

Wieder Anlagechancen in Osteuropa?

- > Ostwirtschaft durch Finanzkrise stärker betroffen als der Westen
- > Chancen und Risiken der Ost-Kapitalanlagen neu gemischt
- > Euro-Fantasie und Auswirkung der Verflechtungen mit der EU



Die Deutsche Apotheker- und Ärztebank eG, Düsseldorf, unterliegt der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Bonn/Frankfurt.

Die in diesem apoFokus enthaltenen Informationen stellen keine Anlageberatung dar. Sie zielen nicht auf das individuelle Anlageprofil des Empfängers ab, sondern enthalten allgemeine Informationen, die eine selbstständige Anlageentscheidung erleichtern sollen. Mit dem apoFokus ist keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf verbunden.

Der apoFokus beruht auf von uns nicht überprüfbaren, allgemein zugänglichen Quellen, die wir für zuverlässig halten. Die vorliegende Publikation gibt unsere unverbindliche Auffassung über den Markt und die Produkte zum Zeitpunkt des Redaktionsschlusses wieder. Die Inhalte sind sorgfältig recherchiert. Eine Haftung/Gewähr für die Richtigkeit und Vollständigkeit kann im Einzelfall aber nicht übernommen werden.

Nachdruck nur mit Genehmigung der Deutschen Apotheker- und Ärztebank.

Inhalt

Einleitung	4
Wirtschaft und Kapitalmärkte Osteuropas Mitte 2009	5
Anlagechancen in Osteuropa	12
Anlagerisiken in Osteuropa	19
Zusammenfassung	24

Einleitung

Osteuropa ist extrem stark von der Finanzkrise betroffen.

Von den ehemaligen Börsenfavoriten unter den Emerging Markets bekommt besonders Osteuropa die globale Finanzkrise drastisch zu spüren. Anhaltende Wachstumsschwäche, Exporteinbrüche auf breiter Front, kollabierende Landeswährungen, Banken Krisen noch schlimmeren Ausmaßes als im Westen, drastische Herabstufungen der Länder durch die Ratingagenturen, drohende Staatsbankrotte, panische Investorenflucht aus heimischen Kapitalanlagen, verzweifelte Hilferufe an die (noch?) „reichen“ westeuropäischen EU-Brüder – das sind die ökonomischen Bilder, die die Wirtschaft der Region seit Monaten prägen. Entsprechend dieser Sachlage brachen die wichtigsten Börsen Osteuropas massiv ein: Russlands Aktienindex RTX gab bis Mai 2009 binnen zwei Jahren 75 %, Polens WIG20 über 65 % nach. Eine rasche und merkbliche Erholung ist ebenso wenig in Sicht wie in den westlichen Industriestaaten, wengleich sich die Aktienmärkte weltweit zu beruhigen scheinen.

Hohes Wachstum allein schützt nicht vor Krisen!

Warum hat die Krise die Ostländer wesentlich stärker als die Westländer und die übrigen Emerging Markets erfasst? Wurde doch noch vor nicht so langer Zeit in Bankenkreisen die These von der „Immunisierung“ der wachstumsstarken Entwicklungsländer vehement vertreten? Unseres Erachtens schützt eine noch so starke Wachstumsdynamik eine Volkswirtschaft nicht vor Krisen – man denke an die dekadenlange Krise in Japan. Besser geeignet sind dafür ein hohes Produktionspotenzial und ein signifikantes Volksvermögen. Beide Faktoren stellen die makroökonomischen Reserven dar, auf die in Krisenzeiten zurückgegriffen werden kann. In dieser Hinsicht war und ist Osteuropa den westlichen Industrieländern noch weit unterlegen.

Wie stehen die aktuellen Chancen für eine Wirtschaftserholung in dieser Region? Kann auch das krisengeschüttelte Westeuropa diesen Wiederbelebungsprozess positiv begleiten und dabei selber Vorteile ziehen? Ergeben sich in der Region bald lukrative Chancen für den deutschen Anleger? Der vorliegende Fokus versucht darauf einige Antworten zu geben.

Wer bildet die „6er“-Gruppe?

Die Analyse bleibt auf die sechs wirtschaftlich bedeutendsten mittel- und osteuropäische Staaten, Polen, Rumänien, Russland, Tschechien, Ukraine und Ungarn beschränkt. Im Text wird daher von der 6er-Gruppe gesprochen.

Im Unterschied zu gängigen Länderstudien, sollen dabei im Mittelpunkt nicht nackte statistische Zahlen – die den Leser schnell ermüden könnten – und die vielen „Für“ und „Wider“ stehen. Vielmehr werden darin Aussagen zusammengefasst, die aus Pressestimmen gewonnen wurden.

Den deutschen Anleger interessiert Osteuropa mehr als andere Emerging Markets.

Denn anders als bei vielen exotischen Emerging Markets liegt Osteuropa vor Deutschlands Haustür und der hiesige Anleger hat sehr wohl eine Vorstellung, wie es bei den Nachbarn in der Wirtschaft und an den Börsen zugeht. Allerdings sind die Meinungen hierzu geteilt, was ein klares Urteil nicht immer einfach macht.

Wirtschaft und Kapitalmärkte Osteuropas Mitte 2009

Eine kurze Bestandsaufnahme

Wie sollte das Länderuniversum eingegrenzt werden?

Bevor auf Einzeldarstellungen eingegangen wird, ist zu erläutern wie die Zusammensetzung der „6er“-Gruppe zustande kommt. Zum Ersten sind in die Auswahl nur die ökonomisch bedeutsamsten Länder aufgenommen worden. Daher fallen kleine effiziente Länder auf der einen Seite oder große „Armenhäuser“ auf der anderen Seite, wie z. B. die Slowakei oder Weißrussland, heraus. Zum Zweiten wird der Begriff Osteuropa häufig überdehnt und umschließt alle ehemaligen Republiken der Sowjetunion, also auch die großen asiatischen Länder wie Kasachstan oder Usbekistan. Auch hier soll eine Grenze gezogen werden. Bei einer breiten Auslegung könnten zum „Universum Osteuropa“ über 20 Staaten gezählt werden, was sicherlich die Transparenz stark einschränken würde.

Wirtschaft

Die wichtigsten Makrodaten in 2009 auf einen Blick

Eine Kurzanalyse der Konjunkturlage eines Landes oder einer Wirtschaftsregion ist mit vielen Facetten verbunden. Die nachfolgende Tabelle beschränkt sich auf die Präsentation des BIP-Wachstums, der Haushaltslage, des Leistungsbilanzstatus und der Devisenposition (Überschuss versus Defizit) im Außenwirtschaftsverkehr der „6er“-Gruppe. Auch die Position im Außenhandel mit Deutschland ist in diesem Kontext von Interesse.

