

# Die Integration der osteuropäischen Länder – Auswirkungen auf die Aktien- und Rentenmärkte

## I Einleitung

Edward Ludwig,  
Peter Schlagbauer<sup>1)</sup>

Auf Grund der an der Zukunft orientierten Bewertung der Finanzmärkte gehen wir davon aus, dass die Auswirkungen der ökonomischen Integration der osteuropäischen Länder von den europäischen Finanzmärkten bereits weitgehend antizipiert sind. Dabei ist jedoch schwer zu erfassen, welche Erwartungen die Finanzmarktteilnehmer konkret haben. Denn kursrelevant sind hier vor allem Änderungen in den Erwartungen bzw. davon abweichende Realisierungen und schließlich Veränderungen in der Risikowahrnehmung. Darüber hinaus ist die ökonomische Integration – in Bezug auf Österreich – nun schon sehr hoch. Österreichische Unternehmen sind bereits seit langem in Zentral- und Osteuropa aktiv und erwirtschaften dort hohe Gewinne. Die weitere ökonomische Integration könnte durchaus zunehmende Konkurrenz mit geringeren Margen für die positionierten österreichischen Unternehmen bedeuten.

Diese Gegebenheiten zeigen die hohe Komplexität der auf die europäischen Finanzmärkte wirkenden Faktoren, die im Rahmen eines fundamentalanalytischen Top-Down-Ansatzes kaum erfasst werden können. Deshalb ist zu befürchten, dass die wahrscheinlichen, fundamentalen Auswirkungen der Osteuropaerweiterung deutlich geringer sein werden als der Prognosefehler bei Schätzungen für Finanzmarktdaten über lange Zeiträume. Partialanalytische Ansätze nach dem Motto „Kommt es zu zusätzlichem BIP-Wachstum, so steigen die Aktienmärkte (ceteris paribus)“ weisen sehr eingeschränkten Zusatznutzen auf, da sie auf Grund der schwierigen Quantifizierbarkeit über Allgemeinplätze kaum hinausgehen können. Aus diesem Grund nähern wir uns dem Thema der Auswirkungen der Integration der osteuropäischen Länder auf die Aktien- und Rentenmärkte nicht über einen Fundamentalansatz, sondern wählen einen an der Benchmark und der Asset Allocation orientierten Liquiditätsansatz<sup>2)</sup>, der Rückschlüsse auf Finanzmarktdaten ermöglicht.

Von den Erweiterungskandidaten sind zurzeit nur Polen, die Tschechische Republik und Ungarn in den Emerging-Market-Benchmark-Indizes vertreten. Für Anleihen sind die wichtigsten diesbezüglichen Benchmarks die COBA- bzw. CECE-Bond-Indizes, bei Aktien stellt der Morgan Stanley Capital International Emerging Markets (MSCI EM)-Index<sup>3)</sup> die wichtigste Benchmark dar. Auch

1 Edward Ludwig, Raiffeisen Zentralbank Österreich AG, Volkswirtschaft und Finanzmarktanalyse, Am Stadtpark 9, 1030 Wien; Telefon: +43/1/71707 1463; Fax: +43/1/71707 761463; E-Mail-Adresse: edward.ludwig@rzb.at.

Peter A. Schlagbauer, Raiffeisen Zentralbank Österreich AG, Volkswirtschaft und Finanzmarktanalyse, Am Stadtpark 9, 1030 Wien; Telefon: +43/1/71707 1529; Fax: +43/1/71707 761529; E-Mail-Adresse: peter.schlagbauer@rzb.at.

Wir danken dem Team der Volkswirtschaft und Finanzmarktanalyse für ihre Unterstützung. Besonderer Dank gebührt dem RZB-Chefanalysten Peter Brezinschek sowie der Leiterin der RZB-Zins- und Währungsanalyse, Lydia Kranner.

2 Die Bedeutung des Liquiditätsansatzes zeigt sich bei (1) Währungen: Die Entwicklung des EUR/USD folgt zumindest kurz- bis mittelfristig (bis 1 Jahr) immer weniger so genannten Fundamentaldaten, sondern Liquiditätsströmen; (2) Renten: Die Safe-Haven-Funktion von Anleihen führt bei Krisen zum „Überschießen“ auf Grund vorübergehend starker Risikoaversion und zum „Überschwappen“ von Liquidität aus dem Aktienmarkt; (3) Aktien: Man denke an Analysen zu Indexinklusionen bzw. die Literatur zu Positive-Feedback-Theorien aus dem Bereich der Behavioral Finance, wie von Shiller (2000) bzw. Shleifer (2000) ausformuliert.

3 Polen wurde im Jahr 1995, Ungarn und die Tschechische Republik 1996 in den MSCI EM-Index aufgenommen.

die Kapitalisierungen weiterer Kandidatenländer sind sehr gering, sodass die zusätzlichen Effekte der Berücksichtigung dieser Länder schwach wären. Wir beschränken uns daher auf die Analyse der Inklusion Polens, der Tschechischen Republik und Ungarns.

Im zweiten Kapitel werden die Veränderungen der europäischen Rentenlandschaft durch die Erweiterung der Europäischen Union (EU) analysiert. Das Ausmaß der Veränderung der Benchmarks, insbesondere ihrer Gewichtungen, wird durch ihre Funktion als Messlatte einen wichtigen Einfluss haben. Andere Entwicklungen wie z. B. die Konvergenz zum Euroraum, werden unabhängig von der Gewichtung dieser Länder im neuen Europa auf den Investor ebenfalls starken Einfluss haben.

Im dritten Kapitel untersuchen wir die Größenverhältnisse der Beitrittskandidaten im Vergleich zu verschiedenen europäischen Veranlagungsräumen im Bezug auf Aktien und stellen die Methodologie der wichtigsten europäischen Aktienbenchmarks dar. Darüber hinaus untersuchen wir die Effekte der jüngsten EU-Beitrittsrunde sowie des jüngsten Beitritts zur Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) in Verbindung mit der geänderten Klassifizierung eines europäischen Emerging Market zu einem Developed Market. Schließlich werden daraus Schlüsse hinsichtlich der Konsequenzen der EU-Osterweiterung für den europäischen und den österreichischen Aktienmarkt im Besonderen gezogen.

## **2 EU-Osterweiterung und die Konsequenzen für die Rentenmärkte Europas und Österreichs**

### **2.1 Implikationen für den Investor**

Durch die Entstehung der WWU hat sich die Zins- und Währungslandschaft vieler EU-Länder vereinheitlicht, wodurch sich die Diversifikationsmöglichkeiten an den europäischen Staatsanleihenmärkten verringert haben. Eine Streuung der Renteninvestments auf Länder mit unterschiedlichen Währungen erhöht die risikobereinigte Rendite eines Portfolios. Die Möglichkeiten, dies zu verwirklichen, haben sich jedoch für Anleger, die westeuropaweit gestreut investieren, stark verringert. Zwar gewinnen alternative Rentenveranlagungen, wie z. B. Unternehmensanleihen und High Yield Bonds an Bedeutung und bieten ebenfalls neue Diversifikationsmöglichkeiten, dennoch können diese Anleihen auf Grund anderer Risikomerkmale die Staatsanleihen nicht ersetzen. Diese Rolle übernehmen in zunehmendem Maß die Anleihenmärkte der osteuropäischen Länder. Insbesondere Polen, die Tschechische Republik und Ungarn werden auf Grund der Liquidität als Substitut zu den früheren südeuropäischen Rentenmärkten angesehen. Damit osteuropäische Rentenmärkte, die zurzeit noch zu den Emerging Markets zählen, aber auch tatsächlich von den Investoren als entwickelte Märkte akzeptiert werden, muss der Konvergenzprozess zu Westeuropa abgeschlossen werden. Der erste markante Schritt in diese Richtung wird die Aufnahme in die EU sein. Dieser Schritt steigert nicht nur das Vertrauen der Investoren gegenüber diesen Ländern, auch eine Aufnahme der Anleihen von Beitrittsländern in europäische Benchmarks ist wahrscheinlich. Der zweite wichtige Schritt wird der Beitritt dieser Länder zur WWU und ihre Integration in die WWU-Benchmarks sein. Eine Vorwegnahme der durch diese Konvergenz entstehenden Effekte ist zu einem großen Teil

