

VAGYONKEZELŐI BESZÁMOLÓ

ALLIANZ ÖNKÉNTES NYUGDÍJPÉNZTÁR

2025. I. NEGYEDÉV

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

2025.04.10.





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

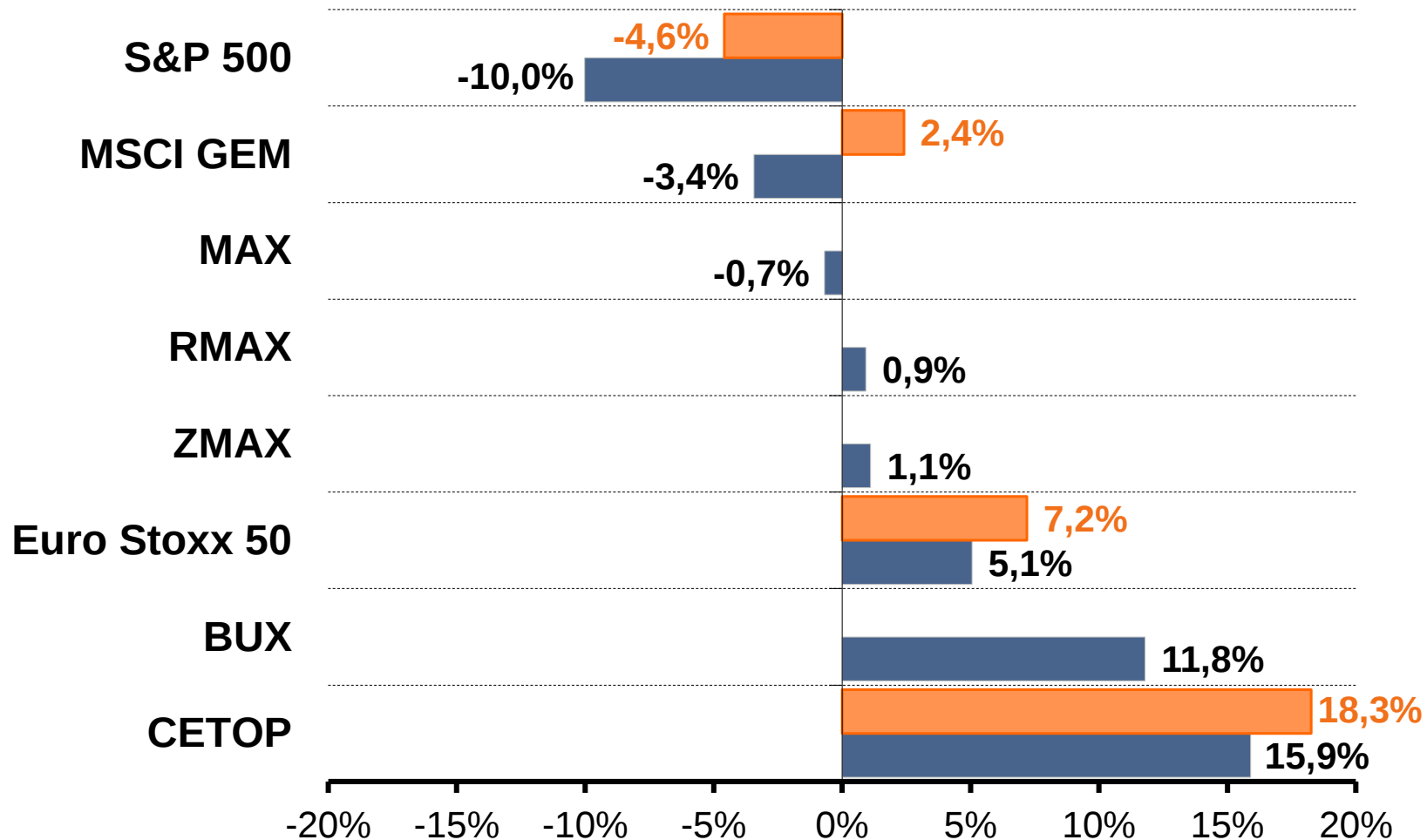
BENCHMARK HOZAMOK ÉS TELJESÍTMÉNYEK

1





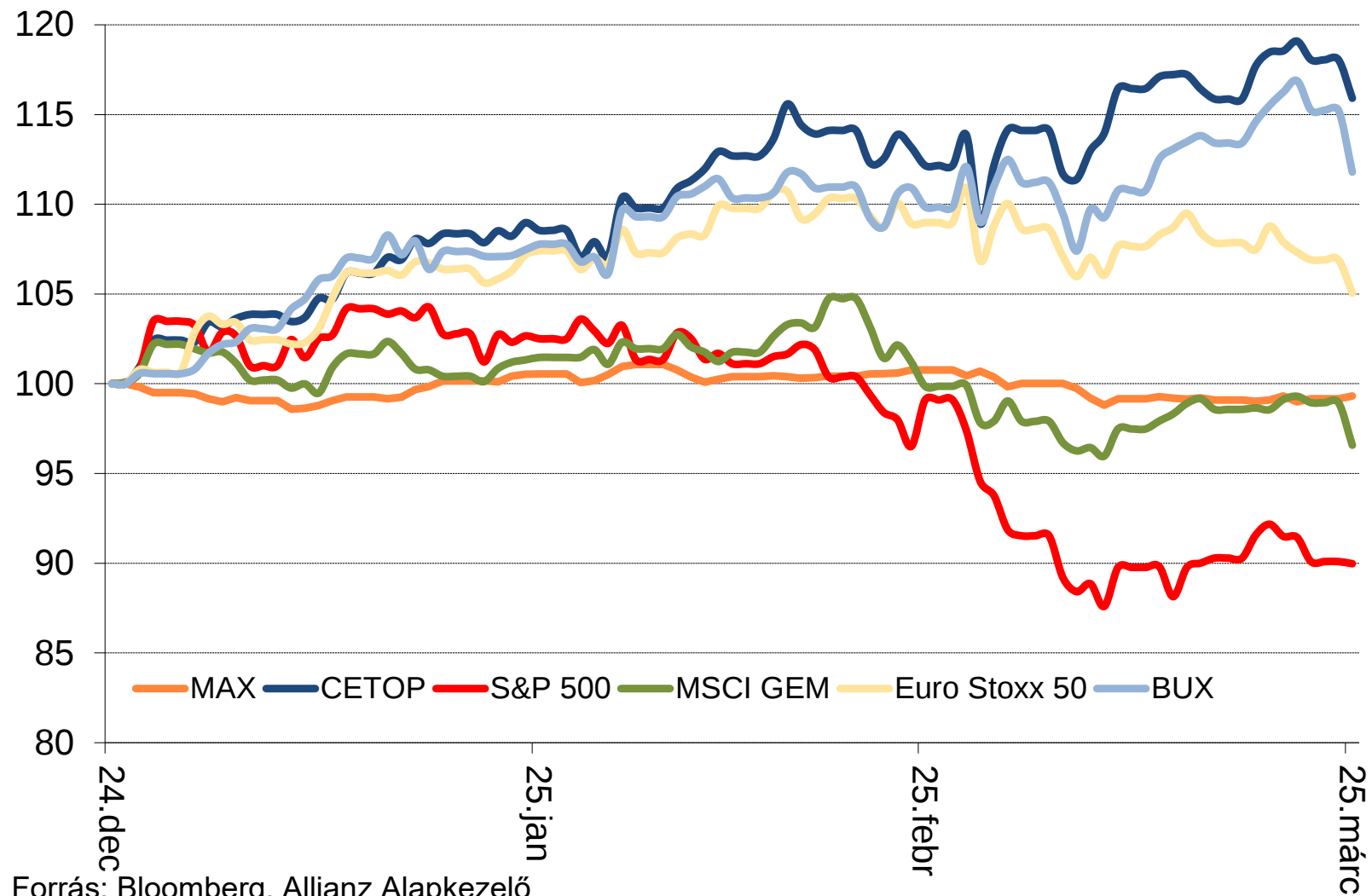
FŐBB INDEXEK TELJESÍTMÉNYE 2025 YTD (HUF ÉS SAJÁT DEVIZA)



Forrás: Bloomberg, Allianz Alapkezelő



FŐBB INDEXEK ALAKULÁSA 2025 (HUF)



MAKROGAZDASÁGI ÖSSZEFOGLALÓ

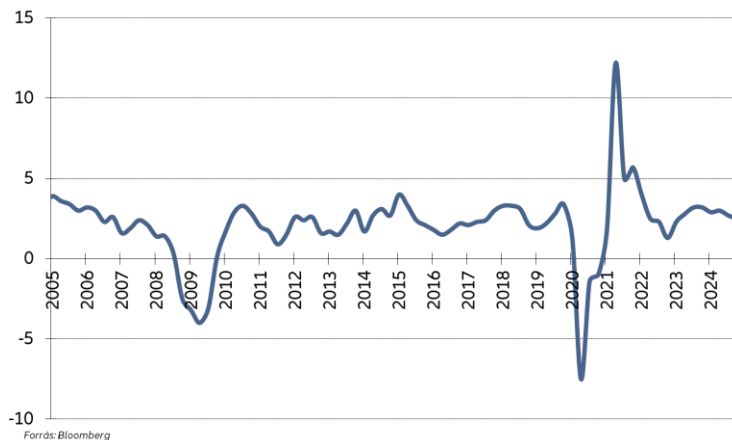
2



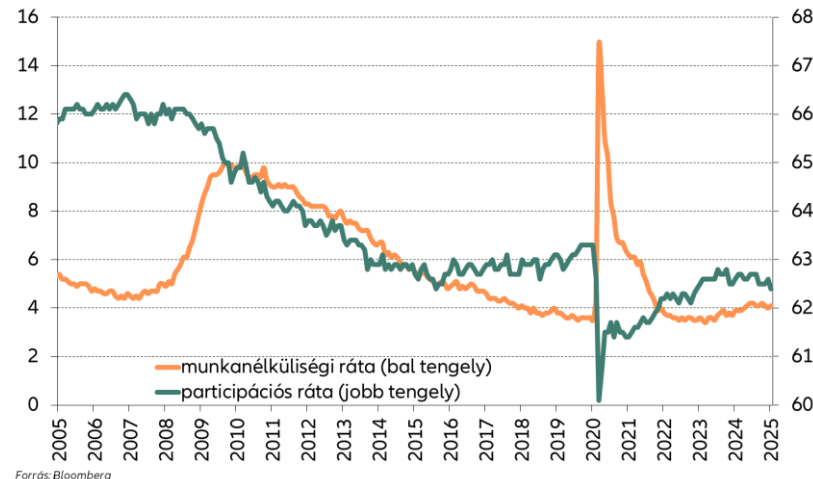
USA GAZDASÁGI ADATOK

- A negyedik negyedévben megközelítőleg 0,6%-kal nőtt az Egyesült Államok gazdasága az előző negyedévhez képest. Az év/év módon számolt bővülés ismét enyhén csökkent (2,5%). A Bloombergnek leadott előrejelzések jelenleg (04.03-án) 1,9%-ot mutatnak 2025-re, ami némileg elmarad az előző negyedévben látottaktól. Az elnök által bejelentett vámemelések rövid távon mindenképpen rontják a növekedési kilátásokat, hosszabb távon érdekes kérdés, hogy mennyire sikerül új nemzetközi megállapodásokat kötni, illetve a termelést az USA területére visszahozni. Természetesen az is elképzelhető, hogy a világkereskedelem a vámok hatására jelentősen átrendeződik és az USA részesedése tartósan csökken, e mellett a dollár (és az USA államkötvények) tartalék szerepe is csökkenhet.
- A munkanélküliségi ráta az elmúlt hónapokban nem mozdult érdemben, historikusan erős szinten állt. Az aktivitási ráta és az új álláshelyek száma azonban némileg romlott. A bérnövekedés továbbra is magas, 4% körüli.
- Az infláció a negyedéves adatok alapján nem alakult meggyőzően, továbbra is kockázat, különösen a drasztikus vámok fényében (bár egy jelentős gazdasági visszaesés miatt akár jelentős defláció is elképzelhető). Továbbra is a szolgáltatások áremelkedése magyarázza a pénzromlás jelentős részét, a fogyasztási cikkek áremelkedése egyelőre nem jelentős. A Michigan Egyetem inflációs várakozási mutatói megugrottak: egy évre 5%, a hosszabb időhorizonton is 4% körüli a várakozás.

