

CEE-Märkte und Aktien: 2013 weiterhin im Aufwärtstrend

07.01.2013

Wirtschaftsabschwung sollte in CEE im 1Q 2013 Tiefpunkt erreichen; BIP-Wachstumsprognose 2013: Polen 2,2%, Slowakei 1,3%, Rumänien 1,1%

CEE-Aktien: Auf verhaltenen Start im Januar sollte noch im 1Q kräftigerer Aufwärtstrend folgen

ZEW-Erste Stimmungsindikator verbessert sich für Rumänien

Starke Empfehlung Russland im kommenden Quartal überzugeschichtet, da nach der eindrucksvollen Performance der Türkei die vorhandene Liquidität nun neue Anlagemöglichkeiten sucht

2013 werden die CEE-Märkte vor allem von zwei Themen beherrscht, wie Analysten der Erste Group in der heute veröffentlichten jüngsten Ausgabe von „CEE-Märkte und Aktien“ betonen. Einerseits wird die Schwäche der Wirtschaft, die bis zur Rezession gehen kann, zunehmend spürbar, wenngleich der Abschwung bereits im Q1 2013 seinen Tiefpunkt erreichen sollte. Andererseits wird sich die Krise der Eurozone nicht massiv verschärfen. Zwar sind die Probleme noch nicht überwunden, und die Talsohle ist noch nicht durchschritten, doch es besteht wenigstens mehr Klarheit darüber, in welcher Phase des Zyklus wir uns befinden. Auf Grundlage dieser beiden Annahmen und dank der kräftigen Unterstützung durch die Zentralbanken konnten die Aktienmärkte von einem allgemeinen Rückgang der Risikoaversion profitieren. Dazu haben auch die üppige Liquidität und die Jagd nach akzeptablen Renditen beigetragen. „Diese Faktoren sollten die CEE-Aktienmärkte auch 2013 stützen, wobei wir für dieses Jahr einen verhaltenen Aufwärtstrend erwarten. Im weiteren Verlauf werden fundamentale Faktoren wie etwa ein stärkeres Gewinnwachstum erforderlich sein, um den Märkten weiteren Auftrieb zu verleihen. Das große Risiko bei diesem Szenario ist natürlich die weitere Entwicklung in den USA, nicht nur in Bezug auf die Stimmung“, erklärt Henning Esskuchen, Head of CEE Equity Research der Erste Group.

Makroökonomisches Bild in CEE: Abschwung sollte im Q1 2013 Tiefpunkt erreichen

In den CEE-Ländern hat sich das Wirtschaftswachstum weiter abgeschwächt. Die schwachen Exportzahlen und die gedämpfte Inlandsnachfrage haben ihre Spuren in den Wachstumsraten hinterlassen. Die einzige Ausnahme davon bildet die Türkei. Im dritten Quartal 2012 konnten neben der Türkei jedoch auch noch Polen und die Slowakei auf Jahresbasis ein positives BIP-Wachstum aufweisen. „Wir gehen davon aus, dass der Abschwung in CEE im ersten Quartal 2013 seinen Tiefpunkt erreichen wird“, meint Esskuchen.

Einzelne CEE-Märkte haben 2012 unterschiedliche Entwicklungen gezeigt, was die Analysten der Erste Group zu den folgenden Prognosen veranlasste:

-0,1% negatives Wirtschaftswachstum in der Tschechischen Republik; aufgrund der Unsicherheiten in der Eurozone und der im Inland verfolgten Sparpolitik gehen Wachstumsimpulse nur mehr von den Ausfuhren aus.

Real GDP growth (y/y, %)	2011	2012f	2013f	2014f
Croatia	0.0	-1.8	0.5	2.0
Czech Republic	1.9	-1.0	-0.1	0.9
Hungary	1.6	-1.4	-0.4	0.8
Poland	4.3	2.4	2.2	2.5
Romania	2.5	0.0	1.1	2.3
Serbia	1.6	-1.5	0.5	2.5
Slovakia	3.2	2.3	1.3	2.5
Turkey	8.5	3.0	4.0	5.0
Ukraine	5.2	0.0	3.0	4.0
Austria	2.7	0.5	0.9	1.7
Eurozone	1.5	-0.4	0.4	1.0
CEE8 average	3.2	0.6	1.3	2.2
CEE8+Turkey	5.0	1.4	2.2	3.2

1,1% BIP-Wachstum in Rumänien, da sich die Neuverhandlung einer Vereinbarung mit dem IWF und die Bemühungen um eine bessere Aufnahme von EU-Fördermitteln auf die Kreditwürdigkeit positiv auswirken werden.

Ungarn wird 2013 in der Rezession verharren. Die Wirtschaftspolitik der Regierung untergräbt das Potenzial für langfristiges Wirtschaftswachstum. Außerdem besteht die Gefahr eines neuerlichen Aufflackerns der Risikoaversion der Investoren, womit sich die Finanzierungslage der Regierung rasch wieder negativ gestalten könnte – insbesondere angesichts der Tatsache, dass die Regierung weiter denn je von einer Einigung mit dem IWF entfernt ist.

