

Konjunktur und Finanzmärkte

Globaler Aufschwung setzt sich im Euroraum nur moderat fort

Der globale Konjunkturaufschwung, der sich im Lauf des Jahres 2003 deutlich beschleunigt hatte, setzte sich auch zu Beginn des Jahres 2004 fort. Während in den USA, Asien und Lateinamerika die Erholung kräftig ausfiel, wies der Euroraum nur ein moderates Wirtschaftswachstum auf.

Die USA konnten aufgrund kräftiger Impulse, die vom privaten Konsum und den Investitionen ausgingen, ihre Wachstumsdynamik steigern. Gestützt wurde der private Konsum von Steuersenkungen sowie von niedrigen Zinssätzen, die von den privaten Haushalten zur Refinanzierung ihrer Hypothekarkredite genutzt wurden. Das Wachstum der US-Wirtschaft beschleunigte sich im dritten und vierten Quartal 2003 kräftig und betrug für das Gesamtjahr 2003 3,1%. Niedrige Zinsen und ein signifikant gestiegenes Unternehmervertrauen führten zu einer Trendumkehr bei den Unternehmensinvestitionen. Aufgrund des anhaltend hohen Produktivitätswachstums begann sich der Aufschwung erst im ersten Quartal 2004 in steigenden Beschäftigungszahlen widerzuspiegeln. Der mittelfristige Konjunkturausblick für die USA ist positiv. Laut Frühjahrsprognose des IWF soll das reale BIP-Wachstum im Jahr 2004 4,6% betragen und sich im Jahr 2005 mit 3,9% langsam wieder dem Trendwachstum annähern. Bei diesen Prognosen stellt neben einem aufgrund steigender Zinsen schwächer ausfallenden Konsum das anhaltend hohe Zwillingdefizit in den USA ein potenzielles Risiko dar.

Auch in Asien setzte sich der Aufschwung fort. Selbst Japan scheint die Jahre der Wachstumsschwäche trotz

andauernder, aber gedämpfter Deflation überwunden zu haben. Im Jahr 2003 wuchs das BIP um 2,7%. Die Beschleunigung des Wachstums war auf die steigende externe Nachfrage, aber auch auf die kräftigere Binnen- nachfrage zurückzuführen. Die japanischen Exporte gingen vor allem in die expandierenden Volkswirtschaften Asiens. China und Länder wie Thailand, Singapur oder Malaysia profitieren vom Anziehen der Nachfrage aus den USA. Parallel dazu sollte das gestiegene Konsumentenvertrauen in diesen Ländern zu einem robusten Wachstum der Binnennachfrage führen. Ein Risiko für den weiteren Aufschwung in Asien stellt China mit seiner in einzelnen Sektoren überhitzten Wirtschaft dar. Insgesamt zeigt der starke Anstieg des intraregionalen Handels seit der Asienkrise, dass die gesamte Region tendenziell weniger abhängig von den Konjunkturzyklen wichtiger Industrieländer geworden ist. Um zu einer global treibenden Wirtschaftsregion aufzusteigen, müssen nun allerdings die Finanzreformen verstärkt, die Governance verbessert und die Arbeitsproduktivität weiter erhöht werden.

Der Aufschwung im Euroraum fiel im Vergleich zu den USA und Japan bislang verhalten aus. Zwar setzte auch im Euroraum in der zweiten Jahreshälfte 2003 die konjunkturelle Erholung ein, insgesamt ergab sich für das Jahr 2003 aber nur ein BIP-Wachstum von 0,4%. Im letzten Quartal 2003 kam es allerdings zu einem relativ starken Zuwachs bei den Investitionen. Dies war vor allem auf die gestiegene Zuversicht der Unternehmen zurückzuführen; auch das im langfristigen Durchschnitt sehr niedrige Zinsniveau im Euroraum dürfte zur Beschleunigung der Investitionen beigetragen haben.

Grafik 1

Kräftiger Konjunkturaufschwung in den USA und Japan**BIP-Wachstum gegenüber Vorjahresquartal**

Quelle: Eurostat.

Der Konsum der privaten Haushalte entwickelt sich seit dem ersten Quartal 2002 schwach, im vierten Quartal 2003 stagnierte er auf dem Niveau des Vorquartals. Diese Nachfrageschwäche ist neben dem geringen Wachstum der verfügbaren Einkommen auch mit dem immer noch beeinträchtigten Verbrauchervertrauen in Zusammenhang zu bringen. Verdeutlicht wird dies durch das von der Europäischen Kommission erhobene Konsumentenvertrauen, das sich seit März 2003 zwar kontinuierlich verbessert hat, sich aber immer noch auf niedrigem Niveau befindet. Die privaten Haushalte schätzen zwar die allgemeine Wirtschaftslage positiver ein, erwarten aber keine Verbesserung ihrer eigenen finanziellen Situation. Die Gründe dafür sind einerseits in der Situation auf dem Arbeitsmarkt zu finden: Aufgrund des bislang nur moderaten Aufschwungs ist die Arbeitslosenquote nicht zurückgegangen; auch die Beschäftigung stagnierte in den letz-

ten Quartalen. Andererseits könnten sich die Unsicherheiten über die zukünftige Ausgestaltung der sozialen Sicherungssysteme im Gesundheitsbereich und bei den Pensionen vorübergehend dämpfend auf die Konsumnachfrage ausgewirkt haben.

Der konjunkturelle Ausblick für den Euroraum geht weiterhin von einer graduellen Verbesserung aus. Der Economic Sentiment Indicator der Europäischen Kommission zeigt seit Mitte des Jahres 2003 einen Aufwärtstrend, der aber Anfang 2004 abgeflacht ist. Das kräftige Wachstum des außenwirtschaftlichen Umfelds des Euroraums sollte den Effekten der Euro-Aufwertung auf die Nettoexporte entgegenwirken. Ebenso sollten die günstigen Finanzierungsbedingungen im Verlauf des Jahres 2004 die Binnennachfrage im Euroraum tendenziell stärken, die bisher hinter den Erwartungen zurückgeblieben ist. Die Frühjahrsprognose des IWF geht von einem BIP-Wachstum von 1,7% im Jahr 2004 für den Euroraum aus,

das sich im Jahr 2005 auf 2,3% beschleunigen sollte. Die Inflationsrate im Euroraum soll laut IWF für das gesamte Jahr 1,7% betragen.

