

VAGYONKEZELŐI BESZÁMOLÓ

ALLIANZ ÖNKÉNTES NYUGDÍJPÉNZTÁR

2026. III. NEGYEDÉV

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

2026.10.12.





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

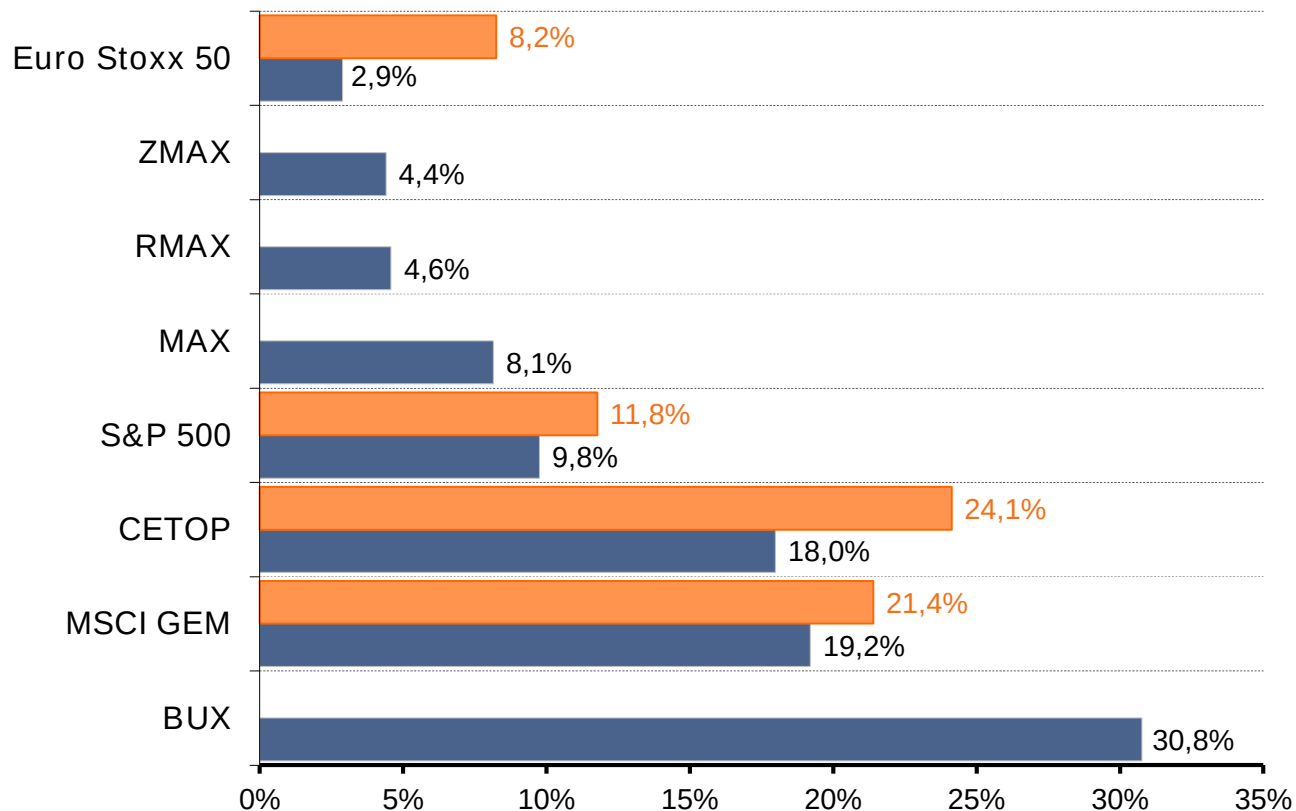
BENCHMARK HOZAMOK ÉS TELJESÍTMÉNYEK

1





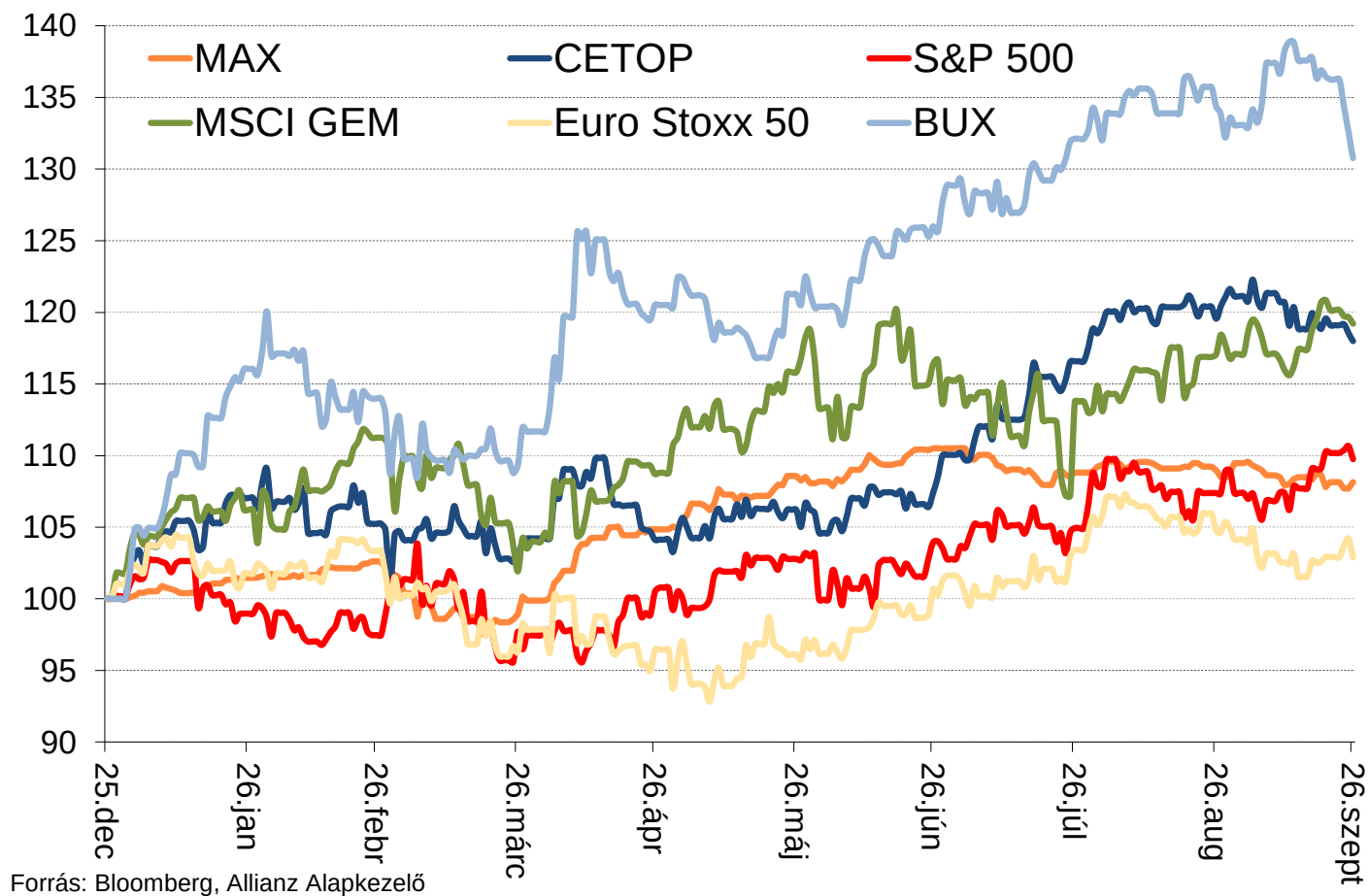
FŐBB INDEXEK TELJESÍTMÉNYE 2026 YTD (HUF ÉS SAJÁT DEVIZA)



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő



FŐBB INDEXEK ALAKULÁSA 2026 (HUF)



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő

MAKROGAZDASÁGI ÖSSZEFOGLALÓ

2



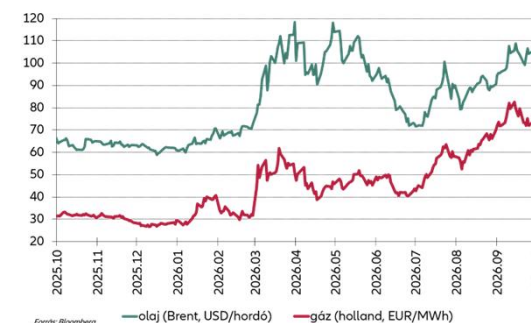


IRÁNI HÁBORÚ, OLAJPIAC

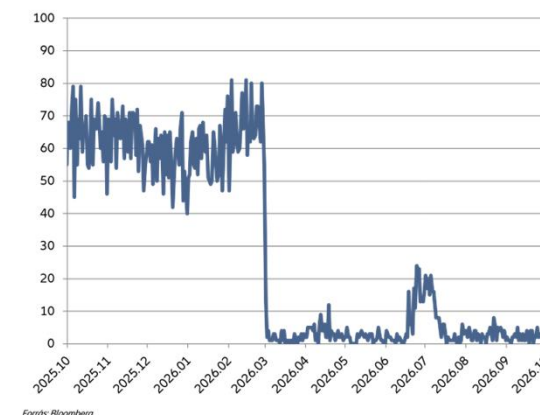
- A február végén kitört konfliktus már (legalább) kétszer rendeződni látszott. Áprilisban fegyverszünetről és a Hormuzi-szoros megnyitásáról jött hír, de sajnos rövid idő múltán ismét megszólaltak fegyverek és a békeidőben a világ olajforgalmának ötödét bonyolító tengeri út ismét lezárult. Júniusban egy szándéknyilatkozat (Memorandum of Understanding) aláírása adott reményt a háború befejeződésére, de tartósnak ez sem bizonyult. Azóta a konfliktus relatíve alacsony intenzitással folyik tovább.
- Az USA Iránt tengeri blokád alá fogta, míg amaz a Hormuzi-szorost igyekszik befolyása alatt tartani. A jobb alsó ábrán úgy látszik ez sikeres is, ugyanakkor a Bloombergről kinyerhető adatok lefelé torzíthatnak, mivel az iráni támadások elkerülése érdekében a hajók jellemzően éjszaka, kikapcsolt helyzetjelzővel haladnak át. Emellett az öbölmenti államok az USA támogatásával egyfajta ingajáratot üzemeltetnek, amivel kisebb hajókon szállítják ki az olajat, amit a szoroson kívül töltenek át nagy tartályhajókba. Az USA szerint a forgalom a háború előtt szintet is meghaladja, ugyanakkor a magas olajárakon és az alacsony nemzetközi készleteken ez még nem látszik.
- Az olajpiaci helyzetet tovább nehezíti, hogy az Irán által támogatott húshi lázadók zavarják a vörös-tengeri hajóforgalmat, és Irak területéről is voltak támadások Szaúd-Arábia ellen. A nyugat-keleti csővezeték is időszakosan kiesett, amellyel eddig Szaúd-Arábia jelentős mennyiségű olajat tudott átirányítani a nyugati partjaihoz. Jelenleg Jemen kormányerői szaúdi támogatással próbálnak területeket visszafoglalni a szárazföldön is a húshi lázadóktól.
- Az ENSZ közgyűlésen történtek tárgyalások a háború lezárására, de végül nem jött áttörés.
- Rontja az olaj- és az üzemanyagpiac helyzetét az orosz-ukrán háború is, ahol a felek rendszeresen támadják egymás energialevételeit. Kis reményt ad, hogy ismét megindultak az orosz-ukrán-amerikai egyeztetések a békekötésre.
- Kockázatot jelent, hogy Trump elnökön nyomás van a félidős választások előtt dízelexport-tilalom elrendelésére.
- Hosszabb távon segíthet az olaj világpiaci helyzetén, hogy több nagy olajcég kötött szerződést venezuelai olaj kitermelésére az elmúlt időszakban.

