

25. September 2014

Aktien aus Osteuropa zeigen Widerstandskraft dank hoher Risikoprämien

Das Geschehen an den Aktienmärkten in Osteuropa war in den vergangenen Monaten stark geprägt von den politischen Krisen in der Türkei und in der Ukraine. Mit dem eindeutigen Ausgang der Wahlen in der Türkei und den sich damit stabilisierenden politischen Kräfteverhältnissen sowie mit dem Abklingen der heißen Phase in der Ukraine-Krise fanden die Kurse von Aktien aus Osteuropa in den vergangenen Wochen wieder einen Boden. Seit Mitte März haben sich Osteuropas Aktienmärkte sogar besser entwickelt als beispielsweise ihr westeuropäisches Pendant, gemessen am marktbreiten Index MSCI Europa.

Osteuropäische Aktien befinden sich seit Mitte März in einer Stabilisierungsphase gegenüber dem MSCI Europa
MSCI EM Europa gegenüber MSCI Europa in EUR (indexiert; 1.1.2013 = 100)



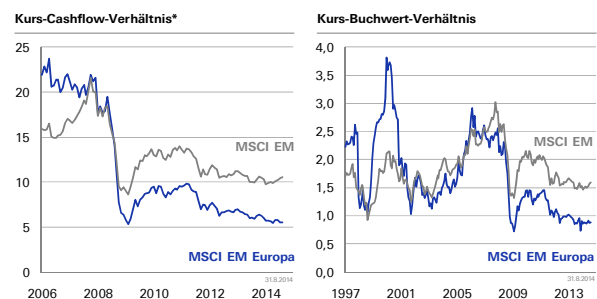
Quelle: Thomson Reuters Datastream

Trotz der sich beruhigenden politischen Lage bestehen nach wie vor erhebliche geopolitische Risiken in der Region. Die Ukraine-Krise könnte jederzeit wieder aufflammen, oder der Konflikt in Syrien könnte die Türkei erfassen. Investoren werden jedoch für die Risiken mit einer sehr hohen Risikoprämie mehr als adäquat entschädigt. Dementsprechend ragen Aktien aus Osteuropa mit einer sehr attraktiven Bewertung im aktuellen Umfeld heraus, in dem viele andere Anlageklassen eher hoch bewertet sind.

Auf Basis des zyklisch bereinigten Kurs-Cashflow-Verhältnisses ist der MSCI Emerging Markets Europa mit 5,5 deutlich attraktiver bewertet als der MSCI Emerging Markets mit 10,5. Auch das Kurs-Buchwert-Verhältnis des MSCI Emerging Markets Europa liegt mit 0,9 deutlich unter dem des MSCI Emerging Markets von 1,6. Das Kurs-Cashflow-Verhältnis ermöglicht im Gegensatz zu einer Bewertung auf Basis der Unternehmensgewinne einen unverzerrten internationalen Vergleich.

Darüber hinaus ist es eine bewährte Methode, die Bewertung mithilfe des gleitenden Zehnjahresdurchschnitts des Cashflow um die Effekte des Konjunkturzyklus zu bereinigen.

Die günstige Bewertung osteuropäischer Aktien ist ein Spiegelbild der hohen Risikoprämie



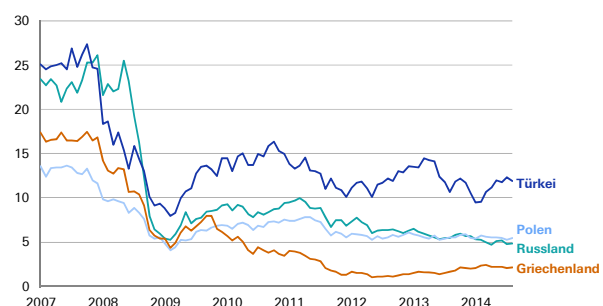
* Zyklische Bereinigung (gleitender Zehnjahresdurchschnitt)

Quellen: Thomson Reuters Datastream, Bloomberg, Berechnungen Metzler, Stand: 31.8.2014

Vieles spricht dafür, dass sich die attraktive Bewertung osteuropäischer Aktien für Anleger in Zukunft auszahlen wird. So konnten sich die osteuropäischen Währungen in den vergangenen Wochen nach teilweise erheblichen Kursverlusten in den vergangenen zwölf Monaten stabilisieren, zum Beispiel gegenüber dem Euro.

