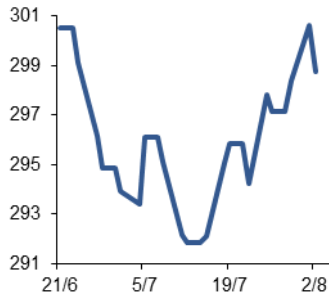


Economics

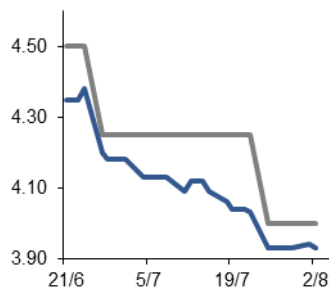
2013. augusztus 1.

MonitorING

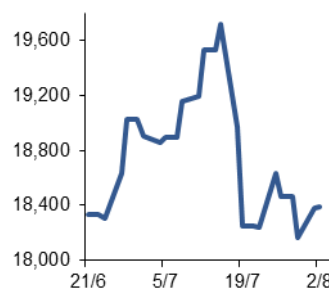
Summary Report

EURHUF

Source: Bloomberg

3M DKJ és alapkamat (%)

Source: Bloomberg

Részvénypiac (BUX index)

Source: Bloomberg

Balatoni András

Senior Közgazdász, Magyarország
Budapest (36 1) 255 5581
balatoni.andras@ing.hu

Ürmössy Gergely

Gyakornok
Budapest (36 1) 235 8757
urmosgy.gergely@ing.hu

Újabb mentőcsomag a devizahiteleseknek

Július elején meghozta döntését a Kúria, amelynek értelmében a devizahitel-szerződések nem tekinthetők semmisnek annak ellenére sem, hogy a bank (egyoldalúan) megváltoztatta a vételi és az eladási devizaárfolyam közötti különbözetet. A döntés következtében ismét a kormányzat homlokerébe került a deviza alapú lakossági hitelek kérdése. Először Navracsics Tibor közigazgatási és igazságügyi miniszter nyilatkozott arról, hogy a tárca annak a lehetőségét vizsgálja, miként lehet alkotmányos keretek között egy törvénnyel utólag módosítani a hitelszerződéseket, oly módon, hogy az árfolyam-veszteség ne a háztartásokat terhelje. A lakossági hitelek nagy részét 2006 és 2009 között folyósították átlagosan 160 CHFHUF árfolyamon, így a jelenlegi 240-es szint jelentősen megnövelte a törlesztő részleteket, illetve a hitelállományt. Kérdéses, hogy az árfolyam mozgásából eredő veszteség kit fog terhelni. Amennyiben a folyósításkor megfigyelt és a jelenlegi árfolyam közötti különbség (vagy annak jelentős része) a bankokat terhelné, a szektort ismét több száz, vagy akár ezer milliárd forintos veszteség érné. Ez pénzügyi stabilitási veszélyeket hordozna, emellett pedig felgyorsítaná a banki mérlegek összehúzódását, ami érdemben visszafogná a hazai növekedést a jövő évben. A Kormány július 24-i ülését követően bejelentették, hogy Varga Mihály tárgyalásokat kezd a Magyar Bankszövetséggel. Jelentősen megnőtt a valószínűsége, hogy az új adósmentő program bevezetésével a bankok kénytelenek lesznek további veszteségeket elszenvedni, ami érdemben ronthatja a hazai növekedési kilátásokat.

