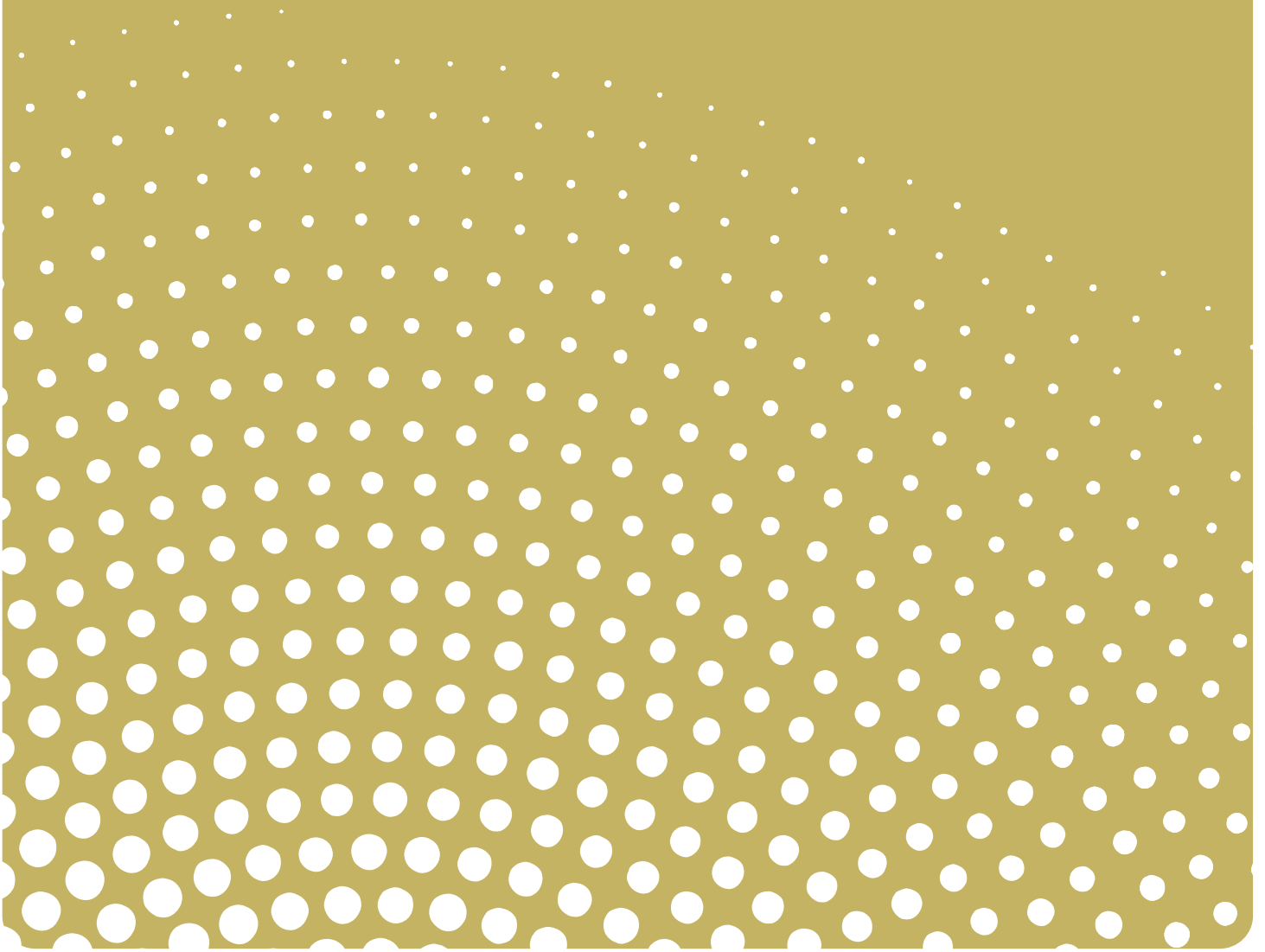


Tschechien – die heimliche Schweiz des Ostens



Tschechien –die heimliche Schweiz des Ostens*

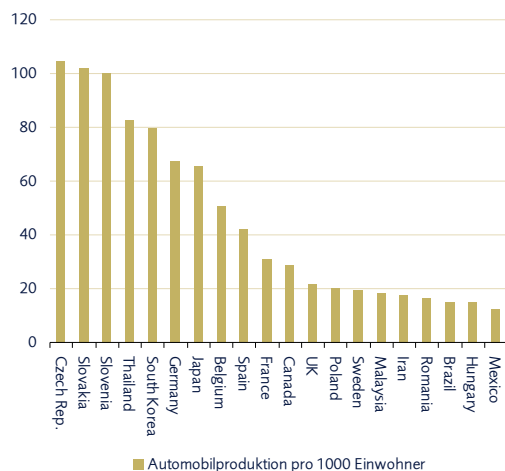
*Die Studie erschien am 18.02.2012 in der „Börsen-Zeitung“

