleit mutatják. Az ipari termelés ugyanakkor még mindig nem meggyőzően növekszik. A Bloombergnek nyilatkozó elemzők 2026-re már csak 1,8%-os növekedéssel számolnak (a júniusi inflációs jelentésben az MNB kicsit optimistábbá vált, 2%-ot prognosztizál).
- Az EU-s pénzek sikeres hazahozatala jelentős növekedési potenciált hordoz, de az euró bevezetéséhez szükséges költségvetési konszolidáció az ellentétes irányba hat. A fiskális kiigazítás mértékén ugyanakkor számos tényező segíthet. Ha ténylegesen kiszámíthatóbb lesz az állami beavatkozás (szektoradók, ár- és árréskorlátozások), ez javíthatja a beruházási hajlandóságot. A kedvező befektetői megítélés kapcsán eső kamatok mérséklék a költségvetés kamatterheit. A csökkenő kamatszint a vállalatok finanszírozási helyzetét is segíti, és a lakossági hitelezést is támogatja. A hozamesés lehetővé teszi a többes kamatszint felszámolását (államilag támogatott lakossági és vállalati hitelkamatok mellett magas alapkamat és lakossági kamatok) ezzel is csökkentve a deficitet.
- A munkanélküliségi ráta és a foglalkoztatottság az elmúlt időszakban nem mozdult el lényegesen. A bérnövekedés a minimálbér-emelés és az egyszeri kormányzati intézkedések hatására magasán maradt. A bérpolitika kapcsán az új adminisztráció visszafogottabbnak tűnik.
- Az inflációs folyamatok összességében igen kedvezőek, a májusi adat is 1,8% lett. A bázishatások és az erősödő forint mellett az alapfolyamatok is javulnak.

Magyar reál GDP növekedése (év/év)

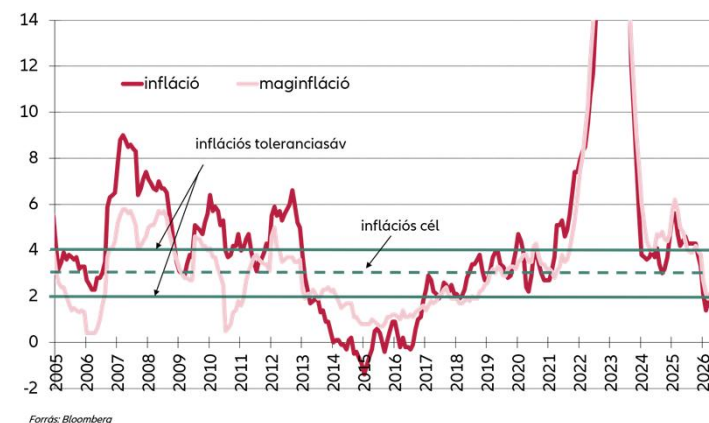


Vagyonkezelői beszámoló | Allianz Alapkezelő Zrt. |  
© Copyright Allianz 2026. július 9.

