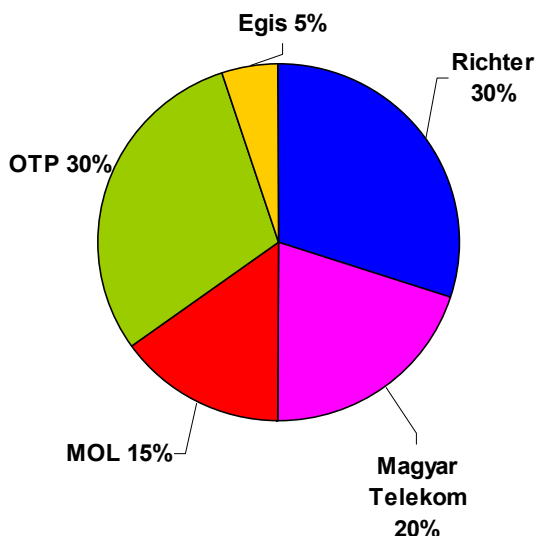


2009. november 23.

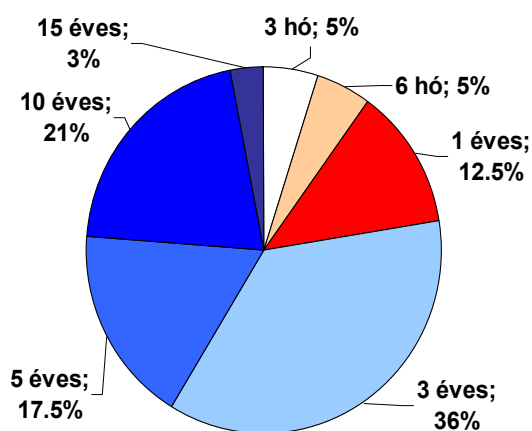
- **Globális tőkepiacok:** A fejlett piaci indexek közül egyedül a Dow Jones tudott emelkedéssel zárni (0,5%) múlt héten, a többi mutató 2%-on belüli mértékben esett. A csökkenést főként a visszaeső nyersanyagárak és több kedvezőtlen gyorsjelentés okozta. Továbbra is az 1,50-es szintet ostromolja a dollár euróval szembeni árfolyama.
- **Hazai állampapírpiac:** A várakozásokkal összhangban 6,5%-ra csökkentette a Monetáris Tanács az irányadó kamatlábat, emellett +/-100 bázispontra szélesítette a kamatfolyosót és megemelte a kéthetes jegybanki hitel kamatlábat. A friss Inflációs Jelentés előrejelzése alapján nőtt az inflációs cél 2011-es alulövésének valószínűsége, miközben a külső környezet megítélése javult. Ezek alapján (hozzátéve a viszonylag erős forintot) úgy tűnik, a Monetáris Tanács számára fontos a lazítási ciklus kiszámíthatósága. Véleményünk szerint decemberben nem számíthatunk a fejlett tőkepiacok hangulatának számottevő romlására, így a fent leírtak alapján újabb 50 bázispontos kamatvágás következhet. Ezért nem változtatunk ajánlott modell-portfoliónk összetételén.
- **Hazai részvénytőkepiac:** A megelőző heti szárnyalás után ezúttal korigált a BUX, az index 2,2%-os mínuszban, 20650 ponton zárta a hetet. Az OTP árfolyama 3,7%-kal csökkent, de a blue chippek közül egyik sem tudott a pozitív tartományban zárni. Ismét kiemelkedő mértékben, 16%-kal drágultak az econet papírai – azzal együtt is, hogy csütörtökön és pénteken nagymértékben csökkent az árfolyam a gyenge negyedéves jelentés hatására.

OTP Bank  
Elemzési Központ  
+06-1-473-5494

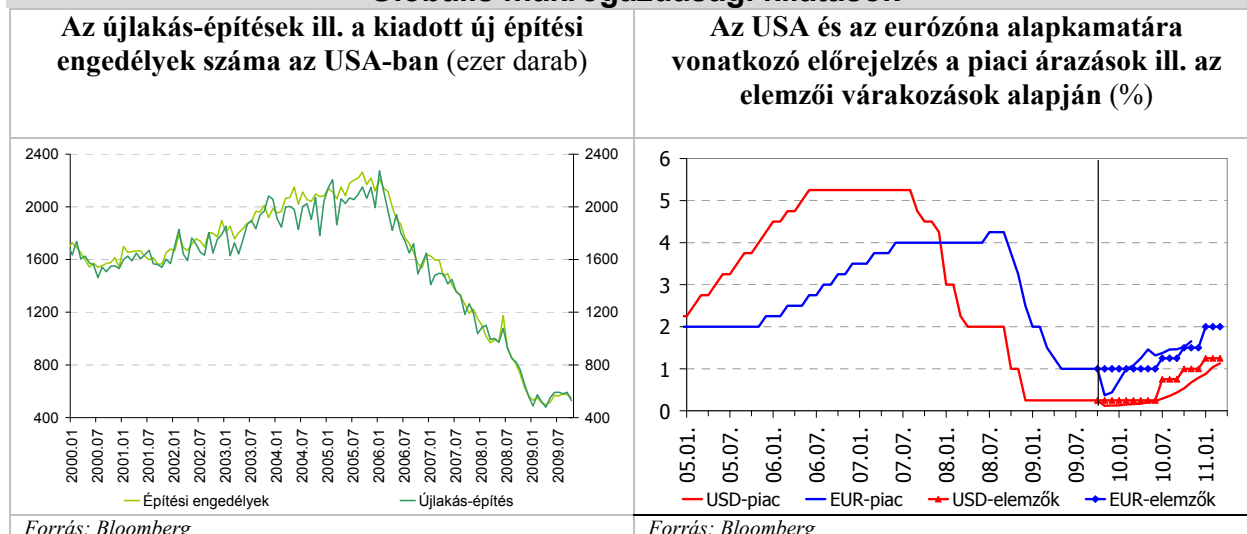
Ajánlott részvény portfólió



Ajánlott állampapír portfólió



### Globális makrogazdasági kilátások



**Csalódást keltő októberi ingatlanpiaci adatok az USA-ban.** Mind a kiadott új építési engedélyek, mind az újonnan kezdődő lakásépítések száma jóval elmaradt a várt ill. a megelőző havi értéktől októberben. Ezzel az áprilisi mélypont után két hónapig emelkedő, majd három hónapig stagnáló mutatók szintje ismét lefelé fordult októberben, ami növeli az amerikai gazdaság harmadik negyedéves jó teljesítményének tartósságát övező kockázatokat. Különösen úgy, hogy a keddi, második adatközlésben a Bloomberg által megkérdezett elemzők szerint az első adatközlés 3,5%-os évesített negyedéves GDP-növekedését 2,8%-ra mérsékelheti a statisztikai szolgálat.