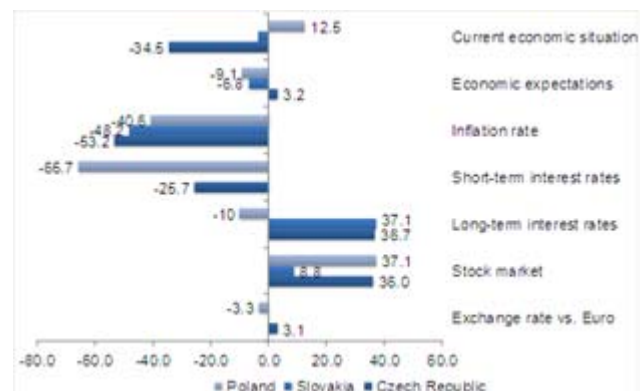
CEE-Aktien: Auf verhaltenen Start im Januar sollte noch im 1Q kräftigerer Aufwärtstrend folgen

CEE/SEE hat sich im letzten Quartal des Jahres 2012 durchaus gut entwickelt, zumindest wenn man die Tschechische Republik und Slowenien betrachtet. Serbien hat ein wahres Kursfeuerwerk erlebt, während Kroatien eher die pessimistische Einschätzung der Erste-Analysten bestätigt hat. Auch Polen lag über den Erwartungen, da der Markt wohl stärkere Impulse aus der Lockerung der Geldpolitik erhalten hat. „Wir freuen uns, dass Rumänien, wo wir vor allem Bedenken wegen der Liquidität hatten, sich so gut geschlagen hat. Schließlich hat sich auch die Einstufung der Türkei mit 'deutlich übergewichten' als definitiv richtig erwiesen, während Russland enttäuscht hat“, resümiert Esskuchen.

Im Allgemeinen erwarten die Analysten nach dem starken Jahresende 2012 für 2013 einen eher gemächlichen Start. Nach einer leichten Konsolidierung könnte sich dann ein deutlicheres Bild für den Wachstumsausblick und eine Grundlage für einen weiteren Anstieg ergeben. „Gewinnmitnahmen und eine moderate Konsolidierung wären unserer Ansicht nach nicht negativ, da die Märkte unserer Meinung nach vor allem von einer Änderung der Risikosicht getrieben wurden. Wir würden speziell gegen Ende des 1Q 2013 einen stärkeren Aufwärtstrend erwarten“, erklärt Esskuchen.

ZEW-Erste-Stimmungsindikator verbessert sich für

Rumänien. Der jüngste ZEW/Erste-Stimmungsindikator für CEE zeigt, dass sich die konjunkturellen Erwartungen für CEE auf Sicht der nächsten sechs Monate leicht verschlechtert haben. Für die Tschechische Republik, Polen und die Slowakei erwarten die Experten in den nächsten sechs Monaten dennoch eher eine Stabilisierung der wirtschaftlichen Entwicklung. Damit ist die Beurteilung der aktuellen Lage in der Slowakei und in Polen eher ausgeglichen bis positiv. Die Stimmung verbesserte sich darüber hinaus deutlich für Rumänien. Die Einschätzung der wirtschaftlichen Lage Kroatiens, Ungarns und Rumäniens hat sich insgesamt verbessert.



Länderallokation: Starke Empfehlung Russland im kommenden Quartal überzugewichten, da nach der eindrucksvollen Performance der Türkei die vorhandene Liquidität nun neue Anlagemöglichkeiten sucht

„Unsere stärkste Empfehlung ist sicherlich eine Verlagerung von der Türkei hin nach Russland. Rumänien und SEE (insbesondere Serbien) könnten von ihrem Status als Grenzmärkte (Frontier Markets) profitieren, sofern die Gesamtsicht des Risikos eher positiv bleibt. In Bezug auf Polen bleiben wir eher vorsichtig, da die Fundamentaldaten keine starken positiven Argumente liefern. Für Österreich und CEE sind wir nach wie vor vorsichtig optimistisch, erwarten nach der starken Performance im 4Q 2012 aber ebenfalls eine gewisse Konsolidierung“, erklärt Esskuchen.

Österreich – neutral

Das Risiko sollte ein wesentlicher Impulsgeber bleiben, da der Markt – auch wegen der niedrigen Renditen – zu jenen mit den höchsten Aktienprämien zählt. Aktienveranlagungen bringen nach wie vor einen Mehrertrag von rund 700 Basispunkten. Neben den schwachen Anleihemärkten könnte die Jagd nach Renditen durchaus auf den österreichischen Markt führen. Da wir nach der starken Schlussrallye 2012 auf dem Markt eine Atempause erwarten, schätzen wir Österreich nun etwas schwächer als zuletzt ein.