Land	BIP in Mrd. USD (nominal)	BIP in Mrd. USD (Kaufkraftparität)	BIP-Wachstum in % in 2009e	Haushalts-saldo in % des BIP	Leistungs-bilanz in % des BIP	Deutscher Außenhandel Volumen	Saldo
Polen	425	621	-1,4	-3,9	-5,6	66,4	13,2
Rumänien	200	246	-4,0	-5,1	-7,4	13,5	4,0
Russland	1.676	2.089	-4,5	-7,0	5,9	68,2	-3,6
Tschechien	217	249	-2,7	-4,3	-3,1	56,1	-0,5
Ukraine	180	320	-8,0	-1,3	0,6	8,1	4,9
Ungarn	156	191	-3,0	-3,0	-3,9	35,2	-0,2
Welt	60.863	64.903					

Quelle: Bayerische Landesbank, Bundeszentrale für Außenhandelsinformation

- Eine Schnelleinschätzung der vorgelegten Konjunkturzahlen führt zu folgenden Kernaussagen:
- Auch inklusive Russland ist die Wirtschaftskraft gerade so groß wie von Deutschland!**

 - > Obwohl die Länder „6er“-Gruppe etwa 270 Mio. Einwohner haben, entsprach ihre Wirtschaftsleistung 2008 (in nominalen Preisen) noch nicht einmal 80 % des BIP von Deutschland. Werden bei der BIP-Ermittlung die Kaufkraftparitäten zugrunde gelegt, erhöht sich aufgrund des niedrigeren Preisniveaus in der untersuchten Region dieser Anteil auf etwa 130 %. Auch dann bleibt die Bedeutung dieser Ländergruppe in der Weltwirtschaft mit knapp 5 % gering.
 - > Der (prognostizierte) wirtschaftliche BIP-Einbruch in 2009 wird je nach Land unterschiedlich stark ausfallen. Grundsätzlich fällt auf, dass dieser prinzipiell nicht kleiner sein dürfte als in den westlichen Industrieländern. Die in Bankenkreisen der Vor-Krisen-Zeit kolportierte These von einer „gewissen Immunisierung“ der dynamisch wachsenden Emerging Markets – so auch Osteuropas – kann damit nicht aufrechterhalten werden.
 - Hohe Verschuldung könnte die Euro-Einführung bremsen!**

 - > Auch die interne Verschuldungslage gestaltet sich recht unterschiedlich. Das geforderte Konvergenzkriterium für die Neuverschuldung bei der Euro-Einführung von maximal 3 % des BIP wird heute von keinem der vier Euro-Kandidaten (Polen, Rumänien, Tschechien und Ungarn) eingehalten. Ob die Alt-Mitglieder auf die Einhaltung des Verschuldungskriteriums bei den Aufnahmeverhandlungen bestehen werden, zumal sie dieses doch selber massiv verletzen, ist fraglich. Auch Übergangsfristen von zwei bis drei Jahren sind gut vorstellbar.
 - Devisenzuflüsse werden unterschiedlich durch Handels- und Portfolioströme bestimmt.**

 - > In der Leistungsbilanz wiesen nur Russland und im geringeren Maße die Ukraine (zufallsbedingt) positive Salden aus. Das Bild kann sich jedoch schnell ändern, wenn die konjunkturbedingte Rohstoffnachfrage weiter abnehmen wird. Wegen fallender Rohstoffnachfrage und -preise müsste Russland der Verlierer sein. Dennoch sind andererseits kompensierende Kapitalzu- und -abflüsse, die aus Portfolioinvestitionen und Finanzierungsgeschäften resultieren, zu berücksichtigen. Diese Geldströme schwanken sehr stark und sind schwer prognostizierbar. Zudem sind besonders im Außenwirtschaftsbereich langfristige Zahlenreihen notwendig, um brauchbare Trends Aussagen zu machen.
 - Die „6er“-Gruppe als Handelspartner für Deutschland wichtiger als die USA**

 - > Das deutsche Handelsvolumen mit der „6er“- Gruppe fiel 2008 mit 248 Mrd. Euro mehr als doppelt so hoch aus als mit den USA (117 Mrd. Euro). Der dabei erzielte Überschuss von gut 18 Mrd. Euro nimmt in der deut-

schen Statistik den 6. Platz ein. Diese Volumina sind also signifikant und konjunkturwirksam. Auch ein anderer Vergleich mag von ihrer Bedeutung überzeugen: Im Handel mit dem „Superstar“ China erzielt die deutsche Wirtschaft zwar einen höheren Überschuss von 25 Mrd. Euro. Das Handelsvolumen ist aber etwa dreimal kleiner. Mit den Ostasiaten könnte der deutsche Vorteil daher bald leiden, wenn die Margen ausgereizt oder eingeeengt werden.

Kapitalmarkt

Kapitalmarktdaten für Emerging Markets nicht immer einfach zu beschaffen!

Kapitalmarktdaten werden nicht so regelmäßig und nach einheitlichen internationalen statistischen Standards veröffentlicht wie reine Konjunkturdaten. Viele praktische Einzelinformationen liefern die Internetseiten der Hauptbörsen einzelner Länder. Aussagefähige Übersichten sind in den statistischen Berichten der World Federation of Exchanges und der Germany Trade & Invest zu finden. Auch in Fachzeitschriften sind temporäre Kurzkommentare anzutreffen, die das Gesamtbild der Finanzkrise in den zitierten Ländern beschreiben.

Warum sind die KGV-Werte mit Fragezeichen zu versehen?

Nachfolgende Tabelle zeigt einige ausgewählte aktienmarktrelevante Zahlen für die „6er“-Gruppe per Ultimo 2008. Die Zahlen sind mit Vorsicht zu interpretieren. Vorab ist zum Beispiel festzuhalten, dass die KGV-Bewertungen sehr unzuverlässig sind. Dies liegt an den Mängeln in der Rechnungslegung und Bilanzierung in diesen Ländern, die eine korrekte Gewinnausweisung fraglich erscheinen lassen.

Land	Hauptindex Aktienmarkt	Indexkapitalisierung (Mrd. USD)	Veränderung 2008 gegenüber Vorjahr	KGV Ultimo 2008
Deutschland	DAX	1.111	-47,2	13,2
Polen	WIG 20	91	-57,0	8,4
Rumänien	BET-C	15	-50,6	19,2
Russland	RTS	375	-71,9	8,9
Tschechien	PX-GLOB	39	-42,9	12,7
Ukraine	PFTS	8	-83,0	> 20
Ungarn	BUX	18	-60,0	4,4

Quelle: World Federation of Exchanges

2008: Aktienbörsen in Osteuropa stärker eingebrochen als der DAX

Eine Tatsache ist dennoch unübersehbar: Die Finanzkrise an den osteuropäischen Aktienmärkten war stärker ausgefallen als in Deutschland oder in anderen westlichen Industriestaaten. Denn bis auf Tschechien haben alle Aktienindizes der untersuchten Ländergruppe schlechter abgeschnitten als der deutsche DAX.

Die Ostwährungen gingen ebenso in die Knie!

Das Ausmaß des Debakels ist genauso prägnant, wenn sich der Anleger die Rückschläge der Aktienindizes und der Währungen binnen der letzten zwei Jahre grafisch vor Augen führt. In dem skizzierten Zeitraum haben die Währungen zwischen 25 % (Russland, Tschechien) und 50 % (Ukraine) gegenüber dem USD an Wert verloren.