A pénteken publikált konjunktúra-indikátorok összességében kedvező képet mutatnak: a Conference Board különböző mutatókból aggregált vezető indikátora a vártan megfelelően alakult októberben (0,3%-os növekedés; várt: +0,4%; előző: 1%), míg a Philadelphia Fed feldolgozóipari indexének novemberi értéke 16,7 pontra emelkedett (várt: 12,2 pont; előző: 11,5 pont). Hatalmas pozitív meglepetést okozott a ma publikált októberi használatlakás-értékesítési statisztika: 6,1 millió ingatlan cserélt gazdát (évesített adat), ami 10,1%-os havi növekedést jelent, szemben a várt 2,3%-os plusszal (revideált előző: +8,8%).

Az októberi árindexek termelői oldalról elmaradtak, fogyasztói oldalról pedig enyhén meghaladták az elemzői várakozásokat. Ez arra utalhat (feltéve, hogy az előrejelzések konzisztensek voltak), hogy a fogyasztói árakat még nem az olajárak éves bázisú emelkedése (hiszen ennek ugyanolyan irányban kellett volna hatni a termelői árakra is), hanem a fogyasztói kereslet növekedése befolyásolhatta inkább. November-decemberben az üzemanyagárak bázisátása miatt növekedésbe válthat az októberben -0,2%-os amerikai CPI, és nem elképzelhetetlen, hogy az év tizedik hónapjában 1,7%-os éves (élelmiszer- és energiaárak nélkül számított) magárindeks 2% fölé emelkedik.

A várttól elmaradó mértékben, de ismét emelkedett októberben havi bázison az ipari termelés (0,1%-kal, várt: 0,4%, előző: 0,6%), ezzel négy hónapja folyamatosan nő az ipari output. Az ipar kapacitáskihasználatja a júniusi mélypont óta 2,4%-kal emelkedett (a kibocsátás kumulált növekménye ezt meghaladva nagyjából 3% volt), de még mindig rendkívül alacsony – azaz bőven van még tér a felívelésre, ha a keresleti oldal is úgy gondolja.

Obama-elnök kínai útján, Bernanke Fed-elnök pedig hazájában beszélt arról, hogy kínai kollégáikkal közösen megoldást kell találniuk a júan felértékelésére. A júan felértékelése azonban rövid távon egyik félnek sem érdeke. Kína kb. 1600-1700 milliárd dollárnyi devizatartalékának értékvesztése, az idei évben várhatóan kb. a magyar GDP tízszeresének megfelelő nagyságú hiányt produkáló Egyesült Államok pedig legtökeerősebb állampapír-vásárlójának jövedelmi pozíciója romlása miatt nem érdekelt az erősebb

jában. Több éves időtávon természetesen megkerülhetetlen a probléma megoldása. A dollár szűk sávban ingadozott az euróval szemben, a nyersolaj határidős ára a hét első felében emelkedett, a második felében csökkent, és előző heti záróára közelében állapodott meg.

**Megugrott a külkereskedelmi többlet szeptemberben az eurózónában;** az egy hónappal korábbi 1,0 milliárd eurós egyenleg 6,8 milliárd euróra módosult. Ennek ellenére a folyó fizetési mérleg igazított egyenlege +0,6 milliárd euróról -5,4 milliárd euróra változott, ami arra utal, hogy szeptemberben jelentős mínusz keletkezett a jövedelmi és transzferegynlegben. Szeptemberben 1,1%-kal csökkent az eurózána építőipari kibocsátása (havi bázisú igazított adat; előző: +0,1%).

Októberben ismét emelkedett az Egyesült Királyság kiskereskedelmi forgalma, havi bázison ezúttal 0,4%-kal – sőt, az elmúlt tizenkét hónapban mindössze kétszer figyelhattunk meg negatív havi indexet. Ez is hozzájárul ahhoz, hogy az igen komoly problémáktól gyötört brit gazdaságban 1,5% volt az éves fogyasztói árindex (1,8%-os magárindex mellett); az olajár utolsó negyedéves éves növekedése fényében pedig egész magas év végi inflációs rátára számíthat a Bank of England. Ez pedig újabb érv lesz a mennyiségi lazítás befejezése mellett.

**A várakozásoknak megfelelően (a hó/hó index esetében annál kedvezőbbben) alakult az eurózána októberi inflációja,** aminek tükrében némileg meglepő, hogy Trichet EKB-elnök pénteken arról beszélt, hogy a növekvő inflációs veszélyek miatt a pénzpiacoknak számítaniuk kell arra, hogy a jövőben szűkülni fog az eurózána likviditás-kínálata (szűkítik az EKB-nál visszavásárlási egyezmény keretében elhelyezhető értékpapírok körét). A hírre a tőkepiacok enyhe melankóliával reagáltak (kis esés), de a hét megelőző részében lefelé tolódott az eurózána alapkamatának az elemzők által várt pályája.