Rückläufige Risikoaversion bestimmt internationale Finanzmärkte

Der Mitte des Jahres 2003 einsetzende globale Konjunkturaufschwung, weitgehend positive Wachstums- und Inflationsaussichten sowie – damit in Zusammenhang stehend – relativ niedrige Zinsen haben zu einer Verbesserung der Unternehmensbilanzen und einem allgemeinen Rückgang der Risikoaversion geführt. Das wiederum resultierte in einem positiven Umfeld für Risikokapitalmärkte. Die noch im Spätherbst des Jahres 2003 präsenten Zinssteigerungserwartungen in den USA und im Euroraum wurden nach dem Jahreswechsel durch die Veröffentlichung von schwächer als prognostiziert ausgefallenen Konjunkturdaten gedämpft und führten zwischenzeitlich zu deutlichen Kursanstiegen auf beiden Anleihemärkten. Zudem dürften kurzfristig die nach dem Madrider Anschlag vom März 2004 gestiegenen geopolitischen Unsicherheiten einen Beitrag zur Verfla-

chung der Zinsstrukturkurve in den Industrieländern geleistet haben. Der negative Zinsspread zwischen den USA und dem Euroraum bei langfristigen Benchmark-Anleihen dehnte sich zunächst weiter aus, drehte sich aber im April 2004 aufgrund stärker steigender US-Dollar-Zinsen in den positiven Bereich. Den Ausschlag für die neuerliche Trendwende gab vor allem die Veröffentlichung von wesentlich positiveren amerikanischen Arbeitsmarktdaten als in den Vormonaten.

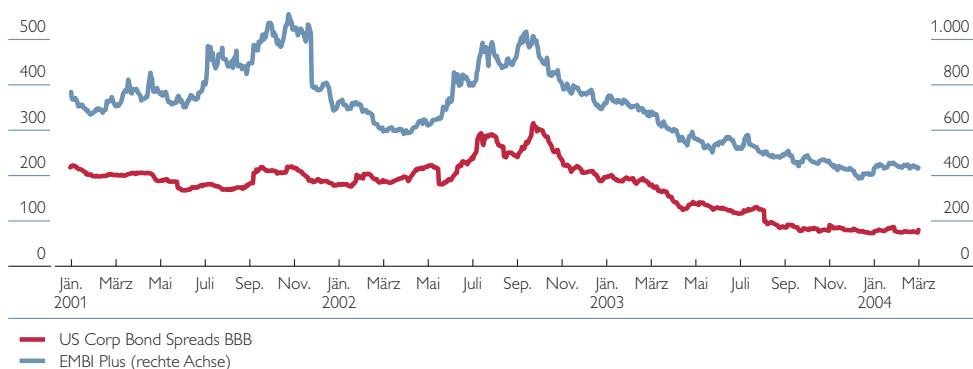
Gemäß dem EMBI Plus Index für Emerging Markets-Anleihen in US-Dollar haben sich die Zinsabstände gegenüber US-Staatsanleihen seit dem Herbst 2002 von über 1.000 Basispunkten auf unter 500 Basispunkte mehr als halbiert. Corporate Spreads im BBB-Sektor sind auf rund ein Drittel der Werte, die vor einhalb Jahren erreicht worden waren, zurückgegangen. Neben dem verbesserten Wirtschaftswachstum und weiterhin positiven Konjunkturaussichten sind das historisch niedrige Zinsniveau in den Industrieländern und somit die Suche nach höheren Renditen bei gleichzeitig gestiegener Risikotoleranz als wesentliche Triebkräfte für diese

Grafik 2

Kapitalströme in risikoreichere Anleihen reduzieren Spreads

Zinsabstände zu US-Staatsanleihen

in Basispunkten



Quelle: Thomson Datastream, J.P. Morgan.

Kapitalzuflüsse zu nennen. Ein Anhalten der stabilen Finanzsituation bei Emittenten niedriger Bonität könnte mittelfristig von der weiteren Zinsentwicklung in den Industrieländern abhängen. Eine Neubewertung der Relationen zwischen Zinsniveaus, fundamentalen Rahmenbedingungen und Risiken seitens der Investoren könnte eine stärkere Differenzierung bei den Kapitalflüssen nach sich ziehen und höhere relative wie absolute Refinanzierungskosten für einzelne Emittenten verursachen.

Die von den USA und Asien ausgehende positive Wirtschaftsentwicklung sowie der Rückgang langfristiger Zinsen waren ausschlaggebend für eine weltweit optimistische Tendenz auf den Aktienmärkten. Steigende Nachfrage nach Gütern und Dienstleistungen sowie günstige Finanzierungsbedingungen sollten sich positiv auf die Ertragslage der Unternehmen auswirken, deren Gewinnverlautbarungen für das vierte Quartal 2003 oft günstiger als erwartet ausfielen und auch weiterhin positiv angenommen werden. Der Terroranschlag in Madrid Anfang März 2004 und eine erhöhte Risikoaversion bewirkten jedoch kurzfristig eine Unterbrechung dieses Trends.

Um einer zu raschen Aufwertung des Yen gegenüber dem US-Dollar entgegenzuwirken, setzte Japan seine Interventionspolitik weiter fort. Zwischen Ende 2002 und März 2004 stiegen die offiziellen japanischen Devisenreserven um knapp 80% auf 806 Mrd USD an, wobei insbesondere in den letzten Monaten eine Intensivierung der Deviseninterventionen feststellbar war. Auch China, Indien und viele aufstrebende südostasiatische Volkswirtschaften wiesen bis März 2004 kräftige Ausweitungen ihrer offiziellen Devisenreservenbestände auf,

was wiederum zu den relativ niedrigen Zinsen bei US-Staatsanleihen beigetragen haben dürfte. Deutliche Bewegungen waren in den letzten Monaten auch beim Wechselkurs des US-Dollar gegenüber dem Euro zu verzeichnen. Als Ursachen für den Kursanstieg des Euro im vierten Quartal 2003 und Anfang 2004 kommen die Veränderung des Zinsspreads im langfristigen Renditesegment sowie die weiter anhaltende Besorgnis über das amerikanische Zwillingsdefizit in Betracht. Im Jänner 2004 erreichte der Wechselkurs des US-Dollar gegenüber dem Euro mit 1,29 seinen Höchststand und schwächte sich in der Folge von „Verbalinterventionen“ seitens einzelner Mitglieder des EZB-Rats kontinuierlich ab. Als weiterer Faktor für diese Trendwende des Euro gilt auch das Kommuniqué der G-7-Staaten nach ihrem Treffen im Februar 2004 in Boca Raton, Florida. Die letzten Notierungen des Wechselkurses des US-Dollar gegenüber dem Euro lagen unter der Marke von 1,20 und dürften unterschiedliche Wachstumsperspektiven nach den zuletzt veröffentlichten Konjunkturdaten sowie den aus Sicht des US-Dollar wieder positiven Zinsspread am langen Ende widerspiegeln. Das Pfund Sterling konnte Ende des Jahres 2003 und im ersten Quartal 2004 Kursgewinne gegenüber dem Euro und dem US-Dollar verzeichnen. Diese Aufwertung begründete sich einerseits in einem robusten Wirtschaftswachstum (getragen vom boomenden Immobilienmarkt sowie einem kräftig wachsenden Privatkonsum) und andererseits in den Erwartungen einer steigenden Zinsdifferenz zu Europa und den USA. Die Zinserwartungen wurden durch Anhebung des Reposatzes um jeweils 25 Basispunkte im November 2003 und Februar 2004 seitens der Bank of

England bestätigt. Die kontinuierliche Schwäche des Schweizer Franken im Jahr 2003 hielt weiter an. Eine erhöhte Risikoaversion auf den globalen Finanzmärkten seit dem Terroranschlag in Spanien hatte allerdings eine leichte Aufwertung gegenüber dem Euro nach sich gezogen.