Die osteuropäischen Länder sind insgesamt niedrig bewertet

Kurs-Cashflow-Verhältnis*



* Zyklische Bereinigung (gleitender 10-Jahres-Durchschnitt)

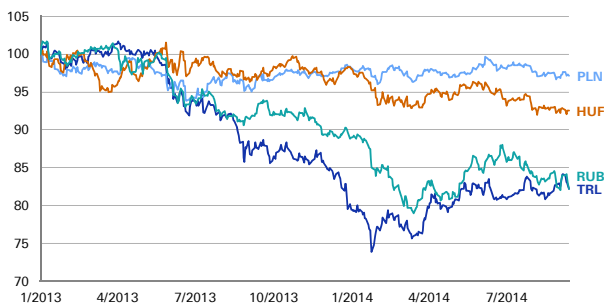
Quelle: Thomson Reuters Datastream

Die attraktive Bewertung ist jedoch nicht nur die Folge sehr niedrig bewerteter russischer Aktien – auch Aktienmärkte wie Polen und Griechenland sind attraktiv bewertet.

25. September 2014

Die Währungen haben sich trotz der anhaltenden Krise in der Ukraine stabilisiert

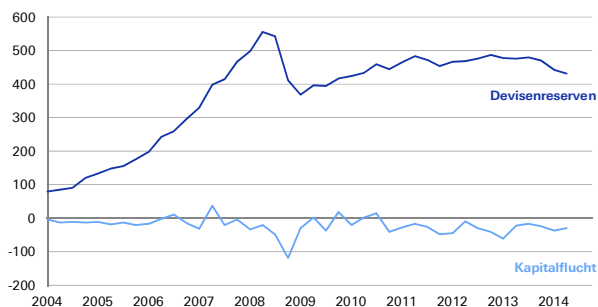
Lokale Währung gegenüber dem Euro (1.1.2013 = 100)



Quelle: Thomson Reuters Datastream

Immerhin sind die fundamentalen Voraussetzungen gegeben, dass sich die attraktive Bewertung osteuropäischer Aktien für Anleger in Zukunft auszahlen kann. So stabilisierten sich die osteuropäischen Währungen in den vergangenen Wochen nach teilweise erheblichen Kursverlusten in den vergangenen zwölf Monaten, zum Beispiel gegenüber dem Euro.

Die hohen Devisenreserven und die geringe Kapitalflucht erklären die Stabilität des russischen Finanzmarktes in Mrd. USD



Quellen: Thomson Reuters Datastream, Metzler

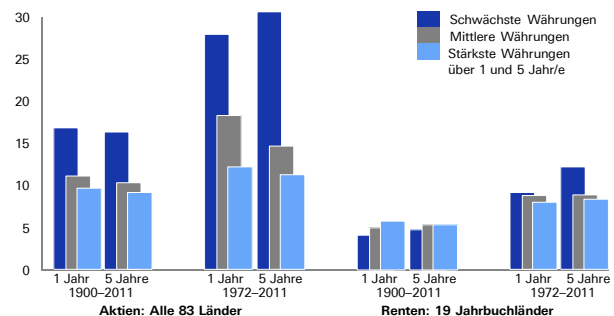
Die Tatsache, dass sich die Währungen nach zum Teil deutlichen Kursverlusten wieder stabilisiert haben, zeigt, dass die Gefahren für die makroökonomische Stabilität in den einzelnen Ländern durch eine Kapitalflucht eher niedrig einzuschätzen sind. Vor allem in Russland ist derzeit nur ein moderater Kapitalabfluss zu beobachten, der sich bisher problemlos durch die Devisenreserven und den Leistungsbilanzüberschuss decken ließ. So sanken die Devisenreserven nur leicht.

In einer Untersuchung zu den mittelfristigen Auswirkungen von Währungsbewegungen auf den Aktienmarkt kommen Wirtschaftsexperten der Business School of London in diesem Zusammenhang zu dem Ergebnis, dass sich eine vorangegangene Abwertung der Währung positiv auf die Aktienkurse auswirkt.

