

Wenig Impulse auf CEE-Aktienmärkten, Aussichten moderat

05.07.2011

Märkte erscheinen stark stimmungsgetrieben; Ereignisse in Griechenland als wichtige Einflussgröße

Liquidität weiterhin entscheidendes Thema, trotz gesteigertem Umsatz in CEE8 von +9% m/m

Wirtschaftswachstum in Europa noch auf Schiene, verliert jedoch an Schwung

Agrund der aktuellen politischen und wirtschaftlichen Turbulenzen in Griechenland, erscheinen die Märkte in Zentral- und Osteuropa (CEE) stark stimmungsgetrieben. Entsprechend der Einschätzung der Erste Group Analysten bleibt die Liquidität auch weiterhin ein zentrales Thema, gerade im Bezug auf globale Geldflüsse und aktive Allokationen.

Eine durchaus positive Einschätzung der Liquiditätslage ergibt sich aus den Ergebnissen des aktuellen ZEW-Erste-Stimmungsindicators [1]. Mehr als die Hälfte der Befragten (62%) erwarten eine steigende Liquidität auf den CEE-Aktienmärkten. Weiters geben mehr als 80% an, dass sie für diese Märkte bessere Liquiditätszuflüsse erwarten würden, als für die Aktienmärkte der Eurozone. Die Umfrage-Ergebnisse spiegeln jedoch einen eher langfristigen Trend wider. Im Vergleich zu den globalen Aktienmärkten, fällt der Anteil jener, die sich für die CEE-Märkte aussprechen, etwas knapper aus.



[Download \[jpg; 153.4 KB\]](#)

„Eine weitere Sorge, die ganz allgemein auf den Aktienmärkten lastet, sind die Wachstumserwartungen. Unsere Analyse der Spreads zwischen der Veränderung des OECD CLI [1] auf 12-Monatssicht und der entsprechenden 12-Monats-Performance der Einzelindizes bestätigt, dass die Aktienbörsen weit davon entfernt sind, mögliche Aussichten euphorisch einzupreisen. Sie spiegeln eher eine Abschwächung der Wachstumsraten wider. Damit leiden die Aktienmärkte hauptsächlich an fehlenden Impulsen“, erklärt Henning Eßkuchen, Co-Head CEE Equity Research und Autor des Reports.

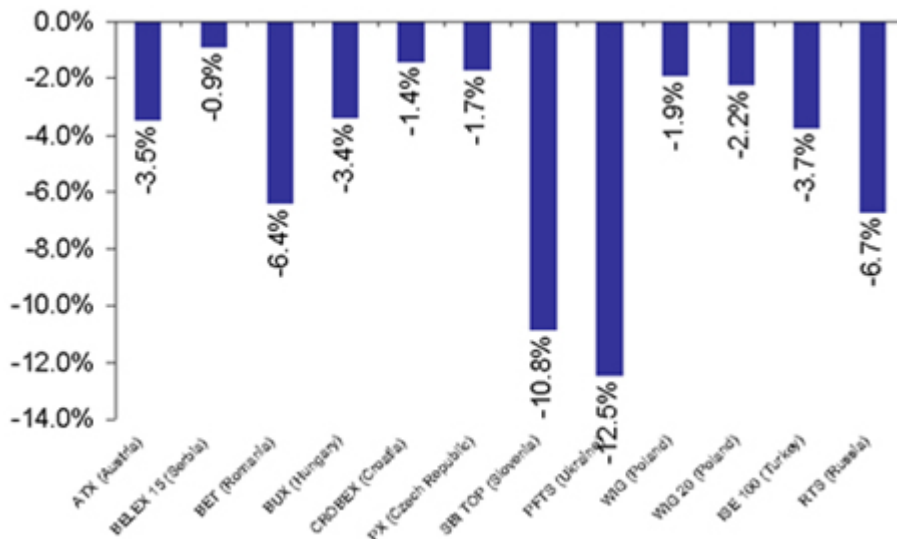
Die Fundamentaldaten betreffend, ist die CEE-Region den Konsenszahlen nach immer noch sehr fair bewertet. Mit sinkenden Wachstumserwartungen sind auch die Bewertungen zurückgegangen, wodurch die Märkte nach wie vor attraktiv bewertet sind.

