

Smart Investor

Das Magazin für den kritischen Anleger

SONDERBEILAGE

Investieren in Osteuropa



Mit Marktanalysen zu den zentral- und mitteleuropäischen Ländern, dem Baltikum, dem Schwarzmeerraum, den Balkanstaaten sowie der Türkei

sponsored by:

x-markets

Deutsche Bank



Editorial

Sehr geehrte Leserinnen und Leser,

um die Bewegung an den osteuropäischen Aktienmärkten zu umschreiben, genügt eigentlich ein Wort: Verve. Es steht für Schwung oder auch Enthusiasmus. Den Aufwärtstrend nicht als schwungvoll zu bezeichnen, wäre sicherlich eine riesengroße Untertreibung. Auch mischt sich bisweilen ein gewisses Maß an Enthusiasmus unters Anlagevolk, so als wüchsen die Bäume in Budapest, Warschau oder Zagreb geradewegs in den Himmel. Risiken wurden da gern mal ausgeblendet, und immer wieder schien es kurzfristig so, als sollte sich diese Unvorsichtigkeit rächen. Die Einbrüche, meist heftig und an den Dax im Frühjahr 2003 erinnernd, schüttelten die Depots durch. Osteuropa ist nun mal Emerging Markets-Terrain, und wird es auf absehbare Zeit auch bleiben. Wer diesen Schluckauf aber jedes Mal einfach aussaß, dem waren Kursgewinne praktisch gewiß. Denn jede wenn auch scharfe Korrektur war wie ein reinigendes Gewitter, auf das eine stabile Hochdruckwetterlage folgte.

Und wer würde schon negieren, daß die Ostbörsen von einem Hoch zum nächsten stürmen? Ist der offen zur Schau gestellte Optimismus für Osteuropa aber angebracht? Natürlich ist er das. Was wäre denn die europäische Wirtschaft ohne den Wachstumsmotor Osteuropa? Ist die EU, ihrem Fundament nach noch immer weitestgehend eine Wirtschaftsgemeinschaft, nicht sogar auf Wachstumsimpulse aus Osteuropa und perspektivisch sogar der Türkei angewiesen? Osteuropa hilft der EU dabei, auf den Pfad zurückzukehren, den sie einmal beschritten hat. So sie sich nicht von oben herab zeigt, wie sie das so gerne tut, werden das Baltikum, die Zentrumsländer, der Balkan und die Anrainer des Schwarzen Meeres dazu beitragen, die EU zu „verven“. Nur wenn dieser Kern der Bemühungen von Erfolg geprägt ist, können andere Politikfelder vernetzt und die strukturellen

Defizite angegangen werden. Bei aller Diskussion um das tatsächlich auch vorhandene Gefälle und die damit verbundenen Risiken wird eines deutlich:



Tobias Karow
Projektleiter

Osteuropa hat die Herausforderung der europäischen Integration angenommen und zeigt mit seiner rasanten Aufholjagd den EU-15-Staaten die Zähne. An den osteuropäischen Aktien- und Anleihemärkten wurde und wird dieses erfolgreiche Unterfangen mit enormen, fundamental auch untermauerten Kurszuwächsen belohnt. Natürlich gibt es etliche Investoren, die mit Tränen in den Augen den davongelaufenen Kursen hinterher schauen und jetzt das Ende der Hausse förmlich herbeisehnen. Freilich tauchen am Horizont bereits erste Warnsignale auf, denn gegen demographische Verwerfungen und chinesische Billigstkonkurrenz haben selbst die extrem wendigen „Osteuropäer“ noch kein Patentrezept in der Tasche. Bis diese Themen aber ernsthaft auf die Agenda rücken, werden Anleger noch zahlreiche Renditepunktchen erzielen können. In diesem Sinne wünschen wir Ihnen ein gutes „Händchen“ bei Ihren Osteuropa-Engagements sowie viele Gedankenanstöße beim Blättern durch diese Beilage.

Ihr Tobias Karow



Führender Börsenmakler in Kroatien



Trading • Portfolio Management
Anlageberatung • On-line trading
Übernahme und Platzierung der
Wertpapiere am Kapitalmarkt

Varaždin, Anina 2, +385 42 39 09 77
smihinjac@fima.com

Zagreb, Iblerov trg 5, +385 1 46 21 283
gborojevic@fima.com

Rijeka, Adamićeva 13, +385 51 31 52 52
dbrlekovic@fima.com

Osijek, Trg slobode 8/I, +385 31 20 06 22
tduran@fima.com

Zadar, Široka ulica 14, +385 23 25 14 82
zpletikosa@fima.com

New York, 25 West 45th Street,
+1 212 45 33 529
dhorvat@agco.com

Sarajevo, Topal Osman Paše 18a, +387 33 71 08 40
ahodzic@fima.ba

Beograd, Ulica 29. novembra 34/a,
+381 11 33 40 995
vpavlovic@fimaint.co.yu

www.fima.com

Inhaltsverzeichnis

3 Editorial

4 Inhalt/Impressum

Einführung

5 Vom Geheimtip zum Dauerbrenner – Osteuropas Börsen strotzen vor Kraft

7 Aktive oder passive Eroberung – Mit Fonds und Zertifikaten mit von der Partie

Marktanalysen

8 Die Zugpferde der Osteuropa-Hausse – Zentraleuropas Börsen glänzen

14 Enorme Dynamik im Ostseeraum – „Baltische Tiger“ auf Klettertour

16 Schwarzmeerländer im Aufwind – Die EU-Perspektive treibt Reformen und Kurse an

18 Balkan-Länder ringen um Anschluß – Reformphantasie lockt Investoren

20 Auf zu nEuen Ufern – Die Türkei auf dem Weg nach Europa

Interview

22 Smart Investor im Gespräch mit Steffen Scheuble, Derivate-Spezialist von X-markets

IMPRESSUM

Smart Investor

Das Magazin für den kritischen Anleger

„Investieren in Osteuropa“
Sonderbeilage des Smart Investor 10/2005

Verlag:

Verlag: Smart Investor Media GmbH
Bahnhofstr. 26,
82515 Wolfratshausen
Tel.: 08171-419650,
Fax: 08171-419656
eMail: info@smartinvestor.de
Internet: www.smartinvestor.de

Redaktion Smart Investor:

Ralf Flierl (Chefredakteur),
Falko Bozicevic (stellv.),
Tobias Karow

Redaktionsanschrift:

sh.Verlag, Fax: 08171-419641,
eMail: redaktion@smartinvestor.de

Projektleitung:

Tobias Karow

Freier Mitarbeiter:

Jürgen Büttner

Mitarbeit an dieser Ausgabe:

Atiye Adali, Michael Fuchs,
Robert Gebert, Magdalena Lammel

Gesamtgestaltung:

Robert Berger

Bildredaktion:

Tobias Karow, Andreas Potthoff

Titelseite:

Baltikum Tourismus Zentrale,
www.bilderbox.de

Bilderquellen:

Baltikum Tourismus Zentrale,
Croatian Tourism Office,
Ljubljana Stock Exchange,
www.bilderbox.de

Druck:

Rieß-Druck- und Verlags-GmbH

Haftung und Hinweise:

Artikel, Empfehlungen und Tabellen liegen Quellen zugrunde, welche die Redaktion für verlässlich hält. Eine Garantie für die Richtigkeit kann allerdings nicht übernommen werden. Bei unaufgefordert eingesandten Beiträgen behält sich die Redaktion Kürzungen oder Nichtabdruck vor.

ZKZ 61978
ISSN 1612-5479



Für Fragen und Anregungen steht der Hauptautor der Marktanalysen, Jürgen Büttner, gerne unter seiner eMail-Adresse buettner.juergen@t-online.de zur Verfügung.



oben links: Börse Ljubljana
oben Mitte: Riga
oben rechts: Dubrovnik
unten links: Budapest
unten rechts: Tallin
Mitte zentral: Bratislava

Vom Geheimtip zum Dauerbrenner

Osteuropas Börsen strotzen vor Kraft

An den mittel- und osteuropäischen Börsen schwingen die Bullen, mit kurzen Unterbrechungen, das Zepter. Getragen wird die Hausse von soliden Wachstumskennziffern der Volkswirtschaften sowie der Unternehmen. Die bis zum Mai vergangenen Jahres gespielte EU-Beitrittsphantasie wurde von der Euro-Phantasie abgelöst und trieb die Kurse immer wieder aufs Neue an. Fast schien es so, als würde die EU ihr Integrationstempo noch beschleunigen. Der gescheiterte Verfassungsentwurf aber rüttelte zahlreiche Auguren wach. Die Reife des nach wie vor völlig intakten Zyklus, der Wirtschaft und Börse – oder umgekehrt – antreibt, wird jetzt anerkannt. Die verklarte Sichtweise grenzenloser Euphorie weicht einer weitaus realistischeren Betrachtung.

Fast wie aus 1001 Nacht

Anfang der 90er Jahre transformierten sämtliche osteuropäische Länder ihre Systeme im politischen, institutionellen und ökonomischen Bereich und lösten sich damit aus der jahrzehntelangen Umklammerung der sowjetischen Domination. Bereits frühzeitig wurden im Zuge dessen die Weichen für ein „Heranrücken“ an die Europäische Union (EU) gestellt, so daß die Perspektive einer Osterweiterung der EU bis zum endgültigen Beitritt im Mai 2004 die Phantasie der Investoren beflügelte. Sie kauften Aktien, Immobilien oder eröffneten Produktionsstätten. Osteuropa profitierte überproportional vom zunehmenden Grad der Internationalisierung der Produktion

und lockte zudem durch günstige Lohnkosten, ein großes Reservoir an gut ausgebildeten Fachkräften und im EU-Vergleich günstigere Unternehmenssteuern ausländische Direktinvestitionen zahlreich an.

Dieser Kapitalzufluß sorgte für ein stetig über dem EU-Durchschnitt liegendes Wirtschaftswachstum und rasant steigende Aktienkurse. Gleiches gilt für die osteuropäischen Anleihen. Die Renditeaufschläge zum EU-Raum sind mittlerweile auf ein Minimum abgeschmolzen. Da die Gewinne der Unternehmen begünstigt durch passende Rahmenbedingungen fast ebenso schnell wuchsen wie die Kurse, sind die Bewertungen nach wie vor günstig. Schnäppchen lassen sich aber nicht mehr an jeder Ecke finden.

Eine Region reift heran

In Osteuropa sind es mittlerweile nicht mehr Existenzängste oder die Ost-West-Orientierung, die auf der Agenda stehen. Nein, es geht um Agrarsubventionen, Kohäsionsfonds und eine Verfassung für Europa. Osteuropa hat sich, nicht zuletzt weil es massiv profitiert, mit der Marktwirtschaft arrangiert. Ein überwiegender Teil der Länder wird den Rest der EU dank des rasanten Aufholprozesses beim Pro-Kopf-Einkommen innerhalb der nächsten 20 Jahre eingeholt haben. Allerdings hat die Schockwelle nach der gescheiterten EU-Verfassung ein verstärktes Nachdenken über den Fortgang der weiteren Integrati-

on ausgelöst. Vielen geht die Integration zu schnell, das Maß an Fremdbestimmung zu weit. Der Zeitplan der Euro-Einführung steht damit in Frage. Vor allem aufgrund der in den nächsten 18 Monaten in vielen osteuropäischen Ländern anstehenden Wahlen dürften nationale Problemlagen in den Vordergrund rücken. Vielleicht brauchen die Länder, bevor sie den Euro einführen, genau diese Phase der Selbstfindung. Mit dem Euro würden in vielen Ländern Osteuropas die Probleme eher verschlimmert, da es ohne einen frei konvertierbaren Wechselkurs nur noch stumpfe Waffen im Kampf gegen Inflation, eventuelle konjunkturelle Schwächen und dynamische, strukturelle Ungleichgewichte gäbe. Andererseits macht es die Flexibilisierung des Stabilitäts- und Wachstumspaktes den osteuropäischen Staaten einfacher, die Konvergenzkriterien (Verschuldung, Haushaltsdefizit, Inflation) für die Einführung des Euros zu erfüllen.