Zwischen 1900 und 2011 verbuchte beispielsweise der Aktienmarkt in einem Land mit einer schwachen Währung im vorangegangenen Jahr Kursgewinne von durchschnittlich mehr als 15 % im laufenden Jahr, während der Aktienmarkt in einem Land mit einer starken Währung im vorangegangenen Jahr durchschnittlich nur weniger als 10 % im laufenden Jahr zulegte. Eine schwächere Währung verbessert also offenbar die Wettbewerbsfähigkeit der eigenen Volkswirtschaft und damit die Rentabilität der Unternehmen.

Eine schwache Währung eines Landes ist ein Frühindikator für eine Outperformance des Aktienmarktes

Durchschnittlicher Ertrag in USD in % pro Jahr



Quelle: Elroy Dimson, Paul Marsh and Mike Staunton

Ein weiterer wichtiger Aspekt im Hinblick auf die fundamentale Lage sind die sich stabilisierenden Zinsen am Interbankenmarkt. Ein stabiles Zinsniveau signalisiert, dass es keinen Stress im Finanzsystem gibt und den Banken ausreichend Liquidität zur Verfügung steht. In gewisser Weise waren Währungen und Interbankzinsen in früheren Krisenzeiten oft miteinander verbunden, da eine Kapitalflucht einen Abzug von Bankeinlagen verursachte und das Bankensystem dadurch in eine Liquiditätskrise schlitterte.

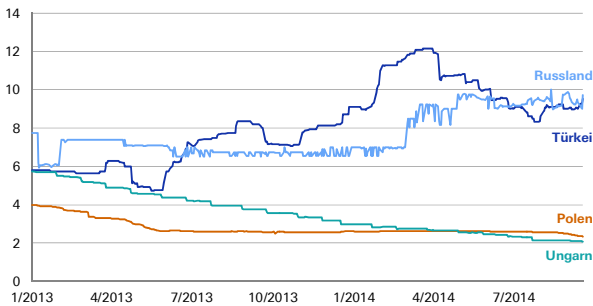
In der Vergangenheit lieferten daher die Interbankenzinsen oft früh Warnsignale für eine Bankenkrise, weil sich in ihrem Niveau widerspiegelte, wie verzweifelt die Finanzinstitute Liquidität benötigten und welchen hohen Preis sie dafür zu zahlen bereit waren.

Die osteuropäischen Länder haben seit dem Ausbruch der Finanzmarktkrise 2007 große Fortschritte gemacht, die makroökonomischen Ungleichgewichte zu verringern und die heimischen Finanzsysteme zu stärken.

Darüber hinaus scheint die Liquiditätssituation so günstig zu sein, dass sogar einige Zentralbanken in den vergangenen Wochen den Leitzins wieder senken konnten, um die heimische Wirtschaft zu unterstützen:

25. September 2014

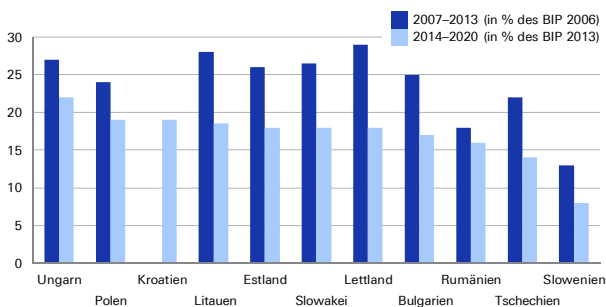
Zinsen am Interbankenmarkt stabilisieren sich und signalisieren damit keinen Stress im Finanzsystem erkennbar
Zinssatz am Interbankenmarkt für 3 Monate in %



Quelle: Bloomberg

Insgesamt darf auch nicht vergessen werden, dass es sich bei der osteuropäischen Region um eine sehr heterogene Gruppe von Ländern handelt. So basieren die Aktienmärkte von Zentralosteuropa, Russland und der Türkei auf völlig verschiedenen Wachstumsmodellen. Zentralosteuropa hat sich in den vergangenen Jahren beispielsweise immer stärker der Europäischen Union angenähert und befindet sich somit in einem wirtschaftlichen Konvergenzprozess. Dadurch soll ein ähnlich hohes Einkommensniveau wie in Westeuropa erreicht und diese Region eng mit dem westeuropäischen Konjunkturzyklus verbunden werden.

