

## Treasury Sales üzletkötőink

**Kovácsné Tarsoly Edit**  
+36-1-288-7541  
TarsolyE@otpbank.hu

**Meichl Márton**  
+36-1-288-7543  
MeichlM@otpbank.hu

**Mladoniczki János**  
+36-1-288-7551  
MladonoczkiJ@otpbank.hu

**Lovas Szilvia**  
+36-1-288-7545  
LovasSz@otpbank.hu

**Fekete Ákos**  
+36-1-288-7553  
FeketeAko@otpbank.hu

**Soós Frigyes**  
+36-1-288-7571  
SoosF@otpbank.hu

**Pozsgai Gábor**  
+36-1-288-7554  
PozsgaiG@otpbank.hu

**Keresztyén Attila**  
+36-1-288-7552  
KeresztyenA@otpbank.hu

**Zölde Zsombor**  
+36 1 288 7572  
ZoldeZs@otpbank.hu

# Heti Jelentés Magyarország

2014. december 19.



## Szinten maradt az alapkamat, nem utalt további lazítás lehetőségére a jegybank

### **Makrogazdaság: továbbra is inkább egyszeri tételek okozzák a nagyon alacsony inflációt** (3-4. oldal)

A várttól elmaradó, -0,7% volt a novemberi infláció. A trendinflációs mutató 1,5% volt az egy hónappal korábbi 1,6%-ot követően, a szolgáltató szektor évesített háromhavi trendinflációja pedig maradt 3,8%. A negatív meglepetés tehát főként egyszeri, az alapfolyamatokat kevésbé vagy nem befolyásoló tényezőkhöz köthető (főként az olajár eséséhez), ezért csak kismértékben módosítunk lefelé 2015-ös előrejelzésünkön, 1,5%-ra (korábban: 1,6%). Jelenleg úgy látjuk, az infláció csak rövid időre emelkedik majd 3%-ig, aztán 2016-ban ismét 2,0% környékére csökkenhet.

### **Devizapiac: felfelé tört ki a 305-310-es sávból az EUR/HUF** (5-7. oldal)

Közel három hónap után, az oroszországi fejleményeknek köszönhetően felfelé tört ki a 305-310-es sávból az EUR/HUF. A kereszt 316 felett is járt, és szűkebb régiós társaihoz képest is veszített értékéből. Nem számítunk a forint számottevő felértékelődésére, rövidtávon sem, bár a külső környezet változása (a kockázatkerülés erősödése) teremthet erre lehetőséget.

### **Állampapírpia: jelentős hozamemelkedés a hozamgörbe hosszú végén** (7-9. oldal)

Az elmúlt napokban tapasztalt masszív piaci turbulencia és a gyengülő forint miatt vegyes elmozdulásokat mutattak a másodpiaci benchmarkhozamok. A rövid hozamok csökkentek, míg az éven túlik 22-25 bázisponttal kerültek feljebb. A 10 éves referenciahozam emelkedett a legtöbbit, 28 bázispontot. Csütörtökön mutatta be az ÁKK a jövő évi adósságfinanszírozási tervét. Az adósságkezelő 2015-ben sem tervez devizakötvény-kibocsátást, így továbbra is a forint alapú kibocsátás lesz túlsúlyban. Az ÁKK szeretné tovább csökkenteni a deviza adósság arányát az adósságfinanszírozásban: vagyis az idei év végi 38%-os arányt jövőre 34%-ra csökkentenék.

### **Pénzpiac: nem változott az MNB kommunikációja** (10-11. oldal)

A várakozásokkal összhangban nem változtatott a 2,1%-os magyar alapkamaton december 16-án a Monetáris Tanács, emellett a kommunikáció sem hozott nyitást a jövőbeli esetleges kamatcsökkentés irányába. Ennek és (véltetően az orosz fejlemények következtében később 315 fölé emelkedő EUR/HUF-nak) köszönhetően a piac kiárazta a korábbi kamatcsökkentéseket. Úgy gondoljuk, a következő hónapokban kevés az esély az alapkamat változására.

### **Részvénypiac: Az olajár mélyrepülése magával rántotta a részvénypiacokat is** (12-13. oldal)

A nyersolaj árának régóta tartó, ám az utóbbi időben fokozódó csökkenése, illetve a jelenlegi kitermelési szint fennmaradása jelentős tőzsdei eladási hullámot indított el a nemzetközi tőzsdéken, különösen az energiaszektorban. Az olajár mélyrepülése magával rántotta Oroszországot is, a rubel szabadesésére pedig csak korlátozottan hatottak az orosz kormányzati intézkedések, miközben a befektetők a régiós tőzsdéktől is elfordultak. Az elmúlt két nap viszont kisebb olajár-emelkedést hozott, visszatért a kockázatvállalási kedv mind a fejlett, mind a feltörekvő részvénypiacokra, kilóttak a tőzsdeindexek. Sajnos ezzel együtt is a BUX 10% körüli veszteséggel zárhatja az évet, a blue chippek közül pedig egyedül az MTelekom könyvelhet el nyereséget idén.

#### **Vezető elemző**

**Tardos Gergely**  
+36 1 374 7273  
tardosg@otpbank.hu

#### **Makroelemzők**

**Dunai Gábor**  
+36 1 374 7272  
dunaig@otpbank.hu

**Eppich Győző**  
+36 1 374 7274  
eppichgyo@otpbank.hu

**Kondora Szilárd**  
+36 1 374 7275  
kondorasz@otpbank.hu

**Szaniszló Bálint**  
+36 1 374 7271  
szaniszllob@otpbank.hu

#### **Ágazati elemzők**

**Balogh Piroska**  
+36 1 374 7276  
szabopb@otpbank.hu

**Rátkai Orsolya**  
+36 1 374 7270  
ratkaio@otpbank.hu

#### **Technikai elemző**

**Salamon András**  
+36 1 374 7225  
salamona@otpbank.hu

**Makrogazdaság: továbbra is inkább egyszeri tételek okozzák a nagyon alacsony inflációt**

IDŐSZAK	MUTATÓ	TÉNY	OTP	KONSZENZUS	ELŐZŐ	REVIDEÁLT
dec.08.	nov.	Költségvetési egyenleg (havi, milliárd forint)	95.9	-	-	35.0
dec.09.	okt.	Külkereskedelmi mérleg (előzetes, havi, millió euró)	373.8	-	864.0	938.7
dec.11.	nov.	Fogyasztói árindex (év/év, %)	-0.7	-0.4	-0.3	-0.4
dec.12.	okt.	Ipari termelés (részletes, év/év, %)	1.7	-	-	7.6
dec.15.	okt.	Építőipari termelés (év/év, %)	15.8	-	-	7.3
dec.16.	dec.	Kamatdöntés (%)	2.1	2.1	2.1	2.1
dec.19.	okt.	Bruttó bérek (év/év, %)	3.3	-	-	2.4
dec.19.	okt.	Kiskereskedelmi forgalom (második adatközlés, év/év, %)	5.2	-	-	5.2*
dec.23.	Q3	Folyó fizetési mérleg (milliárd euró)	-	-	1.125	0.809
dec.23.	okt.	Külkereskedelmi mérleg (részletes, havi, millió euró)	-	-	-	373.8

Forrás: Reuters \*előzetes adat

A várttól elmaradó, -0,7% volt a novemberi infláció. A trendinflációs mutató 1,5% volt az egy hónappal korábbi 1,6%-ot követően, a szolgáltató szektor évesített háromhavi trendinflációja pedig maradt 3,8%. A negatív meglepetés tehát főként egyszeri, az alapfolyamatokat kevésbé vagy nem befolyásoló tényezőkhöz köthető (főként az olajár eséséhez), ezért csak kismértékben módosítunk lefelé 2015-ös előrejelzésünkön, 1,5%-ra (korábban: 1,6%). Jelenleg úgy látjuk, az infláció csak rövid időre emelkedik majd 3%-ig, aztán 2016-ban ismét 2,0% környékére csökkenhet.