Die Tschechische Republik avancierte in den vergangenen Jahren zu einer „Schweiz des Ostens“ – sofern sich überhaupt ein Vergleich geziemt. Hinsichtlich einiger Stabilitätskriterien braucht das Land an der Moldau mit der Alpenrepublik den Wettbewerb nicht scheuen. Stabile Wachstumsraten, eine gut laufende Exportindustrie und ein bemerkenswerter Aufwertungsstrend der Krone über die vergangenen Jahre hinweg unterstreichen eine außergewöhnliche makroökonomische Erfolgsbilanz. Mittlerweile ist Tschechien dabei längst dem Status eines Emerging Markets entwachsen. Das Pro-Kopf-Einkommen liegt mittlerweile über portugiesischem Niveau. Die osteuropäischen Nachbarländer verweist das Land hierbei – mit Ausnahme Sloweniens – ohnehin auf die Plätze.

Automobilindustrie von herausragender Bedeutung

Die Maschinenbau- und Automobilindustrie ist das Herzstück der Wirtschaft. Pro-Kopf produziert kein anderes Land so viele Autos wie Tschechien. Im internationalen Vergleich nimmt die Industrie denn auch einen hohen Stellenwert ein: Rund 30% des BIP wird von diesem Sektor erwirtschaftet. Etwa 10% des BIP entfällt auf den Fahrzeugsektor und rund 55% der Exporte gehen auf die Automobil- und Maschinenunternehmen zurück.

Automobilproduktion im internationalen Vergleich



Quelle: VP Bank, Internationaler Automobilverband

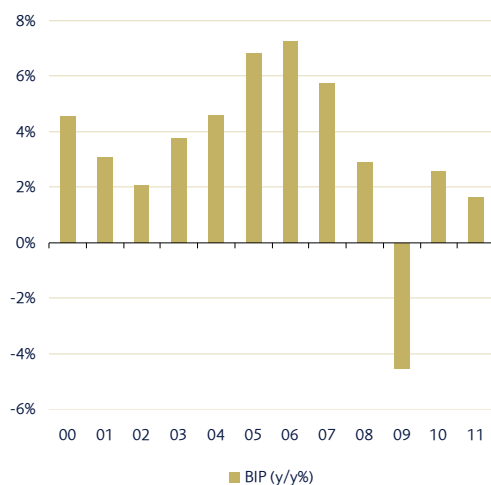
Zu den Aushängeschildern gehören Skoda, Hyundai und das japanisch-französische Gemeinschaftsunternehmen Toyota Peugeot Citroen Automobile (TPSA). Im Jahr 2010 gingen erstmalig mehr als eine Million Autos vom Band. Rund die Hälfte davon stammt von Skoda. Der tschechische Automobilverband geht nach ersten Schätzungen von einer Jahresproduktion von 1.13 Mio. Autos für das abgelaufene Jahr aus. Dies entspräche einer Steigerung von 6% gegenüber dem Vorjahr. Nur ein geringer Bruchteil davon verbleibt im Inland. Das Gros der Autos landet in ausländischen Autohäusern. Der größte Absatzmarkt ist traditionell Deutschland, gefolgt von Frankreich und Großbritannien. Die Automobilindustrie fungiert gleichzeitig als Magnet für Zulieferer. Hier tummelt sich mittlerweile auch das „Who-is-who“ aus den Segmenten Maschinen- und Anlagebau sowie der Elektroindustrie. Dem Ruf Hyundai folgten etwa auch koreanische Betriebe. Das Cluster aus Automobil- und Automobilzuliefererindustrie ist für die tschechische Handelsbilanz von herausragender Bedeutung. Das Land erzielt nicht zuletzt aufgrund des hohen Automobilabsatzes seit dem Jahr 2005 Handelsbilanzüberschüsse. Selbst im stürmischen Jahr der Finanzmarktkrise 2008 wurde ein positiver Saldo zwischen Aus- und Einfuhren verbucht. Das Plus der Handelsbilanz lag im Zeitraum Januar bis Oktober 2011 mit einem Saldo von CZK 160 Mrd. (ca. EUR 6 Mrd.) um 43 % über dem Vergleichszeitraum des Vorjahres.