Anleger, die dort in den Aktienmärkten in der Landeswährung investiert haben, mussten also mitunter kumulierte Verluste bis über 90 % ihres Mitteleinsatzes hinnehmen. Dabei ist der Einbruch der lokalen Währungen nicht die Ursache für das Desaster am Aktienmarkt, sondern ebenso die Folge der globalen Finanzkrise.

Zurückgehende Exporte und die massive Flucht der Portfolioinvestoren waren die Hauptursachen.

Der Kursverfall der Währungen hatte zwei wichtige Ursachen:

1. Zum einen schlugen sich die zurückgehenden Exporte (Konjunkturschwäche in den Abnehmerländern) und die verteuerten Importe (Ölpreisrekord) ungünstig in der Leistungsbilanz nieder. Bis auf das rohstoffreiche Russland - und zum geringen Teil die Ukraine - mussten die übrigen Ostländer riesige Defizite in der Leistungsbilanz hinnehmen.
2. Zum anderen reduzierten die vorher so „wachstumsbegeisterten“ Ausländer ihre Finanzinvestitionen oder zogen sich ganz aus der Region zurück. Diese Abwanderung riss weitere Löcher in der Kapitalverkehrsbilanz. Zu erinnern sei, dass auch das stark in der „6er“-Gruppe engagierte Österreich mit in den Strudel der Ostkrise gezogen wurde und um massive EU-Hilfen nachsuchen musste.

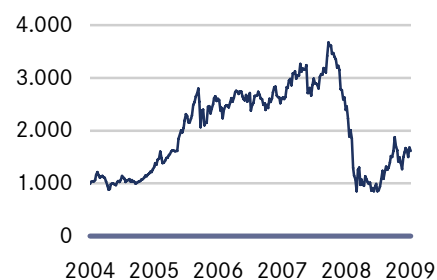
Die geschilderten Negativeffekte verstärkten sich gegenseitig und lösten das beschriebene Desaster bei den Ostwährungen aus.

Die Börsen- und Währungs-crashes zeigten ...

Russischer Rubel/EUR



RTX Russian Traded Index (EUR)



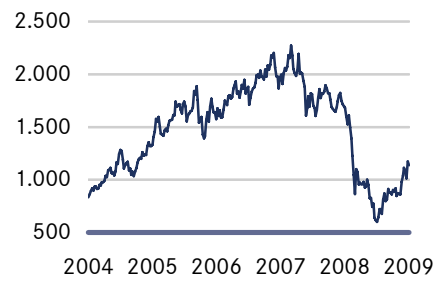
Quelle: Datastream

Polen

Polnischer Zloty/EUR



PTX Polish Traded Index (EUR)



Rumänien

Rumänischer Leu/EUR



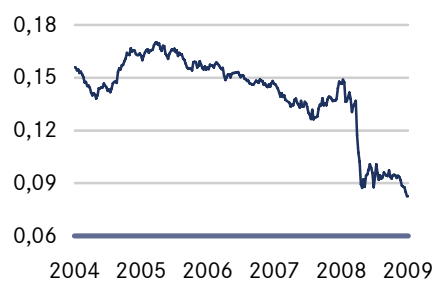
ROTX Romanian Traded Index (EUR)



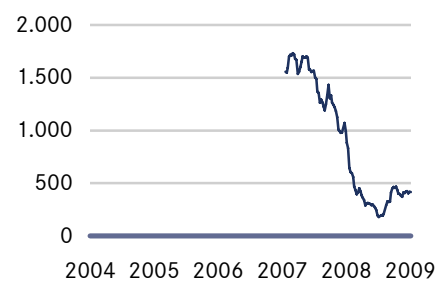
... erstaunliche Parallelen

Ukraine

Ukrainischer Griwna/EUR



UTX Ukrainian Traded Index (EUR)



Die Rückschläge lagen zwischen 40 % und 80 % bei den Aktien ...

Quelle: Datastream

Ungarn

Ungarischer Forint/EUR



HTX Hungarian Traded Index (EUR)



Tschechien

Tschechische Krone/EUR



CTX Czech Traded Index (EUR)



Quelle: Datastream

... und zwischen 20 % und 50 % bei den Währungen

Bereits ein kurzer Blick auf die obigen Grafiken zeigt, dass die Zusammenbrüche der Aktienmärkte und der Währungen in den einzelnen Ländern weitgehend parallel verliefen.

Auch in anderer Hinsicht blieben den Ostländern die bitteren ökonomischen Auswirkungen der globalen Finanzkrise nicht erspart:

Der Katalog wirtschaftlicher Einbrüche ist lang und ...

- > Sie wurden genauso massiv von der Bankenkrise betroffen wie die Westländer, wenngleich die Ursache hier im Ressourceabzug durch westliche Eigentümer und Mutterkonzerne zu suchen ist. Die direkten Engagements in „toxischen“ Wertpapieren sind dagegen gering. Über die Hälfte des osteuropäischen Bankensektors – ohne Russland - liegt in ausländischer Hand. Deutsche, französische und österreichische Großbanken sind hier federführend. Die Schrumpfung des osteuropäischen Bankensektors ist auf lange Sicht unausweichlich.

- ... reicht von den Banken über ...

> Westeuropäische Banken haben bis dato in ganz Osteuropa 1,3 Billionen Euro - also auch an Adressen außerhalb der „6er“-Gruppe - an Krediten ausgeglichen. Diese Gelder werden unter Umständen nicht prolongiert und die in der Region sich ebenfalls abzeichnende Kreditklemme dadurch noch verstärken.
- ... Staatsschulden,

> Die Staatsdefizite nehmen extrem zu, was an deren steigenden Anteilen an den regionalen BIP-Größen ersichtlich ist. Da im Unterschied zu vielen Industrieländern die Ostländer nicht vermögend („reich“) sind, können sie nicht auf Finanzreserven zurückgreifen, um die Löcher zu stopfen.
- ... Ratingspannen,

> Die verschlechterte Schuldensituation lässt sich gut an den regulär veröffentlichten Swap-Sätzen für osteuropäische Staatsanleihen ablesen. Auch hier sind die Wertespannen extrem. Zahlten am 17.7.2009 Polen und Tschechien als gute Schuldner (Moody`s Rating A1 und A2) für eine siebenjährige Euro-Anleihe noch etwa 5 % Zinsen, waren es beim Schlusslicht in der Region, der Ukraine (Rating B2), schon fast 15%! Eine entsprechende Bundesanleihe mit gleicher Laufzeit warf zu diesem Termin gerade einen Zinssatz von 2,86 % p. a. ab.
- ... Massenarbeitslosigkeit,

> Die Arbeitslosenquoten wachsen extrem an und erreichen je nach Land zweistellige Prozentmarken. Ein weiterer Anstieg ist zu erwarten. Die Misere wird am Exodus der Arbeitskräfte in den Westen erkennbar. Zeitweise arbeiteten bis zu 600.000 Polen allein in Großbritannien und Irland. Denn diese Länder halten, anders als Deutschland und Österreich - hier gelten Beschränkungen für die Neumitglieder bis sieben Jahre nach dem Beitritt -, ihre Arbeitsmärkte für die EU-Ausländer offen.
- ... Immobiliencrash bis hin zu ...

