

Wie lange wird die Euphorie nach dem EU-Gipfel anhalten?

04.07.2012

Die Euphorie nach dem jüngsten EU-Gipfel könnte Aktienmärkten etwas Auftrieb verschaffen

ZEW-Erste-Stimmungsindikator: Wirtschaftliche Erwartungen haben sich verschlechtert, sind jedoch nach wie vor besser als Eurozone

Türkei und Polen sind nach wie vor die Glanzlichter der Region

Investoren wird Fokus auf Banken und zyklische Werte empfohlen

Obwohl die Staatsschuldenkrise die Kapitalmärkte nach wie vor negativ beeinflusst, könnten die Kapitalmärkte nach dem jüngsten EU-Gipfel sowie der Griechenland-Wahl einen Lichtblick sehen.

„Wir haben unsere BIP-Prognosen für einige CEE-Länder auf Grund des düsteren Umfelds nach unten revidiert. Am deutlichsten reduziert wurde die Prognose für das tschechische BIP 2012 von 0% auf -0,8% (da die Konsolidierung der Staatsfinanzen und die globalen Unsicherheiten die Inlandsnachfrage stark gedämpft haben) sowie für das kroatische BIP 2012 (von -1% auf -1,8%). Wir sehen auch weitere Abwärtsrisiken für Rumänien und Ungarn (derzeit 1,2% bzw. -0,5%)“, analysiert Henning Esskuchen, Leiter CEE Equity Research der Erste Group.



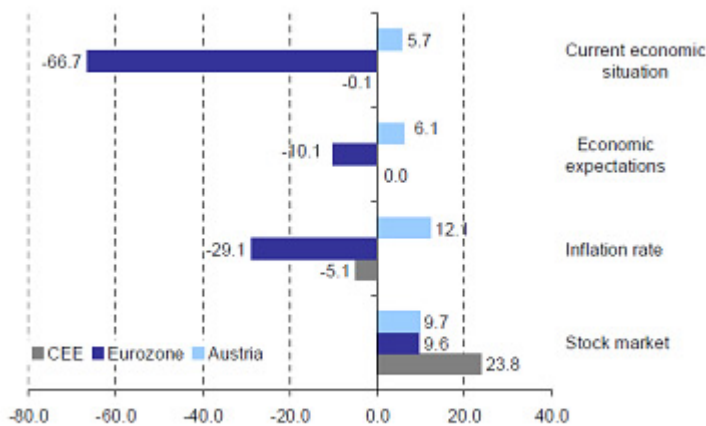
[Download \[jpg: 376.8 KB\]](#)

Real GDP growth (y/y)	2010	2011f	2012f	2013f
Croatia	-1.2%	n.a.	-1.8%	1.0%
Czech Republic	2.6%	1.7%	-0.8%	0.9%
Hungary	1.3%	1.7%	-0.5%	1.2%
Poland	3.8%	4.4%	2.6%	3.0%
Romania	-1.6%	2.5%	1.2%	2.9%
Serbia	1.0%	1.6%	0.0%	2.0%
Slovakia	4.2%	3.3%	2.0%	2.0%
Turkey	8.9%	8.5%	3.5%	4.5%
Ukraine	4.2%	5.2%	1.0%	3.0%
Austria	2.3%	3.0%	0.9%	2.0%
Euroland	1.7%	1.5%	-0.2%	1.1%
CEE8 average	2.4%	3.2%	1.1%	2.3%
CEE8+Turkey	4.7%	5.0%	1.9%	3.1%

„Allerdings verzeichnet die CEE-Region immer noch ein stärkeres Wirtschaftswachstum als viele Länder der Eurozone bzw. Westeuropas (reales BIP-Wachstum 2012 in CEE 1,9%, in Euroland -0,2%). Insbesondere Polen und die Slowakei haben sich im Vergleich zu den anderen Ländern der Region relativ gut geschlagen. Die polnische Wirtschaft sollte dieses Jahr um 2,6% wachsen, während die BIP-Prognose für die Slowakei wegen der außerordentlich guten Autoproduktion leicht auf 2% angehoben wurde, da bei Volkswagen dieses Jahr die Produktion eines neuen Modells, des VW Up, angelaufen ist“, erklärt Esskuchen.