Weniger Emerging, mehr Markets

Osteuropa zählt nach wie vor zu den Emerging Markets. Vielleicht trifft dies auf die Troika Polen, Ungarn und Tschechien weniger zu als beispielsweise auf Kroatien oder die Türkei. Aber dennoch. Für Investoren ist es vielmehr die Mixtur aus politischer Stabilität, wachsender Kaufkraft und der Krisenresistenz der Länder, die das Interesse weckt. Anders als in anderen Emerging Markets muß man in Osteuropa nicht sofort wieder Angst haben, der Aufschwung gerät mit einem Regierungswechsel ins Stocken. Allerdings tangieren die steigenden Zinsen in den USA auch die osteuropäischen Börsen und sensibilisieren die Anleger für die dadurch sinkende relative Attraktivität der Ostbörsen. Zinsanhebungen in Europa könnten jederzeit eine leicht panische Reaktion der Anleger auslösen, wie zuletzt von März bis Mai dieses Jahres. Dessen sollte man sich immer bewußt sein. Damals führte die Sorge vor massiveren Zinsschritten in den USA zu einem deutlichen Kursrutsch. Mancher wähte schon das Ende der Rally herbei, aber so schnell ist der Bulle nicht totzukriegen. Im Gegenteil.

Chancenreich, aber nicht risikolos

Smart Investor analysiert auf Basis eines Makroansatzes die Volkswirtschaften und Börsenplätze Osteuropas. In die Be-

REFORMFELDER

Arbeitslosigkeit: In Osteuropa ist die Langzeitarbeitslosigkeit im Verhältnis zur gesamten Arbeitslosigkeit höher als im EU-Durchschnitt, was auf insgesamt noch unflexible Arbeitsmärkte hindeutet. Präkär ist die Lage in der Slowakei mit 60 % Langzeitarbeitslosen.

Gesundheit: Da Ausgaben für die Gesundheitsversorgung noch immer weitestgehend auf den Schultern der Öffentlichen Hand lasten und kaum private Ansätze in diesem Bereich praktiziert werden, wird der Nachholbedarf in diesem Politikfeld deutlich.

Staatsverschuldung: Viele Staaten Osteuropas sind mit milliardenschweren Projekten, so im Infrastrukturbereich, überfordert. Der Streit zwischen Regierungen und Notenbanken um die richtige haushaltspolitische Raison wird dadurch immer offener ausgetragen.

Demographie: Auch in den osteuropäischen Staaten wird sich die demographische Struktur der Bevölkerung rasant verändern. Derzeit werden derlei Tendenzen noch vom Aufholprozeß überlagert, im Zeitablauf werden die Probleme jedoch immer deutlicher zu Tage treten.

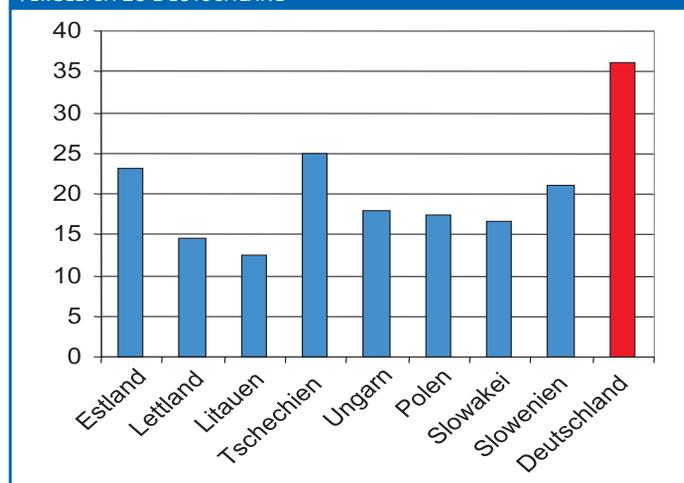
trachtung fließen neben den Klassikern Polen, Tschechien und Ungarn sowie dem Baltikum auch exotischere Plätze ein wie der Balkan oder aber die Türkei. Weiter östlich liegende Anlagenschwerpunkte wie Rußland oder die Ukraine lassen wir in dieser Sonderbeilage bewußt außen vor, weil der gesamte Raum der ehemaligen GUS-Staaten inklusive Rußland nur ansatzweise mit europäischen Maßstäben zu greifen ist. Vielleicht besteht zu einem späteren Zeitpunkt die Möglichkeit einer Analyse. Smart Investor entscheidet sich deshalb für einen Makroansatz, weil eine Anlageentscheidung für Osteuropa auf dieser Ebene leichter zu fällen ist. Zudem gibt es zahlreiche Möglichkeiten, diesbezüglich Strategien mit Fonds oder Zertifikaten umzusetzen und gleichzeitig das Risiko auf ein erträgliches Maß zu reduzieren. Bricht man die Analyse jedoch auf die Unternehmensebene herunter und engagiert sich hier, können Risiken zu schnell kulminieren, da die Informationen spärlicher fließen und das Wissen über Osteuropas Wirtschaft nur in begrenztem Maße erweiterbar ist. Von überraschenden Entwicklungen würde der Anleger daher schnell überrollt.

Fazit

Die osteuropäischen Staaten haben einen guten Teil der Wegstrecke hin zu etablierten Industrienationen bereits hinter sich gebracht. An den Börsen hat sich deshalb der Bewertungsabschlag auch entsprechend vermindert. Der Rest an Unterbewertung, der übrig geblieben ist, wird aber noch für weitere Kurszuwächse ausreichen. Als Anleger kauft man eine funktionierende, vielleicht auch mal auf kleinerer Flamme kochende Wachstumsgeschichte, die sich im Zuge der verflogenen EU-Euphorie in einem angemessenen Rahmen konditioniert und künftig nach wie vor ordentliche Renditen abwerfen dürfte. Die Zeit haushoher Überrenditen nähert sich aber ihrem Ende. So ist das eben mit der Reife.

Tobias Karow

EFFEKTIVE UNTERNEHMENSSTEUERSÄTZE IM JAHR 2004 IM VERGLEICH ZU DEUTSCHLAND



Aktive oder passive Eroberung

Mit Fonds und Zertifikaten mit von der Partie

Auch die osteuropäischen Börsen lassen sich aus Investorensicht inzwischen sehr gut mit Fonds und/oder Zertifikaten abdecken. Die Wahl hängt wie stets bei Finanzanlagen von den persönlichen Präferenzen ab.

Unterschiede!

Die beiden Produkte richten sich grundsätzlich an unterschiedliche Anlegernaturen. Fonds kauft man nicht aufgrund kurzfristiger Spekulationen. Man „vertraut“ einem Manager die Börsengeschicke an, so daß vor allem bei Spezialfonds der Expertise des Fondsmanagers eine hohe Bedeutung zukommt. Gerade

in Osteuropa ist der Anlageerfolg meist eng mit der Person des Fondsmanagers verknüpft. Zu beachten gilt es jedoch, daß nicht jeder Osteuropa-Fonds auf den Handelsplattformen, so bei Consors, handelbar ist. Weiteres Problem: Am Beispiel Osteuropa wird deutlich, daß sich große Fonds aufgrund ihres Anlagevolumens zwangsläufig auf die liquidesten Börsen bescheiden müssen. Anders dagegen Zertifikate. Diese sind für den aktiveren Anlegertyp, der das Ruder selbst in die Hand nehmen möchte. Beim Thema Osteuropa müssen sich Zertifikateanleger jedoch damit begnügen, einen Index als Ganzes oder ausgewählte Blue Chips zu kaufen. Zudem kann es wie zuletzt bei den Balkan-Zertifikaten passieren, daß der Emittent „ausverkauft“ ist, also keine Papiere mehr zu haben sind.

Auf der Suche nach Transparenz

Bei seriösen Fondsanbietern sind Management-, Performance- oder sonstige Gebühren gut aufgeschlüsselt. Oftmals wird die Transparenz in diesem Punkt auch als Verkaufsargument genommen. Bei zahlreichen Banken erübrigt sich zudem der Ausgabeaufschlag. Bei Zertifikaten ist hier schon schwieriger durchzusteigen. Durch das Einbehalten von Dividenden und den Einsatz von Optionen werden die verschiedensten Produkte dargestellt, teilweise sehr komplex. Zu beachten ist die Spanne („Spread“) zwischen An- und Verkaufskurs des Emittenten. Gerade hochkomplexe Strategiezertifikate sowie Zertifikate auf wenig gängige Basiswerte können Spannen von bis zu 5 % aufweisen. Hinzu kommen oftmals ebenfalls laufende Kosten in Form von Management- oder Performance-Gebühren. Und nicht zuletzt erfordern Zertifikate ohne Laufzeitbegrenzung („Open End“) ein perma-

VERGLEICH FONDS VS. ZERTIFIKATE		
THEMA	FONDS	ZERTIFIKATE
ANLEGERTYP	PASSIV	AKTIV
	LÄßt „MANAGEN“	MÖCHTE SELBST „DAS RUDER IN DER HAND HALTEN“
GEBÜHREN	MANAGEMENT- UND/ODER PERFORMANCE-GEBÜHREN	DIFFERENZ ZWISCHEN KAUF- UND VERKAUFKURS
		TEILWEISE MANAGEMENT- UND PERFORMANCE-GEBÜHREN
TRANSPARENZ	HOCH AUßERDEM RECHTLICHE AUFSICHT	UNTERSCHIEDLICH IM ERMESSEN DES EMITTENTEN
RECHTLICHE BEHANDLUNG	INSOLVENZSICHERES SONDERVERMÖGEN: HOHE SICHERHEIT	NACHRANGIGE SCHULDVERSCHREIBUNGEN: NIEDRIGE SICHERHEIT
SONSTIGE RISIKEN	MANAGEMENTWECHSEL	MANAGEMENTWECHSEL BEI Z.B. STRATEGIEZERTIFIKATEN
	PROZYKLISCHES VERHALTEN DER ANBIETER VON SPEZIALFONDS	PROZYKLISCHES VERHALTEN DER EMITTENTEN BEI NEUEN PRODUKTEN

nentes „Rolling-over“ von Seiten des Emittenten. Gemeint ist damit das Erneuern z.B. von eingesetzten Optionen auf den nächsten Verfallszeitraum. Die dabei anfallenden Gebühren gibt der Emittent dann als kontinuierlich steigenden Basispreis (wodurch sich der Kurs des Zertifikates ermäßigt) an den Anleger weiter. Fest steht: Know-how gibt es weder bei Fonds noch bei Zertifikaten gratis.

Im Ernstfall gut zu wissen

Nur für den Fall eines Falles ist es gut zu wissen, daß Fonds einer hohen institutionellen Sicherheit unterliegen, da es sich bei ihnen um insolvenzsicheres Sondervermögen handelt. Zertifikate dagegen sind nachrangige Schuldverschreibungen des jeweiligen Emittenten. Im Falle der Insolvenz eines Emittenten wird ein Anleger mit ziemlicher Sicherheit leer ausgehen.

Trends

Neuere Entwicklungen sind ETFs (Exchange Traded Funds), die einen bestimmten Index nachbilden (siehe auch S. 8), womit sich der Fondsanbieter der Einzeltitelauswahl und somit der notwendigen Expertise entledigt. Von rechtlichen Unterschieden einmal abgesehen bewegen sich ETFs damit im Fahrwasser von Index-Zertifikaten. Ebenfalls relativ neu ist die Mischung aus Fonds und Zertifikaten. Wenn Anleger von maßgeschneiderten Zertifikaten profitieren können, warum dann nicht auch Fonds? Im Einzelfall sollte aber genau überprüft werden, ob die doppelte Gebührenstruktur – zunächst auf Zertifikat- und dann auf Fondsebene – den Einsatz auch lohnt.

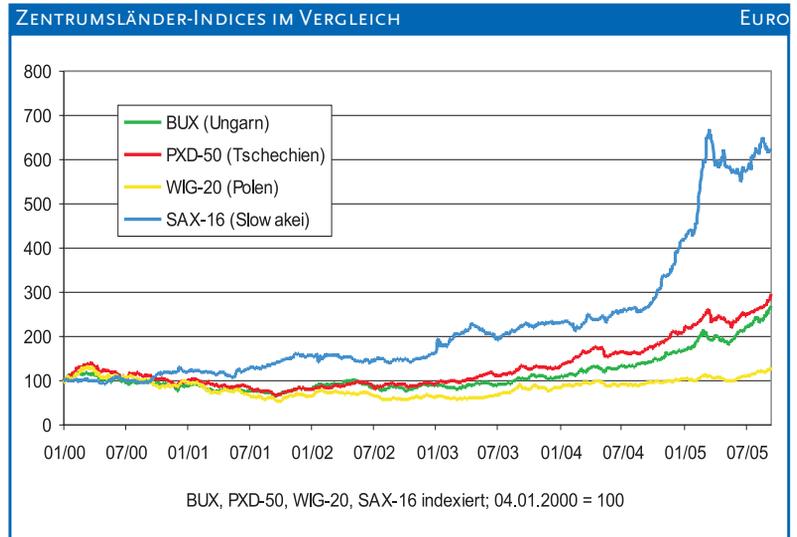
Falko Bozicevic

Die Zugpferde der Osteuropa-Hausse

Zentraleuropas Börsen glänzen

Mit angetrieben vom EU-Konvergenzprozeß eilen die Aktienmärkte in Polen, Slowakei, Ungarn und Tschechien von einem Hoch zum nächsten. Und die zumeist noch immer günstigen Bewertungen bilden eine gute Grundlage für eine Fortsetzung der beeindruckenden Hausse.