schon erfolgt. Der erste Schub in Richtung europäische Integration erfolgte im Zuge der Hochstufung dieser Länder vom BB- in das BBB-Segment. Während der Emerging-Markets-Krise von 2000/2001 näherten sich die Zinsniveaus der Beitrittskandidaten weiter den westeuropäischen Zinsen an. Insbesondere bei den in Euro denominierten Eurobonds sind die Spreads zu den Eurostaatsanleihen sehr stark zurückgegangen. Bei den Lokalwährungsanleihen, insbesondere bei den ungarischen und polnischen Bonds, ist aber das Potenzial auf Grund der nach wie vor hohen Zinsdifferenz zu Europa sehr hoch. Die meisten zukünftigen Veränderungen werden, sowohl bei Eurobonds als auch bei Lokalwährungsanleihen, voraussichtlich in der Zeit zwischen dem EU-Beitritt und dem WWU-Beitritt erfolgen, da zu diesem Zeitpunkt die Aufnahme in die WWU nur mehr als eine Frage der Zeit gesehen werden wird und starke Veränderungen auf den Rentenmärkten der Beitrittskandidaten so gut wie sicher sind. Da zu diesem Zeitpunkt viele wichtige europäische Benchmarks und somit auch viele Investmentfonds Anleihen dieser Länder halten werden, werden viele in Westeuropa investierten Anleger diese Veränderungen spüren. Die Wirkung und Größe dieser Veränderungen hängt aber größtenteils von der Gewichtung der Anleihen der Beitrittskandidaten in den Benchmarks ab. Besonderes Augenmerk sollte dabei auf die meistverwendeten Indizes geworfen werden. Das Risiko- und Ertragsprofil der unterschiedlichen Staatsanleihenmärkte spielt eine ebenso wichtige Rolle. Attraktivere Märkte können von Fondsmanagern gegenüber der Benchmark übergewichtet werden oder bereits im strategischen Asset-Allocation-Prozess durch die Wahl oder durch die Schaffung einer repräsentativen Benchmark, die diese Märkte bevorzugt, berücksichtigt werden. Wir haben deshalb die Zusammensetzung von aktuellen Benchmarks überprüft und auf mögliche Veränderungen, die sich durch einen Beitritt der Tschechischen Republik, Polens und Ungarns ergeben könnten, analysiert. Außerdem haben wir das Anleihenspektrum auf Risiko-, Ertrags- und Diversifikationsmöglichkeiten untersucht und mit Hilfe unseres Optimierungstools ein risiko/ertragsoptimiertes Portfolio errechnet. Wir sind zum Schluss gekommen, dass diese Märkte positive Auswirkungen auf den österreichischen bzw. den europäischen Investor haben und gegenüber den traditionellen europäischen Renten bevorzugt behandelt werden sollten.

## 2.2 Exkurs Indexmethodologie

Um mögliche Änderungen, die durch die Aufnahme neuer Länder in bestehende Benchmarks auftreten, berechnen zu können, ist eine genaue Kenntnis der üblichen Indexberechnungsmethoden unabdingbar. Benchmarks verwenden meist empfohlene Methodologien und Formeln und erfüllen zusätzlich die Kriterien der Transparenz und der Nachbildbarkeit. Die Preis- und die Performancezeitreihe sowie andere Indexkennzahlen, wie z. B. Duration oder Yield to Maturity, werden meist nach den von EFFAS empfohlenen Formeln berechnet. Die Gewichtungsentscheidung der einzelnen Anleihen im Index erfolgt entweder durch das Nominalvolumen oder durch deren Marktkapitalisierung. Im ersten Fall verändern sich die Gewichte nur durch die Aufnahme bzw. die Streichung von Anleihen in oder aus dem Index, Marktbewegungen spielen keine Rolle. Im zweiten Fall, der Kapitalisierungsgewichtung, haben wir es mit so genannten floatenden Gewichten zu tun.

Verändert sich der Preis einer Anleihe im Vergleich zu den anderen (und somit auch deren Kapitalisierung), so verändert sich auch das Gewicht. Diese Methode ist Standard bei der Berechnung der Bondindexgewichtungen und hat vor allem bei starken Kursbewegungen, die in osteuropäischen Ländern häufig vorkommen, einen nicht zu vernachlässigenden Einfluss. Ein weiterer wichtiger Bestandteil sind die Kriterien, die eine Anleihe erfüllen muss, um in den Index aufgenommen zu werden. Üblicherweise kommen nur liquide Fixkuponanleihen mit mehr als 1 Jahr Restlaufzeit als Indexbestandteil in Frage. Länder mit geringem Bondvolumen oder kleine Bondemissionen werden oft bei Benchmarkindizes nicht berücksichtigt. Auch dieses Kriterium kann bei der Aufnahme osteuropäischer Länder, deren Gesamtvolumen im internationalen Vergleich klein ist, eine Rolle spielen.

### **2.3 Analyse möglicher Benchmarks**

Für den seine Investments europaweit streuenden Anleger spielt eine mögliche Gewichtung der Benchmarks nach Aufnahme der Tschechischen Republik, Polens und Ungarns eine wichtige Rolle. Wir haben deshalb denkbare zukünftige Gewichtungsszenarien für unterschiedliche europäische Benchmarks erstellt und deren Unterschiede zu den aktuellen Gewichten analysiert.

#### **2.3.1 Marktkapitalisierung**

Zur Berechnung der Marktkapitalisierung haben wir ausschließlich Anleihen verwendet, die die bereits beschriebenen Voraussetzungen zur Aufnahme in einen Bondindex erfüllen (z. B. Liquiditätskriterien, Emissionsvolumen). Der Vergleich der Marktkapitalisierungen der Tschechischen Republik, Polens und Ungarns zur Kapitalisierung der gesamten EU zeigt, dass die Aufnahme dieser drei Länder in EU-weit gestreute Benchmarks nur wenig Auswirkung haben wird. Diese Länder hätten zusammen nur knapp über 1% der europäischen Gesamtkapitalisierung. Es stellt sich auch die Frage, ob diese drei Länder auf Grund ihrer Größe überhaupt in diese Indizes aufgenommen werden. Die Antwort auf diese Frage ist nicht eindeutig, da dies von der jeweiligen Politik der Benchmarkzusammensetzung abhängt. JP Morgan hat in seiner Global European Benchmark nur Länder mit einer maßgeblich höheren Kapitalisierung als die der drei Beitrittskandidaten. Da die Verschuldung der EU-Beitrittskandidaten aber in nächster Zeit mit großer Wahrscheinlichkeit weiter zunehmen wird und dadurch die Kapitalisierung steigt, könnte möglicherweise zumindest Polen, das Land mit der höchsten Kapitalisierung, in diesen Index integriert werden. Der European WGBI-Index und der European Govt Composite-Index von Salomon Smith Barney (SSB) beinhalten schon jetzt Länder mit geringen Bondvolumina, wie z. B. Irland oder die Schweiz. Es ist sehr wahrscheinlich, dass auch neue EU-Länder in diesen Benchmarks vertreten sein werden. Die Tabelle 1 zeigt die unterschiedlichen Kapitalisierungen und Gewichte möglicher Benchmarks nach dem EU-Beitritt der Tschechischen Republik, Polens und Ungarns. In Grafik 1 sehen wir eine mögliche Zusammensetzung einer europäischen Benchmark nach dem Beitritt dieser drei Länder. Es ist klar ersichtlich, dass sie auf Grund ihres geringen Anteils nur sehr wenig Einfluss auf die Benchmarkeigenschaften haben werden.