Ismét megtorpant az ipar termelése – az augusztusi 5,8%-os havi visszaesést követően októberben 2,6%-kal zsugorodott a szektor. Ennek hatására 1,6%-ra csökkent az év/év bővülési ütem, ami 2013 augusztusa óta messze a legalacsonyabb érték. Igazított adatok alapján a visszaesés a feldolgozóiparhoz köthető, a járműgyártás alág termelésének éves bővülése 5,1%-ra mérséklődött (előző: +16,0%, 2014 első felében 30% feletti értékeket láthattunk). Az ipar eladásai belföldön és külföldön is visszaestek az előző hónapoz képest.

A külkereskedelmi mérleg euróban számított többlete októberben a megelőző évi szufficit közel felére, 695,7 millió euróról 373,8 millió euróra csökkent. Az export euró értéke éves bázison 2,1%-kal csökkent, az importé 2,3%-kal emelkedett. Az új adat alapján szezonális igazításunk kissé csökkenő külkereskedelmi többlet trendet mutat.

Visszapattant októberben az építőipar éves növekedési dinamikája, a szeptemberi 7,3%-ot követően ismét kétszámjegyű, 15,8%-os bővülést láthattunk. A havi index +3,9%, február óta a legmagasabb volt.

A növekedés szerkezete nem kiegyensúlyozott: a termelés bővülése teljes egészében az inkább a kormányzati projektekhez köthető egyéb építmények építése ágazatban jelentkezett (+42,3%, az első tíz hónap átlaga +34,1%), miközben a magánszektor beruházási hajlandóságát jobban leképező épületek építése ágazat termelése sorozatban harmadszor mutatott csökkenést (-7,8%, az első tíz hónap átlaga +7,4%).

A rendelésállomány alakulása egyértelműen arra utal, hogy a 2014-es évi választások hatása múlóban van, a teljes rendelésállomány néhány hónap alatt 10%-ot meghaladó mértékben csökkent, miközben az épületek rendelésállománya a 2012. közepén látott történelmi mélypont közelében alakul.

**Infláció (év/év, %, igazított)**



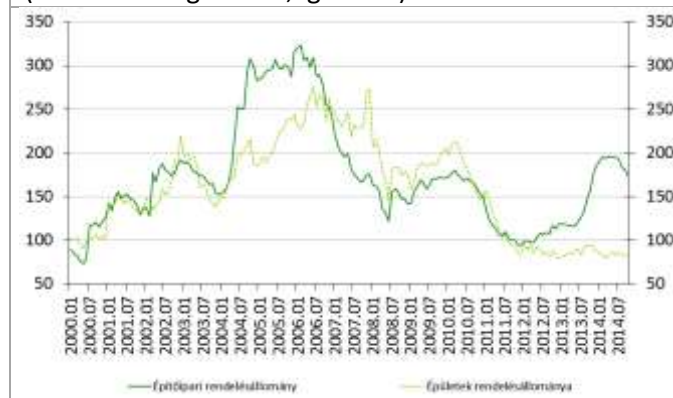
Forrás: Eurostat, OTP Elemzés

**Trendinfláció (év/év, %, igazított)**



Forrás: KSH, OTP Elemzés

**Építőipari rendelésállomány (2000. év átlaga = 100, igazított)**



Forrás: KSH, OTP Elemzés

**Középtávú makrogazdasági előrejelzésünk**

Főbb makrogazdasági mutatók	Tény					Előrejelzés		
	2009	2010	2011	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Bruttó hazai termék	-6,8%	1,1%	1,6%	-1,7%	1,1%	<b>3,3%</b>	<b>2,0%</b>	<b>2,1%</b>
Lakossági fogyasztás	-5,6%	-3,6%	0,3%	-1,7%	0,0%	<b>1,6%</b>	<b>2,0%</b>	<b>2,0%</b>
Háztartások fogyasztási kiadásai	-6,8%	-3,0%	0,3%	-1,7%	0,2%	<b>2,2%</b>	<b>2,6%</b>	<b>2,5%</b>
Közösségi fogyasztás	2,6%	4,7%	-0,1%	0,1%	4,0%	<b>2,0%</b>	<b>0,5%</b>	<b>0,0%</b>
Állóeszköz felhalmozás	-11,1%	-8,5%	-5,9%	-3,7%	5,8%	<b>11,1%</b>	<b>-1,3%</b>	<b>-1,5%</b>
Export	-10,2%	11,3%	8,4%	1,7%	5,3%	<b>6,5%</b>	<b>6,7%</b>	<b>8,1%</b>
Import	-14,8%	10,9%	6,4%	-0,1%	5,3%	<b>8,3%</b>	<b>6,7%</b>	<b>7,3%</b>
Kormányzati egyenleg (GDP%, ESA 95)	-4,6%	-4,5%	-5,5%	-2,3%	-2,4%	<b>-2,8%</b>	<b>-2,4%</b>	<b>-1,8%</b>
Bruttó államadósság (GDP arányában)	78,2%	80,9%	81,0%	78,5%	77,3%	<b>77,2%</b>	<b>77,3%</b>	<b>76,4%</b>
Folyó fizetési mérleg egyenlege (mrd euró)*	-0,2	0,2	0,4	0,8	2,9	<b>4,0</b>	<b>2,9</b>	<b>3,1</b>
GDP arányában	-0,2%	0,2%	0,4%	0,8%	3,0%	<b>4,0%</b>	<b>2,8%</b>	<b>2,9%</b>
Bruttó nominális keresetek**	0,7%	1,3%	3,0%	5,7%	3,1%	<b>4,4%</b>	<b>3,8%</b>	<b>4,2%</b>
Bruttó reálkeresetek	-3,4%	-3,4%	-0,9%	0,0%	1,3%	<b>4,3%</b>	<b>2,2%</b>	<b>1,5%</b>
Rendelkezésre álló jövedelem***	0,7%	2,4%	5,6%	2,5%	2,7%	<b>4,7%</b>	<b>5,1%</b>	<b>2,0%</b>
Reál rendelkezésre álló jövedelem	-3,3%	-2,3%	1,6%	-3,0%	0,9%	<b>4,7%</b>	<b>3,5%</b>	<b>-0,6%</b>
Foglalkoztatottság (éves változás)	-2,5%	0,0%	0,8%	1,7%	1,6%	<b>5,3%</b>	<b>0,8%</b>	<b>0,1%</b>
Munkanélküliségi ráta (éves átlag)	10,0%	11,2%	10,9%	10,9%	10,2%	<b>7,7%</b>	<b>7,5%</b>	
Infláció (éves átlag)	4,2%	4,9%	4,0%	5,7%	1,7%	<b>0,0%</b>	<b>1,5%</b>	<b>2,6%</b>
Jegybanki alapkamat (év vége)	6,25%	5,75%	7,00%	5,75%	3,00%	<b>2,10%</b>	<b>2,10%</b>	<b>3,00%</b>
1 éves DKJ-kamatláb (átlag)	8,6%	5,5%	6,17%	7,02%	4,11%	<b>2,29%</b>	<b>2,03%</b>	<b>2,65%</b>
Reálkamat (átlag, ex post)	4,2%	0,7%	2,1%	1,3%	2,3%	<b>2,3%</b>	<b>0,5%</b>	<b>0,1%</b>
EUR/HUF árfolyam (átlag)	280,6	275,3	279,3	289,3	297,0	<b>308,5</b>	<b>308,8</b>	<b>311,9</b>
EUR/HUF árfolyam (év vége)	270,8	278,8	311,1	291,3	296,9	<b>308,0</b>	<b>311,1</b>	<b>312,6</b>

Forrás: KSH, MNB, OTP Elemzés

\*: A folyó fizetési mérleg hivatalos hiánya (tévedések és kihagyások nélkül)

\*\* : A bérek számításánál a versenyszféra esetében a fehéredés és a prémiumok megváltozott szezonálisától szűrt, míg a költségvetési bérek esetében az eredményszemléletű bér adatok használtak

\*\*\*: A Pénzügyi Számlák alapján alulról számított rendelkezésre álló jövedelem

## Devizapiac: felfelé tört ki a két és fél hónapos sávból az EUR/HUF

Közel három hónap után, az oroszországi fejleményeknek köszönhetően felfelé tört ki a 305-310-es sávból az EUR/HUF. A kereszt 316 felett is járt, és szűkebb régiós társaihoz képest is veszített értékéből.