Wer an den Börsen in Zentraleuropa investiert ist, der kann sich dieses Jahr wieder einmal selbst auf die Schulter klopfen. Denn die Kurse in Bratislava, Budapest, Prag und Warschau machen das, was sie schon seit einigen Jahren tun: Sie steigen! Und während man im ersten Quartal angesichts der in der Region aufgetretenen kleinen Wachstumsdelle noch Zweifel hegen konnte, wie lange das wohl noch gut gehen kann, sieht es derzeit volkswirtschaftlich wieder besser aus. Das Wachstum hat erneut an Fahrt gewonnen. Trotz der hohen Ölpreise kamen zuletzt auch von der Inflationsfront eher positive Signale.



Quelle: Raiffeisen Centrobank



Die ungarische Börse war und ist ein echter High-Flyer

Wirtschaftswachstum zieht wieder an

Konkret beschleunigte sich das BIP-Wachstum in der 100 Mrd. US-\$ großen ungarischen Volkswirtschaft im zweiten Quartal aufs Jahr hochgerechnet auf 4,1 % (1. Quartal: 2,9 %). In der Slowakei betrug die Wachstumsrate 5,1 (5,1) %, in Tschechien ebenso 5,1 % (4,7 %). Selbst das Schlußlicht Polen erzielte mit einem BIP-Plus von 2,8 (2,1) % eine deutlich höhere Zuwachsrate als die alten 15 Euro-Länder, die im Schnitt nur auf 1,1 % kamen. Welche Fortschritte dank des höheren Wirtschaftswachstums inzwischen in Sachen Konvergenz mit den „alten“ EU-Staaten erreicht wurden, zeigt sich am Beispiel Tschechiens: Im zweiten Quartal erzielte das Land die höchste Wachstumsrate seit neun Jahren. Beim pro Kopf erwirtschafteten Bruttoinlandsprodukt dürfte Tschechien vermutlich bald zu Portugal aufschließen. Auch das Zinsniveau hat sich im Zuge des Konvergenzprozesses an jenes der EU angenähert. Lediglich Ungarn hat in dieser Hinsicht noch Nachholbedarf. Die Notenbank schwenkte zuletzt jedoch auf einen Zinssenkungskurs um, dessen Ende noch nicht absehbar ist. Gleiches gilt für Polen. Trotz des sinkenden Zinsvorsprungs strömt unterdessen weiterhin viel Kapital – angezogen durch vielfach günstigere Rahmenbedingungen und eine höhere Wachstumsdynamik – in die Region. Durch den damit verbundenen Aufwertungsdruck für die jeweiligen Landeswährungen konnten ausländische Anleger dadurch zuletzt auch Währungsgewinne einstreichen.

TAB. 1: WIRTSCHAFTSDATEN ZENTRUMSLÄNDER

LAND	POLEN	SLOWAKEI	TSCHECHIEN	UNGARN	EU-15
EINWOHNERZAHL IN MIO.	38,2	5,4	10,2	10,1	382,7
FLÄCHE IN KM ²	312.685	49.035	78.866	93.033	3.234.000
DEMOGRAPHISCHE STRUKTUR*	12,1 / 28,4	11,3 / 27,3	13,8 / 32,2	14,6 / 28,8	12,8 / 28,0
BIP-WACHSTUM 05E	3,6 %	4,6 %	4,0 %	3,4 %	1,4 %
BIP PRO KOPF 04 (IN EURO)	5.100	6.150	8.430	7.960	22.530
EXPORTANTEIL	30,9	67,3	61,8	64,5	26,3 %
LW-QUOTE**	3,2	4,2	3,79	4,3	2,3
INFLATIONSRATE 04	3,5 %	7,5 %	2,8 %	6,8 %	2,4 %
INFLATIONSRATE 05E	1,9 %	2,5 %	1,7 %	3,8 %	1,9 %
ARBEITSLOSENQUOTE 04	19,1 %	14,3 %	10,2 %	6,1 %	8,6 %
ARBEITSLOSENQUOTE 05E	18,3 %	11,5 %	9,6 %	6,8 %	8,6 %
LEISTUNGSBILANZ, IN % DES BIP 05E	-0,7 %	-3,6 %	-2,9 %	-7,4 %	0,6 %
HAUSHALTSSALDO, IN % DES BIP 05E	-4,0 %	-3,2 %	-4,0 %	-4,1 %	-2,8 %
BONITÄT*** (LAUT S&P)	BBB+	BBB-	A-	A-	AAA
LEITZINS	7,5 %	7,0 %	5,9 %	6,3 %	2,0 %
AUSLANDSINVESTITIONEN IN MRD. EURO	4,9	0,9	3,2	3,4	58,0
IEF-PLATZ****	41	36	33	35	-

*Anteil der über 65jährigen an der erwerbsfähigen Bevölkerung in % im Jahr 2005 / 2050

**Anteil der landwirtschaftlichen Produktion in % des BIP

***S&P-Rating zeigt die Einschätzung der Kreditwürdigkeit der einzelnen Länder

****Plazierung im 161 Länder umfassenden 2005er Index of Economic Freedom, der von der Heritage Foundation herausgegeben wird und den Grad an ökonomischer Freiheit mit dem Wohlstand eines Landes in einen Zusammenhang bringt

(Quelle: Bank Austria Creditanstalt, Thomson Financial, Smart Investor Research)



Tschechiens schöne Seiten: Prager Wenzelsplatz...



...sowie der Rathausplatz von Budweis

Wähler als für rigorose Sparkurse. Immerhin zeichnet sich bei den Ende September anstehenden Wahlen in Polen der Sieg einer weitgehend wirtschaftsliberalen Regierung mit der Aussicht auf weitere Reformen ab.

Globalisierung legt die Zügel an

Im Wettlauf mit inzwischen billigeren Standorten dürfen die Staaten Mitteleuropas in Zeiten der Globalisierung nicht nachlassen in ihren Reformanstrengungen. Das gilt trotz der jüngsten Wachstumsbelebung und der Tatsache, daß

die Ratingagentur Fitch unlängst die Benotung der Kreditwürdigkeit um eine Stufe auf A erhöhte, auch für Tschechien. Der in den vergangenen zehn Jahren von 10.000 auf 40.000 Seiten gestiegene Umfang der Steuergesetze deutet auf Vereinfachungsbedarf hin. Immerhin haben die Verantwortlichen den Handlungsbedarf bereits erkannt. Ein neues Reformpaket

sieht die Senkung der Einkommensteuer und der Lohnnebenkosten vor, während die Investitionen in Infrastruktur, Bildung, Forschung und Wissenschaft steigen sollen. Das dahinter stehende Ziel lautet, das Wirtschaftswachstum auf 6 % p.a. zu beschleunigen und bis 2013 das Wohlstandsniveau des EU-Durchschnitts zu erreichen.

Voll des Lobes

Das dürfte auch

das Ziel der Slowakei sein, die derzeit bei den volkswirtschaftlichen Kennzahlen am solidesten erscheint. Einen kleinen Vorsprung spiegelt auch der hauseigene Zeitplan für den Euro-Beitritt wider. Dieser ist für Anfang 2009 geplant, was durchaus reali-

Staatsverschuldung die größte Hürde auf dem Weg zum Euro

Trotz dieser Erfolge wäre es völlig falsch, die Augen vor den noch immer zahlreichen Problemen zu verschließen, mit denen sich diese Länder konfrontiert sehen. Beim Versuch die Maastrichter Konvergenzkriterien zu erfüllen, stellt dabei die Verschuldung die größte Schwierigkeit dar. Weder in Tschechien noch in Polen oder Ungarn ist bei der Sanierung der Staatshaushalte schnelle Besserung in Sicht. Vor dem Jahr 2010 ist in diesen Ländern deshalb nicht mit einer Einführung des Euro zu rechnen. Kurzfristig darf jedenfalls nicht mit übermäßigen Sparanstrengungen gerechnet werden. Der politische Terminplan, der für alle vier Länder entweder in diesem oder im nächsten Jahr Wahlen vorsieht, spricht eher für teure Wahlgeschenke an die steuerzahlenden

Tab. 2: ZENTRUMSLÄNDER-FONDS

NAME	WKN	AUFLAGEDATUM	VOLUMEN*	PERF. 1 JAHR	PERF. 3 JAHRE
GRIFFIN EASTERN EUROPEAN FUND	988 954	07.10.1998	1,36	47,0 %	162,8 %
RAIFFEISEN OSTEUROPA AKTIEN	973 205	21.02.1994	0,97	57,3 %	166,4 %
PICTET EASTERN EUROPE	694 224	01.06.1995	0,92	61,7 %	161,0 %
ADIG EUROPEAN EMERGING MARKET	933 618	13.03.2000	0,50	56,8 %	168,6 %
MAGNA EASTERN EUROPEAN	120 062	31.03.2003	0,36	53,0 %	-
DWS OSTEUROPA	974 527	06.11.1995	0,56	58,2 %	157,2 %
TEMPLETON EASTERN EUROPE	987 144	22.06.2001	0,92	49,9 %	161,5 %
DJ STOXX EU ENLARGED 15 SMEX**	A0D 8Q1	03.05.2005	-	-	-

*in Mrd. Euro; ** es handelt sich hierbei um einen börsengehandelten Indexfonds, auch ETF genannt (Emittent INDEXCHANGE); Performance seit Auflegung Anfang Mai + 45 %

stisch erscheint, und liegt damit zeitlich etwas vor dem der anderen Mitstreiter. Ohnehin hat sich die Slowakei ein Lob verdient. Dank beherzter Reformen, die dem Land im Jahr 2004 von der Weltbank schon einmal den Titel als weltweiter Top-Reformer einbrachten und deren Prunkstück eine Einheitssteuer von 19 % ist, ist man vom Nachzügler bei der EU-Integration zu einem Vorreiter in Zentraleuropa avanciert. Nicht zu Unrecht wird die Slowakei deshalb mittlerweile mitunter auch respektvoll als „Tatra-Tiger“ bezeichnet.

Rasante Aufholjagd

Seit Ende 2002 hat der Reformeifer dem slowakischen SAX-16-Index im Wettstreit mit den anderen mittelosteuropäischen Ländern die beste Performance beschert. Die gute Entwicklung spielte sich dabei aber ohne große Anteilnahme der Börsianer im Westen ab. Das hat letztlich ganz einfach mit dem begrenzten Angebot zu tun, welches die nur auf eine Marktkapitalisierung von 4,4 Mrd. Euro kommende Börse in Bratislava zu bieten hat. Die großen Unternehmen befinden sich inzwischen längst in ausländischer Hand. Für institutionelle Anleger lohnt sich eine Abdeckung kaum, da die noch gehandelten Titel zu klein sind. Wie sehr dieser Markt links liegen gelassen wird, zeigt sich daran, daß weder Bloomberg noch Thomson Financial Datastream Angaben zum KGV des Marktes anbieten. Das ist im Grunde genommen schade, denn wenn man den Angaben auf der Webseite der slowakischen Börse Glauben schenkt, dann beläuft sich das KGV auf Basis der Vorjahresgewinne gerade einmal auf rund 10. Selbst im regionalen Vergleich ist dies günstig. Aber auch die Börsen in Ungarn und Polen hinterlassen trotz der Hausse der vergangenen Jahre angesichts der günstigen Wachstums- und Gewinnaussichten keineswegs einen überbewerteten Eindruck. So kommt der ungarische BUX-Index auf Basis der für 2006 geschätzten Gewinne auf ein KGV von knapp 13, der polnische WIG20-Index liegt nur marginal darüber.

