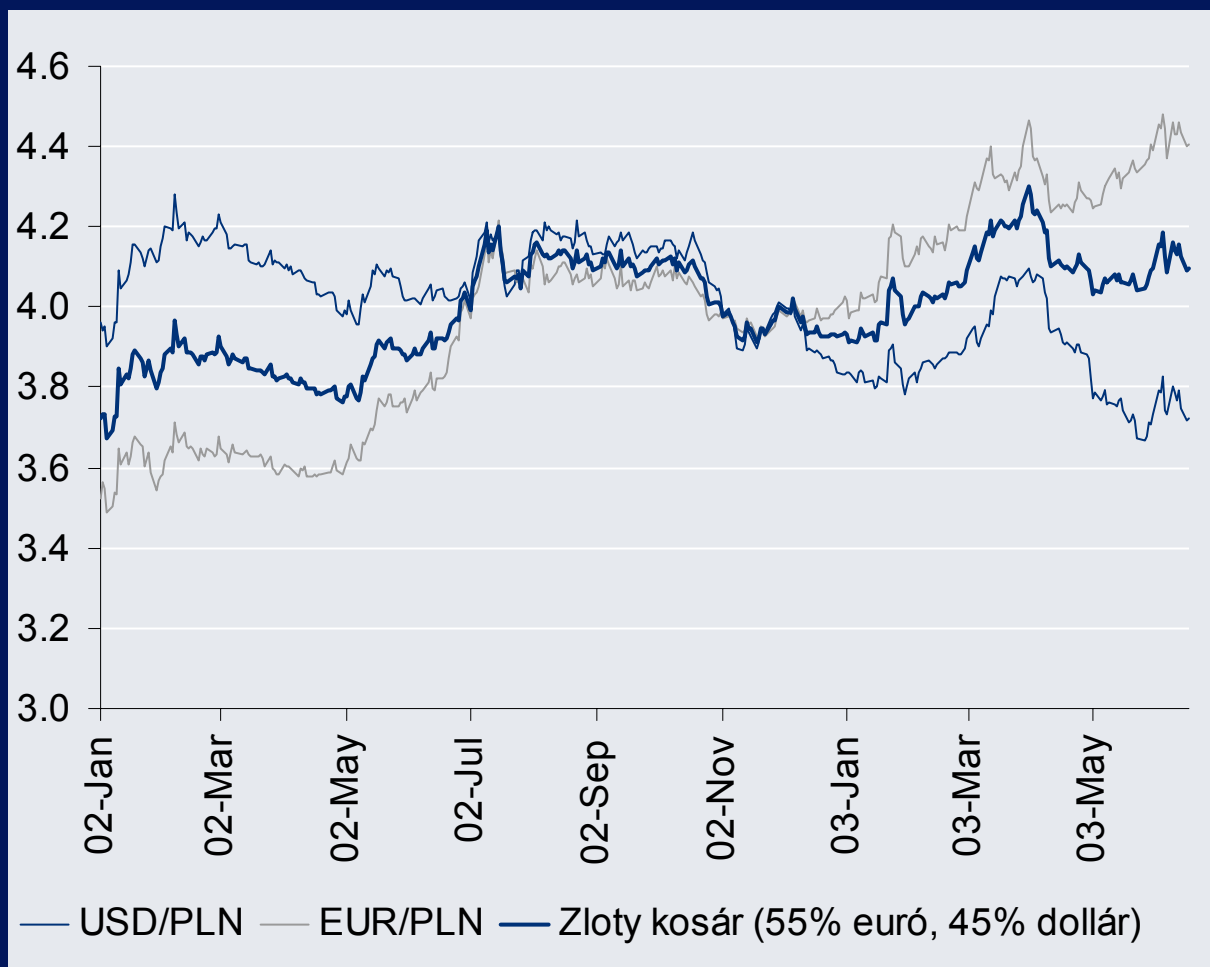

Cseh-, Lengyelország és Szlovákia a pénzügyi piacok szempontjából