Die Schattenseiten der hohen Industrialisierung

Die Dominanz des Industriesektors zeigt jedoch auch seine Schattenseiten: Das Wohlergehen der Volkswirtschaft hängt entscheidend von der globalen Konjunkturentwicklung ab. Während etwa das Nachbarland Polen rauere weltwirtschaftliche Zeiten mit einem robusten privaten Konsum kompensieren kann, ist die tschechische Volkswirtschaft diesen nahezu schutzlos ausgeliefert. Schmerzliche Erfahrungen sammelte das Land im Jahr 2008: Das BIP schrumpfte um 4.1%. Im Zuge der Finanzmarktkrise kam es zu großen Entlassungswellen. Lag die Arbeitslosenquote im Juni 2008 bei 5%, verdoppelte sie sich bis zum Februar 2010 beinahe und stieg auf 9.9% an. Stellenstreichungen im öffentlichen Sektor und Restrukturierungsmaßnahmen in der Industrie führten zu diesem rapiden Anstieg. Seither stieg der Bedarf an Arbeitskräften zwar wieder an, doch die Arbeitslosenquote verharrte mit zuletzt 8% auf einem relativ hohen Niveau. Der private Konsum leidet deshalb bereits schon seit einigen Jahren unter einer chronischen Schwäche und verhindert zusammen

mit den Sparmassnahmen der Regierung eine stärkere Expansion der tschechischen Wirtschaft. Der BIP-Zuwachs von 2.3% im Jahr 2010 verlief im internationalen Vergleich eher zaghaft. Aufgrund der erneut schwachen Einzelhandelsumsätze expandierte das BIP im vergangenen Jahr lediglich mit 1.6%. Das schwache Schlussquartal 2011 – das BIP gab um 0.3% gegenüber dem Vorquartal nach – gibt bereits einen Vorgesmack auf die nahe Zukunft. Die konjunkturelle Abkühlung in der Eurozone gepaart mit den Sparmassen der tschechischen Regierung dürften im laufenden Jahr entsprechende Bremsspuren hinterlassen. Wir erwarten für das Jahr 2012 einen BIP-Zuwachs von lediglich 0.4%.

Tschechisches Wachstum



Quelle: VP Bank, Datastream

Strikte Budgetkonsolidierung

Die seit Jahresmitte 2010 regierende Mitte-Rechts-Koalition hat sich die Konsolidierung der Staatsfinanzen auf die Fahnen geschrieben. Bislang hat die Regierungsmannschaft von Premier Petr Nečas die Aufgabe sehr ernst genommen. So hart die Massnahmen für die tschechische Bevölkerung waren und noch sein mögen, im Unterschied zu Spanien oder Portugal zeigen sie Erfolge: Das Budgetdefizit ging von 5.9% im Jahr 2009 auf voraussichtlich 3.9% im Jahr 2011 zurück. Die Konsolidierungsschritte sind breit gefächert und betreffen die verschiedensten Bereiche. Zum 1. Januar 2012 trat darüber hinaus die Erhöhung des reduzierten Mehrwertsteuersatzes von 10% auf 14% in Kraft. Der bislang zweigeteilte Mehrwertsteuersatz wird im kommenden Jahr auf 17.5% vereinheitlicht. Jüngsten Kommentaren aus dem Finanzministerium zufolge ist aber auch eine Vereinheitlichung auf 19% im laufenden Jahr nicht mehr auszuschließen. Sollte sich im Jahr 2012 gar eine Rezession abzeichnen, empfiehlt der Wirtschafts-

rat der Regierung weitere Sparmaßnahmen. Das Wort, des im Zuge der Finanzmarktkrise ins Leben gerufenen Wirtschaftsrates, hat Gewicht. Die Marschrichtung im Falle eines stärkeren wirtschaftlichen Abschwungs dürfte also skizziert sein: Statt Konjunkturlösungen werden die tschechischen Bürger dann wohl noch stärker zur Kasse gebeten.