Fast schon fiebrige Emissionstätigkeit

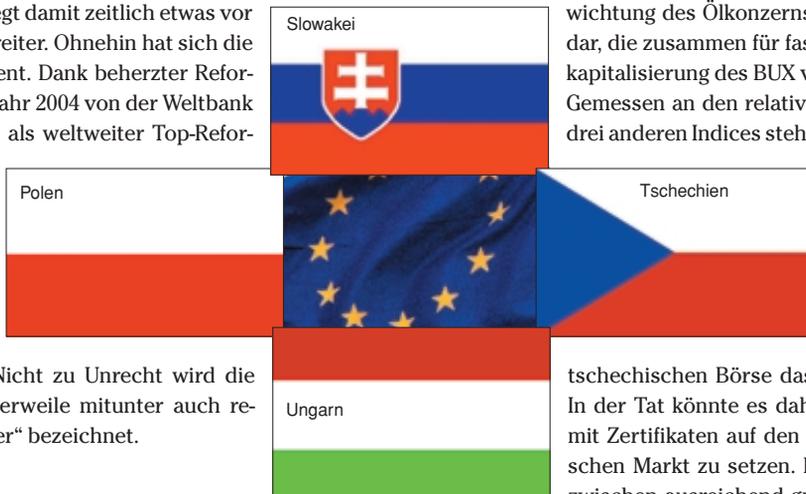
An der Warschauer Börse ist indes ein regelrechtes Emissionsfieber ausgebrochen. Nachdem in diesem Jahr bereits 20 Unternehmen den Sprung auf das Parkett wagten, könn-

ten bis Jahresende noch weitere elf Gesellschaften nachziehen. Die regere Nutzung der Börse als Finanzierungsquelle und die mit 231 gelisteten Titeln größere Auswahl macht den polnischen Markt für viele Anleger spannender als etwa die ungarische Börse. Dort werden nur 44 Gesellschaften gehandelt, einen Börsengang gab es 2005 noch nicht. Ein damit verbundenes Problem der Budapester Börse stellt auch die hohe Gewichtung des Ölkonzerns Mol und der Bank OTP dar, die zusammen für fast zwei Drittel der Marktkapitalisierung des BUX verantwortlich zeichnen. Gemessen an den relativ tiefen Bewertungen der drei anderen Indices steht der tschechische PX50-Index mit einem KGV von über 17 deutlich schlechter da. Angesichts dieses Bewertungsnachteils billigen die meisten Marktteilnehmer der

tschechischen Börse das geringste Potential zu. In der Tat könnte es daher Sinn machen, gezielt mit Zertifikaten auf den polnischen oder ungarischen Markt zu setzen. Die Auswahl ist dazu inzwischen ausreichend groß (siehe Empfehlungskosten). Lediglich Zertifikate auf die slowakische Börse gibt es noch nicht.

Mitteuropäische Börsen gut abgedeckt

Wer keine gezielte Länderwette eingehen will, wofür es aus Gründen der Risikostreuung durchaus gute Gründe gibt, der ist mit einem Zertifikat auf den CECE-Index gut bedient. Beim CECE-Index handelt es sich um einen von der Wiener Börse kreierten über-



Das Wahrzeichen der slowakischen Hauptstadt Bratislava: die Burg Quelle: Slovakia Tourism Office

TAB. 3: ZENTRUMSLÄNDER-ZERTIFIKATE

EMITTENT	BASISWERT	LAUFZEIT	WKN	TYP
LÄNDERINDICES				
ABN AMRO	WIG 20 (POLEN)	OPEN END	393 750	INDEX-ZERTIFIKAT
RAIFFEISEN CENTROBANK	PTX (POLEN)	OPEN END	RCB 1HY	INDEX-ZERTIFIKAT
DEUTSCHE BANK	PTX (POLEN)	OPEN END	774 898	INDEX-ZERTIFIKAT
DRESDNER BANK	PTX (POLEN)	OPEN END	635 185	INDEX-ZERTIFIKAT
ABN AMRO	PXD (TSSCHECHIEN)	OPEN END	393 752	INDEX-ZERTIFIKAT
COMMERZBANK	CTX (TSSCHECHIEN)	OPEN END	136 899	INDEX-ZERTIFIKAT
DEUTSCHE BANK	CTX (TSSCHECHIEN)	OPEN END	774 911	INDEX-ZERTIFIKAT
RAIFFEISEN CENTROBANK	CTE (TSSCHECHIEN)	OPEN END	RCB 1HZ	INDEX-ZERTIFIKAT
ABN AMRO	BUX (UNGARN)	OPEN END	393 751	INDEX-ZERTIFIKAT
DEUTSCHE BANK	HTX (UNGARN)	OPEN END	774 899	INDEX-ZERTIFIKAT
RAIFFEISEN CENTROBANK	HTE (UNGARN)	OPEN END	RCB 1HY	INDEX-ZERTIFIKAT
LÄNDERÜBERGREIFENDE INDICES				
ABN AMRO	CECE EURO	OPEN END	ABN 0EW	ANLAGE-ZERTIFIKATE
DEUTSCHE BANK	CECE EURO	OPEN END	DB0 BP7	ANLAGE-ZERTIFIKATE
RAIFFEISEN CENTROBANK	CECE EURO	OPEN END	163 144	ANLAGE-ZERTIFIKATE
UBS	CECE EURO	OPEN END	UB6 D46	ANLAGE-ZERTIFIKATE
STRUKTURIERTE PAPIERE				
GOLDMAN SACHS	NEW ENTRANTS OSTEUROPA	MRZ 07	GS0 AFZ	BASKET-ZERTIFIKAT
RAIFFEISEN CENTROBANK	EAST WINNER	SEP 11	985 113	GARANTIE-ZERTIFIKAT
SOCIÉTÉ GÉNÉRALE	EASTERN EUROPE	NOV 08	A0A MYL	BASKET-ZERTIFIKAT

greifenden Osteuropaindex, der die Länderindices Hungarian Traded Index (HTX), Czech Traded Index (CTX) und Polish Traded Index (PTX) umfasst. Die Berechnung erfolgt sowohl auf Euro- als auch auf Dollar-Basis, wobei wir die jeweiligen Euro-Varianten favorisieren. Ebenso wie mit den Zertifikaten auf die einzelnen Indices lässt sich mit diesem Papier einfach in die Schwergewichte der drei Kernmärkte investieren. Ebenfalls um ein sehr geeignetes Anlagevehikel, da spesengünstig, handelt es sich beim ersten börsennotierten Indexfonds, der im Mai von Indexchange eingeführt wurde. Der Dow Jones STOXX EU Enlarged 15SMEX setzt sich aus den 15 erfolgreichsten Standardwerten in Zentraleuropa zusammen, wobei hier auch die Slowakei mit einer kleineren Gewichtung einfließt. Interessant ist dieses Produkt nicht zuletzt auch aufgrund der bei einer Managementgebühr von 0,5 % vergleichsweise geringen Kosten.

Fonds-Dorado

Anders als sonst bei vielen sonstigen Weltbörsen gibt es für die Region Osteuropa übrigens auch einige interessante Fonds, denen es beständig gelingt, besser als die Indices abzuschneiden. Möglich ist das, weil viele Unternehmen nicht so intensiv von Analysten verfolgt werden wie die Konkurrenten im Westen. Guten Stockpickern wie Stefan



Die Reformen gehen auch am Warschauer Kulturpalast nicht spurlos vorüber

Böttcher von Charlemagne-Capital oder Angelika Milnerdorfer von der Raiffeisenbank ist es dadurch über die richtige Auswahl an Einzeltiteln möglich, noch Mehrwerte zu generieren. Gewiefte Fondsmanager finden speziell in der zweiten und dritten Reihe eine blühende Spielwiese vor. Abgesehen von den teilweise etwas überreizt erscheinenden schwergewichtigen Bank- und Energieaktien gibt es nämlich weiterhin viele Titel, die entweder unbeliebt, unbeachtet und unterbewertet sind und somit ein Eldorado für Value-Investoren darstellen. Bei Osteuropa-Fonds kommt es eben besonders auf die Struktur des Portfolios

(große, mittlere oder kleine Werte) beziehungsweise den Investmentstil des Fondsmanagers an, wenngleich aufgrund der hohen Wachstumsraten beinahe allen Osteuropa-Fonds ein gewisser Wachstumsappeal zueigen ist. Fonds oder Zertifikate erachten wir verglichen mit dem Kauf von osteuropäischen Einzelaktien im übrigen für die meisten Anleger als die sinnvollere Variante. Denn die wenigsten dürften über so gute Informationsquellen verfügen, daß sie die Entwicklung ihres Favoriten intensiv und zeitnah mitverfolgen können. Außerdem ist der Kauf einer Einzelaktie deutlich risikoreicher als bei einem breiter gestreuten Osteuropa-Zertifikat oder -Fonds.

Fazit

Die Börsen in Zentraleuropa haben bereits einen langen Marsch nach oben hinter sich. Da gleichzeitig aber die Gewinne mitgestiegen sind, bewegen sich die Bewertungen meistens noch im „grünen“ Bereich. Zusammen mit den günstigen wirtschaftlichen Aussichten spricht dies für einen Fortbestand der Hausse. Für Anleger, die den Aufschwung bisher verschlafen haben, ist es deshalb noch nicht

zu spät, auf den fahrenden Zug aufzuspringen. Allerdings sollte man mental dazu in der Lage sein, die immer wieder einmal vorkommenden scharfen temporären Kurskorrekturen einfach aussitzen zu können.

Jürgen Büttner

Enorme Dynamik im Ostseeraum

„Baltische Tiger“ auf Klettertour

Klein, aber fein! Damit ist kurz und knapp, aber sehr zutreffend der Zustand der baltischen Volkswirtschaften sowie der dortigen Börsen beschrieben. Die stolzen Errungenschaften der vergangenen Jahre haben den Ländern als Schlagwort den Titel „baltische Tiger“ eingebracht.

Eine richtige Erfolgsgeschichte

Respekt: Alle drei Länder haben seit 2001 ihr Bruttoinlandsprodukt jedes Jahr um mindestens 6 % gesteigert. Ausgehend von einer niedrigen Ausgangsbasis haben die Verantwortlichen jedoch selbst sehr viel hierzu beigetragen. Trotz häufiger Regierungswechsel wurden nach der Trennung von Rußland beherzt Reformen eingeleitet, so führte Estland im Jahr 2000 die weltweit erste „papierlose“ Regierung ein. Speziell im jungen Teil der Bevölkerung des Baltikums machte sich zudem schnell so etwas wie Aufbruchstimmung breit. Den damit verbundenen Elan spürte schon vor Jahren jeder, der mit offenen Augen die ehemaligen Hansestädte Tallinn, Riga und Vilnius bereiste. Begünstigt wird der wirtschaftliche Schwung (der noch einige Jahre anhalten dürfte) durch niedrige Unternehmenssteuern,



WIRTSCHAFTSDATEN BALTISCHE STAATEN				
LAND	ESTLAND	LETTLAND	LITAUEN	EU-15
EINWOHNERZAHL IN MIO.	1,34	2,32	3,44	382,7
FLÄCHE IN KM ²	45.227	64.589	65.301	3.234.000
DEMOGRAPHISCHE STRUKTUR*	14,8 / 31,2	15,3 / 30,8	13,6 / 24,9	12,8 / 28,0
BIP-WACHSTUM 05E	6,1 %	7,3 %	6,8 %	1,4 %
BIP PRO KOPF 04 (IN EURO)	6.704	4.742	5.218	22.530
EXPORTANTEIL	84,2 %	45,5 %	54,1 %	26,3 %
LW-QUOTE**	5,5 %	4,7 %	7,1 %	2,3 %
INFLATIONSRATE 04	3,1 %	7,3 %	3,0 %	2,4 %
INFLATIONSRATE 05E	3,3 %	5,8 %	3,2 %	1,9 %
ARBEITSLOSENQUOTE 04	9,7 %	8,8 %	11,4 %	8,6 %
ARBEITSLOSENQUOTE 05E	9,4 %	8,3 %	10,5 %	8,6 %
LEISTUNGSBILANZ, IN % DES BIP 05E	-10,2 %	-12,2 %	-8,0 %	0,6 %
HAUSHALTSSALDO, IN % DES BIP 05E	0,9 %	-1,1 %	-2,4 %	-2,8 %
BONITÄT*** (LAUT S&P)	A-	BBB	BBB-	AAA
LEITZINS	5,5 %	4,0 %	3,0 %	2,0 %
AUSLANDSINVESTITIONEN, IN MRD. EURO	0,7	0,5	0,6	58,0
IEF-PLATZ****	4	28	23	-

*Anteil der über 65jährigen an der erwerbsfähigen Bevölkerung in % im Jahr 2005 / 2050; **Anteil der landwirtschaftlichen Produktion in % des BIP; ***S&P-Rating zeigt die Einschätzung der Kreditwürdigkeit der einzelnen Länder; ****Platzierung im 161 Länder umfassenden 2005er Index of Economic Freedom, der von der Heritage Foundation herausgegeben wird und den Grad an ökonomischer Freiheit mit dem Wohlstand eines Landes in einen Zusammenhang bringt (Quelle: Hansabank Markets, Thomson Financial, Bank Austria Creditanstalt, Smart Investor Research)

große Innovationsbereitschaft und günstige Investitionsbedingungen. Teilweise zweistellige Wachstumsraten im zweiten Quartal 2005 sprechen eine eindeutige Sprache.