Kérdőjelek a jegybanki döntéshozatal körül

A jegybank Monetáris Tanácsa (MT) folytatta a kamatsökkentési ciklusát és júliusban újabb 25 bázispontot vágott az alapkamaton, ami így 4,00%-ra mérséklődött. Matolcsy György, a Magyar Nemzeti Bank elnöke sajtótájékoztatót tartott, ahol stratégiai döntéseket jelentett be: az MT a továbbiakban három tényezőt vesz figyelembe a monetáris politika meghatározása során: az inflációt, a pénzügyi stabilitást, illetve a gazdasági növekedést. Emellett, a jegybank indikációt fog adni a várható kamatpályáról, azaz alkalmazza az ún. „forward guidance” eszközt. Az elnök a sajtótájékoztatóján 3,00 és 3,50% között határozta meg a hazai irányadó ráta várható mélypontját. A harmadik stratégiai döntés értelmében a Tanács a jövőben eltérhet a 25 bázispontos lépésközöktől és akár kisebb mértékben is módosíthatja az irányadó rátát. Emellett az elnök azt is kijelentette, hogy a hazai inflációs cél 3 és 3,5% között van. Másnap Pleschinger Gyula, az MT külső tagja pontosította elnök bejelentéseit. Egyrészt hangsúlyozta, hogy továbbra is az árstabilitás az elsődleges célja jegybanknak, minden más, csak ezt követi. Másrészt, nincs szó az inflációs cél felemeléséről, az továbbra is 3%. Emellett nem határozta meg az MT a kamatsökkentési ciklus várható befejezését, illetve az irányadó ráta minimumát sem. Összességében nem látunk tisztábban a hazai monetáris politikával kapcsolatban, ami növeli a bizonytalanságot a jegybank döntései körül.

Gazdasági indikátorok

A piaci konszenzusnál kedvezőbb első negyedéves GDP adat (-0,9% év/év) megjelenését követő gazdasági indikátorok, enyhe optimizmusra adnak okot. Az áprilisi 5,3% (év/év) növekedést követően májusban megtorpant az ipari termelés bővülése: éves bázison 2,1%, míg az előző hónaphoz képest 1,3%-kal zsugorodott. Az ágazat kilátásai bizonytalanok: bár a rendelésállomány továbbra is bővül (10,4% év/év), a bizalmi indikátorok emelkedése megtorpant. A kiskereskedelem forgalma tovább növekedett májusban (2,1% év/év) köszönhetően az emelkedő reálbéreknek és a háztartások növekvő optimizmusának. Az építőipar a tavalyi év közepén túljutott a mélypontján. A lassú hó/hó emelkedés, valamint az alacsony tavalyi bázis miatt 11,2%-os év/év emelkedést regisztrált májusban a KSH. A foglalkoztatás, elsősorban a közmunkaprogramok felfutása révén, jelentősen bővült. A munkanélküliségi ráta 1,5%-ponttal 10,3%-ra csökkent a második negyedévre, azonban a munkaerőpiac laza. A fogyasztói árak dinamikája elmarad a jegybank 3%-os céljától, júniusban 1,9%-os éves áremelkedést regisztráltak.

Állampapírpiac

Fig 4 Legutóbbi állampapír-aukciók (milliárd forint)

	Aukció dátuma	Átlagos aukciós hozam (%)	Változás az előző aukcióhoz képest	Meghirdetett mennyiség	Benyújtott ajánlatok	Elfogadott ajánlatok	Jóváírás ÁKK számára	Kibocsátás összesen
likviditási DKJ	2013-02-04	5,50	-16	50,0	55,7	40,0	0,0	40,0
3 hónapos DKJ	2013-07-30	3,97	-5	50,0	82,9	50,0	15,0	65,0
12 hónapos DKJ	2013-08-01	4,02	-6	50,0	91,7	50,0	15,0	65,0
3 éves kötvény	2013-07-25	4,54	-3	20,0	24,1	20,0	0,0	20,0
5 éves kötvény	2013-07-25	4,97	+6	15,0	18,6	15,0	0,0	15,0
10 éves kötvény	2013-07-25	5,90	+27	10,0	9,8	7,0	0,0	7,0
15 éves kötvény	2013-04-18	5,66	-64	8,0	21,2	10,0	10,0	20,0

A szürke háttérű cellák az előző hét aukcióit jelzik.

Forrás: ÁKK: Heti állampapírpiac

Várakozásaink

Júniusban a nemzetközi befektetői hangulat megingott, ami a részvényárak esését és hozamemelkedést eredményezett világszerte. A megingást azonban július folyamán gyorsan ledolgozták az eszközárak, a DAX és az S&P 500 ismét historikus csúcsra emelkedett. A konszolidáció elsősorban annak köszönhető, hogy a monetáris politikai döntéshozók (Fed és ECB) kommunikációjukban a laza kondíciók fenntartását hangsúlyozták, egészen addig, amíg a gazdaság teljesítménye nem stabilizálódik, illetve az inflációs várakozások horgonyozottak maradnak.

