

# Research Note: Ausblick für den ungarischen Forint

30. September 2009

## Zusammenfassung:

Grundlage für die allmähliche Stabilisierung des ungarischen Finanzsystems in Bezug auf die Finanzierung der fiskalischen und außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte war die Inanspruchnahme des IWF-Hilfskredites im vergangenen Herbst. Der begrenzte wirtschaftspolitische Handlungsspielraum verstärkt die negativen Konsequenzen für die Wachstumsaussichten, sodass für H2 2009 eine weiterhin bescheidene Wachstumsperformance zu erwarten ist. Vor allem die weniger ungünstige Entwicklung der ungarischen Nettoexporte in Verbindung mit dem günstigeren EU-Nachfrageumfeld nährt indessen die Sicht, dass die Talsohle bereits durchschritten ist, wobei positive BIP-Raten erst 2011 realisiert werden dürften. Ferner schreitet die Rückführung des ehemals ausufernden Zwillingsdefizits voran, obwohl die aktuelle Rezession gravierende Spuren im Staatshaushalt hinterlässt; das offizielle Defizitziel für 2009 scheint jedoch in Reichweite zu sein. Die aktuelle Wirtschaftsflaute hat aber insofern begünstigende Nebeneffekte, als der Inflationsdruck weiterhin moderat bleibt und der Leistungsbilanzfehlbetrag kontinuierlich zusammenläuft. Aufgrund des gesunkenen Finanzierungsbedarfs und dem IWF im Rücken dürfte ein wiederholter Liquiditätsengpass vermieden werden. Der ungarischen Landeswährung bieten all diese Entwicklungen Stützung. Die abnehmende Zinsdifferenz zur EU sollte hingegen den HUF über unseren Prognosezeitraum hinweg belasten. In der Summe gehen wir in unserem Hauptszenario, welches stark auf die Aufrechterhaltung des aktuell günstigen Niveaus des globalen Risikoappetits abstellt, davon aus, dass sich die gegenläufigen Effekte auf den HUF weiterhin weitgehend aufheben und prognostizieren auf Dreimonatssicht eine Seitwärtsbewegung. Auf längere Sicht ist, ausgehend von den aktuellen Forint-Niveaus, sogar eine leichte Aufwertung zum Euro zu erwarten.

## Konjunktur

### **Historische BIP-Kontraktion in H1 2009, Nettoexporte in Q2 hingegen weniger negativ**

Mit der Schubumkehr in der BIP-Entwicklung 2008/2009, bei der stark positive Wachstumsraten innerhalb weniger Monate von einem Schrumpfungsprozess abgelöst wurden, wird die Anpassungsfähigkeit der CESEE-Volkswirtschaften auf eine harte Probe gestellt.

Ungarn verzeichnete aufgrund des fiskalischen Sparkurses bereits vor der globalen Krise rückläufige BIP-Wachstumsraten. Nach einer leicht positiven Jahreswachstumsrate von 0,6% für 2008 driftet der einstige exkommunistische Vorzeigestaat seit Mitte 2008 in eine immer tiefere Rezession ab. Nachdem die Volkswirtschaft in Q1 2009 bereits um 6,7% yoy geschrumpft war, hat sie im anschließenden Quartal mit -7,5% yoy noch stärkere Verluste hinnehmen müssen. Die BIP-Kontraktion in Q2 2009 war die stärkste ihrer Art, seit Ungarn keine Planwirtschaft mehr ist. Was die Schwere der lokalen Rezession angeht, so rächt sich nun die Prozyklizität des Finanzsystems und der Haushaltspolitik in Form eines stark eingeeengten Aktionsradius hinsichtlich der Kompensationsfähigkeit externer Schocks.

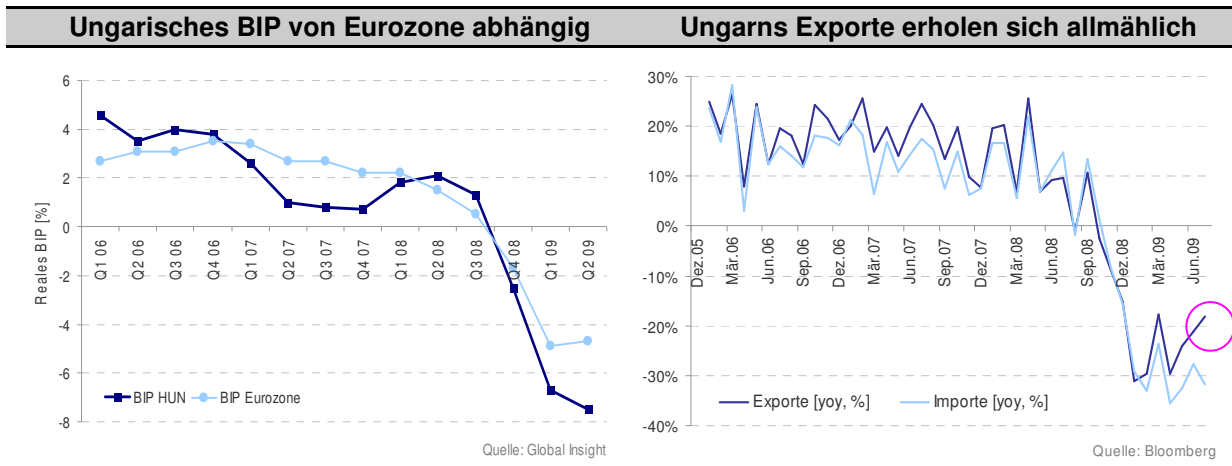
## Volksbank AG – Research

Autor:  
Dipl.-Vw. Stephan Csaba Imre  
Dipl.-Vw. Uta Pock

### Inhalt

Konjunktur	1
Risikoszenarien	4
Fiskalpolitik und externe Defizite	5
Geldpolitik und Zinsentwicklung	7
HUF-Entwicklung & -prognose	8
Impressum, Disclaimer	11

Hauptverantwortlich für den deutlichen BIP-Rückgang in Q2 2009 ist der dramatische Wegbruch der Bruttoanlageinvestitionen (-45,3% yoy, infolge depressiver Exportnachfrage). Demgegenüber verlangsamte sich die Rückläufigkeit der Investitionen und des Konsums etwas. Die Nettoexporte leisteten in dem Berichtszeitraum einen positiven Wachstumsbeitrag, denn die Exporte fielen weniger stark als die Importe (-14,0 vs. -22,6% yoy). Angesichts der anhaltenden Verschlechterung der Binnennachfrage hängt die Konjunkturerholung in Ungarn zu großen Teilen von den Nettoexporten beziehungsweise der Abmilderung der globalen Rezession ab (Eurostat-Schätzung: EU-BIP Q2 2009 -4,7% yoy, nach 4,9% yoy in Q1 2009).



