CEE-Märkte und Aktien: Nach der Talsohle auf dem Weg zur Erholung

Die aktuellen Reaktionen von CEE-Renditen und Aktienmärkten auf das erwartete Auslaufen der unkonventionellen Maßnahmen der US-Zentralbank (Fed) erscheinen überzogen – außer kurzfristiger Volatilität keine Auswirkungen auf die Realwirtschaft

Makroökonomisches Bild in CEE: In einigen CEE-Ländern (Ungarn und Rumänien) kommt die Wirtschaft in Fahrt

Konjunkturstimmung in der CEE-Region: ZEW/Erste-Konjunkturbarometer wegen Türkei unter Druck; ifo Konjunktur-Uhr zeigt Aufhellung an

Länderallokation: Österreich und CEE leicht positiv; vorsichtige Bevorzugung von SEE (speziell Serbien); kurzfristige Allokation für Türkei und Polen

10 Topempfehlungen: Polnische BZ WBK, türkische Halkbank und österreichische OMV neu auf der Liste

Henning Esskuchen, Head CEE Equity Research

download [jpg; 381.3 KB]

Meldungen über eine mögliche Liquiditätsverknappung haben eine Korrektur ausgelöst, da auch die aufstrebenden europäischen Märkte übermäßig stark vom technischen Faktor Liquidität getrieben waren. „Da wir jedwede Liquiditätsverknappung als Signal interpretieren, dass sich die Lage fundamental verbessert, könnte der Normalisierungsprozess zwar noch eine Zeit lang schmerzhaft verlaufen, letzten Endes allerdings die dringend benötigte fundamentale Unterstützung für den Marktausblick sichtbar werden. Außerdem gehen wir davon aus, dass die Fed sehr vorsichtig vorgehen wird, da die wirtschaftliche Erholung in den USA noch auf ziemlich schwachen Beinen stehen dürfte. Wir betrachten die unmittelbaren Reaktionen der europäischen Schwellenmärkte sowohl bei den Renditen als auch bei den Aktienkursen als überzogen“, fasst Henning Esskuchen, Head CEE Equity Research der Erste Group seine Einschätzung im jüngsten CEE Equity Strategy Report zusammen. „In einem positiven Szenario könnten wir auf dem Weg zur Normalität – zu moderatem Wachstum, verhaltener Inflation und einer leicht expansiven Geldpolitik – sein. Derzeit sind die Märkte allerdings immer noch schwach. Ein zuverlässiger fundamentaler Ausblick, der die Märkte stärker stützen könnte, zeichnet sich noch nicht ab, doch sollten sich im Konsens schließlich die aufwärts weisenden Makroindikatoren widerspiegeln.“

Makroökonomisches Bild in CEE: In einigen CEE-Ländern – so in Ungarn und in Rumänien – kommt die Wirtschaft in Fahrt

„Trotz des düsteren Ausblicks für den Euroraum ist die Wirtschaft in einigen CEE-Ländern bereits angesprungen. Ungarn und Rumänien, die 2009 die ersten Länder waren, die mit harten Konsolidierungsmaßnahmen begannen und dieses Jahr als erste das Defizitverfahren erfolgreich abschließen, können bereits etwas Atem schöpfen", meint Esskuchen. „Von den kurzfristigen Auswirkungen auf die Volatilität abgesehen, erwarten wir von der Entscheidung der Fed keine Auswirkungen auf die Realwirtschaften in CEE, da deren externer Finanzierungsbedarf deutlich zurückgegangen ist." Ungarn bleibt im Fall eines heftigeren Abverkaufs exponiert, da das Land einen vergleichsweise sehr hohen Bestand an Finanzinvestitionen aufweist (circa 50% des BIP gegenüber rund 23% des BIP im Durchschnitt der CEE-Länder).

Real GDP growth (y/y, %)	2011	2012f	2013f	2014f
Croatia	0.0	-2.0	-0.8	0.8
Czech Republic	1.9	-1.2	-0.3	0.9
Hungary	1.6	-1.7	0.2	1.2
Poland	4.3	1.9	1.3	2.6
Romania	2.2	0.7	1.8	2.3
Serbia	1.6	-1.9	1.5	2.5
Slovakia	3.2	2.0	0.5	2.0
Turkey	8.8	2.2	3.6	5.0
Austria	2.7	0.8	0.5	1.7
Eurozone	1.5	-0.5	-0.3	1.0
CEE7 average	**2.9**	**0.5**	**0.8**	**2.0**
CEE7+Turkey	**5.1**	**1.1**	**1.9**	**3.1**

Die Prognosen für die CEE-Märkte im Einzelnen:

Das tschechische BIP sollte zum Teil vom Wiederaufbau nach den Überschwemmungen vom Mai profitieren. Da die Schäden in diesem Jahr nur etwa ein Viertel jener des Jahres 2002 betrugen, wird das Wachstum gegenüber dem Vorquartal aber nicht stark genug ausfallen, um das Gesamtjahr 2013 wieder in die schwarzen Zahlen zu bringen.