Barcza György

makroelemző

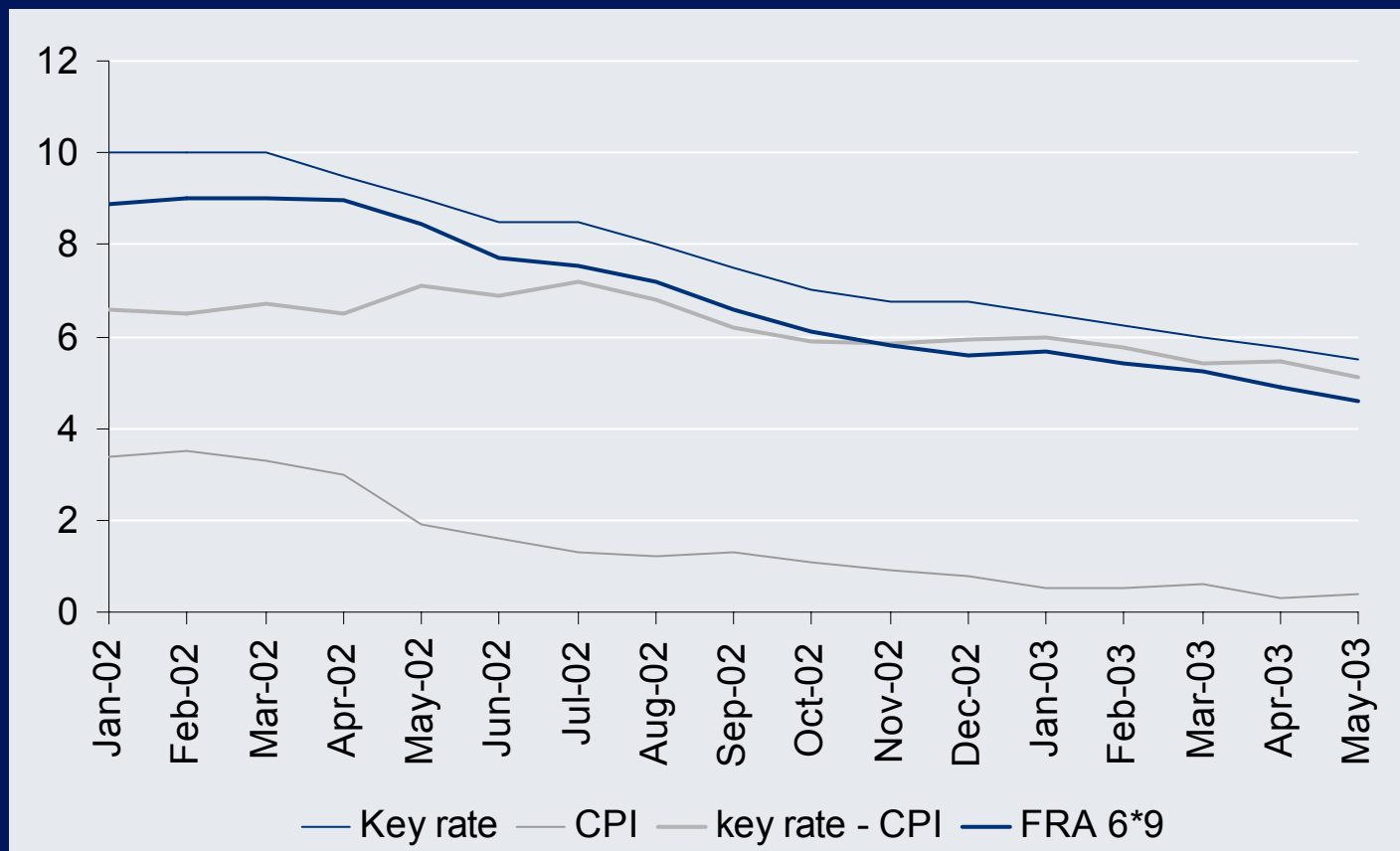
ING Bank Rt.