## Heti makrogazdasági adatok

Ország	Nap	Idő	Időszak	Mutató	Konszenzus	Előző
USA	H	16:00	OCT	HASZNÁLTAKÁS-ÉRTÉKESÍTÉS (% , hó/hó)	10.1*	8.8
	K	14:30	3Q P	GDP (% , év/év)	2.9	3.5
	K	14:30	3Q P	SZEMÉLYES FOGYASZTÁS	3.2	3.4
	K	14:30	3Q P	GDP DEFLÁTOR	0.8	0.8
	K	15:00	SEP	S&P CASESHILLER COMPOSITE 20 (% , év/év)	-9.05	-11.32
	K	16:00	NOV	FOGYASZTÓI BIZALOM	47.5	47.7
	K	16:00	SEP	INGATLAN ÁRINDEX (% , hó/hó)	0.1	-0.3
	K	16:00	NOV	RICHMOND FED FELDOLGOZÓIPARI BIZALMI INDEX	8	7
	K	23:00	NOV 22	ABC FOGYASZTÓI BIZALOM	-	-45
	SZ	13:00	NOV 20	MBA JELZÁLOGHITELFELVÉTEL (%)	-	-
	SZ	14:30	OCT	TARTÓS FOGY. CIKKEK RENDELÉSÁLLOMÁNYA (%)	0.5	1.0
	SZ	14:30	OCT	SZEMÉLYES JÖVEDELEM (% , hó/hó)	0.2	0.0
	SZ	14:30	OCT	SZEMÉLYES KIADÁSOK (% , hó/hó)	0.5	-0.3
	SZ	14:30	OCT	SZEMÉLYES FOGYASZTÁS DEFLÁTOR (% , év/év)	0.1	-0.5
	SZ	14:30	OCT	SZEMÉLYES FOGYASZTÁS MAGDEFLÁTOR (% , hó/hó)	0.1	0.1
	SZ	14:30	OCT	SZEMÉLYES FOGYASZTÁS MAGDEFLÁTOR (% , év/év)	1.4	1.3
	SZ	16:00	NOV F	MICHIGANI EGYETEM BIZALMI INDEXE	67.0	66.0
SZ	16:00	OCT	ÚJLAKÁS-ÉRTÉKESÍTÉS (% , hó/hó)	0.8	-3.6	
Eurózána	H	10:00	NOV A	FELDOLGOZÓIPARI PMI	51.0*	50.7
	H	10:00	NOV A	SZOLGÁLTATÓSEKTOR PMI	53.2*	52.6
	H	10:00	NOV A	KOMPOZIT PMI	53.7*	53.0
	K	11:00	SEP	ÚJ IPARI MEGRENDELÉSEK (sz.ig.hó/hó)	1.0	2.0
	CS	10:00	OCT	M3 (szev.ig.% év/év)	0.8	1.8
	P	11:00	NOV	ÜZLETI HANGULAT	-1.65	-1.78
	P	11:00	NOV	FOGYASZTÓI BIZALOM	-17	-18
	P	11:00	NOV	GAZDASÁGI BIZALOM	88.0	86.2
	P	11:00	NOV	IPARI BIZALOM	-19	-21
	P	11:00	NOV	SZOLGÁLTATÓSEKTOR BIZALOM	-6	-7
	Németország	H	9:30	NOV A	FELDOLGOZÓIPARI PMI	52.0*
H		9:30	NOV A	SZOLGÁLTATÓSEKTOR PMI	51.5*	50.7
K		08:00	3Q F	GDP (né/né%)	0.7	0.7
K		08:00	3Q F	GDP (év/év%, wda)	-4.8	-4.8
K		10:00	NOV	IFO - ÜZLETI KLÍMA	92.5	91.9
K		10:00	NOV	IFO - GAZDASÁGI HANGULAT	88.0	87.3
K		10:00	NOV	IFO - VÁRAKOZÁSOK	97.3	96.8
SZ		08:00	DEC	GFK FOGYASZTÓI BIZALOM	4.0	4.0
			NOV	IMPORT ÁRINDEX (% , év/év)	0.4	-11.0
			NOV	IMPORT ÁRINDEX (% , hó/hó)	-7.8	-0.9
CS			NOV P	CPI (% , év/év)	0.0	0.1
CS			NOV P	CPI (% , hó/hó)	0.5	0.0
CS			NOV P	HICP (% , év/év)	0.0	0.1
CS			NOV P	HICP (% , hó/hó)	0.5	-0.1
Magyarország	H	9:00	SEP	KISKERESKEDELEM (% , év/év)	-7.3*	-7.2
	H	14:00	NOV 24	KAMATDÖNTÉS	6.5*	7.0
	CS	9:00	OCT	MUNKANÉLKÜLISÉGI RÁTA%	10.5	10.3

\*tényadat

### Globális tőkepiaci kilátások

	záró (pont)	heti vált. (%)	havi vált.(%)	n.évi vált. (%)	évi vált. (%)	idei vált. (%)	p/e*	osztalékhozam
Dow Jones	10318	0.5	3.5	8.5	28.2	17.6	16.0	2.7
Nasdaq	2146	-1.0	-0.4	6.2	55.0	36.1	24.9	0.9
S&P 500	1091	-0.2	1.1	6.4	36.4	20.8	17.3	2.3
Dow Jones Európa	244	-1.7	-0.5	3.7	33.8	22.8	15.2	3.4
Xetra Dax	5663	-0.4	-1.3	3.7	37.2	17.7	15.8	3.7
Nikkei 225	9498	-2.8	-7.6	-7.2	20.1	7.2	39.0	1.7
	záró (%)	heti vált. (bp)	havi vált.(bp)	n.évi vált. (bp)	évi vált. (bp)	idei vált. (bp)		
Fed Funds Rate	0.25	0	0	0	-75	0		
10 éves USA á.k.	3.37	3	-12	-20	17	116		
EKB irányadó	1.00	0	0	0	-225	-150		
10 éves német á.k.	3.26	-6	-9	-5	-13	31		
BOJ alapkamat	0.10	0	0	0	-20	0		
10 éves japán á.k.	1.32	-3	-5	0	-9	14		
	záró	heti vált. (%)	havi vált.(%)	n.évi vált. (%)	évi vált. (%)	idei vált. (%)		
EUR/USD	1.495	-0.2	-0.4	4.5	15.4	7.0		
USD/JPY	88.7	0.4	3.8	6.6	9.7	2.2		
GBP/USD	1.655	-1.5	1.4	0.8	9.1	13.6		

\*Jelenlegi árfolyam/aktuális évre becsült EPS

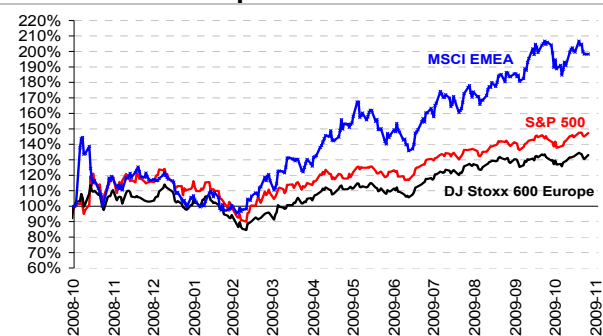
**Vegyesen teljesítettek a tengerentúli tőzsdeindexek múlt héten. Európában az összes vezető index eséssel zárt.** A fejlett indexek közül egyedül a Dow Jones tudott emelkedni (+0,5%). Az S&P 0,2%-os, a Nasdaq 1%-os mínuszban zárta a hetet, míg Európában a DAX 0,4%-ot, a Dow Jones Europe pedig 1,7%-ot esett.

**A hét elején még emelkedtek az amerikai indexek – hétfőn a nyugat-európaiak is – azonban a hét második felében – főleg csütörtökön – elszenvedett esés következtében végül a legtöbb index mínuszban zárt.** Hétfőn jót tett az indexeknek, hogy az ázsiai országok vezetői a gazdaságélénkítő programok fenntartásáról döntöttek, valamint az kiskereskedelmi adat a vártnál a kedvezőbben alakult.

