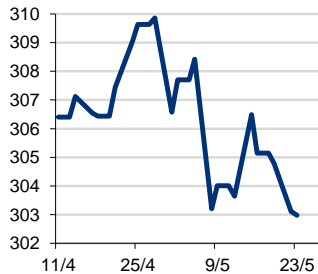


## Economics

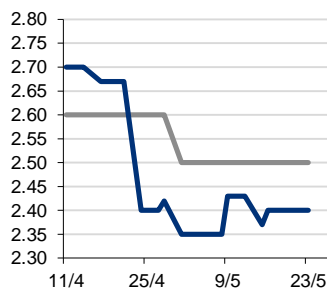
2014. május 24.

## EURHUF



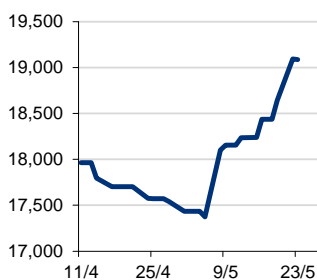
Forrás: Bloomberg

## 3M DKJ és alapkamat (%)



Forrás: Bloomberg

## Részvénytőzsde (BUX)



Forrás: Bloomberg

## András Balatoni

Chief Economist, Hungary  
 Budapest +36 1 255 5581  
 andras.balatoni@ingbank.com

## MonitorING

## Új finanszírozási terv

**Új finanszírozási terv.** Módosított finanszírozási tervet mutatott be a héten az Államadósság Kezelő Központ (ÁKK). Borbély László András, az ÁKK vezérigazgató-helyettese kijelentette, hogy az államadósságkezelő célja, hogy a magyar szereplők nagyobb arányban vásároljanak hazai állampapírt és csökkenjen a külföldi devizában denominált államadósság mértéke. Habár a kormány korábbi állásfoglalása szerint a hiány nem haladja meg a 985 mrd forintot, a finanszírozási igény várhatóan nagyobb lesz a közelmúltban bejelentett felvásárlások miatt. Az Antenna Hungáriáért 54 mrd forintot fizetett az állam, míg a Főgáz felvásárlása eddig 41 mrd forintba került és további tárgyalások zajlanak. Borbély elmondta, hogy az EU-s transferek felfüggesztése (kb. 70 mrd forint) is hozzájárult a nagyobb finanszírozási igényhez, amely így összesen mintegy 1200 mrd forintot tehet ki.

Borbély elmondta, hogy az ÁKK idén 2300 mrd forintos bruttó államkötvény-kibocsátással számol (a terv eredetileg 1700 mrd forint volt). Ennek elérése érdekében gyakrabban (kéthetente) fognak kibocsátani változó kamatozású kötvényeket, az egy éves diszkont kincstárjegyekkel együtt. Az ÁKK az elsődleges forgalmazókkal való konzultáció után fogja megállapítani az aktuális aukcióra bocsátott kötvények mennyiségét. A 3, 5 és 10 éves kötvények jelenlegi, időszakonkénti szimultán kibocsátása valószínűleg megmarad, míg a 15 éves kötvény kéthetente vagy negyedévente felváltja a 10 éves kötvényt. A korábbi várakozásokkal megegyezően idén már nem várható újabb eurókötvények kibocsátása. Az ÁKK az eredetileg tervezetthez képest aukciónként 15 mrd forinttal több kötvény kibocsátását tervezi, de ez nem jelenti automatikusan azt, hogy a kibocsátott mennyiség is növekedni fog, ugyanis a kibocsátás már eddig is minden ideai aukción 30-35 mrd forinttal magasabb volt. Az ÁKK kéthetente 20 mrd forint értékben tervezi 2017C változó kamatozású kötvényt értékesíteni, míg az államkötvény-kibocsátás nagyjából 80 mrd forint körül alakulhat. Továbbá a kéthetes jegybanki kötvény részbeni helyettesítésére hetente 90 mrd forintos 3 hónapos kincstárjegy-kibocsátás (korábban 60 mrd forint volt a kihirdetett mennyiség), míg kéthetente 60 mrd forintos éves kincstárjegy-kibocsátás lesz (változatlan mennyiség). Borbély elmondta, hogy az új Bónusz és Prémium Magyar Államkötvények a bankhálózatokon keresztül is értékesítésre kerülnek, amelyről az államadósságkezelő három nagybankkal (Raffaissen, OTP, Erste) már meg is állapodott. Borbély hozzátette, az ÁKK az Európai Befektetési Banktól is számít hitelekre.