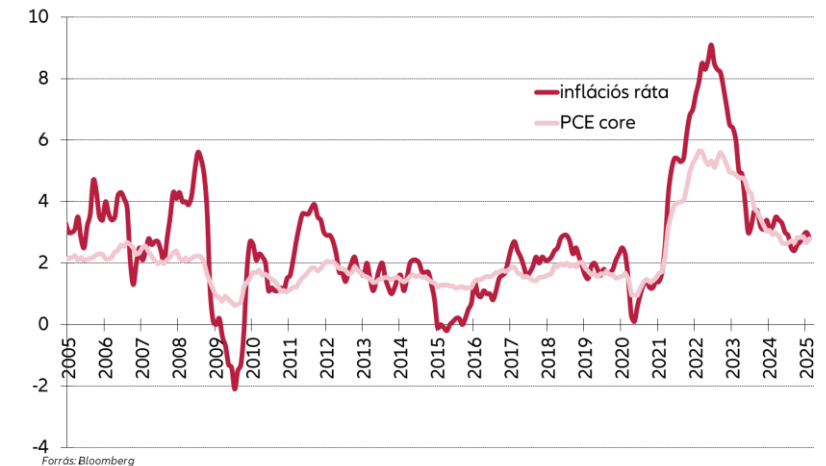
USA reál GDP növekedése (év/év)



USA munkaerőpiac



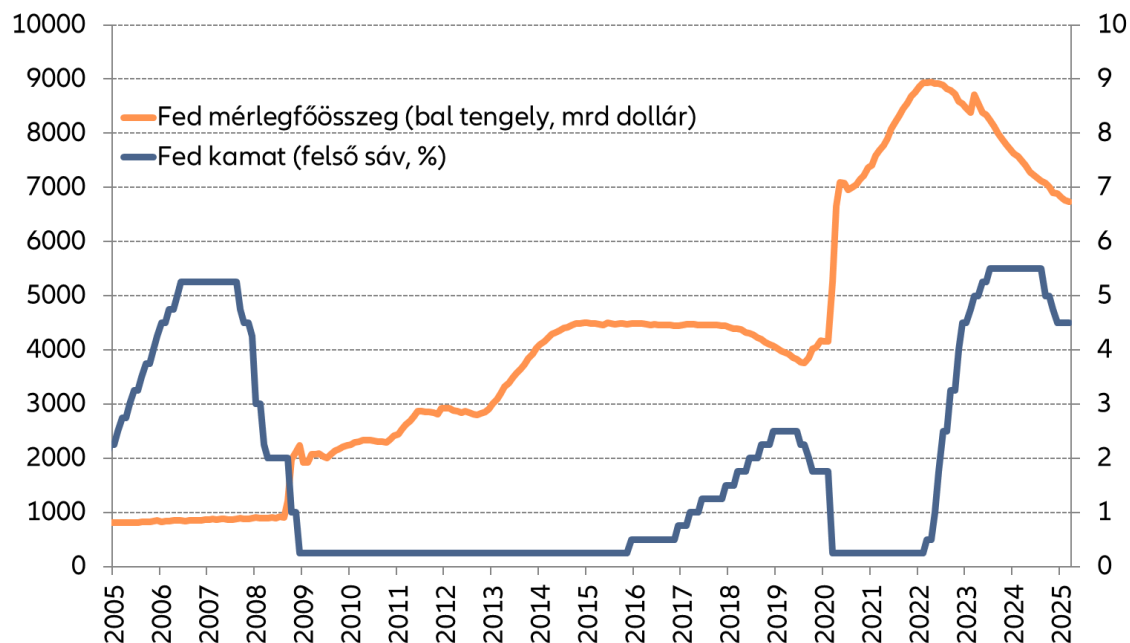
USA infláció





USA – MONETÁRIS POLITIKA

USA monetáris kondíciók



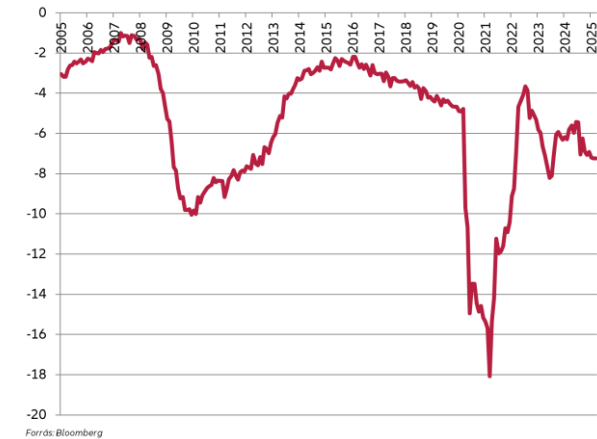
Forrás: Bloomberg

- A Fed egy évig 5,25-5,5% szinten tartotta a rövid kamatokat. A tavaly szeptemberi 50 bázispontos vágás után az év végéig hátralévő két ülésen még 25-25 bázispontos lazítás mellett döntöttek, azonban idén tartották a kamatokat (4,25-4,5% szinten).
 - A Fed döntéshozói azzal indokolták a kivárást, hogy még felméri az új adminisztráció intézkedéseinek reálgazdasági és inflációs hatásait, illetve várják az újabb bejelentéseket, pontosításokat. A negyedéves előrejelzésekben a gazdasági növekedést lefelé, míg az inflációt felfelé módosították. Ez is a változatlan kamatkondíciókat támasztja alá.
 - A vámháború hatására a piac ismét több kamatvágást kezdett árazni. Így április elején 2025-re akár négy 25 bázispontos lépés is megvalósulhat.
- A mérlegleépítés (QT) üteme tavaly júliustól havi 95 milliárdról 60 milliárdra csökkent. Ez most áprilistól tovább mérséklődik, 40 milliárd dollárra. Mindkét lépés esetében az állampapír részt vágják erőteljesebben, ott szinte már meg is áll az állománycsökkenés. A Fed célja az, hogy a hosszabb távon tartott értékpapír-állomány nagyobb részt állampapírból álljon. A sajtótájékoztató alapján a QT mérséklésére most sem valami nagyobb pénzügyi egyensúlytalanság miatt került sor, hanem ennek a megelőzésére.
 - A Fed döntéshozók a GDP növekedésre vonatkozó előrejelzésüket márciusban érezhetően visszavágták. Az idei évre 2,1% helyett 1,7%-os, a következő évekre ennél kisebb lépésben csökkentve, 1,8%-os növekedést várnak. A munkanélküliség becslése nem változott érdemben. A PCE infláció és maginfláció kapcsán 2025-re látunk inkább módosulást, az inflációs prognózis 2,7%-ra, míg a maginfláció 2,8%-ra módosult. A kamatpályához ezúttal nem nyúltak a döntéshozók.

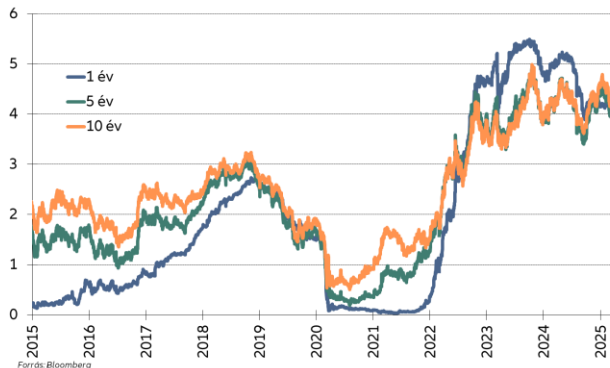
USA ÁLLAMPAPÍRPIAC

- A tavalyi év harmadik negyedévének hangulatát a kedvező inflációs adatok és némi munkaerőpiaci gyengülés határozta meg, így egy markáns kötvénypiaci erősödés bontakozott ki. Az október elején megjelent gazdasági mutatók azonban gyors gyengülést hoztak, és év végéig a Fed kamatpályára vonatkozó optimista előrejelzések kiárazódásával egy folyamatos eladói nyomás érvényesült az államkötvényeknél. Az elnökválasztás is tovább hajtotta a trendet, mivel az elemzők úgy értékelték, hogy mindkét jelölt esetében maradhat/növekedhet a szövetségi költségvetés amúgy is masszív hiánya, csak legfeljebb más okból.
- Az idei évben az USA kötvénypiac lényegében inkább erősödött. Ezúttal az inflációs adatok a folyamatot nem igazán tudták támogatni. Először az új elnök problémamentes beiktatása, majd a szomszédunkban zajló háború lezárásának közelebb kerülése, és az új adminisztráció költségvetési megtakarításai, később egyre inkább a nemzetközi súrlódások következtében előtérbe kerülő növekedési félelmeket emelhetnénk ki.
- A hozamgörbe alakja az elmúlt negyedévben alapvetően nem változott, egy nagyjából párhuzamos lefelé tolódást látunk (a legrövidebb lejáratok közel változatlansága mellett, ahol az alapkamat tartása miatt nem igazán volt elmozdulás).