**A hét második felében a nyersanyagárak csökkenése és több kedvezőtlen gyorsjelentés következtében mínuszba fordultak az indexek.** A Dell papírjai 10%-kal, a D.R.Horton részvényei pedig 15%-kal értékelték le a vártnál nagyobb veszteségek hírére gyorsjelentésük megjelenését követően. Szintén meglehetősen rosszul hatott a tőkepiacok teljesítményére az EKB elnökének bejelentése, mely szerint az árstabilitás fenntartása érdekében a jövőben az EKB visszafogja a likviditásteremtő intézkedéseit, valószínűleg nem hosszabbítják meg például a bankoknak egy éves időtartamra adott kölcsönök lejáratát sem.

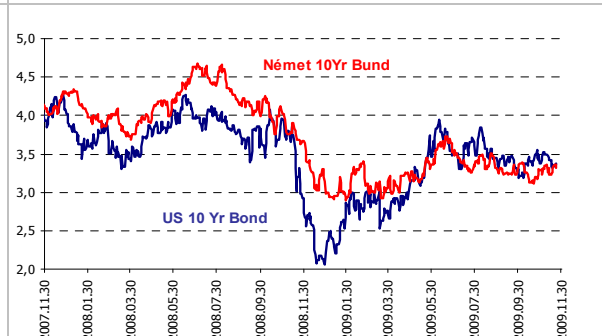
**A megelőző heti folyamatokkal ellentétesen múlt héten az amerikai hosszú hozamok emelkedtek (3 bázisponttal), míg a 10 éves német állampapírok hozama csökkent (6 bázisponttal).** Szűk sávban mozgott a dollár euróval szembeni árfolyama, de az 1,50-es szint egyelőre megtartotta a tengerentúli fizetőeszközt.

**Vegyesen zártak a vezető amerikai és nyugat-európai tőzsdeindexek**



Forrás: Bloomberg

**Amerikában emelkedtek, míg Németországban csökkentek a hosszú hozamok.**



Forrás: Bloomberg

## Régiós makrogazdasági és tőkepiaci kilátások

	záró (pont)	heti vált. (%)	havi vált.(%)	n.évi vált. (%)	évi vált. (%)	idei vált. (%)	p/e**
Budapesti BUX Index	20649.5	-2.2	-3.1	13.4	89.3	68.7	12.3
MSCI EMEA Index*	380.8	-0.7	-3.3	18.6	98.3	70.3	-
Moszkvai RTS Index	1436.4	-3.1	-1.7	36.7	147.6	127.3	-
Varsói Top 20 Index	2347.7	-0.4	-2.7	5.1	48.0	31.2	16.2
Prágai PX Index	1150.1	-1.6	-2.1	0.9	54.4	34.0	14.4
CETOP 20 Index*	2126.5	-2.0	-0.6	11.7	53.0	38.1	13.6
	záró (%)	heti vált. (bp)	havi vált.(bp)	n.évi vált. (bp)	évi vált. (bp)	idei vált. (bp)	2009. dec. prog.
MNB alapkamat	7.00	0.00	0.00	-1.50	-4.50	-3.00	6.00
3 hónapos magyar d.k.j.	6.17	-0.08	-0.30	-1.78	-5.75	-2.86	6.38
3 éves magyar á.k.	6.97	0.17	0.19	-1.48	-6.11	-2.58	5.81
10 éves magyar á.k.	7.44	0.23	0.33	-1.05	-2.29	-0.71	5.67
10 éves lengyel á.k.	6.20	0.09	0.06	0.10	-0.22	0.81	
	záró	heti vált. (%)	havi vált.(%)	n.évi vált. (%)	évi vált. (%)	idei vált. (%)	2009. dec. prog.
EUR/HUF	268.85	-1.38	-0.79	-0.28	-3.24	-1.21	275
USD/HUF	179.92	-1.55	-1.16	4.18	11.64	4.99	196.4
CHF/HUF	177.91	-1.20	-0.93	-0.75	-5.44	-0.03	178.6
EUR/CZK	25.88	-1.67	0.12	-1.73	-1.83	3.74	
EUR/PLN	4.14	-1.36	0.92	-0.73	-6.75	0.22	
USD/ZAR	7.54	-2.39	-1.10	3.69	33.77	23.70	
USD/TRY	1.49	-1.17	-1.36	0.28	6.28	3.18	

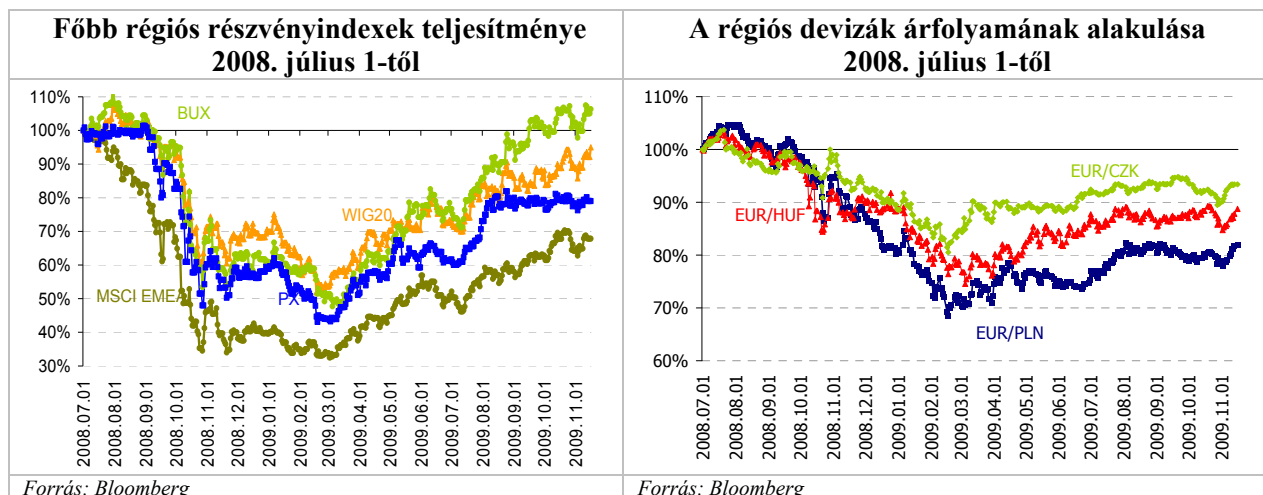
Forrás: Bloomberg

\*\*Jelenlegi árfolyam/aktuális évre becült EPS

**Csak kisebb korrekciót láthatunk a feltörekvő piacokon.** Az elmúlt héten a feltörekvő piacokon tapasztalható csütörtöki bizonytalanságot a lent említett ukrán adósságátstrukturálásra vezették vissza, amely a feltörekvő piaci devizák árfolyamgyengülését és a tőzsdei árfolyamok csökkenését eredményezte. A tőkepiaci hangulat hétfőn már optimista volt, amelyet elsősorban a kedvező amerikai makroadatok magyaráznak.