Tabelle 1

### Rentenmarktkapitalisierung

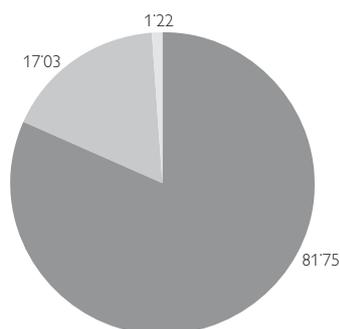
	Nominal		Marktwert	
	in Mio EUR	in %	in Mio EUR	in %
Euroraum	2.409,3	82,34	2.551,0	81,75
Dänemark	69,1	2,36	69,1	2,21
Norwegen	12,7	0,43	12,8	0,41
Schweden	54,7	1,87	58,4	1,87
Schweiz	36,9	1,26	38,8	1,24
Vereinigtes Königreich	305,9	10,45	352,2	11,29
Polen	21,0	0,72	20,4	0,65
Ungarn	13,0	0,45	13,7	0,44
Tschechische Republik	3,6	0,12	4,0	0,13
Insgesamt	2.926,1	100,00	3.120,4	100,00

Quelle: RZB, Thomson Financial Datastream, Reuters.

Grafik 1

### Mögliche Gewichtung eines EU-weiten Index nach einem Beitritt der Tschechischen Republik, Polens und Ungarns<sup>1)</sup>

in %



■ Euroraum ■ EU ohne Euroraum ■ Beitrittskandidaten

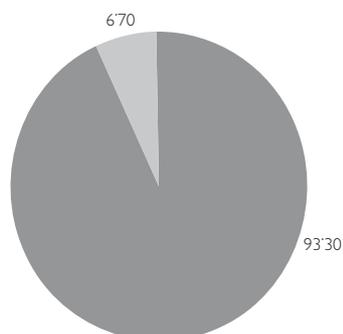
Quelle: RZB, Thomson Financial Datastream, Reuters.

<sup>1)</sup> Gewichtet mit der Marktkapitalisierung vom Jänner 2002.

Grafik 2

### Mögliche Gewichtung eines EU-weiten Index nach einem Beitritt der Tschechischen Republik, Polens und Ungarns ohne Euroraum<sup>1)</sup>

in %



■ EU ohne Euroraum ■ Beitrittskandidaten

Quelle: RZB, Thomson Financial Datastream, Reuters.

<sup>1)</sup> Gewichtet mit der Marktkapitalisierung vom Jänner 2002.

Stellt man aber die Beitrittskandidaten in Verhältnis zu den Ländern außerhalb des Euroraums, wird deutlich, dass diese einen nicht zu vernachlässigenden Anteil an einer möglichen Benchmark haben. Messlatten europäischer Länder außerhalb des Euroraums werden sich also nach dem EU-Beitritt der Tschechischen Republik, Polens und Ungarns deutlicher als gesamt-europäische Indizes verändern und dadurch neue Diversifikationsmöglichkeiten mit sich bringen. Die Grafik 2 zeigt eine mögliche Zusammensetzung einer Benchmark, die ausschließlich europäische Länder außerhalb des Euroraums enthält.

#### 2.4 Konvergenz zum Euroraum

Obwohl eine Performanceprognose tschechischer, polnischer und ungarischer Anleihen eine Vielzahl von Faktoren berücksichtigen müsste und daher über einen längeren Zeithorizont relativ ungenau ausfallen würde, kann man bereits jetzt mit Sicherheit einen Faktor nennen, der sich positiv auf die Rentenperformance auswirken wird: Die für den WWU-Beitritt notwendige Annäherung der Zinsen der Tschechischen Republik, Polens und Ungarns an das Niveau der Zinsen im Euroraum wird eine Aufwertung der Lokalwährungsindizes hervorrufen. Dieser Effekt wird teilweise schon jetzt vorweggenommen, sollte sich aber unseres Erachtens spätestens ab dem Zeitpunkt des Beitritts zur EU beschleunigen. Wenn diese Staaten Mitglieder der EU sind, wird der WWU-Beitritt nur noch eine Frage der Zeit und die weitere Annäherung der Zinsen an das Niveau der Zinsen im Euroraum eine vorgezeichnete Entwicklung sein. Wir erwarten, dass die Tschechische Republik, Polen und Ungarn nach dem WWU-Beitritt auf Grund von Liquiditäts- und Bonitätsfaktoren einen ähnlichen Spread zum Bund<sup>1)</sup> aufweisen werden wie Griechenland. Auf Grund der zurzeit unterschiedlichen Zinsniveaus der drei Beitrittskandidaten wird der Effekt der Zinskonvergenz unterschiedlich stark ausfallen. Die Tschechische Republik hat bereits jetzt dieses Zinsniveau fast erreicht, die Zinsdifferenz Ungarns und vor allem Polens ist im Vergleich zum Euroraum aber noch stark ausgeprägt. Während die durchschnittliche Yield to Maturity liquider Anleihen der Tschechischen Republik nur 0,06% über dem griechischen Durchschnitt liegt, beträgt diese in Ungarn 2,72%. Polen hat mit 4,25% die höchste Differenz. Die durch die Zinskonvergenz verursachten Kursgewinne hängen auch von der durchschnittlichen Duration der Anleihen, die ebenfalls große Unterschiede zwischen den Ländern aufweist, ab. Die Tschechische Republik hat mit 4,53 die höchste Modified Duration, gefolgt von Polen (3,07) und Ungarn (2,81). Trotz der im Vergleich zum Euroraum niedrigen Duration sollte aber auch die Spannweite der liquiden Laufzeiten berücksichtigt werden. Ungarn hat zwar auf Grund einer hohen Marktkapitalisierung im kurzen und mittleren Segment (1- bis 5-jährige Laufzeiten) eine niedrige Gesamtduration, die langen und ultralangen Laufzeiten (zwischen 9 und 15 Jahren) werden aber auf Grund der hohen Duration während der Konvergenz zum Euroraum die stärksten Kursgewinne verzeichnen. Polen hat ebenfalls die höchste Kapitalisierung im kurzen und mittleren Segment und hat

1 Spread zum Bund: Zinsdifferenz zwischen einem Bond (z. B. einer griechischen Staatsanleihe) und einer deutschen Bundesanleihe.

zusätzlich Anleihen im langen Laufzeitsegment (7 und 8 Jahre), aber keine ultralangen Bonds begeben. Die Spannweite und Gewichtung tschechischer Anleihen ist gleichmäßiger verteilt als jene in Ungarn und Polen und geht über alle Laufzeiten, von der 1-jährigen bis zur 14-jährigen Anleihe.

Unterstellt man gleich bleibende Zinsen im Euroraum, würde die Zinskonvergenzweite zu folgender Gesamtperformance, ohne Berücksichtigung der Wechselkursschwankungen, bei den drei Beitrittskandidaten führen: Polen 13,04%, Ungarn 7,63% und die Tschechische Republik 0,26%. Genauere Angaben zu dieser Berechnung enthält die Tabelle 2.

Tabelle 2

**Ausgewählte Indexdaten und Zinskonvergenzberechnung**

	Tschechische Republik	Polen	Ungarn
	<i>in %</i>		
Kupon (in % vom Nominale)	6,68	6,35	8,74
Yield to Maturity	5,17	9,36	7,83
	<i>in Jahren</i>		
Modified Duration	4,53	3,07	2,81
	<i>in %</i>		
Zinsdifferenz zum Euroraum	0,06	4,25	2,72
Aufwertung des Index	0,26	13,04	7,63

Quelle: RZB, Reuters.

Durch die Zunahme der Liquidität und der Marktkapitalisierung der Tschechischen Republik, Polens und Ungarns während der Zinskonvergenz ist es sehr wahrscheinlich, dass weitere Benchmarks, die nur Länder mit einer verhältnismäßig großen Kapitalisierung beinhalten, diese aufnehmen werden. Während dieser Zeit ist auf Grund der genannten Effekte mit starken positiven Kapitalströmen zu rechnen. Ab dem Zeitpunkt des Beitritts zum Eurowährungsraum ist durch die Inklusion dieser Rentenmärkte mit weiteren Liquiditätsschüben und Kapitalzuflüssen zu rechnen.