Hazai munkanélküliségi ráta



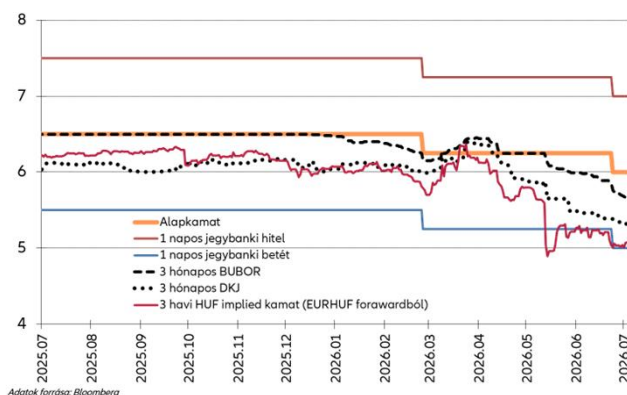
Infláció





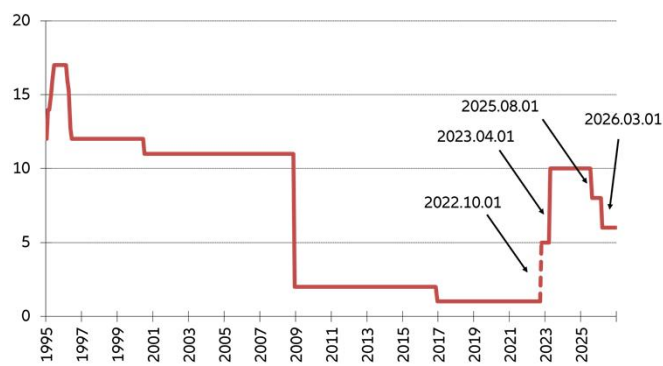
# HAZAI MONETÁRIS POLITIKA

## MNB kamatkondíciók és egyes pénzügyi kamatok



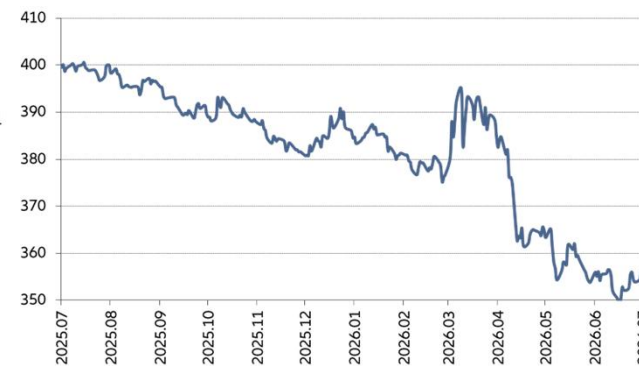
Adatok forrása: Bloomberg

## A kötelező tartalékráta alakulása



Adatok forrása: MNB

## EURHUF árfolyam



Forrás: Bloomberg

- Az iráni békekötésre irányuló szándéknyilatkozat aláírása lényegesen csökkentette a külső inflációs nyomás kockázatát, a hazai infláció adatok is rendre a vártnál kedvezőbbek lettek, a magyar kockázati megítélés (forint, állampapír-piac) és az új kormányba vetett befektetői bizalom (EU pénzek, euró bevezetés, kiszámíthatóbb, piacbarátabb gazdaságpolitika) is lehetővé tette az alapkamat 25 bázispontos vágását (6%-ra). Amennyiben nem lesznek rendkívüli események, a júliusi és az augusztusi ülésen is hasonló lépésekre számíthatunk, a szeptemberi infláció jelentés fényében pedig nem kizárt lazítás ezeken felül sem.
- Az MNB május közepén módosította a naponta meghirdetett FX swap eszközének visszaszámított kamatát. Ez ebben az eszközben 50 bázispontos kamatvágásnak felelt meg. A kamat ezzel a kamatfolyosó aljára került (akkor 5,25%). Ez némileg megnövelhette a külföldiek DKJ iránti érdeklődését, ami lenyomta a DKJ hozamszinteket.
- A 03.10-i nem kamatdöntős ülésen határoztak még arról, hogy az MNB biztosítja az energiaimport kapcsán megnövekedett devizaigényt. A júliusi ülés ennek az eszköznek a kivezetéséről döntött, hiszen az energiapiaci kockázat jelentősen mérséklődött és a forint is sokat erősödött az idei évben.
- Az MNB várakozása a 2026-os infláció kapcsán markánsan változott: 3,8% helyett 1,8% az új előrejelzés. A 3%-os inflációs cél a kormányzati árréskorlátozások feloldásával is tartható. A gazdasági növekedés kapcsán is kissé optimistább márciusúhoz képest az MNB elemzőgárdája: 1,7% helyett most 2%-kal számolnak.



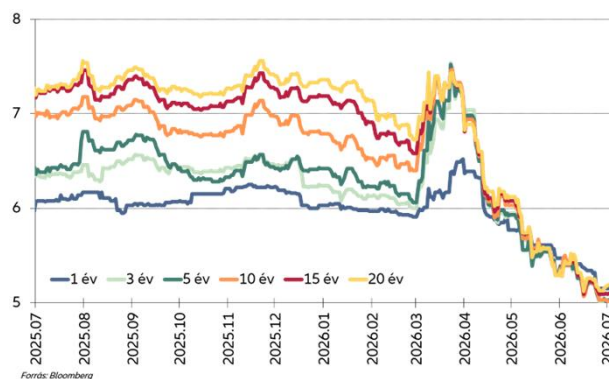
# HAZAI KÖTVÉNYPIAC

- § A magyar állampapír-piacon a márciusig látott erősödő trendet az iráni háború törte meg. A hosszú hozamok nagyságrendileg egy százalékponttal kerültek feljebb és a volatilitás is megnőtt. A elsőprő TISZA győzelem még azelőtt megfordította ezt, mielőtt a nemzetközi piacokon jelentős enyhülést láttunk volna. Néhány nap alatt a február végi szintek alá kerültünk, és lényegében a második negyedév végéig folyamatosan erősödést láttunk. A hitelminősítők is bizalmat szavaztak az új kormánynak, az S&P, a Moody's és a Fitch is helybenhagyta az ország adóbsesorolását. A külföldi szereplők állománya is tovább nőtt a negyedévben. A 10 éves hozamszint jegyzése a február végi 6,4% körüli szint után márciusban 7,8% közelében is járt (napközi adat), míg június végén már megközelítette az 5%-ot.
- § A fix államkötvények aukciói iránt az év elején kiugró érdeklődés mutatkozott, amit a választással kapcsolatos várakozások mellett az extraprofit adóval összefüggő intézményi kereslet is támogatott. A kibocsátó márciusra így relatíve kényelmes helyzetbe került, amikor a befektetői érdeklődés időlegesen visszacsökkent. Március végétől ugyanakkor ismét igen sok ajánlatot adtak be a befektetők az aukciókon. A legkedveltebbek a hosszú állampapírok voltak. Az ÁKK egyelőre jelentősen emeli a kibocsátásokat.
- § A zöld kibocsátások a negyedévben: két 2051/G aukció. Az áprilisi még a volatilis időszakban gyenge, míg a júniusi igen magas (110 milliárd) érdeklődés mellett zajlott.
- § A DKJ-k iránt is jellemzően élénk volt a kereslet. Több nagyobb lejárat (április és június), illetve a korábban említett MNB-s FX swap eszköz átárazás is támogatta ezt.
- § A változó kamatozású állampapírok kereslete januárban (feltehetőleg azt extraprofit adóval kapcsolatos intézményi vásárlásoknak köszönhetően) hatalmas volt (314 milliárd majd 114 milliárd), ezt követően igencsak elvékonyodott (2-30mrd). A júniusi aukció hozott ismét egészséges érdeklődést (52 milliárd).
- § A 2026-os finanszírozási terv időarányos teljesülése félévkor igen impresszív, a nettó éves terv 85%-a teljesült. Az intézményi nettó forint kibocsátás már jócskán a terv felett jár, de érdemes megemlíteni, hogy jelentős lejáratok lesznek az év második felében, másrészt, mivel az államháztartás a korábban véltől rosszabb állapotban van, így könnyen emelhetik még a következő hónapokban a kibocsátási tervet.
- § A 2026-ra tervezett deviza kibocsátás jelentős része az előző éveknek megfelelően januárban teljesült. Jelentős túlkereslet mellett 3 milliárd eurónyi kötvény került piacra. A kedvező piaci helyzetet kihasználva az ÁKK 2032 és 2037-es lejáratokra, jelentős túlkereslet mellett 1,5-1,5 milliárd euró forrást vont be július elején.
- § Az államilag garantált forint aukciók márciusig rendszeresek voltak, a második negyedévben ugyanakkor hiányoztak a piacról. Az új kormánynak hamarosan döntenie kell majd ezen intézmények finanszírozási stratégiájáról.
- § A forint jelzáloglevél-piac az intézményi oldalon forintban nem volt aktív 2026-ban. A lakáshitelek felfutása és a JMM változása 2026-ra kis élénkülést hozhat. De kérdés mennyi marad a forint piacon, hiszen látható eltolódás van a deviza kibocsátások felé (OTP, MBH).