USA szövetségi deficit/GDP (gördülő, %)



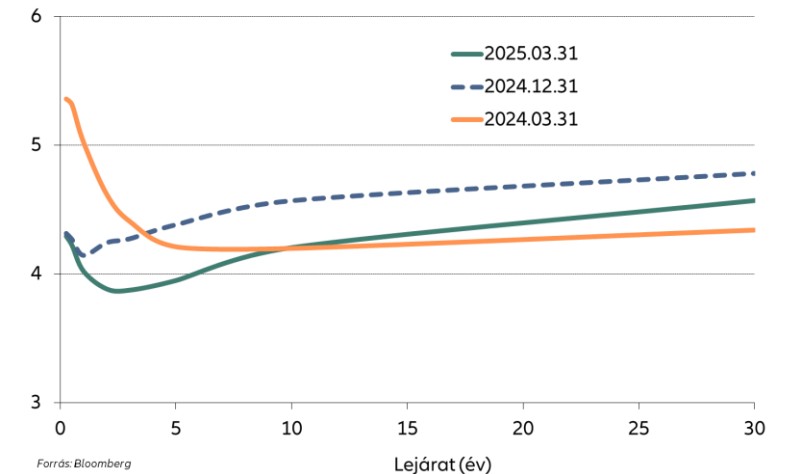
Állampapír hozammozgások



Állampapírpiac az elmúlt évben



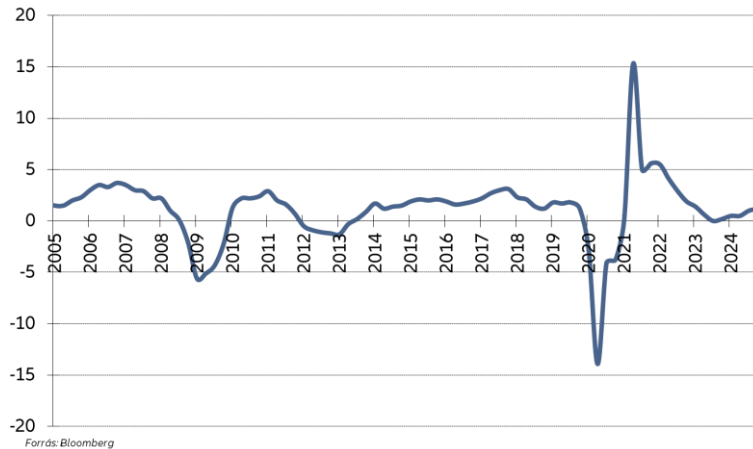
Hozamgörbe



EURÓZÓNÁS GAZDASÁGI ADATOK

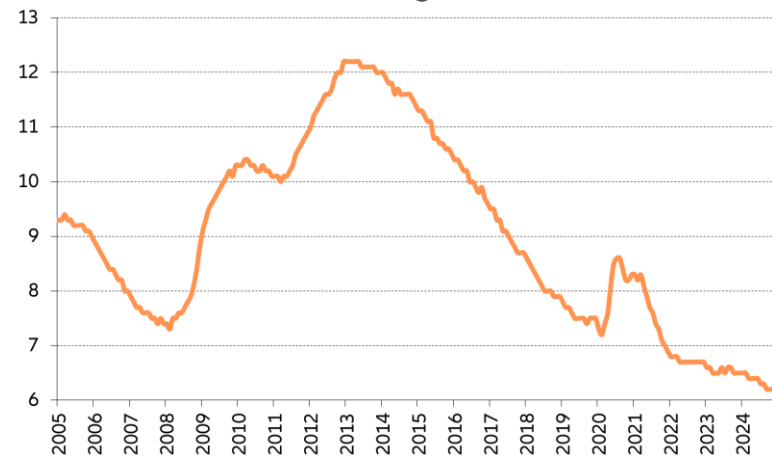
- Az eurózona negyedéves GDP növekedése a negyedik negyedévben kissé mérséklődött, 0,2% lett, az év/év már 1% fölé ért. A Bloombergnek küldött előrejelzések középértéke az idei évre lényegében nem változott, 0,9%. Az elmúlt nagyjából fél évben az ipari termelés csökkenése megállni látszott, és a kiskereskedelmi eladások már inkább a növekedés felé mutatnak. A negyedév során bejelentett fegyverkezési program és német infrastrukturális beruházások a GDP emelkedése, míg a vámháború a csökkenés irányába mutat. A piaci árazások egyelőre az utóbbi tényezőnek adnak nagyobb súlyt.
- A munkanélküliségi ráta lassú javulása tovább folytatódott, de az EKB ebben inflációs kockázatot egyelőre továbbra sem lát.
- Az eurózona inflációja ugyan év végén emelkedett kissé, de még így is a jegybanki cél közelében maradt, idén pedig ereszkedni láttuk a pénzromlási mutatót. A maginfláció csökkenése gyakorlatilag töretlen volt az elmúlt időszakban, már 2% közelébe ért. Az EKB által gyűjtött inflációs várakozások stabilak maradtak, ugyan kissé a cél fölött látjuk az értékeket, de közel sem akkora a különbség, mint ami az USA esetében látszik. A termelői árak emelkedése az, ami az elmúlt hónapokban kicsit szembetűnő volt, negatív értékek helyett februárra vonatkozóan 3%-os éves növekedést látunk már. Az infláció csökkenését támogathatja ugyanakkor a növekedési félelmek miatt beszakadó olajár is.

Eurózona reál GDP növekedés (év/év)



Forrás: Bloomberg

Eurózona munkanélküliségi ráta



Forrás: Bloomberg

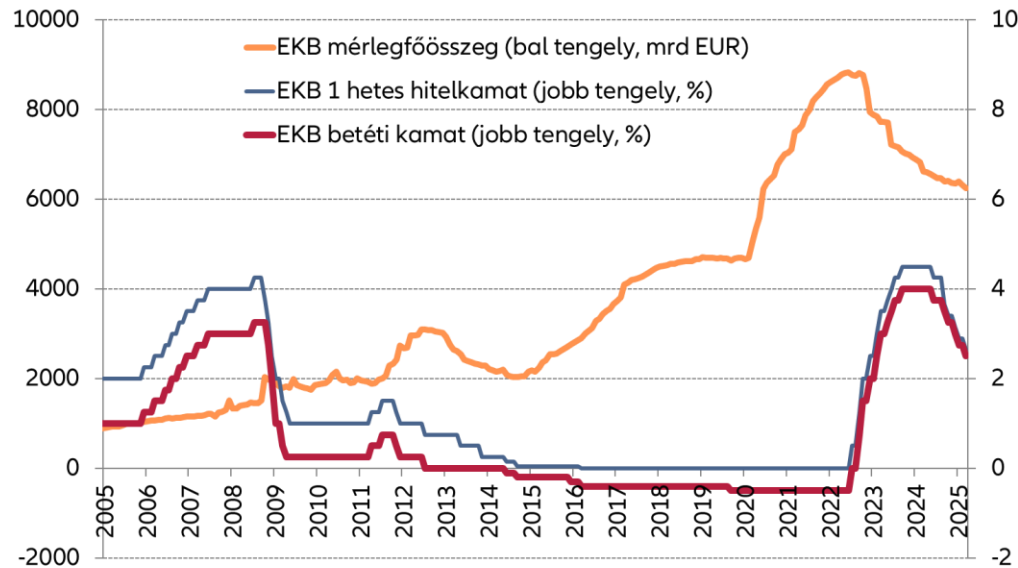
Eurózona infláció



Forrás: Bloomberg

EKB – MONETÁRIS POLITIKA

EKB monetáris kondíciók



Forrás: Bloomberg

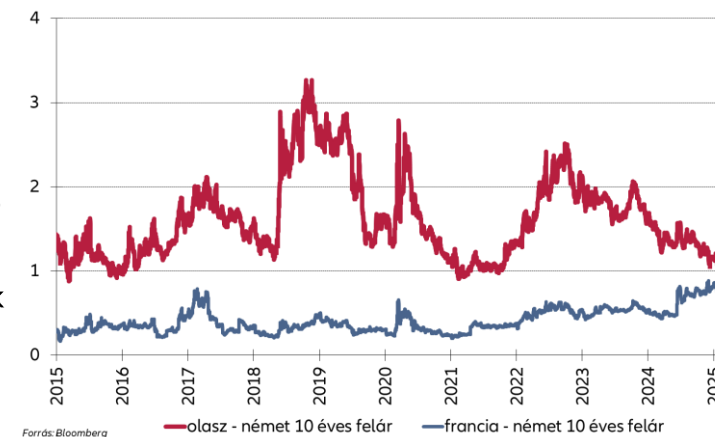
- Az EKB 2024. júniusig tartotta 4%-on az irányadónak tekintett betéti kamatát. Ekkor indította meg a kamatcsökkentéseket egy piac által is várt, 25 bázispontos vágással. Azóta – a júliusi ülés (tartás) kivételével – ebben a lépésközből folytatódott a lazítás. Márciusra 2,5%-ra ért az EKB betéti kamatszintje. A kamatswap piac április elején még három 25 bázispontos kamatvágást áraz 2025-re.
- Szeptemberben a betéti kamatnál nagyobb mértékben, 60 bázisponttal csökkentették az egynapos hitelfelvétel (MLF) és az egyhetes hitel (MRO) kamatát. Azóta ezek a szinteket a betéti kamattal párhuzamosan mozgatták. Egyelőre ennek kicsi a piaci hatása, mivel a bankok pénzellátottsága bőséges, és a betéti eszközben lévő összeg nagyságrendekkel magasabb mint a hiteleszközök révén felvett. Jelentőségük inkább a mérleg további leépítése esetén nőhet meg.

- Az EKB elemzői stáb a márciusi előrejelzéseket csak kismértékben módosította a legutóbbi (decemberi) állapothoz képest. 2025-re az inflációt 2,3%-ra várják (kis emelés), a maginfláció tekintetében 2,2%-ot (árnyalatnyi csökkenés) prognosztizálnak. A GDP idén 0,9%-kal nőhet, ami kisebb lefelé módosítást jelent.
- A negyedik negyedévben az eszközvásárlások ütemezését érintő új döntés nem született. A korábbi években végrehajtott általános célú értékpapír-vásárlások (APP program) fennálló állományát az EKB már 2023. márciustól nem fektette be újra, az összmenyiség így a lejáratokkal megegyező ütemben csökken. A pandémiás eszközvásárlási program (PEPP) lejáratait az EKB idén már szintén hagyja kifutni. A bankoknak nyújtott kedvezményes, hosszabb lejáratú refinanszírozási hitelek (TLTRO-k) tavaly már visszafizetésre kerültek, így a mérlegszűkítés ennél a tételnél lezárult.

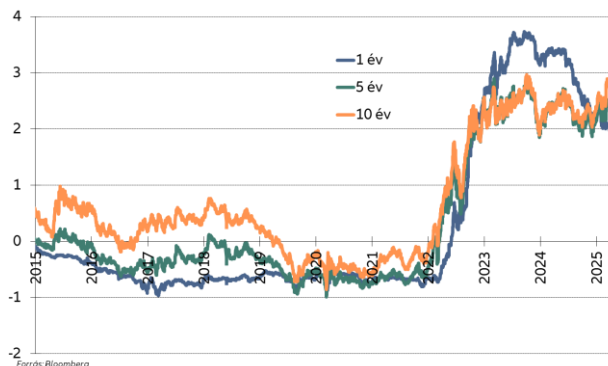
EURÓZÓNÁS ÁLLAMPAPÍRPIAC

- Az USA és az eurózána inflációs dinamikájában látható eltérések a hozamok alakulásában is megfigyelhetők. Míg az USA esetében az előző év utolsó negyedében gyengülést láttunk, addig az európai hozamok inkább csak oldalaztak. Az idei első negyedév nagy részében szintén erősödést láttunk. A márciusi megugrást a gigantikus német fegyverkezési és infrastrukturális csomag elfogadása és ezzel kapcsolatban a finanszírozási korlátok eltörlése kapcsán láthattuk.
- A hozamgörbe alakja az elmúlt időszakban alapvetően nem változott.
- Az olasz 10 éves kötvényhozam némethez képest számolt felára a 2022-es kiugró értékekhez képest trendszerűen szűkült. Ez az idei első negyedévben is folytatódott. Az eszközvásárlások csökkenése ezt a folyamatot tartósan nem írta felül, és a márciusi német kötési csomag elfogadása kapcsán látható kötvénypiaci gyengülés sem érintette. A francia kormányváltások 2024-ben növelték ugyan a francia-német felárat, de az első negyedévben itt is inkább felárszűkülés volt megfigyelhető. Az EKB-nak van eszköze (TPI) egy esetleges turbulencia esetén hirtelen megugró felárakra, amivel gyakorlatilag korlátlan tud egyes piacokon célzottan állampapírt venni.