**2.5 Kapitalisierungsschätzung beim WWU-Beitritt**

Eine überdurchschnittlich starke Erhöhung der Marktkapitalisierung der Tschechischen Republik, Polens und Ungarns im Vergleich zu den etablierten europäischen Rentenmärkten kann einerseits durch die Erhöhung der nominalen Marktkapitalisierung durch verstärkte Emissionstätigkeit, andererseits durch Kurssteigerungen als Folge der Zinskonvergenz erfolgen. Unter Berücksichtigung dieser zwei Faktoren haben wir ein Szenario erstellt und die neue Marktkapitalisierung für die drei Beitrittskandidaten berechnet. Dabei sind wir von einer Erhöhung der Staatsschuld, die innerhalb der Maastricht-Kriterien liegt, und deshalb von einem jährlichen Wachstum der Schulden von 5% ausgegangen. Der Konvergenzprozess zum Euroraum schließt mit hoher Wahrscheinlichkeit mit dem WWU-Beitritt ab. Wir haben das Jahr 2006 als frühestmöglichen Zeitpunkt für einen Beitritt ausgewählt und für die westeuropäischen Staatsanleihen das aktuelle Zinsniveau unterstellt, da uns dieses als Richtwert für einen langfristigen Durchschnitt realistisch erscheint und genaue Prognosen für den analysierten Zeitraum nicht möglich sind. Ebenso haben wir eine konstante nominale Marktkapitalisierung unterstellt. Der Marktwert der

etablierten Märkte bleibt somit unverändert, während die Kapitalisierung der Beitrittsländer zunimmt und deren Gewichtung dadurch innerhalb Westeuropas und der EU steigt. Bei unserem Szenario würde sich das Benchmarkgewicht der Tschechischen Republik, Polens und Ungarns von 1,22% (Grafik 1) auf 1,64% erhöhen; das entspricht zwar einer Steigerung von 35%, die Kapitalisierung bleibt aber dennoch sehr gering.

## 2.6 Diversifikation bei europaweiter Veranlagung nach der EU-Erweiterung

### 2.6.1 Korrelationen

Für diese Analyse haben wir Drei-Monats-Korrelationen herangezogen. Diese zeigen, dass eine Diversifikation europäischer Investoren auf dem tschechischen, dem polnischen und dem ungarischen Markt positive Effekte hat. Die Korrelationen zwischen den Rentenmärkten der Tschechischen Republik, Polens und Ungarns sind sehr schwach und betragen unter 0,22; die Korrelationen zwischen diesen und dem europäischen Rentenmarkt betragen höchstens 0,43 und sind auch als gering einzustufen. Auch die Währungskorrelationen zeigen eindeutig die Diversifikationseffekte, die durch Veranlagung in die EU-Beitrittskandidaten entstehen. Während die Korrelationen zwischen den westlichen Währungen, mit Ausnahme des Schweizer Francs, größtenteils über 0,5 liegen und somit nicht als gering eingestuft werden können, betragen diese bei der tschechischen Krone, dem polnischen Zloty und dem ungarischen Forint unter 0,5. Empirischen Beobachtungen zufolge sind osteuropäische Währungs- und Rentenkorrelationen sehr stabil, weshalb auch in nächster Zeit mit keiner wesentlichen Veränderung gerechnet werden muss.

Tabelle 3

#### Korrelationsmatrix: Renten<sup>1)</sup>

	Tschechische Republik	Ungarn	Polen	Euroraum	USA
Tschechische Republik	1,00	0,21	0,08	0,30	0,07
Ungarn		1,00	0,20	0,43	0,25
Polen			1,00	0,30	0,17
Euroraum				1,00	0,70
USA					1,00

Quelle: RZB, Thomson Financial Datastream.

<sup>1)</sup> Drei-Monats-Korrelation der jeweiligen Lokalwährungsanleihenindizes auf Eurobasis.

Tabelle 4

#### Korrelationsmatrix: Währungen<sup>1)</sup>

	US-Dollar	Schweizer Franken	Pfund Sterling	Norwegische Krone	Polnischer Zloty	Ungarischer Forint	Tschechische Krone
US-Dollar	1,00	0,11	0,67	0,56	0,50	0,15	0,10
Schweizer Franken		1,00	0,10	0,35	0,21	-0,01	-0,17
Pfund Sterling			1,00	0,34	0,35	0,17	-0,05
Norwegische Krone				1,00	0,41	0,25	-0,04
Polnischer Zloty					1,00	0,31	-0,12
Ungarischer Forint						1,00	0,15
Tschechische Krone							1,00

Quelle: RZB, Thomson Financial Datastream.

<sup>1)</sup> Drei-Monats-Korrelation ausgesuchter Wechselkurse zum Euro.

### 2.6.2 Risiko

Als Risikokennzahl haben wir annualisierte 90-Tagesvolatilitäten herangezogen. Um eine Vergleichbarkeit zwischen den unterschiedlichen Märkten zu schaffen, sollte man die Rentenvolatilität inklusive der Wechselkursvolatilität berechnen. Fremdwährungsanleihen haben auf Grund des Wechselkursrisikos eine höhere Volatilität, vergleicht man aber das Risiko der Renten der drei Beitrittskandidaten mit dem Risiko von EU-Fremdwährungsanleihen, so bemerkt man, dass sich diese in ähnlichen Größenordnungen bewegen. Ungarn hat mit 5'66% eine geringere Volatilität als das Vereinigte Königreich mit 7'76%. Die Tschechische Republik ist sogar noch weniger volatil, lediglich Polen hebt sich mit 10'87% Volatilität deutlich ab und kann am ehesten mit den USA (10'07%) verglichen werden. Die Ursache dafür liegt beim polnischen Zloty, dessen Volatilität 9'62% beträgt. Diese sollte aber spätestens unmittelbar nach dem EU-Beitritt im Hinblick auf die Aufnahme in die WWU abnehmen und sich den Volatilitäten anderer EU-Währungen wie z. B. des Pfund Sterling (6'34%) oder der schwedischen Krone (6'33%) annähern. Ohne Währungskomponente sind die Rentenindizes der Tschechischen Republik, Polens und Ungarns bereits heute weniger volatil<sup>1)</sup> als die der EU-Mitgliedstaaten. Zum Beispiel ist die Volatilität des Rentenmarktes des Vereinigten Königreichs ohne Berücksichtigung des Wechselkurses mit 5'5% wesentlich höher als die der Tschechischen Republik (3'79%), Polens (3'61%) oder Ungarns (2'45%).

Ein Defaultrisiko ist bei diesen drei Ländern trotz der niedrigeren Ratings im Vergleich zu Westeuropa kaum höher.

### 2.6.3 Optimierte Portfolio für den Euroinvestor

Sowohl die Diversifikationseffekte auf Grund geringer Korrelationen als auch die erwartete Aufwertung der Indizes durch die bevorstehende Zinskonvergenz rechtfertigen in einem europaweit diversifizierten Portfolio eine höhere Gewichtung als die, die sich durch Abbildung der Benchmark ergibt.