A régiós relatív értékvesztés egyik lehetséges oka az MNB esetleges kamatsökkentésével kapcsolatos spekuláció, noha a december 16-i ülést követően ennek esélye jelentősen csökkent, miközben a forint gyengülése folytatódott, vélhetően összefüggésben a Fed előrettekintő iránymutatásának változásával (a márciusi ülést követően bármikor kamatot emelhet a Nyíltpiaci Bizottság).

Érdemes megemlíteni, hogy az ÁKK felülvizsgált 2014-es állampapír kibocsátási terve alapján számításaink szerint 318-as árfolyam alatt teljesül az államadósság csökkentésének alkotmányos szabálya, korábban ezt a határt 308-ra becsültük.

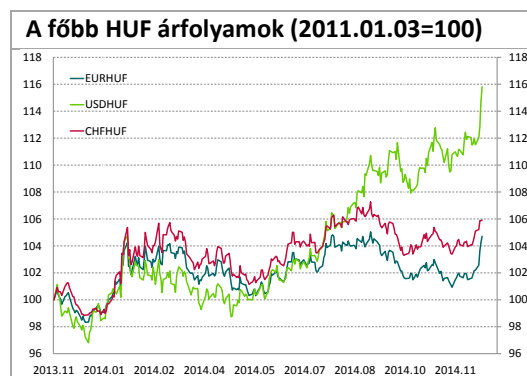
Mindezek alapján nem számítunk a forint számottevő felértékelődésére, rövidtávon sem, bár a külső környezet változása (a kockázatkerülés erősödése) teremthet erre lehetőséget.

DEVIZA BID				
	Érték	Heti vált. (%)	YTD vált. (%)	
EURHUF	314,7	↑ 2,2	↑	6,0
CHFHUF	258,9	↑ 1,2	↑	6,9
USDHUF	256,5	↑ 3,5	↑	18,8
JPYHUF	215,2	↑ 3,1	↑	5,0
PLNHUF	74,03	↑ 0,5	↑	3,8
RONHUF	70,34	↑ 1,8	↑	5,8
CZKHUF	11,39	↑ 2,3	↑	5,1
RUBHUF	4,29	↓ -2,2	↓	-34,6
RSDHUF	2,57	↑ 2,2	↓	-0,6
HRKHUF	41,07	↑ 2,5	↑	5,5

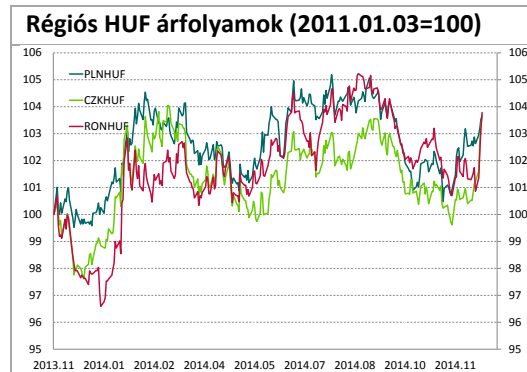
  

MID VOLATILITÁS			
	Érték	Heti vált.	YTD vált.
EURHUF 1W	8,33	↑ 2,8	↑ 2,7
EURHUF 1M	7,83	↑ 2,4	↑ 1,1
EURHUF 3M	8,31	↑ 1,9	↑ 1,2

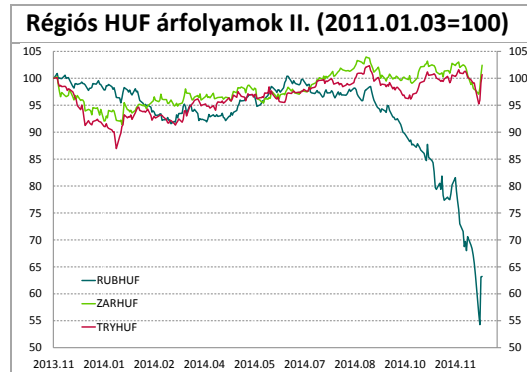
Forrás: Reuters



Forrás: Reuters, OTP Elemzés



Forrás: Reuters, OTP Elemzés



Forrás: Reuters, OTP Elemzés



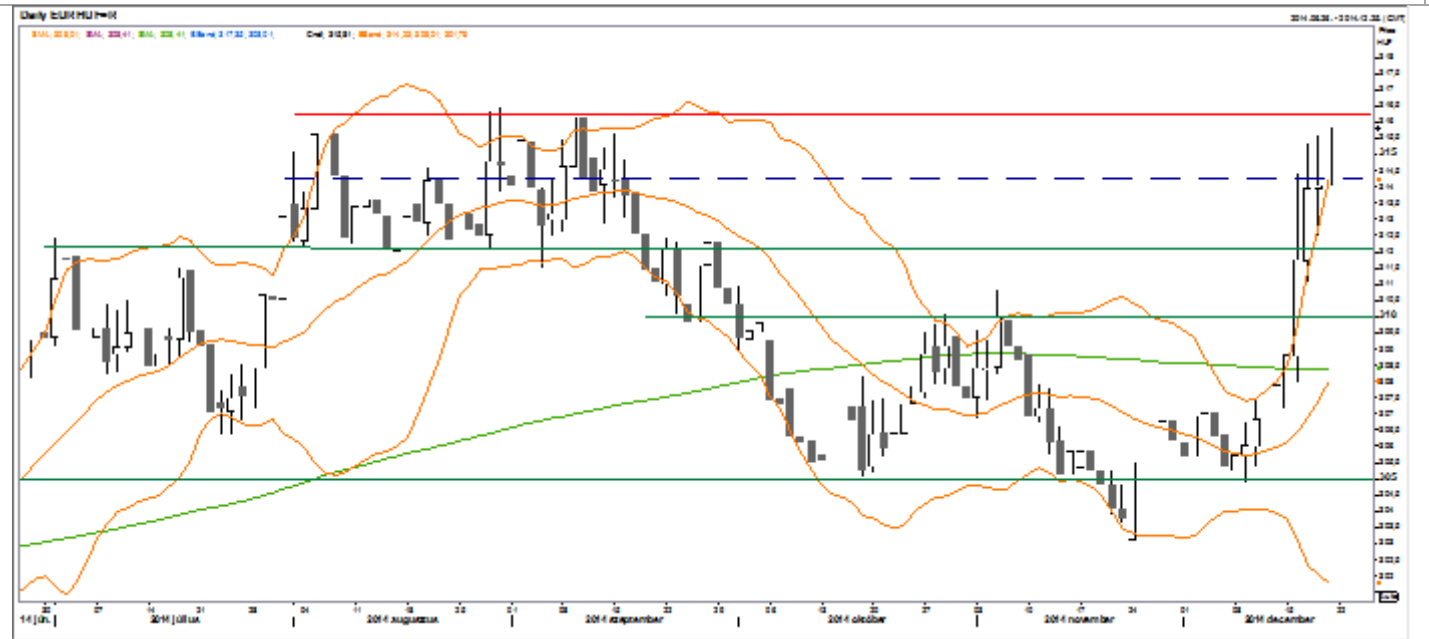
**Az EUR/HUF technikai képe napos grafikonon:**

Az előző 8 nap során az árfolyam nem volt képes elhagyni a 305.50-307.50-es sávot. A sávon kívül belépő eladók és vevők rendre visszanyomták az árfolyamot a 306.50-es egyensúlyi szinthez.