1,8% BIP-Wachstum in Rumänien im Jahr 2013. Falls die Ernte gut ausfällt (was derzeit zu erwarten ist), könnte die Wirtschaftsleistung sogar bis zu 2,2% über dem Vorjahr liegen.

Die polnische Wirtschaft, die sich während der Krise als die stabilste CEE-Wirtschaft erwiesen hat, verliert immer noch an Schwung.

Eine weitere Runde von Sondersteuern auf Unternehmen und den Bankensektor könnte in Ungarn negative Auswirkungen auf die langfristigen Wachstumsaussichten des Landes haben.

Die kroatische Wirtschaft sollte sich ab 2014 vor allem dank allmählich wieder anziehender Investitionen und Exporte erholen.

Für die Wirtschaft der Türkei wird für 2013 ein Wachstum von 3,6% prognostiziert.

Konjunkturstimmung in der CEE-Region: ZEW/Erste-Konjunkturbarometer wegen Türkei unter Druck; ifo Konjunktur-Uhr zeigt Verbesserung an

Der jüngste ZEW-Erste-Stimmungsindikator für CEE* erlitt vor allem wegen der Proteste in der Türkei einen Rückschlag. In der Eurozone mehren sich jedoch Zeichen einer Verbesserung der Lage. Da Ausfuhren derzeit der unmittelbarste Wachstumstreiber der CEE-Volkswirtschaften sind, sollte der Ausblick leicht positiv sein.

Die ifo Konjunktur-Uhr nährt Hoffnungen, CEE könnte nach mehreren Quartalen endlich aus dem rezessiven Bereich ausgebrochen sein und endlich zu einem Konjunkturaufschwung ansetzen. „Von Vorteil ist, dass CEE trotz der entschlossenen Bewegung in die richtige Richtung im globalen Vergleich noch anderen Schwellenmärkten hinterherhinkt, wovon der relative Ausblick für die CEE-Aktienmärkte profitieren sollte“, so Esskuchen abschließend.

Länderallokation: Österreich und CEE leicht positiv; vorsichtige Bevorzugung von SEE (speziell Serbiens); kurzfristige Allokation für Türkei und Polen

„Wenngleich Meldungen über Änderungen in der Geldpolitik und in der Liquiditätslage natürlich einen deutlichen Einfluss auf alle Märkte der Region haben werden, erwarten wir auf den Märkten dennoch eine Phase der Richtungslosigkeit. Speziell die Türkei sollte die größten Schwächen zeigen, während Polen aufgrund von Änderungen in seinem privaten Pensionssystem zusätzliche Lasten zu tragen hat. Da die Märkte nun damit beschäftigt sind, die Meldungen der Fed und aus anderen Quellen zu verdauen, können wir uns gut vorstellen, dass wir am Beginn einer längeren Periode der Normalisierung stehen. Das Wachstum wird zwar nur moderat ausfallen, doch signalisieren die Vorlaufindikatoren nun wenigstens eine Erholung. Wir sind uns noch nicht ganz sicher, ob wir bereits von einer „Goldlöckchen-Wirtschaft“ – also idealen Konjunkturbedingungen – sprechen wollen. Jedenfalls wird die Allokation für das laufende Quartal einen eher taktischen Ansatz erfordern, insbesondere in Hinblick auf die Türkei“, erklärt Esskuchen.

Österreich – solide neutral bis übergewichten

Der jüngst in leichte Turbulenzen geratene Bankensektor, der im lokalen Index stark gewichtet ist, hat den Markt möglicherweise tiefer absacken lassen, als gerechtfertigt war. Wir sind daher der Meinung, dass die österreichischen Bewertungen durch externe Faktoren übermäßig stark nach unten gedrückt wurden. Außerdem könnte der Markt dank seiner Positionierung zwischen den Universen der entwickelten Länder und der Schwellenmärkte zu seiner früheren Stärke zurückfinden. Wir heben das neutrale Modellergebnis an und verlagern es in Richtung „neutral bis übergewichten".

CEE – leicht übergewichten

Die Tschechische Republik war der einzige Markt, in dem die Risikoprämie für Aktien merkbar gestiegen ist. Außerdem bietet er den stärksten Abschlag gegenüber historischen Niveaus. Daher würden wir die Standardwerte wieder als attraktiv betrachten und uns wieder für CEZ und Komercni banka erwärmen. Telefónica haben wir angesichts der kräftigen Dividendenrendite aus der Liste jener Aktien gestrichen, bei denen wir eine unterdurchschnittliche Performance erwarten. Ungarn hat mit zusätzlichen Sektorsteuern wieder negativ überrascht. Dieses Mal geschah dies allerdings vermutlich mit der Absicht, nach Abschluss des Defizitverfahrens wieder zusätzliche Ausgaben tätigen zu können. Die Staatsausgaben könnten bereits im September im Vorfeld der für nächstes Jahr angesetzten Wahlen deutlich ausgeweitet werden. Obwohl dies zugegebenermaßen noch eher eine Vermutung darstellt, bestätigen wir unser Modellergebnis und stufen das Land mit „leicht übergewichten“ ein.