### Konjunkturelle Talsohle dank etwas verlangsamer Exportkontraktion durchschritten

Für H2 2009 ist zwar eine weiterhin bescheidene Wachstumsperformance zu erwarten, das Schlimmste sollte jedoch bereits überstanden sein. Die Hoffnungen werden dabei von den günstigen Daten aus Deutschland, dem wichtigsten Handelspartner Ungarns, genährt (Industrieproduktion Q2 2009 +0,3% mom). Hierbei ist vor Allem die europäische, insbesondere die deutsche Nachfrage aus der verarbeitenden Industrie nach ungarischen Zwischenprodukten entscheidend: Dementsprechend schrieb der bereinigte Volumenindex der Auftragseingänge in der BRD für Juli 2009 – nach einer erheblichen Durststrecke – den fünften Monat in Folge auf Monatsbasis schwarze Zahlen.

In unserem Hauptszenario sollte die Exportindustrie Ungarns im Fahrwasser einer anziehenden Exportnachfrage aus Europa, insbesondere aus Deutschland, über H2 2009 in einem etwas moderateren Tempo schrumpfen. Der Exportindustrie sollten dabei zusätzlich die aktuellen HUF/EUR-Notierungen in Bezug auf eine günstigere Außenwettbewerbsposition Stützung bieten.

### Zusätzliche Belastung der Haushalte wegen Verteuerung des Schuldendienstes bei FX-Krediten

Nachdem die Regierung mit dem Jahr 2006 zur Bekämpfung ihres Zwillingsdefizits gezwungen war, auf eine restriktivere Fiskalpolitik umzuschwenken, geriet die – über die erste Hälfte des Jahrzehnts zusehends überhitzte – Konsumnachfrage auf einen steilen Abwärtspfad. Steigende Arbeitslosigkeit und eine Verlangsamung des Lohnwachstums belasten seitdem die verfügbaren Einkommen der Haushalte zusätzlich. Die Zurückdrängung des Konsums wäre indessen weit dramatischer ausgefallen, hätten sich die Privatkonsumenten nicht so stark in ausländischen, überwiegend auf CHF und EUR lautenden Hypotheken- und Verbraucherkrediten verschuldet, als diese aufgrund niedriger Zinsen und einem starken Forint attraktiv erschienen. Der rapide Aufbau der externen Verschuldung im Privatsektor ist mittlerweile als einer der kritischsten Risikofaktoren in Bezug auf die finanzielle Anfälligkeit Ungarns zu sehen (Anteil Fremdwährungskredite im Privatsektor Ende 2008 bei rund 70%).

Als der Forint in der zweiten Jahreshälfte 2008 seine extreme Abwertungsbewegung vollzogen hatte, begannen die Fremdwährungskredite die Haushalte schwer zu belasten. Infolge dessen mussten die Konsumenten nun einen größeren Anteil ihres verfügbaren Haushaltseinkommens auf die Rückzahlung ihrer Verbindlichkeiten verwenden, während die auf Finanzmarktstabilität bedachte Wirtschafts- und Notenbankpolitik keine Entlastung brachte. Als logische Konsequenz fielen die Einzelhandelsumsätze über H1 2009 um 3,2% yoy, nach einem Minus von jeweils 1,8% in den beiden Jahren zuvor.

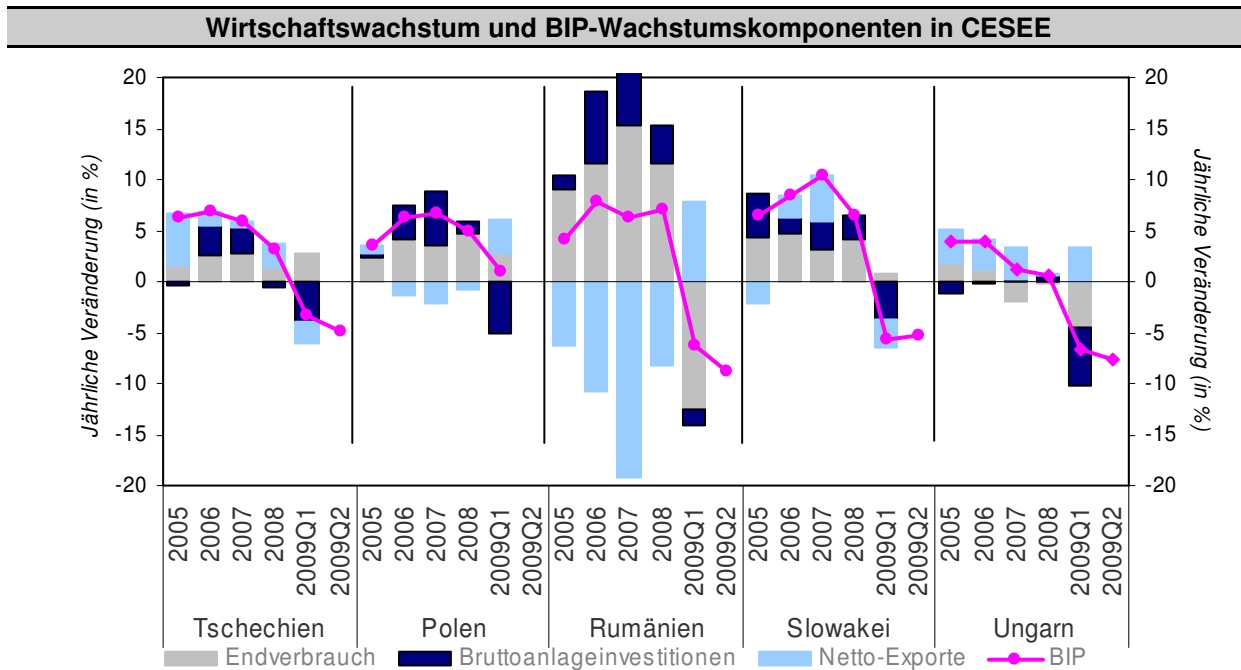
**Konsum- und Investitionsnachfrage befindet sich 2009 weiterhin auf dem Rückzug**