**Többlet az ukrán folyó fizetési mérlegben októberben.** Szeptember után októberben is többletet mutatott fel az ukrán folyó fizetési mérleg. A 87 millió dolláros többlet azt jelenti, hogy az év első 10 hónapjában 1,02 milliárd dollár a folyómérleg hiánya. Az ukrán export – amely a GDP 40%-át éri el – 11,9%-kal nőtt havi összevetésben, a nemzeti bank adatközlése szerint azért, mert a nemzetközi kereskedelem feléledt. Az import 7,7%-kal emelkedett szeptemberhez képest.

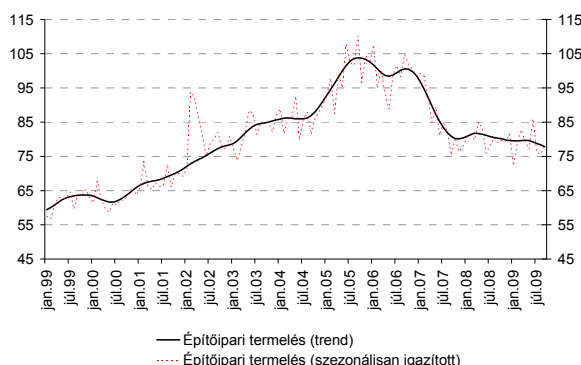
**Hitelei átstrukturálását kéri az ukrán állami vasúttársaság.** Az ukrán állami vasúttársaság, az Ukrzaliznytsya 440 millió dolláros szindikált hitelei átstrukturálását kéri a hitelezőktől. A Barclays által szervezett tartozás 2007-ben került az ukrán vasúthoz és az eredeti tervek szerint 2009. augusztus és 2010. augusztus között törlesztették volna. A Bloomberg forrása szerint két és fél – három éves futamidejű lehet az új hitel, kamatozása pedig 8,75%, szemben a mostani Libor + 2,5%-os kamattal. Az ukrán vasútnak az előbbi hitel mellett két másik hitele van. A nagyobb tartozás tőkeösszege 700 millió dollár, ez államilag garantált, 2004. októberben nyújtotta a Deutsche Bank. Illetve az EBRD 2004. augusztusában nyújtott egy 120 millió dolláros hitelt. A Bloomberg információja szerint az államilag garantált 700 millió dolláros hitel szerződésében nincsen olyan klauzula, amely egy másik hitel törlesztésének elmulasztása esetén esedékessé tenné az államilag garantált hitelt. Az ukrán ügyvezető pénzügyminiszter nyilatkozata szerint a hitelezők válaszát november 30-ig várják az átstrukturálással kapcsolatban. Az elmúlt héten a feltörekvő piacokon tapasztalható csütörtöki bizonytalanságot erre az ukrán eseményre vezették vissza, amely a feltörekvő piaci devizák árfolyamgyengülését és a tőzsdei árfolyamok csökkenését eredményezte. A tőkepiaci hangulat hétfőn már optimista volt.





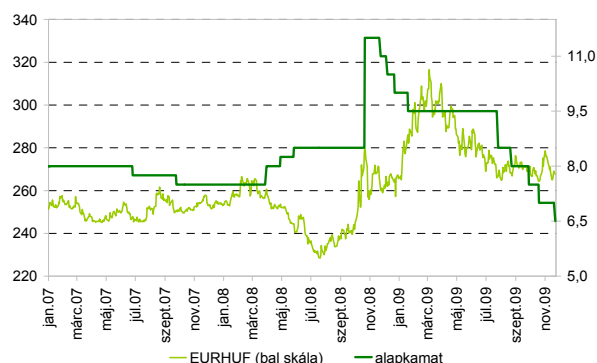
## Hazai makrogazdasági kilátások

**Az építőipari termelés alakulása (2005. év havi átlaga = 100)**



Forrás: KSH, OTP Elemzés

**A jegybanki alapkamat és a forintárfolyam alakulása**



Forrás: Bloomberg, OTP elemzés

**Havi bázison 3,7%-kal emelkedett az építőipari termelés értéke szeptemberben a KSH szezonálisan igazított adatai szerint.** Az év/év index is egyre kisebb visszaesést mutat, a termelés volumene szeptemberben 1,2%-kal maradt el az egy évvel korábbtól. Ezzel együtt azonban az építőipari termelés trendje továbbra is határozottan lefelé mutat. A két építményfőcsoport alakulását vizsgálva sem túl kedvező a kép: míg az egyéb építmények építésének éves indexe jelenleg 15,7%-os emelkedést mutat az állami megrendeléseknek köszönhetően (út, vasút és metróépítés), addig az épületek építésben 17%-os a visszaesés 2008 szeptemberéhez viszonyítva. Nem ad okot az optimizmusra az új szerződések állománya sem, ez az épületeknél 10,7, míg az egyéb építményeknél 17,2%-kal marad el az egy évvel korábbtól. Az építőipari termelői árai a harmadik negyedévben 2,3%-kal haladták meg a 2008. azonos időszakában mért árakat.

**A várt 0,1%-nál lényegesen nagyobb mértékben, 0,7%-kal emelkedtek a bruttó bérek szeptemberben.** A költségvetési szféra bérei továbbra is negatívak év/év alapon: mind a rendszeres, mind a teljes bérek indexe negatív. Ennek hátterében egyrészt az „Út a munkába” programba felvett emberek alacsony bére, másrészt pedig a „rég” közszolgákra vonatkozóan a 13. havi fizetés havi részleteinek a második félévtől bevezetett csökkentése áll. A reálkeresetek a fogyasztói árak 3,9%-os emelkedése mellett 2%-kal csökkentek az elmúlt egy évben. A foglalkoztatottak száma az év első kilenc hónapjában a versenyszférában 6,8%-kal csökkent, még a közszférában – szintén az „Út a munkába” program miatt – 2,9%-kal emelkedett.

**Újabb negatív rekordot döntött a kiskereskedelmi termékforgalom, szeptemberben éves bázison 7,3%-os volt a visszaesés.** Augusztushoz viszonyítva a szezonálisan igazított és naptárhatástól megtisztított adatok szerint 0,5%-kal csökkent a kereskedelem volumene. Az átlagnál nagyobb mértékű volt a nem-élelmiszer kiskereskedelemben (-11,2% év/év), az élelmiszer kereskedelem visszaesése kisebb, 5,7%-os volt, az üzemanyagtöltő állomások forgalma pedig mindössze 1,4%-kal maradt el a tavaly szeptemberitől.