„Weiters wirkt sich positiv aus, dass wir trotz des massiven Abbaus der grenzüberschreitenden Kreditvergabe durch Banken in CEE bis auf Ungarn kaum eine wesentliche Reduktion der Auslandsfinanzierung für Banken feststellen konnten. Da viele CEE-Länder (außer der Türkei) ihre Leistungsbilanzdefizite ordentlich abgebaut haben, decken die ausländischen Direktinvestitionen und Nettozuflüsse aus der EU (also Finanzierungen, die nicht mit der Aufnahme von Schulden verbunden sind) nun in Kroatien, in der Tschechischen Republik, in Polen, Ungarn und der Slowakei fast den gesamten Leistungsbilanzsaldo ab“, kommentiert Esskuchen.

ZEW indicator



Balance of positive and negative assessment category chosen by respondents of the Financial Market Survey CEE; Source: ZEW

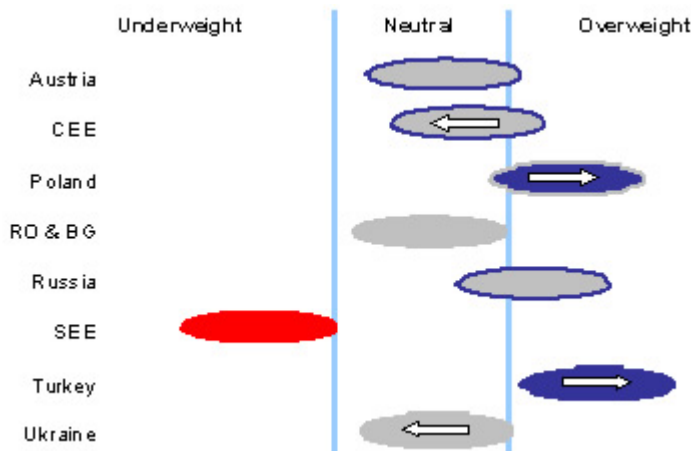
Wirtschaftliche Stimmung in CEE besser als in der Eurozone

In der Realwirtschaft hat sich zweifellos Unsicherheit breit gemacht, was zur Abschwächung aller bedeutenden Stimmungsindikatoren führt. Auch die aufstrebenden europäischen Länder konnten sich dieser Entwicklung nicht entziehen. Die jüngsten Werte des ZEW/Erste-Stimmungsindicators für CEE haben sich auf breiter Front verschlechtert. Zwar liegen die europäischen Schwellenländer in absoluten Zahlen gemessen immer noch vor der Eurozone, doch zeigt die jüngste Umfrage, dass der Trend in beiden Regionen gleich verläuft. Insbesondere fällt eine stärkere Verschlechterung der wirtschaftlichen Erwartungen auf. Die stärkste Eintrübung der wirtschaftlichen Erwartungen zeigte sich in Polen, während die Lage in der Türkei – dem zweiten Spitzenreiter der Region gemessen am Wirtschaftswachstum – weitgehend unverändert blieb. Die Erwartungen bezüglich der Entwicklung der Aktienkurse wurden folglich auch sehr deutlich zurückgenommen. Während die Türkei in absoluten Zahlen noch vor den anderen regionalen Märkten liegt, fiel die Veränderung in den Erwartungen in der Türkei - nach Österreich – am prägnantesten aus.

Länderallokation: Türkei übergewichten, gefolgt von Polen; Vorsicht bei Russland

„Die Türkei ist in dem von uns vorgeschlagenen Portfolio ziemlich schwer gewichtet. An zweiter Stelle liegt Polen. Was eine überdurchschnittliche Performance Russlands auf Grund des Ölpreises betrifft, bleiben wir vorsichtig“, unterstreicht Esskuchen. „Rumänien sehen wir etwas schwächer, da bei Kapitalmarktaktionen Verzögerungen angekündigt wurden. SEE wird aus Liquiditätsgründen generell untergewichtet. CEE wird auch weiterhin von der Lage in Ungarn beeinflusst“.