CEE – solide neutral

Die aus Ungarn, der Tschechischen Republik und Slowenien bestehende Ländergruppe ist leicht positiv zu bewerten. Die Konsenserwartungen für das Gewinnwachstum sind für Slowenien überraschend hoch, für die Tschechische Republik mäßig, für Ungarn jedoch schwach. Im Fall Ungarns haben sich die Erwartungen auch angesichts des immer noch hohen politischen Risikos abgeschwächt. In Ungarn wird die lockere Geldpolitik vermutlich fortgesetzt werden, wenngleich der dafür bestehende Spielraum bereits weitgehend ausgereizt erscheint. Die Tschechische Republik wirkt auf Basis der jüngsten Dividendenrenditen und des Top-Werts CEZ nach wie vor zu stark unterbewertet und könnte damit einen wesentlichen Performancebeitrag leisten.

Polen – neutral bis untergewichten

Polen ist nicht nur der am höchsten bewertete Markt der Region, sondern hat bereits die historischen Höchststände überschritten. Der Wachstumsausblick ist derzeit im Vergleich zu den anderen Ländern der Region am schwächsten. Auch sollte hier die Liquidität keine wesentliche Rolle spielen. Eine Fortsetzung der lockeren Geldpolitik könnte stützend wirken. Wir bestätigen daher unsere Empfehlung „neutral bis untergewichten“.

Rumänien und Bulgarien – leicht übergewichten

Die Fundamentalzahlen sehen akzeptabel aus, dass Konsensgewinnwachstum hat sich in letzter Zeit deutlich verbessert. Solange die Politik nicht allzu sehr in das Marktgeschehen eingreift, könnte zusätzliche Liquidität den Weg auf diesen Markt finden. Das Risiko bleibt natürlich hoch, und bei einer deutlichen Verschlechterung der Gesamtstimmung müsste Rumänien seinem Status als Grenzmarkt wohl umgehend Tribut zollen.

Russland – übergewichten

Das stärkste Argument, das derzeit für den russischen Markt spricht, sollte die Liquidität sein – insbesondere, wenn man ihn als Alternative zur Türkei betrachtet. Während die Türkei bei der Liquiditätsdynamik vor einer Wende in den negativen Bereich steht, verläuft der Trend in Russland positiv. Die Entwicklung im Dezember 2012, als der russische Markt eine ähnlich gute Performance wie der türkische erreichte, deutete diese Umkehr bereits an. Angesichts der Liquiditätslage bevorzugen wir Russland gegenüber der Türkei. Wir folgen damit den Ergebnissen unseres Modells und bewerten Russland mit Übergewichten.

SEE – neutral bis übergewichten

Unter der Annahme, dass die Risikoeinschätzung positiv bleibt, befindet sich Serbien in einer ähnlichen Lage wie Rumänien. Das Risiko ist sicherlich hoch, und die Liquidität stellt auch weiterhin ein bedeutendes Gegenargument dar. Auf Grundlage eines entsprechenden Gewinnwachstums ist die Bewertungsdifferenz gegenüber den Niveaus der Vergangenheit vergleichsweise jedoch immer noch am größten. Der Ausblick für Kroatien ist weniger günstig. Die Konsensschätzung für das Wachstum wurde erst vor kurzem wieder leicht angehoben. Für die beiden Märkte zusammen würde das Fazit „neutral bis übergewichten“ lauten, was eine leichte Abschwächung der deutlichen Modellaussage bedeutet.

Türkei – solide neutral

Zwar ist die Türkei gegenüber den anderen Ländern der Region nicht hoch bewertet, doch hat sie als erster Markt das historische Kursniveau überschritten und notiert derzeit um 11% über dem durchschnittlichen KGV. Angesichts der herausragenden Performance des Jahres 2012 ist im 1Q 2013 mit einer Atempause zu rechnen. Die laufende Neubewertung des Marktes auf Basis von Kurszielen, in die weiter sinkende Risikoprämien eingehen, spricht nach wie vor deutlich für die Türkei. Im Vergleich zu Russland könnte der Markt im 1Q jedoch an Boden verlieren.

10 Topempfehlungen

„In Österreich bevorzugen wir **Semperit**, **Polytec** und **Verbund**, in der Türkei **Akfen**, **Tornular REIT**, **Halkbank** und **Isbank**. An diesen beiden Banken gefällt uns ihr Engagement im Retailgeschäft und der gegenüber anderen Banken höhere Anteil an TRY in der Finanzierungsstruktur“, ergänzt Esskuchen. Von den rumänischen Unternehmen hat es **Fondul Proprietatea** in die Top Ten geschafft und Kursgewinne verbucht. **Krka** ist nun wieder unter den Topempfehlungen zu finden. „Wir erwarten eine weitere Erholung von **Richter Gedeon**, wo die Verdoppelung der Dividende positiv zu bewerten ist, die Renditen aber immer noch niedrig sind.“

January 2013 selection

Top 10 picks	Expected underperformers
Akfen	Philip Morris CR
Fondul Proprietatea	Lotos Group
Halkbank	STRABAG
Isbank (new)	
Krka	
Polytec (new)	
Richter Gedeon	
Semperit	
Tornular REIT (new)	
Verbund	

[CEE Equity Strategy Report \(english\) \[pdf; 4.1 MB\]](#)

[Präsentation \(english\) \[pdf; 1.1 MB\]](#)