Ebből a szűkülésből kell záróban kilépnie az árfolyamnak ahhoz, hogy beinduljon valamilyen egyirányú mozgás. Az, hogy egy éles felfelé mozgást egy kioldalazás követ jellemzően felfele folytatást vetít előre, de ezt a teóriát egy 307.50 fölötti zárással kell a piacnak megerősítenie.

Rövid távú trend	↑	sáv
Hosszú távú trend	→	fel
Másodlagos ellenállás		316,00
Elsődleges ellenállás		314,00
Elsődleges támasz		312,00
Másodlagos támasz		310,00

**Az EUR/HUF technikai képe napos grafikonon**

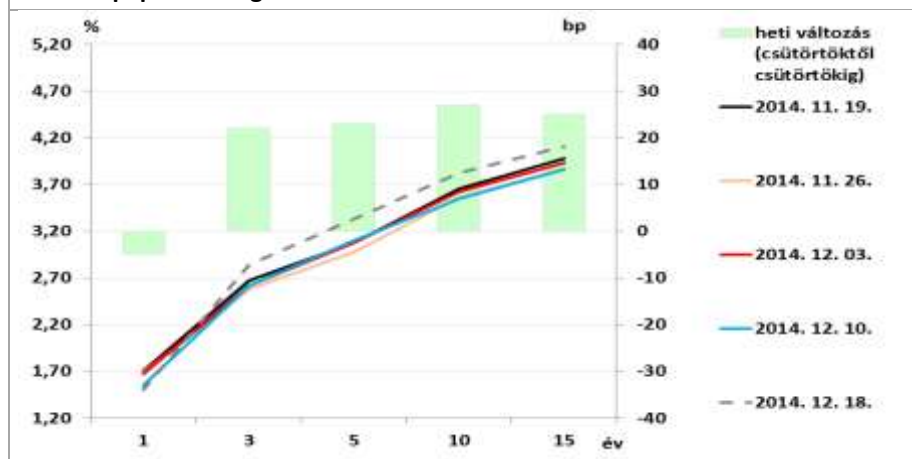


Forrás: Reuters, OTP Elemzés

## Állampapírpia: jelentős hozamemelkedés a hozamgörbe hosszú végén

Az elmúlt napokban tapasztalt masszív piaci turbulencia és a gyengülő forint miatt vegyes elmozdulásokat mutattak a másodpiaci benchmarkhozamok. A rövid hozamok csökkentek, míg az éven túlik 22-25 bázisponttal kerültek feljebb. A 10 éves referenciahozam emelkedett a legtöbbet, 28 bázispontot.

Az állampapír hozamgörbe változása az elmúlt hetekben



Forrás: ÁKK, OTP Elemzés

Az előző napok devizapiaci turbulenciája (a rubel erőteljes gyengülést mutatott a dollárral szemben) miatt a feltörekvő piacok gyenge teljesítményt mutattak. A Fed idei utolsó kamatdöntésén jelezte, hogy az első kamatemelésre jövő tavasszal kerülhet sor, amely újabb eladói nyomást generált a feltörekvő piacokon.

FLY spread (bázispont)



Forrás: ÁKK, OTP Elemzés

Csütörtökön mutatta be az ÁKK a jövő évi adósságfinanszírozási tervét. Az adósságkezelő 2015-ben sem tervez devizakötvény-kibocsátást, így továbbra is a forint alapú kibocsátás lesz túlsúlyban. Az ÁKK szeretné tovább csökkenteni a deviza adósság arányát az adósságfinanszírozásban: vagyis az idei év végi 38%-ot jövőre 34%-ra csökkentenék. 2015-ben a nettó kibocsátás a tervek szerint 890 mrd. forint lesz. A forintalapú nettó kibocsátás 1461 mrd. forint lehet, amelyből a nettó forint állampapír kibocsátás 1315 mrd. forintot tehet ki és ebből a nettó piaci alapú forintkötvény kibocsátás 1126 mrd. forint lehet. Vagyis a forint alapú kibocsátás 85%-a hosszú lejáratú lenne. Az ÁKK vezérigazgató-helyettese, Borbély László András, szerint az idei évvégi GDP arányos adósságráta alacsonyabb lesz a tavalyinál.

ÁLLAMPAPÍR FIXING				
	Érték (%)	Heti vált. (bp)	YTD vált. (bp)	
3M	1,28	↓ -20	↓ -157	
6M	1,44	↓ -2	↓ -144	
12M	1,50	↓ -2	↓ -153	
3Y	2,84	↑ 22	↓ -118	
5Y	3,33	↑ 24	↓ -137	
10Y	3,82	↑ 28	↓ -182	
15Y	4,11	↑ 25	↓ -217	

SPREAD			
	Érték (bp)	Heti vált. (bp)	YTD vált. (bp)
GERHUN 3Y	291	↑ 26	↓ -73
GERHUN 5Y	327	↑ 28	↓ -49
GERHUN 10Y	324	↑ 37	↓ -46
3Y-5Y	49	↑ 2	↓ -19
5Y-10Y	49	↑ 4	↓ -45
3Y-10Y	98	↑ 6	↓ -64

KÜLFÖLDIEK ÁLLOMÁNYA			
	Érték (Mrd Ft)	Heti vált. (Mrd Ft)	YTD vált. (Mrd Ft)
Kfi állomány	4936	↓ -72	↓ -58

DURATION			
	Érték (év)	Heti vált. (év)	YTD vált. (év)
Duration	4,88	↑ 0,03	↑ 0,99

MID REPHUN			
	Érték	Heti vált.	YTD vált.
2013 4.5%	100,25	↑ 0,16	↑ 1,59
2014 6.75%	100,25	↑ 0,06	↓ -1,71
2016 3.5%	104,18	↓ -0,07	↑ 17,42
2020 3.875%	108,62	↓ -1,14	↑ 27,89

MID VÁLLALATI KÖTVÉNYEK			
	Érték (%)	Heti vált. (bp)	YTD vált. (bp)
MFB '13 4 <sup>1</sup> / <sub>8</sub> %			
MOL '15 3 <sup>7</sup> / <sub>8</sub> %	2,31	↑ 36	↑ 231
OTPJB '14 4%			

CDS MID SPREADS			
	Érték (bp)	Heti vált. (bp)	YTD vált. (bp)
3Y EURO	128	↑ 25	↓ -59
5Y EURO	177	↑ 25	↓ -57

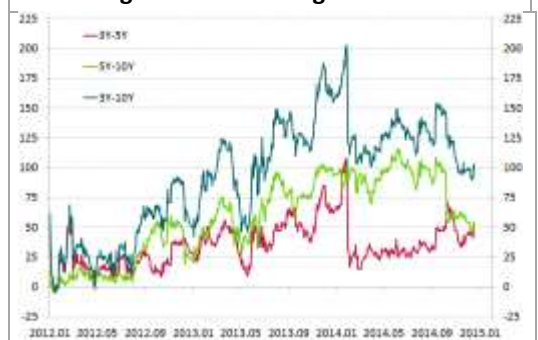
Forrás: Reuters

ÁKK benchmark hozamok



Forrás: ÁKK, OTP Elemzés

A hozamgörbe meredeksége



Forrás: ÁKK, OTP Elemzés

### Aukciós eredmények

Az ÁKK, múlt hét kedden összesen 20 milliárd forint értékben ajánlott fel 3 hónapos diszkontkincstárjegyeket, 10 milliárd forinttal kevesebbet, mint december elején. Ez nem meglepő annak tudatában, hogy az adósságkezelő próbálja „optimalizálni” az év végi adósságrátát, ezért jelentősen visszafogja a kibocsátást (konkrétan negatív nettó kibocsátás volt az elmúlt időszakban. Az aukciós átlaghozam 1,47% lett, amely 11 bázisponttal alacsonyabb az egy héttel korábbinál.