Vagyonkezelői beszámoló | Allianz Alapkezelő Zrt. |
© Copyright Allianz 2026. október 12.

Olaj- és gázár



Hajóforgalom a Hormuz-i szoroson

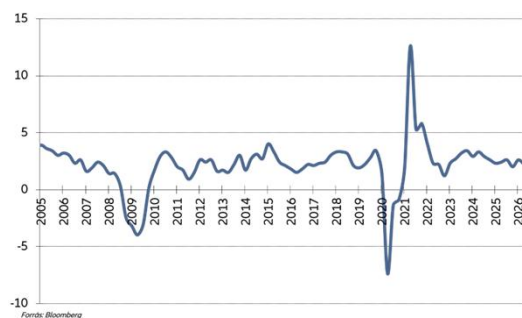




USA GAZDASÁGI ADATOK

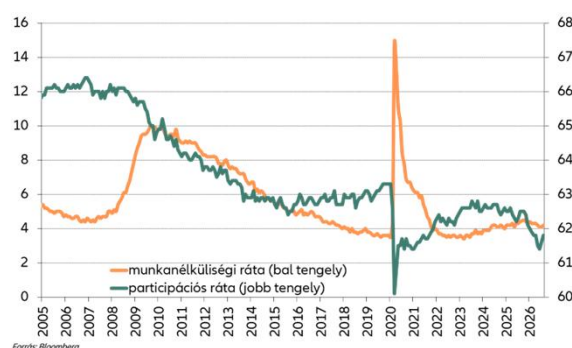
- A második negyedévben, 0,6%-os negyedéves (negyedév/negyedév, nem évesített) növekedést láttunk, ami az előző negyedévessel egyezik. Az év/év adat ezúttal kicsit szerényebb, 2,2% lett. A Bloombergnek leadott növekedési előrejelzések 2026.10.07-én 2,2%-ot mutatnak az idei évre és jövőre is (lényegében nem változott az előző negyedévben látottakhoz képest).
- Kínával a kereskedelmi kapcsolatok a 2025. második félévben nagyban rendeződtek, de a helyzetet teljesen megnyugtatónak nem lehet jellemezni. Trump elnök májusban Kínába látogatott, amit szeptemberben viszonzott a kínai elnök. Áttörés ezúttal sem született, de a vámháborús tűzszünetet jövő év elejéig kitolták. Addig még két magas szintű találkozó is várható.
- Továbbra is fontos kérdés az AI beruházások megtérülése, illetve általános gazdasági hatása (növekedés, infláció), de új problémát látnak az AI vezetők a termékek túlságosan gyors fejlődésében, amely biztonsági kockázatokat hordoz. Az USA kormányzat a „lassítást”, szabályozást nem támogatta, mert ez az USA-Kína versengés elvesztését jelentené, illetve versenyjogi aggályokat is felvethet, de a biztonsági szempontok beépítését, „best practice” gyakorlatként külső audit alkalmazását egy nem kötelező érvényű dokumentumban aláírták a felek.
- A munkanélküliségi ráta enyhén csökkenő pályán van, a bérnövekedés is lassan lejjebb araszol, a legújabb foglalkoztatási (NFP) adat azonban csalódást keltő volt, bár legalább a magasan ragadt infláció (augusztus: 3,4%) miatt állandósult kamatemelési félelmeket tompította.

USA reál GDP növekedése (év/év)

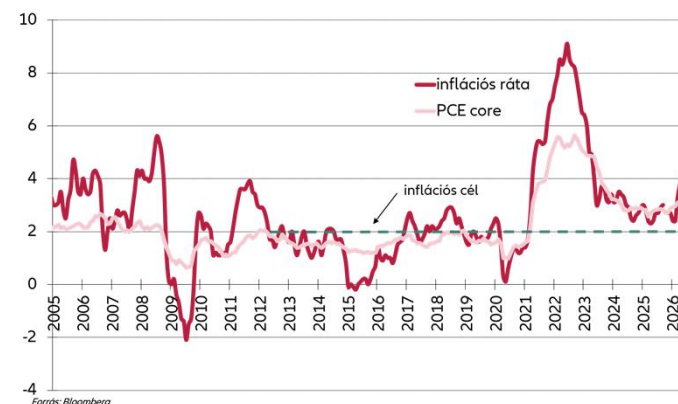


Vagyonkezelői beszámoló | Allianz Alapkezelő Zrt. |
© Copyright Allianz 2026. október 12.

USA munkaerőpiac



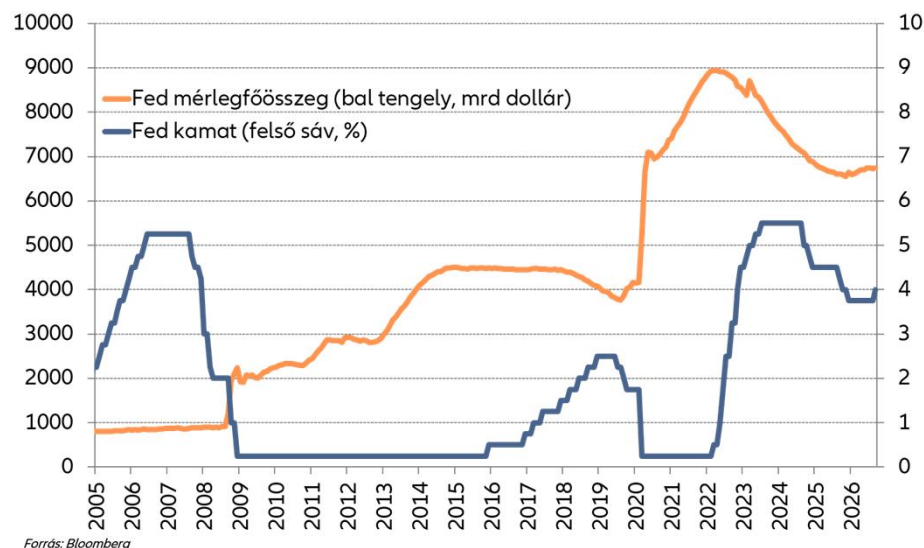
USA infláció





USA – MONETÁRIS POLITIKA

USA monetáris kondíciók



- Júniusban láthattuk először Kevin Warsh-t Fed elnöki minőségben. Az infláció tartós és jelentős túllövéséről, az infláció csökkentésére irányuló elkötelezettségéről valamint a kamatpolitika elsődlegességéről sokat beszélt ugyan a sajtótájékoztatóban, de a kamatszinteket akkor (és júliusban is) még tartotta az FOMC. Az ezt követő időszakban azonban a dezinflációs folyamat nem győzte meg a döntéshozókat, és a geopolitikai helyzet is rosszabb lett. Így a piaci várakozásoknak megfelelően 25 bázispont kamatemelést hajtottak végre szeptemberben.
- Még a nyáron számos munkacsoportot hívtak életre külsős (akadémiai és piaci) szakemberek bevonásával. A vizsgált kérdések címszavakban: kommunikáció, Fed mérleg, gazdasági adatok, munkaerőpiac, inflációs keretrendszer. Ezek kapcsán év végig várjuk még a fejleményeket.

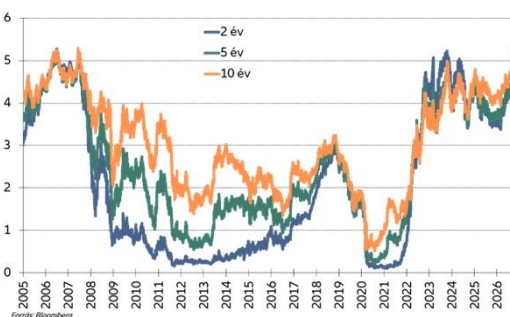
- A Fed mérlegével kapcsolatban új döntés nem született, a „bőséges tartalékok” rendszerének megfelelően enyhén növekvő mérleget látunk, ahol 3 éven belüli hátralévő futamidejű amerikai állampapírok az új vásárlások, a lejáratok (jelzálogfedezetű értékpapírok is) pedig kincstárjegyekbe kerülnek újrabefektetésre.
- A Fed döntéshozók a 2026-os és 2027-es GDP növekedésre vonatkozó előrejelzésüket szeptemberben emelték kissé (2,3%-ra, illetve 2,4%-ra). A munkanélküliséget némileg alacsonyabb szintre várják (2026-2029-es időszakra végig 4,1%). A PCE infláció és maginflációra vonatkozó prognózis enyhén emelkedett (2026-ra 3,7%, illetve 3,4%). A Fed kamatszintben az idei évre még 25 bázispont emelés várható, míg jövőre változatlan szintekkel számoltak.
- A határidős piacok év elején 2026. decemberére 2-3 darab 25 bázispontos vágást áraztak. Az iráni események hatására ez kiárazódott, majd fordult. Az év hátralévő részében még egy 25 bázispontos emelésre számít jelenleg a piac.