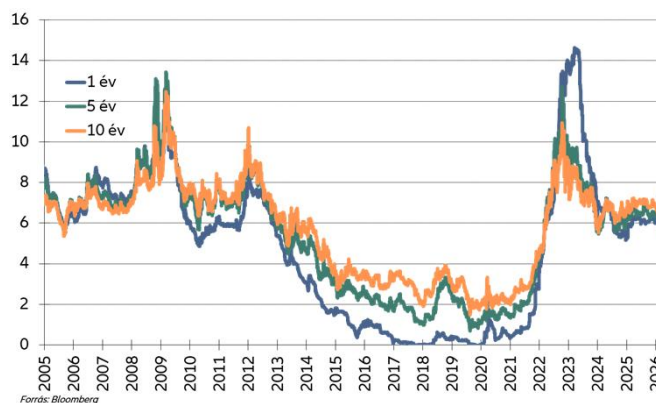


# HAZAI ÁLLAMPAPÍRPIAC - GRAFIKONOK

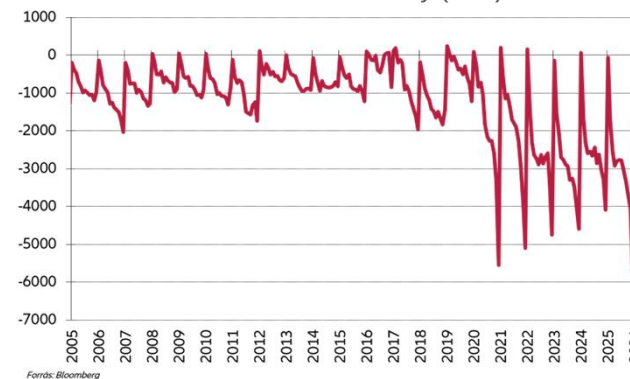
Állampapír hozamok az elmúlt évben



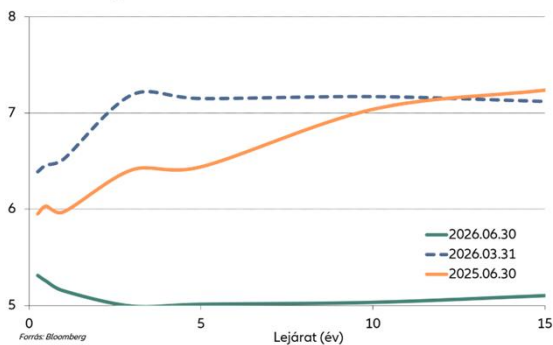
Állampapír hozammozgások



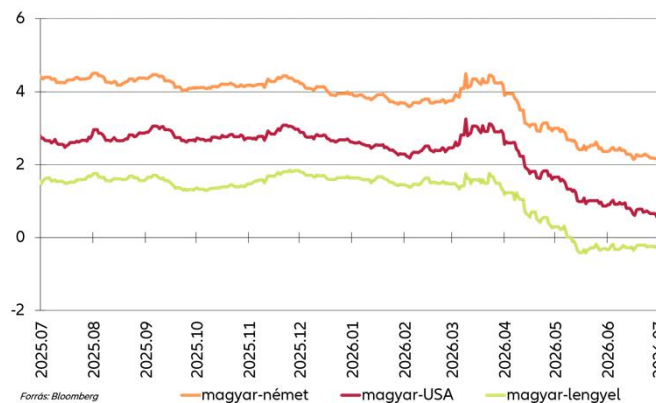
Kumulált államháztartási hiány (mrd)



Hozamgörbe



Nemzetközi összehasonlítás (10 éves futamidő)



Külföldiek HUF állampapír állománya (mrd)