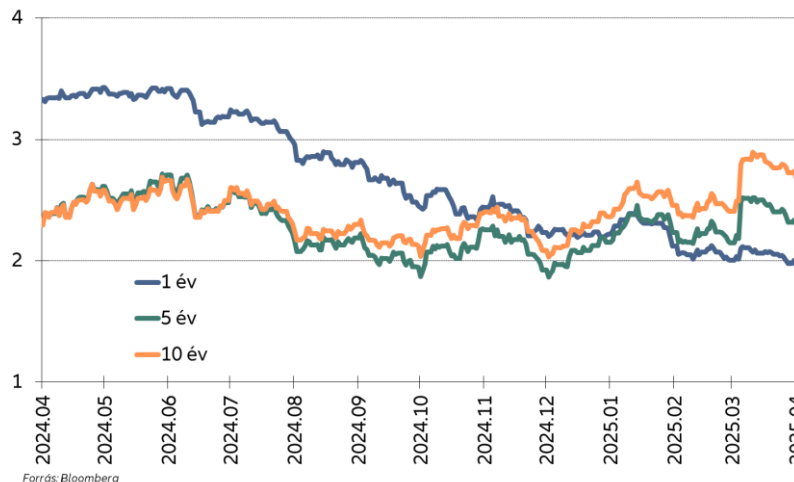
A 10 éves állampapír hozamkülönbségek



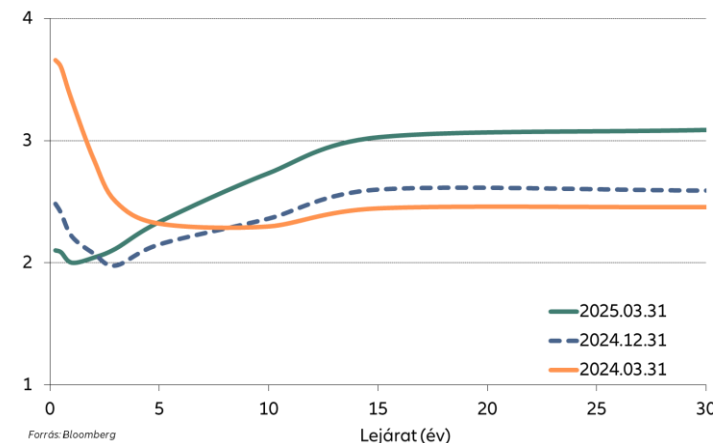
Állampapír hozammozgások (német)



Állampapír hozammozgások az elmúlt évben (német)



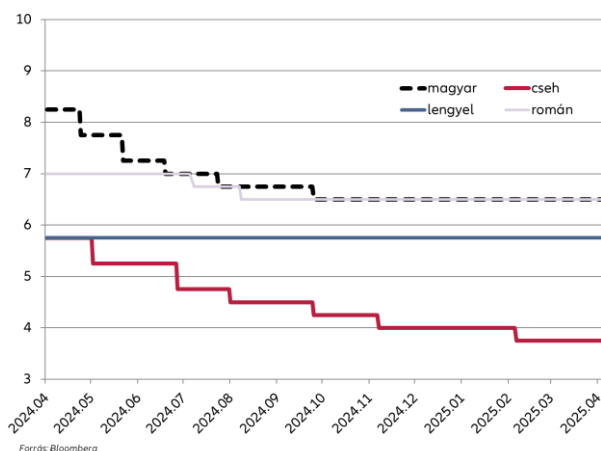
Állampapír hozamgörbe (német)



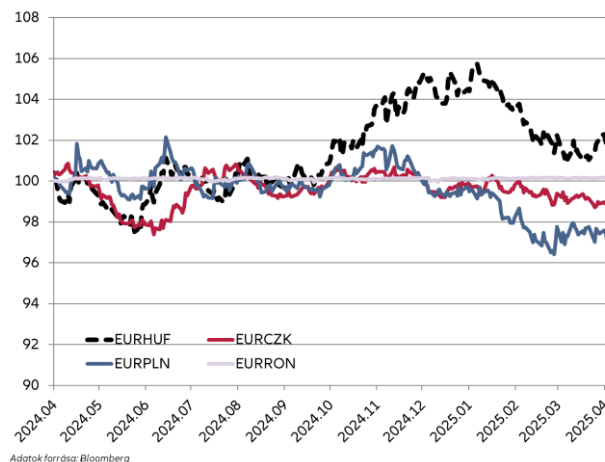
RÉGIÓS PIACOK

- A lengyel infláció a tavaly márciusi 2% után fokozatosan emelkedett, szeptembertől 5% közeli adatközléseket láttunk. A februári adat végre egy nagyobb, kedvező irányú meglepetést hozott, bár a 4,9% még mindig magasnak mondható. A maginfláció viszont határozottan csökkenő pályán van, februárban 3,6%-ra ért. A cseh infláció tavaly decemberig csak 3%-ig emelkedett, és a 2025. január-februári értékek ennél is rendre alacsonyabbak lettek. Romániában tavaly májusig tartott a határozott defláció, azóta viszont 5% körül stagnált a mutató.
- A lengyel jegybank 2024-ben nem változtatott az alapkamaton (5,75%). Az inflációs folyamatok azonban kezdenek kedvezőbbé válni, így hamarosan kamatvágás következhet, amit a vámháború fenyegetése is indokolhat. A zloty árfolyama is sokat erősödött idén az euróval szemben, ez is segítheti a jegybank ezirányú döntését. A cseh jegybank a kedvező inflációs dinamikát kihasználva tavaly egész évben folytathatta a monetáris lazítást, és idén is vágtak egyszer az alapkamaton. A korona az elmúlt egy évben elég stabil volt, a mostani első negyedévben szintén erősödést láttunk. Romániában még 2024. júliusban és augusztusban volt lehetőség kamatvágásra, azonban a költségvetési hiány és az infláció erre azóta nem biztosított mozgásteret.
- A cseh és lengyel kötvénypiac az elmúlt évben meglehetősen stabilnak bizonyult, míg a román kötvényeket év végén és januárban inkább adták, majd kisebb erősödést láthattunk.

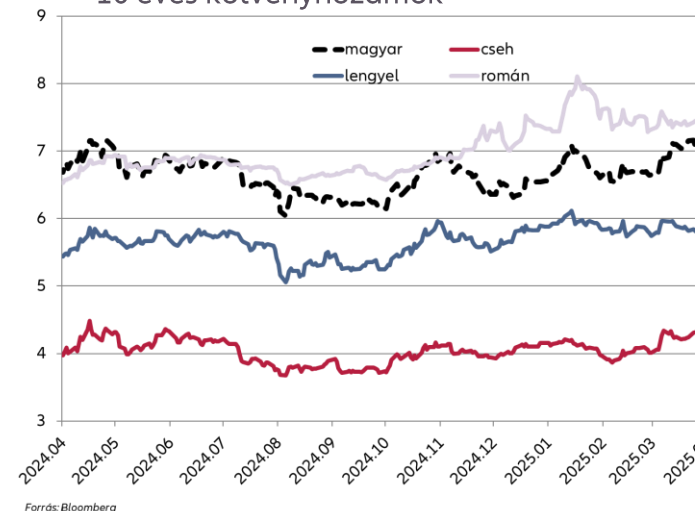
A régiós alapkamat szintek



A régiós devizák relatív teljesítménye



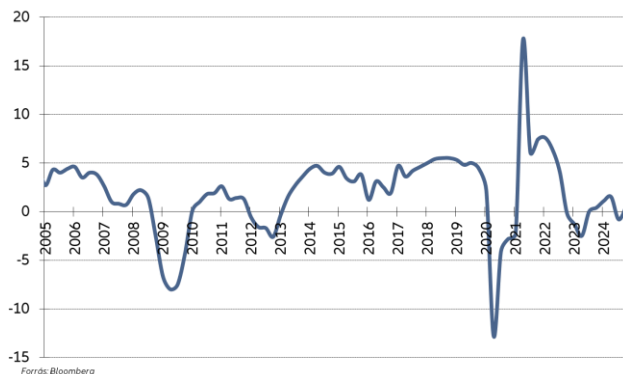
10 éves kötvényhozamok



HAZAI GAZDASÁGI ADATOK

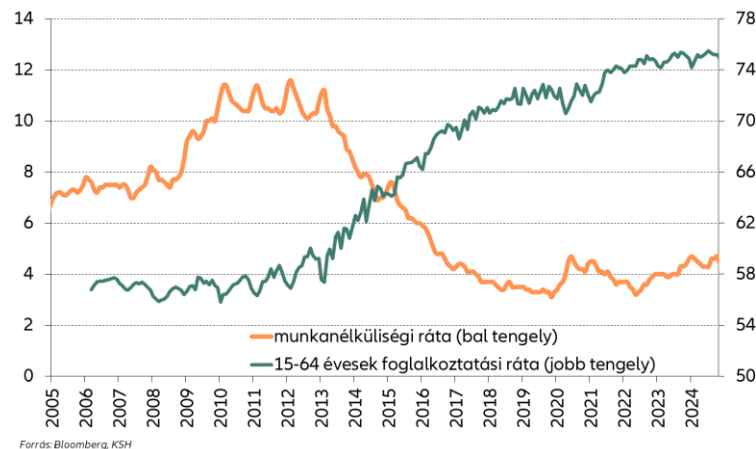
- A magyar gazdaság a negyedik negyedévben már növekedni tudott, így kikerült a technikai recesszióból. Az év/év növekedés is enyhén pozitív lett. A Bloombergnek nyilatkozó elemzők 2025-re már csak 2,2%-os növekedéssel számolnak, az MNB a márciusi inflációs jelentésében 1,9-2,9%-ot valószínűsít. A kormány bízik egyrészt a kifizetett lakossági állampapír-kamatok egy részének elfogyasztásában, bizonyos nagy külföldi beruházások termőre fordulásában és a bérkiáramlásban. E mellett még egyéb költségvetési kiadások is támogathatják a GDP-t fogyasztási oldalon (családtámogatás, nyugdíjas ÁFA-visszatérítés). A kiskereskedelmi forgalmi adatok szempontjából a januári adat biztató, majdnem 5% lett. Az ipari termelés ugyanakkor továbbra is mélyrepülésben van.
- A munkanélküliségi rátában az elmúlt pár hónapban enyhe romlást láttunk, de igazából még nagyon kedvezőek az adatok. A foglalkoztatottság lassan növekvő trendje sem tört meg még. A bérnövekedés két számjegyű tartományban maradt.
- Az inflációs folyamatok nem alakultak jól egyelőre idén. A korábban is magasan ragadt szolgáltatás áremelkedés mellett az élelmiszerek is nagyon megrágultak. Az infláció így 5%-nál is magasabb lett. A kormányzat az árdinamika megtörésére számos beavatkozással él. Egyrészt a kiskereskedelmi láncok árrésére egy 10%-os maximumot határoztak meg, másrészt korlátozni fogják a banki és a telekommunikációs díjemelések mértékét is. Ezzel várhatólag a februári 5,6%-os értéktől már lefele mozdul el majd az index, bár a márciusi adatokban az intézkedések még csak igen korlátozottan tudnak megjeleníteni. Az MNB 2025-ben éves átlagban most 4,5-5,1%-os inflációval számol, míg a maginfláció könnyen 5% felett ragadhat.