Die Verschuldung in Fremdwährungskrediten, in den zurückliegenden Jahren Lebenselixier der ungarischen Konsumenten, ist im Zuge der globalen Finanzkrise und der Verschlechterung der globalen Liquiditätsbedingungen stark abgebremst worden. Angesichts des verteuerten Schuldendienstes, des restriktiven wirtschafts- und geldpolitischen Umfeldes, der aus Konsumentensicht ungünstigen Reallohnentwicklung und der deutlichen Erhöhung der Mehrwertsteuer zum 1. Juli 2009 (von 20 auf 25%) bleiben die verfügbaren Haushaltseinkommen auch in H2 extremen Belastungen ausgesetzt. Zusätzlich schoss infolge der schweren Rezession die Arbeitslosigkeit, vor allem im verarbeitenden Gewerbe, in die Höhe (Prognose 2009 bei über 10% gegenüber 7,8% in 2008).

Dies materialisiert sich in den weiterhin rückläufigen Einzelhandelsumsatzdaten für vergangenen Juli (-6,6% yoy). Neben oben erwähnten Faktoren scheint nun zusätzlich die MWSt-Steuererhöhung durchzuschlagen. Ähnlich wie bei den Exporten ist jedoch davon auszugehen, dass die Talsohle bald durchschritten ist, gemäß unserem Hauptszenario sollte die Haushaltsnachfrage Stützung erfahren durch den gegenwärtigen geldpolitischen Lockerungszyklus.

**Exkurs: CESEE-BIP-Wachstumskomponenten und die internationale Krise**

Mit der Ausnahme Polens ist im ersten Quartal 2009 die BIP-Wachstumsrate in allen Ländern der Region erheblich zurückgefallen. Die Tatsache, dass am Anfang der Finanzkrise die Wachstumsperformance der Vergleichsstaaten stärker war als in Ungarn und auch deren zyklische Position eine günstigere war, weist darauf hin, dass vor allem die stark rückläufige Auslandsnachfrage den Ländern am meisten zugesetzt hat. Auf der anderen Seite hat auch der private Konsum – erneut mit der Ausnahme Polens – vergleichsweise rasch und sensibel auf die veränderten globalen Wachstumsbedingungen und die internationale Finanzmarktkrise reagiert.



**BIP-Prognose 2009 in erster Linie aufgrund fiskalischer Anpassungskosten tief im Minus: -6,2%**

Unter Zugrundelegung unseres Basisszenarios für die gesamtwirtschaftliche Entwicklung in der Eurozone, wonach die konjunkturelle Erholung im Euroraum in H2 2009 allmählich an Fahrt aufnimmt und der jüngst wieder aufkommende Risikoappetit der internationalen Investoren anhält, dürfte Ungarn als kleine und offene Volkswirtschaft von den EU-weiten Konjunkturprogrammen, insbesondere in Staaten, mit welchen es enge Handelsbeziehungen pflegt, profitieren. Die Anstrengungen zur Eindämmung der Risiken hinsichtlich eines Finanzsystemkollapses werden indessen die gesamtwirtschaftliche Erholung verlangsamen. Wir prognostizieren eine BIP-Kontraktion von -6,7% für den Jahresdurchschnitt 2009, da uns die jüngsten Entwicklungen für das Exportumfeld etwas weniger

pessimistischer stimmen. Dies liegt in erster Linie in der leichten Verlangsamung der lokalen Exportverschlechterung in Verbindung mit den unerwartet günstigen Aussichten der Exportabnehmer. Die Nettoexporte sollten folglich im Rest des Jahres einen weniger negativen Einfluss auf die Wirtschaftsentwicklung zeitigen. Folgerichtig haben wir unsere Einschätzung in Bezug auf die Entwicklung der Anlageinvestitionen entsprechend revidiert. Demgegenüber sehen wir keinen Anlass, unsere Projektionen für den Haushaltskonsum in H2 2009 zu modifizieren, sodass wir schließlich für den Jahresdurchschnitt 2009 eine Schrumpfung der realen, gesamtwirtschaftlichen Aktivität um -6,2% prognostizieren.

### Ungarns Wirtschaftsentwicklung in jüngster Zeit

	10/08	11/08	12/08	01/09	02/09	03/09	04/09	05/09	06/09	07/09	08/09
BIP real, Wachstum [%J/J]			-2,50			-6,70			-7,50		
Handelsbilanz, c.b., in % des BIP			-0,4			3,8					
Exporte, fob, [%J/J]	-4,8	-8,7	-14,5	-31,2	-29,5	-17,7	-29,2	-23,6	-21,4	-17,9	
Importe, cif, [%J/J]	-1,8	-8,3	-14,8	-29,7	-32,9	-23,8	-35,3	-32,1	-28,1	-31,5	
Inflation [%J/J]	5,1	4,3	3,5	3,1	3,1	2,9	3,4	3,8	3,7	5,1	
Arbeitslosenrate	7,7	7,8	8,0	8,4	9,1	9,7	9,9	9,8	9,6	9,7	
Kreditwachstum [%J/J]	17,2	7,3	9,3	6,7	-0,3	-5,6	-4,8	-1,2	-2,2	-	
Realer Wechselkurs (Index 2000)	117,5	117,9	120,6	117,9	114,4	114,3	115,8	118,6	117,4	119,9	122,3

Quelle: Global Insight, KSH

Was den längerfristigen BIP-Ausblick betrifft, so gehen wir von einem schwierigen Jahr 2010 aus. Positive Konjunkturdaten erwarten wir erst 2011. Ausgehend von einer niedrigen statistischen Basis dürfte die Wachstumsentwicklung in der Folgezeit durch die Aussicht, möglichst bald dem Wechselkursmechanismus II beizutreten, begünstigt werden. Sollte sich die in H2 2009 antizipierte Erholung der Konjunkturaussichten bei den wichtigsten Handelspartnern auch in H1 2010 fortsetzen, so dürfte Ungarn in kleinen Schritten, nicht zuletzt aufgrund des Basiseffektes, aus der Rezession hinauskommen, sodass wir für 2010 ein BIP-Wachstum von durchschnittlich -1,3% prognostizieren.