A kedvező nemzetközi hangulat ellenére a hazai fizetőeszköz gyengült az euróval szemben: a június végi 290,4-es szintről 299,2-ra emelkedett a kurzus július utolsó napjára. Az árfolyam ezzel áttörte a 100 napos mozgóátlagot, és rövid időre 300 fölé is emelkedett. A gyengülés háttérében egyértelműen a hazai tényezők húzódnak meg: a devizahiteleseknek nyújtott mentőcsomaggal kapcsolatos aggodalmak, a monetáris politikát övező bizonytalanságok, illetve az ún. „unortodox” gazdaságpolitikai eszközök alkalmazására vonatkozó kormányzati kommunikáció. A kamatcsökkentéssel összhangban az éven belüli hozamok mérséklődtek, a hosszabb lejáratokon azonban emelkedtek a benchmarkok, azaz egyre meredekebbé vált a görbe. A forint árfolyamát a csökkenő kamatkülönbözet, illetve a hazai gazdaságpolitikát övező kockázatok is gyengítik rövid távon, így a kurzus a következő hónapban a 294-301 EURHUF sávban mozoghat. A várakozásaink szerint a kamatcsökkentés folytatódni fog augusztusban, ami a hozamgörbe meredekségét tovább emeli.

Fig 5 ING előrejelzések (időszak végi)

	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14
EURHUF	296	299	300	296
Alapkamat (%)	3,75	3,50	3,50	4,25
10 éves kötvényhozam (%)	5,9	6,0	6,1	6,4

Forrás: ING

Fig 6 Ki mit mond?

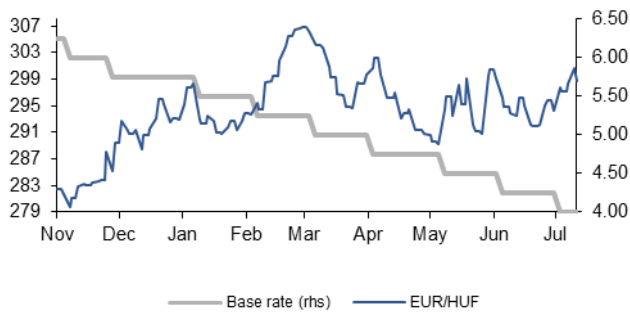
	Legutolsó adat		2011 Tény	2013F			2014F		
	Időszak	Érték		ING	Konsz.	MNB/NGM/IMF	ING	Konsz.	MNB/NGM/IMF
Reál GDP növekedése (% , év/év)	1Q13	-0,9	-1,7	0,6	0,4	0,6/0,7/0,0	1,7	1,4	1,5/1,9/1,2
Infláció (% , év/év)	Jan-Jun	1,9	5,0	2,1	1,9		2,8	3,0	
Infláció (éves átlag, %)	Jan-Jun	2,4	5,7	2,2	2,1	2,1/3,1/3,2	2,6	2,9	3,2/3,2/3,5
Költségvetési egyenleg (GFS, mrd forint)	Jan-Jun	-721,2	-607,5	-850	-925	-879,8/	-880	-900	
Költségvetési egyenleg (ESA, GDP %-a)			-2,1	-2,7	-2,8	-2,7/-2,7/-3,2	-2,7	-2,9	-2,5/-2,7/-3,4
Folyó fizetési mérleg (mrd euró)	1Q13	0,5	1,7	1,9	2,5		2,2	2,5	
Folyó fizetési mérleg (GDP %-a)	1Q13	2,3	1,7	1,9	2,5	3,3/3,2/2,1	2,1	2,5	3,7/3,6/1,8

Rövidítések: MNB – Magyar Nemzeti Bank, NGM – Nemzetgazdasági Minisztérium, EB – Európai Bizottság.

Forrás: KSH, NGM, MNB, Bloomberg, Reuters, Európai Bizottság, ING

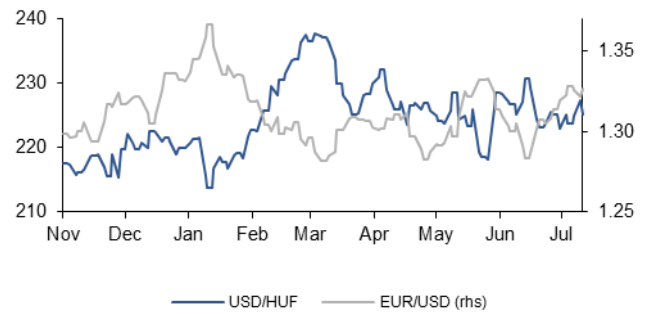
Referencia ábrák

Fig 7 EURHUF és alapkamat (%)