> Auch ein ungeahnter Immobilienboom ging im Eiltempo ab Sommer 2008 binnen weniger Monate zu Ende. In Kiew, St. Petersburg und Moskau erreichten davor die Quadratmeterpreise und die Mieten für Gewerbeimmobilien in Top-Lagen in etwa das Niveau von London und Tokio. Sie lagen gleichzeitig um 50 % höher als in Dubai oder Paris. Diese Zahlen sprechen für sich.
- ... politischen Unruhen.

> Ohne massive Stützungskredite des Westens - Brüssel gründete mehrere Krisenfonds für die Region - wäre die politische Stabilität in Rumänien, Tschechien und Ungarn (Regierungswechsel) gefährdet bzw. hätte sich die bestehende Instabilität in der Ukraine verstärkt. Die Destabilisierungstendenz geht hier oft von populistischen, „europafeindlichen“ Kräften aus. Wie schädlich diese Strömungen für die Integration des Kontinents sein

Anlagechancen in Osteuropa

können, zeigte das Beispiel Polen während der Regierungszeit der Gebrüder Kaczynski, als wichtige Unionsgesetze Monate lang blockiert wurden. Andere kleine EU-Länder wurden durch dieses Verhalten immer wieder zur Geltendmachung von Partikularinteressen eingeladen. Selbst wenn es letztendlich im Rahmen „fauler Kompromisse“ zur Einigung kam, so brachte diese Verzögerungen doch volkswirtschaftliche Verluste mit sich.

Fazit:

„Wer hoch steigt, kann tief fallen.“ (Börsenweisheit)

Sowohl die Wirtschaft als auch die Kapitalmärkte Osteuropas zeichneten sich in der Vergangenheit durch eine bemerkenswerte Wachstumsdynamik aus. Weil diese Erfolge primär basisbedingt waren und das Absicherungspotenzial (Volkvermögen und Produktionskapazität) fehlte, war der Absturz in der Finanzkrise – auch im Vergleich zu anderen Emerging Markets – extrem stark.

Anlagechancen in Osteuropa

Aktuelle Situation

So viel zur Vergangenheit. Aber wie sieht die Situation heute aus?

Anleger unterliegen häufig einem Irrtum, wenn sie glauben, aufgrund des für ausländische Investoren versperrten oder beschränkten Zugangs zu bestimmten chancenreichen Kapitalmärkten nicht an diesen Gewinnmöglichkeiten partizipieren zu können. Ginge es allein um die direkte Anlage, ist diese These prinzipiell richtig. Es gibt aber Formen der indirekten Anlage, auf die unten eingegangen wird, bei denen diese Barriere nicht zutrifft.

Die Kapitalmärkte Osteuropas gelten als unterentwickelt, da sie ...

Die Kapitalmärkte Osteuropas gelten aufgrund ihrer Größe und der technischen Börseninfrastruktur als unterentwickelt. Das muss, wie bereits gesagt, wiederum nicht heißen, dass hierbei die Kurschancen geringer ausfallen als auf anderen Kapitalmärkten, sondern dass der Allokationsprozess – sprich die Methode die richtigen Wertpapiere für das Depot zu finden – mehr zufallsbedingt verläuft. Eine Parallele zu den marktengen Titeln des SDAX oder des TecDAX, zu denen es kaum Research-Material gibt, könnte hier Pate stehen. Die Perlen in diesen kleinen Index-Welten zu finden, dürfte nicht einfach sein.

Wie diese Unterentwicklung im Hinblick auf die „6er“-Gruppe konkret zu verstehen ist, wird an vier Beispielen erläutert.

... zu klein sind,

1. Die Marktkapitalisierung der Aktienmärkte der „6er“-Gruppe entsprach 2008 etwa 50 % der des DAX. Beim BIP-Vergleich waren es – gerechnet

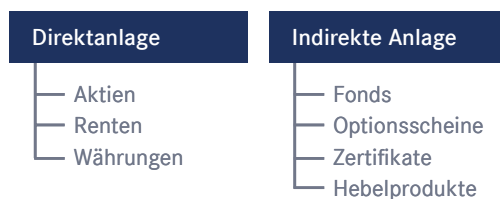
- nach der Kaufkraftmethode – immerhin noch 130 % des deutschen Bruttoinlandsproduktes (BIP). Dabei konnte sich Deutschland bislang bekanntlich nicht als das „Land der Aktionäre“ hervortun und trotzdem ist der Abstand so groß!
- ... noch viel außerbörsliches Geschäft (OTC) betreiben,
2. Eine gewisse Verzerrung entsteht durch den starken außerbörslichen Handel (OTC-Handel), der besonders in Russland und in der Ukraine stark vorkommt. Dieser Umstand ist für den deutschen Privatanleger jedoch irrelevant. Denn zum einen hat er – auch indirekt – keinen Zugang zu OTC-Anlagen und zum anderen wären derartigen Investments absolut illiquide und somit auch deshalb davon abzuraten. Andererseits weist der blühende OTC-Handel auf ein hohes zukünftiges IPO-Potenzial hin, welches bei einer guten Entwicklung der dortigen Aktienmärkte in Zukunft auf eine interessante Auswahl hinweist. Interessant sind vor allem die noch anstehenden Privatisierungen ehemaliger Staatsmonopolisten.
- ... fast keine lokalen Rentenmärkte besitzen und ...
3. Die lokalen Rentenmärkte sind noch um einiges kleiner als die ohnehin schon rudimentären Aktienmärkte. Funktionierende Rentenmärkte gibt es de facto nur in Polen und in Ungarn. Andererseits sind Staatsanleihen (in USD und Euro) der osteuropäischen Länder im Westen sehr verbreitet und seit über dreißig Jahren bekannt. Sie bieten zwar interessante Zinssätze, haben aber ein unverhältnismäßig höheres Adressenausfallrisiko gegenüber dem westlichen Anbieter, das an den täglichen Swap-Sätzen abgefragt werden kann. Darauf wird später noch eingegangen.
- ... für Auslandsinvestoren noch zahlreiche Beschränkungen aufweisen.
4. Eine wichtige Rolle spielt der rechtliche und faktische Status des ausländischen Investors bei der Direktanlage. Auch in den einzelnen EU-Ländern gibt es hierzu weiterhin lokale Beschränkungen, wenn es um „ureigene Interessen“ der einzelnen Staaten geht. Es sei in diesem Kontext auf die rege Diskussion eines vermeintlichen Ausverkaufs der deutschen Wirtschaft an russische und andere Staatsfonds von politisch nicht opportunen Ländern erinnert.

Die Problematik der „Ausländerdiskriminierung“ auf dem Kapitalmarkt umfasst unter anderem folgenden Fragenkatalog: Welche Gruppen von Ausländern (z. B. Privatanleger) könnten benachteiligt werden? Bei welchen Anlagearten (z. B. Aktien von Schlüsselunternehmen) wird Ausländern der Marktzugang versperrt oder erschwert? Dürfen Ausländer aus ihrem Wertpapierbesitz die vollen Rechte (z. B. Stimmrechte) ausüben? Zahlen sie die gleichen Preise wie die Inländer? In der „6er“-Gruppe sind in erster Linie die Ukraine und Russland auf diesem Gebiet restriktiv.