USA ÁLLAMPAPÍRPIAC

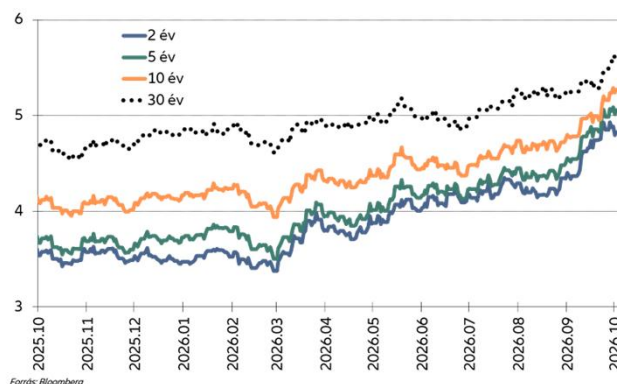
- Az iráni konfliktus kirobbanását követően az USA hozamok emelkedtek az inflációs várakozások hatására. Később a megegyezésről szóló hírek mindig erősödést hoztak, de mivel a konfliktus nem oldódott meg, az inflációs félelmek a magas államadóssággal kapcsolatos aggodalmakkal együtt trendszerűen gyengítették a kötvénypiacokat.
- Érdekes még megemlíteni a japán piacot is. Az infláció ott is emelkedett ismét 2026-ban, és ugyan a Bank of Japan 2024-től folyamatosan szigorít, a kamatemelések ütemét a piacok elégtelennek tarthatták, így a jen folyamatos nyomás alatt volt 2025 második felétől. Így idén már több alkalommal az USA Treasury is interveniált a jen erősítése érdekében (a japán jegybankkal összehangoltan). Az USA oldaláról több okból is fontos Japán támogatása. Egyrészt a világban számos tőkeáttételes pozíciót jemből finanszíroztak és ezek hirtelen leépítése globális, USA piacokat is érintő turbulenciákhoz vezethet. Másrészt, a devizapiaci intervenció során kézenfekvő lehet Japánnak az USD devizatartalék (jórészt hosszú államkötvények) eladása, hogy a devizapiacra jent vegyenek. Ez viszont az amerikai hozamok emelkedésével járna, ami a jelen környezetben nem kívánatos az USA részéről.
- A dollár a korábbi félelmek és például a kínai jegybanki eladások ellenére alapvetően betölti tartalékdeviza és menekülőeszköz funkcióját, és a gazdasági növekedés (ezzel párhuzamosan a részvénypiacok vonzereje) is az erősödése felé hatott.

Állampapír hozammozgások



Vagyonkezelői beszámoló | Allianz Alapkezelő Zrt. |
© Copyright Allianz 2026. október 12.

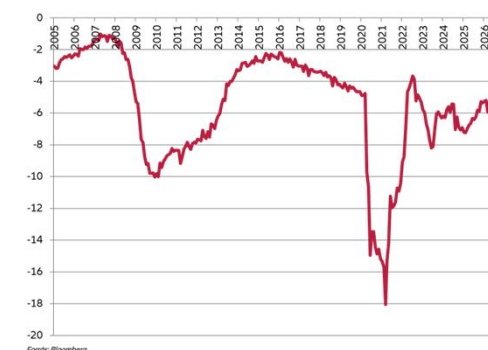
Állampapírpiac az elmúlt évben



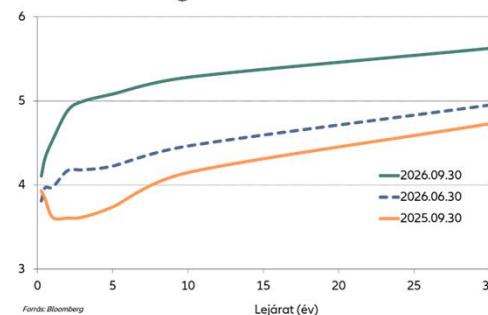
EURUSD árfolyam



USA szövetségi deficit/GDP (gördülő, %)



Hozamgörbe

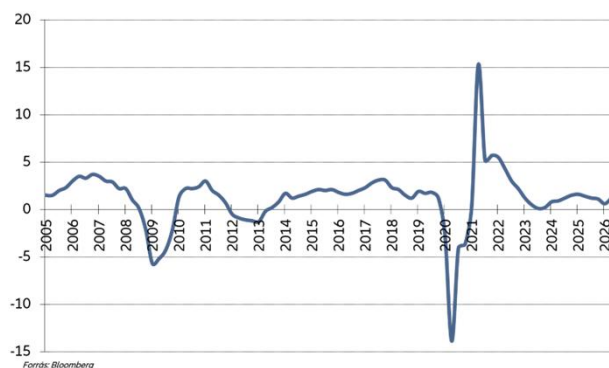




EURÓZÓNÁS GAZDASÁGI ADATOK

- Az eurózána gazdasága 2026. második negyedévében a várakozásokat túlszárnyalva 0,6%-kal emelkedett (negyedév/negyedév). Az év/év reál GDP növekedési adat is 1,2%-ra javult. A Bloombergnek küldött előrejelzések középértéke 2026-ra ezúttal nőtt, jelenleg 0,9%-ot látunk (2027-re a várakozás 1,3%). Túlzott optimizmusra sajnos egyelőre így sincs ok: a kiskereskedelmi eladások növekedési üteme továbbra is visszafogott, az ipari termelés esetében is inkább csak az a jó hír, hogy a visszaesés helyett stagnálást mutatnak az adatok. A munkanélküliségi ráta továbbra is alacsony.
- Az emelkedő energiaárak az EU-t hátrányosabban érintik, mint az Egyesült Államokat. Az USA az elmúlt években jelentős exportórré vált az olajpiacon, míg az EU-ban a tudatos zöld átállás ellenére még mindig jelentős a behozatal. E mellett Oroszországról részben pont az arab államok felé történt az import szerkezetének súlypont-eltolódása.
- Az eurózána szeptemberi előzetes inflációja 3,8%-ra nőtt (a maginfláció is 2,5%), ami további EKB kamatemelést vetít előre. Az elemzők az idei évre 2,9%-os, jövőre 2,5%-os inflációval számolnak a jelen anyag írása idejében, ami elhanyagolható változás a negyedévvél korábbihoz képest.

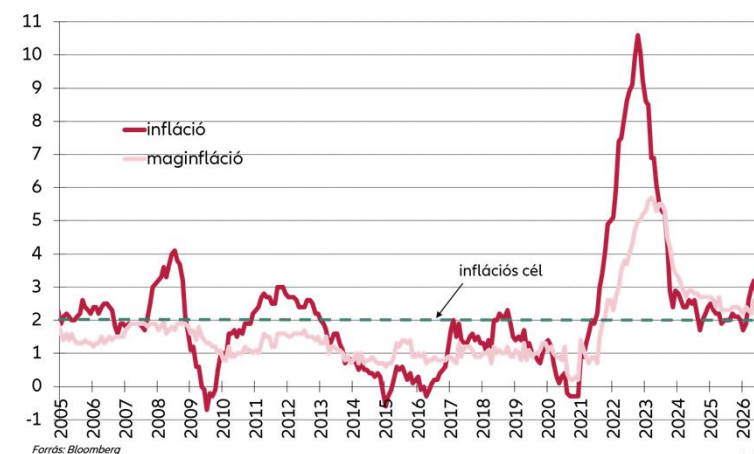
Eurózána reál GDP növekedés (év/év)



Eurózána munkanélküliségi ráta



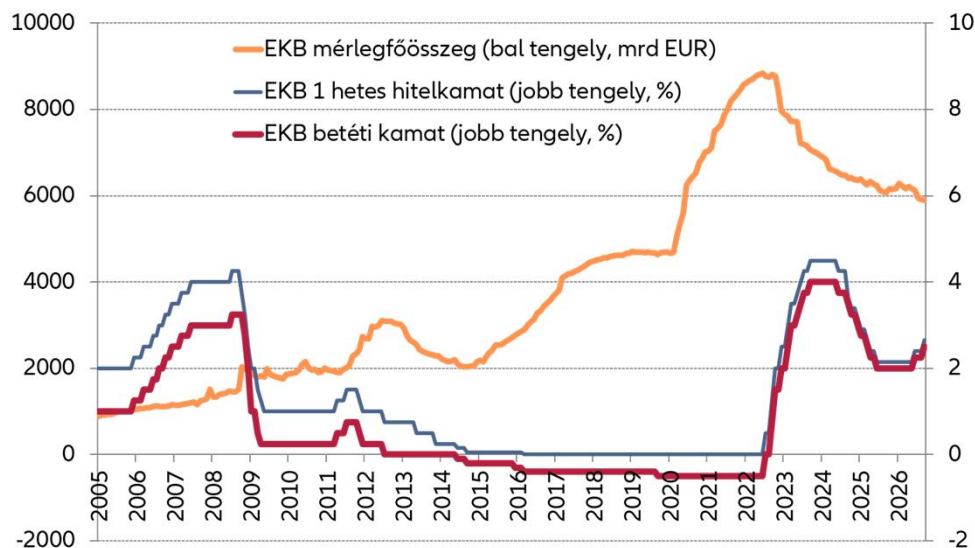
Eurózána infláció





EKB – MONETÁRIS POLITIKA

EKB monetáris kondíciók



Forrás: Bloomberg

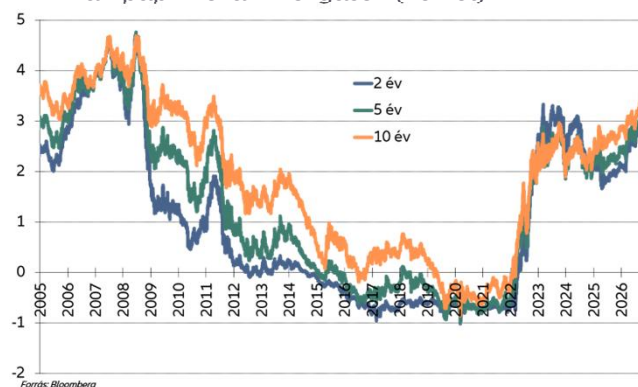
- Míg az év elején a piac gyakorlatilag nem várt változást év végéig az EKB irányadó kamatában, márciusban már 2-3 emelés látszott. Decemberre egy 25 bázispontos emelés a valószínű a határidős árak alapján.
- Az EKB elemzői stábjában a 2026-os inflációs és maginflációs várakozását nem változtatta a júniusi állapothoz képest (3% illetve 2,5%). A gazdasági növekedés idén 0,9% lehet (árnyalatnyit javult a kép). A következő évekre kissé romlottak az inflációs és javultak a növekedési kilátások.
- A negyedévben a mérleggel kapcsolatban döntés most sem született. A korábbi években végrehajtott összes értékpapír-vásárlási program állományai a lejáratok ütemében folyamatosan csökkennek. Kérdés, hogy az emelkedő hozamkörnyezetben itt látunk-e majd változást.