Zentral- und Osteuropa Rückläufige Risikoaufschläge von Eurobonds

Anleihen von Emittenten aus aufstrebenden Märkten verzeichneten im Jahr 2003 eine gute Performance. Die Renditeabstände von in US-Dollar und Euro denominierten Staatsanleihen gegenüber den Benchmarkanleihen der USA bzw. des Euroraums fielen im Lauf des Jahres 2003 durchschnittlich (gemessen am EMBI Global bzw. Euro-EMBI Global Index von J.P. Morgan) um 322 bzw. 254 Basispunkte. Dies entsprach einem Gesamtertrag von 25,7% (in US-Dollar denominiert) bzw. 18% (in Euro denominiert).

Die auffallende Homogenität der Spreadveränderungen über alle Län-

der des Euro-EMBI Global Index (fallende Spreads für alle Länder mit Ausnahme Argentiniens) lässt auf eine zentrale Rolle globaler Faktoren schließen. Hierzu zählen vor allem die niedrigen Zinsen in den wichtigsten Industrieländern, die für hohe Liquidität sorgten. Dies verbilligte einerseits die Refinanzierung von Finanzinvestitionen in aufstrebende Märkte und veranlasste andererseits Investoren, nach höher verzinsten Instrumenten zu suchen.

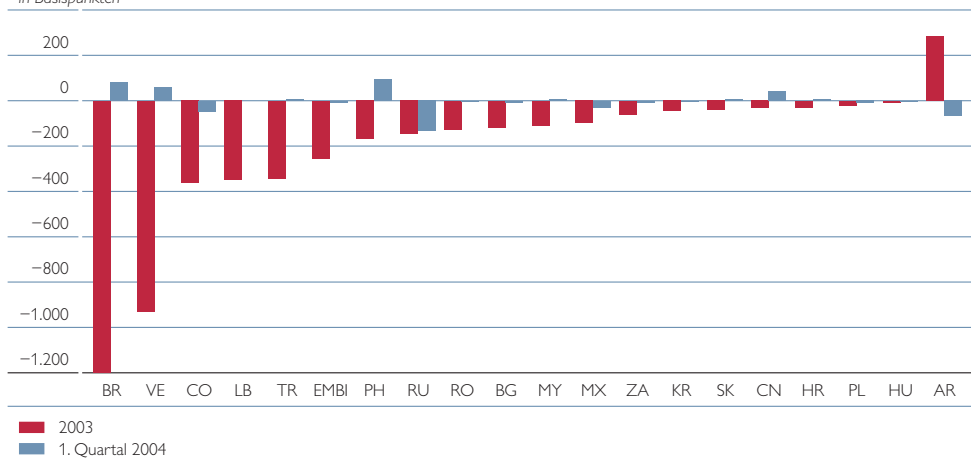
Nicht zu vernachlässigen sind dabei auch individuelle Länderfaktoren: In zahlreichen Emittentenländern konnte eine Verbesserung der Fundamentaldaten erzielt werden, wie das auch die höheren Ratingeinstufungen signalisieren. Besonders hervorzuheben ist die Zubilligung des „Investment Grade“ für Russland, die diesen Markt für einen erweiterten Kreis von Investoren erschloss. Zu verdanken war dies einer durch den hohen Erdölpreis begünstigten Wirtschaftsentwicklung, die insbesondere durch hohes Wachstum, rückläufige Inflationsraten und eine starke außenwirt-

Grafik 3

Globale Spreadverengung im Jahr 2003

Veränderung von Euro-EMBI Global Spreads

in Basispunkten



Quelle: Bloomberg.

Tabelle 1

Ratingverbesserungen seit Anfang 2003

Änderungen der Ratings für langfristige Fremdwährungsschulden

	Moody's			Standard & Poor's			Fitch		
	Rating	Seit	Richtung	Rating	Seit	Richtung	Rating	Seit	Richtung
Bulgarien	Ba2	05. 06. 03	↑	BB+	22. 05. 03	↑	BB+	24. 07. 03	↑
Rumänien	Ba3	11. 12. 03	↑	BB	17. 09. 03	↑	BB	18. 12. 03	↑
Russland	Baa3	08. 10. 03	↑	BB+	27. 01. 04	↑	BB+	13. 05. 03	↑
Slowakische Republik	A3	12. 11. 02		BBB+	02. 03. 04	↑	BBB+	22. 01. 04	↑
Slowenien	Aa3	12. 11. 02		A+	26. 03. 03	↑	A+	06. 05. 03	↑
Tschechische Republik	A1	12. 11. 02		A-	05. 11. 98		A-	20. 06. 03	↑
Türkei	B1	21. 12. 00		B+	16. 10. 03	↑	B+	09. 02. 04	↑

Quelle: Bloomberg.

schaftliche Position (Leistungsbilanzüberschuss, steigende Direktinvestitionszuflüsse, Verdoppelung der Bruttodevisenreserven) gekennzeichnet ist. Nach Russland verzeichneten Bulgarien und Rumänien unter den zentral- und osteuropäischen Ländern die größte Spreadverengung gegenüber Benchmarkanleihen des Euroraums, was einem Gesamtertrag in der Größenordnung von 13% bis 14% entsprach. Beide Länder konnten weitere Fortschritte bei den EU-Beitrittsverhandlungen erzielen. Ihre Wirtschaft war durch robustes Wachstum gekennzeichnet, während gleichzeitig die Inflation verringert wurde. Allerdings stiegen die Leistungsbilanzdefizite an, wobei in Bulgarien Direktinvestitionszuflüsse für eine volle Finanzierung sorgten, während in Rumänien das Defizit nur zur Hälfte aus dieser Quelle gedeckt wurde. Die Verbesserung der Fundamentaldaten spiegelte sich in beiden Fällen auch in Ratingverbesserungen wider. Weitere Fortschritte bei strukturellen und fiskalpolitischen Reformen sowie eine beachtliche Verringerung des Leistungsbilanzdefizits ließen den Renditeabstand slowakischer Eurobonds schmelzen und führten im März 2004 zu einer Ratingverbesserung.

Zu Beginn des Jahres 2004 wurde der Abwärtstrend bei den Renditeauf-

schlägen vorübergehend gebrochen, als der Markt mit Neuemissionen überflutet wurde und Ängste aufkamen, dass der Zinszyklus in den USA früher als erwartet umkehren könnte. Die einzelnen Ländertitel waren jedoch nicht gleichmäßig betroffen, was auf eine zunehmend selektive Handlungsweise der Investoren schließen lässt. Nach Beruhigung der Zinserhöhungsängste kam es seit Mitte März 2004 erneut zu einem Rückgang des allgemeinen Spreadniveaus.