### Risikoszenarien

**Verschlechterung der globalen Rahmenbedingungen:** Die Verfassung des ungarischen Bankensektors ist zwar derzeit grundsätzlich als solide zu bezeichnen, denn in H1 2009 ist ein Vorsteuergewinn zu verbuchen, welcher nur etwas niedriger ausfällt als im entsprechenden Vorjahreszeitraum (192,4 Mrd. vs. 207,1 Mrd.). Zudem hat die Liquidität wieder zugenommen. Eine Verschlechterung der globalen Rahmenbedingungen würde sich aber auch in Ungarn niederschlagen.

**Schleppende Erholung in Ungarn:** Angesichts des notwendigen fiskalpolitischen Sparkurses könnte sich – vor allem bei enttäuschender Konjunktur in den Haupthandelspartnern – die Rezession bis 2011 hinziehen.

**Abkehr von fiskalischer Ausgabendisziplin:** Schließlich ist nicht auszuschließen, dass die politische Stabilität, insbesondere, was die strenge Ausgabendisziplin angeht, im Zuge des Wahlkampfes leidet. Dieses Szenario stellt aus politischer Sicht das größte Risiko für unsere Basisprojektion dar. Der Budgetentwurf für 2010 sieht angesichts des 3,8%-igen Defizitziels aufgrund der schwächelnden Einnahmenseite weitere Ausgabenkürzungen vor, die Verabschiedung wird für Ende November 2009 erwartet, wobei der Ex-Koalitionspartner jüngst seine Unterstützung zusicherte und der IWF den Entwurf als realistisch einstuft.

## Ungarns Wirtschaftsentwicklung und -prognosen

	2006	2007	2008	2009 (P)	2010 (P)
Einwohner (in Millionen)	10,1	10,0	10,0	10,0	9,9
BIP nominal [Mrd.€]	90,0	101,0	105,1	94,0	105,6
BIP pro Kopf [€]	8.949	10.065	10.506	9.732	10.621
BIP real, Wachstum [%J/J]	3,9	1,3	0,6	-6,7	-1,3
Inflation [%J/J]	3,9	7,9	6,1	4,3	3,6
Arbeitslosenrate	7,5	7,4	7,8	10,3	10,6
Leistungsbilanz in % des BIP	-7,6	-6,5	-8,4	-2,9	-2,6
Außenverschuldung, total in % of BIP	90,6	97,4	115,0	125,8	130,4
Maastricht, Staatsschulden in % des BIP	65,6	65,8	73,0	-	-
Maastricht, Budgetsaldo in % des BIP	-9,2	-4,9	-3,4	-4,0	-4,0

Quelle: Global Insight, VBAG

## Fiskalpolitik und externe Defizite

### Sozialistische Minderheitsregierung unter Druck, Schadensbegrenzung oberste Prämisse

Ein Jahr nach der Trennung von ihrem Koalitionspartner, der Allianz der Freien Demokraten (SZDSZ), ist das Personalkarussell im April 2009 heftig gedreht worden: So sind die Schlüsselministerien neu besetzt worden und auch Premier Gyurcsány konnte sich nach einem gescheiterten Misstrauensvotum nicht länger gegen seinen Rücktritt stemmen. Aber auch dieser Schritt konnte den freien Fall der Postkommunisten bei den Europawahlen vom Juni nicht verhindern (2009: 17,37%, 2004: 34,3%).

Die von Gordon Bajnai angeführte Minderheitsregierung scheint sich einerseits angesichts der im kommenden April und Juni anstehenden nationalen Parlamentswahlen der Schadensbegrenzung verschrieben zu haben, da die Europawahlergebnisse in Verbindung mit der schwindenden Unterstützung aus Parteibasis und Bevölkerung eine Regierungsübernahme durch die rechtskonservative FIDESZ, das Bündnis der Jungen Demokraten, höchstwahrscheinlich machen (Europawahlen 2009: 56,37%, 2004: 47,4% in Verbindung mit aktuellen Umfrageergebnissen).

### Kaum Handlungsspielraum für wachstumsstimulierende Maßnahmen

Zudem sind dem Handlungsspielraum der ungarischen Regierung im Bezug auf eine Stimulierung der rezessionsgeplagten Wirtschaft enge Grenzen gesetzt, zumal das im November des vergangenen Jahres unterzeichnete, von IWF, EU und Weltbank gewährte Rettungspaket strenge Auflagen enthält, die Credit-Spreads hoch sind und sich die Staatsverschuldung auf einem Rekordniveau befindet. Premier Bajnais operative Priorität besteht derzeit in der Aufrechterhaltung der Finanzmarktstabilität, was sich vor allem in unpopulären fiskalischen Sparmaßnahmen und Steuererhöhungen äußert, um kurzfristig der Rezession entgegenzusteuern und den teilweise stark angeschlagenen Bankensektor zu stützen. Dank Ungarns EU-Mitgliedschaft und den dadurch ermöglichten Zugang zu EU-Mitteln konnte die Krise mittlerweile einigermaßen eingedämmt werden. Die Regierung kann auch in Zukunft auf Mittel des internationalen Gläubigerkonsortiums zurückgreifen: Die Verlängerung des aktuellen Stand-By-Abkommens mit dem IWF um sechs Monate, bis Oktober 2010, sind unzweifelhaft gute Nachrichten für die lokalen Märkte, denn auf diese Weise wird ein weiterer Finanzierungspuffer für die Periode rund um die beiden Wahlgänge zum ungarischen Parlament gewährleistet. Mit Blick in die nähere Zukunft erwarten wir, dass sich nach dem zu erwartenden Regierungswechsel im Sommer 2010 die politische Handlungsfähigkeit eher verbessert, um die längst erforderlichen Reformen zur Wiederherstellung der gesamtwirtschaftlichen Stabilität voranzutreiben.

### Ungünstige Haushaltsbilanz negativ für Auslandsverschuldung, Außenposition und Stabilität

Die Fiskalpolitik hat sich zwischen 2001 und 2006 allenfalls treiben lassen – zulasten ihrer Glaubwürdigkeit. Im Mai 2006 kam es zu dem Eingeständnis der Regierung, der Haushaltsfehlbetrag könne sich auf über 10% des BIP belaufen. Da verwundert es kaum, dass die ungarische Regierung auf einen radikalen Sparkurs umschwenkte, welcher jedoch überwiegend auf die Erhöhung der Einnahmen abzielte, ohne die Staatsausgaben hinreichend zurückzufahren.