EURÓZÓNÁS ÁLLAMPAPÍRPIAC

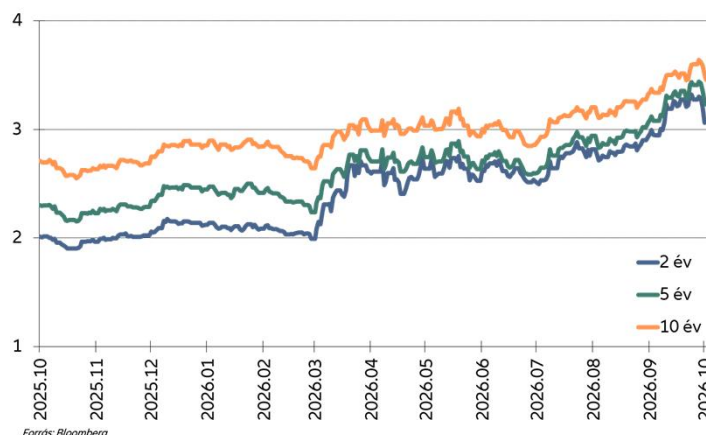
- Az eurózána kötvénypiac 2025. elejétől folyamatos nyomás alatt áll, mivel a tagállamok költségvetési hiánya magas, miközben a védelmi, energetikai és infrastrukturális kiadások finanszírozási igénye nőtt.
- A piaci kilátásokat tovább rontotta az iráni háború. A márciusi gyengülést (bár ezt hosszabb kitekintésben inkább csak mérsékeltnek nevezhetnénk) egy viszonylag stabil időszak követte. A kéthetes áprilisi tűzszünet bejelentését követően is láttunk egy gyors ralit az európai kötvénypiacon, ezt követően a Memorandum letárgyalása és aláírása is hozott megkönnyebbülést május-júniusban. A konfliktus újbóli fellángolása és az olajárak emelkedése viszont ismét gyengüléshez vezettek.
- Az olasz és a francia kötvények német állampapírokhoz képest mért felára is megnőtt márciusban és különösen szeptemberben. A felár aktuális szintje hosszabb kitekintés alapján nem feltétlen ad aggodalomra okot, de a gyors romlás figyelemreméltó (főleg a francia adósság esetében). Az EKB rendelkezik olyan eszközzel (TPI) amivel célzottan csökkentheti egy-egy ország állampapír-piacának relatív gyengeségét, de ezt még egyelőre nem használták.

Állampapír hozammozgások (német)

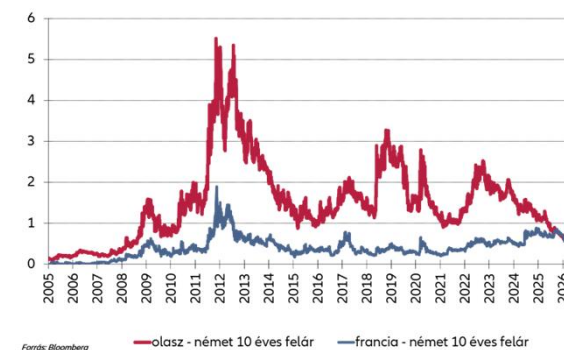


Vagyongkezelői beszámoló | Allianz Alapkezelő Zrt. |
© Copyright Allianz 2026. október 12.

Állampapír hozammozgások az elmúlt évben (német)

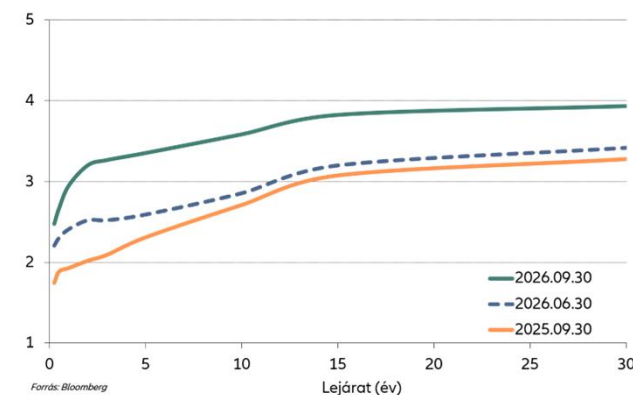


A 10 éves állampapír hozamkülönbségek



Forrás: Bloomberg

Állampapír hozamgörbe (német)



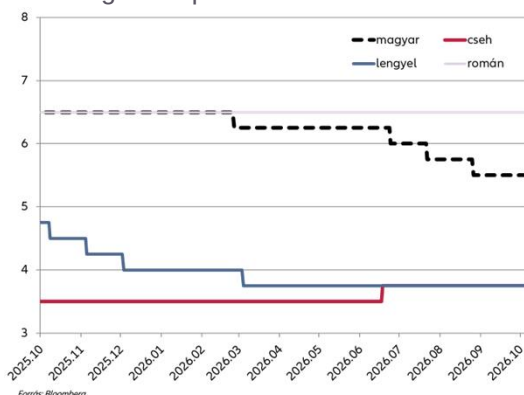
Forrás: Bloomberg



RÉGIÓS PIACOK

- A lengyel infláció a februári adatig (2,1%) bezáróan csökkenő pályán volt. Az infláció ezt követően 3% körül alakult, de augusztusra már 3,4%-ot, míg szeptemberre 4%-ot regisztráltak (utóbbi előzetes adat). A harmadik negyedévben az alapkamat nem változott. A PLN az elmúlt hónapokban kissé gyengült, és a monetáris tanács az intervenció lehetőségét is jelezte. A 10 éves hozamok a júniusi megnyugvást követően a nemzetközi fejleményekkel összhangban nagyságrendileg egy százalékpontot emelkedtek.
- A cseh infláció februárig 1,4%-ig mérséklődött, de a kedvezőtlen környezetben emelkedni kezdett, az előzetes szeptemberi adat 2,5%. A cseh jegybank júniusban annak ellenére emelte az irányadó kamatot (25 bázisponttal, 3,75%-ra), hogy az olajárban akkor mérséklődés látszott. A 3. negyedévben nem változtattak a kamatszinteken, de jelezték a döntéshozók, hogy kedvezőtlen esetben további emelés elképzelhető. A korona idén a legstabilabb volt a vizsgált országok közül. A hosszú hozamok a negyedévben emelkedtek, de kevésbé, mint Lengyelország esetében láttuk.
- A román infláció 2026-ban júniusig 10% körüli szinten áll, az iráni háború hatására 10% fölé is került. A júliusi és az augusztusi értékek ugyanakkor jelentősen mérséklődtek (augusztus 6,2%). A jegybank nem változtatott idén még a 6,5%-os alapkamatot. A devizaárfolyam gyengült, de a kötvénypiaci folyamatok ezúttal a régiós társakhoz képest kedvezően alakultak, amiben az infláció általános világtendenciától eltérő javulása is szerepet játszott.

A régiós alapkamat szintek



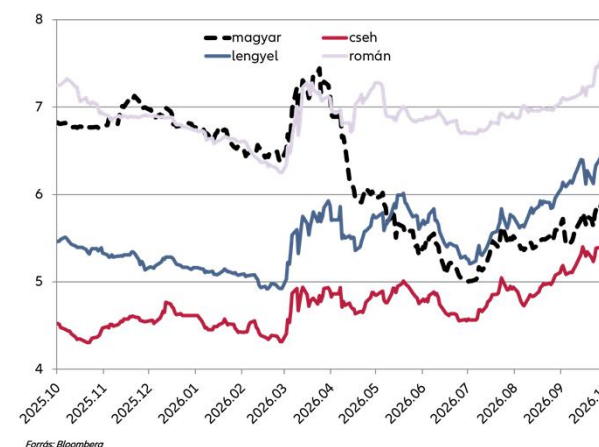
Vagyonkezelői beszámoló | Allianz Alapkezelő Zrt. |
© Copyright Allianz 2026. október 12.