Um dies zu veranschaulichen, haben wir mit unserem Optimierungstool ein risiko/ertragsoptimales Portfolio berechnet. Dieses Tool optimiert ein Portfolio im Vergleich zu einer vorgegebenen Benchmark, wobei der Nutzen des Anlegers maximiert wird. Es unterstellt, dass eine Outperformance gegenüber der Benchmark den Nutzen erhöht, ein höheres Risiko aber gleichzeitig diesen verringert. Als Risiko wird der Tracking Error herangezogen. Solange der Nutzenvorteil durch die Outperformance höher ist als der Nutzennachteil durch das höhere Risiko, wird der Investor von der Benchmark abweichen. Hier spielt auch die Risikoaversion des Investors, die durch die Gewichtung des Risikos ausgedrückt wird, eine Rolle. Wir sind hier von einem risikobewussten Anleger ausgegangen. Als Input zur Portfoliooptimierung benötigt das Modell Performance- und Risikozahlen für den beobachteten Investmentzeitraum. Wir haben das Jahr 2006 als frühestmöglichen Zeitpunkt für den WWU-Beitritt der ersten Kandidaten als Ziel eingegeben. Bei der Performanceberechnung aller Länder haben wir eine gleich bleibende Zinskurve unterstellt, bei der Tschechischen Republik, Polen und Ungarn wurde zusätzlich noch die

*1 Dies lässt sich durch die geringere Duration dieser drei Benchmarkindizes im Vergleich zu den WWU-Benchmarks erklären.*

erwartete Aufwertung durch die Zinskonvergenz berücksichtigt. Der lange Zeitraum rechtfertigt auch ein Fortschreiben der langfristigen Volatilitäten. Wir haben dafür 3-Jahres-Volatilitäten, die sowohl die Markt- als auch die Wechselkursvolatilität beinhalten, gewählt. Auf Grund der Konvergenz zur EU, insbesondere zum Euroraum, kann aber mit einer Abnahme der Volatilität, insbesondere der Wechselkursvolatilität, gerechnet werden. Als Resultat der Optimierung zeigt eine starke Untergewichtung des Euroraums die klare Präferenz des Optimierungstools zu einer stärkeren Diversifikation durch den Aufbau von Risikopositionen. Gründe dafür sind der lange Zeithorizont, in dem das Risiko im Verhältnis zum Ertrag relativiert wird und die höheren Performanceerwartungen mancher Länder außerhalb des Euroraums. Am stärksten werden die Tschechische Republik, Polen und Ungarn gegenüber der Benchmark übergewichtet. Hier spielt vor allem die zusätzliche Performance durch die Konvergenz zum Euroraum eine Rolle. Auch Schweden und das Vereinigte Königreich werden von unserem Optimierungstool bevorzugt, keine Positionen werden hingegen in norwegischen Kronen und in Schweizer Franken aufgebaut. Innerhalb des Eurowährungsraums werden Länder mit höheren Spreads zum Bund, wie z. B. Griechenland und Österreich, bevorzugt. Auch das Portfoliorisiko liegt mit 7,57% deutlich unter dem Benchmarkrisiko von 8,36%, gleichzeitig wird eine Outperformance von 2,5 Prozentpunkten erreicht. Eine genaue Übersicht über diese Zahlen bietet die Tabelle 5.

Tabelle 5

<b>Optimierte Portfolioallokation</b>			
	Benchmark	Optimierungstool	Abweichung
	in %		in Prozentpunkten
Euroraum	83,97	62,57	-21,40
Norwegen	0,41	0,00	- 0,41
Schweden	1,87	6,41	+ 4,54
Schweiz	1,24	0,00	- 1,24
Vereinigtes Königreich	11,29	13,83	+ 2,54
Tschechische Republik	0,68	5,46	+ 4,78
Ungarn	0,42	5,10	+ 4,68
Polen	0,13	6,63	+ 6,50
Performance	21,46	23,99	+ 2,53
Volatilität	8,36	7,57	..

Quelle: RZB.

### 3 EU-Osterweiterung und Konsequenzen für die Aktienmärkte Europas, insbesondere Österreichs

Unter dem von uns betrachteten Liquiditätsaspekt ist die Integration der osteuropäischen Länder über zwei Wirkungskanäle von Bedeutung. Einerseits führen Änderungen in wichtigen Aktienbenchmarks durch das Neuausrichten der Portfoliogewichte an der geänderten Benchmark zu starken Liquiditätsflüssen. Deshalb setzten wir uns mit der Methodologie und der Bedeutung verschiedener paneuropäischer und internationaler Indizes auseinander. Andererseits eröffnet die zunehmende Integration der osteuropäischen Länder die Möglichkeit einer Verbreiterung des Veranlagungsspektrums und verbesserte Risikodiversifikationsmöglichkeiten, die zu Liquiditätsflüssen führen können, die über reine Benchmarkgewichtungen hinausgehen.

### 3.1 Wichtige überregionale Aktienbenchmarks und ihre Methodologie

Die wichtigsten überregionalen Aktienbenchmarks werden von Morgan Stanley Capital International (MSCI), Financial Times Stock Exchange (FTSE) International, Dow Jones (DJ) und Standard & Poor's (S&P) angeboten bzw. errechnet. Seit Ende Mai 2002<sup>1)</sup> werden all diese Benchmarks im Wesentlichen<sup>2)</sup> nach der im Free Float (Streubesitz) befindlichen Marktkapitalisierung gewichtet. Die Tabelle 6 stellt die Marktkapitalisierung der drei höchstentwickelten osteuropäischen Aktienmärkte den verschiedenen europäischen Regionen gegenüber. In der sich daraus ergebenden Matrix wird der Anteil des/der Beitrittskandidaten an einem gemeinsamen Universum verschiedener europäischer Veranlagungsräume ersichtlich. Beispielsweise wäre die Benchmarkgewichtung der Beitrittskandidaten (Summe) bei einer Veranlagung auf Basis der Marktkapitalisierung beim Beitritt zur EU 0'73%. Bei einem WWU-Beitritt wäre das gemeinsame Gewicht 1'13% (auf Basis der Marktkapitalisierung und ohne Berücksichtigung von weiteren Börsengängen bzw. Unterschieden in der relativen Performance).

Tabelle 6

#### Mögliche Gewichtungsanteile osteuropäischer Aktienmärkte nach der Marktkapitalisierung

	Markt- kapitalisierung <sup>1)</sup> in Mrd USD	Polen	Tschechische Republik	Ungarn	Insgesamt
Marktkapitalisierung <sup>1)</sup>	x	27'3	11'6	11'2	50'2
	in Mrd USD	in %			
EU	6.862	0'40	0'17	0'16	0'73
Europa	8.326	0'33	0'14	0'13	0'60
Europa (ohne Vereinigtes Königreich)	6.866	0'40	0'17	0'16	0'73
EU (ohne Euroraum)	2.456	1'09	0'46	0'45	2'00
Europa (ohne Euroraum)	3.920	0'69	0'29	0'28	1'26
Euroraum	4.406	0'61	0'26	0'25	1'13

Quelle: RZB, World Federation of Exchanges (FIBV), lokale Börsen.

<sup>1)</sup> Daten: März 2002.

Da der Free-Float-Anteil (Free-Float-Marktkapitalisierung/Marktkapitalisierung) der osteuropäischen Aktienmärkte in Höhe von rund 38%<sup>3)</sup> deutlich geringer ist als jener innerhalb der EU (79%<sup>4)</sup>), würde die Gewichtung der drei Beitrittskandidaten bei sofortigem EU-Beitritt und Gewichtung auf Basis der Free-Float-Marktkapitalisierung nur rund 0'35% betragen. Bei gleicher

- 1 Im Mai 2002 schließt MSCI den zweiten Teil des strukturellen Rebalancing mit Free-Float-Gewichtung und Ausdehnung der (Free-Float-)Marktabdeckung ab.
- 2 Bei den MSCI Indizes können sich beispielsweise marginale Abweichungen daraus ergeben, dass MSCI neben dem Ziel der 85-prozentigen Free-Float-Marktabdeckung zusätzlich auch das Ziel einer 85-prozentigen Free-Float-Branchenabdeckung verfolgt. Darüber hinaus ist festzuhalten, dass MSCI Europe und MSCI EMU auch auf Basis einer BIP-Gewichtung berechnet werden.
- 3 Wir schätzen einen Free-Float-Anteil (Free-Float-Marktkapitalisierung/Marktkapitalisierung) von 35% für Polen, 30% für die Tschechische Republik und 53% für Ungarn.
- 4 Angenähert auf Basis der Aggregation der Free-Float-Marktkapitalisierung des DJ STOXX (600) in der Zusammensetzung per Ende 2000 (als die Zusammensetzung des DJ STOXX noch entsprechend der Marktkapitalisierung war).

Gewichtungsregel und sofortigem WWU-Beitritt würde das Benchmarkgewicht der drei Kandidaten bei 0,61% liegen.