Anlagechancen in Osteuropa

Angesichts der wirtschaftlichen Restriktionen und der kapitalmarkttechnischen Beschränkungen stellt sich die Frage, ob eine Direktanlage für einen deutschen Privatanleger überhaupt sinnvoll ist.

Um das zu erfahren, ist zunächst zu prüfen, welche Anlagen grundsätzlich in fremden Anlageregionen für ihn in Frage kommen. Diese Auswahl demonstriert die folgende Grafik, die zwischen direkten und indirekten Anlagen unterscheidet.



Was ist eine direkte, was eine indirekte Anlage?

Eine direkte Anlage liegt vor, wenn ein Wertpapier (z. B. Aktie), Währung oder Anleihe direkt gekauft wird. Wird dagegen ein Bündel von Wertpapieren (Fonds), ein Recht auf den Bezug einer Direktanlage (Optionsschein, Hebelprodukt) oder eine Abbildung (Derivat) einer Direktanlage (z. B. ein Zertifikat auf die Daimler Aktie) gekauft, haben wir es mit einer indirekten Anlage zu tun.

Ohne auf Einzelbegründungen einzugehen, kann vorab festgestellt werden, dass in der aktuellen Marktlage in Osteuropa einzelne „Länderfonds“ und/oder „Regionen - Fonds“ (auch als ETF) die sinnvollste Anlage darstellen.

Was spricht für diese Allokation?

Die Anlagechancen im Einzelnen

Für attraktive Kapitalmärkte in Osteuropa sprechen:

Die wichtigsten Argumente sind unten dargestellt. Das dahinter stehende Fragezeichen, soll darauf hinweisen, dass die aufgestellten Thesen eine Diskussionsgrundlage bilden und keine unumstrittene Gesetzmäßigkeit.

... die Rückkehr zur hohen Wachstumsdynamik,

> Zukünftig wieder hohes Wirtschaftswachstum?

Die aktuelle Schwächephase in den überhitzten Ostkonjunkturen darf nicht darüber hinwegtäuschen, dass diese Länder nach dem Fall des Kommunismus und der Etablierung marktwirtschaftlichen Ordnungen signifikantes Wirtschaftspotenzial aufgebaut haben. Auch Westinvestoren haben in der Region Milliarden schwere Sachinvestitionen getätigt. Der Vergleich von der „verlängerten Werkbank“ der deutschen Industrie machte und macht weiter die Runde. In unserer Länderauswahl helfen vor allem

den EU-Mitgliedern Polen und Rumänien nicht zuletzt die Gemeinschaftssubventionen als Starthilfe. Sie machen fallweise bis 50 % des jährlichen BIP-Zuwachses aus.

Zudem darf der Basiseffekt nicht übersehen werden, der bei niedrigem Niveau ein hohes Entwicklungstempo begünstigt. Folgende Zahlen sprechen eine deutliche Sprache: Während das geschätzte 2008er BIP pro Kopf in Deutschland bei etwa 44.000 USD lag, konnte die Ukraine gerade einen Wert von 3.900 USD aufweisen!

... die EU-Mitgliedschaft und Gemeinschaftssubventionen,

Auch ein kurzer Rückblick auf die Historie mag überzeugen. Die „alten“ EU-Beitrittsländer (Dänemark, Irland, Großbritannien, Österreich, Schweden, Finnland, Spanien, Portugal, Griechenland) wuchsen in den ersten Jahren nach der Aufnahme deutlich stärker als der Rest der Gemeinschaft.

> Weitere Handelsintensivierung mit Westeuropa?

Alle Länder der „6er“-Gruppe sind in ihren Auslandsaktivitäten mit der EU-27 einseitig stark verflochten. Die EU ist sowohl der wichtigste Handelspartner als auch der bedeutendste Kapitalgeber bei Direktinvestitionen. Im Außenhandel (2007) wurden etwa zwei Drittel aller Umsätze mit Westeuropa abgewickelt. Die Extremwerte bei den Exporten liegen bei 85 % im Falle Tschechiens und 44 % im Falle Russlands. Bei den Importen betragen sie entsprechend 67 % und 57 %. Der langfristige Trend ist weiter nach oben gerichtet, obwohl die Exporte Osteuropas seit Anfang 2009 je nach Land – erwartungsgemäß – um 20 % bis 30 % eingebrochen sind. Bei den Direktinvestitionen steht das Motiv der Kostenvorteile nach wie vor im Vordergrund. Die Löhne in Rumänien erreichen heute gerade 20 % - 25 % des bundesdeutschen Niveaus. Besonders die Automobilindustrie besitzt in fast allen Ostländern bedeutsame Produktionsstätten.

... das Interesse ausländischer Portfolioinvestoren, die mit wenig Kapital starke Kursbewegungen auslösen können ...

> Wiederkehrendes Interesse ausländischer Portfolioinvestoren?

Neben den Direktinvestitionen (Auf- und Ausbau realwirtschaftlicher Produktionskapazitäten) spielen die vorgenannten Portfolioinvestitionen eine wichtige Rolle auf den osteuropäischen Kapitalmärkten. Denn das einheimische Kapital und Volksvermögen sind noch zu unbedeutend, um nennenswerte (spektakuläre) Kursbewegungen zu induzieren. Der vergangene Boom an den Aktienmärkten vieler Emerging Markets – an die BRIC-Euphorie sei erinnert – wurde nicht zuletzt durch massive Käufe westlicher Privatanleger ausgelöst.

Die Kehrseite der Medaille bestand dann häufig im drastischen Kapitalabzug - der Spielgelder - durch die globalen Finanzinvestoren zu dem Zeitpunkt als sich die weltweite Finanzkrise abzuzeichnen begann. Das große Kapital flüchtete und flüchtet immer noch in verschiedene „safe-haven“, zu denen vornehmlich US-Dollar-Anlagen, Rentenpapiere oder Gold gerechnet werden. Die beschriebene Prozedur wiederholt sich seit Jahrzehnten mit einer vorausschaubaren Regelmäßigkeit.

Im Falle Osteuropas verlief die Entwicklung 2008 - 2009 nicht gravierend anders als irgendwo in der Welt. Während aber z. B. in Lateinamerika primär amerikanisches und japanisches Kapital anzutreffen war, investierten in Osteuropa die westeuropäischen Nachbarn, in Russland auch andere potente Adressen (Chinesen, Araber usw.).

Wann kehren die Portfolioinvestoren nach Osteuropa zurück?

Von echten freiwilligen Portfolioinvestitionen sind die notwendigen Kapitalspritzen der Konzernmütter an die notleidenden osteuropäischen Töchter - vor allem im Bankensektor - zu unterscheiden. Die seit 10 bis 15 Jahren bestehenden echten westlichen Portfolioinvestitionen sind andererseits noch relativ jungen Datums, so dass - im Unterschied zu anderen Emerging Markets - Anlegern hier die entsprechenden Markterfahrungen fehlen. Das kann den Wiedereinstieg verzögern!

Dessen ungeachtet sind auch aus folgendem Grund zukünftig bedeutsame Finanzinvestitionen plausibel: Wegen der geringen Kapitalisierungen lokaler Märkte werden bereits wenige Milliarden USD oder Euro genügen, um die Kurse zu bewegen. Sie sind also bedeutsam, nicht so sehr wegen ihrer Höhe, sondern wegen ihrer Wirkung.