A régiós devizák relatív teljesítménye



Adatok forrása: Bloomberg

10 éves kötvényhozamok



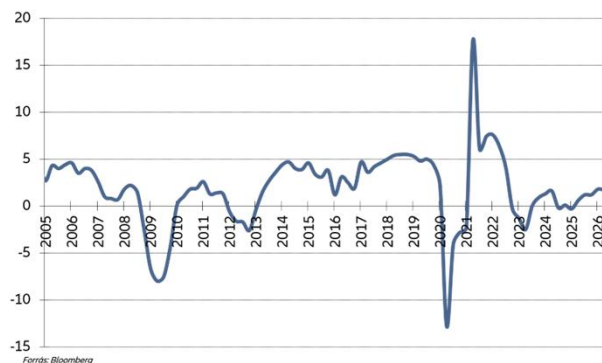
Forrás: Bloomberg



HAZAI GAZDASÁGI ADATOK

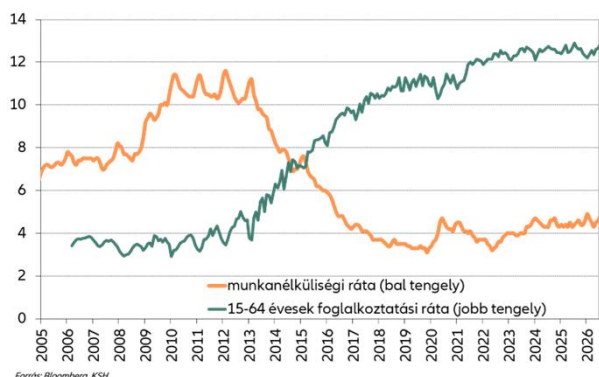
- A magyar GDP a második negyedében a várakozásoktól elmaradva, 0,5%-kal bővült. Az éves reálnövekedés 1,7% lett (mint az előző negyedévben), ami a cseh értékhez hasonló, a lengyeltől azonban jócskán elmarad. A kiskereskedelem bővülése, a választási „pénzköltés” hatására kiugró 8% feletti márciusi értékről csökkent, de továbbra is támogató a gazdaság szempontjából. Az ipari termelés – bár az elmúlt évek miatt a bázis alacsony lett – az elmúlt hónapokban meggyőzően gyorsult. A Bloombergnek nyilatkozó elemzők 2026-re 1,8%-os, jövőre 2,6%-os növekedéssel számolnak (előbbi megegyezik az MNB legfrissebb előrejelzésével, míg 2027-re a Jegybank 2,9%-ot vár).
- Az EU-s pénzek sikeres hazahozatala jelentős növekedési potenciált hordoz, de az euró bevezetéshez szükséges költségvetési konszolidáció az ellentétes irányba hat. Utóbbi negatív hatást ellensúlyozhatja a verseny erősödése és a kiszámíthatóbb gazdasági légkör. Az euróbevezetés terve kapcsán szűkülő nemzetközi hozamfelár mérsékli a költségvetés kamatterheit és kedvezőbb beruházási feltételeket teremt. A piac októberre várja a jövő évi költségvetés részleteit és a következő évekre vonatkozó kitekintést.
- A munkanélküliségi ráta és a foglalkoztatottság alapvetően stabil. A bérnövekedés az elmúlt hónapokban mérséklődött. Mindez segítheti az infláció alakulását egyrészt a kereslet oldaláról, másrészt a szolgáltatások esetén költségszint miatt.
- Az inflációs folyamatok összességében igen kedvezőek, a szeptemberi adat is az elemzői várakozásoknál jobb, 1,7% lett. Itt némi kockázatot azonosíthatunk abban, hogy a lakossági energiaárak és az élelmiszerek jelenleg az indexet lefelé húzzák, miközben bizonyos kedvezmények idővel kifutnak, illetve a termést az idei aszály nagyban ronthatta.

Magyar reál GDP növekedése (év/év)



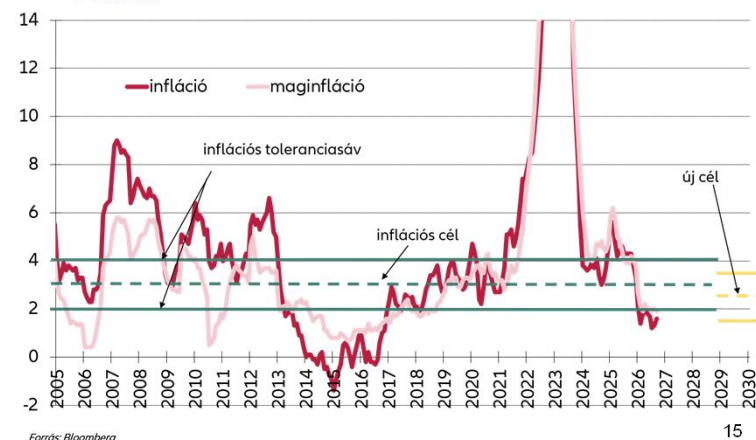
Vagyonkezelői beszámoló | Allianz Alapkezelő Zrt. |
© Copyright Allianz 2026. október 12.

Hazai munkanélküliségi ráta



Forrás: Bloomberg, KSH

Infláció

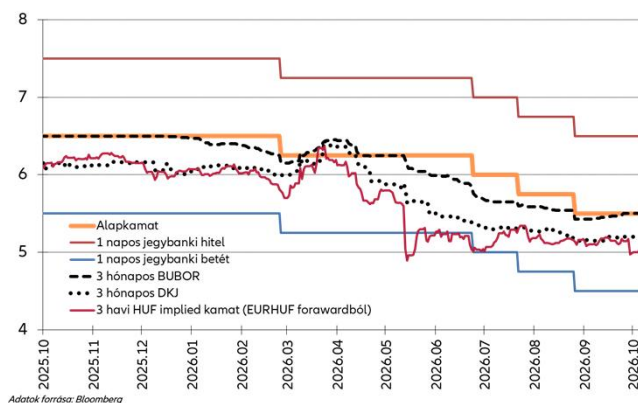


Forrás: Bloomberg



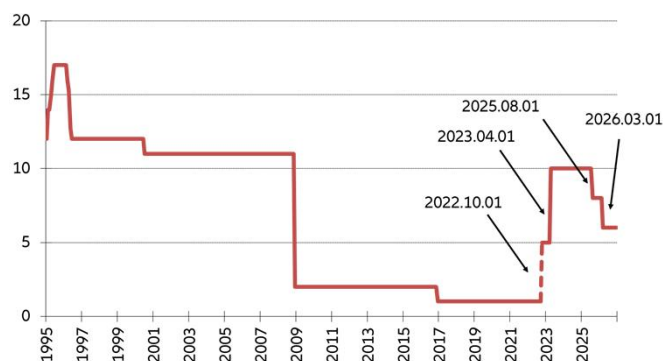
HAZAI MONETÁRIS POLITIKA

MNB kamatkondíciók és egyes pénzüi kamatok



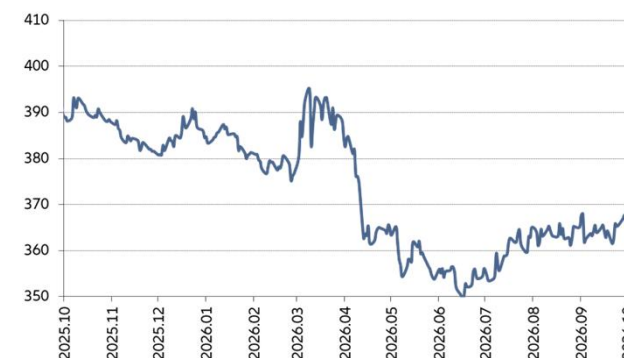
Adatok forrása: Bloomberg

A kötelező tartalékráta alakulása



Adatok forrása: MNB

EURHUF árfolyam



Forrás: Bloomberg

- Az iráni békekötésre irányuló szándéknyilatkozat aláírása pozitív légkört teremtett, a hazai inflációs adatok is rendre a vártnál kedvezőbbek lettek (sok esetben a jegybani inflációs célhoz kötött toleranciasáv alatt alakultak), emellett a magyar kockázati megítélés hirtelen és jelentős javulása is lehetővé tette az alapkamat 25 bázispontos vágását júniusban. Ekkor egy „mini” kamatemelési ciklust is meghirdetett a Monetáris Tanács. Az iráni háború miatt a nemzetközi környezet romlott ugyan, de a hazai tényezők lehetővé tették ennek végigvitelét, így augusztus végére 5,5%-ra ért az alapkamat.
- Szeptemberben ugyan nem változott a kamatszint, de 2028.01.01-i hatállyal 3%-ról 2,5%-ra módosult az inflációs cél. Ennek a háttérében a kormány euróbevezetési tervei (inflációs kritérium) mellett az ország gazdasági fejlettsége és a hazai árszínvonal európai árakhoz képest elmúlt években bekövetkezett emelkedése állt. E mellett az EKB gyakorlatához igazodva ritkulnak majd a kamatdöntő ülések, ami segíti majd a döntéshozatalt (EKB ülések eredménye, több makrogazdasági adat).
- Az MNB inflációs várakozása a 2026-ra 1,8% maradt, a 2027-re ugyanakkor 2,3%-ról 3,1%-ra nőtt. A gazdasági növekedés tekintetében enyhén romló kilátásokkal szembesülünk: idei évre 1,8%-ot, jövőre 2,9%-ot várnak.



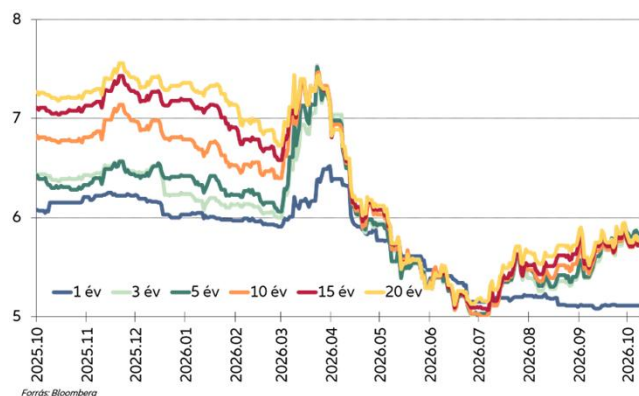
HAZAI KÖTVÉNYPIAC

- § A magyar állampapír-piacon a márciusig látott erősödő trendet az iráni háború törte meg, de az elsöprő TISZA győzelem még azelőtt megfordította ezt, mielőtt a nemzetközi piacokon jelentős enyhülést láttunk volna, a második negyedév végéig lényegében folyamatosan erősödést láttunk. Az 5% körüli nominális szintek azonban fordulópontot jelentettek, innen mérsékelt gyengülés következett. Ez nem magyar specifikus mozgás volt, a külföldi szereplők állampapír állománya lényegében stabil volt, sőt augusztus-szeptemberben ismét növekvő pályára került, és a nemzetközi feláraink is stabilak voltak (több piachoz képest felülteljesítő is volt a magyar). A 10 éves benchmark hozamszint a június végi 5,03%-ról szeptember végéig 75 bázispontot emelkedett.
- § A fix államkötvények aukciói iránt a harmadik negyedében is magas volt az érdeklődés. Az év elején látott kiugró kereslettel elmaradtak ugyan a benyújtott ajánlatok, de ott még a választással kapcsolatos várakozások mellett az extraprofit adóval összefüggő intézményi kereslet is támasztotta a piacot.
- § A zöld kibocsátások a negyedévben: két 2051/G aukció. A júliusi kibocsátás kimondottan erős (68 milliárd ajánlat) volt, míg a szeptember végén kockázatkerülők voltak a befektetők (14 milliárd kereslet).
- § A DKJ-k iránt is jellemzően élénk volt az érdeklődés. A mennyiségek sok esetben lejáratok és kamatfizetések függvényében hullámoznak, de az ÁKK a benyújtott ajánlatokhoz képest a kibocsátott mennyiséggel szabályozza a kialakult hozamszintet, ami így meglehetősen stabilan alakult, miközben azért tendenciaszerűen csökkent.
- § A változó kamatozású állampapírok kereslete januárban (feltehetőleg azt extraprofit adóval kapcsolatos intézményi vásárlásoknak köszönhetően) még hatalmas volt (314 milliárd majd 114 milliárd), ezt követően a júniusi 52 milliárdos aukciót kivéve igencsak elvékonyodott. A harmadik negyedévben is visszafogott volt a befektetői érdeklődés.
- § A 2026-os finanszírozási terv október elején módosult. A bruttó kibocsátás jelentősen nőtt, de mivel az ÁKK az év első kilenc hónapjában számottevő tartalékokat halmozott fel, így az aukciós mennyiségek még kissé csökkenthetők is az utolsó negyedévben. Ez láthatóvá is vált már: az utóbbi aukciók esetében a benyújtott ajánlatoknak érzékelhetően kisebb hányadát fogadta el a kibocsátó a legtöbb esetben.
- § A 2026-ra tervezett deviza kibocsátás jelentős része az előző éveknek megfelelően januárban teljesült, majd júliusban újabb sikeres piacra lépésnek lehettünk tanúi. Az új finanszírozási terv alapján azonban év végéig már devizás kötvény nem várható.
- § Az államilag garantált kibocsátások ismét sűrűbbé váltak, de jórészt euróban valósulnak meg.
- § Az intézményi forint jelzáloglevél-piac kis élénkülést mutatott, a negyedévben az MBH mellett az Unicredit jelzálogbankja is aktív volt.