Angesichts der historischen Tiefstände der Renditeaufschläge und des auf dem Markt erwarteten Anstiegs des US-Zinsniveaus auf Jahressicht dürften Eurobonds die Performance des Jahres 2003 heuer nicht wiederholen. Über die nächsten Monate könnte vor allem die Spekulation über den Zeitpunkt der Zinswende in den USA größere Spreadauschläge in beide Richtungen verursachen. Die Aussichten auf eine Erholung der Globalwirtschaft sowie die verbesserten Fundamentaldaten der meisten Emittentenländer und insbesondere die Verbesserung des Schuldenprofils vieler Länder lassen allerdings die Wahrscheinlichkeit größerer Verwerfungen auf diesen Kapitalmärkten gering erscheinen.

Wechselkursentwicklung

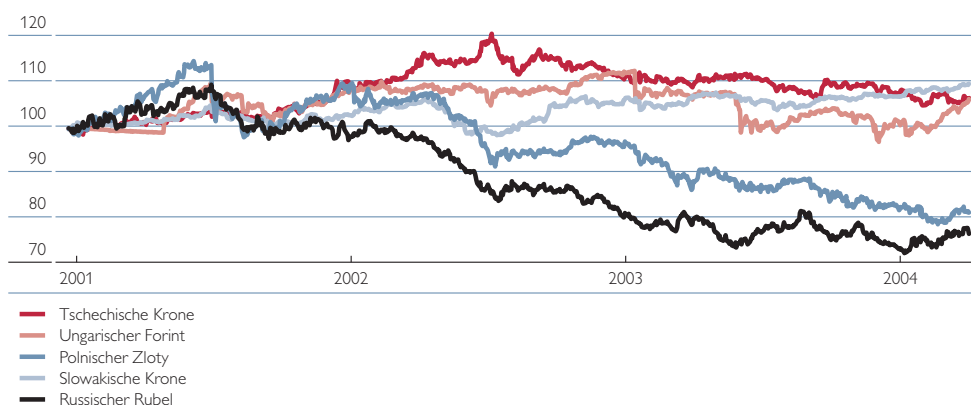
Die Wechselkursentwicklung der zentral- und osteuropäischen Länder zeigte im Jahr 2003 ein uneinheitliches Bild. Während der polnische Zloty, der ungarische Forint und der russische Rubel den größten Wertverlust gegenüber dem Euro aufwiesen, verlor die tschechische Krone nur etwa 2,6%. Auch der slowenische Tolar verzeichnete eine nominelle Abwertung gegenüber dem Euro im etwa gleichen Ausmaß. Die slowakische Krone konnte sich von den nega-

tiven Trends ihrer Nachbarwährungen abkoppeln und festigte sich um fast 1% gegenüber dem Euro. Im ersten Quartal 2004 schwächten sich die tschechische Krone, der polnische Zloty und der slowenische Tolar weiter ab, wobei beim Zloty Ende Februar eine Erholung eintrat. Der ungarische Forint und der russische Rubel gewannen etwa die Hälfte des im Vorjahr verlorenen Terrains zurück. Der Aufwertungsdruck auf die slowakische Krone hielt unvermindert an.

Grafik 4

Rubel und Zloty von Euro/US-Dollar-Entwicklung stark beeinflusst

31. Dez. 2000 = 100



Quelle: Bloomberg.

Anmerkung: Wechselkurs: Euro pro Einheit nationaler Währung.

Während in der Slowakei die Fortsetzung der Reformpolitik der Regierung das Vertrauen in die Währung stärkt, haben Polen und Ungarn einen enttäuschenden Budgetvollzug im Jahr 2003 und zunehmende Skepsis hinsichtlich der Glaubwürdigkeit der fiskalischen Konsolidierungspläne gemeinsam. Die Entwicklung des polnischen Zloty gegenüber dem Euro wird weiterhin auch von der Entwicklung des Euro gegenüber dem US-Dollar bestimmt.

Darüber hinaus kam es in der Slowakei im Jahr 2003 zu einer markanten Verringerung des Leistungsbilanz-

defizits – um etwa 7 Prozentpunkte des BIP gegenüber 2002. Auch bleibt die Slowakei wichtiger Zielort für Direktinvestitionen, was eine gesunde Finanzierung des Leistungsbilanzdefizits sicherstellt. Auch Polen verzeichnete im Jahr 2003 eine wechselkurs- und lohnstückkostenbedingte Verbesserung des Leistungsbilanzdefizits, das überdies zur Gänze durch Direktinvestitionszuflüsse finanziert werden konnte. In Ungarn hingegen bewirkte die starke Expansion der inländischen Nachfrage eine Ausweitung des Leistungsbilanzdefizits auf knapp 9% des BIP (von 7% im Jahr 2002) und die

Zunahme der Auslandsschulden. Seit dem vierten Quartal 2003 sind Anzeichen einer Verbesserung der Situation zu erkennen, die sich im Lauf des Jahres 2004 dank moderaterem Lohnwachstum und fiskalpolitischen Konsolidierungsmaßnahmen vertiefen sollte. In der Tschechischen Republik weitete sich im zweiten Halbjahr 2003 das Leistungsbilanzdefizit deutlich aus. Es wurde überdies – im Gegensatz zu den Vorjahren – nur etwa zur Hälfte durch Netto-Direktinvestitionszuflüsse finanziert. Die Stabilität der kroatischen Kuna täuscht über wachsende wirtschaftliche Ungleichgewichte hinweg. Die Vereinbarungen mit dem IWF wurden nicht eingehalten, das Budgetdefizit im Jahr 2003 betrug 5,5% statt 4,6% des BIP, das Leistungsbilanzdefizit 6,7% statt 5,9% des BIP, und die Bruttoauslandsschulden des Landes wuchsen bis Ende des Jahres 2003 auf 75% des BIP (2002: 61,7%).

Die ungarische Notenbank (Magyar Nemzeti Bank, MNB) setzte im Jahr 2003 markante zinspolitische Schritte, um größeren Wechselkurschwankungen entgegenzuwirken. Während am Jahresanfang Zinssenkungen zur Abwehr einer Aufwertungspekulation durchgeführt wurden, hob die MNB im zweiten Halbjahr 2003 die Leitzinsen um insgesamt 600 Basispunkte auf 12,5% an. Dank der hohen Zinsdifferenz, der Ankündigung von Sparmaßnahmen und verbesserten Leistungsbilanzdaten konnte der Abwertungstrend im Februar 2004 schließlich umgekehrt werden. Die Notenbank sah ab Ende März 2004 sogar Spielraum für zwei kleine Zinssenkungen um jeweils 25 Basispunkte. Die polnische Notenbank ließ ihre Leitzinsen seit Mitte des Jahres 2003 bei 5,25%. Angesichts der sich erholenden Wirtschaft und der leicht ange-