Vorschlag für Länderallokation



Quelle: Erste Group Research

Österreich – solide neutral. Die Stimmung hat sich aufgehellt und die Märkte entspannten sich nach den Ergebnissen des EU-Gipfels. Dies stützt vor allem den Bankensektor, der auch einen wesentlichen Beitrag zur Performance Österreichs leistet. Damit wird sich der österreichische Markt relativ gut entwickeln, solange die gute Stimmung anhält.

CEE – solide neutral: CEE befindet sich in ganz guter Verfassung. Tschechien war - trotz seiner nicht gerade hohen Bewertung - kein Haupttreiber. Slowenien ist ähnlich wie Ungarn bewertet, doch muss Ungarn erst eine massive Liquiditätshürde überwinden. Dies wird vermutlich erst eintreten, wenn bei Stimmung und Zuflüssen in die aufstrebenden europäischen Länder insgesamt eine nachhaltige Erholung einsetzt. Ungarn hat sich seit Beginn des Jahres vermutlich dank der steten Fortschritte beim Abbau der Spannungen gegenüber der EU und dem IWF solide entwickelt. Insgesamt ist CEE solide neutral und damit geringfügig besser als Österreich positioniert.

Polen – übergewichten: Polen zählt zwar nicht zu den am günstigsten bewerteten Märkten der Region, hat aber immer noch eine solide Performance vorzuweisen. Die Einzelhandelszahlen zeichnen das Bild einer gut ausgewogenen, nicht übermäßig exportabhängigen Volkswirtschaft. Damit könnte Polen als einer der liquidesten Märkte fast so stark wie die Türkei davon profitieren, dass Russland keine überzeugende Alternative bietet.

Rumänien & Bulgarien – neutral: Beide Länder lassen vor allem aus Bewertungsgründen durchaus attraktive Erträge erwarten. Allerdings hat Rumänien etwas an Attraktivität eingebüßt, was potenzielle Kapitalmarktaktionen betrifft. Dies könnte auch Auswirkungen auf Rumäniens Hauptproblem – die Liquidität – haben. Allerdings gab es zuletzt wieder Hoffnungen in Bezug auf einen Transgaz-Deal. Wegen des Insolvenzverfahrens von Hidroelectrica ist ein wesentliches Investment des Fondul Proprietatea derzeit fraglich. Die Experten der Erste Group bewerten RO & BG deshalb mit neutral.

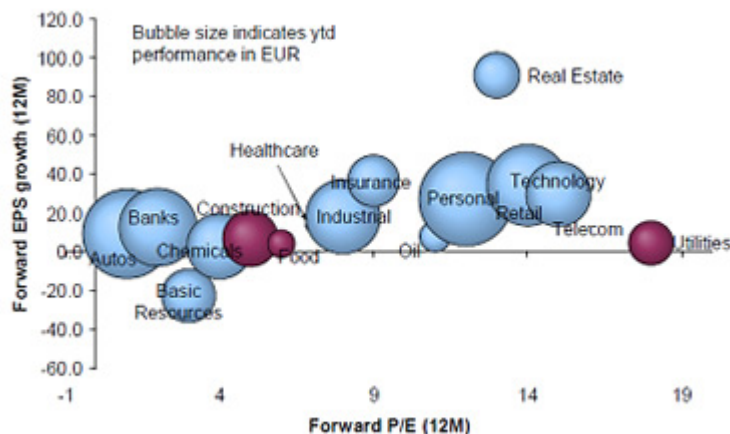
Russland – neutral bis übergewichten: Geht man davon aus, dass der jüngste EU-Gipfel das Eis ein wenig gebrochen hat und die Stimmung ins Positive drehen könnte, sollte der russische Markt von der höheren Liquidität und der zunehmenden Risikoneigung profitieren. Die Bewertung stellt jedoch nach wie vor kein zwingendes Argument dar, da die Impulse für diesen Markt vor allem vom Ölpreis ausgehen.

SEE – untergewichten: Da Südosteuropa zur Überwindung der schwachen Liquiditätslage einen breiteren und länger andauernden allgemeinen Erholungsprozess benötigt, wiederholen die Analysten der Erste Group vorerst die Einstufung untergewichten.