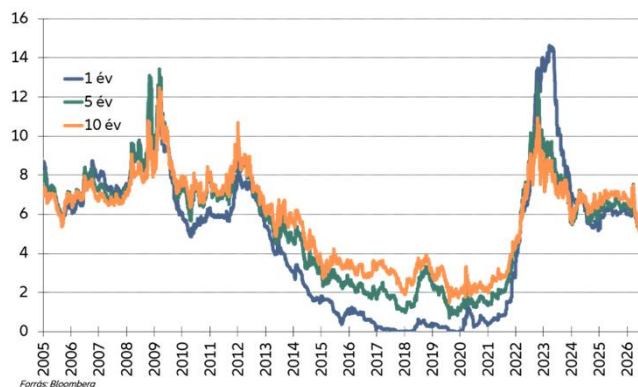


HAZAI ÁLLAMPAPÍRPIAC - GRAFIKONOK

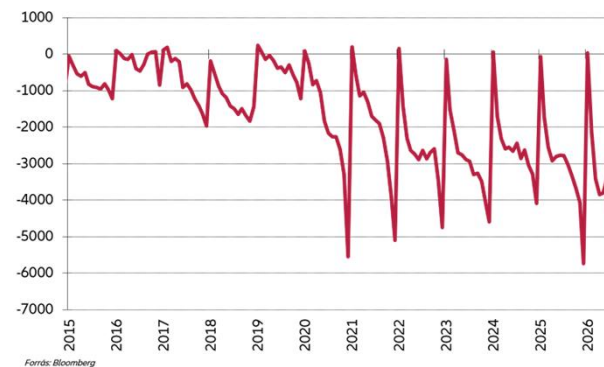
Állampapír hozamok az elmúlt évben



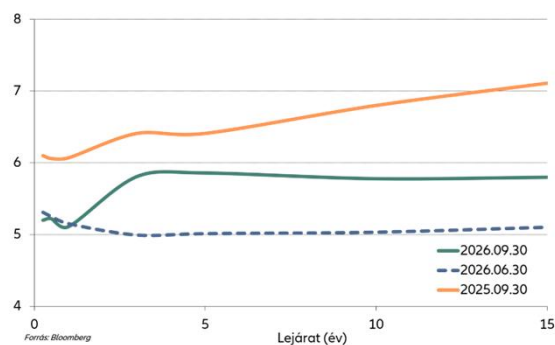
Állampapír hozammozgások



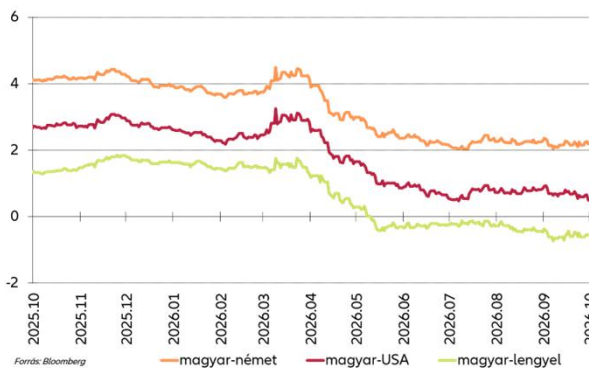
Kumulált államháztartási hiány (mrd)



Hozamgörbe



Nemzetközi összehasonlítás (10 éves futamidő)



Külföldiek HUF állampapír állománya (mrd)



RÉSZVÉNYPIACOK

3

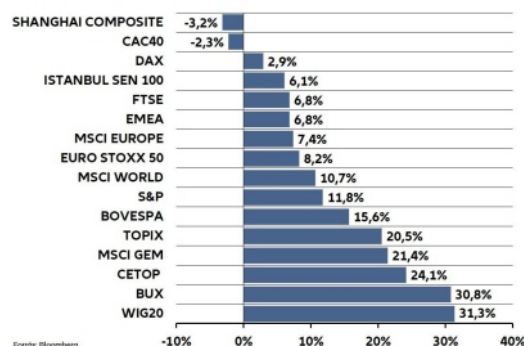




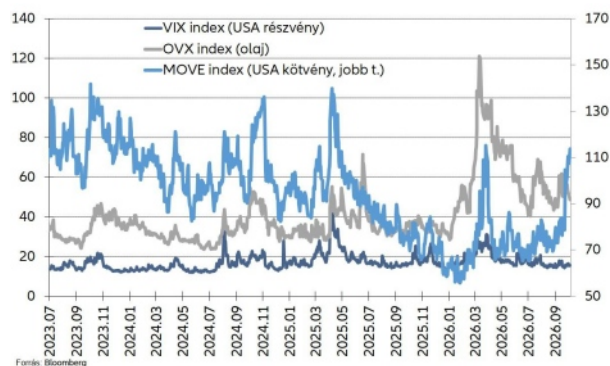
NEMZETKÖZI RÉSZVÉNYPIACOK

- Emelkedéssel indult az év az erős tengerentúli növekedés és a FED kamatcsökkentési várakozások támogatásával. Ezt követően azonban felerősödtek a geopolitikai kockázatok. A venezuelai sikert követően az USA és Izrael megtámadta Iránt, utóbbi a Hormuzi-szoros „lezárásával” válaszolt. Az energiapiacokon és egyéb globális ellátási láncokban (műanyag, műtrágya, könnyűfémek, hélium, stb.) fennakadások következtek. A hordónkénti olajár márciusra 120 dollár fölé szökkent, a részvényindexekben 10% körüli korrekciót láthattunk. Innen fordulatot láthattunk a megállapodással kapcsolatos reményeknek hála. Júniusban 60 napos (a békefeltételek véglegesítéséig tervezett) tűzszünet lépett életbe, aminek hatására az olajárak a háború kitörése előtti szintre (70 dollár környéke) süllyedtek. Ez és az AI beruházások húzóereje Q2-ben új csúcsra segítette a részvénypiacokat.
- Q3-ban a geopolitikai eskaláció hatására ismét emelkedésbe váltottak az energiaárak. A jemeni húszik is színre léptek és blokádot hirdettek Szaúd-Arábia ellen az alternatív szállítási útvonalat jelentő vörös-tengeri partvidéken. Irán sem engedett a követelésekből az USA időközi választások közeledtével. Trump amúgy sem magas népszerűségét tovább nyirbálták a magas üzemanyagárak, még a dízelexport korlátozása is felmerült. Emellett Trump 5.000 dollárt ígért fejenként a választóknak pártja győzelme esetén. 60 országgal szemben újabb amerikai vámok (10-12,5%) léptek életbe (a korábbi 10% helyett). A magasan ragadt infláció, a megnövekedett költségvetési félelmek és az AI forrásszerzési „harc” a kritikus 5%-os szint fölé repítették az USA kötvényhozamot. Bessent intézkedései (hosszú lejáratú állampapírvásárlások növelése, jénpiaci intervenció) és a 25 bázispontos FED kamatemelés csak átmenetileg tudták ellensúlyozni a félelmeket. Mindezek ellenére a részvénypiacok - főként az AI-nak hála - tartani tudták magukat.