Die EU-Strukturhilfen bilden eine nennenswerte Wachstumsbasis für die osteuropäischen EU-Mitgliedsländer
Bereitgestellte Gelder aus den Struktur- und Kohäsionsfonds der EU

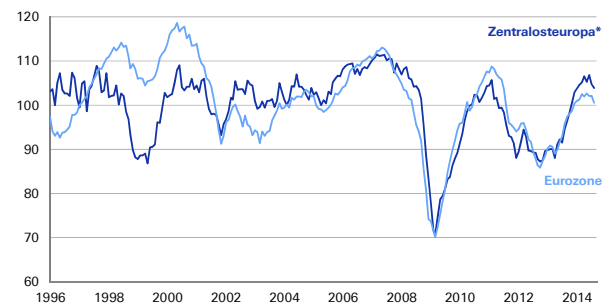


Quellen: Europäische Kommission, Unicredit Research

Daher profitiert Zentralosteuropa nicht zuletzt überproportional von der nachlassenden europäischen Staatsschuldenkrise und vom moderaten Aufschwung in Westeuropa. Die verbesserten Wachstumsperspektiven sind unter anderem eine Folge der Strukturhilfen aus der Europäischen Union. Bis 2020 können die osteuropäischen EU-Mitgliedsländer je nach Land zwischen 8 % und 22 % des Bruttoinlandsprodukts (BIP) an Geldern aus Brüssel abrufen, um damit inländische Infrastrukturprojekte zu finanzieren. Erst seit kurzem sind die Gelder bewilligt worden, sodass der Hauptwachs-

tumsimpuls erst ab dem kommenden Jahr sichtbar werden dürfte. Brüssel übernimmt dabei die Hälfte der Kosten, die andere Hälfte muss das antragstellende Land übernehmen.

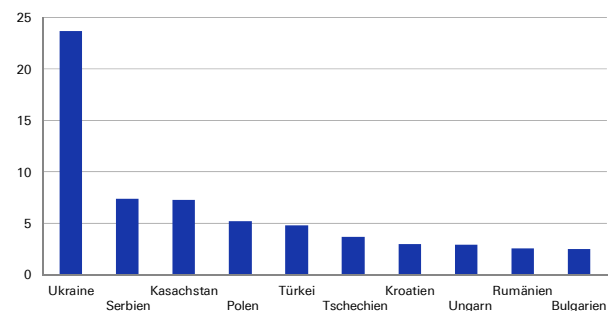
Der Konjunkturzyklus in Zentralosteuropa verläuft seit 2014 synchron mit dem Konjunkturzyklus der Eurozone
Geschäftsklimaindex der Europäischen Kommission (Saldo der Befragten)



* Zentralosteuropa: Polen, Ungarn, Tschechien
Quellen: Thomson Reuters Datastream, Metzler

Interessanterweise sind die Volkswirtschaften Zentralosteuropas außerhalb des Energiesektors nur gering mit Russland verflochten, wie die niedrige Exportquote nach Russland zeigt.

Osteuropäische Staaten haben mit Ausnahme der Ukraine nur geringe Außenhandelsverflechtungen mit Russland
Exporte nach Russland in % der Gesamtexporte



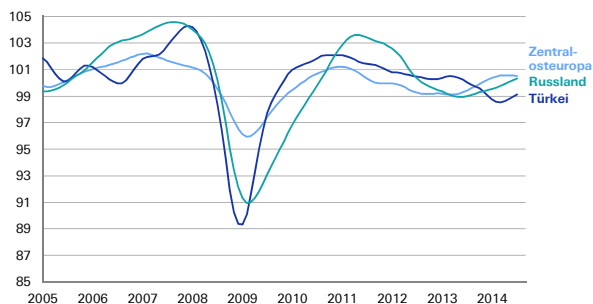
Quelle: JP Morgan

Die Türkei ist ein Land mit einer sehr jungen Bevölkerung und hat aufgrund einer demografischen „Dividende“ hohes Wachstumspotenzial. Darüber hinaus konnte die Türkei den Handel mit vielen Ländern im Nahen Osten in den vergangenen Jahren deutlich ausbauen und damit etwas unabhängiger vom westeuropäischen Konjunkturzyklus werden. Die Achillessehne der Türkei ist das hohe Leistungsbilanzdefizit und die damit verbundene Notwendigkeit eines permanenten ausländischen Kapitalzufflusses. Allerdings ermöglicht die günstige Liquiditätslage an den internationalen Finanzmärkten es der Türkei derzeit, ihre Leistungsbilanzdefizite mühelos zu finanzieren, wie auch die Zinssenkungen

25. September 2014

zuletzt zeigten. Damit haben sich auch wieder die Wachstumsperspektiven verbessert, wie beispielsweise der Einkaufsmanagerindex und der OECD-Frühindikator signalisierten.