stiegenen Inflation wurden die Zinssenkungserwartungen durch Spekulationen über eine Zinswende abgelöst, was zusammen mit ersten Erfolgen der Regierung, ihr Sparpaket vom Parlament verabschieden zu lassen, unterstützend auf die Währung wirkt. Diesen ökonomischen Faktoren steht jedoch seit Ende März 2004 das gestiegene politische Risiko nach dem Bekanntwerden des Rücktritts des Premierministers entgegen. Die Frage, ob die neue Regierung eine arbeitsfähige parlamentarische Mehrheit zustande bringt, dürfte die Wechselkursentwicklung über die kommenden Monate wesentlich beeinflussen. In der Tschechischen Republik dürfte die Verschlechterung der Portfoliokapitalbilanz in Schuldtiteln (stärkerer Kapitalabfluss durch Deviseninländer, schwächerer Kapitalzufluss durch Devisenausländer) mit dem niedrigen Zins- und Renditeniveau sowie Erwartungen eines Renditeanstiegs im Zusammenhang stehen. Während die slowakische Notenbank im ersten Halbjahr 2003 Devisenmarktinterventionen durchführte, um eine Festigung der Währung zu verhindern, wurden die Leitzinsen im zweiten Halbjahr 2003 um insgesamt 50 Basispunkte und im März 2004 um weitere 50 Basispunkte auf zuletzt 5,5% verringert. Zusätzlich intervenierte die Notenbank ab Dezember 2003, um die Aufwertung der Krone zu bremsen. Sollte der Aufwertungsdruck weiter anhalten, wären weitere Interventionen und Zinsschritte in den kommenden Monaten denkbar. Die slowenische Notenbank hält derweilen an ihrer graduellen Abwertungspolitik gemäß der Zinsdifferenz zwischen Slowenien und dem Euroraum fest, wobei es in den letzten Monaten häufiger zu Zinssenkungen und damit zu einer Mäßigung der Abwertungsrate kam.

Auch hofft die Notenbank, dass die rückläufige Inflation weitere Zinssenkungen in den kommenden Monaten erlauben wird und es somit im Einklang mit der am Zinsdifferenzial orientierten Abwertungs politik zu einer zunehmenden Wechselkursstabilisierung kommen kann.

Die Entwicklung des russischen Rubels gegenüber dem Euro wird weiterhin primär von der Entwicklung des Euro gegenüber dem US-Dollar bestimmt. Gegenüber seiner Referenzwährung, dem US-Dollar, festigte sich der Rubel weitgehend kontinuierlich um insgesamt mehr als 9% im Lauf des Jahres 2003. Seit Ende Jänner 2004 blieb der Wechselkurs gegenüber dem US-Dollar stabil, wodurch es aufgrund der Euro/US-Dollar-Entwicklung zu einer Festigung des Rubels gegenüber dem Euro kam. In diesem Zusammenhang sei erwähnt, dass die russische Notenbank überlegt, künftig eine stärkere Orientierung des Wechselkurses an einen Euro-US-Dollar-Währungskorb zu verfolgen.

Staatsanleihen in Lokalwährung

Die Renditeabstände der Staatsanleihen in Lokalwährung gegenüber den Euro-Benchmarkanleihen vergrößerten sich in der Tschechischen Republik, Ungarn, Polen und der Slowakei im Jahr 2003, allerdings in deutlich unterschiedlichem Ausmaß.

Die größte Zunahme gab es im Jahr 2003 in Ungarn, wo der Renditeabstand im 10-jährigen Segment um 140 Basispunkte auf etwa 400 Basispunkte stieg. Polnische 10-jährige Anleihen boten zu Jahresende 2003 mit 220 Basispunkten einen Renditeaufschlag, der um knapp 90 Basispunkte höher lag als zu Jahresbeginn. Die Abstände tschechischer Anleihen in längeren Laufzeit-Segmenten nahmen um 55 Basispunkte zu, während die Renditeabstände slowakischer 10-jähriger Staatsanleihen nur um 16 Basispunkte anstiegen. Am Jahresanfang 2004 kam es in Ungarn und Polen zu einer weiteren Spreadausweitung. In Polen stabilisierte sich die Situation Mitte Jänner 2004, während die unga-

Grafik 5

Spreadanstiege im zweiten Halbjahr 2003

Renditeabstände von Staatsanleihen mit 10-jähriger Laufzeit gegenüber Euro-Benchmarkanleihen

in Prozentpunkten



Quelle: Bloomberg.

rischen Renditeabstände seit Ende Februar rückläufig sind. Tschechische und slowakische Renditeaufschläge blieben während der ersten drei Monate des Jahres 2004 relativ stabil.

Diese Renditeentwicklung wurde von mehreren Faktoren bestimmt. Neben der Inflationsbeschleunigung im zweiten Halbjahr 2003 in allen vier untersuchten Ländern sind die Unsicherheiten hinsichtlich Fiskalpolitik und Wechselkurs in Polen und Ungarn sowie die Leitzinserhöhungen in Ungarn hervorzuheben.

Das Inflationsumfeld für den Anleihenmarkt änderte sich im Verlauf des Jahres 2003. In der Tschechischen Republik wurde die Deflation ab dem vierten Quartal 2003 von einem Anstieg der Jahresinflationsrate auf 2% bis Februar 2004 abgelöst. Angesichts der längerfristigen Aufwertungserwartung bei der tschechischen Krone gegenüber dem Euro bzw. unveränderter mittelfristiger Geldmarktinzinsen (gemessen am 3-Monatsatz in neun Monaten) dürfte vor allem die (erwartete) Inflationsbeschleunigung im Hintergrund der tschechischen Renditeanstiege stehen. Auch in Polen erhöhte sich die Inflation allmählich von 0,5% während der ersten drei Quartale 2003 auf knapp 2% im Februar 2004. In Ungarn endete der Disinflationstrend Mitte 2003 und die Rate verdoppelte sich bis Februar 2004 auf 7%. In der Slowakei schließlich bewirkten Anhebungen regulierter Preise und Änderungen der Sätze indirekter Steuern eine anhaltend hohe Inflationsrate (8% bis 9%) sowie eine – bisher allerdings moderate – Beschleunigung der Kerninflation.

In Polen und Ungarn führten die Budgetentwicklung sowie Zweifel an der Glaubwürdigkeit der fiskalischen Konsolidierungspläne der Regierungen im zweiten Halbjahr 2003 zu

einer Verunsicherung der Investoren hinsichtlich des mittelfristigen Renditeausblicks. Erste Anzeichen einer Besserung in diesem Politikbereich standen im Hintergrund der Spreadverengung im ersten Quartal 2004. In der Tschechischen Republik hingegen war das Budgetdefizit (nach Korrektur um einen nicht antizipierten Einmaleffekt im Zusammenhang mit einer Staatsgarantie) gegenüber dem Vorjahr fast unverändert und gegenüber dem Mitte des Jahres 2003 angekündigten Wert deutlich geringer. Allerdings impliziert der Mitte 2003 vorgelegte Konsolidierungsplan, dass frühestens im Jahr 2007 mit einem Defizit unter 3% des BIP zu rechnen sei. Im Gegensatz dazu gab es in der Slowakei nicht nur eine noch deutlichere Verbesserung der Fiskalsituation im Jahr 2003, sondern auch die Ankündigung, dass bereits für das Jahr 2006 ein Defizit von unter 3% angestrebt werde. Mit der Budgetsituation dürfte zusammenhängen, dass die Erwartungen der Investoren bezüglich des Zeitpunkts der Euro-Einführung zurückgeschraubt wurden: Im Februar 2003 wurde – der Agentur Reuters zufolge – erwartet, dass diese vier Länder den Euro im Jahr 2008 einführen; ein Jahr später wurde dies erst für das Jahr 2009 (Ungarn, Slowakei) bzw. das Jahr 2010 (Tschechische Republik, Polen) erwartet.