Lengyelország - leértékelődő zloty



- az euróval szemben 25%-ot
- dollárhoz képest 6%-ot veszített értékéből 2002 évkezdethez képest
- dollár súlya továbbra is jelentős
- Kolodko: 4.35/EUR

A kamatcsökkentési ciklus vége

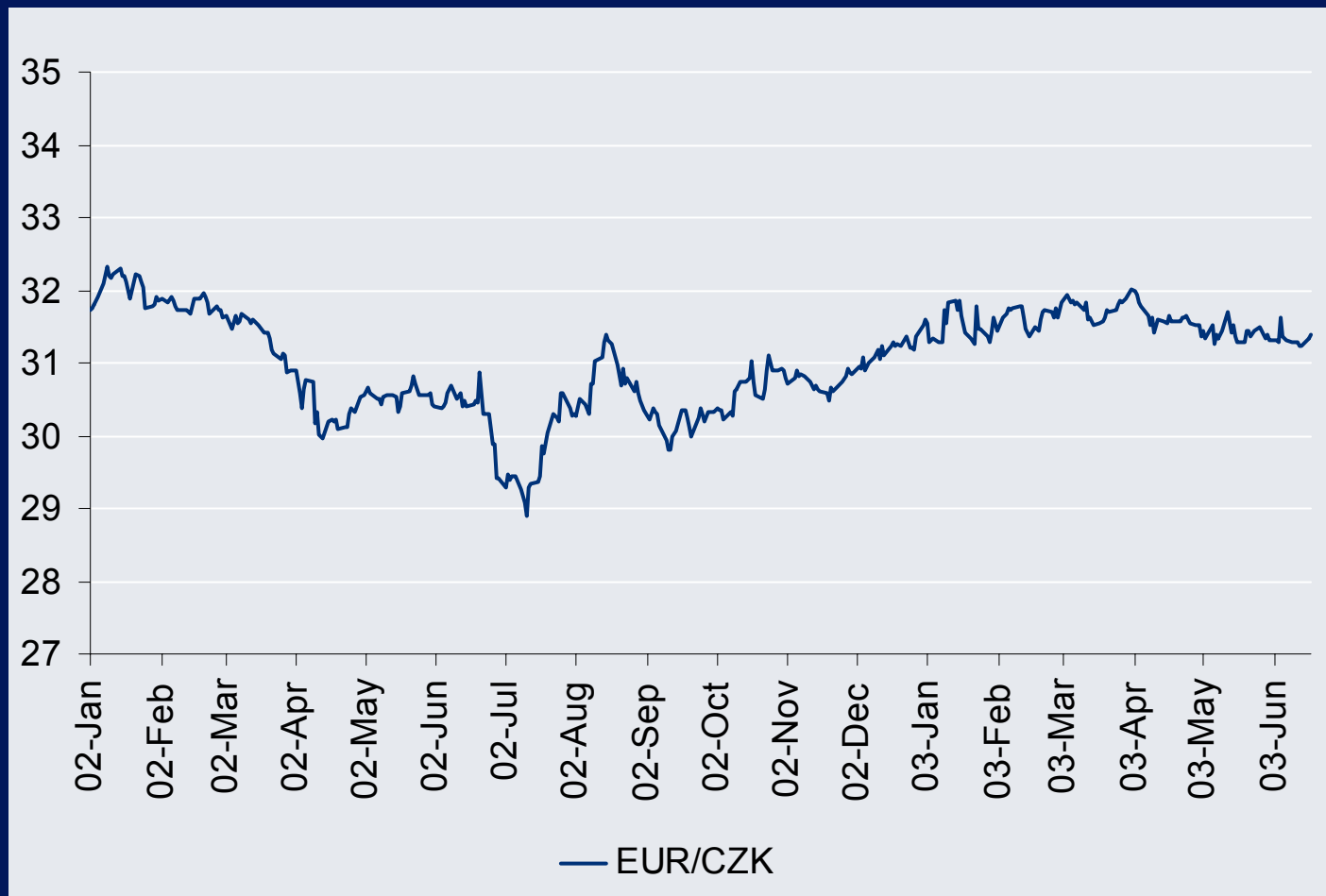


- jegybanki alapkamat 5.5%
- piac 100bp kamatcsökkentésre számít év végéig
- új tagok a Monetáris Tanácsban 2004. januártól