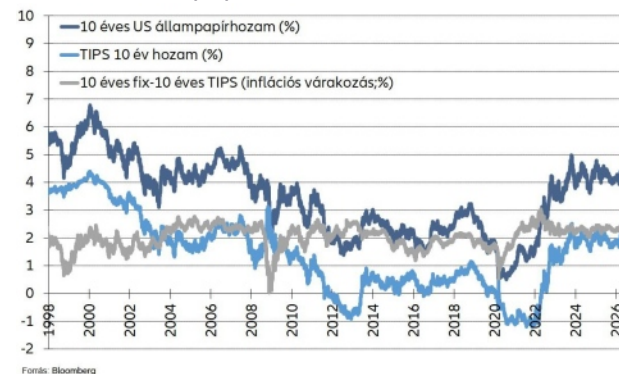
Részvényindexek teljesítménye 2026 YTD



Félelemindexek alakulása



10 éves állampapírhozam és TIPS hozam alakulása

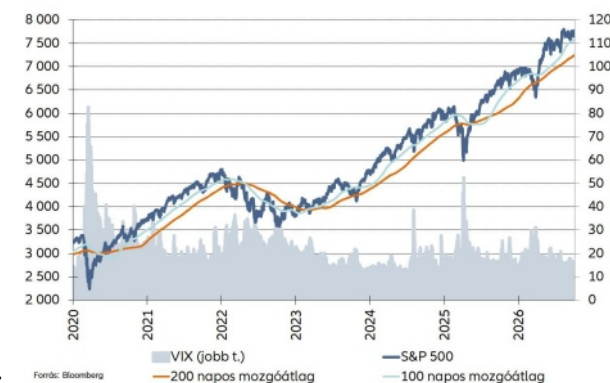




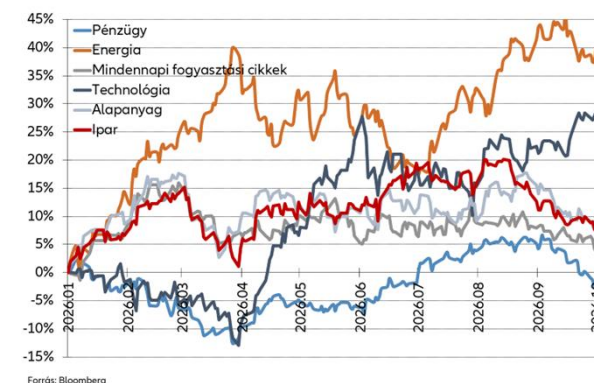
NEMZETKÖZI RÉSZVÉNYPIACOK - USA

- Év elején még a 7.000 pont körüli historikus csúcs áttörésével próbálkozott az S&P 500, az iráni háború kirobbanását követően márciusban lokális mélypontra esett (6.320 pont). Nyár elején viszont már 7.600 pontnál járt a békekötéssel kapcsolatos remények és a kiújuló AI rali hatására. Itt megakadt az emelkedés, miután a geopolitikai fejlemények kedvezőtlen irányt vettek és a technológia szektorban profitrealizálás indult (a megtérülési és FED kamatemelési félelmek hatására). Augusztusban a kedvező Q2-es eredményszámok ismét historikus csúcsra (7.800 pontig) lökték az indexet. Ezt követően ismét mérséklődött a hangulat, de Q3-at így is sikerült 2%-os pluszban zárni. Ezzel 11,8%-nál jár idén a vezető benchmark. Az idei árfolyamemelkedést bőven kompenzálta az eredményvárakozások növekedése, így a 12 havi forward P/E mutató a 19-es értékig süllyedt.
- A Q2-es eredménysszezont magas várakozások övezték, az elemzők 20% körüli év/év növekedést jeleztek. Végül az aggregált eredménynövekedés meghaladta az 50%-ot. Igaz, ebben jelentős szerepet játszott az Alphabet, az Amazon és a Microsoft privát AI vállalatokban (Anthropic, OpenAI) tartott részesedéseinek felértékelődése. Azonban ezt kiszűrve is 33% körüli emelkedést kapnánk, ráadásul a szektorok széles köre jól teljesített. Az energia (ld. háború miatti magas árak) és a technológia iparág volt kiemelkedő. Utóbbi tágabban vett részaránya már 50% környékén jár az indexben, így továbbra is ez a növekedés motorja. Enélkül „mindössze” 15% körüli lenne a növekedés. Az ilyen mértékű koncentráció azonban mindenképp kockázat. Jó példa, hogy Dario Amodei (Anthropic), Sam Altman (OpenAI) és Elon Musk arra hívta fel a figyelmet, hogy biztonsági okokból lassítani kéne az AI modellek fejlesztési ütemét. Igaz Trump hallani sem akar erről, inkább a Kínával szembeni versenyelőnyt őrizné meg. Árnyalja a képet, hogy az állami szabályozás megerősíthetné a jelenleg vezető USA vállalatok pozícióját. Ez segítséget jelenthetne a tervezett IPO-k során. A gigantikus költségvetési hiányok és a hyperscalerek beruházásai (idén 750-800, jövőre már 1.000 milliárd dollár feletti összegben) mellett nő a forrásokért a verseny.

S&P 500 árfolyam és a VIX index alakulása



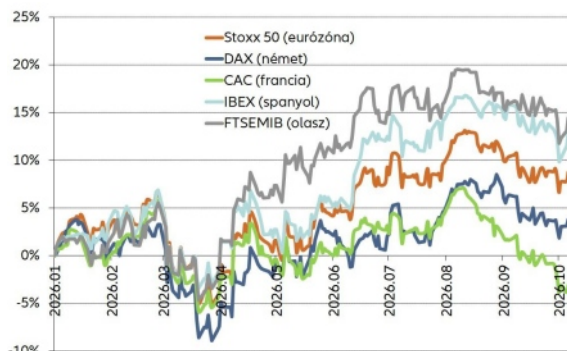
S&P 500 szektorok teljesítménye 2026 YTD





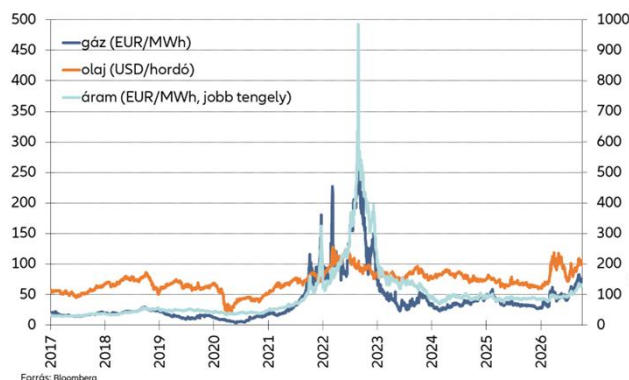
NEMZETKÖZI RÉSZVÉNYPIACOK - EURÓZÓNA

Főbb eurózónás indexek teljesítménye 2026 YTD



Forrás: Bloomberg

Energiaárak alakulása



Forrás: Bloomberg

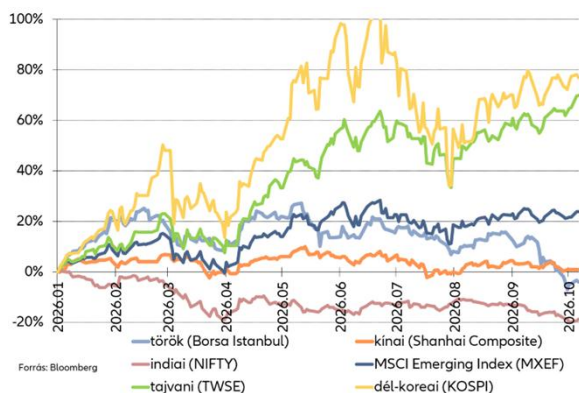
- Az eurózónás indexek is historikus csúcson kezdték az évet. Már kezdtek javulni a kilátások a strukturális gazdasági problémák (magasabb energiaárak, kínai verseny, túlszabályozás, USA vámok, stb.) ellenére, amikor kitört az iráni háború. Q2-ben ismét felcsillant a remény, hogy mérséklődnek a „rezsikiadások” és érvényesülhetnek a fiskális élénkítés (infrastrukturális beruházások, védelmi kiadások növelése) gazdaságnövelő hatásai. Q3-ban viszont a megugró energiaárakkal kellett szembesülni. A gáz- és dízelárak emelkedése tovább növeli a sérülékenységet az importkitettséggel. A hozamemelkedés sem kerülte el a régiót. A leglátványosabb a súlyos politikai és költségvetési problémákkal küzdő Franciaország esetében 5% közelébe kúszó 10 éves szint. Az EKB júniusban és szeptemberben 25-25 bázisponttal kamatot emelt. A szélsőséges pártok (AfD, Linke) előretörése jól szemlélteti a társadalmi elégedetlenséget.
- A Stoxx 50 Q3-ban kezdetben még új csúcsra tudott menni, de az időszakot már 0,9%-os mínuszban zárta. Ezzel 8,2% körül jár idén. Az energia részvények (pl. TotalEnergies, Eni) profitáltak a magas olajárból, a technológiai szektor az AI beruházási kereslet hatására továbbra is erős (ASML). A korábban kiemelkedő pénzügyi szektor esetében Q3-ban már romlottak a kilátások (francia adósságválság, gazdasági lassulás miatti félelmek). A luxus szektor vegyes képet mutatott a kínai kereslet bizonytalansága miatt, míg a védelmi iparág (Rheinmetall) a 2025-ös szárnyalás után konszolidálódott. A geopolitikai feszültség növekedésével (NATO elleni orosz támadás gyanúja) és a védelmi költségvetések megrendelésekké alakulásával jövőre újból emelkedést várnak az elemzők. Az autóipar teljesítménye továbbra is elkeserítő. Elég a szeptember végi Volkswagen profit warningra, vagy a Mercedes német gyárbezárási terveire gondolni.
- A Q2-es jelentési szezonra összességében nem lehet panasz. Az elemzői várakozásokat 4,7% meghaladó, 17% feletti év/év eredménynövekedést láthattunk. Az év elejéhez képest itt is csökkent az előretekintő 12 havi P/E (15), de továbbra is a 10 éves átlag felett jár. Az S&P 500-hoz mért diszkont az év elejéhez képest szűkült, már a historikus átlag alatt van.



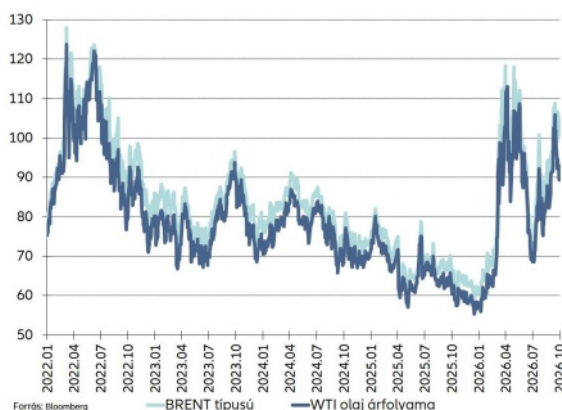
NEMZETKÖZI RÉSZVÉNYPIACOK - FELTÖREKVŐ

- A globális feltörekvőpiaci (MXEF) index az iráni konfliktusig felülteljesített. Az ezt követő risk-off negatívba fordította az idei teljesítményt, de júniusban már historikus csúcsra tört. Q3-ban már nem tudott tovább erősödni (-1,1%), de így is 21,4%-nál jár idén. A dollár megítélése mellett főként a technológia szektor mozgása vált meghatározóvá. Már itt is 40% feletti a súlya a benchmarkban. A további kilátásokat javíthatja, hogy sokat „tisztult” a piac. A chipgyártók (TSMC, SK Hynix, Samsung) papírjaiban júliusban látott heves korrekció sok tőkeáttételes spekulatív pozíciót „kimosott”. Az alacsony régiós P/E értékeltség (9,6) viszont csalóka lehet, hiszen a chipgyártók gigaprofitjainak fenntarthatósága kérdéses. A Trump-Hszi találkozó nem volt piacmozgató hatású, a kereskedelmi fegyverszünetet 2027. január 10-ig meghosszabbították.
- Az év eleji kínálati többletes piacon még 60 dollár/hordó környékén járt az olajár. A Hormuzi-szoros lezárása és az olajipari létesítmények (tározók, finomítók, vezetékek) elleni támadások következtében később többször is 120 dollárig szökött fel. Az USA export felpörgése, a kínai import visszaesése és a stratégiai készletek (OECD, Kína, G7) felhasználása mérséklék valamelyest a károkat. Q3-ban azonban ismét 100 dollár fölé emelkedtek az olajárak. A szaúdi olajszállítás alternatív útvonalának számító Vörös-tengeren újabb front nyílt, ráadásul az ide szállító East-West vezetéket is dróntalálat érte. Utóbbit átmenetileg le is kellett állítani. A finomított termékek piacán is sokasodnak a problémák (ld. dízel), amit az orosz és ukrán kapacitások kiesése súlyosbít. A tárgyalások közben ugyan zajlanak, de a tartalékkészletek tovább fogytak.