Leistungsbilanzdefizite bereiten noch Probleme

Der konjunkturelle Glanz, der sich mit fallenden Arbeitslosenzahlen und vertretbaren Staatsschulden paart, darf natürlich nicht den Blick für die Probleme verstellen, von denen auch die baltischen Staaten noch einige zu bewältigen haben. Wie es für Länder mit derart schnell wachsenden Volkswirtschaften oft typisch ist, haben alle drei Kandidaten mit hohen Leistungsbilanzdefiziten zu kämpfen. Im Falle Lettlands kommt zudem noch das Problem der Inflation hinzu, nachdem sich diese im Vorjahr immerhin auf 7,3 % belief. Damit befinden sich die drei baltischen Staaten volkswirtschaftlich gesehen auf einem guten Weg. Als Vorreiter der EU-Neulinge wollen sie zu-

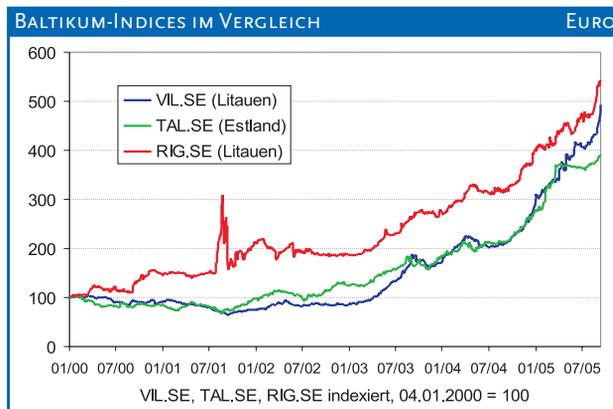


dem den Euro in den Jahren 2007 bzw. 2008 als offizielles Zahlungsmittel einführen.

Kleine Börsen, übermannsgroße Gewinne

Der Performance-Ausweis der baltischen Börsen, die sich dem Verbund um die schwedische Börse OMX angeschlossen haben, ist aller Ehren wert (siehe nebenstehender Chart „Baltikum-Indices im Vergleich“). So stieg der litauische VILSE-Index seit Anfang 2000 um 355 %, das estnische Marktbarometer TALSE um gut 400 %. Spitzenreiter war jedoch der lettische RIGSE-Index mit Zuwächsen von satten 455 %.

Mit den richtigen Einzeltiteln war teilweise sogar noch mehr drin: So explodierte die Aktie des Bauwertes Merko zwischen 1999 und 2005 von 0,25 Euro zeitweise auf 17,80 Euro. Einheimische Investoren beschleichen angesichts dieser rasanten Kurssteigerungen schon seit geraumer Zeit Zweifel, ob die Kurse der Realität nicht zu weit enteilt sind. Die estnische Fondsgesellschaft Trigon Capital hat wegen Bewertungsbedenken ihren Baltic-Fonds sogar geschlossen und in den größeren hauseigenen Osteuropa-Fonds eingebracht. Eine Studie der Hansa-



Quelle: Raiffeisen Centrobank

bank zum Aktienmarkt macht gar nur ein kaufenswertes Unternehmen unter 22 beobachteten Titeln aus.

Geringe Liquidität hält viele institutionelle Anleger fern

Ein Kurs/Buchwert-Verhältnis, das von der Hansabank auf Basis der für 2005 geschätzten Zahlen auf 2,9 veranschlagt wird, verschreckt Schnäppchenjäger. Zieht man dagegen das KGV für 2005 von 15,5 zu Rate, dann ergibt sich ein etwas vorteilhafterer Eindruck. Zusammen mit den guten Wachstumsaussichten und der damit verbundenen Chance auf steigende Unternehmensgewinne darf durchaus mit einem Fortbestand des Aufwärtstrends gerechnet werden. Streng genommen spricht dafür auch die mangelnde Größe dieser Märkte. Die Liquidität (an der kleinsten Börse in Riga beläuft sich der wöchentliche Umsatz in der Regel auf nur 1,0 bis 1,5 Mio. Euro) und die Marktkapitalisierung (der Baltic Stock Index für Blue Chips kommt auf einen Börsenwert von nicht einmal 11 Mrd. Euro) sind so niedrig, daß es den maßgebenden Akteuren möglich ist, die Kursrichtung entscheidend zu diktieren.

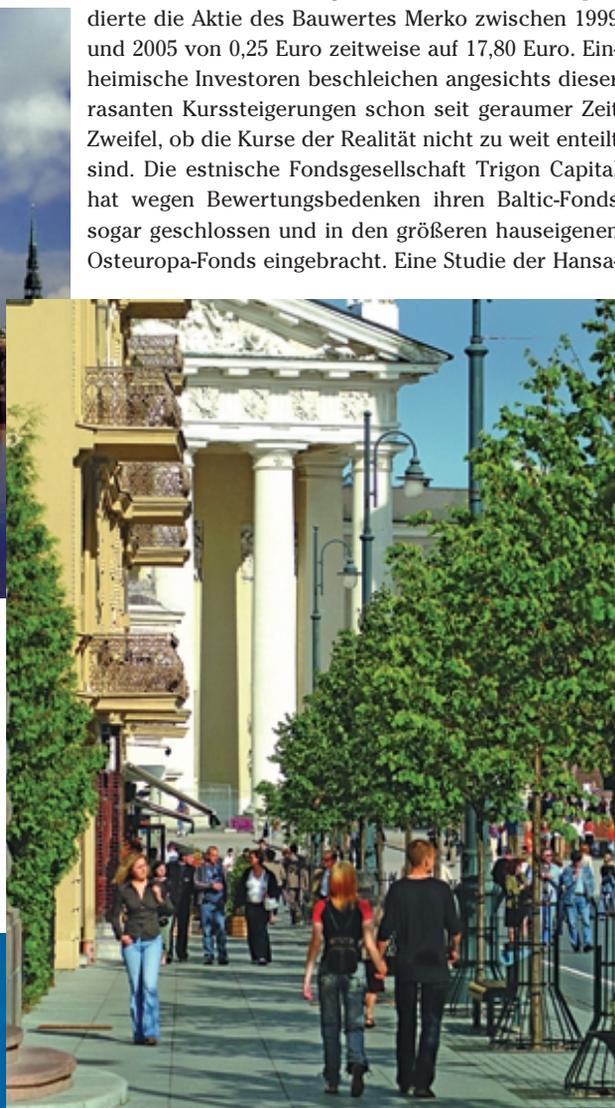
Ein Schwergewicht wird von Bord gegangen

Die geringe Größe der baltischen Börsen mag mit einer der Gründe dafür sein, warum es in Deutschland weder entsprechende Zertifikate noch zum Vertrieb zugelassene Baltikum-Fonds gibt. Auch sind baltische Aktien in Osteuropa-Fonds in der Regel nur sehr gering gewichtet. Mit der Übernahme der Hansabank durch die schwedische Swedbank und dem damit verbundenen Delisting des marktschwersten Titels hat sich diese Problematik zuletzt sogar noch weiter verschärft. Wer dennoch baltische Titel ins Depot nehmen will, dem hat die Börse Berlin-Bremen mit einem Angebot von 13 Werten aus Estland und zwei Aktien aus Litauen immerhin eine kleine Tür geöffnet.

Fazit

Die Länder Estland, Lettland und Litauen haben sich zur wachstumsstärksten Region in der EU gemauert. Mancher sieht in den Reformbemühungen ein Vorbild für die den Umgestaltungsprozeß noch diskutierenden „alten“ EU-Mitglieder. Für den Aktienmarkt spricht genau diese Enthaltensamkeit des Staates, die dem Unternehmenssektor genügend Raum für eine florierende Geschäftsaktivität gibt. Das in den vergangenen Jahren deutlich gestiegene Bewertungsniveau spricht aber für ein Vorgehen mit anzogener Handbremse.

Jürgen Büttner



Riga-Panorama mit Blick auf die Daugava/Lettland (oben), die Stadt Vilnius/Litauen (Mitte) und ein Leuchtturm auf der Insel Saaremaa/Estland (unten)

Quelle: Baltikum Tourismus Zentrale

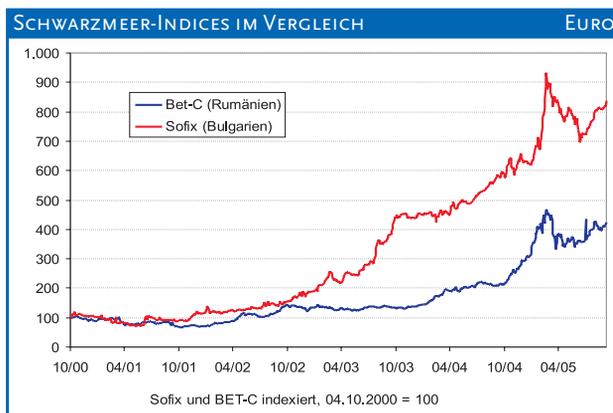
Schwarzmeerländer im Aufwind

Die EU-Perspektive treibt Reformen und Kurse an

Den ersten Zug zur EU haben Bulgarien und Rumänien noch verpaßt. Doch aufgeschoben ist nicht aufgehoben: Wenn alles glatt läuft, stoßen die Schwarzmeer-Länder im Jahr 2007 zur europäischen Staatengemeinschaft hinzu. Dies beflügelt Wirtschaft und Börse gleichermaßen.

Zwei Nachzügler holen auf

Angetrieben von der Hoffnung auf eine bessere wirtschaftliche Zukunft arbeiten Bulgarien und Rumänien mit aller Macht auf eine baldige EU-Mitgliedschaft hin. Allerdings sind beide Volkswirtschaften wirtschaftlich gesehen noch meilenweit vom EU-Durchschnittsniveau entfernt. Die Wohlstandslücke ist allerdings nicht nur ein Fluch, sondern in gewisser Weise auch ein Segen. Eine niedrige Ausgangsbasis, die Aussicht auf einen Aufholprozeß verbunden mit den sehr geringen Löhnen (der Monatslohn in Bulgarien beträgt im Schnitt 241 Euro, in Rumänien 205 Euro) rufen viele ausländische Unternehmen auf den Plan. Der Investitionsstandort Rumänien lockt außerdem mit einer Flat Tax von 16 %. Im August sank dort indes die Arbeitslosenquote auf 5,5 %, in Bulgarien liegt sie gut doppelt so hoch.



Quelle: Börsen Bukarest und Sofia

Unverkennbare Fortschritte, aber auch weiterer Reformbedarf

Durch die Reformanstrengungen wurde die Basis für in den kommenden Jahren ansehnliche Wachstumsraten von um die 6 % gelegt. Immense Hochwasserschäden bringen in diesem Jahr aber die EU-Zielvorgabe für die Staatshaushalte in Gefahr. Rumänien rechnet mit Kosten von etwa 1 Mrd. Euro, Bulgarien mit der Hälfte. Weit aus problematischer stellen sich aber die außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte dar. In Bulgarien beispielsweise verdoppelte sich das Leistungsbilanzdefizit im ersten Halbjahr 2005 auf 7 % des BIP. In blauen Briefen drückte Brüssel kürzlich seine Unzufriedenheit mit den EU-Bewerbern aus, da speziell die Reformen im Justizwesen, der Korruptionsbekämpfung und dem Wettbewerbsrecht hinterhinken. Es bleibt abzuwarten, wie die Kritikpunkte den Tenor im bald anstehenden Fortschrittsbericht beeinflussen werden. Daß die Richtung stimmt, belegt der Ritterschlag der Ratingagentur S&P: Rumäniens Kreditwürdigkeit wurde jüngst auf Investmentgrad heraufgestuft.