Fontosabb makrogazdasági kérdések

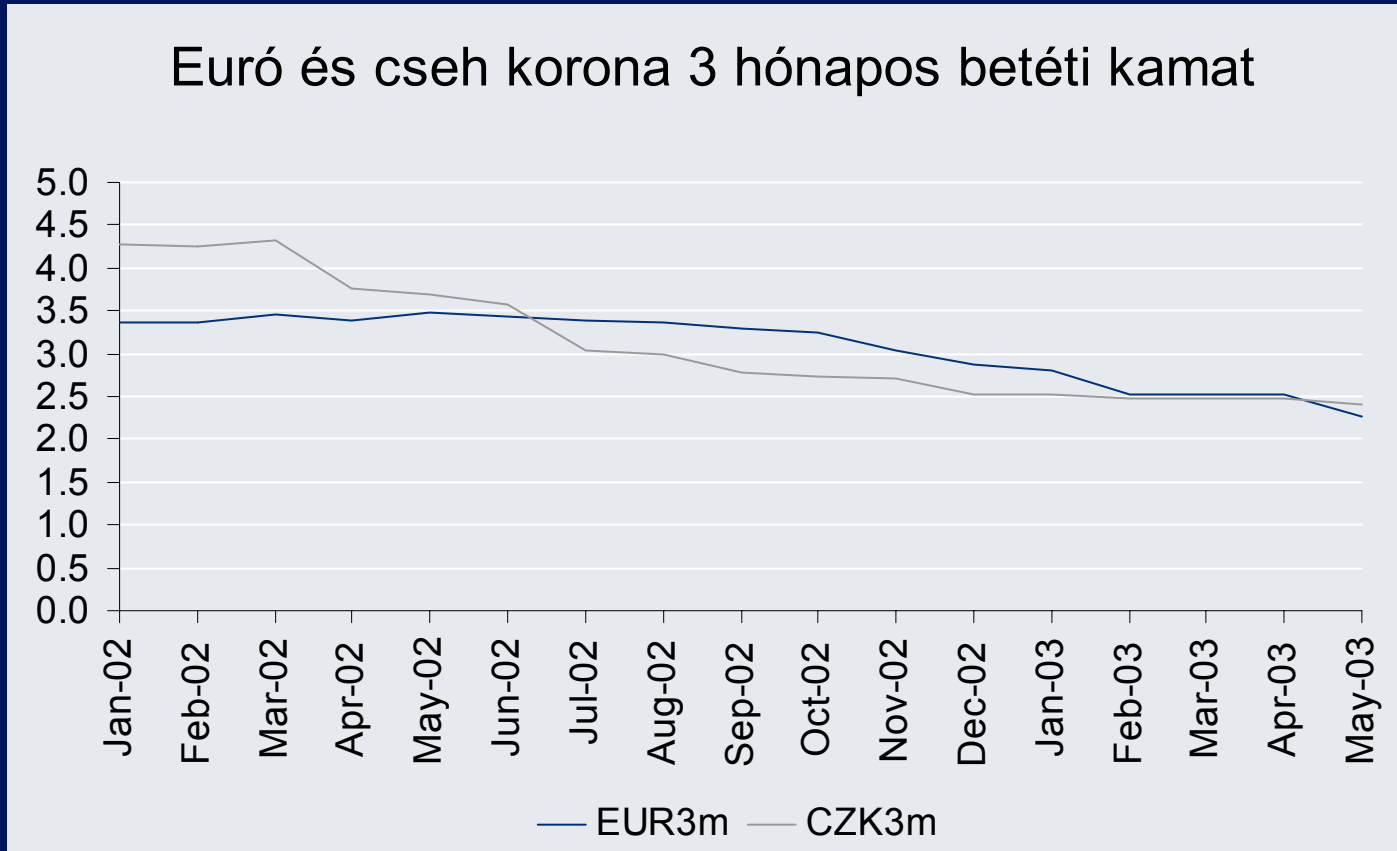
- ipari termelési adatok alapján növekedés 4%-ra gyorsulhat 2004-ben
- infláció 2-3% közé emelkedhet, ami a jegybank középtávú (2.5% +/-1%) inflációs céljával összhangban van
- költségvetési egyensúly azonban továbbra is kérdéses, az államháztartási reform lassulni látszik, a 2003-as 3.8%/GDP költségvetési hiány 6-7%-ra is emelkedhet 2004-ben
- jegybanki devizatarifákon elért árfolyamnyereség elvonása
- Gazdasági miniszter élénkítő programja