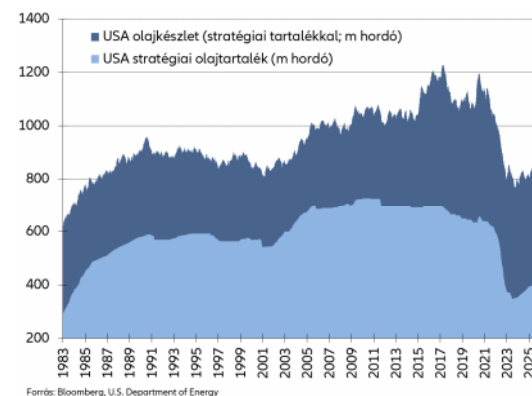
Feltörekvő piacok teljesítménye dollárban 2026 YTD



Olajárak alakulása



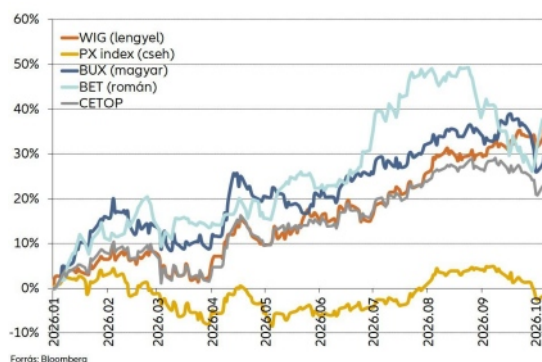
USA olajkészlet alakulása



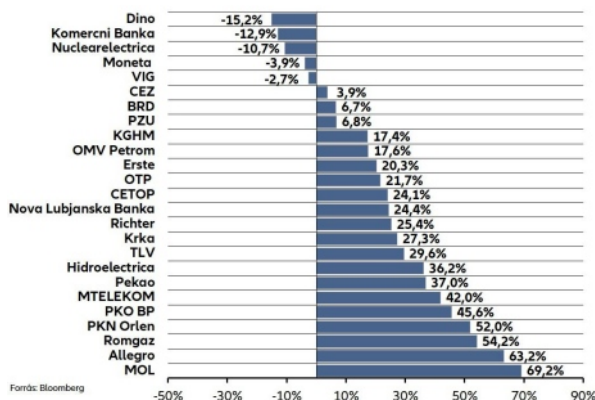


RÉGIÓS RÉSZVÉNYPIACOK

Régiós részvényindexek teljesítménye 2026 YTD



CETOP részvények teljesítménye 2026 YTD



- Az iráni háború korrekciót hozott a magas energiaimporttal rendelkező CEE régióban is. Az áprilistól tartó felívelésben nyárra már új csúcsra ért a lengyel, a magyar és román tőzsde is. Q3-ban még ezeket a szinteket is sikerült meghaladni, ám szeptembertől romlott a hangulat. Még a korábban lemaradó cseh tőzsde is hegymenetbe kapcsolt az időszak során, ám csak átmenetileg sikerült meghaladni februári historikus csúcspontját. A román piac a nagy megugrást követően visszasimult a mezőnybe. A kedvező szektorösszetétel és a stabil belföldi befektetói kereslet ellensúlyozza az újabb politikai válság miatti bizonytalanságot. Ám utóbbi hatására 770 millió euró EU-s (RRF) forrás veszélybe került, amire pedig nagy szüksége lenne a recesszióval küzdő gazdaságnak.
- A CETOP index 6,5%-kal tudott erősödni Q3-ban, 24,1%-nál jár idén. A technológia szektor aránya itt kicsi. Persze az Allegro azért hozzájárult a remek teljesítményhez. Azonban főként a régióban kiemelten fontos iparágaknak köszönhető a siker. A bankok továbbra is élvezték a kedvező gazdasági környezet nyújtotta előnyöket, az olajvállalatok az elszálló finomítói marzsból profitáltak. A PKN esetében azért vannak negatívumok is. A lengyel extraprofitadó és a szaúdi Aramco East-West vezeték elleni támadás következtében törölt európai olajszállítási.
- A régiós eredményvárakozás továbbra is dinamikusán növekszik, ám a P/E alapú árazás még mindig a 10 éves átlag fölött jár. A globális (fejlett és feltörekvő) részvénytőzsiacokhoz mért árazási diszkont süllyedt. Persze lehetne még tér az orosz-ukrán háború lezárása esetén. Előrelépés azonban nem látszik, sőt inkább romlott a helyzet. Az ukránok folytatták az orosz hadigépezet megbénítását célzó (pl. olajfinomítók elleni) dróntámadásokat. Erre orosz válaszcsepások érkeztek az ukrán infrastruktúra ellen. A növekvő dízelárak újra ide irányították Trump figyelmét.
- Október 1-jétől a Nuclearelectrica-t, a cseh CSG fegyvergyártó cég részvénye „váltja” a benchmarkban.

HAZAI RÉSZVÉNYPIAC



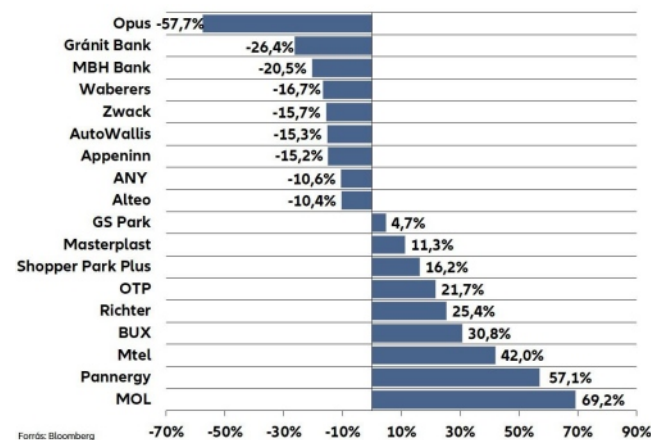
- A BUX index Q3-ban tovább erősödött (+3,8%). Járt a 150 ezer pontos lélektani határ felett is, végül 145.182 ponton zárt. 30,8%-os teljesítménynél jár idén. A piac és EU barát TISZA párt 2/3-os választási győzelmével 16,4 milliárd eurónyi EU-s forrás vált hozzáférhetővé. Emellett az új kormány 2030-ra megteremtené az euróövezeti csatlakozáshoz szükséges feltételeket. A különadók fokozatos kivezetésére is van esély, de ezt nehezíti a szűkös költségvetési mozgástér. A kockázati felárak mérséklődésével járt 10 felett is a forward 12 havi P/E. Az időszakot 9 környékén zárta, ahonnan bőven lenne még tér emelkedésre a historikus és relatív árazási diszkont alapján.
- Július elején még új historikus csúcsra (48.000 forint) emelkedett az OTP, innen oldalazás indult. A Q2-es 306 milliárd forintos profit 2%-kal elmaradt a várttól, de továbbra is főként egyszeri tételek (pl. kamatstop határidő kivezetés) miatt. A cég bejelentette a Baltikum 3. legnagyobb bankjának számító Luminor felvásárlását. Ehhez kapcsolódóan megvizsgálják az orosz piacról való exit lehetőségét, ami eladási hullámot hozott az időszak végén.
- A MOL szárnyalt Q3-ban. A megugró finomítói marzs hatására a tisztított EBITDA (1,3 milliárd dollár) Q2-ben meghaladta a vártat. Az EU szerint jogellenes az extra bányajáradék és a CO2 adó, a korábbi befizetések is visszatérítésre kerülnek. A KEKVA tulajdonrészek visszakerültek állami tulajdonba. A Mol New Europe alapítványtól 43 millió db részvény a céghez került, emiatt a vártnál magasabb (317,6 forint/részvény) osztalék került kifizetésre. A NIS tranzakció esetében továbbra sincs döntés, az OFAC október 30-ig adott haladékat.
- A Richter Q3-ban erősödni tudott. Ebben közrejátszhatott a forintrali kifulladás. A Vraylar, a nőgyógyászati szegmens és a javuló költséghatékonyság hatására Q2-ben várt feletti lett a tisztított EBIT (82,1 milliárd forint).
- Az MTEL gyengélkedett Q3-ban. Ehhez a várttól enyhén elmaradó Q2-es profit (56,8 milliárd forint) és a magyar 10 éves hozam emelkedése is hozzájárulhatott. A július 1-jétől bevezetett inflációkövető díjemelés (+4,4%) pozitívum.
- Október 1-jétől a Zwack részvénye kiesett a benchmarkból.

Részvényindexek előretekintő 12 havi P/E árazása



Forrás: Bloomberg

BUX részvények teljesítménye 2026 YTD



Forrás: Bloomberg

EGYÉB TÁBLÁK, ADATOK, INFORMÁCIÓK

4



ALACSONY MINŐSÍTÉSŰ HITELVISZONYT MEGTESTESÍTŐ ÉRTÉKPAPÍROK PORTFÓLIÓNKÉNT 2026.09.30-ÁN

Alacsony minősítésű hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok 2026.09.30-án			
Portfólió	Értékpapír megnevezése	Névérték	Minősítés oka

Nincs ilyen értékpapír



SFDR, SFDR RTS ÉS TAXONÓMIA RENDELET SZERINTI JELENTÉS 2026.09.30-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.