Wie gesagt, kann der Wiedereinstieg noch eine Weile dauern. Zurzeit bekommt die Anlageregion Osteuropa - als Ganzes gesehen - eine schlechte Wirtschaftspresse im Westen, die aus der Generalisierung der Wirtschaftslage in der Region resultiert. Das robuste Polen wird mit kurz vor dem Staatsbankrott befindlichen baltischen Ländern in einen Topf geworfen. Bei den notwendigen Größenordnungen werden - sobald die Stimmung an den Weltbörsen dreht - westliche Großinvestoren für eine Depotbeimischung problemlos ausreichend Kapital für Osteuropa bereitstellen können.

... die Euro-Fantasie mit höheren Zinsen und dem Wegfall des Kursrisikos.

- > Können EU- und Eurobeitrittsfantasie (Konvergenzdiskussion) Osteuropa beflügeln?

Polen, Tschechien und Ungarn sind seit 2004 EU-Mitglieder, Rumänien seit 2007. Während die EU-Beitrittsfantasie im Falle Russlands heute noch eine reine Utopie ist, wird es bei der Ukraine wesentlich konkreter. Das Land genießt nicht zuletzt wegen seiner strategischen Lage – zu erinnern sei an die Diskussion um die NATO-Mitgliedschaft am Ende der Bush-Ära – seit Jahren einen wirtschaftlichen Sonderstatus im Verhältnis zur EU. Zwar ist die Ukraine noch nicht auf der Liste der EU-Anwärter (derzeitige offizielle Kandidaten: Kroatien, Mazedonien, Türkei), aber der Langfrist-trend geht klar in Richtung EU-Beitritt. Umfragen zufolge wollen die meisten Westeuropäer wegen des kulturell-religiösen Gefälles eher das Land am Dnjepr als das am Bosphorus in der Union sehen.

Anders verhält es sich beim Euro-Beitritt, womit die dafür notwendige Erfüllung der Konvergenzkriterien (Verschuldungsschranken) höhere Beitrittschürden bedeuten. Denn die Altmitglieder müssen, wie auch im Falle der gewöhnlichen EU-Mitgliedschaft, dem Beitritt zustimmen. Eine reine EU-Mitgliedschaft reicht für einen Euro-Beitrittswunsch nicht aus. Der Beitritt zum Währungsverbund ist für die Aspiranten somit nicht nur eine Frage des Wollens, sondern auch des Dürfens. Die Gemeinschaftswährung ist heute in 16 von den 27 Ländern offizielles Zahlungsmittel.

Bislang gehört kein Land der „6er“-Gruppe dem Euro-Gebiet an. Der EU-Beitritt ist zwar in der Regel die Voraussetzung für den Euro-Beitritt, wenngleich die Nicht-EU-Mitglieder Mazedonien und Montenegro hier eine Ausnahme bilden. Konkret stellt sich kurzfristig die Frage der Euro-Einführung nur bei Polen, Tschechien und Ungarn. Nach dem genannten Verfall ihrer Währungen wären grundsätzlich Tschechien und Ungarn bereit – Polen befürchtet Strukturprobleme und denkt an ein späteres Beitrittsdatum – wie am schnellsten, konkret 2010 oder 2011, unter den schützenden Schirm der europäischen Einheitswährung zu schlüpfen. In der aktuellen Finanzkrise wird es angesichts der hohen Verschuldung der Euro-Kandidaten unter den Altmitgliedern einige Opponenten und viel Konfliktstoff geben.

Auch der Umrechnungskurs bei der Erstumstellung auf den Euro ist ein Politikum für sich, nicht so sehr für die Gemeinschaft wie für die Aufnahmeländer selbst.

Anlagechancen in Osteuropa

Ein zu hoher Kurs führt zu Preisverzerrungen nach oben und einer verminderten Wettbewerbsfähigkeit. Ein zu niedriger Kurs ist auch schlecht. Er kann die Ausländer – die keine Währungsrisiken mehr eingehen müssten – anlocken und zum „Ausverkauf“ des Volksvermögens in den Beitrittsländern führen. Das würde den ohnehin zahlreichen Europagegnern neuen Auftrieb geben.

Andererseits macht ein Euro-Beitritt den Kapitalmarkt des Kandidatenlandes in zweifacher Hinsicht interessant:

Der Euro-Beitritt könnte sowohl den lokalen Rentenmarkt als auch den ...

1. An den Rentenmärkten kann bei lokalen Anleihen und bei den Währungsanleihen (in Euro und USD) mit Kurssteigerungen gerechnet werden. Dieser Trend leitet sich zum einen aus dem Wegfall des Währungsrisikos und zum anderen aus der Anpassung der Zinsen an das niedrigere Niveau im EU-Raum (sog. Konvergenztheorie) ab. Kurse von Anleihen die unter sonst gleich bleibenden Bedingungen einen höheren Zins haben, werden steigen – das besagt ein Grundgesetz des Kapitalmarktes.

... Aktienmarkt beflügeln!

2. Auch den heimischen Aktienmärkten käme die vorgenannte Euro-Einführung zugute. Denn durch die Konsolidierung der öffentlichen Haushalte im Rahmen der Beitritts-Anstrengungen wird das wirtschaftspolitische Umfeld aktienfreundlicher.

Anlagerisiken in Osteuropa

Einführung

Die vertriebsgetriebene Anlagepolitik übersah in der Vergangenheit viele Risiken!

Leider standen nur die Pros hoch im Kurs der Zertifikatebranche!

Einige Antworten, wo und warum der Anleger in Zukunft Risiken in Osteuropa zu erwarten hat, könnten bereits in der Kurzanalyse der aktuellen Finanzkrise in dieser Region gefunden werden. Dabei wäre primär zu prüfen, warum die Krise hier – und auch in den sonstigen Nachfolgeländern der ehemaligen Sowjetunion – extremer als anderswo auf der Welt ausgefallen ist.

Eine naheliegende Antwort könnte lauten:

Die regionalen und ausländischen Geldgeber haben sich auf dem Höhepunkt der Börsenhausse übernommen und durch die überschäumenden Wirtschaftsprognosen blenden lassen. Zu schnell sollte mit Hilfe des importierten Know-how der Sprung aus einem postkommunistischen Mangelstaat in einen modernen Industrie- und Dienstleistungsstaat gelingen. Der Wunsch, allein mit Marktwirtschaft und Liberalisierung, der Schaffung von Kapitalmärkten, Anreizen für Kapitalimporte, Erleichterungen für Realinvestoren und nicht zuletzt Lohn- und Steuerdumping oder grundsätzlich einer liberalen Wirtschaftspolitik Entwicklungsstufen überspringen zu können, erwies sich als pure Utopie.