**Gazdasági indikátorok** A GDP növekedése éves szinten 3.5% volt az első három hónapjában, ami meghaladta a korábbi várakozásinkat. Ekkora bővülést 2006 óta nem láthatunk, amikor a növekedés fő motorja a fiskális stimulus volt. Habár a részletes GDP-adatok még nem állnak rendelkezésre, a rendkívüli növekedés háttérben álló főbb tényezők kiolvashatóak a havi termelési adatokból. Az első negyedévben az ipari növekedés éves bázison meghaladta a 8%-ot. Ez főként az exportszektorban köszönhető, ugyanis a belföldi eladások volumene továbbra is csökken. A kormányzati kiadások szintje jellemzően erősen korrelál a hazai politikai ciklusokkal. Így volt ez idén is: a fiskális beruházások mértéke jelentősen emelkedett az építőiparban. A hiányról szóló adatok is a lazuló költségvetési fegyelemtől szóló véleményünket tükrözik, ugyanis a központi deficit ápriliséig elérte az idei éves cél 96,6%-át. A háztartások növekedő vásárlóereje és optimizmusából fakadóan, illetve a némi módszertani változtatás miatt jelentősen nőtt a kiskereskedelem éves forgalma. A fogyasztói árindex változása negatív tartományba fordult, emellett az inflációs alapmutatók is estek.

## Állampapírpiac

**Fig 1 Legutóbbi állampapír aukciók (milliárd forint)**

	Aukció dátuma	Átlaghozam (%)	Változás előző aukcióhoz képest (bp)	Meghirdetett mennyiség	Benyújtott ajánlatok	Elfogadott ajánlatok	Nem kompetitív értékesítés	Összes piaci kibocsátás
likviditási DKJ	17/03/2014	2.88	(4)	50	118.0	60.0	0.0	60.0
3 hónapos DKJ	20/05/2014	2.40	(1)	60	155.5	90.0	0.0	90.0
12 hónapos DKJ	22/05/2014	2.42	(5)	60	148.1	80.0	0.0	80.0
3 éves kötvény	15/05/2014	3.52	(58)	25	111.9	33.5	3.3	36.8
5 éves kötvény	15/05/2014	3.77	(62)	20	60.4	30.0	1.7	31.7
10 éves kötvény	15/05/2014	4.76	(59)	15	66.3	22.5	0.0	22.5
15 éves kötvény	19/09/2013	6.21	55	9	2.4	2.4	0.0	2.4

A szürke háttérű cellák az előző hét aukcióit jelzik.

Forrás: ÁKK Heti állampapírpiac

## Várakozásaink

A nyár végéig kitaró további monetáris lazítás a görbe rövid végén biztosít lehetőségeket, amelyhez hozzájárul a monetáris eszköztár változása is. Az MNB a bankokat több államkötvény tartására készíti (lásd legutolsó, április 25-i MonitorING-ot "Változások a jegybanki eszköztárban" címmel). A 3 hónapos hozamok megközelíthetik a 2%-ot a kincstárjegyek iránt mutatkozó magas kereslet miatt és ezt a folyamatot csak mérsékelni tudja a kötvénykibocsátás fokozása. A hozamesések a még magasabbak lehetnek a hosszabb lejáratú eszközök esetében, így a görbe ellaposodását várjuk a nyár végéig. Magyarország hosszú távú szuverén államadosságának besorolásában is javulást várunk. Az alapkamat 2014 végétől várható emelésével a rövid távú hozamok növekedésére számítunk, de az emelkedés általában véve lassú lesz és a neutrális monetáris állapothoz való konvergálás néhány évet igénybe fog venni.

Az alacsony inflációs környezet miatt a Monetáris Tanács kedvezőnek tartaná az árfolyam gyengülését. A legutóbbi elemzések szerint az MNB 20%-os átgűrűzéssel kalkulál az árfolyam és az árak között. A mi számításaink is megerősítik ezt a jegybanki véleményt. A közeljövőben jelentős leértékelődésre van szükség, hogy teljesülni tudjon az inflációs cél az idei esztendőben, így rövid távon a forint gyengülésére számítunk. A kockázatvállalási kedvre ható pozitív sokkok (az EKB lépései) a kötvénypiacon fognak lecsapni, mivel az MNB tovább fogja folytatni a lazítást, míg a nemzetközi piaci környezet romlása a forint gyengülését okozhatja. A monetáris politika aszimmetrikus lesz ez esetben: a jó hírek lefelé hajtják a hozamokat, míg a rossz hírek felfelé fogják befolyásolni az árfolyamot. Rövid távon az EKB pozitív üzenete esetén további erősödésre számíthatunk júniusban. Ugyanakkor az MNB a szélesebb mozgástérre továbbá lazítással fog válaszolni, így véleményünk szerint ez a hatás csak átmeneti lesz. A kormányzat a devizahiteles probléma végső megoldását tervezi az ősszel, ami további volatilitást és gyengülést okozhat az árfolyamban. Az alapkamat emelkedésével az EURHUF árfolyam lassú erősödését várjuk, amely így 2015 végére elérheti a 300-as szintet is.