Als weiterer Faktor für die Renditeanstiege im zweiten Halbjahr 2003 und zu Beginn des Jahres 2004 ist insbesondere für Polen und Ungarn auch die Unsicherheit über die weitere Wechselkursentwicklung zu nennen. Sie wurde durch die unklare fiskalpolitische Ausrichtung in beiden Ländern, die Verschlechterung der Leistungsbilanz (in Ungarn), die Fragilität des politischen Prozesses und

den Einfluss des Wechselkurses zwischen Euro und US-Dollar (in Polen) sowie möglicherweise durch die Zurückhaltung bei stabilisierenden Devisenmarktinterventionen verstärkt.

Im vierten Quartal 2003 wurden in Polen die Erwartungen fallender Geldmarktzinsen durch Erwartungen mittelfristig höherer Geldmarktzinsen (3-Monats-Satz in neun Monaten) abgelöst. Auch in Ungarn revidierten Marktteilnehmer nach den Zinsanhebungen im zweiten Halbjahr 2003 die Zinserwartungen nach oben. Diese unterstützten den Anstieg der langfristigen Renditen, während die aufkeimenden Zinssenkungserwartungen seit März 2004 den Rückgang der Renditen mitbewirkten.

Der Bankensektor in Zentraleuropa¹

Ertragslage und Gewinnentwicklung

Die Banken in Kroatien, der Slowakei, Slowenien und der Tschechischen Republik zeigten im Jahr 2003 eine moderate Verschlechterung ihrer nominellen und realen (um die Verbraucherpreisinflation bereinigten) Eigenkapitalrenditen, ausgehend von einem relativ hohen Niveau im Jahr 2002. Dies dürfte die schwächere konjunkturelle Lage vor allem im ersten Halbjahr 2003 widerspiegeln. Die Banken in Polen und Ungarn hingegen wiesen, nach relativ niedrigen Werten im Jahr 2002, eine moderate Verbesserung ihrer Eigenkapitalrenditen auf.²

Tabelle 2

Konvergierende Eigenkapitalrenditen

	2001	2002	H1 02	Q1–3 02	H1 03	Q1–3 03	2003
in %							
Nominelle Eigenkapitalrendite							
Kroatien	6,6	13,7	20,4	18,6	17,9	16,3	..
Polen	12,8	5,2	8,4	8,4	9,7	9,5	5,9
Slowakische Republik	21,3	30,1	28,9	26,4	30,9	30,6	27,9
Slowenien	4,8	13,3	18,4	..	14,0	..	..
Tschechische Republik	16,6	27,4	29,3	29,4	22,7	22,1	23,7
Ungarn	16,0	16,1	17,2	17,2	21,9	23,3	17,6
Reale Eigenkapitalrendite							
Kroatien	1,5	11,8	17,7	16,5	15,9	14,3	..
Polen	7,1	3,2	5,6	6,1	9,3	9,0	5,1
Slowakische Republik	13,3	26,0	24,2	22,3	21,2	20,4	17,6
Slowenien	-3,5	5,4	9,8	..	7,4	..	..
Tschechische Republik	11,6	25,6	25,9	27,0	23,2	22,4	23,8
Ungarn	6,3	10,4	10,8	11,2	16,9	18,1	12,3

Quelle: Nationale Zentralbanken.

Anmerkung: Nominelle Rendite bereinigt um den periodendurchschnittlichen Anstieg der Verbraucherpreise. Unterjährige Daten sind linear annualisiert.

In Polen stieg die nominelle Eigenkapitalrendite im Jahr 2003 von 5,2% auf 5,9%. Aufgrund der rückläufigen Inflation erhöhte sich die reale Eigenkapitalrendite in stärkerem Ausmaß, nämlich von 3,2% auf 5,1%.

Die Ergebnisverbesserung war primär einem niedrigeren Wertberichtigungsaufwand zu verdanken, als Folge der Stabilisierung der Portfolioqualität gemessen am Anteil notleidender Forderungen³ an den gesamten Forde-

¹ In diesem Kapitel wird die Entwicklung des gesamten Bankensektors in der Tschechischen Republik, Ungarn, Polen, der Slowakei, Slowenien und Kroatien untersucht, während im Kapitel „Österreichische Finanzintermediäre“ die Entwicklung der in diesen Ländern etablierten Tochterbanken des österreichischen Bankensektors analysiert wird.

² Ein Vergleich der unterjährigen Werte mit den Jahreswerten ist aus methodischen Gründen bei den nicht ausschließlich auf Bestandswerten beruhenden Kennzahlen nur bedingt sinnvoll.

³ Notleidende Forderungen sind definiert als „Substandard“, „zweifelhafte“ und „uneinbringliche“ Forderungen.

rungen (2003: rund 22%). Gleichzeitig verringerten sich der Nettozins-ertrag (in Prozent der durchschnittlichen Aktiva) und die laufenden Betriebserträge, was vermuten lässt, dass die Ertragssituation trotz der Konjunkturerholung im Jahr 2003 noch auf schwachen Füßen steht. Dies dürfte insbesondere damit zusammenhängen, dass die Wachstumsbeschleunigung primär von den Nettoexporten herrührte. Dieser Eindruck wird dadurch verstärkt, dass die Ertragslage nach dem guten Ergebnis des ersten Quartals 2003 im weiteren Jahresverlauf etwas nachließ.

Ungarische Banken verzeichneten im Jahr 2003 einen weiteren Anstieg der nominellen und realen Eigenkapitalrendite auf 17,6% bzw. 12,3%. Bei einem leicht rückläufigen Nettozins-ertrag (in Prozent der durchschnittlichen Aktiva) und höheren Wertberichtigungen (in Prozent des laufenden Betriebsertrags) war dies einem höheren Beitrag der Nicht-Zinser-

träge zu verdanken. Diese stammten zum Teil aus dem Geschäft mit staatlich geförderten Wohnbaukrediten, mit Bankkarten und aus dem Garantiegeschäft, sowie zum Teil aus einem einmaligen hohen Dividendenertrag bei einer Großbank. Dieser letzte Faktor sowie die Kürzung der staatlichen Förderungen für Wohnbaukredite seit Dezember 2003 lässt eine Trendumkehr erwarten, obwohl die Banken auf die Subventionskürzung mit der Einführung von Wohnbau-Fremdwährungskrediten reagierten. Als weiterer Erfolgsfaktor ist das Sinken der Aufwand-Ertrag-Relation zu nennen. Trotz der Ausweitung der Wohnbaukredite fiel der Anteil notleidender Forderungen an den Gesamtforderungen bis Ende des Jahres 2003 auf 3%.