Magyar reál GDP növekedése (év/év)

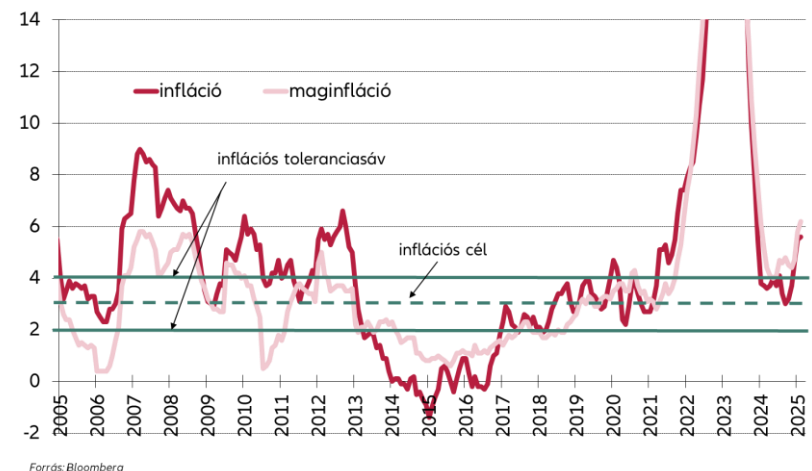


Vagyonkezelői beszámoló | Allianz Alapkezelő Zrt. |
© Copyright Allianz 2025. április 10.

Hazai munkanélküliségi ráta

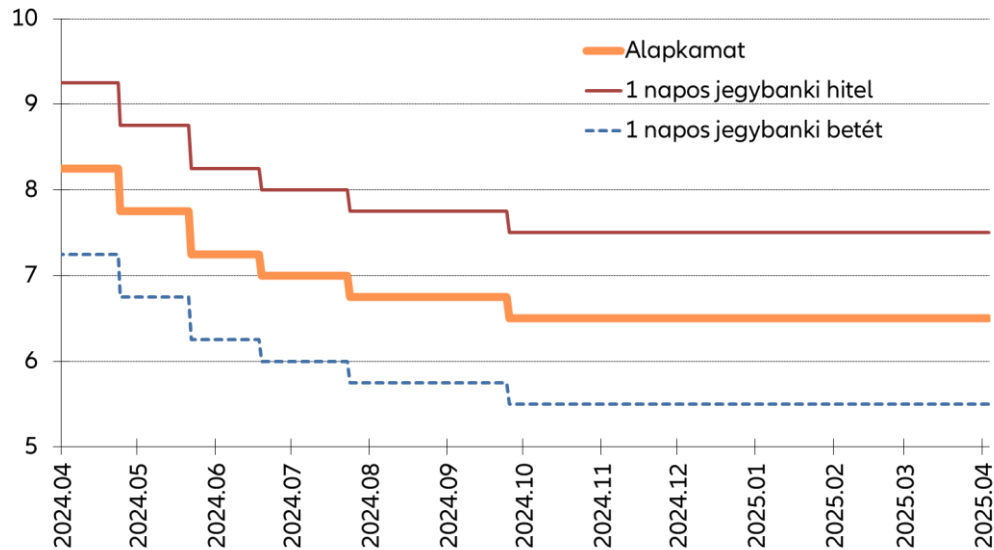


Infláció



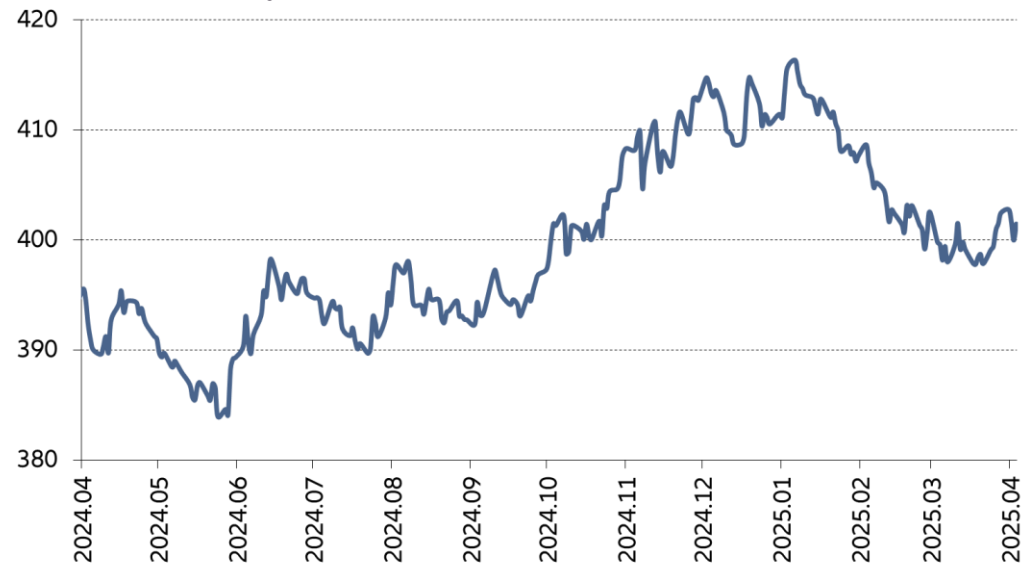
HAZAI MONETÁRIS POLITIKA

MNB kamatkondíciók



Forrás: Bloomberg

EURHUF árfolyam



Forrás: Bloomberg

- Az MNB a jelenlegi ciklusban szeptemberben vágott utoljára kamatot. Ezt követően hiába nőtt a Fed és EKB kamatvágásokkal a fejlett piacokhoz mért kamatkülönbözet, a forint gyengülő trendbe került. Ezek után a forint ugyan – részben a szigorú jegybanki üzenetek miatt – visszaerősödött, de ekkor az inflációs tényadatok emelkedése nullázta le a lazítás irányába a mozgásteret.
- Még az előző évben voltak piaci félelmek az új jegybanki vezetés inflációs elkötelezettségével kapcsolatban, de ezt nagyrészt sikerült eloszlatni, és a márciusi jegybanki üzenet is szigorú maradt. Az inflációs célban változás rövid távon nem várható, a jegybanki eszköztárban sincs hír egyelőre átalakításról. Az átláthatóság növelése és a nem szorosan jegybanki tevékenységek leépítésének irányába tett lépések a nemzetközi befektetők bizalmát erősítheti.

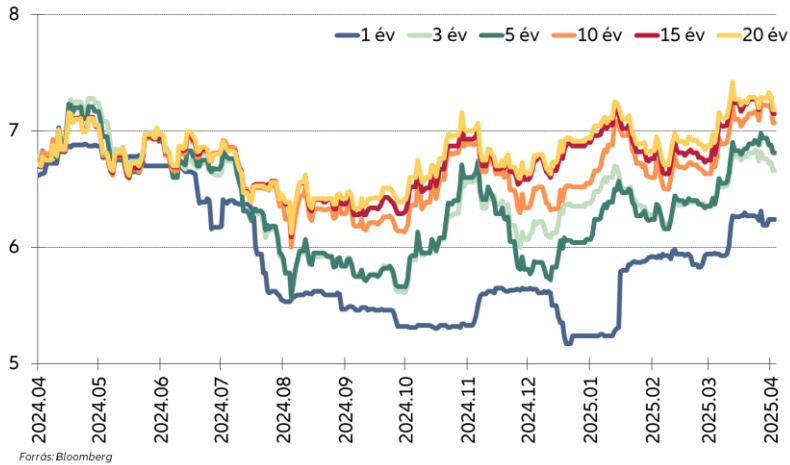


HAZAI KÖTVÉNYPIAC

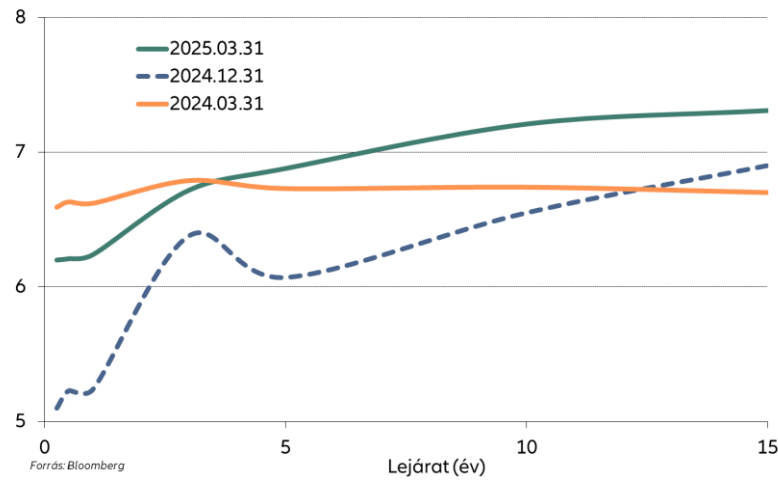
- A magyar állampapír-piacon az első negyedévben egy kezdeti jelentősebb erősödés mellett folytatódott a szeptembertől kezdődő gyengülési trend. Az év eleji erősödésben még szerepet játszhattak szabályozói hatások (extraprofit adó csökkentés miatt banki és ezúttal már biztosítói vásárlások is) is, de a kereslet a hazai portfóliók feltöltöttségével arányosan csökkent, a külföldi állomány trendszerű növekedése pedig egyelőre nem indult meg. Hosszabb távon újabb szabályozói hatások támaszthatják a magyar kötvénypiacokat: a tervek szerint a hazai befektetési alapok államkötvény-tartási kötelezettségét emelik és a devizás kitettséget szabályozzák.
- A **fix államkötvények aukciója** a negyedévben nem volt már olyan egységesen sikeres, mint tavaly, de továbbra is az öt éves futamidő volt a legkeresettebb, mivel a banki vásárlásoknak ez a legkedvezőbb szegmens. A hosszabb lejáratokon a kereslet többször érezhetően elvékonyodott. A hozamgörbén a múlt év végi intézményi vásárlások miatt kialakult jelentős elárazások idén lényegében megszűntek, mivel a kereslet ezekben a papírokból csökkent, az ÁKK pedig az előzetes terveknek megfelelően a nem benchmark állampapírok kibocsátására is hangsúlyt fordított. Április elején megjelent a 2025-ös kibocsátási terv módosítása. Ez jelenleg nem a teljes forrásbevonás megemelését jelenti, hanem egy átcsoportosítást a lakossági piacról az intézményi felé. A lakossági piacon már láthatók is a kamatcsökkentések. Az intézményi aukciós struktúrán belül a futamidők közti hangsúly-eltolódást érdemes kiemelni, az ötéves futamidő szerepe nő a hosszabb lejáratokkal szemben.
- A **zöld kibocsátások** tekintetében csupán egy 2051/G aukcióról tudunk beszámolni, ami egyébként az új 20 éves benchmark is lett.
- A **DKJ-k** piacán a kereslet hullámzó volt, de a kibocsátói igény érezhetően nőtt, így a hozamok lassan emelkedő tendenciát mutattak.
- A **változó kamatozású állampapírok** piacán az időszak elején még jelentős volt a kereslet, mivel ezek a rendszeres átárazódás miatt jól illeszkednek a bankok és biztosítók eszköz-forrásmenedzsmentbe. A februári és márciusi aukciók azonban kimondottan gyér érdeklődéssel találkoztak. A hazai intézményi kereslet csökkenése mellett itt még az alternatívát jelentő DKJ-k hozamemelkedése is feltehetően közrejátszott.
- Az előző évekhez hasonlóan 2025-ben is kihasználta a piaci lehetőséget az ÁKK a **nemzetközi kötvénykibocsátásra**, ahogy már az előző negyedéves jelentésünkben megírtuk. Az év hátralevő részében, már csak korlátozott devizás volumenre lehet számítani, mivel az ÁKK elérte a 30%-os maximális devizaarány limitet.
- Az **államilag garantált** forint aukciókon a vizsgált negyedévben jelentős volt a kibocsátás, a volumen 250 milliárd felett volt. A heti gyakoriságú kibocsátások alkalmával az EXIM és az MFB váltotta egymást. A befektetői érdeklődés is jelentős volt, így a felárak ugyan az előző negyedévnél kissé magasabb szinten, de stabilan alakultak.
- A **jelzáloglevél-piac** az intézményi oldalon nem volt aktív, viszont a lakossági piacot több jegyzés is megcélozta.