Ökonomische Elementargesetze wurden auf dem Höhepunkt der Börsenhausse besonders von Zertifikate-Emittenten bewusst oder unbewusst übersehen. Exotische Länderthemen auf plakativen Werbeslogans, wie „Go east!“, „Die neuen baltischen Tiger!“, „Exzellente Chancen in den neuen Ostmärkten!“, „Investieren, wo der Rubel rollt“ waren einfach „in“ und ließen sich gut verkaufen. Dabei hätte so manch kritischer Beobachter rechtzeitig klare Blasenbildungen erkennen müssen, wenn er nur wollte oder – vielleicht vielmehr – dürfte.

Es gibt viele mahnende Beispiele, wie weit die Übertreibung gegangen ist.

Mahnende Beispiele machen nachdenklich, erfolgreiche laden ein zur Nachahmung:

> Beispiel 1: Klägliches „Singapur“ - Fiasko in der kasachischen Steppe!

So wollte z. B. das rohstoffreiche Kasachstan dank der Petrodollars innerhalb weniger Jahre zur mächtigen Finanzmetropole nach dem Vorbild Singapurs aufsteigen. Ausländische Banken und ungehemmter Bauboom bestimmten jahrelang das Wirtschaftsgesicht des mittelasiatischen Steppenlandes. Der Staat verschuldete sich massiv im Ausland, um überdimensionierte Sachinvestitionen zu bezahlen. Aus „Singapur in der mittelasiatischen Steppe“ ist nichts geworden, denn das Ausland hat sich mit seinem

Know how und dem Portfoliokapital zurückgezogen. Kasachstan blieb auf seinen „Investitionsruinen“ sitzen. Die Wirtschaft brach nach und nach völlig zusammen.

> Beispiel 2: Konsumexzesse bei leerem Portemonnaie

Gerade in Rumänien und der Ukraine, also in Ländern in denen es an elementarer Infrastruktur mangelt, boomten während der letzten Börsenhausse 2002 bis 2007 allen voran die Finanzwerte, also Aktien aus einer Branche, die diese Länder aktuell nicht unbedingt braucht. Zudem weckte der dortige Konsumrausch auf Pump starke Erinnerungen an die Exzesse in den USA. Auch hier spiegelten somit der Kapitalmarkt und die BIP-Struktur keinesfalls das Wirtschaftspotenzial dieser Länder wider. Die exzellente Wirtschaftsdynamik wurde weitgehend nur vorgetäuscht.

Die genannten Fehler sollten bei einem zukünftigen Osteuropa-Engagement vermieden werden. Eine genauere Risikoanalyse ist notwendig. Damit jedoch keine Missverständnisse aufkommen: Eine derartige Risikoanalyse und -aufklärung schmälert keinesfalls das Potenzial der Anlagen der untersuchten „6er“-Gruppe. Der Anleger hat Geduld mitzubringen und mit einem Einstieg zuerst noch zu warten. Darauf wird später eingegangen.

Es gibt auch gute Vorbilder unter den Emerging Markets.

Was in der Ökonomie der aufstrebenden Emerging Markets tatsächlich an Entwicklungsfaktoren zählt, sind Konsumverzicht (hohe Sparquoten), Ausdauer beim Aufbau von Produktionskapazitäten und Humankapital sowie Nachhaltigkeit bei Außenhandelserfolgen. Das will alles erst gelernt werden, bis es funktioniert. Der Zeitfaktor kommt ins Spiel. Denn hierfür gibt es in der Weltwirtschaft genügend aufbauende Beispiele.

> Beispiel 1: Das Wirtschaftswunder in den Tiger-Staaten verblüfft!

Im letzten Vierteljahrhundert haben uns die ostasiatischen Tiger-Staaten (Südkorea, Hongkong, Singapur, Taiwan) vorgemacht, wie solche Wirtschaftswunder vollbracht werden können. Die „Tiger“ schlagen sich noch heute relativ unbekümmert durch die Finanzkrise.

> Beispiel 2: BRICs: Schon allein die Größe überzeugt!

Demgegenüber kommen die hochgejubelten großen BRIC-Länder (Brasilien, Russland, Indien und China) langsam ins Stocken, wenngleich sie von den Fehlentwicklungen wie in Kasachstan oder der Ukraine weit ent-

Humankapital wesentliches Attribut der „6er“-Gruppe

fernt blieben. Dennoch ging auch hier die Entwicklung zu schnell voran und es kam zur Bildung von monetären und realwirtschaftlichen Blasen. Die BRICs werden sich dennoch sehr bald wegen ihrer riesigen Binnenwirtschaften erholen. China macht den überzeugenden Anfang.

Und was ist mit Osteuropa (außer Russland und Ukraine, die bereits besprochen wurden)?

Die kurzfristige, primär fremdfinanzierte Konjunkturhause war in den hier nicht erwähnten drei Ländern der „6er“-Gruppe – nämlich in Polen, Tschechien und Ungarn - zu stark außenwirtschaftlich und konsumorientiert fixiert. Die Region besitzt dennoch Reserven, nicht zuletzt im Humankapital, und befindet sich dank der abgeschlossenen marktwirtschaftlichen Reformen auf dem richtigen Entwicklungsweg. Nichts desto trotz wird der Genesungsprozess wegen der Sünden der Vergangenheit noch länger andauern.

Flucht in den Protektionismus ein beliebtes Krisenrezept

Die Risiken im Einzelnen

Analog zu den Chancen werden jetzt die wichtigsten Risiken aufgezählt und erläutert. Dabei ist ebenso sinnvoll, nicht die globalen, sondern lediglich die für diese Region spezifischen Risiken zu analysieren:

- > Handelsprotektionismus im Westen und Preisverfall bei den wichtigsten Exportgütern könnten das Ost-Wachstum ausbremsen.

Auch bei einer wirtschaftlichen Erholung im Westen und der vertraglichen EU-Wirtschaftsfreiheit wären (indirekte) protektionistische Aktivitäten zur Abwehr osteuropäischer Konkurrenz denkbar. Die unten genannten Trends würden die Protektionismusgefahr verstärken, weil sie entweder den Angebotsdruck erhöhen oder die Nachfrage schmälern :

- Völlige Öffnung der Arbeitsmärkte für EU-Ostarbeiter
- Aufnahme neuer Mitgliedstaaten (Türkei, Ukraine!)
- Demografisch bedingte Schrumpfung der Absatzmärkte in West- und Osteuropa

Neben den protektionistischen Tendenzen würde der krisenbedingte Preisverfall bei industriellen Dienstleistungen (Tschechien), Rohstoffen (Russland, Ukraine) und Agrarprodukten (Polen, Rumänien, Ungarn) die Devisenbasis der Ostländer erschüttern. Was die Ausfuhren von Industriegütern und hochwertigen Dienstleistungen anbelangt, ist Osteuropa dagegen noch nicht konkurrenzfähig und hat hier nicht so viel zu verlieren.

Anlagerisiken in Osteuropa

Schuldenfalle schon immer ein Wachstumsbremsen!