Die Liquiditätsnachfrage Ungarns ist von einem enormen Finanzierungsbedarf für seine fiskalischen und außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte gekennzeichnet. Als die Krise in H2 2008 ihre volle Wirkung zu entfalten begann, erreichten die Bedenken hinsichtlich der Stabilität des ungarischen Finanzsystems ihren Höhepunkt. Die vordringliche Frage war dabei, ob das Land in der Lage sein würde, den Roll-Over seiner kurzfristigen Schuldenverpflichtungen bewerkstelligen zu können.

### Rezession belastet Staatsbudget des laufenden Jahres, Defizitziel für 2009 jedoch erreichbar

Nachdem im vergangenen Jahr das allgemeine Haushaltsdefizit des Staates 3,3% des BIP betragen hatte, eine erhebliche Verbesserung gegenüber dem Vorjahr (2007: 5,5% des BIP), wies das Budget im Zeitraum Januar-August 2009 ein Minus von HUF 785,0 Mrd. aus – eine deutliche Zunahme gegenüber dem entsprechenden Vorjahreszeitraum. Zudem wurde dieses Niveau deutlich zu früh erreicht, sodass das aktuelle Defizitziel für 2009 in Höhe von 3,9% des BIP erheblich in Gefahr ist. Obwohl in den ersten acht Monaten des laufenden Jahres bereits 92,1% des Defizitrahmens verbraucht sind, revidierte das Finanzministerium seine Zielsetzung nicht, kündigte jedoch weitere Ausgabenkürzungen für das letzte Dritteljahr an. Wir gehen davon aus, dass die Regierung die nötigen Ausgabenkürzungen zur Erreichung des großzügigeren Defizitziels in Höhe von 3,9% des BIP vornehmen wird.

### Ausgewählte Verschuldungskennzahlen Ungarn

	2007	2008
Gesamte Auslandsverschuldung / BIP in %	96,93%	114,56%
FDI netto / Leistungsbilanz in %	-53,04%	-27,59%
Kurzfr. Auslandsverschuldg. / Ges. Auslandsverschuldg. in %	14,77%	15,23%
Kurzfr. Auslandverschuldg. / FX-Reserven	83,55%	80,14%
Staatl. Gesamtverschuldung / BIP in %	65,80%	73,00%

Quelle: Global Insight

### Aufgrund moderatem Nettofinanzierungsbedarf für Rest 2009 wohl keine Extra-Emissionen

Obwohl Ungarn im September 2009 lediglich EUR 55 Mio., gegenüber den ursprünglich geplanten EUR 1,5 Mrd., von den Kreditfazilitäten des IWF in Anspruch nehmen wird, ist es laut ungarischem Schatzamt (ÁKK) nicht erforderlich, das Angebot an Staatsanleihen und Schatzbriefen für den Rest dieses Jahres auszuweiten. Nachdem die Anleihenemissionen im Juli, August und September – dank des verbesserten Marktumfeldes – die Erwartungen übertroffen hatten, geht der Nettofinanzierungsbedarf des staatlichen Budgets mit dem Näherrücken des Jahresendes gegen Null.

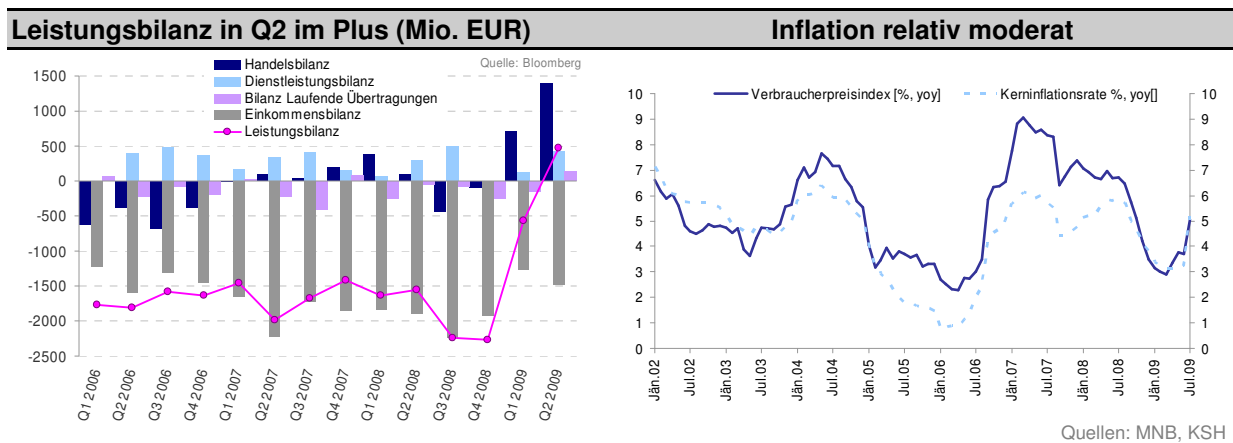
Das ÁKK plant für den Zeitraum September-November 2009 ein Emissionsvolumen in Höhe von HUF 240 Mrd. Die unerwartet erfolgreichen Auktionen am 8. und 10. September erhärten den Eindruck, dass diese Einschätzungen realistisch sind. Ungarns Rückkehr auf die internationalen Anleihenmärkte scheint, früher als geplant, geglückt zu sein. Man erinnere sich, dass der ungarische Staat im Zuge einer gescheiterten EUR-Anleihen-Emission vergangenen Herbst kurz vor der Zahlungsunfähigkeit gestanden war und dringend angewiesen war auf das IWF-Rettungspaket.

Das Potential der ungarischen Volkswirtschaft, Devisen einzunehmen, ist im Zuge der wegbrechenden Exportnachfrage aus dem Rest Europas eklatant geschrumpft. Angesichts der intertemporalen Verschiebung des Entschuldungsprozesses in die Zukunft und der fallenden Deviseneinnahmen haben sich die maßgeblichen Verschuldungskennzahlen für Ungarn eklatant verschlechtert. Das Rettungspaket durch die internationale Gläubigergemeinschaft hat ohne Zweifel geholfen, die Finanzmarktstabilität in Ungarn wiederherzustellen. So wurden die Devisenreserven Ungarns abrupt aufgefüllt und die Erfüllung ihrer kurzfristigen Fremdwährungsverbindlichkeiten ermöglicht.