**Fig 2 ING előrejelzések (időszak végi)**

	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14
EURHUF	307.3	315	308	305
Base rate (%)	2.60	2.25	2.25	2.50
10-year bond yield (%)	5.85	4.50	4.60	4.85

Forrás: ING

**Fig 3 Ki mit mond?**

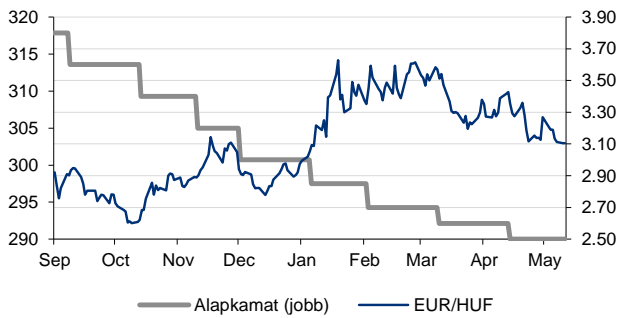
	Legutolsó adat		2013 Átlag	2014F			2015F		
	Időszak	Érték		ING	Konsz.	MNB/NGM/EB			
Real GDP growth (%YoY)	1Q14	3.5	1.1	3.3	2.6	2.1/2.3/2.3	1.8	2.0	2.5/2.5/2.1
CPI (%YoY)	Apr-14	-0.1	1.7	0.7	0.6	0.7/0.8/1.0	2.6	2.8	3.0/2.9/2.8
Budget balance (GFS, HUFbn)	Jan-Mar-14	(1,031)	(980)	(1,050)	(1,025)	-/-	(1,078)	-	-/-
Budget balance (ESA, % of GDP)			(2.2)	-2.9	(2.9)	(2.9)/(2.9)/(2.9)	-2.9	(2.9)	(3.0)/2.9/(2.8)
Current account (€bn)	4Q13	0.4		2.8	2.8	-/-	2.5	2.5	-/-
Current account (% of GDP)	4Q13	0.4		2.9	-	3.0/3.6/3.0	2.4	-	3.4/3.9/2.7