**Megállt a GKI konjunktúra indexének javulása novemberben.** Mind a fogyasztói, mind az üzleti bizalom értéke kicsivel rosszabb lett, mint októberben, az ezek súlyozott átlagaként adódó konjunktúra index értéke pedig -27,5 pontra csökkent az októberi -26,8 pont után.

**A várakozásoknak megfelelően újabb 50 bázisponttal, 6,5%-ra csökkent az alapkamat.** Meglepetést okozott viszont, hogy az MNB kéthetes hiteltenderének kamatát a jegybanki alapkamat plusz 50 bázispontra emelte, így az nem változott. Emellett az egynapos hitel és betét kamata közötti kamatfolyosó szélességét a korábbi +/-50 bázispontról az irányadó ráta körül +/-100 bázispontra emelte a jegybank, vagyis az egynapos jegybanki hitelkamat 7,5, a betéti kamat pedig 5,5%, míg a kéthetes hitel kamata 7%

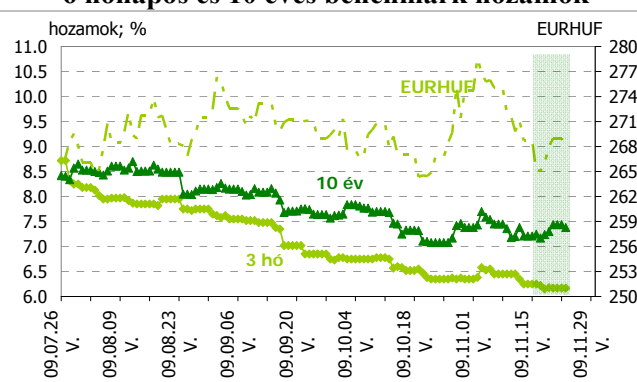


---

lesz. A kamatfolyosó tavaly október előtti szélességének visszaállítását az MNB a piaci környezet normalizálódásával indokolta.

**A hét további részében két fontosabb statisztika jelenik meg.** Csütörtökön az októberi munkanélküliségi rátát, pénteken pedig a harmadik negyedéves beruházás statisztikát teszi közzé a KSH.

Állampapír-és forintpiaci kilátások				
Főbb állampapír-piaci teljesítménymutatók		6 hónapos és 10 éves benchmark hozamok		
Benchmark hozamok (%)		változás (bp.)		
		1 hét	4 hét	1 év
3 hónap	6.17	-8	-30	-575
6 hónap	6.2	-8	-25	-573
1 év	6.22	2	-23	-612
3 év	6.97	17	19	-611
5 év	7.14	21	34	-568
10 év	7.44	23	33	-229
15 év	7.41	20	28	-169
Állampapír-indexek		hozam (%)		
MAX	403.8	-0.4	-0.1	27.9
C-MAX	399.6	-0.3	0.0	25.1
R-MAX	404.3	0.2	0.8	13.5

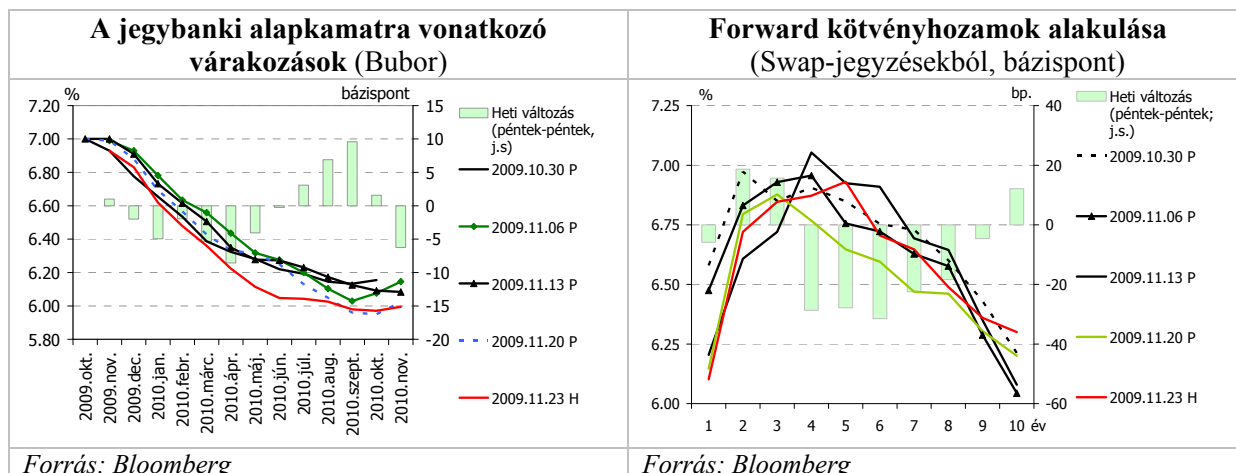
Forrás: Bloomberg

Forrás: Bloomberg

**Az elmúlt héten minimálisan gyengült a forint és emelkedtek a hosszú hozamok. A csütörtöki kötvényaukción nagy érdeklődés mutatkozott, de csupán a hároméves kötvények esetében. A mai hathetes LDKJ-aukción is komoly kereslet jelent meg, ezért az Államadósság Kezelő a meghirdetett 40 milliárd forint helyett 50 milliárd forintnyi papírt értékesített.**

**Állampapír ajánlás:** Nyilvánosságra hozta frissített, novemberi előrejelzéseit az MNB (a teljes Inflációs Jelentés majd szerdán jelenik meg). Ezek alapján – a kormánnyal és az IMF-fel összhangban – idénre 6,7%-os, 2010-re 0,6%-os recessziót vár a jegybank, amihez 4,2%-os ill. 3,9%-os éves átlagos infláció társulhat. A monetáris politika releváns időhorizontján, azaz 2011-ben 1,9%-os infláció lehet, 3,4%-os növekedés mellett. A jegybank véleménye szerint tehát előrejelzési intervalluma egészében alacsonyabb lehet az árnyomás, mint azt augusztusban gondolták – akkor rendre 4,5%-os, 4,1%-os ill. 2,1%-os CPI-t jeleztek előre. A Monetáris Tanács mai ülésén a várakozásokkal összhangban tartotta az elmúlt hónapokban megszokott tempót, és 50 bázispontot vágott, noha Simor András elnök szerint 25 bázispontos ill. 75 bázispontos mérséklésre is érkezett javaslat. Az indoklásban négy fő tényezőt említettek meg: i, a reálgazdasági visszaesés dezinflációs hatását; ii, a munkaerőpiaci korrekció erősségét; iii, azt, hogy a gazdaság külső sebezhetősége az elmúlt négy negyedévben nagymértékben csökkent; iv, ill. a stabil külső környezetet. Emellett két nem várt intézkedést is bejelentett az MNB első embere. Egyrészt +/-50 bázisponttól +/-100 bázispontra szélesítettek a tavaly októberben épp az ellenkező módon megváltoztatott kamatfolyosót, másrészt a mindenkori alapkamat + 50 bázispontra emelték a kéthetes jegybanki hitel költségét. Mindkét intézkedés üzenete az, hogy a hazai pénzügyi közvetítőrendszer stabil, és nincs szükség az egy éve bevezetett segítségekre.