Ziel EU-Beitritt politisch disziplinierend

Die politischen Mehrheitsverhältnisse sind in beiden Ländern eher instabil. Trotz Zwei-Drittel-Mehrheit muß beispielsweise die neue, nach zähen Verhandlungen gebildete Regierung in Bulgarien ihren Zusammenhalt erst beweisen. Gut, daß es die EU als zentralen Anker gibt. Da alle wichtigen Parteien den Beitritt begrüßen, wird trotz vieler Differenzen letztlich doch immer wieder ein Kompromiß gefunden. Diese pragmatische Haltung half auch den Aktienkursen. So stieg der rumänische BET-C-Index seit Ende 2000 um gut 300 %, der bulgarische Sofix-Index explodierte gar

TAB. 1: WIRTSCHAFTSDATEN SCHWARZMEERLÄNDER

LAND	BULGARIEN	RUMÄNIEN	EU-15
EINWOHNERZAHL IN MIO.	7,5	22,4	382,7
FLÄCHE IN KM ²	110.994	238.391	3.234.000
DEMOGRAPHISCHE STRUKTUR*	16,1 / 29,9	13,4 / 26,6	12,8 / 28,0
BIP-WACHSTUM 05E	5,3 %	5,7 %	1,4 %
BIP PRO KOPF 04 (IN EURO)	2.510	2.720	22.530
EXPORTANTEIL	40,8 %	35,5 %	26,3 %
LW-QUOTE**	12,7	16,7	2,3
INFLATIONSRATE 04	6,2 %	11,9 %	2,4 %
INFLATIONSRATE 05E	4,0 %	8,8 %	1,9 %
ARBEITSLSENQUOTE 04	12,7 %	6,8 %	8,6 %
ARBEITSLSENQUOTE 05E	11,7 %	6,0 %	8,6 %
LEISTUNGSBILANZ, IN % DES BIP 05E	-8,5 %	-8,8 %	0,6 %
HAUSHALTSSALDO, IN % DES BIP 05E	1,0 %	-1,0 %	-2,8 %
BONITÄT*** (LAUT S&P)	BBB-	BBB-	AAA
LEITZINS	8,6 %	20,0 %	2,0 %
AUSLANDSINVESTITIONEN, IN MRD. EURO	1,6	4,2	58,0
IEF-PLATZ****	52	125	-

* Anteil der über 65jährigen an der erwerbsfähigen Bevölkerung in % im Jahr 2005/2050; ** Anteil der landwirtschaftlichen Produktion in % des BIP
 *** S&P-Rating zeigt die Einschätzung der Kreditwürdigkeit der einzelnen Länder; **** Platzierung im 161 Länder umfassenden 2005er Index of Economic Freedom, der von der Heritage Foundation herausgegeben wird und den Grad an ökonomischer Freiheit mit dem Wohlstand eines Landes in einen Zusammenhang bringt
 (Quelle: Bank Austria Creditanstalt, Thomson Financial, Smart Investor Research)

TAB. 2: SCHWARZMEER-ZERTIFIKATE

EMITTENT	BASISWERT	ENTHALTENE LÄNDER	TYP	WKN	LAUFZEIT	HEBEL
RAIFFEISEN CENTRO	OSTEUROPAKORB	KORB 1*	BASKET-ZERTIFIKAT	RCB 0T4	OPEN END	1
RAIFFEISEN CENTRO	OSTEUROPAKORB XL	KORB 2**	BASKET-ZERTIFIKAT	RCB 0T5	OPEN END	1
RAIFFEISEN CENTRO	ROTX	RUMÄNIEN***	INDEX-ZERTIFIKAT	RCB 0DS	OPEN END	1

*Rumänien, Bulgarien, Kroatien; **Rumänien, Bulgarien, Kroatien, Slowenien, Estland, Türkei; ***Romanian Traded Index

um gut 700 % – die scharfe Korrektur des Frühjahrs eingerechnet. Trotz der enormen Kursgewinne sind rumänische Aktien nur mit 16 Mrd. Euro kapitalisiert, bulgarische gar nur mit 4,5 Mrd. Euro. Allerdings hinterläßt die Hausse ihre Spuren: Die größten Unternehmen weisen mittlerweile ambitionierte KGVs von über 20 aus. Anlagepioniere sehen sich vor diesem Hintergrund entweder in der zweiten Reihe nach Kaufobjekten um oder ziehen gleich in exotischere Märkte wie Georgien und Kasachstan weiter.

Kaum Anlageangebote für deutsche Anleger

Länder-Fonds mit einer Vertriebszulassung für Deutschland existieren nicht. Die in diesem Fall etwas übereifrige Aufsichtsbehörde stuft vor Jahren Aktienmärkte beider Länder als nicht ausreichend reguliert ein, was gleichbedeutend ist mit einem K.O.-Kriterium für entsprechende Länder-Fonds. Allerdings hat die österreichische Raiffeisen Centrobank im Februar 2004 zwei Zertifikate aufgelegt, in die schwerpunktmäßig auch bulgarische und rumänische Standardwerte Eingang ge-

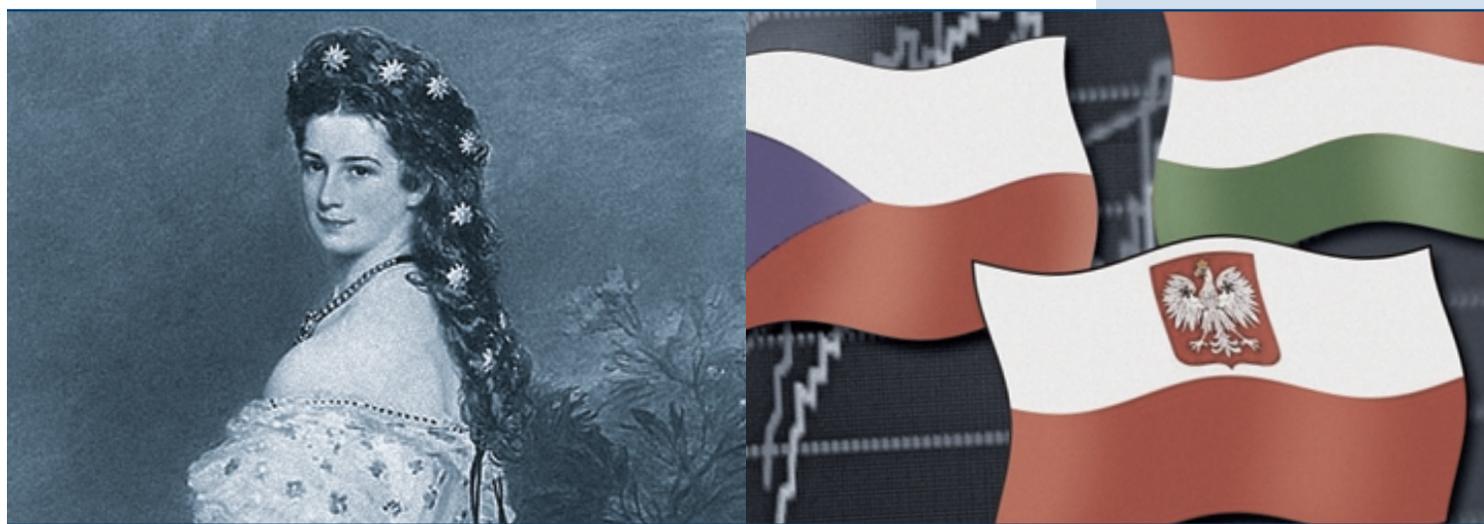
fundnen haben. Konkret setzt sich die erste Offerte, das Ost-Basket-Zertifikat, aus fünf rumänischen, vier kroatischen und drei bulgarischen Titeln zusammen. Die XL-Version enthält zusätzlich je zwei Aktien aus Estland und Slowenien sowie fünf Titel aus der Türkei. An der geleisteten Pionierarbeit der RCB ist einzig der Zeitpunkt der Emission (praktisch zum Höchstkurs) zu bemängeln. Da in den Zertifikaten ferner nur Standardwerte enthalten sind, sind sie wegen der für dieses Segment aufgezeigten Bewertungsproblematik auch aktuell nur bedingt interessant.

Fazit

Eine Verschiebung des EU-Beitrittstermins scheint in beiden Staaten nicht gänzlich ausgeschlossen. Ein Beinbruch wäre dies aber nur dann, wenn die angefangenen Reformen nicht beherzt weitergeführt würden. Dies wiederum wäre der beste Nährboden für eine ebenfalls positive Entwicklung der Börsen. Ein Manko stellt aber die inzwischen gestiegene Bewertung der Standardwerte dar sowie die leidige Tatsache, daß sich Rumänien- und Bulgarien-Anlagen bisher nur mit einem Depot vor Ort richtig spielen lassen.

Jürgen Büttner

Anzeige



Raiffeisen Centrobank - Ihr Osteuropa Spezialist

- Größte Produktauswahl an Zertifikaten auf CECE & Co
- Investieren mit Garantie, Bonus oder Hebel

Weitere Informationen erhalten Sie im Internet unter www.rcb.at oder unter der Produkthotline der Raiffeisen Centrobank unter +43(0)1 51520 - 484

Balkan-Staaten ringen um Anschluß

Reformphantasie lockt Investoren

Die volkswirtschaftlichen Rahmendaten in Bosnien-Herzegowina und Serbien-Montenegro, aber auch in Kroatien weisen teilweise noch gravierende Mängel auf. Doch aufgrund der Aussicht auf Reformen und einen langfristigen Aufschwung befinden sich die dortigen Börsen trotzdem längst auf Haussekurs.

Nachbarländer mit enormem Wohlstandsgefälle

In einer sehr heterogenen Verfassung präsentieren sich die Volkswirtschaften der Nachfolgestaaten des ehemaligen Jugoslawiens. Wie groß die Unterschiede sind, läßt sich eindrucksvoll am pro Kopf erzielten Bruttoinlandsprodukt ablesen. Während jeder Slowene fast 13.000 Euro erwirtschaftet, kommen die Kroaten auf einen nur halb so hohen Wert. Das wiederum ist aber das Dreifache von dem, was die Menschen in Bosnien und Serbien erarbeiten. In diesen beiden Ländern schrillen beim Blick auf das außerwirtschaftliche Gleichgewicht und den Arbeitsmarkt die Alarmglocken. Die erschreckend schlechten Arbeitsmarktzahlen deuten dort auf eine noch wenig funktionierende Marktwirtschaft hin. Unter dem Strich hinterläßt folglich nur Slowenien einen gefestigten Eindruck. Hiervon kann die slowenische Börse indes kaum mehr profitieren: Zwar leg-



Balkanperlen: Zagreb/Kroatien...

WIRTSCHAFTSDATEN BALKAN-STAATEN

LAND	KROATIEN	SLOWENIEN	BOSNIEN-H.	SERBIEN-M.	EU-15
EINWOHNERZAHL IN MIO.	4,4	1,9	4,2	10,6	382,7
FLÄCHE IN KM ²	56.542	20.273	51.129	102.713	3.234.000
DEMOGRAPHISCHE STRUKTUR*	15,3 / 25,1	14,6 / 34,0	10,3 / 28,3	13,1 / 24,1	12,8 / 28,0
BIP-WACHSTUM 05E	3,3 %	3,2 %	5,5 %	4,0 %	1,4 %
BIP PRO KOPF 04 (IN EURO)	6.306	12.980	1.732	2.310	22.530
EXPORTANTEIL	23,2 %	49,7 %	22,3 %	17,3 %	26,3 %
LW-QUOTE**	7,9 %	2,7 %	12,4 %	16,5 %	2,3 %
INFLATIONSRATE 04	2,1 %	3,6 %	-0,4 %	9,8 %	2,4 %
INFLATIONSRATE 05E	3,2 %	2,5 %	0,8 %	15,5 %	1,9 %
ARBEITSLOSENQUOTE 04	18,2 %	6,3 %	43,2 %	31,7 %	8,6 %
ARBEITSLOSENQUOTE 05E	18,5 %	6,2 %	-	32,0 %	8,6 %
LEISTUNGSBILANZ, IN % DES BIP 05E	-4,3 %	-0,2 %	-23,3 %	-11,1 %	0,6 %
HAUSHALTSSALDO, IN % DES BIP 05E	-5,0 %	-2,0 %	0,0 %	0,2 %	-2,8 %
BONITÄT*** (LAUT S&P)	BBB-	A+	-	BB-	AAA
LEITZINS	11,4 %	7,8 %	9,8 %	15,0 %	2,0 %
AUSLANDSINVESTITIONEN, IN MIO. EURO	975	21	400	829	58.000
IEF-PLATZ****	74	45	84	-	-

ten die Kurse von 1990 bis 2004 Jahr für Jahr zu, sie hat die Favoritenrolle aber längst abgegeben. Während die Börse in Ljubljana 2005 auf der Stelle tritt, legen die anderen drei Märkte wie schon im Vorjahr markant zu.