RÉSZVÉNYPIACOK

3

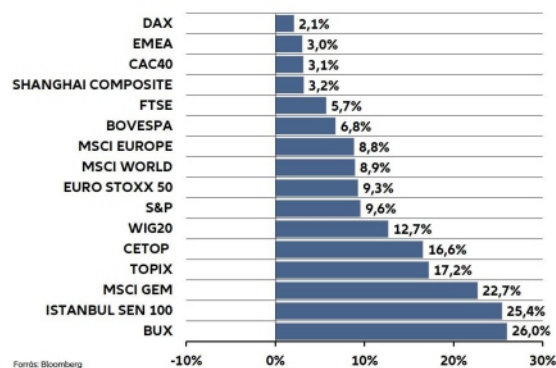




# NEMZETKÖZI RÉSZVÉNYPIACOK

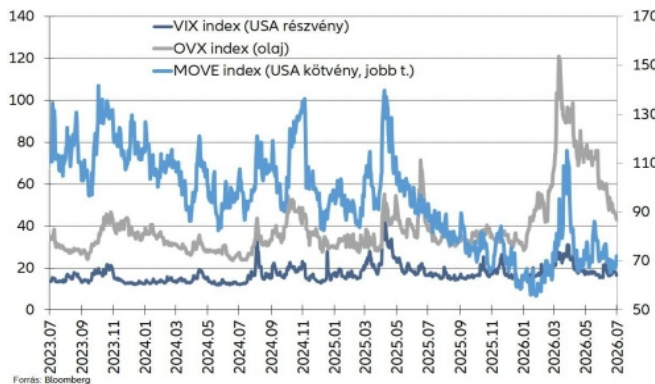
- Az év széleskörű részvénypiaci emelkedéssel indult, amit az erős tengerentúli növekedés mellett a FED kamatcsökkentési várakozások segítettek. Ezt követően felerősödtek a geopolitikai kockázatok (Venezuela, Grönland, Irán). Az USA és Izrael megtámadta Iránt, aminek hatására utóbbi „lezárta” a jelentős kereskedelmi forgalmat bonyolító Hormuzi-szorost. Emellett a régiós energetikai infrastruktúrát is érték támadások (pl. katari LNG komplexum). Ezek az energiaárak megugrása mellett a globális ellátási láncokban (ld. műanyag, műtrágya, könnyűfémek, hélium) is fennakadásokat okoztak. A brent olaj hordónkénti ára az év eleji 60 dollár környékéről 120 dollárig emelkedett. Mindezek hatására 10% körüli részvénypiaci korrekciót láthattunk márciusban. A kötvényhozamok is megugrottak, miközben a globális adósságszintek és a magas költségvetési hiányok továbbra is fejtörést okoznak. Az inflációs várakozások emelkedésével a FED lazítás kiárazódott a piacokról.
- Q2-ben a megállapodással kapcsolatos remények javították a szentimentet, április 8-án kéthetes tűzszünet kötöttet. Utána Izrael Libanon bombázásába kezdett és elakadtak a tárgyalások. Innentől a kommunikáció egyre „zajosabbá” vált. Nyomásgyakorlásként Trump blokád alá helyezte a Hormuzi-szorost, amit erre válaszul az irániak újból lezártak. A tárgyalások nehezen haladtak. Ezek lényegében az iráni atomprogramról, a szoros felügyeletéről, az Irán elleni szankciók kezeléséről és egy esetleges újjáépítési alapról szóltak. Az időközi választás közeledtével Trumpot egyre jobban sűrgeti az idő, így végül az Irániak számára kedvező előzetes megállapodás született. A végleges békeszerződés feltételeiről még folynak a tárgyalások. Irán szeretne még jobb kondíciókat kiharcolni. Piaci szempontból azonban a Hormuzi-szoros (60 napra történő) újraindítása a lényeg. Emellett az AI beruházások elképesztő méretű felfutásának is szerepe volt abban, hogy a fejlett részvénypiacok Q2-ben ledolgozták a korábbi mínuszokat.

Részvényindexek teljesítménye 2026 H1

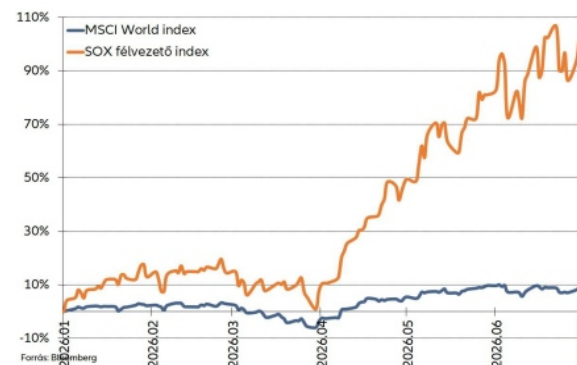


Vagyonkezelői beszámoló | Allianz Alapkezelő Zrt. |  
© Copyright Allianz 2026. július 9.