HAZAI ÁLLAMPAPÍRPIAC - GRAFIKONOK

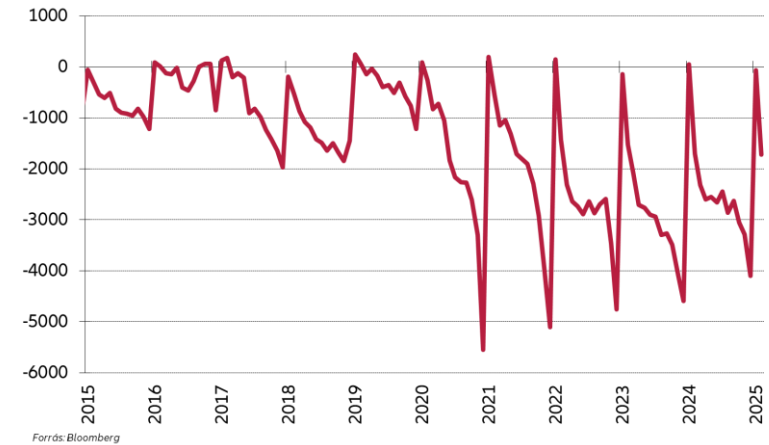
Állampapír hozamok az elmúlt évben



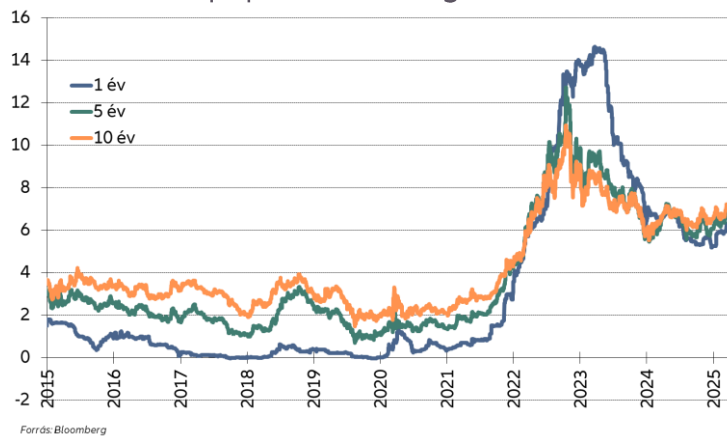
Hozamgörbe



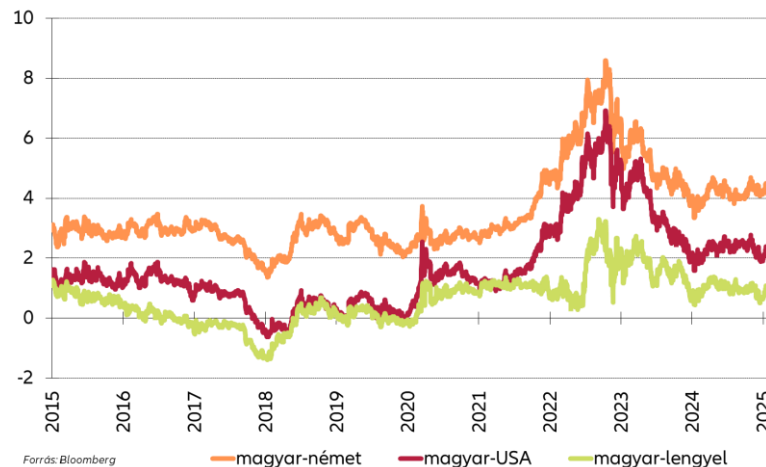
Kumulált államháztartási hiány (mrd)



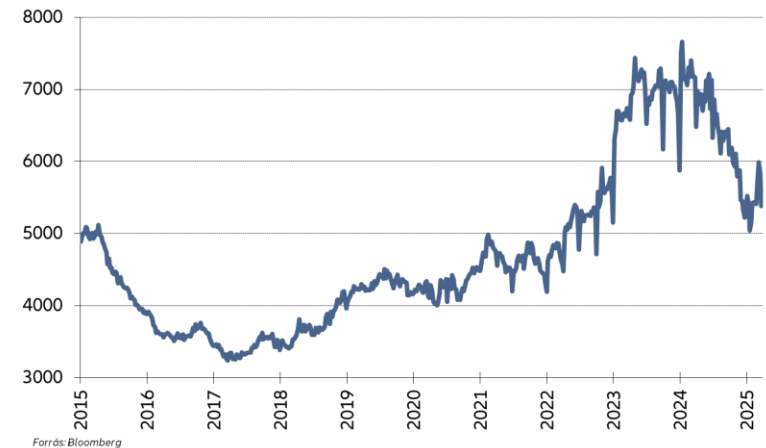
Állampapír hozammozgások



Nemzetközi összehasonlítás (10 éves futamidő)



Külföldiek HUF állampapír állománya (mrd)



RÉSZVÉNYPIACOK

3

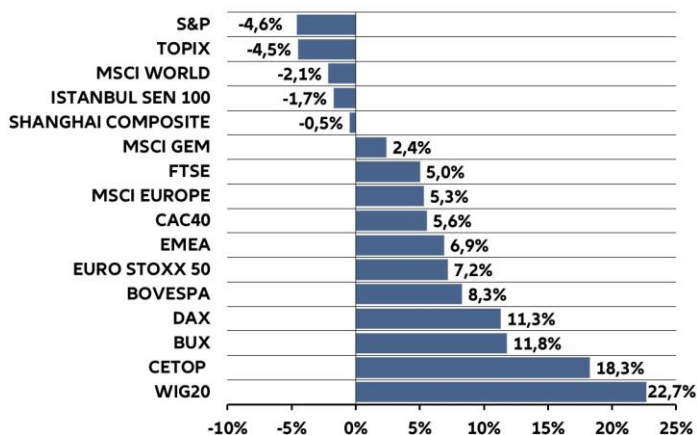


NEMZETKÖZI RÉSZVÉNYPIACOK

2025 Q1-ben 2,1%-kal süllyedt az MSCI World index értéke az ebben 73% körüli súllyal rendelkező USA részvénytőzsze gyenge teljesítményének hatására. Trump elhozta a korrekciót a meglehetősen feszített árazással rendelkező tengerentúli piacokra. Már eleve rögzöbben indult az év a választási ígérek (adócsökkentések, dereguláció, USA érdekeinek előtérbe helyezése) hajtotta 2024 Q4-es rálit követően. A 10 éves USA kötvényhozam 4,8%-ig emelkedett, ami már jelentős ellenszét jelentett. Ezt követően jött némi megnyugvás Trump alacsonyabb olajárja, globális kamatszintek csökkentésére és az orosz-ukrán háború gyors lezárására vonatkozó kijelentéseire. Ez azonban átmenetinek bizonyult. A vámokkal kapcsolatos napról-napra változó hírfolyam, az elmérgesedő (geo)politikai konfliktusok (Kanada, Grönland, Gázai övezet, EU, stb.) egyre fokozták a bizonytalanságot. Erről tesz tanúbizonyságot a számottevő pozitív reálhozam ellenére 3.000 dollár fölé erősödő aranyár, amit jegybanki vásárlások is támogatnak.

Február közepétől szakadt el igazán a céna amikor kiderült, hogy ténylegesen élesednek a Kanadára (25%), Mexikóra (25%) és Kínára (+10%) kivetett vámok. A bejelentés hatását a későbbi könnyítés (USMCA-n belüli termékekre vonatkozó türelmi idő) sem enyhítette érdemben. Később az acél és alumínium, valamint a gépjárműimport esetében is 25%-os vám került terítékre. Április elején további bejelentés érkezett, ami tovább fokozza a feszültséget és rontja a világgazdaság növekedési kilátásait. A jelentős strukturális változások hatására Q1-ben jelentős tőke indult a jóval kisebb méretű és jelentősen alacsonyabban árazott európai részvénytőzsze irányába.

Részvényindexek teljesítménye 2025Q1



Forrás: Bloomberg

USA infláció és 10 éves állampapírhozam



Forrás: Bloomberg

Arany árfolyam és az USA 10 éves TIPS reálhozam



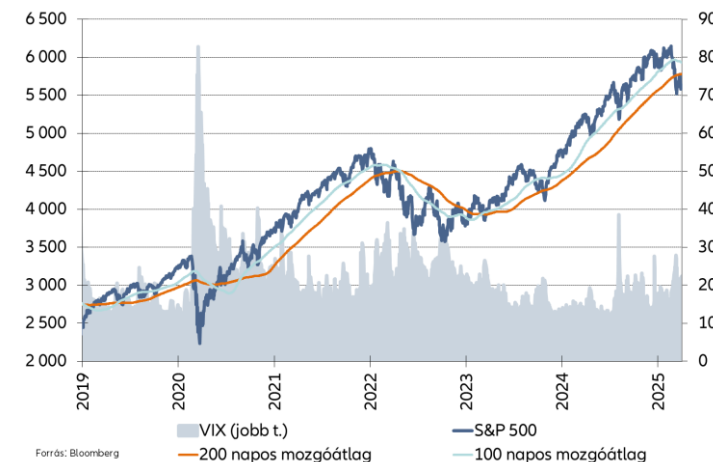
Forrás: Bloomberg

NEMZETKÖZI RÉSZVÉNYPIACOK - USA

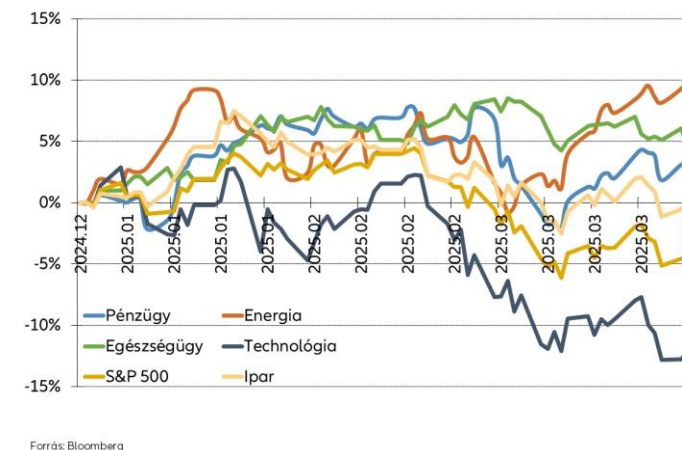
Q1-ben megtört az S&P 500 korábban látott lendülete. Február közepén még egy hajszállal új csúcsra tudott menni (6.144 pont) ám ezt követően határozott lejtmenet indult. Ez 10% feletti visszaesést eredményezett, a kiemelkedően magas árazású technológiai szektor vezetésével. Az 500 milliárd dolláros Stargate AI infrastruktúra fejlesztési program bejelentése ugyan még tudott adni egy utolsó löketet, de ezt követően hidegzuhanyként érte az iparágat a költséghatékony kínai versenytárs (DeepSeek) megjelenése. Erre az Nvidia részvénye egy nap alatt 17%-kal esett, ami tőzsdei kapitalizációban 600 milliárd dollárt jelent. Emellett látványos volt a Tesla zuhanása is. Tavaly még 490 dolláron is járt a cég részvénye, ám Musk politikai szereplésének hatására Q1-ben 220 dollár környékén is járt az árfolyam. A szektor egészének megítélését rontotta a felhőszolgáltatások növekedésének lassulása és az AI beruházások megtérülésének kérdésessége.