„Die wichtigste Schlussfolgerung für einen Ausblick auf 3Q lautet, dass die marktbeherrschenden Themen, wie die Schuldenproblematik in Griechenland, etc. und die damit in letzter Zeit etwas positiveren Meldungen, den Aktienmärkten kurzfristig etwas Dynamik verleihen werden. Begünstigt sollte eine solche Entwicklung durch die im 2Q stark unter Druck geratenen Kursniveaus werden, auf deren Basis eine kleine Rallye möglich erscheint. Angesichts der immer noch mageren Geldflüsse und der Konsens-Erwartung einer weiteren Wachstumsabschwächung und ins Negative drehender/im negativen Bereich verharrender Gewinnrevisionen erwarten wir für das 3Q jedoch keine Wunder“, meint Eßkuchen.

Länderallokation

Die Empfehlungen des quantitativen Modells sind vor allem von der Marktgröße geprägt, was bei einer Betrachtung der tatsächlichen Geldflüsse wenig überraschend ist. Zudem haben Bewertungen einen großen Einfluss.

„Allerdings werden die Bewertungen alleine nicht ausreichen, so lange nicht ausreichend Liquidität zur Anhebung der Werte vorhanden ist. Im dritten Quartal ist noch kein deutlicher Durchbruch auf den Aktienmärkten zu erwarten. Angesichts positiver Meldungen aus Griechenland und den USA, könnte es im besten Fall zu einer Erholung des tiefen Niveaus kommen, das im zweiten Quartal erreicht wurde“, so Eßkuchen.



2Q 2011 = 3month performance, closing price 01.07.2011; Quelle: Factset Partners, Erste Group

Österreich – Solide neutral. Angesichts der im laufenden Jahr deutlich rückläufigen Umsätze an der Wiener Börse (im Jahresvergleich akkumuliert -23% auf Basis von FESE-Daten), stellt von den Einzelkomponenten des quantitativen Modells, die Marktgröße das bedeutendste Abwärtsrisiko dar. Hier hofft man, bei der Kapitalzuwachssteuer etwas Bewegung zu sehen, und dass der erwartete allgemeine Liquiditätsanstieg (siehe ZEW-Abschnitt siehe S.28, Spezialfrage siehe S.31) auch in Österreich positive Spuren hinterlassen wird. Auch die dominierende Stellung der Finanzwerte hat den Markt zurückgehalten – diese könnten nach den letzten Entwicklungen in Griechenland jedoch weitere Impulse erhalten. Auch das Schwergewicht OMV (eine unserer Topempfehlungen) hat bisher noch keine überragende Kursentwicklung gezeigt. Die jüngsten Meldungen aus Griechenland könnten aber auch die Finanzwerte – zumindest einige Zeit lang - beflügeln. Sobald bei der Liquidität insgesamt eine Wende zum Besseren eintritt, würden wir bei österreichischen Substanzwerten Kursanstiege erwarten. Bis dahin bewerten wir den Markt mit einem komfortablen "Neutral bis Übergewichten".

Tschechische Republik – Neutral bis untergewichten. Das Hauptargument, das gegen den tschechischen Markt spricht, ist seine geringe Größe. Das zweite ist die Bewertung. Bei Betrachtung der für die Zukunft erwarteten KGVs und der damit implizierten Bewertungen würden wir uns diesen Argumenten jedoch nicht zur Gänze anschließen. Daher belassen wir die Tschechische Republik im Vergleich zu anderen Märkten bei Neutral bis untergewichten und mildern das harte Urteil unseres Modells damit etwas ab.

Ungarn – Neutral. Ein auf geschätzten Werten beruhendes KGV von 8,9 spricht in Bezug auf die Bewertung eine deutliche Sprache. Die Revisionsraten fallen eher moderat aus, und die Konsens-Wachstumsraten befinden sich auf EUR-Basis mit 13-15% in einem ganz akzeptablen Bereich. Daher legen wir gegen das Ergebnis des quantitativen Modells, das Ungarn mehr oder weniger im Gleichgewicht zwischen Größe (negativ) und Profitabilität (positiv) sieht, ein Veto ein und bewerten Ungarn mit Neutral. Die größten Risiken orten wir nach wie vor bei Maßnahmen der Regierung und bei der Liquidität

Südosteuropa – Neutral bis übergewichten. Südosteuropa ist einer der wenigen Märkte, denen unser Modell positive Noten verleiht. Zu den Hauptargumenten zählt dabei die Bewertung. In Bezug auf Wachstum sieht das Bild – vor allem für Rumänien – auch tatsächlich attraktiv aus. Die Bewertungen für Kroatien sind auch zurückgegangen, zählen aber immer noch zu den höchsten der Region. Gleiches gilt für den Wachstumsausblick. Für diese Grenzmärkte bleibt die Liquidität jedoch das Hauptthema und der wichtigste Grund dafür, Vorsicht walten zu lassen. Mit einem betont spekulativen Element bewerten wir diese Märkte mit Neutral bis übergewichten und bestätigen damit das Modellergebnis.