Félelemindexek alakulása



MSCI World vs SOX semiconductor index idén





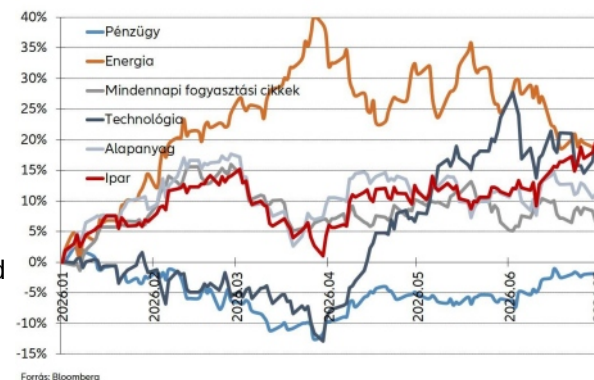
# NEMZETKÖZI RÉSZVÉNYPIACOK - USA

- Év elején még 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 6.322 pontig süllyedt. Innentől tudott elindulni a pozitív fordulat és a 7.600-as szintig szárnyalt a vezető benchmark. Az időszakot végül 7.500 pontnál zárta, Q2-ben 14,9%-kal erősödve 9,6%-nál jár idén. A geopolitikai félelmek enyhülése, az AI beruházási rali és a kiváló Q1-es eredménysezon is támogatta ezt (28% eredménynövekedést láthattunk év/év). Ez az előző negyedévi duplája és a várakozáshoz mérten is hasonló mértékű a felülteljesítés. Ezzel párhuzamosan a 12 hónapos eredményvárakozás is jelentősen növekedett. Így az árfolyamemelkedés ellenére a 12 havi forward P/E mutató az év eleji 22-ről 20 közelébe csökkent.
- Q1 még főként az energiacégekről, Q2 viszont már inkább az AI beruházási boomról szólt. Idén kb. 900 milliárd dollár értékben terveznek beruházásokat a hyperscalerek. Ennek legnagyobb nyertesei a félvezetőgyártók (processzor, memória stb.). Azért a tradicionálisabb cégek is tudnak részesülni ebből. A Caterpillar például gázturbinákat és generátorokat szállít az adatközpontoknak. A programozásra szánt AI modellek megjelenésével (pl. Anthropic) a szoftvergyártóktól elfordultak a befektetők. Kezdenek szelektívebbek lenni az investíciókat végrehajtó technológiai óriásokkal kapcsolatban is. A CAPEX pénzigény előteremtése az eddig saját cash flowból működő (sőt saját részvényeket visszavásárló) vállalatokat is jelentős forrásbevonásra kényszeríti. Jól példázza ezt az Alphabet ideji 20 milliárd dolláros kötvénykibocsátása és az azt követő 80 milliárdos tőkeemelése. Az időszak csúcspontja mindenképp az Elon Musk nevével fémjelzett SpaceX IPO volt, ahol 75 milliárd dollárt vontak be a piacról, ezzel 1.750 milliárd dollárra értékelve a veszteségesen működő konglomerátumot. A cég már egy 20 milliárd dolláros kötvénykibocsátást is tervez. Őszre további tranzakciók várhatók (Anthropic, OpenAI), ezek is likviditást vonhatnak el. A korábbi piaci várakozásokkal ellentétben Kevin Warsh debütálásával a FED pénzcsap sem nyílt meg, sőt idén akár egy 25 bázispontos kamatemelés is következhet.