A múlt heti kötvényaukciókon átlagos vételi érdeklődés mutatkozott: az ÁKK által, összesen felajánlott 52 milliárd forintos keretre az elsődleges forgalmazók 97,15 milliárd forint értékben nyújtottak be ajánlatokat. A kibocsátó az 5 éves kötvény esetén (+ 3 mrd HUF) növelte, míg a 15 éves kötvény esetén (-3 mrd HUF) csökkentette az elfogadott ajánlatok mennyiségét. Az aukciós átlaghozamok a 3, 5 és 15 éves lejáratokra rendre 2,58%, 3,03%, and 3,82% lettek, amely a 3 és 5 éves tender esetén 2-6 bázispontos emelkedésnek, míg a 15 éves kötvény esetén 44 bázispontos csökkenésnek felel meg az előző aukcióhoz képest. A délutáni nem-versenyző tendereken nem volt kielégítő a vételi kereslet, így egyik instrumentumból sem értékesített az ÁKK.

A masszív piaci turbulencia ellenére az e hét keddi 3 hónapos DKJ aukción az ÁKK az eredetileg meghirdetett keret minden probléma nélkül értékesíteni tudta. Az aukciós átlaghozam 1,33% lett, amely 14 bázisponttal lett alacsonyabb az előző hetinél. Érdeemes megjegyezni, hogy ez a hozam majdnem új történelmi mélypontot jelent (mindössze 3 bázispontnyira van az októberi legalacsonyabb aukciós hozamtól), miközben az MNB referenciahozama 2,1%-on áll. E hét csütörtöki 12 hónapos DKJ aukción gyenge vételi érdeklődés mutatkozott. Az ÁKK így is értékesíteni tudta a meghirdetett 20 milliárd forintos mennyiséget. Az aukciós átlaghozam 1,55% lett, amely 12 bázisponttal maradt el a két héttel korábbitól. Az 5 éves változó kamatozású kötvény aukción átlagos vételi érdeklődés mellett az eredetileg meghirdetett mennyiséget értékesítette az ÁKK.

### A múlt heti aukciók adatai

	D150318	2018/B	2020/B	2028/A
meghirdetett (mrd HUF)	20,0	20,0	20,0	12,0
benyújtott (mrd HUF)	71,0	36,8	47,6	12,8
elfogadott (mrd HUF)	20,0	20,0	23,0	9,0
maximum hozam (%)	1,50	2,60	3,05	3,83
átlag hozam (%)	1,47	2,58	3,03	3,82
minimum hozam (%)	1,45	2,55	3,00	3,80
nem-versenyző tenderek (mrd HUF)	-	-	-	-

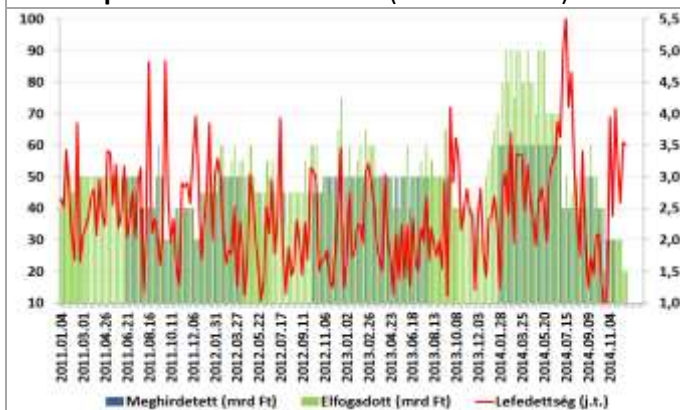
Forrás: ÁKK

### Az eheti aukciók adatai

	D150325	D151223	2019/B
meghirdetett (mrd HUF)	20,0	20,0	12,0
benyújtott (mrd HUF)	70,0	32,2	35,0
elfogadott (mrd HUF)	20,0	20,0	12,0
maximum hozam (%)	1,34	1,62	-
átlag hozam (%)	1,33	1,55	1,74
minimum hozam (%)	1,33	1,50	-
nem-versenyző tenderek (mrd HUF)	-	-	-