Polen – Neutral bis übergewichten. Zu Polen trifft das Modell keine klaren Aussagen; der stärkste Beitrag kommt noch von der Bewertungsseite (negativ). Die Bewertung liegt über jener Österreichs und der Tschechischen Republik, zudem genießt das Land immer noch den Vorteil von Liquidität und Neuemissionen.

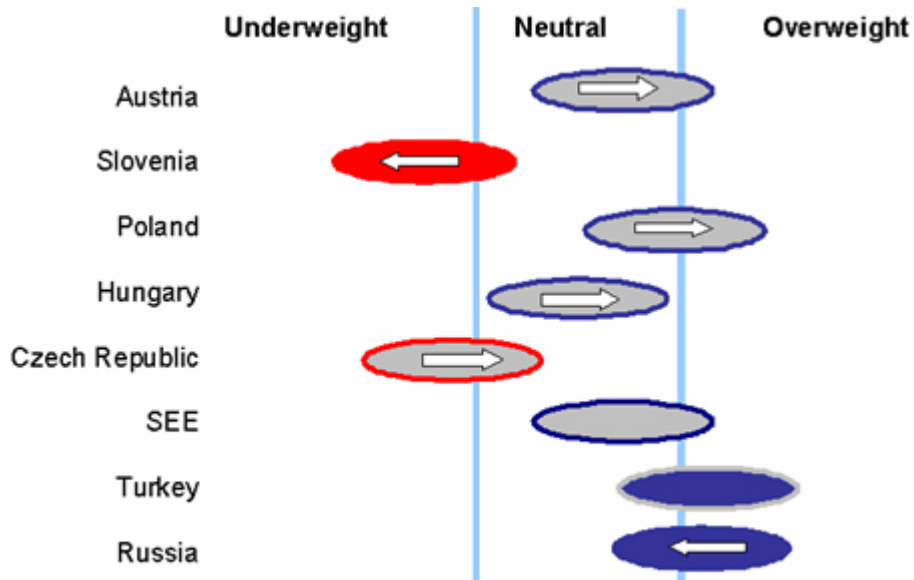
Russland – Moderat übergewichten. Russland schien auf die Bewertung nie besonders stark zu reagieren, da die Performance eher vom Ölpreis geprägt war. Da der Ölpreis in letzter Zeit wieder positive Dynamik zeigt und die Verluste, die er nach den Interventionen über die strategischen Reserven erlitten hatte, wieder wettmachen konnte, könnte dies für den russischen Markt einen positiven Ausblick bedeuten. Auch die jüngsten vorsichtig positiven Meldungen aus den USA könnten zu einem besseren globalen Wachstumsausblick beitragen. Bei sorgfältiger Beobachtung dieser Entwicklungen bewerten wir den Markt mit "Leicht übergewichten", aber vielleicht nicht ganz so positiv, wie es das Modell vorschlagen würde.

Türkei – Moderat übergewichten. Die Türkei bleibt ein heikler Fall. Zwar wird sie vom Modell positiv beurteilt, doch hat das Wirtschaftswachstum einen hohen Preis – das Leistungsbilanzdefizit. In der jüngsten ZEW-Umfrage zum Marktklima

kommen die Sorgen über die wirtschaftlichen Erwartungen, die Inflation und die Zinsen deutlich zum Ausdruck. Daher zählen die Erwartungen hinsichtlich der Entwicklung der Aktienkurse zu den geringsten in der Umfrage.

Slowenien – Untergewichten. Wir bestätigen das Modellergebnis für Slowenien und behalten unsere eher vorsichtige Einschätzung bei. Das Hauptargument für den Markt ist die Bewertung, während seine Größe das wichtigste Gegenargument darstellt. Im aktuellen Umfeld neigen wir dazu, Letzteres im Fall Sloweniens höher zu gewichten.

Vorschlag für Länderallokation



Source: Erste Group Research

Source: Erste Group Research

[Presentation \[pdf; 1.9 MB\]](#)

[Report \[pdf; 604.7 KB\]](#)

[1] Der ZEW-Erste Group Bank Economic Sentiment Indicator für Osteuropa inklusive der Türkei (CEE) wird als Saldo positiver und negativer Erwartungen über die wirtschaftliche Entwicklung der nächsten sechs Monate berechnet.

[2] Der OECD Composite Leading Indicator (CLI) soll frühzeitig Wendepunkte (Hochs und Tiefs) zwischen Wachstums- und Abschwungphasen der Konjunktur erkennen. Die OECD erstellt CLIs für 29 Mitgliedsländer.

© 2015 Erste Group Bank AG