Bosnien-Herzegowina und Serbien-Montenegro holen auf

Sollten Bosnien-Herzegowina und Serbien-Montenegro ihre Reformen weiter beherzt fortsetzen, verfügen diese beiden Exotemärkte über immenses Aufholpotential, nicht nur in den Augen vieler Anlagepioniere. In einem frisch vorgelegten Bericht kürt die Weltbank Serbien-Montenegro zum Top-Reformer weltweit. Diesen Titel dürfte sich das Land durch ein neues Konkurs- und Wettbewerbsgesetz sowie einen Körperschaftsteuersatz von 10 % verdient haben. Gleichsam winkt

*Anteil der über 65jährigen an der erwerbsfähigen Bevölkerung in % im Jahr 2005 / 2050

Anteil der landwirtschaftlichen Produktion in % des BIP; *S&P-Rating zeigt die Einschätzung der Kreditwürdigkeit der einzelnen Länder; ****Platzierung im 161 Länder umfassenden 2005er Index of Economic Freedom, der von der Heritage Foundation herausgegeben wird und den Grad an ökonomischer Freiheit mit dem Wohlstand eines Landes in einen Zusammenhang bringt (Quelle: Bank Austria Creditanstalt, Thomson Financial, Smart Investor Research)

jedem Investor, der 10 Mio. Euro investiert und mehr als 100 Arbeitsplätze schafft, eine zehnjährige Steuerbefreiung. Auch Bosnien-Herzegowina konnte zuletzt den einen oder anderen Pluspunkt sammeln. Dank Maßnahmen gegen das ineffiziente Steuersystem flossen in den ersten acht Monaten des Jahres 710 Mio. Euro an indirekten Steuern in die Staatskasse – so viel wie im gesamten Vorjahr. Die für das kommende Jahr geplante einheitliche Mehrwertsteuer in Höhe von 17 % dürfte die Einnahmeseite weiter nachhaltig stabilisieren.

Verschobener EU-Beitrittstermin lähmt Kroatien

Bei so vielen Erfolgen im nahen Umfeld muß sich Kroatien anstrengen, um nicht zurückzufallen. Der wegen der als ungenügend beurteilten Kooperationsbereitschaft mit dem Haager Tribunal verschobene EU-Beitrittstermin hat aber zu einer Verlangsamung der Reformanstrengungen geführt. Vermutlich sank auch deshalb das BIP-Wachstum im ersten Halbjahr mit +1,8 % auf den niedrigsten Wert seit 1999. Damit bildet Kroatien beim Wachstum das Schlußlicht in Südosteuropa. Dazu paßt die Meldung, wonach Kroatien in der Studie der Weltbank nur Platz 118 unter den 155 berücksichtigten Ländern in punkto Wirtschaftsfreundlichkeit belegt und damit die schlechteste Platzierung aller osteuropäischen Staaten innehat. Da sich

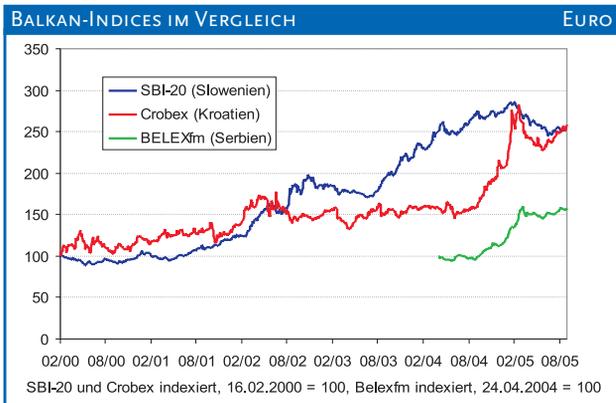


...das moderne Ljubljana/Slowenien...
Quelle: Ljubljana Stock Exchange

auf dem kroatischen Kurszettel aber noch etliche günstig bewertete Unternehmen (unter anderem aus dem wachstums-trächtigen Tourismus-Sektor) finden, bietet auch diese Börse durchaus noch immer Kurschancen.

Keine Outperformance-Garantie

Am Aktienmarkt in Ljubljana ist es dagegen schwierig geworden, unterbewertete Titel zu finden. Deshalb könnte der zula-sten Sloweniens vollzogene Wachwechsel in der Performance-Rangliste länger Bestand haben. Wer sich auf die beschriebenen Märkte einlassen will, sollte bedenken, daß es sich um sehr kleine Börsen handelt. So beläuft sich die Marktkapitalisierung in Serbien auf gerade einmal 5,5 Mrd. Euro, und selbst der



Quelle: Börsen Ljubljana, Zagreb, Bank Austria Kreditanstalt

Marktwert kroatischen Unternehmen beträgt nur rund 17 Mrd. Euro. Die slowenische Börse präsentiert sich zudem als ein sehr abgeschlossener Markt, halten Ausländer dort doch nur einen einstelligen Prozentsatz aller Aktien. Wie klein letztlich auch dieser Markt ist, zeigt sich daran, daß die Marktkapitalisierung gemessen am BIP nur 7 % ausmacht.



...sowie der Adria-hafen von Rovinj
Quelle: Croatian Tourism Office

Fazit

Bequem vom Schreibtisch aus lassen sich alle vier Märkte nicht erobern. Außer dem kroatischen Generikahersteller Pliva, der gerade in einer Wachstumskrise steckt, wird an deutschen Börsen keine Aktie aus diesen Ländern gehandelt. Auch Aktienfonds mit einem Schwerpunkt in diesen Märkten sind hierzulande nicht zum Vertrieb zugelassen. Im Ausland existierende Fonds dieser Art sind aufgrund steuerlicher Nachteile uninteressant. Bleiben als Mini-Option die von der österreichischen Raiffeisen Centrobank aufgelegten Ost-Basket-Zertifikate, in die auch kroatische respektive slowenische Werte Eingang gefunden haben. Wer an das vermutlich weiterhin vorhandene Kurspotential glaubt, dem bleibt somit letztlich nichts anderes übrig, als direkt vor Ort zu agieren. Als Partner bietet sich der kroatische Broker FIMA an, der in Kroatien sowie in den Nachbarländern aktiv ist.

Jürgen Büttner

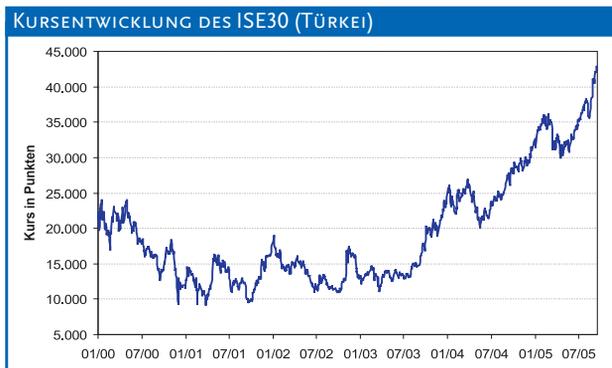
Auf zu nEUen Ufern

Die Türkei auf dem Weg nach Europa

Die Türkei ist ein stolzes Land. An der Börse in Istanbul gehört es mittlerweile zum guten Ton, mit Wachstumswahlen der eigenen Volkswirtschaft zu hausieren. Ob hier vielleicht bereits etwas Übermut mitschwingt? Wohl eher nicht. Noch nicht.

Der europäische Patient: Türkei

Ihre letzte schwere Finanzkrise mußte die stark vom Öl abhängige türkische Wirtschaft im Jahr 2001 meistern. Mit dem neuen Ministerpräsidenten Tayyip Erdogan weht jedoch ein frischerer Wind. Zunächst einmal existiert als langfristige Perspektive inzwischen der EU-Beitritt. Termin für den Auftakt zu den Beitrittsverhandlungen ist der 3. Oktober. Allerdings dürfte die Türkei weit länger als die osteuropäischen Länder brauchen, um die 31 Kapitel des Aquis communautaire erfüllen zu können. Daneben entwickelt sich die Inflation durch Produktivitätsverbesserungen zurück. Preisniveausteigerungen von etwa 10 % muten dennoch



Quelle: Deutsche Bank

Verschiebung der Strafrechtsreform. Ferner unterstellen die Traditionalisten ihrem Ministerpräsidenten, er betreibe mit der Privatisierung den Ausverkauf des Landes. Wie begehrt türkische Firmen sind, zeigt die geplante Veräußerung des Stahlkochers Erdemir. Hier steht das internationale „Who is who“ der Stahlbranche Schlange: Mittal, Posco, Arcelor usw. Gleiches galt für den Ölkonzern Tupras. In der Zypern-Frage ist eine endgültige Lösung des seit der Invasion der Türken im Jahr 1974 schwelenden Konflikts mit Griechenland ebenfalls noch nicht in Sicht. Zuletzt verschärfte die EU gar ihren Ton und brachte damit ihre diesbezügliche Ungeduld klar zum Ausdruck, vom Pulverfaß „Kurdenproblematik“ ganz zu schweigen.

„ Die junge türkische Republik wird ihre Grundsteine nicht auf Bajonette, sondern auf der Wirtschaft errichten. “

Kemal Atatürk (1923)

an wie aus einer anderen Welt. Schließlich sollen Privatisierungen zur Reduzierung der Staatsverschuldung beitragen: Der Internationale Währungsfonds (IWF) hatte weitere Kredite mit genau dieser Forderung verknüpft.

Unzählige Baustellen

Immer wieder wird außerhalb der „westlichen“ Ballungszentren von in höchstem Maße unsicheren Investitions- und Arbeitsbedingungen berichtet. Um so unverständlicher ist die mehrmalige

Aufbruchstimmung ist greifbar

Von der Aufnahme der Beitrittsverhandlungen mit der EU kann man dennoch einen weiteren Schub für die türkische Wirtschaft erwarten. So winkt der Industrie, die bereits gut ein Viertel der Wirtschaftsleistung ausmacht, eine Vielzahl neuer Aufträge. Aber auch Handel und Gastgewerbe, die ein weiteres Fünftel der Wirtschaft ausmachen, gelten als Nutznießer. Die Struktur der Volkswirtschaft wird aber auch noch von der Landwirtschaft ge-

TAB. 1: TÜRKEI-FONDS

NAME	WKN	AUFLAGEDATUM	VOLUMEN*	PERF. 1 JAHR**	PERF. 3 JAHRE**	BESONDERHEIT
DWS TÜRKEI	A0D PW3	13.06.2005	7,7	-	-	FINANZWERTE 52 %
EMIF TURKEY	592 897	04.12.2000	17,6	56,2 %	-	FINANZWERTE 50,5 %
ESPA STOCK ISTANBUL	694 675	14.08.2001	48,2	66,3 %	280,5 %	FINANZWERTE 42 %
FORTIS L FUND EQUITY TURKEY C	A0D 87K	27.04.2005	33,1	-	-	FINANZWERTE 40 %
HSBC GIF TURKISH CONVERGENCE AC	A0D 9FL	22.03.2005	12,1	-	-	RENTENANTEIL 60 %
JP MORGAN MIDDLE EAST EQUITY	988 237	18.05.1998	222,0	62,1 %	190,2 %	TÜRKEI-ANTEIL 32 %
MAGNA TURKEY FUND A	A0D N7J	15.12.2004	37,5	-	-	FINANZWERTE 57 %
TÜRKEI 75 PLUS (IPCONCEPT)	989 402	16.12.1998	37,9	38,2 %	112,6 %	BANKEN BILDEN TOP 3

*in Mio. Euro; ** (-) wegen Auflegung innerhalb der letzten 12 Monate keine Performancedaten verfügbar

TAB. 2: TÜRKIE-ZERTIFIKATE

EMITTENT	BASISWERT	TYP	WKN	LAUFZEIT	HEBEL
ABN AMRO	DJ TURKEY TITANS 20	INDEX-ZERTIFIKAT	ABN 4HJ	OPEN END	1
DEUTSCHE BANK	ISE NATIONAL 30	INDEX-ZERTIFIKAT	DB0 AMD	OPEN END	1
RAIFFEISEN CENTRO	OSTEUROPA-BASKET	BASKET-ZERTIFIKAT	RCB 0T5	OPEN END	1
ABN AMRO	ISE NATIONAL 30	MINI LONG	ABN 0L2	OPEN END	2,1
GOLDMAN SACHS	DJ TURKEY TITANS 20	OPTIONSSCHEIN CALL	GS6 D8Q	16.12.2005	3,3
ABN AMRO	TÜRKISCHE LIRA	ZINS-ZERTIFIKAT	918 722	OPEN END	1

Möglichkeit, Goldman Sachs mit einem Optionsschein auf den DJ Turkey Titans ebenso.