Csehország - stabil árfolyam



- a tavalyi erős spekulációs nyomás enyhült, árfolyam 31.2-32/EUR között stabilizálódott

Kamatkülönbség újból emelkedik

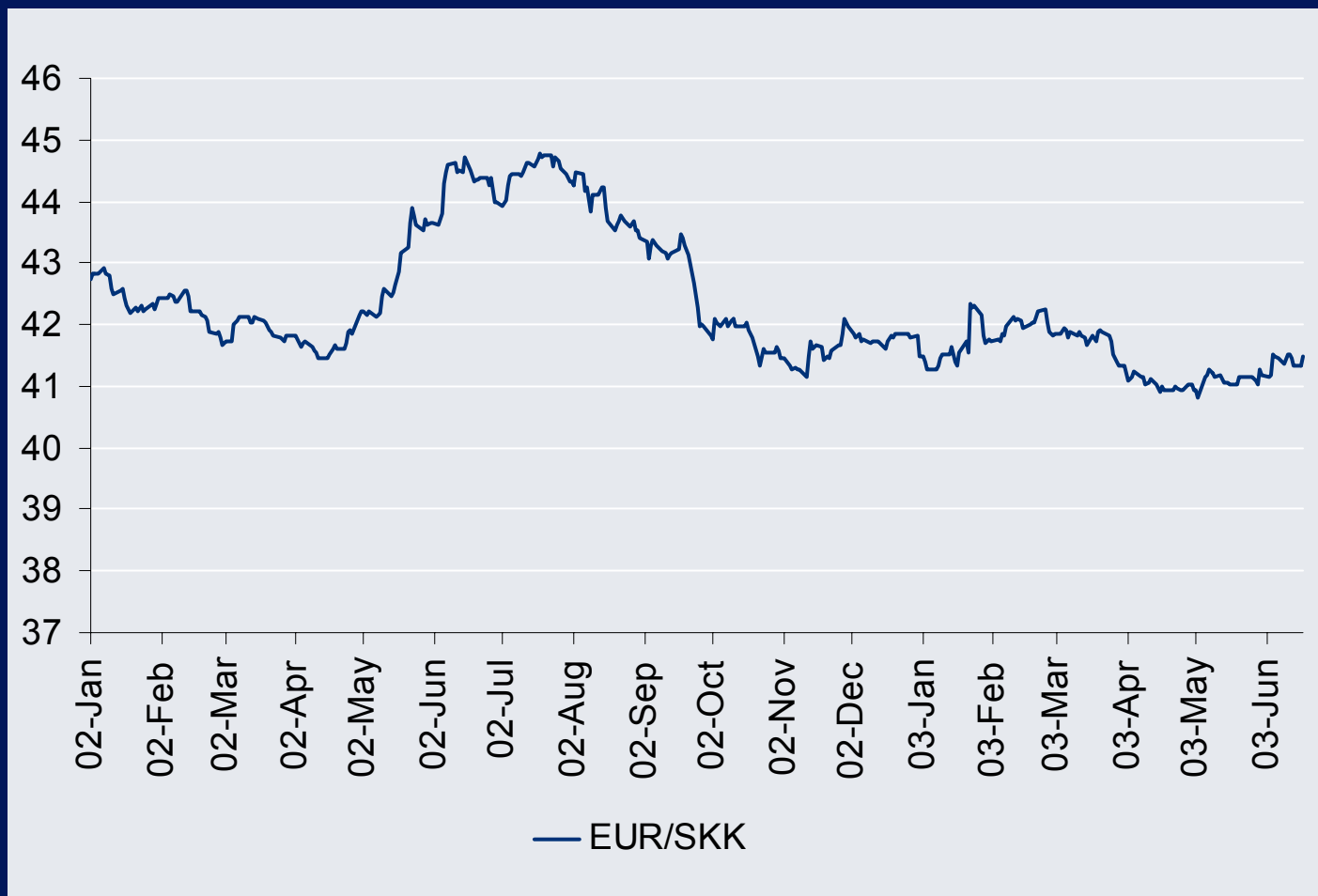


- spekulációs nyomás enyhülésével kamatkülönbség nő
- legutóbbi EKB kamatcsökkentés már nem okozott árfolyamerősödést

Makrogazdasági kérdések

- fogyasztói árindex jelenleg stagnál (májusban 0% év/év), így Csehország várhatóan a 3 legalacsonyabb inflációjú EU tag között lesz a csatlakozás után
- költségvetési hiány azonban magas (7.5%/GDP 2002-ben), s a jelenlegi ütemezés mellett 2008 előtt valószínűtlen a 3%/GDP alatti hiány elérése
- a folyó fizetési mérleg hiányának mind kisebb részét finanszírozza a működőtőke beáramlás, 2003 I. negyedévében 75%-ra csökkent a korábbi 100% körüli mértékről
- a privatizációs bevételek kimerülésével a költségvetés finanszírozási igénye nőhet, ami tovább ronthatja a külső egyensúlyt
- adó változások (ÁFA, jövedéki adó) az inflációt 2%-ponttal emelik