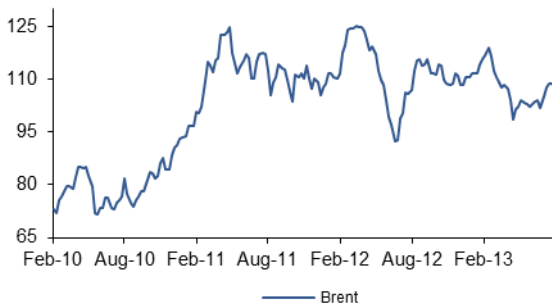
Forrás: Bloomberg

Fig 8 USDHUF és EURUSD



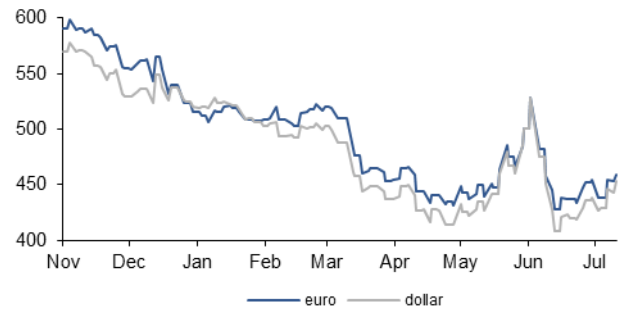
Forrás: Bloomberg

Fig 9 Brent olajár (\$/hordó, heti átlag)



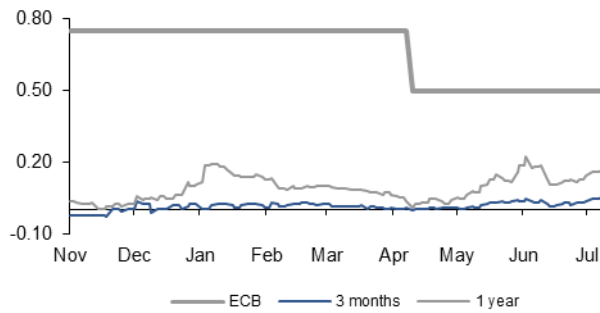
Forrás: Bloomberg

Fig 10 3 éves forinthozam-felárak (bp)



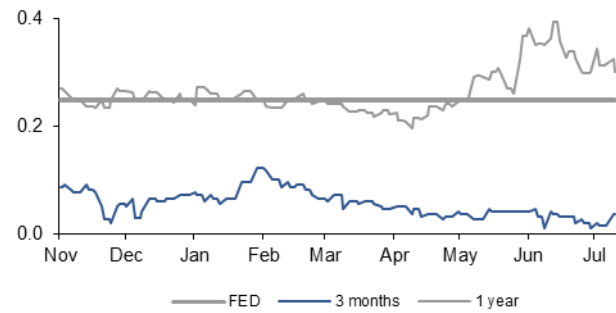
Forrás: Bloomberg

Fig 11 Euró kamatok (%)



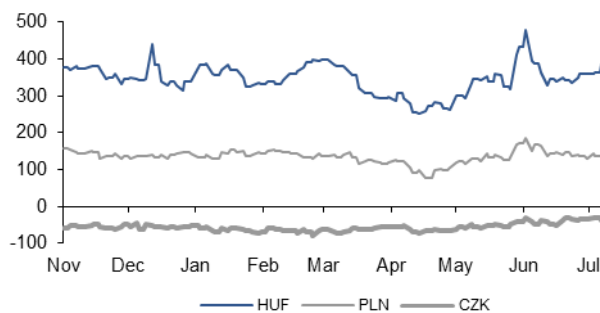
Forrás: Bloomberg

Fig 12 Dollár kamatok (%)



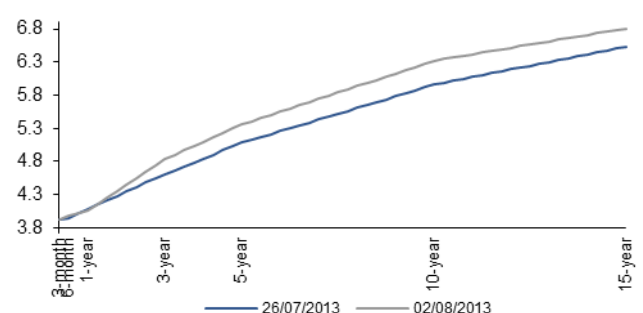
Forrás: Bloomberg

Fig 13 5y5y spread az euróval szemben (bp)