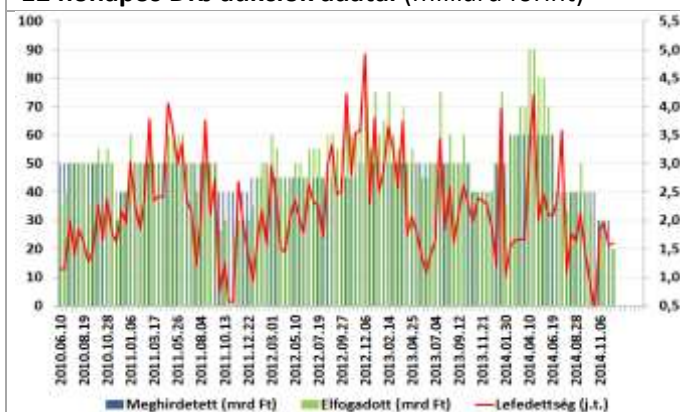
Forrás: ÁKK

### 3 hónapos DKJ aukciók adatai (milliárd forint)



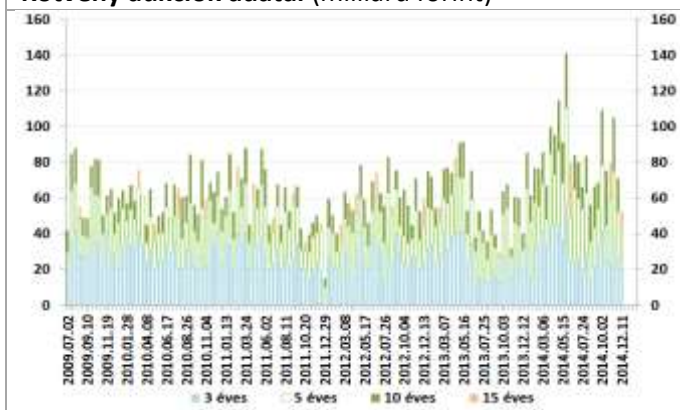
Forrás: ÁKK, OTP Elemzés

### 12 hónapos DKJ aukciók adatai (milliárd forint)



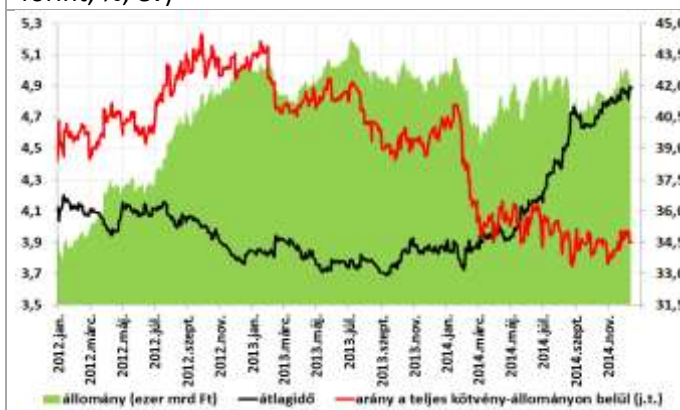
Forrás: ÁKK, OTP Elemzés

### Kötvény aukciók adatai (milliárd forint)



Forrás: ÁKK, OTP Elemzés

### Külföldiek államkötvény állománya (1000 milliárd forint, %, év)



Forrás: ÁKK, OTP Elemzés



Dátum	Aukció	lejárat*	Allampapírok		Kormányzati hitelek	
			kamatfizetés*	tőketörlesztés*	kamatfizetés*	
2014.okt.06 H						
2014.okt.07 K	3M					
2014.okt.08 Sze		T-Bills: 62,5; KKJ+FKJ: 16,8				
2014.okt.09 Cs	3Y, 5Y, 10Y					
2014.okt.10 P						
2014.okt.13 H						
2014.okt.14 K	3M					
15.10.2014		T-Bills: 219,7; KKJ+FKJ: 16,7				
2014.okt.16 Cs	12M, 5Y floating					
2014.okt.17 P						
2014.okt.20 H						
2014.okt.21 K	3M					
2014.okt.22 Sze		T-Bills: 50,4; KKJ+FKJ: 16,7	2028/A: 10,2			
2014.okt.23 Cs	3Y, 5Y, 10Y					
2014.okt.24 P						
2014.okt.27 H			2026/B: 2,0;2026/C:0,1; REPHUN: 0,6			
2014.okt.28 K	3M					
2014.okt.29 Sze		T-Bills: 47,7; KKJ+FKJ: 16,5				
2014.okt.30 Cs	12M					
2014.okt.31 P						
2014.nov.03 H						
2014.nov.04 K	3M					
2014.nov.05 Sze		T-Bills: 55,6; KKJ+FKJ: 19,1				
2014.nov.06 Cs	3Y, 5Y, 10Y				EU: 629	EU: 20,4
2014.nov.07 P						
2014.nov.10 H						
2014.nov.11 K	3M					
2014.nov.12 Sze		T-Bills: 64,4; KKJ+FKJ: 12,1	2020/A: 55,8			
2014.nov.13 Cs	12M, 5Y floating					
2014.nov.14 P						
2014.nov.17 H						
2014.nov.18 K	3M					
2014.nov.19 Sze		T-Bills: 63,7; KKJ+FKJ: 25,8				
2014.nov.20 Cs	3Y, 5Y, 10Y		2019/B: 4,5			
2014.nov.21 P						
2014.nov.24 H			2017/A: 61,1;2023/A:53,9; REPHUN: 14,3			
2014.nov.25 K	3M					
2014.nov.26 Sze		T-Bills: 338,1; KKJ+FKJ: 18,7				
2014.nov.27 Cs	12M					
2014.nov.28 P			2015/L: 1,8; 2016/I: 0,2			
2014.dec.01 H						
2014.dec.02 K	3M		2032/S: 0,6			
2014.dec.03 Sze		T-Bills: 226,9; KKJ+FKJ: 21,1				
2014.dec.04 Cs	3Y, 5Y, 10Y					
2014.dec.05 P						
2014.dec.08 H			2015/I: 0,4;			
2014.dec.09 K	3M					
2014.dec.10 Sze		T-Bills: 326,1; KKJ+FKJ: 18,6				
2014.dec.11 Cs	12M, 5Y floating					
2014.dec.12 P						
2014.dec.15 H						
2014.dec.16 K	3M					
2014.dec.17 Sze		T-Bills:247,7; KKJ+FKJ: 16,4				
2014.dec.18 Cs	3Y, 5Y, 10Y					
2014.dec.19 P						
2014.dec.22 H		2014/B: 16,6	2014/B:0,2;2015/B:1,1;2016/D: 27,4;2017/C: 9,2;2018/A: 27,1			
2014.dec.23 K	3M	T-Bills: 160,8; KKJ+FKJ: 26,4				
2014.dec.24 Sze						
2014.dec.25 Cs	12M					
2014.dec.26 P						
2014.dec.29 H						
2014.dec.30 K	3M	T-Bills: 150,1; KKJ+FKJ: 33,4				
2014.dec.31 Sze			2016/A: 0,01			
2015.jan.01 Cs	3Y, 5Y, 10Y					
2015.jan.02 P			2016/B: 0,1			
<b>Összesen</b>	<b>1798,2</b>	<b>2288,2</b>	<b>270,6</b>	<b>629,0</b>	<b>20,4</b>	

Milliárd forint; \*a legutóbbi rendelkezésre álló adatok alapján készült becslés,310,5-ös EURHUF, 1,25-ös EURUSD, 112,2-es USDJPY, 0,79-es EURGBP és 1,20-as EURCHF árfolyammal

Forrás: ÁKK, OTP Elemzés

Az Államadósság Kezelő Központ forint piaci kibocsátási terve alapján október-decemberben 540 milliárd forintnyi 3 hónapos papírt, 293 milliárd forintnyi 12 hónapos papírt, 235,6 milliárd forintnyi kamatozó kincstárjegyet, továbbá 730 milliárd forintnyi kötvényt kíván értékesíteni.

**Pénzpiac: nem változott az MNB kommunikációja**

A várakozásokkal összhangban nem változtatott a 2,1%-os magyar alapkamaton december 16-án a Monetáris Tanács, emellett a kommunikáció sem hozott nyitást a jövőbeli esetleges kamatcsökkentés irányába. Ennek és (véltetően az orosz fejlemények következtében később 315 fölé emelkedő EUR/HUF-nak) köszönhetően a piac kiárazta a korábbi kamatcsökkentéseket – noha a rövid állampapír-hozamok soha nem látott mélypontra, 1,3 alá csökkentek, a forrásbevonás év végi korlátozásának köszönhetően.

**Alapkamat, 3M BUBOR és FRA-k alakulása (%)**



Forrás: Reuters, OTP Elemzés

Friss inflációs jelentésében a jegybank 2,5%-ról 0,9%-ra módosította a 2015-ös inflációs előrejelzést (saját prognózisunk 1,5%), miközben a GDP növekedése tekintetében saját, 2,0%-os dinamikánkhoz hasonló várakozást tett közzé. Az alappályához képest három alternatív scenáriót vizsgáltak az elemzők, ebből kettő (tartósan alacsonyabb olajár, tartósan gyengébb külső kereslet) a monetáris kondíciók lazítását, egy (élesen emelkedő elvart kockázati prémium) a kamat emelését tehetné szükségessé. Megítélésünk szerint egyelőre marginális az esélye annak, hogy a várt infláció az aktuálisan előrejelzett 0,9% alá csökkenjen, míg az elvart prémium miatti esetleges forintgyengülés, ha csak nem extrém mértékű, összhangban lehet az MNB céljaival. Ezért úgy gondoljuk, a következő hónapokban kevés az esély az alapkamat változására.

MID KAMATDERIVATÍVÁK				
	Érték (%)		Heti vált. (bp)	YTD vált. (bp)
2 hetes MNB	2,10	↔	0	↓ -90
Állomány Mrd Ft	5 048	↓	-120	↓ -121
BUBOR 3M	2,10	↔	0	↓ -89
BUBOR 6M	2,14	↔	0	↓ -81
FRA 3X6	2,06	↑	8	↓ -76
FRA 6X9	2,02	↑	7	↓ -85
FRA 9X12	2,04	↑	7	↓ -96
FRA 6X12	2,04	↑	8	↓ -91
SWAP 2Y	2,17	↑	9	↓ -103
SWAP 3Y	2,27	↑	10	↓ -119
SWAP 5Y	2,55	↑	11	↓ -154
SWAP 10Y	3,26	↑	15	↓ -195
HUFONIA	1,17	↑	1	↓ -89

MID SPREADS				
	Érték (bp)		Heti vált. (bp)	YTD vált. (bp)
2Y-5Y	38	↑	2	↓ -51
5Y-10Y	71	↑	4	↓ -41
FLY 2-5-10	33	↑	2	↑ 10
ASSET 3Y	-57	↓	-13	↑ 2
ASSET 5Y	-78	↓	-13	↓ -17
v EUR 2Y	197	↑	10	↓ -86
v EUR 5Y	215	↑	11	↓ -118
v EUR 10Y	237	↑	18	↓ -127
v PLN 2Y	35	↑	20	↑ 51
v PLN 5Y	54	↑	22	↓ -19
v PLN 10Y	98	↑	28	↓ -67