Az 50 bázispontos csökkentést fontosnak tartjuk. Azt mutatja, hogy noha a forint meglehetősen erős, a nemzetközi környezet viszonylag stabil és a legújabb inflációs előrejelzés alapján az inflációs cél 2011-es alullövésének esélye nőtt, a Monetáris Tanács mégsem fokozta a lazítási tempót, azaz értéknek tartja a kiszámítható monetáris politikát. Figyelembe véve a jövedelem-kiáramlás szezonálisitását (magasan a legtöbb jövedelem képződik decemberben, ami mind a pénzügyi megtakarítások állományára, mind a keresletre jótékony hatással van), nem látunk esélyt arra, hogy decemberben számottevő hangulatromlás következzen be a fejlett piacokon. E két tényező miatt az év utolsó hónapjában vélhetően folytatódni fog a lazítási ciklus, és 6%-ra mérséklődik az alapkamat. Ezért nem változtatunk ajánlatott portfólióink összetételén.



**Ajánlott modellportfólióink szerkezete**

	2009.11.24-11.30 portfóliósúlyok	2009.11.17-11.23. portfóliósúlyok
3 hónapos	5.0%	5.0%
6 hónapos	5.0%	5.0%
1 éves	12.5%	12.5%
<b>Éven belüli</b>	<b>22.5%</b>	<b>22.5%</b>
3 éves	36.0%	36.0%
5 éves	17.5%	17.5%
10 éves	21.0%	21.0%
15 éves	3.0%	3.0%
<b>Éven túli</b>	<b>77.5%</b>	<b>77.5%</b>

**Heti ÁKK aukciók**

Értékpapír	Aukció dátuma	Lejárat	Kamatszelvény	Mennyiség
D091230	november 23.	2009-12-30	-	40 milliárd
D100303	november 24.	2010-03-03	-	40 milliárd
D101020	november 26.	2010-10-20	-	40 milliárd

### Hazai részvény piac

	Árfolyam (Ft/pont)	1 hét (%)	1 hónap (%)	3 hónap (%)	6 hónap (%)	12 hónap (%)	Idei vált. (%)
Állami Nyomda	827	-0.4	-4.9	2.6	19.9	31.3	6.0
Danubius	3500	-1.4	-2.0	-2.4	-10.3	-26.1	-21.2
Econet	116	16.0	100.0	90.2	90.2	65.7	65.7
Egis	18900	-1.6	-11.5	-4.5	24.3	80.0	89.0
ÉMász	21650	3.1	-0.7	-2.9	-1.6	20.3	0.5
FHB	1279	-4.0	-3.1	40.5	70.5	96.5	86.2
Fotex	399	-2.7	-6.1	-4.5	6.4	7.5	12.4
MTelekom	754	-0.3	-8.5	5.6	25.7	42.0	40.4
Mol	15850	-2.8	-2.8	14.2	18.3	80.3	60.6
OTP Bank	5422	-3.7	-3.8	19.2	62.8	132.7	88.6
Pannonplast	792	1.7	6.0	8.0	-7.9	80.9	-9.5
Phylaxia Pharma	95	1.1	-4.0	-15.2	31.9	-8.7	8.0
Raba	680	-2.4	-6.7	10.2	2.3	3.7	7.9
Richter	40805	-1.2	2.5	10.9	29.1	66.6	43.7
Synergon	800	1.5	-0.4	1.4	14.8	15.9	63.6
TVK	3055	2.5	-2.7	11.1	45.8	14.2	27.0
<b>BUX</b>	<b>20650</b>	<b>-2.2</b>	<b>-3.1</b>	<b>13.4</b>	<b>35.3</b>	<b>89.3</b>	<b>68.7</b>

Forrás: Bloomberg

**Az előző heti 5%-ot meghaladó emelkedés után ezúttal mínuszban zárta a hetet a BUX.** Az index 2,2%-ot veszített értékéből, így 20650 pontra süllyedt. A hazai tőzsde valamivel gyengébben teljesített régiós társainál, melyek közül a varsói tőzsde 0,4, a prágai pedig 1,6%-os mínuszban zárt. A vezető papírok mindegyikének csökkent az árfolyama, a legkisebb veszteséget a Magyar Telekom, míg a legnagyobbat az OTP szenvedte el. A kisebb papírok közül továbbra is igen volatilis az econet árfolyama, a cég papírjai 39%-os pluszban is jártak a héten, a péntekre azonban 16%-ra apadt az előző pénteki záráshoz viszonyított árfolyamnyereség.

**A legnagyobb vesztes OTP árfolyama 3,7%-ot esett az elmúlt héten.** Az árfolyam csütörtökön esett igen nagy mértékben, több mint 4%-ot, a másik négy napon azonban nem volt nagyobb elmozdulás a papírok árában. A pénteki záróárfolyam így végül 5422 forint lett. A bank papírjait azonban pénteken Bank of America - Merrill Lynch, ma délelőtt pedig a Citigroup minősítette fel. A Citigroup a korábbi 4224 forintról 7870 forintra emelte célárfolyamát – ennek is köszönhetően a papír ma már jelentős, 4,7%-os pluszban zárt.

**A blue chippek közül utolsóként közzétette negyedéves jelentését a Mol is.** Az olajtársaság eredményeinek a megítélése vegyes, miután üzemi szinten a vártnál csaknem 40%-kal jobb eredményről számolt be, ugyanakkor a nettó profit jelentősen elmaradt a várttól. Az összehasonlítást nehezíti az INA részesedés konszolidálása is. A jelentés nyitás előtti közzététele után kedden az olajtársaság papírjai a BUX-szal megegyező mértékben, 0,6%-ot estek. Összesen az öt nap alatt a Mol részvények 2,8%-ot veszítettek értékükből, 15850 forintos árfolyamon zárva a hetet.

**Jól tartotta magát a Magyar Telekom, melynek árfolyama mindössze 0,3%-kal csökkent.** A társaság papírjai nagyobb izgalmat nem tartogattak az elmúlt héten, a legnagyobb elmozdulás 1,7%-os volt.