Forrás: Bloomberg

Fig 14 Hozamgörbe (%)



Forrás: Bloomberg

Fig 15 Főbb Gazdasági Indikátorok

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013F	2014F
Aktivitás										
Reál GDP (%YoY)	3,2	3,6	0,8	0,9	-6,8	1,3	1,6	-1,7	0,6	1,7
Háztartások fogyasztása (%YoY)	2,6	1,9	-0,9	-0,2	-5,6	-3,3	0,4	-1,9	0,4	1,2
Bruttó állóeszköz-felhalmozás (%YoY)	4,5	-2,7	4,3	2,9	-11,1	-9,5	-3,6	-3,8	-3,1	3,0
Kormányzati kiadások (%YoY)	0,4	4,1	1,8	-0,2	2,6	3,8	-0,3	0,0	1,3	2,7
Ipari termelés (%YoY)	7,3	10,6	8,5	-0,5	-17,3	10,3	5,8	-1,3	0,9	5,5
Munkanélküliségi ráta (%) év végi érték	7,3	7,5	7,7	8,0	10,5	10,8	10,7	10,7	10,5	10,2
Nominális GDP (mrd HUF)	22 018	23 675	24 990	26 543	25 626	26 607	27 886	28 252	29 099	30 334
Nominális GDP (mrd €)	88,8	89,6	99,4	105,6	91,3	96,6	99,9	97,6	98,4	103,9
Nominális GDP (mrd US\$)	110,3	112,5	136,1	154,2	126,6	128,0	138,7	125,5	125,7	124,7
Egy főre eső GDP (€)	8 790	8 894	9 879	10 513	9 115	9 664	10 000	9 799	9 909	10 483
Bruttó lakossági megtakarítás (GDP %-a)	17,8	16,7	15,2	16,2	17,8	19,8	20,3	20,2	20,5	21
Magán szektor banki hitelezése (GDP %-a)	56,2	60,9	67,5	75,8	74,5	73,2	68,3	54,4	49,5	49,0
Árak										
CPI (átlag %YoY)	3,6	3,9	8,0	6,1	4,2	4,9	3,9	5,7	2,2	2,6
CPI (év végi érték %YoY)	3,3	6,5	7,4	3,5	5,6	4,7	4,1	5,0	2,1	3,5
PPI (átlag %YoY)	4,3	6,5	0,2	5,0	4,9	4,5	4,2	4,3	1,0	2,0
Bérek (%YoY. nominális)	8,7	8,2	8,1	7,7	0,5	1,5	5,2	4,7	2,2	4,2
Egységnyi bérköltség (%YoY)	-1,4	-1,2	0,2	10,3	7,7	-10,4	3,5	3,5	1,5	1,0
Költségvetési egyenleg (GDP %-a. ESA95)										
Konzolidált kormányzati egyenleg	-7,8	-9,2	-4,9	-3,4	-3,9	-4,2	4,2	-2,1	-2,7	-2,7
Konzolidált elsődleges egyenleg	-3,2	-5,3	-0,8	0,8	0,5	0,6	7,6	1,5	1,4	1,0
Bruttó államadósság	61,8	65,6	65,7	72,6	79,8	81,8	81,4	79,2	78,3	77,4
Külső egyenleg										
Export (mrd €)	49,7	58,4	67,8	72,1	57,4	69,0	75,2	76,2	80,8	86,4
Import (mrd €)	52,2	60,8	68,5	73,3	55,0	65,8	71,8	71,7	75,7	81,0
Külkereskedelmi mérleg (mrd €)	-2,5	-2,5	-0,7	-1,2	2,3	3,2	3,4	4,5	5,1	5,5
Külkereskedelmi mérleg (GDP %-a)	-2,9	-2,7	-0,7	-1,1	2,6	3,3	3,4	4,6	5,2	5,3
Folyó fizetési mérleg egyenlege (mrd €)	-6,0	-6,6	-7,2	-7,8	-0,2	1,1	0,8	2,5	1,9	2,2
Folyó fizetési mérleg egyenlege (GDP %-a)	-6,8	-7,4	-7,3	-7,3	-0,2	1,1	0,8	2,6	1,9	2,1
Nettó FDI (mrd €)	4,4	2,3	0,2	2,7	0,1	0,8	0,6	2,0	1	1,5
Nettó FDI (GDP %-a)	5,0	2,6	0,2	2,5	0,1	0,8	0,6	2,0	1,0	1,4
Folyó fizetési mérleg és FDI (GDP %-a)	-1,8	-4,8	-7,1	-4,8	-0,1	1,9	1,4	4,6	2,9	3,6
Export volumen (%YoY)	11,5	18,0	15,8	4,2	-12,7	16,9	9,9	0,9	6,0	7,0
Import volumen (%YoY)	6,1	14,4	12,0	4,3	-17,1	15,1	6,7	0,0	5,5	7,0
Devizatartalék (arany nélkül. mrd €)	15,7	16,4	16,4	24,0	30,7	33,7	37,8	33,9	31,0	27,0