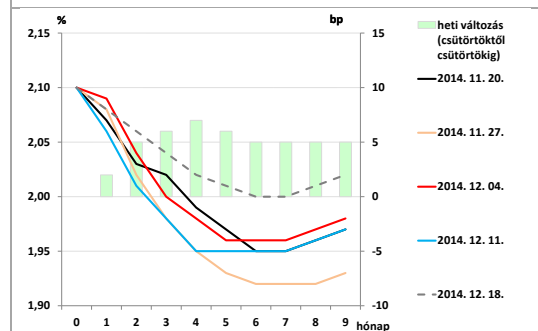
MID SWAP PONTOK				
	Érték (bp)		Heti vált. (bp)	YTD vált. (bp)
USDHUF 1W	0,5	↓	-2,0	↓ -8,5
USDHUF 1M	0,7	↓	-1,3	↓ -37,8
USDHUF 3M	46,8	↑	4,5	↓ -61,2
EURHUF 1W	3,5	↓	-2,0	↓ -8,7
EURHUF 1M	17,5	↑	11,7	↓ -35,0
EURHUF 3M	82,9	↑	10,9	↓ -65,1

FWD IRS				
	Érték (%)		Heti vált. (bp)	YTD vált. (bp)
HUF 1X1	2,20	↑	13	↓ -123
HUF 5X5	4,05	↑	15	↓ -272
v EUR 1X1	1,97	↑	14	↓ -78
v EUR 5X5	2,65	↑	23	↓ -97
v PLN 1X1	0,38	↑	27	↑ 14
v PLN 5X5	1,44	↑	31	↓ -47

MID EUR BÁZIS SWAP				
	Érték (bp)		Heti vált. (bp)	YTD vált. (bp)
EURHUF 1Y	-67	↓	-10	↑ 14
EURHUF 3Y	-31	↓	-31	↑ 67
EURHUF 5Y	-15	↓	-15	↑ 85

Forrás: Reuters

**3 hónapos FRA jegyzések (induló hónaptól)**



Forrás: Reuters, OTP Elemzés

Ülés időpontja	A jegyzőkönyv megjelenése	Inflációs jelentés	Az OTP előrejelzése	Döntés
2013. január 29. K	2013. február 13. Sz		5.50	5.50
2013. február 26. K	2013. március 13. Sz		5.25	5.25
2013. március 26. K	2013. április 10. Sz	x	5.00	5.00
2013. április 23. K	2013. május 15. Sz		4.75	4.75
2013. május 28. K	2013. június 12. Sz		4.50	4.50
2013. június 25. K	2013. július 10. Sz	x	4.25	4.25
2013. július 23. K	2013. augusztus 7. Sz		4.00	4.00
2013. augusztus 27. K	2013. szeptember 12. Cs		3.90	3.80
2013. szeptember 24. K	2013. október 9. Sz	x	3.60	3.60
2013. október 29. K	2013. november 13. Sz		3.40	3.40
2013. november 26. K	2013. december 4. Sz		3.20	3.20
2013. december 17. K	2014. január 8. Sz	x	3.00	3.00
2014. január 21. K	2014. február 5. Sz		2.90	2.85
2014. február 18. K	2014. március 5. Sz		2.70	2.70
2014. március 25. K	2014. április 9. Sz	x	2.60	2.60
2014. április 29. K	2014. május 14. Sz		2.50	2.50
2014. május 27. K	2014. június 11. Sz		2.40	2.40
2014. június 24. K	2014. július 9. Sz	x	2.30	2.30
2014. július 22. K	2014. augusztus 6. Sz		2.20	2.10
2014. augusztus 26. K	2014. szeptember 10. Sz		2.10	2.10
2014. szeptember 23. K	2014. október 8. Sz	x	2.10	2.10
2014. október 28. K	2014. november 12. Sz		2.10	2.10
2014. november 25. K	2014. december 10. Sz		2.10	2.10
2014. december 16. K	2014. december 23. K	x	2.10	2.10
2015. január 27. K	2015. február 11. Sz		2.10	
2015. február 24. K	2015. március 11. Sz		2.10	
2015. március 24. K	2015. április 8. Sz	x	2.10	
2015. április 21. K	2015. május 6. Sz		2.10	
2015. május 26. K	2015. június 10. Sz		2.10	
2015. június 23. K	2015. július 8. Sz	x	2.10	
2015. július 21. K	2015. augusztus 5. Sz		2,10	
2015. augusztus 25. K	2015. szeptember 9. Sz		2,10	
2015. szeptember 23. K	2015. október 7. Sz	x	2,10	
2015. október 20. K	2015. november 4. Sz		2,10	
2015. november 17. K	2015. december 2. Sz		2,10	
2015. december 15. K	Később publikálják	x	2,10	

Forrás: MNB, OTP Elemzés

## Részvénypiac: Az olajár zuhanása magával rántotta Oroszországot, a befektetők elfordultak a feltörekvő piacoktól is az ennek nyomán kialakult miniválság nyomán

A nyersolaj árának az elmúlt két hétben bekövetkezett visszaesése határozta meg alapvetően a részvénypiacok mozgásának irányát, melyhez különféle regionális események adódtak hozzá. Az eurózóna tekintetében a görög előrehozott választások, illetve egy, a megszorításoktól elzárkózó, ma már kormányképesnek látszó erő, a Syriza párt megerősödése vetette vissza a befektetők kockázatvállalási kedvét, míg a tengerentúlon a kamatemeléssel kapcsolatos félelmek bizonytalanították el a befektetőket.

Az olaj árának mélyrepülése, az OPEC nemleges válasza a termelés csökkentésre viszont hatalmas általános eladási hullámot indított el a részvénypiacokon. Oroszország, mint az egyik legnagyobb kitermelő alaposan megszenvedte ezt a krízist, a rubel zuhanását sem a devizapiaci intervenciók, sem az erőteljes kamatemelések nem tudták tartósan megállítani. A helyzet azt követően kezdett normalizálódni, hogy az orosz kormányzat intézkedési tervet jelentett be azzal a céllal, hogy a rubel leértékelődésének hatását tompítsa mind a bankrendszerben, mind a reálgazdaságban, illetve ismét emelkedést mutatott az olaj ára. Ezzel párhuzamosan a Fed legutóbbi ülését követő sajtótájékoztatóján Janet Yellen utalt arra, hogy a tavasszal megtörténhet az első kamatemelés. Ugyanakkor biztosította a piaci szereplőket arról, hogy még nagyon hosszú ideig nagyon alacsonyak lesznek a kamatok. Így tegnapra két irányból is támogatást kaptak a piacok, melynek köszönhetően kilóttak a részvényindexek mind a fejlett, mind a feltörekvő gazdaságokban.

Az orosz RTS-index 6,5%-os pluszban zárta a csütörtöki kereskedést, míg heti összevetésben még mindig 7% feletti mínuszban áll. A régiós piacok közül sem tudott azonban mindegyik profitálni a visszapattanásból, mind a hazai, mind a bolgár tőzsde a veszteségek közé került. A BUX az elmúlt öt kereskedési napon összesen 7,1%-nyi veszteséget halmozott fel. És bár a Mol profitálni tudott az olaj árának emelkedéséből, és az MTelekom is felfelé mozdult a piaci hangulat javulásával párhuzamosan, a jelentős orosz kitétséggel rendelkező Richter és OTP gyengülését ellensúlyozni nem tudták.

Az orosz események hatására a Goldman Sachs a korábbi 3970 forintról 3023 forintra csökkentette a részvényekre megfogalmazott 12 havi célárát és semlegesről eladásra rontotta ajánlását. A Goldman meglátása szerint a Richter jelenlegi árfolyama nem tükrözi kellőképp a kedvezőtlen politikai folyamatokat, valamint az orosz és az ukrán események hatását, miközben Oroszországban meglehetősen korlátozott a tér az áremelésekre. Emellett a rubel folyamatos leértékelődése is komoly kockázatot jelent. A jövőben a Richter negyedik negyedéves értékesítési adatai, az orosz fogyasztási és munkabér-statisztikák, illetve az orosz havi gyógyszerpiaci adatok lehetnek sokatmondóak.