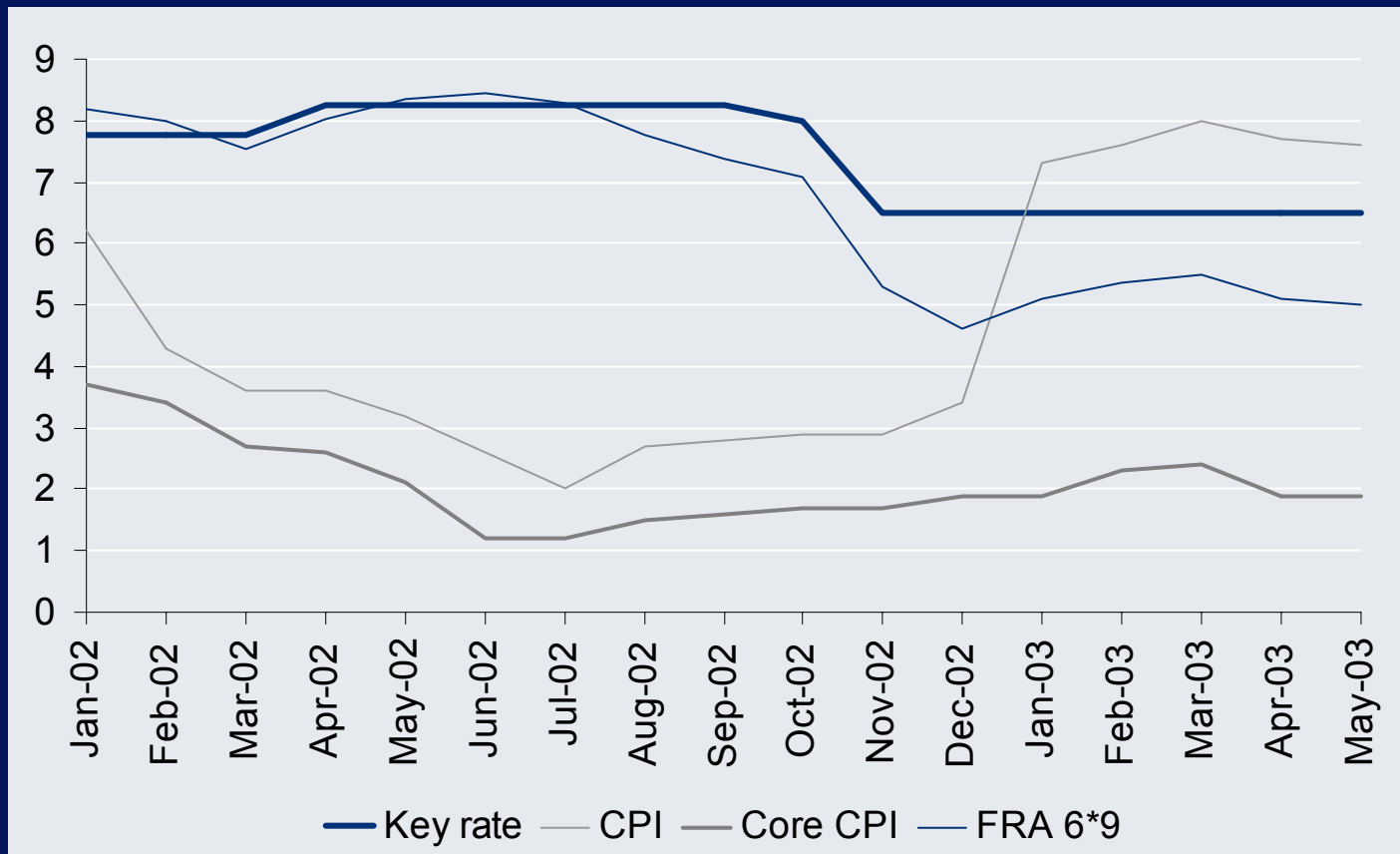
Szlovákia: lelassított felértékelődés



- tavaly novemberi spekulációs támadás kivédését követően stabil korona 41-41.5/EUR között

- spekuláció kivédése: 150bp kamatcsökkentés és intervenció

Mérsékelt inflációs nyomás



- Januárban 40%-os gázáremelés és ÁFA változások miatt fogyasztó árindex megugrott
- maginfláció azonban 2% maradt (maginefláció = piaci ármeghatározódású javak)

- optimista kamatváraozások

Makrogazdasági kérdések

- adóváltozások miatt infláció tartósan 9-10% között maradhat (ÁFA egységesen 19%, jövedéki adó EU harmonizációja)
- külkereskedelmi deficit javuló, de továbbra is magas (7.7%/GDP márciusban, 2002. október 9.7%/GDP)
- költségvetési hiány 2002-ben 7.2%/GDP, 2003-ban 5% és 2006-ra elérheti a 3% alatti szintet

Munkaerőköltség a régióban

- Szlovákiában továbbra is a legalacsonyabb az 1 munkaóra jutó munkaerőköltség euróban mérve a feldolgozóiparban

	HOURLY WAGES IN EUROS		GROWTH IN WAGES SINCE 2000 (%ch)		DIFFERENCE IN HOURLY WAGES SINCE 2000	
	2002	2003	2002	2003	2002	2003
EU	24.4	25.3	7.5	11.3	1.70	2.55
Czech Rep	5.22	5.50	33.8	41.1	1.32	1.60
Hungary	5.69	6.00	48.6	53.1	1.86	2.17
Poland	5.17	5.29	15.3	18.0	0.69	0.81
Slovakia	3.63	4.13	18.7	34.9	0.57	1.07
Bulgaria	1.66	1.76	22.9	30.6	0.31	0.41
Romania	1.74	1.90	15.4	26.1	0.23	0.39