Tabelle 7

**Mögliche Gewichtungsanteile osteuropäischer Aktienmärkte  
 nach der Free-Float-Marktkapitalisierung**

	Markt- kapitalisierung <sup>1)</sup> in Mrd USD	Polen in %	Tschechische Republik in %	Ungarn in %	Insgesamt in %
Marktkapitalisierung <sup>1)</sup>	x	9'6	3'5	5'9	19'0
EU	5,449	0'17	0'06	0'11	0'35
Europa	6,687	0'14	0'05	0'09	0'28
Europa (ohne Vereinigtes Königreich)	5,048	0'19	0'07	0'12	0'37
EU (ohne Euroraum)	2,280	0'42	0'15	0'26	0'83
Europa (ohne Euroraum)	3,605	0'26	0'10	0'16	0'52
Euroraum	3,091	0'31	0'11	0'19	0'61

Quelle: RZB, World Federation of Exchanges (FIBV), lokale Börsen.

<sup>1)</sup> Daten: März 2002.

Auf globaler Ebene ist MSCI der dominierende Benchmarkanbieter. Gemäß dem ersten International/Global Asset Manager Survey des Magazins Pensions & Investments nannten 95% der Respondenten MSCI als ihren primären internationalen<sup>1)</sup> Index (davon entfielen 80,4 Prozentpunkte auf den Morgan Stanley Capital International Europe Australasia Far East Index, MSCI EAFE). Bei einer weiteren Frage entfielen 86% der Antworten auf MSCI als primäre globale Benchmark. In Kontinentaleuropa hält MSCI mit einem „Marktanteil“ von 69% ebenfalls die Spitzenposition vor FTSE International (16%) und Dow Jones (15%).<sup>2)</sup>

**3.2 Historie europäischer Benchmarks**

Ein europäisches Bewusstsein bei Aktienveranlagungen – und damit der Bedarf an europäischen Benchmarks – entstand erst in der zweiten Hälfte der Neunzigerjahre. Konkret war die Einführung des Euro auf den Finanzmärkten Anfang 1999 ein wesentlicher Impuls dafür, dass im Vorfeld europäische Indizes geschaffen wurden. Durch das Backup der Deutschen Börse und der Schweizer Börse (die gemeinsam die Tochter STOXX gründeten) wurde die von Dow Jones berechnete DJ (EURO) STOXX Indexfamilie (ab Februar 1998) zum Liebling der Medien.<sup>3)</sup> Hinsichtlich der Länder, die den jeweiligen Indizes angehör(t)en, ist der MSCI EU Index der einzige, dessen Mitglieder alle auch EU-Mitglieder sind.<sup>4)</sup>

1 International ist dabei im Sinn von überregional, aber nicht von global zu verstehen.

2 Siehe Pensions & Investments, 10. Juli 2000 (Quelle: Reuters Business Briefing) und MSCI Newswatch, August 2000.

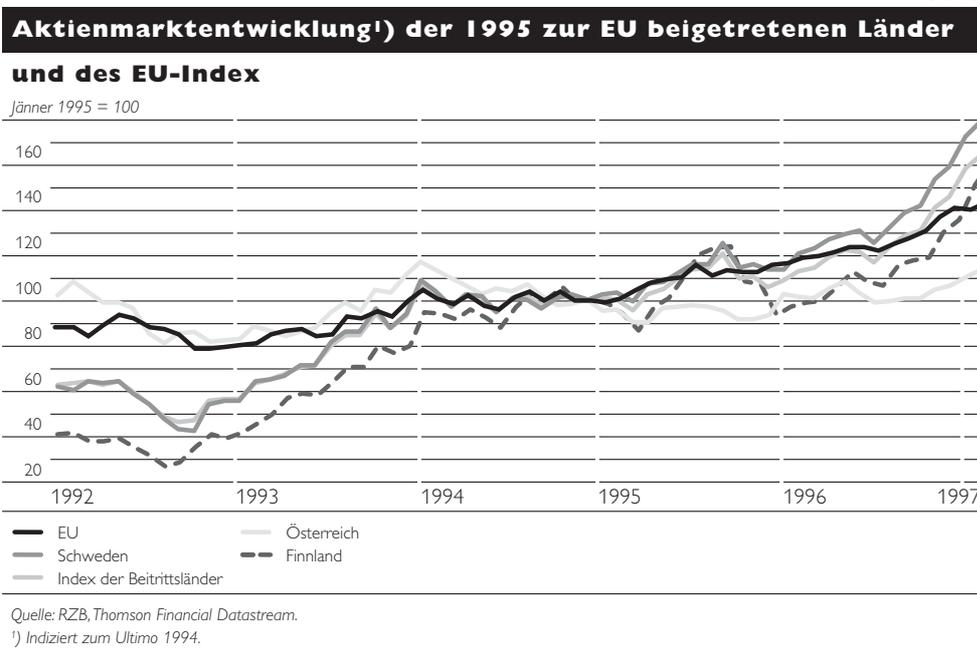
3 Dies wird durch die unverhältnismäßig häufigere Nennung in Artikeln und Berichten (Reuters Business Briefing mit Selektion auf englischer und deutscher Sprache) bestätigt.

4 FTSE bietet interessanterweise einen Financial Times European Union ex EMU Index an (Quelle: Bloomberg).

### 3.3 EU-Mitgliedschaft und Benchmarks

In der jüngsten EU-Erweiterungsrunde Anfang 1995 traten Österreich, Schweden und Finnland der EU bei. Die Grafik 3 zeigt den Verlauf der Datastream (DS)-Aktienmarktindizes<sup>1)</sup> der damaligen Beitrittskandidaten sowie der EU-Mitgliedstaaten indiziert auf den Beitrittszeitpunkt 1995. Zusätzlich haben wir einen Index der Beitrittsländer errechnet, der die Indizes der drei Beitrittsländer im Jahr 1995 (nach Marktkapitalisierung gewichtet) zusammenfasst. In diesem sollen länderspezifische Einflussfaktoren (wie z. B. die unterdurchschnittliche Performance des österreichischen Aktienmarktes nach dem Zusammenbruch der WBI-Ostfantasie-Bubble) ausgeglichen bzw. vermindert werden.

Grafik 3



Dieser synthetisch geschaffene Index der Beitrittsländer zeigt bereits im Jahr vor dem Beitritt einen starken Gleichlauf mit der Kursentwicklung des EU-Aktienmarktes. Auffällig ist dagegen die starke Outperformance der damaligen Beitrittskandidaten zwischen Herbst 1992 und Ende 1994 sowie die Underperformance nach dem Beitritt im Jahr 1995. Interessant ist dabei auch, dass die Entwicklung der Korrelation gegenüber dem EU-Index deutlich ansteigt. Die festgestellte Outperformance muss jedoch relativiert werden, denn zwischen Herbst 1992 und Ende 1994 wurde nur die vorangegangene Underperformance wieder aufgeholt: Sowohl der Index der Beitrittskandidaten, als auch der EU-Index starten zu Beginn der Neunzigerjahre auf einem annähernd gleichen Niveau. Diese Entwicklung ist bis zu einem bestimmten Grad auf den relativ hohen Anteil an zyklischen Branchen (Industrie, Banken) und die stärker

<sup>1)</sup> Die Total-Market-Zeitreihen der jeweiligen Länder/Regionen werden von Datastream berechnet und haben daher den Vorteil einer einheitlichen Methodologie.

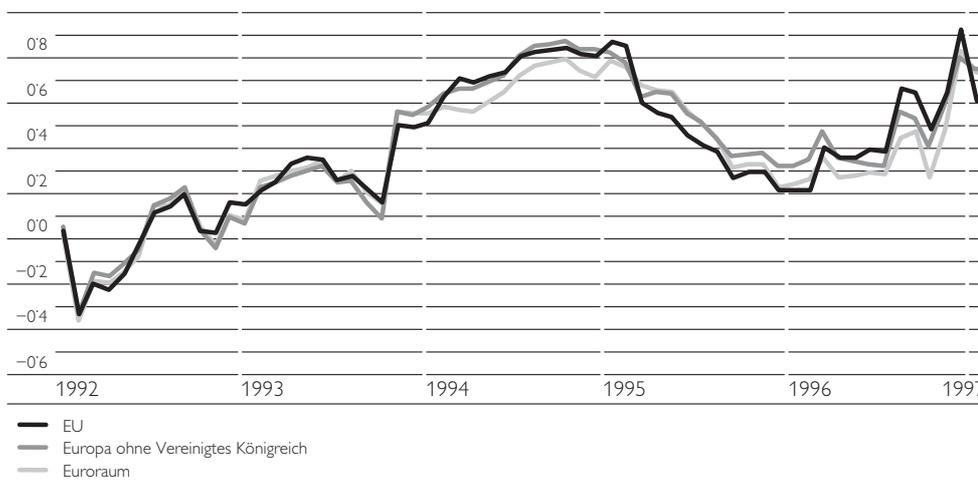
als im übrigen Europa ausgeprägte Rezession der skandinavischen Länder 1992/93 zurückzuführen.