Das etwas andere Türkeiengagement

Einen Aktienkorb mit einem 56 %igen Türkeianteil hat die Raiffeisen Centrobank zusammengestellt. Dieser enthält unter anderem fünf türkische Blue

kennzeichnet. Der primäre Sektor trägt weiterhin 12 % zum BIP bei, jedoch mit schrumpfender Tendenz. Im Vergleich zur EU ist dieser Anteil aber noch unverhältnismäßig hoch. Positiv zu wirken beginnt die sinkende Inflation, da mit ihr die Leitzinsen auf nunmehr 15,5 % gesenkt werden konnten. Aber auch der Ausbau der Sonderwirtschaftszonen in unterentwickelten Regionen und der enorme Konsolidierungsdruck auf die Staatsfinanzen wirken insgesamt stimulierend.

Eine Börse im Zwiespalt

Was im Vergleich zu den „Tigern“ Osteuropas noch fehlt, sind zunehmende Direktinvestitionen. Damit wäre dann das Puzzle für einen langfristigen Wirtschaftsaufschwung komplett. Immerhin werden die Wachstumsraten bis 2020 bei vermutlich 5 % pro Jahr liegen, begünstigt auch durch eine demographisch komfortable Situation. In der Türkei leben im Verhältnis extrem viele junge Menschen. Ähnlich wie bei vielen Börsen Osteuropas dominieren auch in Istanbul Bankenwerte das Bild. Daneben ist der Aktienmarkt mit Brauerei-, Raffinerie- und Medientiteln relativ breit diversifiziert. Das durchschnittliche KGV am türkischen Markt liegt für 2005 knapp unter 13 und damit weit unter dem historischen Mittelwert von 17. Angesichts der politisch instabilen Lage gibt es nicht wenige, die dem Markt nunmehr unterdurchschnittliches Potential zutrauen.

Ausgesprochen breite Fondspalette

Zahlreiche Türkei-affine Fonds werben um die Gunst der Anleger. Allerdings gibt es nur wenige Fonds, die auf eine mehr als dreijährige Historie zurückblicken. Wie groß die Nachfrage nach Türkei-Produkten aber ist, zeigt die Tatsache, daß allein 2005 drei neue Fonds aufgelegt wurden. Bei Antizyklikern gehen daher die Warnlampen an. Hat die Finanzindustrie etwa bereits das meiste verpaßt und läuft dem Trend hinterher? Bemerkenswert an den Portfolios ist der oftmals hohe Anteil an Finanzwerten. Steigen die Leitzinsen, vielleicht auch mal unverhofft, könnte sich dies schnell als Klumpenrisiko erweisen. Allerdings lieferten Bankaktien in Ländern mit einer vergleichbaren Ausgangslage in der Vergangenheit stets überproportionale Performancebeiträge.

Zwei Indices, wahlweise mit Hebel

ABN Amro bietet auf den Dow Jones Turkey Titans 20 ein Open-End-Zertifikat an, der die 20 größten türkischen Unternehmen umfaßt. Der breitere, von der Deutschen Bank (auch von ABN Amro) abgebildete ISE National 30-Index beinhaltet auf den ersten Blick lediglich 10 Werte mehr als die erstgenannte Benchmark. Jedoch gibt es Unterschiede in der Wertentwicklung. Im Halbjahresvergleich differiert sie um stattliche 2 %: An die 18,5 % der „Türkischen Titanen“ kommt der marktbreitere ISE-30 nicht heran. Möchte der Anleger diese satten Zuwächse noch hebeln, bietet die ABN hier mit zwei Mini-Long-Zertifikaten eine einfache

Chips (siehe auch Schwarzmeer-Zertifikate auf Seite 16), die auch in den beiden großen Indices enthalten sind. Das Papier hatte im Zuge der Korrektur an den Ostbörsen einen etwas holprigen Start, konnten aber kürzlich, vor allem getrieben durch den Türkei-Anteil, ein neues Allzeithoch erklimmen. Für Anleger, denen die Börse in Istanbul aufgrund der enormen Zuwächse schlicht zu heiß gelaufen ist, bietet ABN schließlich die Möglichkeit, in die Türkische Lira zu investieren. Das Zinszertifikat ist eine Wette auf den Wechselkurs zum Euro sowie fallende Zinsen in der Türkei. Da dieser Trend abzusehen ist, wäre dies eine von vielen kaum wahrgenommene Form einer smarten Türkei-Investition.

TAB. 3: WIRTSCHAFTSDATEN TÜRKIE

LAND	TÜRKIE	EU-15
EINWOHNERZAHL IN MIO.	69,62	382,7
FLÄCHE IN KM ²	769.630	3.234.000
DEMOGRAPHISCHE STRUKTUR*	6,1 / 18,2	12,8 / 28,0
BIP-WACHSTUM 05E	5,2 %	1,4 %
BIP PRO KOPF 04 (IN EURO)	3.688	22.530
EXPORTANTEIL	29,7 %	26,3 %
LW-QUOTE**	13,1 %	2,3 %
INFLATIONSRATE 04	11,3 %	2,4 %
INFLATIONSRATE 05E	9,2 %	1,9 %
ARBEITSLOSENQUOTE 04	10,6 %	8,6 %
ARBEITSLOSENQUOTE 05E	9,8 %	8,6 %
LEISTUNGSBILANZ, IN % DES BIP 05E	-13,7 %	0,6 %
HAUSHALTSALDO, IN % DES BIP 05E	-8,1 %	-2,8 %
BONITÄT*** (LAUT S&P)	B-	AAA
LEITZINS	14,25 %	2,0 %
AUSLANDSINVESTITIONEN, IN MRD. EURO	0,9	58,0
IEF-PLATZ****	112	-

*Anteil der über 65jährigen an der erwerbsfähigen Bevölkerung in % im Jahr 2005 / 2050; **Anteil der landwirtschaftlichen Produktion in % des BIP; ***S&P-Rating zeigt die Einschätzung der Kreditwürdigkeit der einzelnen Länder; ****Platzierung im 161 Länder umfassenden 2005er Index of Economic Freedom, der von der Heritage Foundation herausgegeben wird und den Grad an ökonomischer Freiheit mit dem Wohlstand eines Landes in einen Zusammenhang bringt (Quelle: Bank Austria Creditanstalt, Thomson Financial)

Fazit

In den Augen der Anleger steht die Türkei für wirtschaftliche Prosperität und einen mit fast unbändiger Kraft nach oben strebenden Aktienmarkt. Auf der anderen Seite ist das Entwicklungsgefälle im Land enorm, die rechtsstaatliche Qualität nur ansatzweise ausgeprägt. Auch wirken die für Westeuropäer oftmals nur schwer nachvollziehbare Traditionen wie Bremsklötze. Die Türkei muß jetzt das ihr entgegengebrachte Vertrauen langfristig rechtfertigen. Andernfalls könnte sich der zur Schau gestellte Stolz schnell als Boomerang erweisen.

Tobias Karow

„Die Hausse nährt die Hausse“

Smart Investor im Gespräch mit dem X-Markets-Derivatespezialisten Steffen Scheuble über künftige Renditebringer, enge Märkte und ausbaubare Produktofferten

Smart Investor: Herr Scheuble, wo vermuten Sie in Osteuropa die nächsten Erfolgsstorys?

Scheuble: Momentan sind es ganz klar die etablierten Osteuropa-Märkte, die im Focus stehen. In alles andere, was darüber hinausgeht, kann man nur schwer investieren, beispielsweise in Ländern wie etwa Rumänien. Sehr langfristig könnten dies sicherlich Volkswirtschaften sein, die auch für Anleger interessant werden könnten. Momentan sind die Märkte dort aber schlichtweg zu eng. Ein Handelsplatz, der das Potential hat nachzurücken, ist unter anderem die Ukraine. Leider muß man sagen, daß von Unternehmen, die wir uns angeschaut haben, derzeit kein einziges handelbar ist. Spannend bleibt darüber hinaus aber die Türkei-Geschichte, weil dort eine gewisse Eigendynamik zu erkennen ist. Allerdings legen momentan alle osteuropäischen Aktienmärkte eine Dynamik an den Tag, die ein Engagement dort so reizvoll macht.

Smart Investor: Kann denn die Aufwärtsbewegung noch lange so weitergehen?

Scheuble: Wie sagt man so schön: Die Hausse nährt die Hausse. Ich sehe derzeit deshalb keinen Grund, warum der Trend stoppen sollte. Auch die EU-Integration wird sicherlich das mitbestimmende Thema bleiben.

Smart Investor: Und was treibt Anleger demnach in die osteuropäischen Aktienmärkte?

Scheuble: Schauen Sie sich doch an, wo es interessante Möglichkeiten gibt, sein Geld zu investieren. In den etablierten Märkten wie etwa Deutschland, Europa oder den USA fehlt einfach das Wachstumspotential. Deshalb weicht man automatisch auf Emerging Markets aus. Das Ganze geschieht natürlich unter einem höheren Risiko, denn eine Börse wie zum Beispiel Istanbul kann schneller einbrechen als der Dax.

Smart Investor: Genau das konnte man ja von März bis Mai dieses Jahres beobachten.

Scheuble: In dieser Phase ging es kräftig nach unten, was natürlich zu einem guten Teil auch politisch motiviert war. Betrachtet man nun die Investitionsebene, dann erkennt der Anleger schnell, wie wichtig Diversifikation in diesen Ländern ist und wie gefährlich es sein kann, nur auf Einzelinvestments zu setzen.

Smart Investor: Hier kommen also Ihre Produkte ins Spiel. Wie sieht Ihre Zertifikatepalette mit Blick auf Osteuropa aus?

Scheuble: Die Basis stellen sicherlich Indexzertifikate auf osteuropäische Indices dar. Als zweites bieten wir klassische Diskont-

zertifikate an, um mit Rabatt in einzelne osteuropäische Werte zu investieren. Für den spekulativen Investor haben wir schließlich Hebelprodukte, sprich: Optionsscheine, im Sortiment.

Smart Investor: Wie funktioniert denn eigentlich die „Produktion“ eines Indexzertifikates?

Scheuble: Wichtig für uns sind die Werte, die wir auch handeln können. Nehmen Sie zum Beispiel den Dax, hier können Sie mit dem Future ein extrem liquides Instrument handeln. Das drückt sich auch im Spread aus, der bei gerade einmal 2 Dax-Punkten liegt. In Osteuropa ist es schwieriger, weil wir eigentlich keine Futures haben. Das heißt, wir handeln den Index und kaufen sämtliche Einzelaktien. Da ist es dann wichtig, daß die einzelnen Werte auch liquide handelbar sind. In diesem Zusammenhang sind Polen, Ungarn und Tschechien die eigentlich handelbaren Märkte. Sehr viel, was investierbar ist, auch von der Größe her, haben wir folglich schon abgedeckt.

Smart Investor: Gibt es trotzdem Themen mit Osteuropabezug, die Sie konkret in Planung haben?

Scheuble: Wir bessern noch mal in der Türkei nach, weil der Markt momentan einfach läuft. Vielleicht warten wir da aber bis nach der Wahl in Deutschland, da sich an der politischen Front noch etwas tun kann. In Rußland ist es sicherlich der Bereich Energie und Öl, wo wir unsere Palette um den einen oder anderen Wert ergänzen. Erst vor kurzem haben wir mit der Holdinggesellschaft Sistema, dem Mobilfunker MTS und Novatek nochmals drei russische Werte aufgenommen. Diese beiden Märkte stehen bei uns im Focus, wenn man mal die nächsten ein bis drei Monate betrachtet.

Smart Investor: Herr Scheuble, vielen Dank für das aufschlußreiche Gespräch.



Steffen Scheuble

Interview: Tobias Karow