**A Richter árfolyama is csupán 1,2%-kal csökkent.** A gyógyszergyár ezzel a BUX komponensei közül szintén a jobbak közé tartozott, a hét végi záróárfolyam 40805 forint lett. Hasonlóan teljesített a kisebb szektortárs Egis is, amely 18900 forinton zárt pénteken, vagyis 1,6%-kal lejjebb, mint egy héttel korábban.

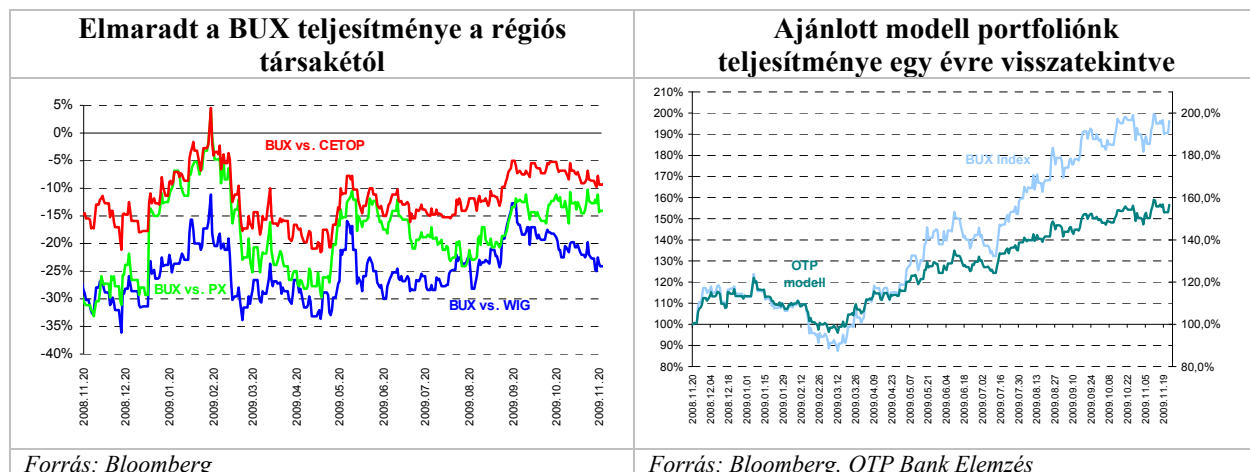
**A kisebb papírok között ismét kiemelkedő teljesítményt nyújtott az econet.** A társaság papírjai 16%-os drágulás után 116 forintos árfolyamon zárták a hetet. A részvény a hét elején meredeken emelkedett: a szerdán már csaknem 40%-os pluszban volt árfolyam. Az utolsó két napban azonban lefelé vette az irányt a kurzus, miután a cég jelentős veszteségről számolt be a harmadik negyedévre vonatkozóan, a hirdetési piac gyengélkedésére hivatkozva. Az eredmény több mint félmilliárd forintos mínuszt mutat, így vagy a

NeoFM-et üzemeltető társaságban, vagy az ahhoz kapcsolódó sales house-ban kell csökkenteni az econet részesedését.

### BUX-tagokra vonatkozó EPS várakozások

	Nettó eredmény (m Ft)		EPS				EPS növekedés		P/E			BUX	
	2008F	2009F	2007	2008F	4-heti vált.	2009F	4-heti vált.	2008F	2009F	2007	2008F		2009F
Állami Nyomda	12841	13480	765	868	0	911	0	14%	5%	1.1	1.0	0.9	0%
Danubius	2742	4666	306	331	0	563	0	8%	70%	11.5	10.6	6.2	1%
Egis	11388	14156	959	1463	16	1818	0	53%	24%	19.7	12.9	10.4	2%
Emasz	5985	6418	1740	1962	0	2104	0	13%	7%	12.4	11.0	10.3	0%
FHB	7000	7486	98	106	0	113	0	8%	7%	13.1	12.1	11.3	3%
Fotex	1238	1238	9	18	0	18	0	97%	0%	45.0	22.8	22.8	1%
MTelekom	80613	85682	68	77	0	82	-1	13%	6%	11.0	9.8	9.2	12%
Mol	227061	221800	2214	2172	8	2122	13	-2%	-2%	7.2	7.3	7.5	31%
OTP	244754	287843	767	874	0	1028	0	14%	18%	7.1	6.2	5.3	33%
Pannonplast	862	862	27	41	0	41	0	54%	0%	29.9	19.3	19.3	1%
Rába	1421	2088	42	106	0	155	0	154%	47%	16.4	6.4	4.4	1%
Richter	45033	53172	1917	2416	-28	2853	-9	26%	18%	21.3	16.9	14.3	15%
Synergon	353	353	30	37	n.a.	37	n.a.	23%	0%	26.7	21.6	21.6	0%
TVK	25294	17223	1205	1031	0	702	0	-14%	-32%	2.5	3.0	4.4	0%
<b>BUX átlag</b>								<b>13.5%</b>	<b>10.0%</b>	<b>10.9</b>	<b>9.2</b>	<b>8.4</b>	<b>100%</b>

Az Econet és a Phylaxia eredményvárakozásokra nincs adat  
 Forrás: Bloomberg



**OTP Bank  
Üzletpolitikai és Közgazdasági Igazgatóság  
Elemzési Központ**

1051 Budapest, Nádor u. 16.

Balog Dóra  
balogd@otpbank.hu  
06 1 473 5447

Dunai Gábor  
dunaig@otpbank.hu  
06 1 473 5317

Eppich Győző  
eppichgyo@otpbank.hu  
06 1 473 5454

Kondora Szilárd  
kondorasz@otpbank.hu  
06 1 473 5206

Szaniszló Bálint  
szaniszllob@otpbank.hu  
06 1 473 5438

Tardos Gergely  
tardosg@otpbank.hu  
06 1 473 5494

---

Ezt az elemzést az OTP Bank Nyrt. a rendelkezésére bocsátott információkból állította össze. Mivel az információ forrásától az információk valóságnak megfelelőségéről, helytállóságáról és teljességéről biztosítékot nem kapott, a továbbadott, feldolgozott információkért és az azokból levont következtetésekért felelősséget nem vállal. Az elemzés az OTP Bank Nyrt. szakembereinek az elemzésben tárgyalt témára vonatkozó tudományos módszerek alapulvételével az elemzésben megjelölt időszakra kialakított véleménye, ami nem tekinthető ajánlatnak vagy befektetési eszközökre vonatkozó ügyletek megkötésére ösztönző nyilatkozatnak.

Ezen elemzés a szerzői jogról szóló 1999. LXXVI. tv. szerinti védelem alatt áll, az OTP Bank Nyrt. ebből eredő minden jogot (pl. nyilvánosságra hozatal, felhasználás, terjesztés, stb.) fenntart.