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

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

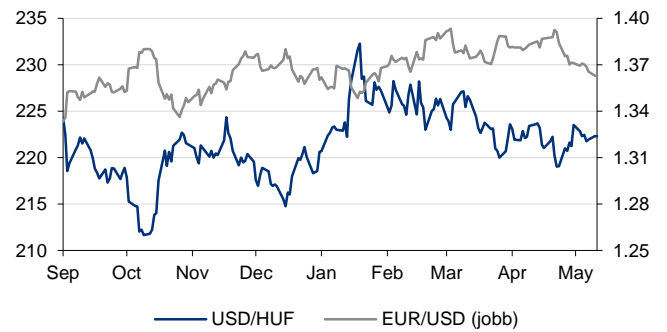
## Referenciaábrák

**Fig 4 EURHUF és alapkamat (%)**



Forrás: Bloomberg

**Fig 5 USDHUF és EURUSD**



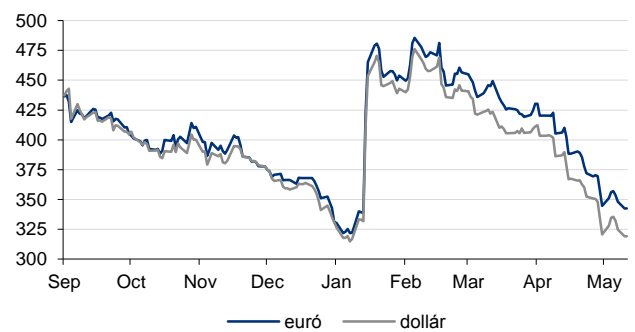
Forrás: Bloomberg

**Fig 6 Brent olajár (\$/hordó)**



Forrás: Bloomberg

**Fig 7 3 éves forinthozam-felárak (bp)**



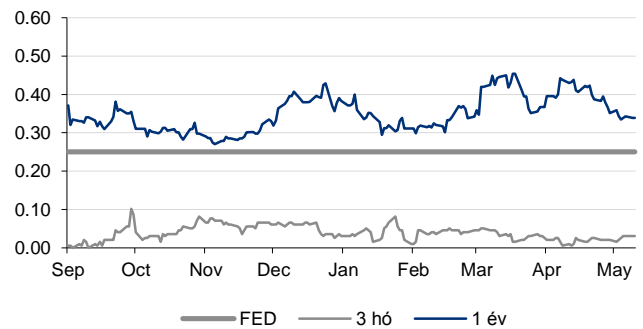
Forrás: Bloomberg

**Fig 8 Euró kamatok (%)**



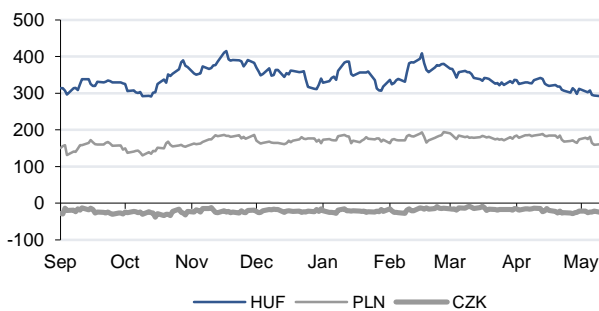
Forrás: Bloomberg

**Fig 9 Dollár kamatok (%)**



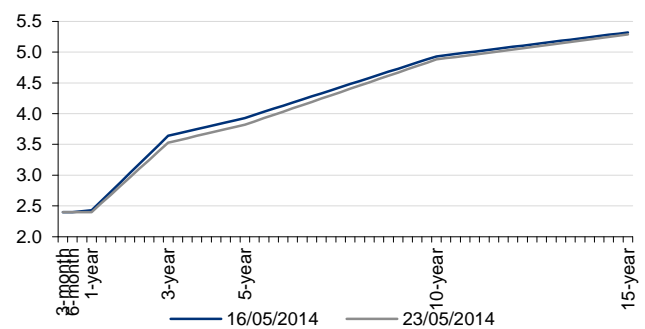
Forrás: Bloomberg

**Fig 10 5y5y spread az euróval szemben (bp)**



Forrás: Bloomberg

**Fig 11 Hozamgörbe (%)**



Forrás: Bloomberg

**Fig 12 Key Economic Forecasts**

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014F	2015F
<b>Activity</b>										
Real GDP (%YoY)	3.9	0.1	9.0	-6.8	1.3	1.6	-1.7	1.1	2.8	1.3
Private consumption (%YoY)	1.9	1.0	-0.6	-6.8	-3.0	0.5	-1.4	0.1	1.5	1.7
Private investment (%YoY)	-2.7	3.8	2.9	-11.1	-9.5	-3.6	-3.8	7.2	3.5	1.5
Government expenditure (%YoY)	4.1	-4.2	-0.2	2.6	3.8	-0.3	0.0	0.7	-0.6	0.0
Industrial production (%YoY)	10.2	7.9	-0.1	-17.9	10.8	5.5	-1.7	1.1	6.7	2.8
Unemployment rate year-end (%)	7.5	7.7	8.0	10.5	10.8	10.7	10.7	9.1	8.5	8.0
Nominal GDP (HUFbn)	23,675	2,499	26,543	25,626	26,607	27,886	28,252	29,048	30,130	31,499
Nominal GDP (€bn)	90	10	105	91	96	100	98	98	97	103
Nominal GDP (US\$bn)	113	14	154	127	128	139	126	130	121	124
GDP per capita (US\$)	9,329	1,034	10,920	9,460	10,048	10,377	10,167	10,164	10,060	10,758
Gross domestic saving (% of GDP)	16.7	15.2	16.2	17.8	19.8	20.4	18.9	20.9	21.0	20.9
Bank lending to private sector (% of GDP)	60.9	67.5	75.8	74.5	73.2	68.3	54.4	53.0	52.0	52.0
<b>Prices</b>										
CPI (average %YoY)	3.9	8.0	6.1	4.2	4.9	3.9	5.7	1.7	0.9	3.2
CPI (end-year %YoY)	6.5	7.4	3.5	5.5	4.7	4.1	5.0	0.4	2.5	3.4
PPI (average %YoY)	6.5	0.2	5.0	4.9	4.5	4.2	4.3	1.2	2.5	1.1
Wage rates (%YoY, nominal)	8.2	8.1	7.7	0.5	1.5	5.2	4.7	3.7	3.4	5.2
<b>Fiscal balance (% of GDP, ESA95)</b>										
Consolidated government balance	-9.2	-4.9	-3.4	-3.9	-4.2	4.2	-2.1	-2.5	-3.0	-2.9
Consolidated primary balance	-5.3	-0.8	0.8	0.5	0.6	7.6	1.5	1.8	1.1	1.1