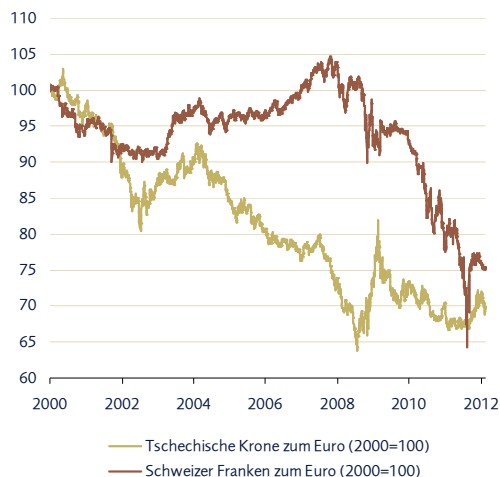
Ratingagenturen goutieren positive Entwicklung

Der klare Wille Prags zur Budgetkonsolidierung wird von den Ratingagenturen honoriert. Während eine Reihe von osteuropäischen Ländern im Zuge der Finanzmarktkrise deutliche Bonitätsrückstufungen hinnehmen mussten, blieb das tschechische Rating stabil bzw. konnte sich sogar noch verbessern. Die Bonitätshüter von S&P verbesserten das Rating für langfristige Fremdwährungsverbindlichkeiten im August 2011 von „A+“ auf „AA-“. Die Verbesserung goutiert unter anderem auch, dass die ansonsten in Osteuropa weit verbreiteten hohen Bestände an Fremdwährungskrediten in der Moldaurepublik gering sind. Nur knapp 14% der ausstehenden Kredite sind in einer fremden Währung ausgestellt. Zum Vergleich: In Ungarn sind es rund 60%.

Regelmäßige lobende Worte bekommt auch die Tschechische Notenbank. Die Erfolgsbilanz der Währungshüter ist beeindruckend. Die monatlichen Inflationsraten liegen seit dem Jahr 2003 knapp hälftig unter denjenigen der Eurozone. Kein Wunder also, dass der Leitzins seit Juni 2011 bei 0.75% – und damit unter dem Pendant des Europäischen Währungsraumes – liegt. Die Inflationsrate wird in den kommenden Monaten kaum unter die 3%-Marke fallen, doch dies ist im Wesentlichen auf die Erhöhung des Mehrwertsteuersatzes zurückzuführen. Die schwache inländische Nachfrage spricht tendenziell für einen Rückgang der Konsumentenpreise, wengleich sich dieser aufgrund der Währungsschwäche im zweiten Halbjahr 2011 und der daraus resultierenden höheren Importpreisen noch etwas auf sich warten lassen dürfte.

Die Tschechische Krone wertet im Trend seit nunmehr über zehn Jahren gegenüber dem Euro auf. Seit 1999 steht eine knapp 30%ige Aufwertung gegenüber der Europäischen Gemeinschaftswährung zu Buche. Im Zuge der, im September 2011 deutlich gestiegenen, Risikoaversion kam die Krone unter Druck – der übergeordnete Aufwertungsstrend bleibt davon unberührt. Der breitflächige Abzug von Geldern aus den Emerging Markets machte auch vor der Krone nicht Halt. Die tschechische Valuta verlor im Zeitraum August bis November 2011 etwa 8%. Die Verluste wurden im Zuge des allgemeinen freundlichen Finanzmarktumfeldes seit Jahresbeginn bereits wieder deutlich reduziert.

Krone und Franken im Vergleich



Quelle: VP Bank, Datastream

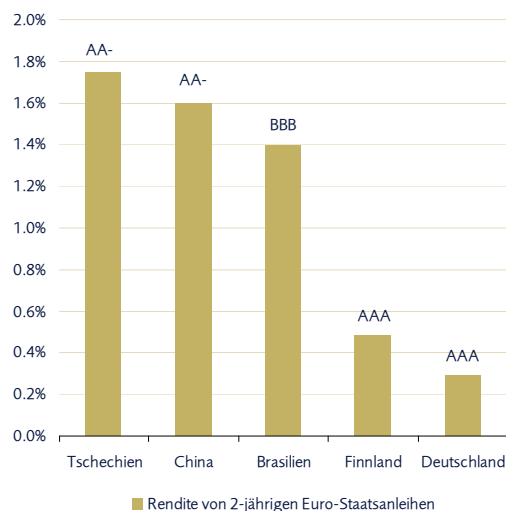
Marktverzerrungen bei Hartwährungsanleihen

Die Blicke bei Emerging Market Hartwährungsanleihen richten sich naturgemäß auf die, in den großen Indizes vertretenen, Emittenten. Nachteil dabei ist, dass sich darunter auch Länder befinden, die im internationalen Vergleich eine hohe Fremdwährungsverschuldung ausweisen. Der Hintergrund: Die Aufnahme in die Indizes setzt eine gewisse Marktkapitalisierung voraus. Letztere reflektiert jedoch gleichzeitig Verbindlichkeiten, welche nicht auf die heimische Währung lauten. Die Bonitätsrisiken sind entsprechend hoch.