A hét utolsó kereskedési napján visszatért a kockázatvállalási kedv a nyugat-európai tőzsdéken, és új erőre kaptak a régió részvénypiacai, beleértve a hazai tőzsdét is. Ennek ellenére az előttünk álló másfél hét valószínűleg kevés lesz ahhoz, hogy a BUX ledolgozza eddigi 12,5%-os éves veszteségét. A blue chippek közül egyedül az MTelekom zárja pluszban az idei évet, míg a Mol és a Richter masszív 20% körüli veszteséggel

RÉSZVÉNYPIAC				
	Érték		Heti vált. (%)	YTD vált. (%)
BUX	16226	↓	-7,1	↓ -12,5
WIG20	2319	↓	-2,6	↓ -4,6
PX50	947	↓	-3,8	↓ -4,7
BET	6715	↓	-0,4	↑ 3,5
OTP	3740	↓	-8,9	↓ -9,2
MOL	11175	↓	-4,2	↓ -23,0
MTelekom	339	↓	-2,6	↑ 7,6
Richter	3400	↓	-10,9	↓ -21,1

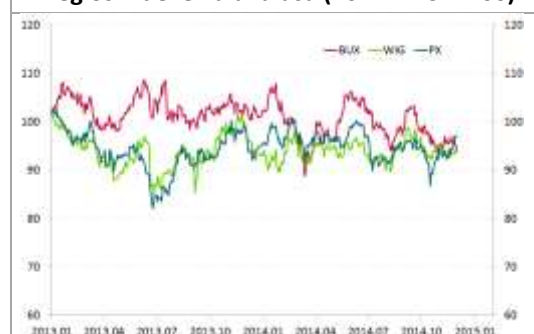
Forrás: Reuters

### A blue chippek árfolyamának alakulása (2012.12.31=100)



Forrás: Reuters, OTP Elemzés

### A régiós indexek alakulása (2012.12.31=100)



Forrás: Reuters, OTP Elemzés

### Régiós P/E ráták alakulása 2010-től



Forrás: Bloomberg, OTP Elemzés



zárhatja az évet. Az OTP felülteljesítve a BUX-ot egyszámjegyű idei veszteséget könyvelhet el.

## Jogi nyilatkozat

**A jelen dokumentumban közölt megállapítások nem objektív és nem független magyarázatot tartalmaznak. Felhívjuk a figyelmet arra, hogy a jelen dokumentum a) nem a befektetési elemzés függetlenségének előmozdítását célzó jogi követelményeknek megfelelően készült, és b) nem vonatkozik rá a befektetési elemzés terjesztését, közzétételét megelőző ügyletkötésre vonatkozó tilalom.**

A tájékoztatás nem teljes körű. Jelen tájékoztatás nem minősül ajánlattételnek, ajánlattételi felhívásnak, befektetési tanácsadásnak, befektetésre való ösztönzésnek, jogi-, adó vagy számviteli tanácsadásnak, a benne foglalt adatok tájékoztató jellegűek.

A tájékoztatás a dokumentum készítésének idején irányadó piaci helyzetet tükrözi, azonban az információk csak időleges tájékoztatást nyújtanak, és a piaci viszonyokkal, körülményekkel megváltozhatnak. További információk állhatnak az Önök rendelkezésére, amennyiben ezt az OTP Bank Nyrt.-től igényli. Bár az OTP Bank Nyrt. jóhiszeműen hagyatkozott olyan forrásokra a dokumentum elkészítésekor, amelyeket megbízhatónak gondol, semmilyen szavatosságot, jóállást vagy kötelezettséget nem vállal azért, hogy a dokumentumokban foglalt adatok pontosak és teljesek. A dokumentumban megjelenő vélemények és becslések az OTP Bank Nyrt. dokumentum készítésének idején irányadó megítélésén alapulnak, amely a jövőben külön értesítés nélkül is változhat. Az OTP Bank Nyrt. tájékoztatja a dokumentum felhasználóit, hogy jogosult a jelen dokumentumban megjelölt kibocsátók által forgalomba hozott pénzügyi eszközök vonatkozásában árjegyzési, egyéb befektetési tevékenységet vagy kiegészítő szolgáltatást, illetve egyéb pénzügyi vagy kiegészítő pénzügyi szolgáltatást nyújtani a kibocsátónak és egyéb személyeknek. A jelen dokumentum semmilyen további elemzés alapjául nem szolgálhat a benne feltüntetett pénzügyi eszközök vonatkozásában. Amennyiben a dokumentum bármely pénzügyi eszköz jövőbeni forgalomba hozatalára utal ez kizárólag indikatív, előzetes és tájékoztatósi célokat szolgál, és egy ilyen pénzügyi eszközre vonatkozó elemzés kizárólag azokon a nyilvános információkon alapul, amelyek a vonatkozó tájékoztatóban vagy hirdetményben található. A jelen dokumentumban foglaltak nem jelentik azt, hogy az OTP Bank Nyrt. ügynökként, megbízottként vagy bármely más módon járna el bármely olyan jövőbeni befektető javára vagy nevében, amely a jelen tájékoztatóban meghatározott pénzügyi eszközbe kíván befektetni, és ugyanígy nem felelős az OTP Bank Nyrt. a befektetők által a jelen dokumentum alapján hozott befektetési döntésért, különös tekintettel a befektetés jogszerűsége és alkalmassága (megfelelősége) vonatkozásában.

Kérjük, hogy befektetésre, szolgáltatás igénybevételére vonatkozó megalapozott döntés meghozatalát megelőzően az adott termékre, szolgáltatásra vonatkozó dokumentációt, tájékoztatót, szabályzatokat, szerződési feltételeket, hirdetményeket, kondíciós listát figyelmesen olvassa el, és óvatosan mérlegelje befektetése tárgyát, kockázatát, a felmerülő díjakat és költségeket, az esetleges veszteség bekövetkezésének lehetőségét, valamint tájékozódjon a termékkel, befektetéssel kapcsolatos adójogi jogszabályokról. A jelen kiadványban foglaltak alapján hozott konkrét egyedi döntések, illetve befektetések kockázatát az ügyfél viseli, az OTP Bank Nyrt.-t nem terheli felelősség a befektetési döntések eredményességéért, az ügyfél által kitűzött cél eléréséért.

Az adatok, illetve információk a múltra vonatkoznak. A múltbeli adatokból és információkból nem lehetséges a jövőbeni hozamra, változásra, illetőleg teljesítményre vonatkozó megbízható következtetéseket levonni.

OTP Bank Nyrt. (cégjegyzékszám: 01-10-041-585; székhely: 1051 Budapest, Nádor utca 16.; felügyeleti hatóság: Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyelete – 1013 Budapest, Krisztina krt. 39.sz. PSZÁF engedélyszám: III/41.003-22/2002 és E-III/456/2008, további információk: <https://www.otpbank.hu/portal/hu/Megtakaritas/Ertekpapir/MIFID>). Minden jog fenntartva, a jelen kiadvány az OTP Bank Nyrt. kizárólagos tulajdonát képezi, ennek további felhasználása, sokszorosítása, terjesztése csak az OTP Bank Nyrt. előzetes írásos engedélyével lehetséges.

Amennyiben a jelen hírlevelet az OTP Bank Nyrt.-től kapta, akkor az Ön hozzájárulásával juttattuk el Önhöz. A hírlevél küldéséhez való hozzájárulását visszavonhatja az [elemzes@otpbank.hu](mailto:elemzes@otpbank.hu) e-mail címre küldött elektronikus üzenettel vagy az „Elemzési Központ” 1051, Budapest Nádor u. 21 címre eljuttatott levélben. Kérjük, hogy mindkét esetben, levelében adja meg a következő adatokat: Név, e-mail cím.