S&P 500 árfolyam és a VIX index alakulása



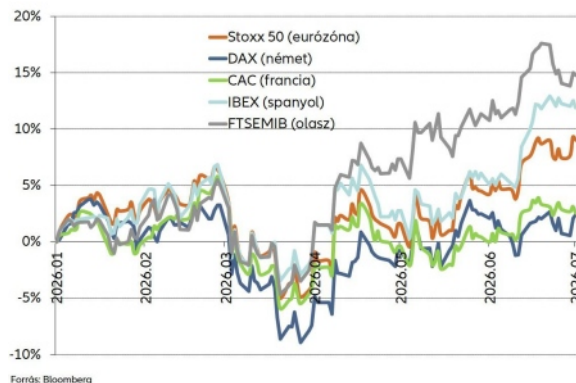
S&P 500 szektorok teljesítménye 2026 H1





# NEMZETKÖZI RÉSZVÉNYPIACOK - EURÓZÓNA

Főbb eurózónás indexek teljesítménye 2026 H1



STOXX 50 index és eurózóna PMI alakulása



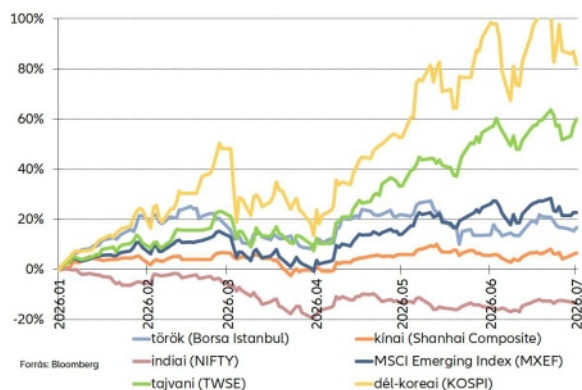
- Az eurózónás indexek is historikus csúcson kezdték az évet mielőtt elromlott a hangulat. Már pont kezdtek javulni a kilátások a strukturális gazdasági problémákkal, vámokkal és megugró védelmi kiadásokkal is küzdő régió esetében, amikor ismételten az elszálló energiaárakkal kellett szembesülni. Ez a jobban húzó szolgáltatószektorral (pl. turizmus) megtámogatott déli országok indexeit is megviselte. Emellett a légitársaságok és az Airbus árfolyamán is jelentős nyomot hagyott mindez. Közben bár az USA legfelsőbb bírósága kimondta, hogy jogtalanul történt a viszonyossági vámok kivetése, helyébe globális 10% sarc lépett. Később jött az új vámtételekre (10-12,5% 60 ország esetében) vonatkozó terv. Az energiaárak normalizálódásával azonban újra a fiskális élénkítés és az infrastrukturális beruházások kerültek előtérbe, amik javítják a régió kilátásait. Az EKB 25 bázispontos kamatemelésének viszont legfeljebb a pénzügyi szektor örülhetett. Sokan vitatják a lépést, a recessziót előre vetítő kompozit PMI-t nézve is ez lehet a benyomásunk.
- A Stoxx 50 Q2-ben végül 13,6%-kal erősödve ledolgozta a Q1-es visszaesést és már +9,3%-nál jár idén. A tengerentúlhoz hasonlóan az AI-hoz kapcsolódó részvények (pl. Infineon, ASML, Siemens) vették át az energiaszektortól a vezető szerepet. A többi iparág esetében vegyes teljesítményeket láthattunk. A bankindex az időszak végi hajrában új ideai csúcsponttra tudott menni. A tavaly még sztárolt védelmi iparágak viszont még nem sikerült ledolgoznia az ideai veszteséget. Az ingatlanszektor továbbra sem remekel, miközben az autógyártók kálváriája is tart még. A BMW profit warning 5 éves mélypontra lökte a részvényárfolyamot, a Volkswagen 15%-os (akár 100 ezer fős) leépítést tervez.
- A vállalati jelentési szezon ismét jóval gyengébben alakult mint az USA-ban. A Stoxx 50 esetében 4,2%-kal alakult magasabban a vártnál a profit, ami 7,3% körüli növekedést jelez év/év. Az eredményvárakozás nagyobb mértékben emelkedett, jelezve az erősödő optimizmust. Az előretekintő 12 havi P/E (15,4) továbbra is a 10 éves átlag felett jár, az év elejéhez képest viszont itt is csökkent az árazás. Az S&P 500-hoz mért árazási diszkont átlag körülinek mondható.



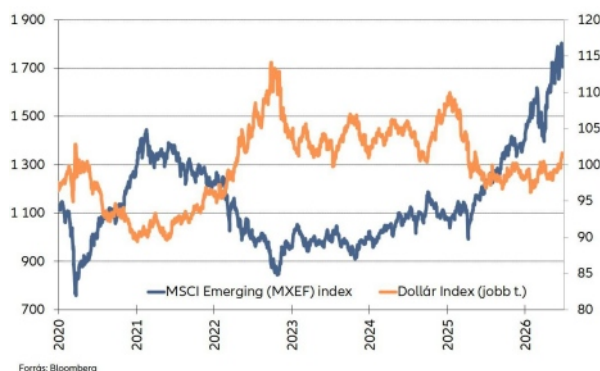
# NEMZETKÖZI RÉSZVÉNYPIACOK - FELTÖREKVŐ

- A globális feltörekvőpiaci (MXEF) index a gyenge dollár, a mérsékeltebb értékeltség és a technológiai szektor támogatásával az iráni konfliktusig felülteljesített. Az ezt követő risk-off és a magas energiapiaci importkitettség következtében Q1-et már mínuszban zárta. Q2-ben azonban ismét szárnyalt (+23,3%), idén 22,7%-nál jár. A chipgyártók (TSMC, SK Hynix, Samsung) az egekbe repítették a dél-koreai és a tajvani indexeket. A májusi Trump-Hszi találkozót övező várakozások ellenére „mindössze” kereskedelmi megállapodásokról és Tajvan vonatkozásában egy amerikai fegyverszállítmány késleltetéséről értesülhettünk. Szeptemberben folytatódhat a tárgyalás.
- Az év elején még a gyenge keresletnövekedés és a kínálati többlet miatt 60 dollár/hordó környékén járt az olajár. A Hormuzi-szoros lezárása és az olajipari létesítmények (tározók, finomítók, vezetékek) elleni támadások következtében azonban később többször 120 dollárig szökött fel. Április végétől mérséklődés indult. Amellett, hogy a megállapodás esélye növekedett, a világgazdaság a vártnál jobban alkalmazkodott. Az USA export felpörgése, a magas árak miatti fogyasztáskiesés, a kínai import visszaesése és a stratégiai készletek (OECD, Kína) egy részének kiengedése mérsékelte a károkat. Persze utóbbiak visszatöltése prioritást fog élvezni, miközben a lerombolt, vagy éppen csak leállított olajlétesítményeket sem lehet gombnyomásra újraindítani. Az Irán elleni olajsankciók feloldása ellenben növelheti a kínálatot. Az UAE május elején kilépett az OPEC-ből, csökkentve a szervezet jelentőségét. Az olajárak végül a háború kitörését megelőző szintre (70-75 dollár környéke) süllyedtek az időszak végére.