Länder mit einer überschaubaren Fremdwährungsverbindlichkeit kommen unter Umständen erst gar nicht auf den Radar der Indexanbieter. Hierzu zählt unter anderem die Tschechische Republik. Das führt wiederum zu Marktverzerrungen, wie am Beispiel Tschechiens gut skizziert werden kann. Tschechische Euro-Staatsanleihen sind zwar kein Schnäppchen mehr, im relativen Vergleich sind die Titel allerdings günstig. Während ein tschechischer Euro-Sovereign bei einem Rating von „AA-“ eine Rendite von 1.86% liefert, sind es bei einer dreijährigen brasilianischen Euro-Staatsanleihe mit einem „BBB“ lediglich 1.37%.

Die CZK- Zinskurve verläuft sehr steil. Im zehnjährigen Laufzeitenbereich liegt die Rendite bei 3.3%; im einjährigen Bereich nur bei 1.2%. Das relative hohe Renditeniveau am langen Ende der Zinskurve reflektiert im Wesentlichen die allgemein kritische Markthaltung Osteuropas gegenüber. Anleger, die auf eine Aufwertung der Tschechischen Krone setzen wollen, sollten sich aus unserer Sicht im drei- bis fünfjährigen Bereich positionieren.

Renditen im Vergleich



Quelle: VP Bank, Datastream

Der tschechische Aktienindex PX weist eine relativ geringe Marktkapitalisierung von rund EUR 39 Mrd. aus. Der Index umfasst 14 Titel. Das Schwergewicht bilden Banken, die es auf einen Indexanteil von rund 60% bringen.

Kontakt

Investment Research
Tel +423 235 63 32
Fax +423 235 61 39
investment@vpbank.com

Für den Inhalt verantwortliche Personen
Dr. Thomas Gitzel, Senior Economist

Wichtige rechtliche Hinweise

Wesentliche Informationsquellen / Keine Gewährleistung: Diese Dokumentation wurde von der Verwaltungs- und Privat-Bank Aktiengesellschaft (nachfolgend VP Bank) aufgrund von Informationsquellen erstellt, welche als zuverlässig eingestuft werden. Wesentliche Informationsquellen für diese Dokumentation sind:

- Sekundär-Research: Finanzanalysen spezialisierter Broker/Analysten;
- Veröffentlichungen in in- und ausländischen Medien wie Informationsdienste (z.B. Bloomberg, Thomson Financial Datastream, Reuters u.a.);
- Öffentlich verfügbare Statistiken

Obwohl bei Erstellung dieser Dokumentation grösstmögliche Sorgfalt angewandt wurde, übernimmt die VP Bank keine Gewährleistung für die Vollständigkeit, Aktualität oder Richtigkeit des Inhalts dieser Dokumentation. Insbesondere umfassen die Informationen in dieser Dokumentation möglicherweise nicht alle wesentlichen Angaben zu Finanzinstrumenten oder deren Emittenten. Die in dieser Dokumentation geäusserten Meinungen geben die Ansichten der VP Bank zum Zeitpunkt des auf der Dokumentation genannten Datums wieder. Die VP Bank und/oder ihre Gruppengesellschaften haben möglicherweise in der Vergangenheit Dokumentationen veröffentlicht oder werden möglicherweise in Zukunft Dokumentationen veröffentlichen, die Informationen und Meinungen enthalten, die mit der vorliegenden Dokumentation nicht übereinstimmen. Die VP Bank und/oder ihre Gruppengesellschaften sind nicht verpflichtet, den Empfängern dieser Dokumentation solche abweichenden Dokumentationen zukommen zu lassen.