Türkei – übergewichten: Das ausgezeichnete Marktwachstum und die erwarteten Erträge bestätigen für die Türkei die Empfehlung übergewichten. Für diese starke Gewichtung spricht auch die jüngste Anhebung des Ratings, das mit einem positiven Ausblick einherging. Die größten Risiken für den Markt könnten sich daraus ergeben, dass das Land seinen Status als relativ sicherer Fluchort verliert, sobald auf den umliegenden Märkten die ersten Anzeichen einer Erholung sichtbar werden.

Ukraine – Neutral: Da das Wirtschaftswachstum insgesamt nicht überwältigend stark ist und weder Markttiefe noch Liquidität überzeugende Argumente für den ukrainischen Markt darstellen, hat die Erste Group ihr Research-Rating für die Ukraine auf neutral reduziert, mit einem Fokus auf in Warschau notierende ukrainische Aktien.

Sectors – forward P/E, growth and performance*



*based on Erste Group Research coverage, red color indicates negative performance; Source: Factset

Sektorallokation: Positive Bewertung von Banken, Immobilien und Einzelhandel

„Wir beurteilen die Banken nach wie vor positiv. Auch selektive Immobilien- und Einzelhandelswerte zählen zu unseren Spitzenempfehlungen. Der Bankensektor hat am meisten aufzuholen, da er in der Zeit von September 2011 bis Januar 2012 weit stärker als alle anderen Sektoren nach unten revidiert wurde. Da die Revision im Juni noch stärker als im Mai ausgefallen ist, besteht hier auf jeden Fall noch Dynamik. Diese positive Einstellung ist zweifellos zu einem Großteil den türkischen Banken zu verdanken. Die positive Haltung zu Öl & Gas ist nach wie vor durch den soliden Ausblick integrierter Unternehmen zu erklären. Eine positive Sicht von Fahrzeugen & Komponenten sollte ebenfalls durch das Exposure gegenüber der Türkei gerechtfertigt sein. Auch die Reise- & Fremdenverkehrsbranche wird durch die Beiträge der Türkei gestützt, wobei der Sektor insgesamt von zusätzlichen Impulsen durch den schwächeren Ölpreis profitieren sollte“, betont Esskuchen.

Während Nahrungs- und Genussmittel in unsicheren Zeiten durchaus eine gute Option darstellen können, ist die derzeitige negative Performance dieses Sektors damit zu erklären, dass die Erste in diesem Sektor fast ausschließlich Unternehmenstitel analysiert, die an kleineren Börsen mit sehr geringer Liquidität gehandelt werden. Von den defensiven Sektoren bevorzugen die Analysten der Erste Group definitiv Pharmaunternehmen.

TOP-Empfehlungen und Underperformer

July 2012 selection	
<u>Top picks</u>	<u>Expected underperformers</u>
Egis	BIM
Emlak Konut REIT	KGHM
Fortuna	UNIQA
Halkbank	
Immofinanz	
Isbank	
Kapsch TrafficCom	
Lenzing	
Migros Ticaret	
PZU	

Quelle: Erste Group Research

10 Toptitel

„Wir bevorzugen in Österreich Immofinanz, KTC und Lenzing, in Polen PZU und haben in Tschechien (auf etwas spekulativerer Basis) in Fortuna investiert. Auch Egis hat es letztlich auf unsere Liste der Topempfehlungen geschafft, da wir hier die Schließung der Performancelücke zum lokalen Konkurrenten Richter erwarten“, so Esskuchen. „Wir haben Krka auf Grund eines kurzfristig bestehenden lokalen Verkaufsdrucks aus den Top 10 gestrichen und dafür den tschechischen Titel Fortuna auf die Liste der Topempfehlungen gesetzt, da wir für dieses Unternehmen ausgezeichnete Ergebnisse für das 2Q erwarten. Wir haben auch RHI aus der Liste genommen, da wir Lenzing mehr Erholungspotenzial zutrauen, nachdem der Kurs dieses Titels in letzter Zeit stark gesunken ist.“

[Präsentation \(nur in Englisch\) \[pdf; 887.5 KB\]](#)

[Report \(nur in Englisch\) \[pdf; 1.4 MB\]](#)