Total public debt	65.6	65.7	72.6	79.8	81.2	80.6	79.8	79.8	79.9	79.4
<b>External balance</b>										
Exports (€bn)	58.4	67.8	72.1	57.4	69.0	75.2	91.5	94.8	90.5	94.5
Imports (€bn)	60.8	68.5	73.3	55.0	65.8	71.9	84.9	87.5	83.8	89.7
Trade balance (€bn)	-2.5	-0.7	-1.2	2.3	3.2	3.4	6.7	7.3	6.7	4.8
Trade balance (% of GDP)	-2.7	-7.0	-1.2	2.6	3.3	3.4	6.8	7.4	6.9	4.6
Current account balance (€bn)	-6.6	-7.2	-7.8	-0.2	1.1	0.8	4.3	3.5	2.8	2.5
Current account balance (% of GDP)	-7.4	-72.8	-7.4	-0.2	1.2	0.8	4.4	3.5	2.9	2.4
Net FDI (€bn)	2.3	0.2	2.7	0.1	0.7	0.1	2.2	0.8	1.0	1.0
Net FDI (% of GDP)	2.6	2.1	2.6	0.1	0.8	0.1	2.2	0.8	1.0	1.0
Current account balance plus FDI (% of GDP)	-4.8	-70.6	-4.8	-0.1	1.9	0.9	6.6	4.4	3.9	3.4
Foreign exchange reserves (ex-gold, €bn)	16.4	16.4	24.0	30.7	33.7	37.8	33.9	33.7	32.0	30.0
Import cover (months of merchandise imports)	3.2	2.9	3.9	6.7	6.1	6.3	4.8	4.6	4.6	4.0
<b>Debt indicators</b>										
Gross external debt (€bn)**	86.6	104.0	123.5	137.1	138.2	133.0	125.0	116.0	104.0	100.0
Gross external debt (% of GDP)	97	1047	118	151	143	134	128	119	108	97
Gross external debt (% of exports)	148	153	171	239	200	177	137	122	115	106
Total debt service (€bn)	8.7	10.0	14.8	19.5	18.8	22.4	20.6	18.7	17.5	16.9
Total debt service (% of GDP)	9.7	101.2	14.2	21.4	19.5	22.5	21.1	19.2	20.3	16.4
Total debt service (% of exports)	14.8	14.8	20.6	33.9	27.2	29.8	22.5	19.7	19.3	17.9
<b>Interest &amp; exchange rates</b>										
Central bank key rate (%) year-end (2W repo)	8.00	7.50	10.00	6.25	5.75	7.00	5.75	3.00	3.25	4.00
Broad money supply (avg, %YoY)	13.8	11.0	8.7	3.5	2.9	5.9	-3.4	4.5	4.9	5.0
3-mth interest rate (Bubor, avg %)	7.0	7.6	8.9	8.2	5.4	6.1	6.7	3.0	2.9	3.9
3-mth interest rate spread over Euribor (ppt)	392	328	429	701	460	470	612	273	263	349
3-year yield (avg %)	7.6	7.2	9.5	9.3	6.8	7.1	7.3	4.1	4.6	5.5
10-year yield (avg %)	7.1	6.7	8.3	9.1	7.4	7.7	7.7	5.9	5.3	6.5
Exchange rate (USDHUF) year-end	191.6	172.6	187.9	188.1	208.7	240.7	220.9	216.3	232.0	248.0
Exchange rate (USDHUF) annual average	210.4	183.6	172.1	202.3	207.9	201.1	225.1	223.7	249.6	254.2
Exchange rate (EURHUF) year-end	252.9	251.8	262.7	269.2	279.1	311.6	291.5	297.1	308.0	300.0
Exchange rate (EURHUF) annual average	264.3	251.7	253.2	282.2	275.8	279.9	289.4	297.7	312.0	305.0

Source: ING estimates