Eignung / kein Angebot: Die Angaben in dieser Dokumentation stellen weder eine Empfehlung zum Kauf, Halten oder Verkauf der dargestellten Finanzinstrumente noch eine Rechts-, Finanz-, Buchführungs- oder Steuerberatung noch irgendeine Form von persönlicher Beratung dar. Insbesondere können in dieser Dokumentation behandelte Finanzinstrumente für einen Anleger je nach dessen Anlageziel, Zeithorizont, Risikobereitschaft, Risikofähigkeit, finanziellen Verhältnissen sowie weiteren persönlichen Umständen als auch aufgrund von mit dem Finanzinstrument verbundenen Verkaufsbeschränkungen ungeeignet sein. Die Informationen in dieser Dokumentation ersetzen daher in keiner Weise weder die individuelle Beratung durch eine hinsichtlich der oben genannten Themen qualifizierte Fachperson noch das Studium der von den Emittenten und Vertriebssträgern der Finanzinstrumente zur Verfügung gestellten Dokumentationen (z.B. Emissionsprospekte, Termsheets, bei Anlagefonds den vollständigen und vereinfachten Prospekt). Die vorliegende Dokumentation stellt insbesondere weder eine Offerte bzw. Aufforderung zur Offertstellung noch ein öffentliches Inserat, das zu Transaktionen mit den beschriebenen Finanzinstrumenten auffordert, noch eine Aufforderung zum Abschluss irgendeines Rechtsgeschäfts dar. Die VP Bank sowie ihre Gruppengesellschaften lehnen jegliche Haftung für sämtliche Schäden bzw. Verluste, die auf Grundlage der in dieser Dokumentation enthaltenen Informationen geltend gemacht werden, ausdrücklich ab.

Risikohinweise: Die in dieser Dokumentation erwähnten Anlagen können in ihrem Kurs und Wert sowie in den erzielten Erträgen sowohl steigen als auch sinken. Anlagen in Fremdwährungen unterliegen zusätzlich Währungsschwankungen. Einem Anleger kann nicht zugesichert werden, dass er die angelegten Beträge wieder zurückerhält. Die bisherige Performance einer Anlage ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Performance. Dasselbe gilt für Performanceprognosen. Die dargestellte Performance lässt etwaige bei Zeichnung und Rücknahme von Anteilen an Anlagefonds erhobene Kommissionen und Kosten unberücksichtigt. Kommissionen und Kosten wirken sich nachteilig auf die Performance aus. Jede in dieser Dokumentation erwähnte Anlage kann mit den nachfolgenden, nicht abschliessend aufgezählten Risiken behaftet sein: Emittenten- (Bonitäts-), Markt-, Kredit-, Liquiditäts-, Zins- und Währungsrisiko sowie wirtschaftliches und politisches Risiko. Besonders Anlagen in Schwellenländer (Emerging Marktes) sind spekulativ und diesen Risiken besonders stark ausgesetzt.

Eigengeschäfte: Die VP Bank und/oder ihre Gruppengesellschaften und/oder deren Mitarbeitende können sich im Rahmen der gesetzlichen Bestimmungen an anderen Finanzgeschäften mit den Emittenten der in dieser Dokumentation erwähnten Anlagen beteiligen. Sie können in diese Emittenten investieren oder Dienstleistungen für diese erbringen, Aufträge von diesen akquirieren sowie Positionen in deren Anlagen oder Optionen auf diese halten, Transaktionen mit diesen Positionen durchführen oder ein sonstiges erhebliches Interesse hinsichtlich der Emittenten der in dieser Dokumentation erwähnten Anlagen haben. Dies kann auch bereits früher der Fall gewesen sein.

Grundlegende methodische Ansätze zur Finanzanalyse: Die VP Bank hat folgende grundlegende methodische Ansätze der Finanzanalyse festgelegt:

- Die Aktien-Auswahlliste basiert auf einem globalen, quantitativen Screening-Modell. Dieses rangiert Aktien anhand von Faktoren, die langfristig die höchsten Performancebeiträge liefern.
- Die Bondselektion berücksichtigt pro Währung ausschliesslich Anleihen ohne spezielle Klauseln (Bullet Bonds). Es handelt sich dabei um Eurobonds mit Investment Grade Rating ohne erhöhte Risikoaufschläge. Weiteres Augenmerk wird auf die Handelbarkeit gelegt, bevor in die Segmente Staats- bzw. Unternehmensanleihen unterteilt wird.
- Die ETF-Selektion erfolgt anhand eines quantitativen Scorings und einer qualitativen Analyse.
- Die Fondsselektion erfolgt nach dem «Best in Class»-Ansatz. Der mehrstufige Analyseprozess beinhaltet unter anderem quantitative und qualitative Elemente.