Polen – neutral (mit negativer Tendenz), aber genau zu beobachten

Als einer der liquidesten Märkte der Region hätte Polen von den durch die jüngsten Liquiditätssorgen ausgelösten Korrekturen am stärksten betroffen gewesen sein müssen. Zwar hat die Überwindung des Schocks möglicherweise unmittelbar danach ein paar rasche Aufwärtsbewegungen bewirkt, doch wird die laufende Diskussion über inländische Pensionsfonds den Markt vermutlich weiterhin belasten. Wir erwarten vor September oder Oktober keine endgültige Entscheidung. Damit wird weiterhin Unsicherheit herrschen. Als Ausdruck unserer Vorsicht versehen wir unsere neutrale Positionierung mit einer leichten Tendenz zur Untergewichtung. Im Zuge einer Einzeltitelauswahl könnten sich Schnäppchenjäger vielleicht BZ WBK genauer ansehen und Bogdanka und KGHM unter PLN 100 sowie Lotos und PKN unter PLN 30 bzw. 40 in Betracht ziehen.

Rumänien und Bulgarien – leicht übergewichten

Rumänien sollte zu den wachstumsstärksten Volkswirtschaften der Region zählen, wobei die Bewertung mehr als attraktiv ist und der Wachstumsausblick die solide Position bestätigt. Derzeit könnte mit den anstehenden Privatisierungen eine gute Chance bestehen, endlich der Liquiditätsfalle zu entkommen. Allerdings könnte die Liquiditätslage auch im dritten Quartal über weite Strecken dämpfend wirken, weshalb wir immer noch dazu neigen Investoren, die mit kleinen Volumina umgehen können, nur ein leichtes Übergewichten zu empfehlen.

Russland – neutral

Solange die Sorgen über Desinflation und Liquidität anhalten, sehen wir eher wenig Unterstützung für den Gesamtmarkt. Fundamental mangelt es weitgehend an Wachstum. Was eventuell immer noch für den russischen Markt spricht: Er bietet eine Alternative zur Türkei. Im Gegensatz zum Modellergebnis meinen wir: Bestenfalls neutral.

SEE – solide neutral

Wenn wir Kroatien außer Acht lassen, tendieren wir nach wie vor zu einer leichten Bevorzugung von SEE, hier konkret Serbiens. Serbien könnte die EU-Beitrittsphantasie von Kroatien übernehmen, da der Weg für einen Beitritt nun offen steht. Die Liquidität spricht sogar noch mehr für den serbischen als den kroatischen Markt. Daher fällt unsere Bewertung auch etwas vorsichtiger aus, und wir reduzieren die ziemlich optimistische Modellaussage.

Türkei – solide neutral

Der Umstand, dass die Türkei von Veränderungen im Liquiditätsangebot am stärksten betroffen sein wird, sollte den Markt daran hindern, zu stark auf die in der Vergangenheit gesehenen Niveaus zu steigen. Wir könnten uns durchaus vorstellen, dass abhängig von der Nachrichtenlage attraktive kurzfristige Gewinnchancen beim BIST-100 bestehen könnten. Wir behalten uns daher das Recht vor, in Bezug auf den türkischen Markt – wie in der Vergangenheit – eher taktisch zu agieren. Ganz allgemein sind wir jedoch der Meinung, die türkische Wirtschaft werde Renditen-/Liquiditäts-bedingte Probleme besser verkraften können als vielfach angenommen und bleiben auf längere Sicht Fans dieses Markts. Bei neutraler Einstufung würden wir versuchen, kurzfristig Kursgewinne zu erzielen.

10 Top Empfehlungen

„Trotz des Top-down-Risikos für die Türkei und Polen haben wir Halkbank und BZ WBK anstelle von Bank Pekao und PKO BP in unsere Top Ten aufgenommen“, erklärt Esskuchen. „Auch die OMV hat es endlich unter die zehn Topempfehlungen geschafft (und Turk Telecom verdrängt), nachdem wir die Aktie bereits seit einiger Zeit zum Übergewichten empfohlen hatten.“ Angesichts eines deutlich gesunkenen Aktienkurses wurde Telefonica aus der Liste der Aktien, für die wir eine Underperformance erwarten, gestrichen und durch LPP ersetzt. Zu den Topempfehlungen zählen nach wie vor Alarko Hldg, Fondul Proprietatea und Immofinanz, desgleichen Egis und Krka sowie KTC und Migros. Die Liste der Aktien, von denen wir eine unterdurchschnittliche Entwicklung erwarten, wird durch Lotos Group und Wienerberger ergänzt.

Top 10 picks	Expected underperformers
Atlantic Hedge	Lotos Group
BZ WBK (new)	**LPP (new)**
Egis	Wienerberger
Fondul Proprietatea	
Halkbank (new)	
Immofinanz	
Kapsch TrafficCom	
Krka	
Migros	
OMV (new)	

Source: Erste Group Research

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