### Nach 8,4% des BIP im Vorjahr deutliche Verbesserung der Leistungsbilanz in Q1 2009

Insbesondere während der aktuellen Krise war das bereits in der Vergangenheit regelmäßig ausufernde Ausmaß des Leistungsbilanzdefizits (LBD) einer der Hauptgründe für Ungarns extrem hohes Länderrisiko und für die enorm hohe Auslandsverschuldung, welche für 2009 extrem zunehmen wird. In H1 2009 betrug das LBD allerdings nur noch EUR -87 Mrd. yoy, das sind 2 Mrd. Euro weniger als im entsprechenden Vorjahreszeitraum. Bereits im ersten Quartal 2009 war die fortgesetzt deutliche

Verengung des Leistungsbilanzdefizits ins Auge gestochen. Angesichts des stark abebbenden Zuflusses an nicht verschuldungserhöhendem Kapital war die deutliche Rückführung des Leistungsbilanzdefizits aber auch dringend erforderlich. Während langfristig orientierte Anleger investiert blieben, lösten kurzfristig orientierte Portfolio-Investoren im ersten Quartal 2009 ihre Engagements auf. Vergleicht man nun jeweils die jüngsten Nettokapitalflüsse mit der Leistungsbilanz, so stellt man fest, dass Ungarn in Q1 2009 das erste Mal seit 1995 schwarze Zahlen bezüglich seines externen Finanzierungsbedarfs geschrieben hat. Ferner ist diese Schubumkehr auf den erheblichen Anstieg der EU-Transfers in Q1 2009, die zur Stabilisierung des ungarischen Finanzsystems überwiesen wurden, zurückzuführen. Und die Zahlen für Q2 2009 sind noch günstiger, denn die LB ist gegenüber dem entsprechenden Vorjahreszeitraum sogar erstmals im Plus, was zugleich Ungarns Nettoauslandsverschuldung entsprechend verringert. Der Leistungsbilanzüberschuss des 2. Quartals geht in erster Linie auf die Verbesserung der Handels- und Dienstleistungsbilanz zurück, was wiederum weniger der Wiedererstarkung der Exporte, sondern vielmehr der depressiven Importnachfrage zuzuschreiben ist. Hinzu kommt, dass längerfristig orientierte Investoren ihre Gewinne eher reinvestierten, als sie zu einem schwachen Wechselkurs zu repatriieren. Zudem änderte die Notenbank ihre Berechnungsmethodologie, was der Leistungsbilanz alleine ein Plus von 200 Mio. Euro einbrachte.



### Depressive Binnennachfrage und anhaltende Importschwäche verringern LBD in 2009 weiter

Trotz der prognostizierten Abnahme gegenüber 2008 bleibt das ungarische Leistungsbilanzdefizit für das Jahr 2009 mit prognostizierten 2,9% des BIP auf einem weiterhin hohen Niveau. Die Verbesserung stützen wir darauf, dass die Nachfrage nach Gütern und Dienstleistungen aus dem Ausland depressiv bleiben sollte. Dies wiederum liegt daran, dass sowohl Haushalte, als auch Unternehmen eine Verschuldung im Ausland derzeit eher vermeiden.

Durch die Reduzierung seines externen Finanzierungsbedarfs ist die Wahrscheinlichkeit gestiegen, dass Ungarn über den Rest des Jahres gesehen einen erneuten Liquiditätsengpass vermeiden kann. Die jüngste Verlängerung des IWF-Stand-By-Abkommens verbessert die finanzielle Situation Ungarns zusätzlich. Nichtsdestoweniger bleiben die zugrunde liegenden Probleme der ungarischen Volkswirtschaft alarmierend: Da die Rückzahlungsverpflichtungen der Auslandsschulden nach wie vor erdrückend sind, kommt die Entlastung seitens der Leistungsbilanz umso gelegener.

## Geldpolitik und Zinsentwicklung

### Ungarische Nationalbank startete im Juli/August 2009 monetären Lockerungszyklus

Als die Krise sich zuspitzte, erhöhte die ungarische Nationalbank (MNB) in einer außerordentlichen Sitzung im Oktober 2008 die Leitzinsrate um 300 Basispunkte (BP), auf 11,50%. Sie setzte damit ein deutliches Signal, dass sie sich der Verteidigung ihrer ambitionierten Inflationsziele und des Forint verschrieben hat. Als sich dann im Folgemonat die Gewährung des IWF-Kredites abzeichnete, beruhigten sich die Märkte allmählich und die MNB reduzierte den Leitzins in den drei Folgemonaten. Ende Juli setzte der Monetäre Rat der MNB den Leitzins um 100 BP, von 9,50% auf 8,50%, herab und stellte für die kommenden Monate weitere Zinssenkungen in Aussicht. Bei ihren nächsten beiden, monatlichen Treffen hielt sie Wort und kürzte den Leitzins um jeweils 50 BP, der nun bei 7,50% steht.

Während die Zinssenkung von Ende August und September mit unseren Erwartungen konform gingen, so überraschte doch das Ausmaß der Leitzinssenkung vom Juli. Ihre Zinsschritte im August und September begründete die MNB mit der relativen Stabilisierung des globalen Rahmens in den zurückliegenden Monaten in Verbindung mit deren günstigeren Aussichten und mit dem moderaten Inflationsdruck vor Ort. Falls die Inflationsentwicklung auf dem erwarteten Pfad bleibt und das ungarische Finanzsystem sich weiter stabilisiert, seien weitere Zinslockerungen zu erwarten.