Die Eigenkapitalrendite tschechischer Banken verschlechterte sich im Jahr 2003 gegenüber dem hohen Wert des Jahres 2002, war aber mit 24% noch immer die zweithöchste in der Region. Wegen des stabilen Preis-

Tabelle 3

Divergente Entwicklung der Erfolgskomponenten

	2001	2002	H1 02	Q1-3 02	H1 03	Q1-3 03	2003
<i>in % des jahresdurchschnittlichen Bestands an Bankaktiva</i>							
Nettozins-ertrag							
Kroatien	3,6	3,3	3,2	..	3,4	..	..
Polen	3,5	3,3	3,1	3,2	3,0	3,0	3,0
Slowakische Republik	2,5	2,7	2,6	2,5	2,9	2,9	2,9
Slowenien	3,6	3,7	3,7	..	3,4	..	..
Tschechische Republik	2,5	2,4	2,5	2,4	2,1	2,1	2,1
Ungarn	4,2	4,3	4,0	4,2	3,9	3,9	3,9
<i>in % des laufenden Betriebsertrags</i>							
Laufender Betriebsaufwand							
Kroatien	65,6	59,3	59,1	..	54,5	..	..
Polen	61,9	62,9	60,5	60,0	65,8	66,6	68,0
Slowakische Republik	65,7	57,9	58,8	59,5	58,9	61,2	63,5
Slowenien	65,2	59,6	60,3	..	63,1	..	..
Tschechische Republik	53,4	51,4	48,8	49,1	49,4	50,0	52,7
Ungarn	66,7	64,7	65,6	64,1	57,6	56,6	61,2
Nettoänderung an Wertberichtigungen							
Kroatien	+13,7	+6,6	-0,4	..	+8,6	..	..
Polen	+19,8	+24,2	+21,9	+22,6	+11,8	+11,8	+15,9
Slowakische Republik	-33,4	-9,8	-6,4	-9,8	-13,1	-12,4	-12,4
Slowenien	+25,9	+19,7	+11,1	..	+12,9	..	..
Tschechische Republik	+22,8	+9,3	+13,9	+10,1	+16,1	+5,3	+0,9
Ungarn	+4,3	+4,7	+2,3	+4,0	+4,3	+3,5	+5,2

Quelle: Nationale Zentralbanken.

Anmerkung: Daten zwischen den Ländern nicht vergleichbar. Unterjährige Daten sind linear annualisiert.

niveaus war die reale Eigenkapitalrendite gleich hoch. Während sich der Nettozinsertrag und der laufende Betriebsertrag sowie die Aufwand-Ertrag-Relation verschlechterten, verringerte sich der Wertberichtigungsaufwand (einschließlich Abschreibungen von Forderungen und die Kosten von Forderungsübertragungen). Der Rückgang des Wertberichtigungsaufwands ging mit einer Verbesserung der Portfolioqualität einher: der Anteil notleidender Forderungen verringerte sich bis Ende des Jahres 2003 auf knapp 5% von 8,5% ein Jahr zuvor.

Slowakische Banken wiesen im Jahr 2003 die höchste nominelle Eigenkapitalrendite auf, die jedoch durch den Anstieg der Inflation real geschmälert wurde, wodurch die reale Eigenkapitalrendite gegenüber dem Jahr 2002 deutlich sank. Nach einem schwachen Start in das Jahr 2003 übertraf der Nettozinsertrag für das Gesamtjahr den Wert des Jahres 2002 (2,9% gegenüber 2,7% der durchschnittlichen Aktiva). Auch die Auflösung von Wertberichtigungen trug stärker als im Jahr zuvor zum Gesamtertrag bei, was das Spiegelbild des rückläufigen Anteils notleidender Forderungen (von 11,7% auf 9,4% des gesamten Forderungsbestands) darstellte. Der Rückgang der nominellen Eigenkapitalrendite war somit ausschließlich das Ergebnis der Verschlechterung der Aufwand-Ertrag-Relation.

Auch kroatische Banken konnten im ersten Halbjahr 2003 ihre Nettozinsposition gegenüber dem ersten Halbjahr 2002 verbessern. Hinzu kam, dass die laufenden Betriebsaufwendungen weniger stark als die Betriebserträge wuchsen, was zu einer deutlichen Verbesserung der Aufwand-Ertrag-Relation führte. Ausschlaggebend für die Verschlechterung

der Rentabilität war der markante Anstieg des Wertberichtigungsaufwands (im Vergleich zur Nettoauflösung von Wertberichtigungen im ersten Halbjahr 2002). Dies war jedoch nicht durch eine Verschlechterung der Portfolioqualität verursacht: Zum einen waren die Banken bestrebt, aufgrund der von der kroatischen Notenbank verfügbaren Restriktionen hinsichtlich des Zuwachses des Kreditvolumens Forderungen verstärkt abzuschreiben, um für neue Kreditvergaben „Platz zu schaffen“. Zum zweiten gab es mehrere Bankübernahmen während des ersten Halbjahrs von 2003, die ebenfalls die Bereinigung der Bankportfolios begünstigten.

In Slowenien standen fallende Nettozinsträge und Nicht-Zinsträge (in Prozent der durchschnittlichen Aktiva), sowie eine Verschlechterung des Verhältnisses des laufenden Betriebsaufwands zum Betriebsertrag hinter der Verschlechterung der Eigenkapitalrendite der Banken während des ersten Halbjahrs 2003. Auch der Aufwand für Wertberichtigungen fiel etwas höher aus als während des ersten Halbjahrs 2002, obwohl der Anteil notleidender Forderungen am Gesamtforderungsbestand von 7% Ende 2002 auf 6,5% Ende 2003 fiel.

Kapitaladäquanz

Die Kapitaladäquanz (das Verhältnis von Eigenkapital zu risikogewichteten Aktiva) bleibt in allen sechs untersuchten Ländern mit zweistelligen Prozentsätzen zufrieden stellend. In Kroatien und Ungarn ging die Rate etwas zurück, was jedoch primär auf verstärkte Geschäftstätigkeit (Zuwachs der Aktiva) zurückzuführen war, mit dem der Zuwachs des Kapitals nicht Schritt halten konnte.

Tabelle 4

Kapitaladäquanz mehrheitlich stabil

	2001	2002	H1 02	Q1–3 02	H1 03	Q1–3 03	2003
<i>Eigenkapital in % der risikogewichteten Aktiva</i>							
Kroatien	18,5	17,2	17,5	17,3	16,9	16,0	..
Polen	15,1	13,8	13,7	14,0	13,3	13,6	13,6
Slowakische Republik	19,8	21,3	21,0	22,3	22,8	22,2	21,7
Slowenien	11,9	11,9	11,4	..	11,6	..	..
Tschechische Republik	15,4	14,3	15,4	15,3	15,8	15,5	14,5
Ungarn	13,9	13,0	12,5	11,5	11,6	10,8	10,7

Quelle: Nationale Zentralbanken.