A tradicionálisabb szektorok esetében valamivel kedvezőbb volt a kép. A 2024 Q4-es jelentések is összességében még jól alakultak. Az aggregált eredmény 7,1%-kal várt feletti lett, ami 13,4%-os növekedést jelez év/év alapon. A 12 havi EPS várakozás azonban már csak 1,8%-kal tudott növekedni idén. A Q4-es USA GDP növekedést végül felfelé módosították (2,4%-ra), de sorra jönnek a lassulásra utaló jelek. Több bizalmi index (Conference Board, University of Michigan) és a kiskereskedelmi fogyasztás alakulása is példázza ezt. A FedEx szállítmányozó cég többejére csökkentette profitvárakozását, ami szintén nem jó előjel. Az Elon Musk által vezetett kormányzati hatékonyságjavítási hivatal (DOGE) költségcsökkentési intézkedései is aggodalmat keltenek. Trump és Bessent nyilatkozatai alapján őket most nem zavarja a tőzsdék vesszőfutása, a hosszabb célokat helyezik előtérbe (vámok bevezetése, kormányzati apparátus csökkentése). Persze talán korai is még erről beszélni, hiszen az S&P 500 P/E alapú árazása még így is csak az 5 éves átlagra süllyedt, miközben a 10 éves átlaghoz képest továbbra is 10% körüli a prémium. A FED sem változtatott az alapkamaton, a QT feltételein azonban enyhítettek.

S&P 500 árfolyam és a VIX index alakulása

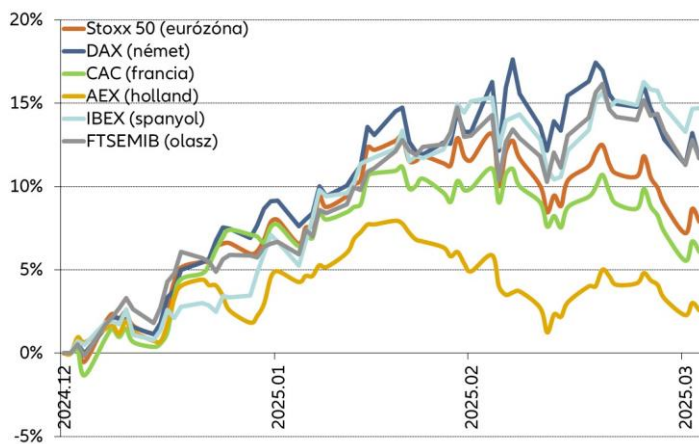


S&P 500 szektorok teljesítménye 2025 Q1



NEMZETKÖZI RÉSZVÉNYPIACOK - EURÓZÓNA

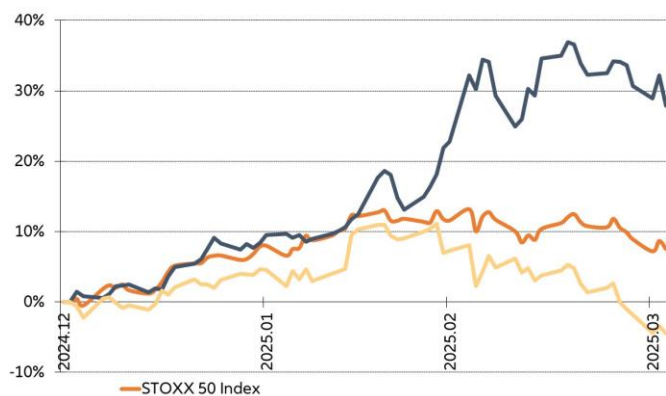
Főbb eurozónás indexek teljesítménye 2025 Q1



Forrás: Bloomberg

Az év eleji alacsony várakozások ellenére kifejezetten jól kezdték az évet az eurózónás részvényindexek. A Stoxx 50 7,2, a DAX 11,3 százalékkal tudott erősödni Q1-ben. A holland részvényindex alacsonyabb teljesítményét a magas technológiai kitétség okozta. A chipkészítéssel foglalkozó gépezet gyártó szektor (pl. ASML) gyengélkedett. A francia CAC (5,6%) is kedvezőbb teljesítményt tudott felmutatni a tavalyi politikai belviszályok miatti elmaradást követően. A P/E alapú árazási szorzók növekedését követően a Stoxx 50 árazása már 5, a DAX indexé pedig 15%-kal meghaladja a 10 éves historikus átlagot. Az S&P 500-hoz mért árazási diszkont érdemben szűkült, ám továbbra is hatalmas a szakadék. Az eurozóna gazdasági teljesítménye még mindig jóval gyengébb mint a tengerentúli, bár talán látszanak javulás jelei. Továbbra is a szolgáltatások és a turizmus jelentik a húzóerőt, miközben az ipari tevékenység lemaradó. Az eredményvárakozások itt is emelkedni tudtak annak ellenére, hogy a Q4-es jelentési szezon sem volt túl acélos. A Stoxx 50 esetében az aggregált profit ugyan 6% feletti mértékben verte a várakozásokat, év/év alapon így is 4,7%-os a visszaesés.

STOXX 50 és védelmi, autóiipari szektorindex 2025 Q1



Forrás: Bloomberg

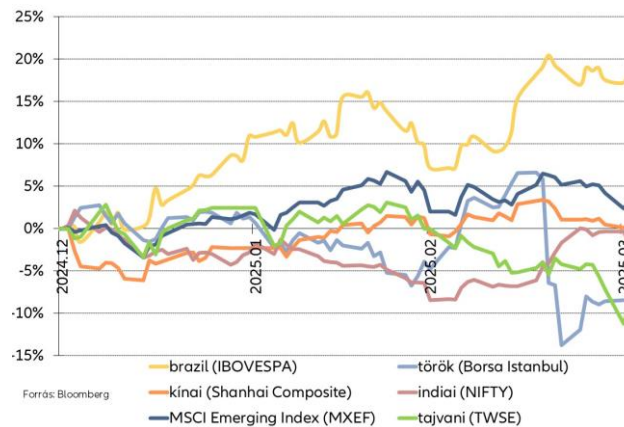
A kedvező teljesítményt kezdetben az orosz-ukrán tűzszüneti megállapodással kapcsolatos törekvések támogatták. A sikertelen Trump-Zelenskij találkozót követően pedig összezártak az EU-s vezetők, aminek eredményeként jelentős védelmi és infrastrukturális beruházások indulnak. ReArm Europe néven ez akár 800 Mrd eurót is jelenthet ez a következő 5 évben. Németországban közben a CDU választási győzelmét követően megállapodás született az adóssághoz való hozzájárulásról, aminek hatására egy 500 Mrd eurós infrastruktúra és egy 400 Mrd-os védelmi csomag valósulhat meg. Ebből jelentősen profitálhatnak a régió hadiiparhoz kapcsolódó vállalatok. Persze a kapacitások szűkösek, így a zöldmezős beruházások mellett kreatív megoldásokra is szükség lehet. A Volkswagen esetében már fel is merült, hogy tankokat gyárthatnának a leállított üzemek. Egyértelműen látszik, hogy az USA-val megromló viszony fontos stratégiai változásokat gyorsít fel. A Draghi jelentésen alapuló Versenyképességi iránytű, a Megtakarítási és beruházási unió és az USA-n kívüli partnerekkel (Kanada, Dél-Amerika, India, Kína) körvonalazódó szorosabb együttműködés is jelentős potenciált rejt.

NEMZETKÖZI RÉSZVÉNYPIACOK - FELTÖREKVŐ

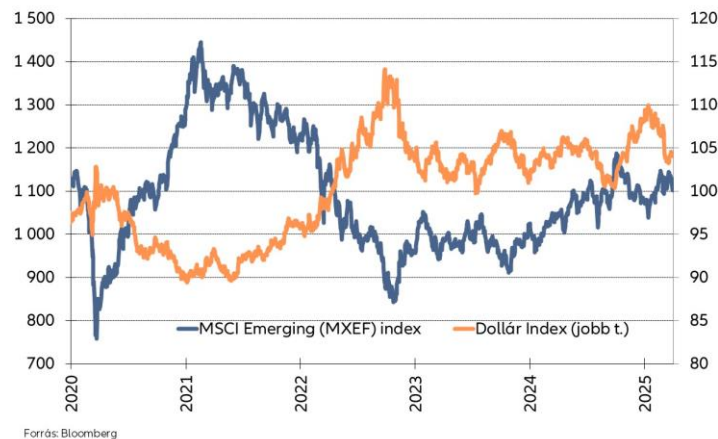
Kisebbségi erősödéssel kezdte az évet az MSCI Emerging index (2,4%). A január második felétől indult dollárgyengülés ellensúlyozta a kereskedelmi háborús félelmeket. Emellett a DeepSeek bejelentésével világossá vált, hogy Kína is felveszi a kesztyűt az AI versenyben. A kormány támogatja is ezt, láthatóan az Alibaba ikonikus vezetőjével (Jack Ma) is hajlandóak voltak rendezni a korábban megromlott viszonyt. Emellett nagyszabású programokkal igyekeznek fellendíteni a belső fogyasztást és a vámháború ellenére elérni a 2025-re kitűzött 5%-os növekedési célt. Ennek érdekében 179 milliárd dollár értékben bocsátanak ki hosszú lejáratú kötvényeket. A költségvetési hiány év végére 5,5%-ra nőhet.

Törökországban ismét káosz uralkodott el. Először érvénytelenítették Erdogan legfőbb politikai kihívójának (Ekrem Imamoglu isztanbuli polgármester) diplomáját, majd le is tartóztatták. A politikai bizonytalanságra a líra mellett a tőzsde is beszakadt annak ellenére, hogy már a hazai intézmények birtokolják a részvények több mint 62%-át. Az év elején még kedvező növekedési várakozások, a csökkenő USA készletek (hideg tél hatására) és az orosz olajflotta elleni újabb szankciók hatására járt 80 dollár felett is az olajár. Innen azonban lecsorgás indult az alacsony kínai fogyasztás és vámok globális külkereskedeleme gyakorolt negatív hatása miatt. Az OPEC+ bár sokáig vonakodott ettől (a túlkínálatos piac hatására), de úgy néz ki áprilistól mégis növelik a termelést. Igaz Trump Venezuelát, Iránt és Oroszországot is újabb olajpiaci szankciókkal fenyegeti.