- > Osteuropa kommt aus der Schuldenfalle auf absehbare Zeit nicht heraus. Bekanntlich sind in der gegenwärtigen Finanzkrise hohe Staats- und Unternehmensschulden kein nur in dieser Region anzutreffendes Phänomen. Dennoch sind hier die Unterschiede zum Westen so essenziell, dass sie gravierende ökonomische Auswirkungen mit sich ziehen. Es ist ein kardinaler Unterschied, ob ein guter (ökonomisch starker) oder ein schlechter (ökonomisch schwacher) Schuldner hoch verschuldet ist. Ein schwacher Schuldner hat schneller mit schlechteren Kredit-Ratings und einer Verteuerung der Finanzierungskosten zu rechnen. Die alte Diskussion aus den 70er und 80er Jahren um die „Schuldenbremse“ bei der wirtschaftlichen Entwicklung könnte wieder neuen Auftrieb bekommen. Die Schuldenproblematik belastet den Kapitalmarkt in zweifacher Weise: Durch die Inflationsgefahr wäre das ökonomische Umfeld für die Aktien, durch verstärkte Bonitätsrisiken das für die Anleihen gestört.

EU-Gesetze und Ausverkauf an reiche Ausländer als Ursache der Krise – so die Europagegner

- > Politische Unsicherheiten könnten Investoren abschrecken. Nach dem Fall des Kommunismus hat die Führungselite der „6er“- Gruppe seit gut zwei Dekaden den schwierigen Umstellungsprozess von der Plan- zur Marktwirtschaft zu bewerkstelligen. Dieser verläuft nicht reibungslos, da es immer noch – vornehmlich in Russland und in der Ukraine - alte Politikader gibt, die die Entwicklung zu torpedieren versuchen. Andererseits werden die hoch gelobten „marktwirtschaftlichen Regeln“ von den neuen Institutionen, Gesetzen und dem politischen Establishment nicht immer beachtet und „fair“ angewendet. Die zum Teil unkontrollierte Entwicklung der Wirtschaft und die juristisch fragliche Verteilung der Ressourcen, hat auf der einen Seite zum sagenhaften Reichtum bei wenigen, auf der anderen Seite zu Ungerechtigkeiten und Verarmung breiter Schichten geführt. Der arme Staat besitzt nicht die Mittel, das soziale Gefälle abzufedern, zumal die Ankurbelung der rückständigen Wirtschaft Priorität genießt. Infrastrukturausgaben einerseits und Steuererleichterungen andererseits prägen in der Regel das Standortbild der „6er“-Gruppe. Durch sie sollen die Auslandsinvestoren angelockt werden.

Ohne Wirtschaftshilfe gerät die Integration in Gefahr!

- Die in den westlichen Industrieländern breit anzutreffende Mittelschicht, ist in den Ostländern kaum sichtbar. Auf der anderen Seite verfügen die Menschen dort über ein hohes Bildungsniveau. Diese Kombination schafft genug politischen und sozialen Sprengstoff, der sein Ventil sucht und sich um den Links- und Rechtspopulismus sammelt. Die Konsequenzen sind häufige Rückschläge auf dem Integrationsweg, die sich im Erstarken europafeindlicher Kräfte

äußern. Nicht nur die zweijährige PIS-Herrschaft der Gebrüder Kaczynski in Polen, sondern die Regierungsstürze in Ungarn und Tschechien Anfang 2009 verdeutlichen diese Gefahr. Will die EU nicht zu einer Veto-Gemeinschaft verkümmern, muss dafür eine Lösung gefunden werden.

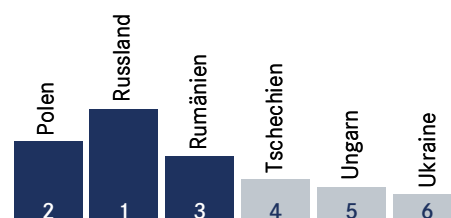
Zwar kennen die Börsianer den alten Spruch „Politische Börsen haben kurze Beine“. Diese Weisheit dürfte allerdings nur Bestand haben, wenn es sich um eine vorübergehende Systemstörung und nicht um einen schwellenden Konflikt handelt.

Fazit:

Russland und Polen klare Anlagefavoriten!

Aufbauend auf der guten Informationsbasis wird dem Anleger durch die Vielzahl von Chancen bei gleichermaßen hohen Risiken in dieser Region zunächst die Allokationsentscheidung etwas schwer fallen. Langfristig sind Investments in den osteuropäischen Ländern der „6er“-Gruppe dennoch als attraktiv anzusehen. Der Hauptgrund dürfte in den lokalen Unternehmensgewinnen, die aus der wirtschaftlichen Erschließung der Region mit Hilfe der EU entstehen, liegen. Auch die Euro-Einführung und Verbesserungen der Börseninfrastruktur bergen weitere Kursfantasie. Mit Blick auf die engen Märkte sind indirekte Anlagen in osteuropäische Aktienfonds und Indizes vorzuziehen. Was die Anlageattraktivität anbelangt, lässt sich bei den Ländern folgende Reihenfolge begründen: Russland, Polen, Rumänien, Tschechien, Ungarn und die Ukraine.

Ranking nach Anlageattraktivität



Zusammenfassung

- > Die globale Bedeutung der osteuropäischen Kapitalmärkte ist in der gegenwärtigen Wirtschaftskrise sogar noch geringer als ihre ohnehin nicht sehr hohe Wirtschaftsleistung. Dennoch werden nach der Überhitzungsphase der letzten Jahre wegen der engen Bande mit der EU die ökonomischen Perspektiven der Region als günstig angesehen.
- > Die meisten der „6er“-Gruppe (Polen, Rumänien, Russland, Tschechien, Ukraine, Ungarn) zählen zu den aussichtsreichen unter den Emerging Markets. Anders als Lateinamerika, das als der „Hinterhof“ der USA gilt, wird die Region von der EU juristisch und de facto als Partner angesehen, was sich nicht nur auf ihre Mitglieder (nicht zur EU gehören Russland und die Ukraine) beschränkt.
- > Als Anlageregion kann Osteuropa – das erst seit zwei Jahrzehnten Marktwirtschaft und Börsen kennt – noch auf keine große Markthistorie zurückblicken. Vielmehr erlitt sie analog zu den anderen Emerging Markets ihre spezifischen Höhen und Tiefen im letzten Börsenzyklus. Die These von der besonderen Widerstandsfähigkeit dieser Ländergruppe in der Wirtschafts- und Finanzkrise hat sich als nicht haltbar erwiesen.
- > Stärker als in den Industriestaaten wird das Kursgeschehen auf den Kapitalmärkten des Ostens vom Auslandskapital mit bestimmt, wenn nicht sogar diktiert. Diese Kapitalströme tragen bedauerlicherweise häufig stark spekulative Züge. Daher ist die „Timing-Frage“ für einen Einstieg besonders wichtig. Die inländische Sparbildung ist in Osteuropa noch zu schwach, um kurzfristig nennenswertes Kapital aufzubauen, das den Kapitalmarkt aus eigener Kraft stabilisieren könnte.

apoFokus

apoResearch Anlageinformation

Deutsche Apotheker- und Ärztebank
Hauptverwaltung

apoResearch
Richard-Oskar-Mattern-Straße 6
40547 Düsseldorf

Telefon: (0211) 5998-0
Internet: <http://www.apobank.de>

V.i.S.d.P.:
Uwe Zeidler

Layout und Produktion:
AMPK Publikationsmanagement

Druck:
Service-Druck Kleinherne GmbH & Co. KG
Bussardweg 5
41468 Neuss