**Frühindikatoren der OECD signalisierten zuletzt sogar ein sich verbesserndes Wachstum in der gesamten Region
Konjunkturfrühindikator der OECD**



Quelle: Thomson Reuters Datastream; Stand: Juli 2014

In Russland übernimmt der Staat dagegen eine immer größere Rolle in der Wirtschaft, was die Investitionsneigung der privaten Investoren bremst und die Wachstumsperspektiven zweifellos schmälert. Russland scheint sich vor allem auf den Abbau von Rohstoffen zu fokussieren. Der russische Aktienmarkt ist vor diesem Hintergrund weniger eine Wachstumsstory als ein Markt mit einer hohen Dividendenrendite und vereinzelt Privatunternehmen mit guten Wachstumschancen.

Immerhin verbesserte sich die Wirtschaftslage zuletzt überraschend. Die Sanktionen des Westens scheinen bisher keinen größeren Schaden verursacht zu haben, wobei die negativen Auswirkungen noch verzögert eintreten könnten

Fazit: Wenn die Ukraine-Krise nicht weiter eskalieren sollte, bestehen gute Kurschancen für Investments in osteuropäische Aktien

- Das fundamentale Umfeld Osteuropas ist trotz der geopolitischen Ereignisse stabil, da unter anderem auch seit der Finanzmarktkrise 2007 viele der makroökonomischen Ungleichgewichte in den osteuropäischen Ländern bereinigt wurden.
- Osteuropäische Aktien sind sehr attraktiv bewertet. Die attraktive Bewertung spiegelt sich in einer hohen Risikoprämie aufgrund der geopolitischen Risiken wider: Die Risiken einer sich verschärfenden Krise in der Ukraine und/oder einer Reduktion der Energieversorgung Europas durch Russland sind weiterhin gegeben.
- Osteuropäische Aktien bieten ein attraktives Chance-Risiko-Profil:
 - Die Anleger werden für die eingegangenen Risiken angemessen kompensiert.
 - Die Währungen haben sich zuletzt wieder gegenüber dem Euro behauptet.
 - Die Zinsen am Interbankenmarkt haben sich stabilisiert.
 - Die europäische Staatsschuldenkrise ist abgeflaut, und die westeuropäische Wirtschaft verzeichnet einen moderaten Aufschwung.
 - Die Volkswirtschaften in Zentralosteuropa haben die konjunkturelle Trendwende vollzogen.

Edgar Walk
Chefvolkswirt Metzler Asset Management

Metzler Asset Management

Metzler Asset Management GmbH
Große Gallusstraße 18
60311 Frankfurt am Main
Telefon (0 69) 21 04 - 5 32
Telefax (0 69) 21 04 - 11 79
asset_management@metzler.com
www.metzler.com

Rechtliche Hinweise

Diese Unterlage der Metzler Asset Management GmbH (nachfolgend zusammen mit den verbundenen Unternehmen im Sinne von §§ 15 ff. AktG „Metzler“ genannt) enthält Informationen, die aus öffentlichen Quellen stammen, die wir für verlässlich halten. Metzler übernimmt jedoch keine Garantie für die Richtigkeit oder Vollständigkeit dieser Informationen. Metzler behält sich unangekündigte Änderungen der in dieser Unterlage zum Ausdruck gebrachten Meinungen, Vorhersagen, Schätzungen und Prognosen vor und unterliegt keiner Verpflichtung, diese Unterlage zu aktualisieren oder den Empfänger in anderer Weise zu informieren, falls sich eine dieser Aussagen verändert hat oder unrichtig, unvollständig oder irreführend wird.

Ohne vorherige schriftliche Zustimmung von Metzler darf/dürfen diese Unterlage, davon gefertigte Kopien oder Teile davon nicht verändert, kopiert, vervielfältigt oder verteilt werden. Mit der Entgegennahme dieser Unterlage erklärt sich der Empfänger mit den vorangegangenen Bestimmungen einverstanden.