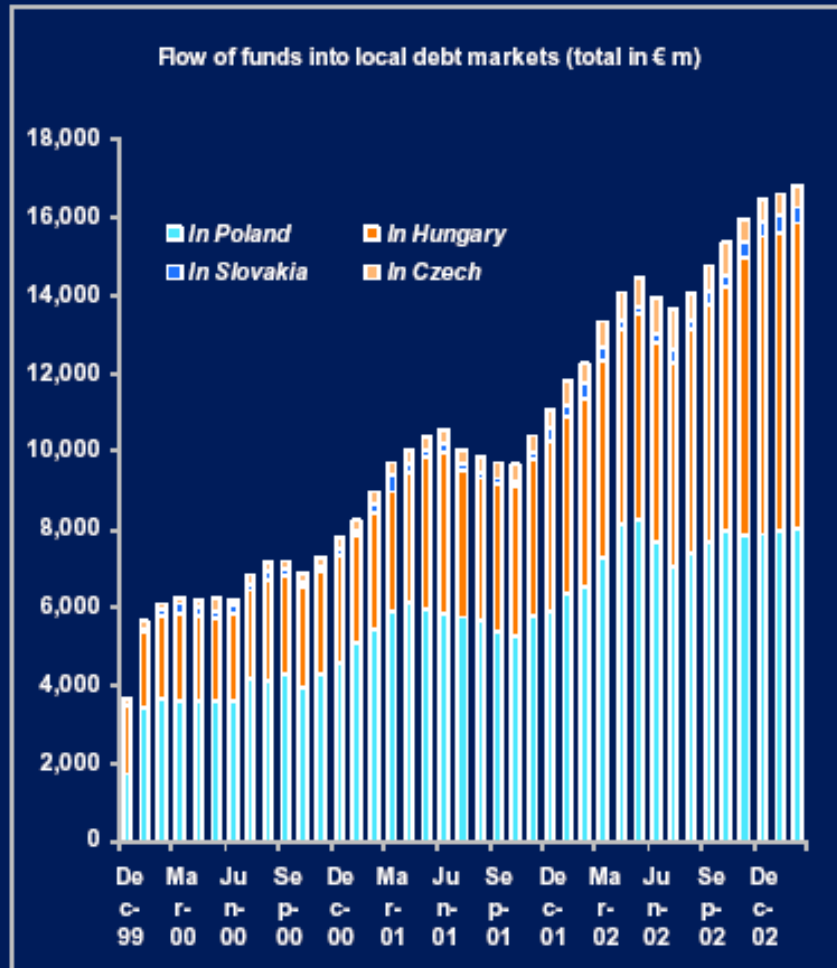
Árfolyamok alul/túlértékeltsége

- Spanyolországhoz képest átlagosan 20%-kal alulértékeltek, de jelentős különbségek egymáshoz képest

ING3Pi: baskets purchased per EUR100 local currency equivalent

	Exchange rate per EUR	3Pi relative to Spain	% over/underval
Czech	31.39	1.22	1.9
Hungary	244.63	1.07	-10.6
Poland	4.29	1.36	13.6
Slovakia	41.07	1.14	-4.8

Convergence funds / €9bn premium over EU



- A €100bn debt market (€50bn Poland, €20-30bn Hungary, €10bn Slovakia and €5bn Czech). Investing this in Eurozone would return €117bn over 4 years assuming 4% annual return, while 6% central European return suggests €126bn or €9bn more (75% or more to go to local holders)
- Interest rates yield just 1.5% on average over eurozone and total premium is just 4% over 2003-06 (inclusive) or 1% a year. Plus capital gain/duration effect of 3yr paper * 1.5% over 4 years = 4.5% return, or 1.1% a year
- So if 4% pa achievable in Eurozone, 6% in central Europe plus small currency gains