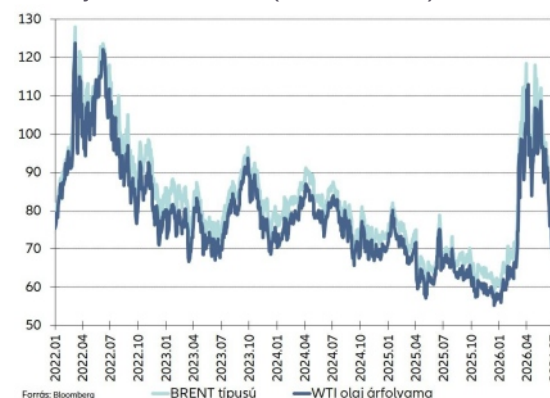
Feltörekvő piacok teljesítménye dollárban 2026 H1



MXEF index és a dollár index alakulása



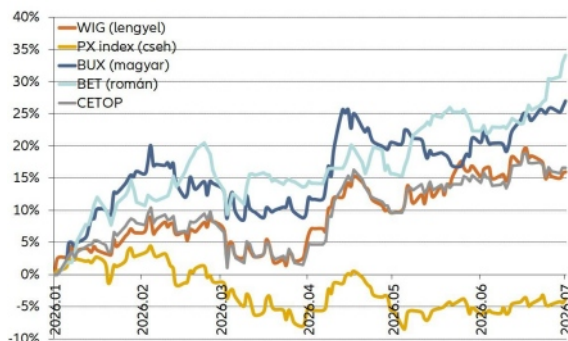
Olajárak alakulása (dollár/hordó)





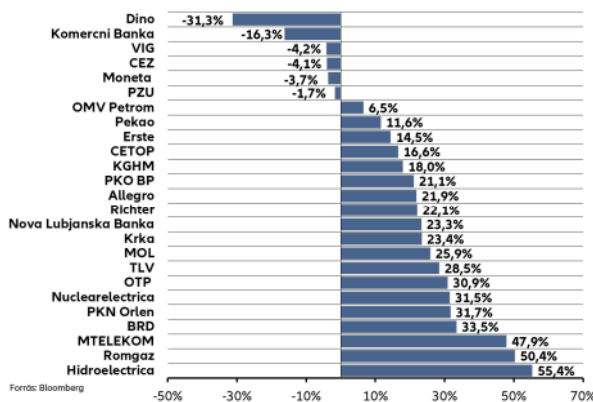
# RÉGIÓS RÉSZVÉNYPIACOK

Régiós részvényindexek teljesítménye 2026 H1



Forrás: Bloomberg

CETOP részvények teljesítménye 2026 H1



Forrás: Bloomberg

- Az iráni háború jelentős korrekciót hozott a szintén magas energiaimporttal rendelkező CEE régióban is. Az áprilistól tartó felívelésben viszont új csúcsra tudott menni a lengyel, a magyar és (az újabb kormányválság ellenére) a román tőzsde is. A cseh piac továbbra is alulteljesítő. A lassuló gazdasági növekedés és a szigorú monetáris politika indokolhatja ezt a korábbi évek szárnyalását követően. A CEZ államosítási tervei fokozzák a bizonytalanságot. A Q2-es 13,3%-os erősödést követően 16,6%-os plusznál jár idén a régiós benchmark.
- A régióban magas súllyal szereplő energiaipar májusig tartó remeklését követően a szintén kiemelt jelentőségű pénzügyi vállalatok gyújtották be a rakétákat. A PKN esetében negatívum az extraprofitadó bevezetése, összességében azonban így sem lehet panasz az idei teljesítményére. A technológiai szektor kis súlyt képvisel. Az online piacteret üzemeltető Allegro esetében azért érdemes megemlíteni, hogy a legutóbbi ABB után (Permira magántőkealap volt az eladó) csökken az overhang risk („túlkínálati kockázat”).
- A régiós index eredményvárakozása (előretekintő 12 havi EPS) továbbra is dinamikusan emelkedett, ennek ellenére a P/E alapú árazás már itt is a 10 éves átlag fölött jár. A globális (fejlett és feltörekvő) részvénytőzsdákhoz mért árazási diszkont is csökkent. Historikusan nézve azonban lehet még tér, főleg ha az orosz-ukrán háború előtti szintekre tekintünk. Reménykeltő, hogy egyre többen hallani mindkét féltől a megegyezés szükségességéről, különösen azután, hogy az ukránok az orosz olajinfrastruktúra elleni dróntámadásokkal (Moszkva közelében is) finanszírozási nehézségek mellett jelentős belső ellátási problémákat is okoznak. Emellett Trump az iráni helyzet rendeződésével visszavonhatja az orosz olajra vonatkozó szankciók feloldását.
- Április 1-jétől a Hrvatski Telekom részvénye kiesett a CETOP-ból, a román Nuclearelectrica pedig bekerült.