Um diesen Effekt zu mindern, haben wir die Performance- und Korrelationsentwicklung auch gegenüber anderen europäischen Indexaggregaten wie Europa ex UK bzw. dem späteren WWU Raum analysiert und dieselben Resultate erlangt. Die Bedeutung des MSCI EU Index dürfte jedoch eingeschränkt sein, da der Veranlagungsraum der EU einen wichtigen etablierten Markt wie die Schweiz nicht berücksichtigt.<sup>1)</sup>

Grafik 4

### Korrelation<sup>1)</sup> des Aktienindex

#### der 1995 zur EU beigetretenen Länder



Quelle: RZB, Thomson Financial Datastream.  
<sup>1)</sup> Ein-Jahres-Korrelation der Monatsveränderungen.

Die Inklusion von Ländern in den wichtigeren europäischen Benchmarks (MSCI Europe, FTSE World Europe-Familie, Dow Jones STOXX) orientiert sich hingegen nicht am Konzept der EU-Mitgliedschaft, sondern weitgehend an der Klassifizierung des entsprechenden Aktienmarktes als Developed Market (im Gegensatz zur Klassifizierung als Emerging Market).

Auch bei dieser Klassifizierung nimmt MSCI eine herausragende Stellung ein. Gemäß aktueller MSCI-Klassifizierung sind die Aktienmärkte folgender europäischer Länder Developed Markets und daher Bestandteil des MSCI Europe: Österreich, Belgien, Dänemark, Finnland, Frankreich, Deutschland, Griechenland, Irland, Italien, die Niederlande, Norwegen, Portugal, Spanien, Schweden, Schweiz und das Vereinigte Königreich. Im MSCI Emerging Markets (EM) Europe sind Polen, Russland, die Tschechische Republik, die Türkei und Ungarn vertreten.

<sup>1</sup> Darüber hinaus wird in den Medien nur wenig auf diesen Index Bezug genommen: Hinsichtlich des Begriffs MSCI EU bzw. MSCI European Union ist jedenfalls keine Referenz in ReutersBusinessBriefing (RBB) vor dem 13. Oktober 1998 gegeben. Auch im Jahr 1999 werden nur 257 Referenzen im RBB mit Selektion auf englischer und deutscher Sprache angeführt.

Tabelle 8

### EU-Mitgliedschaft und Klassifizierung nach MSCI

Beitrittsjahr	Land	MSCI-Mitgliedschaft als	
		Emerging Market ab	Developed Market/MSCI-Europe ab
1995	Österreich		1969
	Schweden		1969
	Finnland		1987
1986	Spanien		1969
	Portugal	1989	1997
1981	Griechenland	1989	2001
1973	Vereinigtes Königreich		1969
	Irland		1990
	Dänemark		1969
Gründungsmitglied	Luxemburg		1990

*Quelle: RZB, Reuters Business Briefing.*

Die Tabelle 8 zeigt, dass Dänemark, das Vereinigte Königreich, Spanien, Schweden und Österreich – obwohl erst zu einem späteren Zeitpunkt der EU beigetreten – schon seit 1969 als Developed Markets klassifiziert werden. Umgekehrt wurden Portugal und Griechenland trotz früherer EU-Mitgliedschaft erst später als Emerging Markets klassifiziert und erst 11 (Portugal) bzw. 20 Jahre (Griechenland) nach ihrem EU-Beitritt als Developed Markets eingestuft.<sup>1)</sup> Nur Irland und Luxemburg qualifizierten sich 1990 als Developed Markets, ohne zuvor Emerging Markets gewesen zu sein.

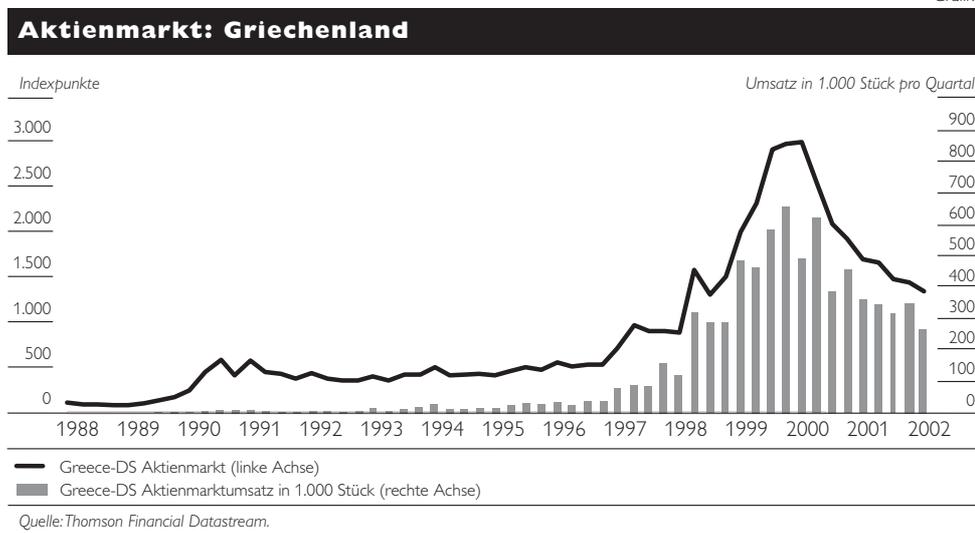
#### 3.4 Hochstufung eines Marktes vom Emerging Market zum Developed Market und Bezug zum WWU-Beitritt

Der jüngste Fall einer Änderung der Klassifizierung eines EU-Mitgliedstaats vom Emerging Market zum Developed Market war Griechenland im Jahr 2001. Die Entwicklung des griechischen Aktienmarktes zeigt ein deutliches Anspringen der Preis- und der Volumenentwicklung ab dem Jahr 1997 mit zunehmender Dynamik, die in der Verdoppelung zwischen Anfang 1999 und September 1999 gipfelte. Wenngleich der Chart an den der US-Technologiebörse Nasdaq erinnert, ist diese Entwicklung nur sehr eingeschränkt auf die Bubble im Technologie-, Medien- und Telekommunikationsbereich (TMT) zurückzuführen. Der TMT-Anteil Griechenlands Ende 2000<sup>2)</sup> war mit rund 26% etwa gleich hoch wie im übrigen Europa.

<sup>1</sup> Eine Analyse der Erweiterungsrunde 1986 wäre zwar prinzipiell interessant, eine Analogie zur Osterweiterung der EU ist jedoch nicht gegeben. Darüber hinaus gab es 1986 auch noch kein paneuropäisches Investorenbewusstsein. Schließlich wird der Aktienmarktindex für Portugal, der Lisbon BVL General Index (BVLX), erst ab Jänner 1988 berechnet.

<sup>2</sup> Genauere Zahlen für September 1999 bzw. Anfang 2000 liegen uns nicht vor. Es ist jedoch anzunehmen, dass der TMT-Anteil in Griechenland Anfang 2000 um einige Prozentpunkte höher als jener des restlichen Europa (30%) lag.

Grafik 5



Vielmehr ist diese Entwicklung auf die Zinskonvergenz zurückzuführen, die den griechischen Bankensektor beflügelte. Griechenlands größte Bank, die National Bank of Greece, schaffte zwischen Anfang 1997 und September 1999 eine Verzehnfachung ihres Werts.<sup>1)</sup> Daraus wird deutlich, dass weniger dem formalen WWU-Beitritt als vielmehr der Konvergenzentwicklung, also der Vorwegnahme des WWU-Beitritts, große Bedeutung zukommt. Gerade die mit dem WWU-Beitritt wahrscheinlicher werdende Hochstufung Griechenlands vom Emerging Market zum Developed Market hat dabei eine große Rolle gespielt.