#### **Wegen Forint nur vorsichtige Fortsetzung Lockerungskurs, trotz abnehmendem Inflationsdruck**

Als Folge der depressiven Binnennachfrage, der restriktiven Staatsausgabenpolitik und der fallenden, globalen Rohstoffpreise kühlte sich die annualisierte Inflationsrate Ungarns in Q1 2009 auf 3,0% ab. Mit Beginn des zweiten Quartals begann sich allerdings das Verbraucherpreiswachstum wieder zu beschleunigen, was vor Allem mit der Mehrwertsteuererhöhung zum 1. Juli in Verbindung steht. Den jüngsten Preisstatistiken ist indessen zu entnehmen, dass diese bislang nur ansatzweise an die Konsumenten weitergegeben worden ist. In Verbindung mit saisonalen Effekten ist so die überraschend niedrige Verbraucherpreisrate von 5,0% yoy für August 2009 zu erklären (Analystenkonsenssschätzung bei 5,5%). In Anbetracht der einmaligen Natur dieser Preiseffekte ist der Inflationsdruck signifikant geringer als noch Anfang 2008, denn über die moderaten Rohstoffpreise fällt die importierte Inflation gering aus. Auf diesem Gebiet bringt die internationale Krise Ungarn Vorteile. Für den Jahresdurchschnitt 2009 dürfte die Verbraucherpreisinflation moderat, auf unter 5,0% ansteigen, was genügend Raum für die Fortsetzung des monetären Lockerungszyklus durch die MNB bieten dürfte.

#### **Ungarischer Leitzins auf Sicht von drei Monaten bei 7,00% anzusiedeln**

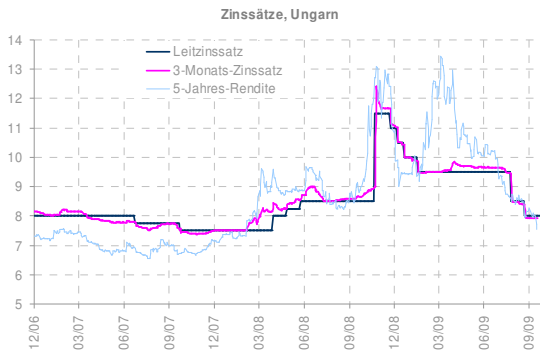
Die aktuelle Notenbankpolitik hat die Zinssenkungserwartungen der Märkte beflügelt, der Großteil der Marktteilnehmer erwartet auf Sicht von drei Monaten einen Leitzins von 7,00% (-50 BP). Unser Hauptszenario geht mit diesen Erwartungen konform und skizziert – unter der Annahme eines weiterhin moderaten Inflationsdrucks und der weitergehenden Stabilisierung des Finanzsystems – eine Fortsetzung des Zinslockerungszyklus. Was das Ausmaß der Leitzinssenkungen angeht, so dürfte diese in kleinen Schritten vonstatten gehen. In Anbetracht der hohen Auslandsverschuldung Ungarns ist die Verteidigung der aktuellen Forintnotierungen von kritischer Bedeutung. Nichtsdestoweniger dürfte die MNB angesichts des derzeit ohnehin beschränkten wirtschaftspolitischen Handlungsspielraums in Ungarn darauf bedacht sein, ihren Beitrag zur Abmilderung des restriktiven Wirtschaftsumfeldes zu leisten. Da indessen die Wirtschaft überwiegend auf Fremdwährungskredite setzt, dürfte der Stimulus veränderter Zinsen einen nur begrenzten Einfluss auf die Kreditkonditionen bzw. die gesamtwirtschaftliche Aktivität haben. Vor diesem Hintergrund prognostizieren wir unter Zugrundelegung unseres makroökonomischen Basisszenarios auf Sicht von drei Monaten eine weitere Leitzinssenkung um insgesamt 50 BP auf dann 7,00%. Dies sollte auch das Niveau zum Jahreswechsel sein. Auf Sicht von sechs Monaten sehen wir eine fortgesetzte Lockerung der geldpolitischen Zügel mit einem Leitzinsniveau von 6,50% und auf Sicht von zwölf Monaten ist nicht auszuschließen, dass der Notenbankzins weiter hinuntergeschraubt wird. Hauptannahme für unsere 3M- und 6M-Projektion ist ein sich stetig stabilisierender HUF/EUR in Nähe seiner derzeitigen Niveaus.

### **HUF/EUR-Entwicklung und -Prognose**

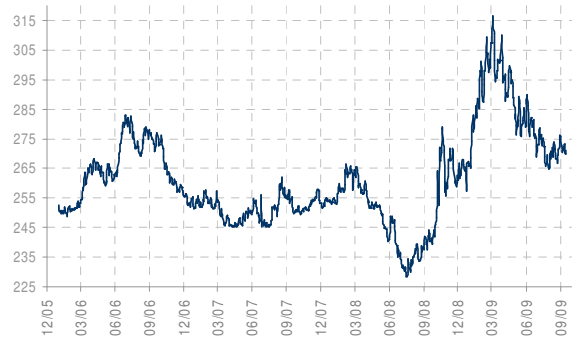
#### **Schwere Verluste für den Forint Ende 2008 infolge der Zuspitzung der internationalen Krise**

Der Zusammenbruch des Finanzsystems in Island legte die Befürchtung nahe, dass auch Ungarn vor dem Kollaps stehe. Der Forint wertete im Oktober des vergangenen Jahres um 7,7% gegenüber der europäischen Einheitswährung ab, doch dank der Unterzeichnung des IWF-Abkommens zeichneten sich Ende November erste Stabilisierungstendenzen ab. Die ungarische Landeswährung stabilisierte sich letzten Dezember zusehends und schloss das Jahr 2008 bei einem Austauschverhältnis von 264,78 gegenüber dem Euro. Vorerst schien die Festigung des HUF/EUR gewahrt, der Wechselkurs schien sich auf Niveaus eingependelt zu haben, die, nota bene, sehr deutlich unter den Notierungen von Ende Juli 2008 mit 231,26 pro Euro lagen.

**Zinssätze synchron auf Konsolidierungskurs**



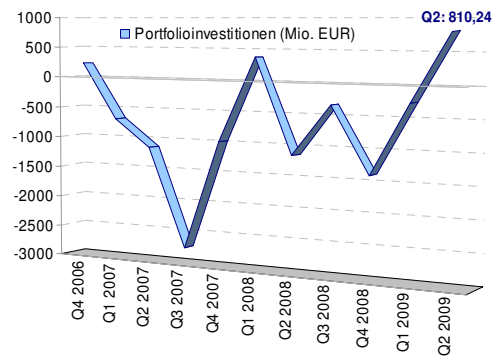
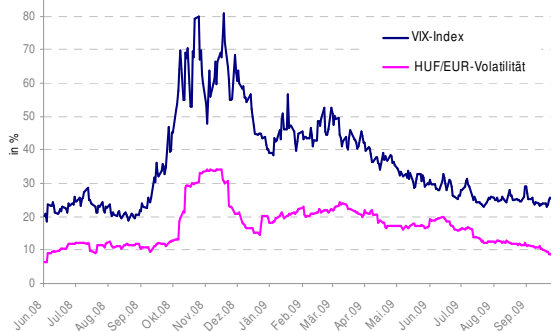
**HUF/EUR-Wechselkurs**