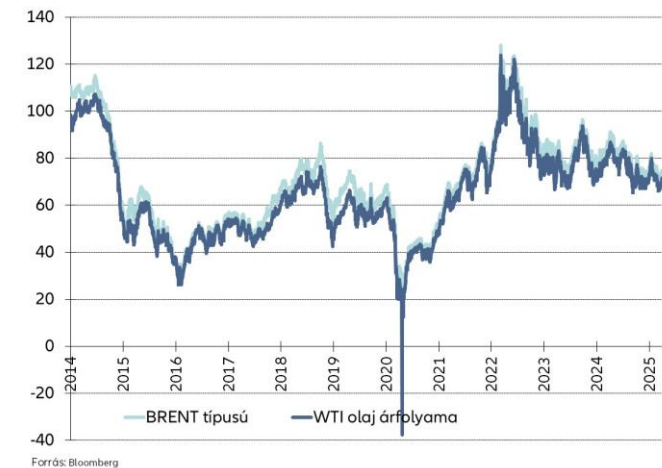
Feltörekvő piacok teljesítménye dollárban 2025 Q1



MXEF index és a dollár index alakulása

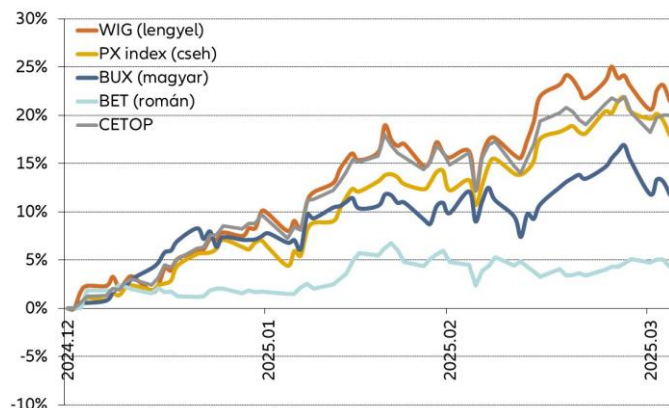


Olajárak alakulása (dollár/hordó)



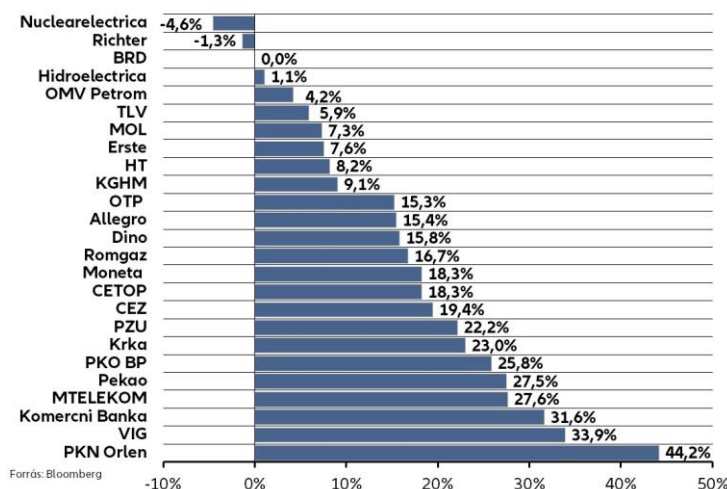
RÉGIÓS RÉSZVÉNYPIACOK

Régiós részvényindexek teljesítménye 2025 Q1



Forrás: Bloomberg

CETOP részvények teljesítménye 2025 Q1



Forrás: Bloomberg

Nagyszerű teljesítmény nyújtott Q1-ben a régiós CETOP index (18,3%). Éppen a legnagyobb súllyal (40% környéke) rendelkező, 2024 második félévében még gyengélkedő lengyel piac (20,6%) teljesített a legerősebben. A cseh (19,7%) és a magyar részvények (11,8%) is hozzá tudtak járulni az eredményhez, sőt még a magas árazási szinten forgó és politikai válsággal küzdő (tavaly érvénytelenített elnökválasztás újabb köre májusban esedékes) román piac (4,7%) is emelkedni tudott. A régiós devizák erősödése is támogatta az euróban denominált benchmark kiemelkedő teljesítményét. Az árazásra nézve látható, hogy a rali nagyjából 1/3 részt az EPS várakozás emelkedésének, 2/3 részt a P/E árazási szorzó növekedésének köszönhető. Utóbbi az időszak során visszaerősödött az 5 éves átlag közelébe, de a 10 éveshez képest még mindig jelentős (kb. 13%-os) diszkont látható. A relatív értékeltségi diszkontban is szűkülés látható (főként a tengerentúli részvénytárhoz képest), de még így is hatalmas (30% körüli) a potenciál.

A magas súllyal szereplő pénzügyi és energiaipari cégek remekül teljesítettek. Kezdetben az orosz-ukrán tűzszünetre történő törekvések, később már inkább az EU-s infrastruktúra és védelmi programok átgyűrűző hatásaival kapcsolatos várakozások segítettek. Előbbi a kockázati felárat csökkenti, utóbbi a növekedési várakozásokat növeli, amihez később az Ukrajna újjáépítésével kapcsolatos lehetőségek is hozzájárulhatnak. Igaz, ezek inflatörikus hatásai a jegybanki kamatcsökkentések elé akadályt gördíthetnek, ám a pénzügyi szektornak ez még kedvezhet is. A lengyel piaccal kapcsolatos várakozások továbbra is kimagaslóan optimisták, az EU-s pénzek újra érkeznek, a vállalatok élére piac-barátabb menedzsmentek állnak, az energiaszektor kezd túljutni az orosz nyersanyagokról történő átálláson, a lakossági fogyasztásra épülő cégek pedig egyre nagyobb belső kereslettel találkoznak. Utóbbi kimagasló szerepe a gazdasági teljesítményben a kisebb külkereskedelmi sérülékenység miatt jól jöhet még. Bár Lengyelország kifejezetten magas védelmi kiadásokkal rendelkezik, a jelenlegi EU barát vezetés viszonya nem a legjobb a Trump adminisztrációval. A májusi elnökválasztás újabb izgalmakat hozhat, a kormányzópárt jelöltje tűnik esélyesebbnek.

HAZAI RÉSZVÉNYPIAC

Remek teljesítményt nyújtott a BUX (11,8%) Q1-ben is. A hazai kilátások tekintetében csak enyhe javulás figyelhető meg. 2024 Q4-ben véget ért a technikai recesszió a szolgáltatászektor bővülésének hála. A többi terület azonban gyengélkedik, hiányoznak az EU pénzek. A külker mérleg erős, a csökkenő kamatteher pedig segíti a költségvetést. A 2026-os választás közeledtével azonban növekednek a politikai kockázatok. Ezt tükrözi is az árazási diszkont.

Nagyot emelkedett az OTP (15,3%) Q1-ben. Az alacsony értékeltség és a kedvező régiós hangulat támogatta ezt. A 2024 Q4-es számok sem okoztak csalódást. A várt felett alakuló bevételek ellensúlyozták az egyszeri tételek (peres ügyek, kötvények miatti leírások) miatt megugró céltartalékolást. Q4-ben így 250 milliárd, 2024-ben pedig 1.076 milliárd forint lett a profit. Negatívumként az NGM banki díjak árstopjára vonatkozó tervét lehet említeni.

A MOL (7,3%) is jól teljesített. A külső környezet egyre inkább visszatér az orosz-ukrán háború kitörése előtti normalitáshoz. A Q4-es tisztított EBITDA (681,8 millió dollár) elmaradt az elemzői várakozástól és 31,2%-os visszaesést jelez (év/év). A 2024-es 3 milliárd dollár feletti EBITDA mellett 275 forintos osztalékot fizetne a cég. Akvizíciós téren a Lukoil bolgár finomítójával és a szerb kőolajfinomító vállalattal (NIS) is szemeznek.

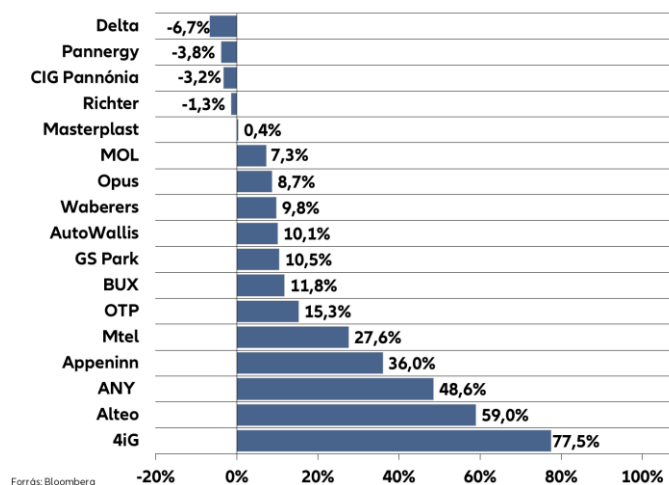
A Richter (-1,3%) gyengébben teljesített. Q4-ben az árbevétel és az EBIT is elmaradt a várakozásoktól, de a kedvező devizahatások következtében az adózott eredmény (64 milliárd forint) várt feletti lett. Az esetleges USA vámok hatása minimális lenne a vállalatra, a dollár bevétel hozzávetőlegesen 90%-át kitevő Vraylar-t nem érintené. Negatívum a termék árának „hatósági” csökkentése is, de így is 3,5 milliárd dollár forgalmat vár idénre az Abbvie.

Az MTEL (+27,6%) tovább száguldott. A Q4-es nettó profittal a teljes éves nettó profit (162,6 Mrd forint) is várt felett alakult. Ennek 80%-át (143 forint/részvény) fizetné ki cég (osztalék és részvényvásárlás formájában). Jövő évtől már a módosított nettó eredmény 100%-a is kifizethetővé válik. Március végén elrontotta a hangulatot, hogy Nagy Márton díjcsökkentést vár el a szolgáltatóktól (korábban 3,7%-os inflációkövető díjemelést jelentett be a cég).

Részvényindexek előretekintő 12 havi P/E árazása



BUX részvények teljesítménye 2025 Q1



POZÍCIÓK A NEGYEDÉV SORÁN

Állampapírok, duration súlyok

- Az éven túli lejáratokon az év első két hónapjában jellemzően súly közelében tartottuk a durationt, míg márciusban enyhe alulsúlyt vettünk fel.
- Változó kamatozású kötvényekben jelentős tételeket adtunk el, mivel a floaterek kedvezőtlen árfolyamtrendbe kerültek és az alternatív DKJ befektetések hozama normalizálódott.
- DKJ-kban a negyedév során inkább vevők voltunk.

„Feláras” kötvények

- A negyedévben a portfólió ezen része lényegében nem változott.

Részvények

- A negyedév során folyamatosan voltak egyedi értékpapírkiválasztásaink a régiókban, melyet enyhe felülsúlyban tartunk a portfóliókban.
- A globális részvényt piacon a negyedév közepén USA alulsúly pozíciót vállaltunk, amit még a negyedév végén is tartottunk.

EGYÉB TÁBLÁK, ADATOK, INFORMÁCIÓK

4



ALACSONY MINŐSÍTÉSŰ HITELVISZONYT MEGTESTESÍTŐ ÉRTÉKPAPÍROK PORTFÓLIÓNKÉNT 2025.03.31-ÉN

Alacsony minősítésű hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok 2025.03.31-én			
Portfólió	Értékpapír megnevezése	Névérték	Minősítés oka
			Nincs ilyen értékpapír



SFDR, SFDR RTS ÉS TAXONÓMIA RENDELET SZERINTI JELENTÉS

2025.03.31-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.