Anlagehorizont: Die Empfehlungen bauen auf gut diversifizierten Portfolios auf. Die empfohlenen Anlagehorizonte liegen bei ausgewogenen Portfolios bei fünf bis zehn Jahren, bei Aktienportfolios in der Regel über zehn Jahren.

Interne organisatorische und regulative Vorkehrungen zur Prävention von Interessenkonflikten: Die VP Bank und deren Gruppengesellschaften haben interne organisatorische und regulative Vorkehrungen getroffen, um möglichen Interessenkonflikten vorzubeugen und diese, sofern vorhanden, offenzulegen.

Erläuterung von Interessenkonflikten: Mögliche Interessenkonflikte sind mittels nachfolgenden Ziffern beim Emittentennamen wie folgt gekennzeichnet:

Die VP Bank und/oder deren Gruppengesellschaften

1. sind am Emittenten mit mehr als fünf Prozent beteiligt,
2. haben bedeutende finanzielle Interessen in Bezug auf den Emittenten,
3. waren innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines Konsortiums beteiligt, das Finanzinstrumente des Emittenten im Wege eines öffentlichen Angebots emittierte,
4. ist ein Market Maker in den Finanzinstrumenten des Emittenten,
5. haben innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate mit Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking-Dienstleistungen geschlossen oder eine Leistung oder ein Leistungsversprechen aus einer solchen Vereinbarung erhalten,
6. haben mit den Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, eine Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse getroffen.

Hinweise zum Vertrieb dieser Dokumentation: Der Zugang zu den in dieser Dokumentation enthaltenen Informationen bzw. den darin beschriebenen Finanzinstrumenten (insbesondere Anlagefonds) kann durch nationale Gesetze beschränkt sein. Der Inhalt dieser Dokumentation bzw. die darin beschriebenen Finanzinstrumente (insbesondere Anlagefonds) sind somit nicht für Personen oder Gesellschaften bestimmt, die einer Rechtsordnung unterstehen, die den Zugang zu diesen Informationen bzw. den Erwerb der beschriebenen Finanzinstrumente (insbesondere Anlagefonds) verbietet oder von einer Bewilligung abhängig macht (sei es aufgrund der Nationalität der betreffenden Person, ihres Wohnsitzes oder aus anderen Gründen). Personen, in deren Besitz diese Dokumentation gelangt bzw. die darin beschriebene Finanzinstrumente (insbesondere Anlagefonds) erwerben wollen, müssen sich daher über örtliche Gesetze und etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Der Inhalt dieser Dokumentation ist urheberrechtlich geschützt, und ihre Verwendung ausser zum privaten Gebrauch bedarf der vorgängigen Zustimmung der VP Bank.

British Virgin Islands: Diese Informationen wurden von der VP Bank and Trust Company (BVI) Limited, P.O. Box 3463, 3076 Sir Francis Drake's Highway, Road Town, Tortola, British Virgin Islands, verteilt. Die VP Bank and Trust Company (BVI) Limited untersteht der Bewilligung und Aufsicht durch die British Virgin Islands Financial Services Commission.

Deutschland: Diese Informationen wurden von der VP Vermögensverwaltung GmbH, Theatinerstrasse 12, DE-80333 München, verteilt. Die VP Vermögensverwaltung GmbH untersteht der Zulassung und Regulierung durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).

Hong Kong: Diese Informationen wurden von der VP Wealth Management (Hong Kong) Ltd., 33/F, Suite 3305, Two Exchange Square, 8 Connaught Place, Central, Hong Kong, verteilt.

Luxemburg: Diese Informationen wurden von der VP Bank (Luxembourg) S.A., Avenue de la Liberté 26, LU-1930 Luxemburg, verteilt. Die VP Bank (Luxembourg) S.A. untersteht der Zulassung und Regulierung durch die Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF).

Schweiz: Diese Informationen wurden von der VP Bank (Schweiz) AG, Bahnhofstrasse 3, CH-8022 Zürich verteilt. Die VP Bank (Schweiz) AG untersteht der Zulassung und Regulierung durch die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA.

USA/Kanada: Weder die vorliegende Dokumentation noch Kopien davon dürfen an Personen abgegeben werden, welche ihren Wohnsitz in den USA oder Kanada haben oder die Staatsangehörigkeit eines oder mehrerer dieser Staaten besitzen.