Quelle: Bloomberg

**Anfang 2009 historische HUF-Abwertung, in den vergangenen Monaten jedoch wieder Erholung**  
Anfang 2009 wertete der HUF gegen den Euro auf historische Tiefs ab. Als sich die drastische Verschlechterung des makroökonomischen Umfelds in Ungarn materialisierte und der globale Risikoappetit auf dem Tiefpunkt war, durchbrach der HUF im Januar/Februar 2009 die psychologische Grenze von 300/EUR. In Q1 2009 war der Wechselkurs von einer – gewohntermaßen – hohen Volatilität gekennzeichnet und markierte Ende März mit HUF/EUR 308,65 ein Rekordhoch. In Q2 und Q3 hat der Forint eine beachtliche Rally hingelegt und konnte zwischen April und Juli jeden Monat beachtliche Gewinne verbuchen. Mit einem Wechselkurs um HUF/EUR 270 Ende September wird der Forint niedriger gehandelt, als dies Mitte des Jahres noch der Fall war. Angesichts oben geschilderter Risiken und seiner jüngsten Aufwertungsentwicklung bleibt seine Anfälligkeit enorm ausgeprägt (s. Graph unten, historische 30T-HUF/EUR-Volatilität).

**Risikoappetit seit Anfang 2009 wieder zunehmend (VIX); Portfolioinvestitionen stützen HUF**



**Stützung für Forint durch globales Umfeld und Leistungsbilanzentwicklung, während abnehmende Zinsdifferenz entgegengesetzt wirkt**

Da sich gemäß unserem Basisszenario der günstige Trend in der Leistungsbilanz fortsetzt, dürfte der Forint über unseren gesamten Prognosezeitraum hinweg von dieser Seite weiterhin Stützung erfahren. Der erwartete Zinslockerungszyklus in Verbindung mit einem gleichzeitig konstanten EZB-Leitzins beziehungsweise das Zusammenlaufen des kurzfristigen Zins-Spreads zum Euroraum wirkt unterdessen in die entgegengesetzte Richtung. Bei etwa gleich bleibender BIP-Wachstumsdifferenz und der Aufrechterhaltung der derzeit günstigen Investorenlaune sollten sich diese gegenläufigen Effekte weiterhin nivellieren. Der ungarische Aktienmarkt, legt – gestützt durch das wiedererlangte Vertrauen der internationalen Investoren – seit Mitte März eine beachtliche Rally auf das Parkett. So weisen die Portfolioinvestitionen eine beachtliche Aufwärtsdynamik auf, welche in der sehr kurzen Frist unterbrochen werden könnte, falls die internationalen Portfolioinvestoren ihre Gewinne repatriieren sollten. Konsequenz einer vorübergehenden Korrektur am Aktienmarkt wäre eine steigende Risikoaversion, was in der sehr kurzen Frist ein Ausschlagen des HUF/EUR nach oben nach sich zöge.

Im Fahrwasser des neuerlich aufkommenden Risikoappetits sollte sich jedoch der Forint-Wechselkurs zum Euro bis zum Ende dieses Jahres wieder in Nähe seiner derzeitigen Niveaus einpendeln. Ausgehend von den aktuellen Notierungen prognostizieren wir daher auf Sicht von drei Monaten eine Seitwärtsbewegung in einer Spanne von HUF/EUR 270-280 – nebst vergleichsweise deutlich zunehmender Volatilität.

### **3M- und Jahresend-Prognose bei HUF/EUR 270-280, längerfristig sogar Stärkung zu erwarten**

Da sich auf Sicht von sechs Monaten das Investorenvertrauen im Fahrwasser der günstigeren, globalen Konjunkturaussichten weiter festigen dürfte (siehe VIX-Index), sollte sich auch das Sentiment gegenüber der CESEE-Region in der mittleren Frist weiter stabilisieren. Grundsätzlich entspricht die Argumentation für den Sechs- und Zwölfmonatshorizont dem kurzfristigen Ausblick. Da aber unserem Hauptszenario nach die globale Erholung auf einem fortgeschritteneren Niveau sein und die ungarische Volkswirtschaft weiter mit sich ziehen dürfte, ist auf 6M- bzw. 12M-Sicht eine moderate Stärkung des HUF/EUR auf Notierungen zwischen 260 und 270 beziehungsweise unter HUF/EUR 260 nicht auszuschließen.

Abgesehen von unseren realwirtschaftlichen Alternativszenarien oben sind die größten Risiken für unsere Prognosen in einer unerwartet ungünstigen Entwicklung des Anlegervertrauens zu sehen. Die Erwartungen bezüglich der lokalen währungsbeeinflussenden Faktoren sind bereits voll in den Preisen enthalten, sodass derzeit den Veränderungen des globalen Rahmens, insbesondere der Risikoeinstellung gegenüber der CEE-Region, eine weit größere Bedeutung zukommt. Auf kurze Sicht stellen die signifikante Verfehlung des staatlichen Budgetdefizitziels und der Wachstumsprognose für 2009, auf Sechsmonatssicht die Umsetzung des Haushalts 2010, zusätzliche Risiken dar.

## Impressum

**Volksbank AG**  
Research  
Kolingasse 19, 1090 Wien  
Österreich

Kontakt:      E-Mail            [stephan.imre@volksbank.com](mailto:stephan.imre@volksbank.com)  
                         Internet            [www.volksbank.com](http://www.volksbank.com)  
                         Phone              +43-1-53135-469

Datenquellen (falls nicht spezifiziert): Bloomberg, Reuters

Falls Sie unsere Publikationen regelmäßig erhalten möchten, bitte mailên Sie an [research@volksbank.com](mailto:research@volksbank.com). Folgende Publikationen stehen zur Auswahl.

- Wochenkommentar (D)
- Marktperspektiven (D)
- Financial Markets Monthly (E)
- Zins- und FX-Perspektiven (D, E)
- Aktienmarkt-Perspektiven (D)
- CEE Quarterly (E)
- CEE Currencies Monthly (E)
- Sonstige Publikationen (D, E)