# HAZAI RÉSZVÉNYPIAC

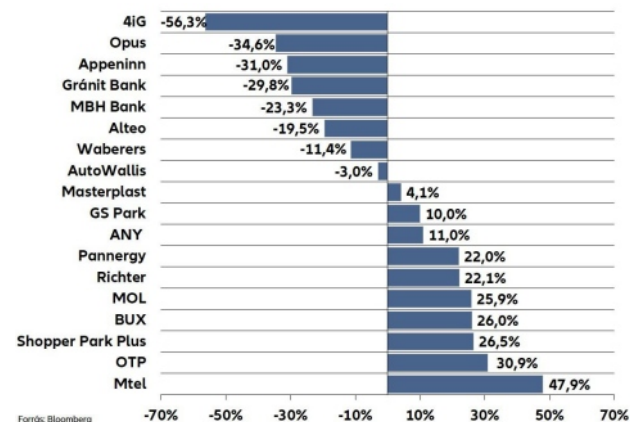


- A BUX index Q2-ben is kiválóan teljesített (+15,3%), H1-et 26%-os pluszban zárta. Ehhez a piac és EU barát TISZA párt 2/3-os választási győzelme is hozzájárult. 16,4 Mrd eurónyi EU-s forrás válhat hozzáférhetővé hazánk számára, miközben már az euróövezeti csatlakozás terve is terítékre került. A forintot a magas kamatkülönbözet továbbra is támogatta, járt 350 forint körül is az EURHUF. A 10 éves magyar hozamszint a lengyel alá süllyedt (egészen 5%-ig). Az infláció is vártnál kedvezőbben alakult. Az MNB 6%-ig vágta a kamatot, nyáron további két kamatsökkentés következhet. A költségvetés helyzete viszont továbbra is nehéz, ősszel érkezhetnek részletek és megoldási javaslatok. A BUX árazási diszkontja továbbra is hagy teret az emelkedésre.
- A hazai kockázati felárak csökkenése segítette az OTP-t is. A Q1-es profit (177 milliárd forint) 5%-kal verte a várakozásokat. Az egyszeri tételektől (pl. különadók, szabályozói díjak) tisztítva 324 milliárd forint lett volna az eredmény. Az új kormány szeptember 30-tól megszüntetheti a kamatstopot. EPS szempontból kicsi a jelentősége, inkább az üzenet pozitív. A 60 milliárd forintos részvényvásárlási program dübörög, 65,8%-nál jár a teljesítés.
- Erős indítást követően gyengült el a MOL. A Q1-es 695 m dolláros tisztított EBITDA gyenge, ám főként egyszeri hatásoknak tudható be (dunai finomító csökkentett kapacitása, Barátság vezeték problémái). A NIS felvásárlás hamarosan révbe érhet. A benzinárstop kivezetésre került, az olajáresés és az erős forint tette lehetővé. Az ural-brent különbözetre kivetett adó viszont maradhat 2027-ben is, ráadásul 50%-os kulccsal a 2-5 dolláros sávban is bevezetik. A KEKVA alapítványok tulajdonrészeinek rendezése miatt Q3-ra tolódik az osztalékfizetés.
- A Richter ereje Q2-ben elfogyott a forinterősödés hatására. A Q1-es 69,8 milliárd forintos tisztított EBIT azonban minimálisan maradt csak el a várttól. Az 5,2%-os osztalékot is beszámítva kedvezőbb teljesítmény látszik.
- Az MTEL remek teljesítményét a költségkontroll hatására várt feletti Q1-es eredmény (59 milliárd forint), a júliustól induló 4,4%-os inflációkövető díjkorrekció, a 46,3 milliárdnyi részvényvásárlás és a hozamcsökkenés támogatta.
- Április 1-jétől a Zwack kiesett a benchmarkból, az MBH Bank, a Pannergy és a Shopper Park kerültek be.

Részvényindexek előretekintő 12 havi P/E árazása



BUX részvények teljesítménye 2026 H1





# POZÍCIÓK A NEGYEDÉV SORÁN

## Állampapírok, duration súlyok

- Az éven túli lejáratokon semleges közeli, gyakran enyhe duration felülsúlyt tartottunk, mert a hozamcsökkenés irányába mutattak az inflációs folyamatok és a piaci trend is kedvező volt.
- Változó kamatozású államkötvényeket vettünk, mivel kamatuk a DKJ-knál kedvezőbb.
- DKJ-kban áprilisban és májusban voltak még számottevő vételeink (illetve cserében hosszítások). A jelentős hozamcsökkenés után júniusban már lényegesen kisebb volt az érdeklődésünk.

## „Feláras” kötvények

- A negyedévben államilag garantált és jelzáloglevél aukciók forintban nem voltak.

## „Zöld” kötvények

- A második negyedévben adtunk el 2032/G államkötvényből, mivel ennek az értékpapírnak a benchmarkhoz képest vett súlya a portfólióban magas volt, és a hozamgörbén a pozíciófelvételt némileg korlátozta. A korábbi időszakokban jelentősebb tételben vettünk zöld minősítésű értékpapírokat, és a jövőben is szívesen növeljük a zöld kötvények állományát. A 2032/G súlya a portfólión belül továbbra is meghaladja a benchmark alapján számított súlyt.

## Részvények

- A negyedév során folyamatosan voltak egyedi értékpapírkiválasztásaink a régiókban, melyet összességében enyhe felülsúlyban tartottunk. Legnagyobb pozíciónk OTP felülsúly. A román piacon volt/van kisebb alulsúly.
- A globális részvényt piacok tekintetében semlegeshez közeli pozíciót, illetve alkalmanként enyhe alulsúlyt tartottunk.

EGYÉB TÁBLÁK, ADATOK, INFORMÁCIÓK

4



## ALACSONY MINŐSÍTÉSŰ HITELVISZONYT MEGTESTESÍTŐ ÉRTÉKPAPÍROK PORTFÓLIÓNKÉNT 2026.06.30-ÁN

| Alacsony minősítésű hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok 2026.06.30-án |                        |          |               |
|---------------------------------------------------------------------------|------------------------|----------|---------------|
| Portfólió                                                                 | Értékpapír megnevezése | Névérték | Minősítés oka |
|                                                                           |                        |          |               |
|                                                                           |                        |          |               |
|                                                                           |                        |          |               |
|                                                                           |                        |          |               |
|                                                                           |                        |          |               |
|                                                                           |                        |          |               |

Nincs ilyen értékpapír



# SFDR, SFDR RTS ÉS TAXONÓMIA RENDELET SZERINTI JELENTÉS 2026.06.30-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.