Die Kapitalmärkte der neuen EU-Mitgliedstaaten

Gemessen am nominellen BIP machen die neuen EU-Mitgliedstaaten nur etwa 5,5% des Euroraums aus. Gemessen an der Größe ihrer Finanzmärkte nehmen sich die zehn Länder in diesem Vergleich noch kleiner aus.

Die gesamten Aktiva der „Sonstigen Monetären Finanzinstitute“ (d. h. Banken ohne Zentralbank) der neuen Mitgliedstaaten beliefen sich Ende des Jahres 2003 auf etwa 353 Mrd EUR. Dies machte weniger als 2% des Werts für den Euroraum aus. Die niedrige Zahl spiegelt nicht nur die geringe geografische Ausdehnung der zehn Länder wider. Auch der Grad der Finanzintermediation ist in den meisten dieser Länder wesentlich niedriger als im Euroraum: Während Bankaktiva im Euroraum etwa 270% des Bruttoinlandsprodukts ausmachten, liegt der vergleichbare Wert in den neuen Mitgliedstaaten bei 81%, wobei die acht zentral- und osteuropäischen Staaten einen durchschnittlichen Intermediationsgrad von etwa 75% aufweisen. Dabei ist eine breite Streuung zu beobachten, mit Werten zwischen 39% (Litauen) und 105% (Tschechische Republik).

Die zehn neuen Mitgliedstaaten hatten Ende 2002 ausstehende Schuldverschreibungen, die von inländischen Emittenten im In- oder Ausland in Inlands- oder Fremdwährung begeben wurden, im Umfang von knapp 180 Mrd EUR oder 2,4% des Werts für den Euroraum. Von diesem Gesamtvolumen entfielen 82% auf die drei größten Märkte (Tschechische Republik, Ungarn und Polen). Die Märkte für Schuldverschreibungen machen in den neuen Mitgliedstaaten durchschnittlich etwa 40% des Bruttoinlandsprodukts aus, was sich im Vergleich mit dem Euroraum (105%) gering ausnimmt. Auch hier streuen die entsprechenden Größen stark, zwischen 3,4% (Estland) und 69% (Malta).

Die Aktienmarktkapitalisierung der zehn neuen Mitgliedstaaten machte im Jahr 2003 knapp mehr als 2% der Marktkapitalisierung des Euroraums aus. Die größten Aktienmärkte waren jene von Polen, der Tschechischen Republik und Ungarn. In Prozent des Bruttoinlandsprodukts spielen die Aktienmärkte in diesen Ländern ebenfalls eine eher untergeordnete Rolle: durchschnittlich 18% im Vergleich zu 48% im Euroraum. Lediglich in drei Ländern (Zypern, Estland und Malta) fungiert der Aktienmarkt als nennenswerte Finanzierungsquelle, wobei die estnische Marktkapitalisierung stark von einem Unternehmen (Eesti Telekom) getragen wird.

Was sind die wesentlichsten Gründe für diese Unterschiede? Zum einen erklärt sich der niedrigere Grad der Finanzintermediation in mehreren neuen Mitgliedstaaten mit niedrigeren Staatsschuldenquoten. Während sie in den zehn Ländern Ende des Jahres 2002 im Durchschnitt knapp 40% betrug, erreichte sie im Euroraum 69%. Zweitens spielen in der Finanzierungsstruktur des Unternehmenssektors ausländische Direktinvestitionen (einschließlich grenzüberschreitender konzerninterner Kredite) eine bedeutende Rolle. Dies dämpfte die Nachfrage nach (unternehmens-)externen Finanzierungsquellen im Allgemeinen. Weiters bot die vollständige Liberalisierung der Kapitaltransaktionen den Unternehmen (guter Bonität) Zugang zu ausländischem Kapital. Schließlich ist das Volumen der an Haushalte vergebenen Kredite trotz teils beachtlicher Steigerungsraten in den letzten Jahren noch relativ niedrig.

Bankaktiva

Stand: 31. Dezember 2003	Aktiva		Inländische Forderungen	
	in Mio EUR		in % des BIP	
Polen	112.189	88.948	60,6	48,1
Slowakische Republik	24.159	20.434	83,8	70,9
Slowenien	21.528	18.621	88,8	76,8
Tschechische Republik	79.424	60.653	104,9	80,1
Ungarn	55.980	48.845	76,4	66,7
Estland	6.302	4.986	84,9	67,2
Lettland	8.393	4.730	92,3	52,0
Litauen	6.301	5.055	39,1	31,3
Malta ¹	10.205	6.179	254,6	154,1
Zypern	28.317	20.725	255,4	183,0
Insgesamt	352.798	279.176	81,2	64,2
Insgesamt (ohne Malta und Zypern)	314.277	252.272	74,9	60,1
EU-12	19.791.100	16.028.800	272,8	221,0
Österreich	605.107	409.261	269,8	182,5

Quelle: Nationale Zentralbanken.

¹ Stand September 2003 bzw. BIP vom 4. Quartal 2002 bis 3. Quartal 2003.**Ausstehende Schuldverschreibungen**

Stand: 31. Dezember 2002	in % des BIP			
	Öffentliche Hand	Monetäre Finanzinstitute	Sonstige Kapitalgesellschaften	Gesamt
Polen	26,5	2,4	3,6	32,5
Slowakische Republik	32,6	0,1	0,5	33,2
Slowenien	27,8	18,9	0,7	47,4
Tschechische Republik	19,5	33,9	3,4	56,8
Ungarn	46,6	8,2	1,1	55,9
Estland	1,7	1,1	0,6	3,4
Lettland	10,1	1,2	0,0	11,3
Litauen	15,3	0,0	0,7	16,0
Malta	60,0	3,2	5,8	69,0
Zypern	42,3	6,9	0,5	49,7
Insgesamt	28,5	9,3	2,6	40,4
Insgesamt (ohne Malta und Zypern)	27,9	9,4	2,6	39,9
EU-12	54,0	38,0	13,2	105,2
Österreich	58,2	60,2	9,2	127,6

Quelle: EZB.

Aktienmarkt 2003

(Jahresdurchschnittswerte)	Marktkapitalisierung		Handelsvolumen	
	in Mrd EUR	in % des BIP	in Mrd EUR	in % der Marktkapitalisierung
	Polen	26,4	14,3	18,5	70,2
Slowakische Republik	2,6	9,1	0,6	22,4
Slowenien	4,8	19,8	0,9	18,3
Tschechische Republik	17,8	23,5	7,9	44,7
Ungarn	12,2	16,9	7,2	59,4
Estland	2,6	35,7	1,1	41,1
Lettland	0,8	9,0	0,1	15,0
Litauen	3,6	23,4	0,2	4,7
Malta	1,4	30,6	0,0	2,9
Zypern	4,0	35,7	0,3	6,6
Insgesamt	76,3	17,6	37,1	48,6
Insgesamt (ohne Malta und Zypern)	70,9	..	36,8	51,9
EU-12 ¹	3.470,8	47,8	4.518,9	130,2
Österreich	37,5	16,8	9,8	26,1

Quelle: Eurostat.

¹ Handelsvolumen von November 2002 bis Oktober 2003.