Import fedezet (hónapnyi import)	3,6	3,2	2,9	3,9	6,7	6,1	6,3	5,7	4,9	4,0
Adósság indikátorok										
Bruttó külső adósság (mrd €)**	71,8	86,7	104,0	123,5	137,1	138,2	132,3	124,0	115,3	115,0
Bruttó külső adósság (GDP %-a)	80,9	96,7	104,6	117,0	150,1	143,0	132,5	127,0	117,2	110,7
Bruttó külső adósság (export %-a)	144,5	148,5	153,3	171,2	239,1	200,4	175,9	162,7	142,7	133,0
Teljes adósságszolgálat (mrd €)	9,2	8,7	10,0	14,8	19,5	18,8	22,4	20,6	18,7	17,5
Teljes adósságszolgálat (GDP %-a)	10,4	9,7	10,1	14,1	21,3	19,4	22,4	21,1	19,0	16,8
Teljes adósságszolgálat (export %-a)	18,6	14,8	14,8	20,6	33,9	27,2	29,8	27,0	23,1	20,2
Kamatok és árfolyamok										
Benchmark kamatláb (%) év végi érték	6,00	8,00	7,50	10,00	6,25	5,75	7,00	5,75	3,50	5,00
Pénzkínálat (%YoY)	14,5	13,8	11,0	7,7	4,4	3,0	5,9	-3,3	4,5	4,9
3 havi kamat (DKJ átlag %)	6,7	7,0	7,6	8,9	8,2	5,4	6,1	6,7	4,1	4,4
3 éves hozam (átlag %)	6,8	7,6	7,2	9,5	9,3	6,8	7,1	7,3	4,8	6,4
10 éves (átlag %)	6,6	7,1	6,7	8,3	9,1	7,4	7,7	7,7	6,0	6,7
Árfolyam (HUF/US\$) év végi érték	214	192	173	188	188	209	241	221	249	250
Árfolyam (HUF/US\$) éves átlag	200	210	184	172	202	208	201	225	231	243
Árfolyam (HUF/€) év végi érték	253	252	253	265	271	279	311	291	299	300
Árfolyam (HUF/€) éves átlag	248	264	251	251	281	275	279	289	296	292

Disclosures Appendix

ANALYST CERTIFICATION

The analyst(s) who prepared this report hereby certifies that the views expressed in this report accurately reflect his/her personal views about the subject securities or issuers and no part of his/her compensation was, is, or will be directly or indirectly related to the inclusion of specific recommendations or views in this report.

IMPORTANT DISCLOSURES

Company disclosures are available from the disclosures page on our website at <http://research.ing.com>.

The *remuneration of research analysts* is not tied to specific investment banking transactions performed by ING Group although it is based in part on overall revenues, to which investment banking contribute.

Securities prices: Prices are taken as of the previous day's close on the home market unless otherwise stated.

Conflicts of interest policy. ING manages conflicts of interest arising as a result of the preparation and publication of research through its use of internal databases, notifications by the relevant employees and Chinese walls as monitored by ING Compliance. For further details see our research policies page at <http://research.ing.com>.

FOREIGN AFFILIATES DISCLOSURES

Each ING legal entity which produces research is a subsidiary, branch or affiliate of ING Bank N.V. See back page for the addresses and primary securities regulator for each of these entities.