MSCI nennt zum Zeitpunkt der Hochstufung den, gemessen an verschiedenen Faktoren, relativ hohen Entwicklungsstand der Wirtschaft und des Aktienmarktes als Grund. Das Pro-Kopf-Einkommen Griechenlands sei höher als die Untergrenze von High-Income Countries gemäß der Definition der Weltbank. Außerdem hatte Griechenland gesunde ökonomische, fiskal- und geldpolitische Maßnahmen gesetzt, die es für den Beitritt zur WWU qualifizierten. Der griechische Aktienmarkt war in den genannten Jahren deutlich größer und liquider geworden und die operationale Effizienz (Clearing und Settlement) stark gestiegen.<sup>2)</sup> Die Entwicklung des griechischen Aktienmarktes zeigt, dass der WWU-Beitritt des Jahres 2001 auf dem Aktienmarkt bereits 1997/98 vorweggenommen wurde. Für die Aktienmärkte Europas bedeutet dies, dass die WWU-Konvergenz bereits jetzt ein Thema ist.

#### 4 Schlussfolgerungen

Auf der Rentenseite wird das europäische Anlagespektrum durch den Beitritt der Tschechischen Republik, Polens und Ungarns erweitert, wodurch auch die Diversifikationsmöglichkeiten unter den Staatsanleihen größer werden. Eine Aufnahme neuer EU-Mitgliedstaaten in bestehende europäische Benchmarks ist unserer Ansicht nach sehr wahrscheinlich. Da diese Länder aber auf Grund ihrer

1 Auch die griechischen Bauwerte entwickelten sich überdurchschnittlich positiv.

2 Siehe MSCI press release vom 31. Juli 2000.

geringen Kapitalisierung nur einen sehr geringen Anteil in den Benchmarks haben werden, wird der positive Diversifikationseffekt sehr schwach ausfallen. Allerdings werden Fantasien über einen Beitritt zur WWU zu einer Zinskonvergenz zum Euroraum führen. Wegen der geringen Marktkapitalisierung dieser drei Länder ist nicht zu erwarten, dass der mögliche Beitritt in den Euroährungsraum die Zinsen im Euroraum verändern wird. Eine Konvergenz der tschechischen, polnischen und ungarischen Zinsen in Richtung Zinsen im Euroraum ist somit so gut wie sicher. Zwar wird dieser Effekt über einen längeren Zeitraum, nämlich bis zum WWU-Beitritt anhalten, bis dahin sind aber Kursgewinne bei den Renten dieser Länder vorprogrammiert. Während dieses Zeitraums wären somit die Ungewissheit über den Zeitpunkt des WWU-Beitritts und das Währungsrisiko die größten Unsicherheitsfaktoren. Positive Diversifikationseffekte, kombiniert mit einer überdurchschnittlichen, risikobereinigten Performance im Vergleich zu westeuropäischen Anleihen lassen tschechische, polnische und ungarische Renten attraktiv für den österreichischen bzw. den europäischen Investor erscheinen. Da aber die Gewichtung der drei Beitrittskandidaten in den gesamteuropäischen Benchmarks sehr gering ausfallen wird, wird es nicht ausreichen, die strategische Asset Allocation stark an diesen Benchmarks auszurichten. Um in den vollen Genuss dieser positiven Auswirkungen zu kommen, sollten diese Märkte im Rahmen der strategischen Asset Allocation stärker als bei den künftigen europäischen Benchmarks gewichtet und gegebenenfalls auch in der taktischen Asset Allocation übergewichtet werden.

Auf Grund der verhältnismäßig geringen (Free-Float-)Marktkapitalisierung der Aktienmärkte möglicher Beitrittskandidaten wird es – aus heutiger Sicht – durch die Integration der osteuropäischen Länder zu keinen plötzlich auftretenden massiven Liquiditätsströmen zwischen den EU-Mitgliedstaaten bzw. Österreich und den Beitrittskandidaten kommen. Vielmehr ist von einem kontinuierlichen Prozess auszugehen. Entscheidende Implikationen ergeben sich für Investoren mit einem (räumlich) weiteren Europabegriff. Die zunehmende Integration der osteuropäischen Länder schafft eine Verbreiterung des Investitionsspektrums, das von Investoren, die eine künftige Benchmarkgewichtung vorwegnehmen möchten, dazu genutzt werden wird, Positionen in den größten und liquidesten Werten der Beitrittskandidatenländer aufzubauen. Effekte ergeben sich dabei sowohl durch den EU-Beitritt als auch vor allem durch die (zumindest bei der Beschränkung der Analyse auf Polen, die Tschechische Republik und Ungarn) damit einhergehende WWU-Konvergenz(-Fantasie) und die Fantasie auf eine Hochstufung vom Emerging Market<sup>1</sup>) zum Developed Market. Die betrachteten Beispiele der EU-Konvergenz (Österreich, Schweden, Finnland) und der WWU-Konvergenz bzw. die Hochstufung Griechenlands zum Developed Market deuten ebenso wie beim optimierten Rentenportfolio auf eine über der künftigen Benchmarkgewichtung liegende Berücksichtigung der Aktienmärkte der Beitrittskandidaten in

*1 Es ist jedoch zu berücksichtigen, dass dies nicht nur positive Implikationen hat, da die Hochstufung auch zu Abflüssen von Liquidität aus Emerging-Market-Fonds führen wird.*

europäischen, internationalen und globalen Aktienportfolios hin.<sup>1)</sup> Für Investoren, die sich zur Zeit (noch) nicht über die Grenzen der Developed Markets hinauswagen wollen, bietet der österreichische Aktienmarkt, der vor allem seit dem Jahr 2000 zeitweise sogar eine höhere Korrelation mit Ungarn als mit Deutschland<sup>2)</sup> aufweist, die Gelegenheit,<sup>3)</sup> von der EU- bzw. WWU-Konvergenz Osteuropas bei vermindertem Risiko<sup>3)</sup> zu profitieren. Dadurch könnten österreichische Unternehmen (bzw. der österreichische Aktienmarkt) einen durch diesen Liquiditätszufluss begründeten Bewertungsaufschlag gegenüber europäischen Unternehmen gleicher Größe und gleicher Branche erfahren. Mit der zunehmenden Integration (insbesondere ab dem EU- bzw. WWU-Beitritt) wird der österreichische Aktienmarkt als Substitut für ein Exposure in Osteuropa jedoch an Bedeutung verlieren und diesen liquiditätsbedingten Bewertungsaufschlag abbauen.

### Literaturverzeichnis

**Shleifer, A. (2000).** Inefficient Markets: An Introduction to Behavioral Finance. Oxford University Press, Oxford & New York.

**Shiller, R. J. (2000).** Irrational Exuberance. Princeton University Press, Princeton & Chichester.

MSCI press release vom 28. Juni 2000; [www.msci.com](http://www.msci.com)

MSCI press release vom 31. Juli 2000; [www.msci.com](http://www.msci.com)

MSCI press release vom 17. August 2000; [www.msci.com](http://www.msci.com)

MSCI newswatch vom August 2000; [www.msci.com](http://www.msci.com)

[www.msci.com](http://www.msci.com)

[www.fibv.com](http://www.fibv.com)

#### Informationsdienste:

Bloomberg

Reuters

Reuters Business Briefing

Thomson Financial Datastream

1 Die Optimierung eines solchen Portfolios inklusive Beitrittskandidaten (analog zu einem optimierten Rentenportfolio) würde jedoch auf Grund der zahlreichen nötigen Annahmen den Rahmen dieser Studie sprengen.

2 Gemessen an den jeweiligen MSCI Country Indizes.

3 Kein Währungsrisiko sowie die Vorteile eines Developed Market (im Sinn der Abgrenzung nach MSCI).